

解读

创值能力评价体系的作用何在？

郭昀

6月7日,中国企业报评价研究院发布了《2015年中国上市公司创值能力100强评析报告》;6月21日,中国企业报评价研究院又发布《2016中国新三板创值能力100强评析报告》。连续发布的两份报告,都基于创值能力评价体系的评价分析。

创值能力评价体系以净投入与净产出比的创值能力指数为核心,向外发力形成价值创造的层层效益,即创值能力→经营性经济增加值→经济增加值→价值;向内细化形成价值创造的层层因子,如右图所示:

创值能力评价体系有什么作用呢?显然,最大的作用是直接评价价值创造的成效,发现真正的价值创造者。但不仅如此,更为重要的是以价值创造的评价为基础,以庞大的分析数据为支撑,具有价值创造的诊断分析、行业比较、预测估算等作用。

发现价值创造的核心

从定量来说,价值是未来收益的折现值,似乎是赚钱最大化。其实,企业赚钱的途径有许多,但最值钱的是主体经营业务,其营业外收入、投资收益是企业赚钱的业务,由于缺乏稳定性、可持续性,并不是企业值钱的业务。因此,我们紧紧围绕价值的核心展开评价:

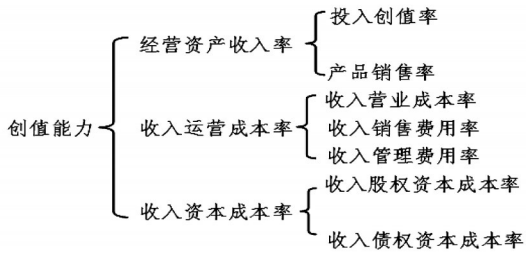
◆发现真正的资本效率。创值能力指数可以真实地评价资本投入创造价值的有效性。它体现的是1元经营净投入所创造的净值性价值收益。如新三板的雨神电竞创值能力指数为2.0062,说明该公司1元的经营投入创造了2.0062元的经营创值收益。该指标越大,意味着创造的经营性经济增加值越多、投入效率越高;越小,意味着创造的经营性经济增加值越少、投入效率越小。

◆发现真正的创值成效。经营性经济增加值是反映主体经营的价值;它不包括投资收益、营业外收入、补贴收入等等非经营性的各项收益,是经营收入减去运营成本、债权资本成本以及股权资本成本后的税前净收益。经营性经济增加值为正,说明经营在创造价值;越大,说明当期经营获得的税前创值收益越多。经营性经济增加值为负,说明经营在减损价值。经济增加值反映企业整体运行业绩的核心指标,是在经营性经济增加值基础上,增加了投资性经济增加值,并且在扣减了债权资本成本和股权资本成本后,还扣减了所得税。经济增加值为正,说明企业整体运营在创造价值;越大,说明当期企业整体运营获得的税后创值收益越多。经济增加值为负,说明企业整体运营在减损价值。如贵州茅台经营性经济增加值为17007888548.92,增加了投资性经济增加值且减去所得税后经济增加值为11110781771.03,数据为正,意味着当期创造着价值。

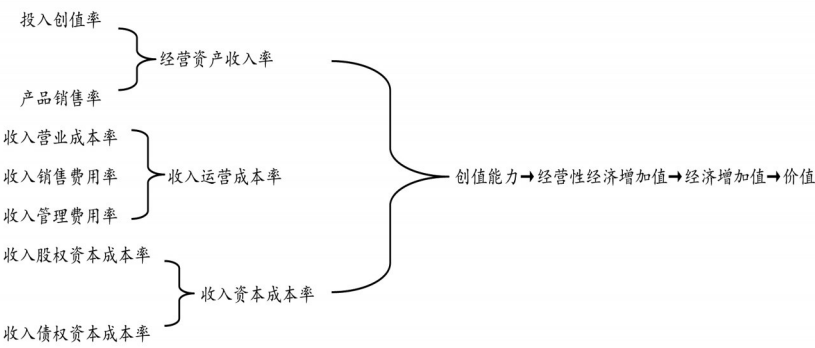
◆发现创值管理的能力。由于创值能力指数可以细化为:创值能力指数=经营资产收入率x(1-营业收入运营成本率-营业收入资本成本率)。因此,直接与企业的经营管理密切相连。经营资产收入率评价市场管理的精准程度,指标高意味着投入创造的营业收入高,资本周转快;指标低意味着投入创造的营业收入少,资本周转慢;如雨神电竞该指标为4.662,意味着1元投入创造了4.662元的营业收入。营业收入运营成本率评价运营成本管理的精益程度,该指标越低意味着运营成本管理能力越强;越高意味着运营成本管理能力越弱;如雨神电竞该指标为0.5452,意味着1元收入中包含着0.5452元运营成本。营业收入资本成本率评价资本管理的精细程度,指标越低意味着资本管理能力越强;越高则意味着资本管理能力越弱;如雨神电竞该指标为0.0248,意味着1元收入中包含着0.0248元资本成本。

分析价值创造的成因

由于评价体系是以创值能力指数为核心建立的递阶层次结构,可以依据各指标集的因果、隶属、顺序等关系,建立与创值过程的各个环节密切相关的多层次的指标体系,形成下一层次指标与上一层次指标互为因果。如下图所示:



如图显示的是三级指标,还可以延伸为五级指标,形成层层递进、互为因果的层级结构,从而可以层层分析价值创造的成因,可以层层延伸监测、诊断影响创值的主要因素。如华图教育经营性经济增加值为245061990.54,经济增加值为203416717.33元,都为新三板百强中第一。但创值能力指数为1.0204,新三板百强中排名32,其中经营资产收入率为5.658,排名24;收入运营成本率0.8083,排名77;收入资本成本率0.018,排名23。显然,运营成本影响很大。而



且还可以将收入运营成本率再细化到收入营业成本率、收入销售费用率、收入管理费用率等再分析,如果需要也可以再细化到下一层指标进行深度分析。

比较价值创造的强弱

由于创值评价系统建立有庞大的数据库,有多达60个行业的数据,因此,该评价系统还可以将同行业的上市公司之间、上市公司与新三板企业之间、新三板企业与拟进入新三板企业进行行业内的层层比较,发现企业在行业中的强势与弱势。如某农业上市公司,尽管创值能力指数行业排名第一,但其他要素与行业比,强弱不一。如下表。

科目	数据	上市公司行业排序	与第一相差
创值能力指数	0.1444	1	0
经营资产创收率	0.6007	7	0.103
收入运营成本率	0.6333	1	0
收入资本成本率	0.1041	5	0.060
经济增加值	349195745.63	1	0
经营性经济增加值	363090745.63	1	0
投资性经济增加值	1820000.00	5	756000.40
市场价值	12246080000.00	4	567001436

通过创值能力评价系统,各个因子强弱、相差距离一目了然。

奠定价值估算的基础

从表现形式上看,价值是可以量化的数值,但决定价值的是可持续的创值能力。价值估算基础是:创值能力的可延续性和可增长性。前者创造的收益折现可称为当前运作价值,度量当期经济增加值在未来时间里的无变化的等额数值,体现的是当前创值能力对价值的贡献。后者创造的收益折现称为未来增长价值,度量的是未来经济增加值增长部分的折现值。因此,创值能力评价体系是价值估算的基础,其方法是:

首先,估算当前股权价值。其通常的计算方法是:当前股权价值=当前运作价值(当期经济增加值/折现值+投入资本)-有息负债。如某农业上市公司通过“创值核算与分析系统”计算,当前股权价值为8247767945.29元。其次,估算未来增长价值。其步骤为:第一步,估算经营创收率、收入运营成本率、收入资本成本率。如某农业公司,我们根据行业最佳数据和企业三年数据及各占权重进行综合预测,未来平均创收率为0.8015,收入运营成本率为0.6333元,收入资本成本率为0.082,收入所得税率0.0025,收入调整费用率0.0014;第二步,预估投入资本。某农业公司估计十年间营业收入1510000000.00,按20%增长,达到47037131986.94元。按照投入创收率0.8015的配比原则,估计投入资本为58686378024.88元。第三步,计算未来经济增加值。将上述数据代入公式:未来经济增加值=创收率X(1-收入运营成本率-收入资本成本率-收入所得税率+收入调整费用率)X投入资本额=13339730631.50元。第四步,计算未来经济增加值增长额。即未来经济增加值与当前经济增加值的差,已知当前经济增加值为349195745.6元,未来经济增加值增长额为12990534885.87元。第五步计算未来增长价值,即将未来增长值的增长额以折现率1.0812折现,未来增长价值为12014923127.88元。其三,估算价值,将当前股权价值8247767945.29元加上未来增长价值12014923127.88元,合计20262691073.17元即为估算价值。其四,比较市值,将估算价值与市值相比,看市值的合理性。如某农业上市公司的市值为12246080000元相比,与估算价值相比20262691073.17相差8016611073.17元,市值不太合理。

因此,创值能力评价体系的作用不仅仅是制定创值能力排行榜,更重要的是帮助企业、投资者、监管者知晓价值创造的成因,把握价值创造的优势和弱势,估算价值,评判市值的合理性,实现价值最大化。

(作者系中国企业报评价研究院执行院长兼首席专家)

表 2:创值收益及创值潜能排序表

排序	经营性经济增加值	企业名称	经济增加值	企业名称	创值潜能	企业名称
1	245,061,990.54	华图教育	203416717.33	华图教育	0.6019	雨神电竞
2	150,453,059.03	开心麻花	118279140.03	金色传媒	0.4676	众禄金融
3	89,525,589.82	全美在线	10756819.13	开心麻花	0.3479	精准传媒
4	88,846,071.19	指南针	91443950.80	指南针	0.3478	国泰人防
5	85,294,916.27	欧贝黎	72014208.99	全美在线	0.3375	天职咨询
6	79,393,467.96	天职咨询	67171106.98	天职咨询	0.3243	中焯股份
7	74,607,563.60	原妙医学	58704139.90	欧贝黎	0.3162	贵仁科技
8	68,405,123.95	金色传媒	58170927.08	光音网络	0.3114	艾维普思
9	65,987,601.99	光音网络	55439124.76	原妙医学	0.2939	星推网络
10	61,158,684.71	豫新科技	50851193.54	豫新科技	0.2866	网域科技
11	52,842,350.40	国源科技	39375430.48	艾维普思	0.284	狼和医疗
12	48,302,615.92	艾维普思	37968114.60	国源科技	0.2797	盛世锦天
13	45,241,907.23	正合股份	35912923.82	盛夏星空	0.2705	广升信息
14	44,107,179.68	瑞格营销	35418568.28	泰祥股份	0.2392	点众科技
15	43,242,032.57	泰祥股份	34205850.40	无忧互通	0.2369	多想互动
16	43,150,837.41	华晋传媒	32337290.83	欧泰科	0.2295	卓影科技
17	42,021,194.51	无忧互通	31965370.15	瑞格营销	0.2282	博大光通
18	39,331,032.84	盛夏星空	30932891.62	贵仁科技	0.2223	爱用宝
19	37,835,094.80	中彩股份	30768864.72	华晋传媒	0.2175	优睿传媒
20	36,559,948.12	狼卜股份	29748330.86	正合股份	0.2158	中石软件
21	36,530,780.96	贵仁科技	28018641.99	中彩股份	0.2091	汇川科技
22	36,195,195.33	欧泰科	27748897.74	维欧艾	0.2057	全美在线
23	34,351,883.17	梵雅文化	26708469.00	中石软件	0.2049	博瑞形芸
24	32,794,098.86	维欧艾	25943694.31	梵雅文化	0.1912	新智视讯
25	32,127,139.83	广升信息	25760025.69	豪恩光电	0.1903	无忧互通
26	31,527,803.87	花嫁丽舍	24946648.08	狼卜股份	0.1885	中环互联
27	31,405,272.96	豪恩光电	23809556.90	广升信息	0.1708	斯福泰克
28	30,198,483.42	国泰人防	22975439.83	盛世锦天	0.161	悦正股份
29	28,148,823.67	中环互联	22456783.34	汇川科技	0.1593	盛夏星空
30	27,248,374.90	汇川科技	22270138.44	博瑞形芸	0.1552	开心麻花
31	26,784,383.98	特力惠	21667683.91	花嫁丽舍	0.1519	联动通达
32	26,755,972.70	拓美传媒	21644134.34	国泰人防	0.1445	健来福
33	26,716,265.65	中石软件	21522090.27	特力惠	0.1344	光音网络
34	26,411,332.47	博瑞形芸	20833948.91	信维电子	0.134	麦广互娱
35	25,144,242.90	信维电子	20563252.34	豪特节能	0.132	梵雅文化
36	24,602,325.88	豪特节能	19910415.20	众禄金融	0.1283	泰宇信息
37	24,248,866.49	砂之船	19399846.49	中环互联	0.1234	信维电子
38	24,228,042.65	盛世锦天	18860175.49	拓美传媒	0.1198	指南针
39	24,216,479.48	注意力	18173592.02	砂之船	0.1189	思贤股份
40	23,596,362.96	权天股份	18125653.56	注意力	0.1173	中泰传媒
41	21,753,668.28	智通建设	17837877.98	智通建设	0.1142	国源科技
42	21,701,826.04	丽都整形	17688418.34	兆宸科技	0.1128	欧泰科
43	20,646,962.84	众禄金融	16770348.21	赛时比	0.1114	信友新材
44	20,452,515.62	兆宸科技	16577585.13	博大光通	0.1054	中彩股份
45	19,710,328.46	狼和医疗	16430393.88	狼和医疗	0.0998	兆宸科技
46	18,615,524.30	精准传媒	15906605.99	爱用宝	0.0998	捷盛科技
47	18,581,215.28	鹏信科技	15418773.83	朋万科技	0.0975	北科软件
48	18,408,759.65	赛时比	15304333.46	鹏信科技	0.0966	贵尚铭诚
49	17,849,999.95	朋万科技	14865003.06	权天股份	0.0964	花嫁丽舍
50	17,511,700.57	正点未来	14293855.41	丽都整形	0.0943	爱用宝
51	16,687,934.45	游酷网络	13960941.23	信友新材	0.0934	东方煌辰
52	16,579,648.50	博大光通	13716995.91	卓影科技	0.0933	思睿泰克
53	16,129,496.15	联动通达	13690196.09	精准传媒	0.0909	游酷网络
54	16,023,480.98	东方煌辰	13531871.04	游酷网络	0.0894	海唐公关
55	16,005,367.94	信友新材	13324700.38	网域科技	0.0888	智通建设
56	16,003,165.15	网域科技	13214665.56	联动通达	0.0805	卓诚惠生
57	15,909,166.16	爱用宝	12715499.96	欧耐尔	0.0785	朋万科技
58	15,314,867.83	星推网络	12154667.71	东方煌辰	0.0759	爱去欧
59	14,575,764.52	欧耐尔	11622119.79	星推网络	0.071	金色传媒
60	14,037,931.83	丝里伯	10856951.52	正点未来	0.0683	阿式加
61	13,721,927.89	卓影科技	10779005.55	中焯股份	0.0657	欧耐尔
62	13,338,257.03	多想互动	10334863.48	丝里伯	0.0637	华晋传媒
63	13,324,827.91	健来福	10259316.01	品茗股份	0.0622	品茗股份
64	13,123,193.62	嘉尚传媒	9836156.23	新智视讯	0.0543	特力惠
65	12,056,069.25	高德体育	9715265.58	多想互动	0.0524	上方传媒
66	11,836,012.93	品茗股份	9606137.97	高德体育	0.0497	豫新科技
67	11,808,777.33	新智视讯	9502876.35	健来福	0.0476	拓美传媒
68	10,970,497.21	度典传媒	9451827.85	嘉尚传媒	0.0431	西格玛
69	10,789,326.62	中焯股份	9357285.49	三环节能	0.0392	狼卜股份
70	10,706,635.46	三环节能	9196156.49	海昌药业	0.0381	蓝色未来
71	10,619,512.11	点众科技	8833209.55	点众科技	0.0372	延庆环保
72	10,473,851.63	麦广互娱	8549167.88	麦广互娱	0.0345	鹏信科技
73	10,223,378.32	储融检测	8524948.56	雨神电竞	0.0341	嘉尚传媒
74	9,829,843.22	营邑股份	8453157.10	储融检测	0.0327	赛时比
75	9,640,917.75	海昌药业	8154916.73	联盛科技	0.0313	丝里伯
76	9,432,273.36	联盛科技	7899628.59	度典传媒	0.0292	三环节能
77	9,217,079.46	蓝色未来	6968000.66	卓诚惠生	0.026	砂之船
78	8,532,107.51	雨神电竞	6670713.30	营邑股份	0.025	博芯科技
79	8,233,577.84	新宁医疗	6581894.75	蓝色未来	0.0243	欧贝黎
80	8,211,158.20	卓诚惠生	6357172.29	新宁医疗	0.0237	正合股份
81	7,504,902.36	优睿传媒	5853594.45	博芯科技	0.0202	瑞格营销
82	7,113,296.52	思睿泰克	5781030.88	优睿传媒	0.0196	豪特节能
83	7,022,784.42	中泰传媒	5489923.14	普菲特	0.0187	泰祥股份
84	6,779,673.94	普菲特	5418792.70	尚洋信息	0.0186	营邑股份
85	6,542,583.91	博芯科技	5127385.93	思睿泰克	0.0184	丽都整形
86	6,288,651.16	上方传媒	4951281.46	中泰传媒	0.018	华图教育
87	6,247,839.69	尚洋信息	4777824.57	北科软件	0.0177	万联生活
88	6,198,601.96	斯福泰克	4356563.40	泰宇信息	0.0175	储融检测
89	6,091,750.07	海唐公关	4308202.60	斯福泰克	0.0167	新宁医疗
90	5,651,445.86	建策科技	4167647.91	海唐公关	0.0161	维欧艾
91	5,627,457.08	万联生活	4054758.00	思贤股份	0.0143	豪恩光电
92	5,572,241.29	思贤股份	3968918.14	延庆环保	0.0133	尚洋信息
93	5,492,102.77	北科软件	3966377.42	贵州铭诚	0.0132	原妙医学
94	4,756,366.58	贵州铭诚	3850677.78	上方传媒	0.0108	普菲特
95	4,712,173.00	西格玛	3815244.22	建策科技	0.0073	权天股份
96	4,613,782.10	西格玛	3786922.68	西格玛	0.0024	正点未来
97	4,362,750.59	泰宇信息	3214940.48	万联生活	-0.0067	高德体育
98	3,744,858.47	爱去欧	2922006.10	阿式加	-0.0085	海昌药业
99	3,045,809.84	悦正股份	2668677.89	爱去欧	-0.0241	注意力
100	2,796,789.32	阿式加	2002233.05	悦正股份	-0.0397	度典传媒

【数据处理:中企创值(北京)投资有限公司】

(上接第六版)

最值得关注的新三板企业是谁?

从上述数据评析,我们可以发现无论是创值的能力效率、还是创值的精确管理,新三板创值能力百强企业与A股上市公司创值能力百强相比都要强许多;但从创值规模上说,新三板创值能力百强企业与A股上市公司创值能力百强相比则要小心许多。究其原因,主要是A股上市公司的规模大,管理层次繁复,决策程序复杂,决策过程迟缓;管理人员多,管理费用也高;从而导致企业成本居高不下。新三板企业的规模小,大多数是细分行业的龙头企业,定位明确,技术先进;并且大多数企业处于高成长期,市场拓展快,经营创收能力强;另外,许多新三板企业的主要所有者与经营者集于一身,熟悉运营的整个过程,容易控制成本;并且大多数核心骨干有股权激励,现金支付压力小,资本成本也容易控制。

尽管新三板百强有着业务专一、决策灵活、成本易控等优势,但因企业规模小,也存在稳定性弱、抗风险弱等局限;因此,新三板创值能力百强的未来,不仅需要进一步增强创值能力,更需要扩大创值规模,才能稳定持续地创造更好、更大的价值。创值能力的提高重在精准市场管理、精益运营管理、精细资本管理,创值规模的增长不是指经营性经济增加值的增长,而是以营业收入的增长为前提。因为经营性经济增加值的起点是营业收入,起点的增长是经营性经济增加值增长的前提条件。为此,我们以代表市场空间的营业收入增长率和代表价值创造的创值能力构成了创值潜能指数,以评出值得关注的企业。据此计算,新三板百强创值潜能平均值为0.1203。企业间差异很大(具体见表2)。

根据上述潜能指数,我们认为,近两年最值得关注的企业为前20名的雨神电竞、众禄金融、精准传媒、国泰人防、天职咨询、中焯股份、贵仁科技、艾维普思、星推网络、网域科技、狼和医疗、盛世锦天、广升信息、点众科技、多想互动、卓影科技、博大光通、爱用宝、优睿传媒、申石软件等,这些企业不仅创值能力强,而且增长能力也很强,创值能力与规模增长力有机统一,是未来两年内创造价值的能量表现,预示着可以为投资者创造更多的价值。

上述测评仅仅依据公开的财务报表和年报资料,进行的比较分析,更为精确的评析还需要根据每个企业的市场增长的可能性、投入资本增长的可行性、经营创收管理力、运营成本管理力、资本成本管理力等方面进行细致分析评估。

(执笔:郭昀、郭立)