

深交所多层次资本市场
上市公司 2010 年报实证分析报告

目 录

前言	2
一、2010 年度上市公司总体业绩情况	3
（一）总体业绩增长明显，增长质量进一步提高	3
（二）多层次市场的体系特点逐步明晰	4
（三）多层次市场对高新技术企业的支持不断扩大	6
（四）宏观经济环境变化在上市公司微观群体中得到充分体现	7
二、2010 年度各板块公司业绩的差异分析	11
（一）三个板块上市公司盈利能力差异	11
（二）三个板块上市公司成长性差异	11
（三）对中小型上市公司成长性的分析	12
三、需要关注的主要问题	15
（一）宏观经济环境变数增大	15
（二）上市公司业绩分化明显	16
（三）高送转现象值得关注	17
（四）部分公司业绩增长的持续性存有压力	17

深交所多层次资本市场

上市公司 2010 年报实证分析报告

深交所综合研究所年报分析课题小组

免责声明：本报告使用数据均来自上市公司年报和招股说明书，本报告结论系深交所综合研究所年报分析课题小组对上市公司年报数据所做出的客观陈述及独立分析意见，不构成对上市公司年报数据的真实性、准确性、完整性和及时性的确认，承诺或保证，也不代表深交所立场或意见。

本报告任何内容不构成投资建议，对任何因直接或间接使用本报告内容造成的投资损失或其它损失，深交所综合研究所年报分析课题小组不承担任何责任。

任何机构或个人使用本报告内容，即视为已完全知悉、理解并接受本声明全部内容。

前言

截至 2011 年 4 月 30 日，深交所 1270 家上市公司如期披露了 2010 年报或年报数据，其中主板公司 485 家，中小企业板公司 576 家，创业板公司 209 家。深交所多层次资本市场上市公司是目前我国不同规模、不同发展阶段企业的典型代表，以及不同行业、不同领域实体经济的具体组成，其板块公司的业绩特点反映了宏观经济变化对各类企业经营成果的影响，也体现出多层次资本市场对不同成长阶段、不同风险特征、多样化自主创新企业提供融资平台、深化金融支持的实际效果。

本报告依据 2010 年度上市公司的年报，并结合近年年报和招股说明书数据，通过主板、中小板和创业板上市公司经营业绩的实证分析，初步反映多层次资本市场的建设情况。由于中小板特别是创业板的推出时间不长，样本数量有限，年报统计分析结果有待今后继续跟踪和检验。

根据年报的样本统计分析，我们的初步结论是：（1）2010 年度，上市公司业绩在整体上保持显著增长，业绩的增长质量进一步提高；绩优公司业绩增长的持续性和创业板公司的高成长性比较突出，多层次市场的体系特点逐步明晰；资本市场支持高新技术企业的成效显著；资本市场中上市公司群体对宏观经济环境变化的反应更为充分。（2）2008-2010 年，主板、中小企业板和创业板上市公司

在盈利能力与成长性方面具有显著的板块特征，呈现主板、中小板、创业板的阶梯分布态势，从一个侧面反映了多层次市场体系各板块在功能定位上的特点。(3) 基于 2010 年报数据，结合当前上市公司发展环境，宏观经济变数增大、上市公司业绩分化明显、部分公司业绩增长的持续性存有压力和高送转等问题，需要重点关注。

一、2010 年度上市公司总体业绩情况

2010 年是金融危机后国内外经济环境复杂多变、跌宕起伏的一年。在我国政府开始实施多项宏观调控政策，大力开展经济结构调整的背景下，中国经济保持复苏后的持续增长势头，上市公司的营业收入与利润水平也同步增长，深交所多层次市场的各板块上市公司的总体经营水平再上一个台阶。

(一) 总体业绩增长明显，增长质量进一步提高

2010 年，深交所各板块上市公司业绩保持平稳增长势头。主板 485 家公司实现平均营业收入 54.69 亿元，较上年增长 35.20%；实现平均净利润 3.11 亿元，较上年增长 42.10%。中小企业板 576 家公司实现平均营业收入 16.12 亿元，较上年增长 33.29%；实现平均净利润 1.44 亿元，较上年增长 32.53%。超过 90% 的中小板公司实现营业收入增长；近 80% 的中小板公司实现营业收入、净利润双增长。创业板上市公司 2010 年实现平均营业收入 4.09 亿元，同比增长 38.02%，92% 的创业板公司实现营业收入同比增长；平均净利润为 0.71 亿元，较上年增长 31.2%，85% 的创业板公司实现净利润同比增长。总体上，2010 年深交所上市公司整体盈利能力较 2009 年度大幅提高，同时亏损面进一步下降。

表 1 2010 年度深市上市公司总体业绩情况

深市 各板块	平均营业收入		平均净利润		净资产 收益率	每股收益 (元/股) (加权平均)	每股净 资产(元 /股)	每股经营 性净现金 流(元/股)
	2010 年 (亿元)	同比 增长	2010 年 (亿元)	同比 增长				
主板	54.69	35.20%	3.13	42.10%	11.87	0.42	3.55	0.31
中小板	16.12	33.29%	1.44	32.53%	11.72	0.58	4.96	0.71
创业板	4.09	38.02%	0.71	31.20%	8.73	0.67	7.62	0.22

在业绩增长明显的基础上，上市公司业绩增长的质量进一步提高，表现为：

一是业绩增长源于主营，非经常性损益占比下降。2010 年主板 485 家公司扣除非经常性损益后的净利润同比增加 56.86%，超出净利润增幅；非经常性损益占当期净利润比例 13.06%，同比下降 8.22 个百分点。中小企业板公司非经常性损益占净利润比重为 6.25%，同比减少 2 个百分点。创业板上市公司主业突出，利润总额中九成以上来源于主营业务，2010 年度投资收益、营业外收支净额及公允价值变动损益等非经常性项目占当期利润总额比例分别仅为 0.2%、8.7%与 0.7%。

二是毛利率略有增长，各项费用控制合理。2010 年通胀压力逐步凸显，上市公司在原材料及人工等各项成本上涨压力较大的情况下，积极采取各项举措，实现了毛利率稳中有长。其中，主板公司平均毛利率为 19.76%，同比增长 1.09 个百分点；中小企业板公司平均毛利率保持在 23.94%，与上年持平；创业板公司总体毛利率水平较 2009 年略有下降，但仍高达 36.66%，其中 56 家公司毛利率高于 50%。此外，在三项费用方面，主板、中小板上市公司的销售费用、管理费用、财务费用占营业收入的比重在 2010 年全部下降，创业板的销售费用、管理费用占比有所增长，但也保持在合理水平之内。

表 2 深市主板、中小板、创业板上市公司三项费用占比

板块	项目	2008 年 (亿元)	占营业总 收入比 (%)	2009 年 (亿元)	占营业总 收入比 (%)	2010 年 (亿元)	占营业总 收入比 (%)
主板	销售费用	1.70	4.53	2.04	5.03	2.66	4.79
	管理费用	1.89	5.04	2.22	5.47	2.83	5.10
	财务费用	0.70	1.85	0.59	1.46	0.72	1.30
中小板	销售费用	0.66	6.11	0.78	6.59	1.01	6.25
	管理费用	0.56	5.16	0.66	5.61	0.88	5.47
	财务费用	0.14	1.33	0.11	0.95	0.12	0.76
创业板	销售费用	0.18	7.60	0.23	7.90	0.33	8.01
	管理费用	0.20	8.25	0.26	8.94	0.38	9.31
	财务费用	0.04	1.47	0.03	0.94	0.0004	0.01

（二）多层次市场的体系特点逐步明晰

2010 年度，随着主板稳步发展、中小板逐渐成熟、创业板加快发展，深交所多层次市场的三个板块间呈现出上市公司数量、总市值更加匹配，三个板块发展特点更加明晰的结构体系，其中，主板为大型优质龙头企业提供支持、中小板

培养细分行业的隐性冠军、创业板培育高科技高成长的创新型企业的态势进一步明确，表明我国多层次资本市场体系已初步形成。**2010** 年三个板块上市公司发展的具体特点表现为：

1、主板蓝筹公司业绩突出，并购重组效应显著

2010 年度，净利润排名前 **20** 位的公司合计实现净利润 **700.23** 亿元，占主板公司总体净利润的 **46.43%**，成为主板公司的中流砥柱，上述公司的净利润增速也高于主板公司总体的 **4.28** 个百分点。**20** 家公司均为大盘蓝筹公司，其行业分布颇具代表性，基本涵盖了机械制造、金融证券、家电、通讯设备等国内传统优势行业。主板净利润增长额排名前 **20** 位的公司也多为大盘蓝筹公司，这 **20** 家公司合计贡献了主板 **73.19%** 的利润增长，平均净利润增长率高达 **125.71%**，平均净利润增长金额为 **16.35** 亿元。

2010 年度，深市主板公司共有 **19** 家公司完成重大资产重组，整合效果显著。通过重组，**19** 家公司的平均总资产由去年同期的 **92.21** 亿增至 **163.14** 亿，增幅为 **76.93%**；平均营业收入由去年同期的 **75.85** 亿增至 **112.02** 亿，增幅为 **47.68%**；平均净利润由去年同期的 **2.18** 亿增至 **6.61** 亿，增幅高达 **203.51%**。在 **2010** 年净利润排名前 **20** 名的公司中，一半以上实施过整体上市、行业整合、海外收购等不同形式的并购重组。

2、中小板绩优公司不断涌现，龙头公司业绩增长稳定

随着中小板上市公司数量的逐步扩大，绩优公司也不断涌现，如 **2010** 年上市的海康威视、荣盛石化，均跻身中小板净利润排名前 **10** 名。而海宁皮城、齐翔腾达、国电清新、广田股份等 **42** 家新公司增长势头迅猛，净利润增幅均在 **50%** 以上。与此同时，以苏宁电器、金风科技、露天煤业、荣盛发展、东华软件为代表的一批资深绩优公司也继续保持快速增长的势头，净利润增幅连续三年保持在 **30%** 以上。**2010** 年，中小板净利润排名前 **10** 名的公司在比较基数较大的前提下，平均净利润增幅达到 **48.60%**，远高于中小板的平均业绩增幅，业绩增长稳定。

3、创业板业绩保持持续快速增长，呈现出一批高成长公司

2010 年，创业板公司仍然保持了快速增长趋势。营业收入增长超过 **100%** 公司有 **8** 家，**48** 家公司增幅在 **50%** 以上，其中东方日升增长率达到 **182.1%**；净利润增长超过 **100%** 的公司有 **7** 家，**49** 家公司增幅在 **50%** 以上，其中向日葵

增长率为 165.6%。

大多数创业板公司的成长性具有可持续性。2008 年至 2010 年，创业板净利润复合增长率达到 38.4%。营业收入复合增长率超过 50%的公司达 30 家，占 16%，净利润复合增长率超过 50%的公司有 43 家，占 23%，其中 4 家公司净利润复合增长率超过 100%。目前，创业板已涌现一批高成长公司，广泛分布于信息技术、新材料、现代服务业及新能源等新经济领域。从创业板的高成长性体现在创业板能否孕育一批持续高成长优秀企业的角度看，效果已初步显现。

表 3 深市主板、中小板和创业板上市公司主要指标对比

	深市主板	中小板	创业板
上市公司数量	485	576	209
上市公司数量占比	38%	45%	16%
总市值（亿元）	44,030.01	35,448.50	7,365.22
总市值占比	51%	41%	8%
成交金额（亿元）	138,324.92	85,592.34	15,675.22
成交金额占比	58%	36%	7%
平均营业总收入（亿元）	55.59	16.12	4.08
平均归属于母公司净利润（亿元）	3.13	1.44	0.71
营业总收入两年复合增长率	21.67%	21.87%	29.58%
归属于母公司净利润两年复合增长率	54.57%	31.72%	38.53%

（三）多层次市场对高新技术企业的支持不断扩大

作为我国自主创新的中坚力量，高新技术企业群体成为资本市场的重点支持对象，随着多层次资本市场建设的推进，中小板和创业板已经成为高新技术企业进入资本市场的主渠道。深交所综合研究所与科技部火炬中心的合作研究表明：截至 2011 年 4 月 28 日，在中小板 576 家公司、创业板 209 家公司中，2008 年重新认证“高新技术企业”数量分别为 412 家和 168 家，占比为 71.53%和 80.38%。

上市为高新技术企业提高研发投入强度创造了有利条件，而上市公司为了增强竞争力也在逐步加大研发投入强度。2010 年，中小板披露年报的 554 家上市公司的研发支出金额总计 195.67 亿元，较上年增长 31.10%，平均每家公司研发投入 3531.93 万元，占营业收入的比重 3.61%。创业板 188 家上市公司的研发支出金额总计 36 亿元，较上年增长 38.1%，平均每家公司研发投入 1909.9 万元，

占营业收入的比重**5.97%**。其中，**97**家公司研发投入增长率超过了营业收入增长，**3**家公司研发投入上亿元，出现一批重研发投入，业绩高成长的公司。

从创业板中的**96**家战略性新兴产业公司的情况看，其**2008**年、**2009**年及**2010**年的平均研发支出分别为**1293.24**万元、**1695.75**万元和**2473.66**万元，占营业收入比重为**5.07%**、**5.48%**和**5.70%**（整体法计算），**2009**年增长**31.12%**，**2010**年增长**45.87%**。截止**2010**年**12**月**31**日，创业板战略性新兴产业上市公司平均每家已获得发明专利**2.5**件，已获得实用新型专利**7.4**件，已获得外观设计专利**2.8**件。同时，截止**2010**年**12**月**31**日，创业板战略性新兴产业上市公司平均每家已申请的发明专利为**11.1**件，已申请实用新型专利为**5.4**件，已申请外观设计专利为**1.8**件。和创业板中的非战略性新兴产业上市公司比，和国家高科技技术企业群体及规模以上工业企业比，都具有明显的优势。（表4）

表4 创业板战略性新兴产业公司与其它类型企业的科技创新能力比较

项目		创业板战略性新兴产业公司 (2010)	创业板非战略性新兴产业公司 (2010)	规模以上工业企业 (2009)	高科技技术企业 (2009)
R&D	R&D 经费内部支出 (平均, 亿)	0.25	0.14	0.09	0.03
	R&D 经费占主营业务收入比例 (整体法)	5.70%	4.28%	0.69%	1.30%
发明专利	平均有效 专利数量 (件)	2.52	2.42	3.25	1.17
技术人员	技术人员数量 (平均, 人)	248.83	NA	425.98	117.57
	技术人员占全部人员 比例 (整体法)	33.23%	NA	1.76%	3.34%

注：1、资料来源除年报数据外，均来自国家科技统计年鉴。2、在不同类型公司中，对技术人员的界定与统计口径略有不同，此项指标供参考。

（四）宏观经济环境变化在上市公司微观群体中得到充分体现

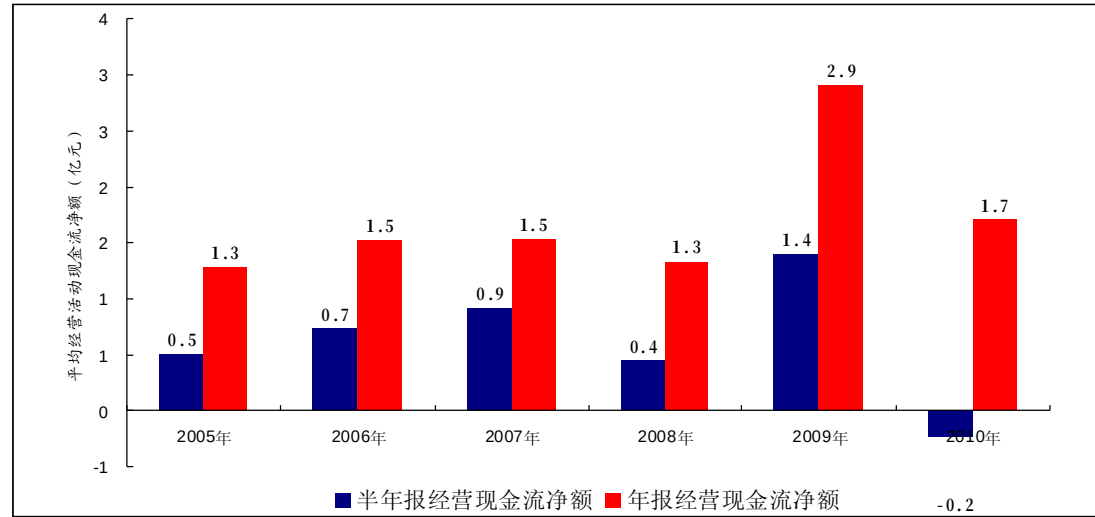
当前，我国A股上市公司数量已达**2175**家，年总营收**17.47**万亿，总市值**27.46**万亿（**2011**年**4**月**30**日值），实体经济的证券化比率达到**69%**，上市公司群体在国民经济运行中的核心作用日显突出。**2010**年，我国经济持续恢复增长，但受经济发展中的结构性问题困扰以及资产价格上升、通胀预期攀升等问题

影响，国家出台多项宏观经济调控措施。从 2010 上市公司的年报数据看，这些措施的影响在上市公司群体中得到充分体现，除企业的业务与利润增长变化上，还突出体现在企业的现金流、存货以及工资成本等项目的变化上，初步分析，我们有以下基本结论。

1、2010 年上市公司平均经营现金流净额出现下降，其中，职工相关的现金流净额下降与商品劳务相关的现金流净额下降是主要因素。从分行业看，在金融保险业之外，建筑业、房地产行业的经营现金流净额下滑最厉害，此外，服务业、批发零售等行业现金流也出现了负增长，这反映了 2010 年房地产调控、货币紧缩、劳动力成本增加等宏观经济因素对上市公司经营状态的直接影响。

图 1 显示，2010 年深市上市公司平均经营现金流净额中期为负，全年下降。根据 2010 年半年报数据统计，深市上市公司的平均经营现金流净额由 2009 年末的 2.91 亿元，下降为-0.24 亿元，虽然在 2010 年末转正，为 1.70 亿元，但相比 2009 年末下降了 1.21 亿元，下降幅度 41.50%。

图 1：深市上市公司 2005-2010 半年报、年报平均经营现金流净额（亿元）



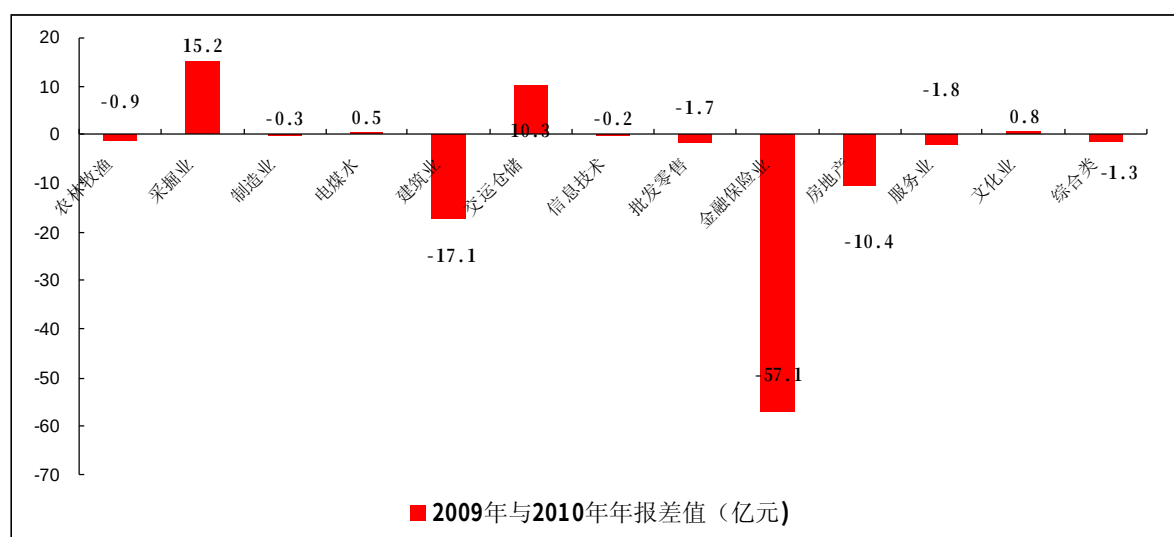
从经营现金流净额的构成看，职工相关的现金流与商品劳务相关的现金流净额下降是主要因素。其中，支付给职工以及为职工支付的现金导致深证上市公司经营现金流净额减少了 550.74 亿元，占到减少总额的 38.37%。此外，与经营活动有关的现金流支出和各项税费支出的大幅增加也是导致经营现金流净额减少的重要因素。（表 5）

表 5 深证上市公司 2010 年经营现金流净额不同项目减少额及其占比

项目	平均金额（亿元）	占比（%）
商品、劳务相关的现金流净额变化	-0.176	16.90
职工相关的现金流净额变化	-0.405	38.90
税费相关的现金流净额变化	-0.223	21.38
其他与经营活动有关的现金流净额变化	-0.238	22.80
合计	-1.006	100%

从行业分布来看（证监会行业分类），金融保险业、建筑业、房地产业平均经营现金流净额的大幅减少是整体上市公司经营现金流减少的主要原因。另外，服务业、批发零售业、综合类行业平均经营现金流净额也出现了负增长，农林牧渔、制造业、信息技术行业平均经营现金流净额有小幅下滑。

图 2 深市各行业上市公司 2010 年与 2009 年经营现金流差值

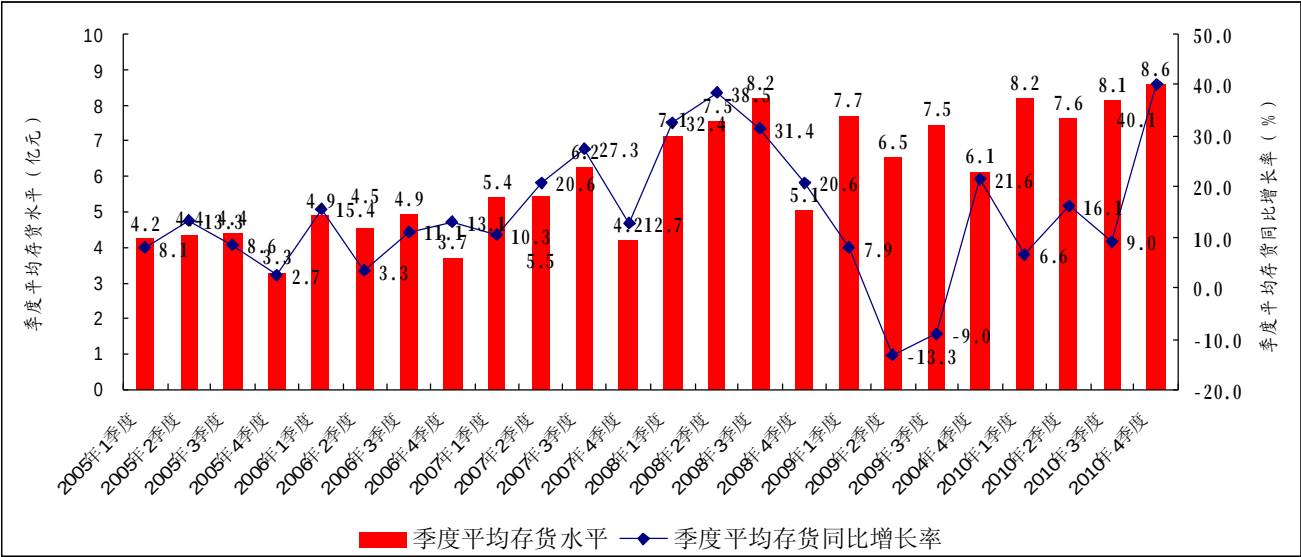


2、2010 年度，尤其是在第四季度，上市公司的平均存货水平上升，尤其是原材料与产成品的库存增长更为明显，反映了上市公司在通胀预期显著上升时的经营特点。

从 2005 至 2009 年数据看，上市公司平均存货水平具有明显的季节性特征。一般而言，上市公司的第四季度存货水平将明显下降，比如，从 2005 到 2009 五年的上市公司存货四季度环比分别为下降 25.50%、24.14%、32.84%、38.33%、17.83%，而且第四季度也是该会计年度平均存货水平最低的季度。但在 2010 年第四季度，上市公司的平均存货水平较第三季度环比上涨 5.93%，平均存货水平达 8.61 亿元，也是整个会计年度平均存货水平最高的季度。以主板公司为例，

2008 至 2010 年，存货账面余额逐年上升，分别为 4896 亿、5945 亿和 8256 亿，主板公司资产总额分别为 27419、34900 和 44212 亿。从存货占当年资产总额的比重来看变化不大，分别为 17.83%、17.02%和 18.66%。

图 3 深圳上市公司 2005-2010 年季度平均存货水平及同比增长率



从存货结构看，2010 年上市公司平均存货水平增加的主要原因是原材料和产成品增长较快所致。上市公司存货的主要构成为原材料、在产品与产成品。数据显示，2010 年上市公司的平均原材料与产成品存货增加值分别为 0.55 亿和 0.68 亿，分别增长 44.49%和 52.37%，高于在产品存货数值。从第四季度看，原材料、产成品的环比增长率分别高达 193.08%、559.30%，远大于在产品的环比增长率 41.04%。

表 6 深圳上市公司 2010 年平均存货水平不同项目同比增长额及增长率

存货项目	2009 年 (亿元)	2010 年 (亿元)	增长额 (亿元)	增长率
原材料	1.242	1.791	0.55	44.49%
在产品	0.672	0.886	0.22	32.46%
产成品	1.296	1.975	0.68	52.37%

表 7 深圳上市公司 2010 年平均存货水平不同项目环比增长额及增长率

存货项目	2010 第 3 季度	2010 第 4 季度	增长额	增长率
原材料	0.611	1.791	1.18	193.08%
在产品	0.628	0.886	0.26	41.04%
产成品	0.299	1.975	1.68	559.3%

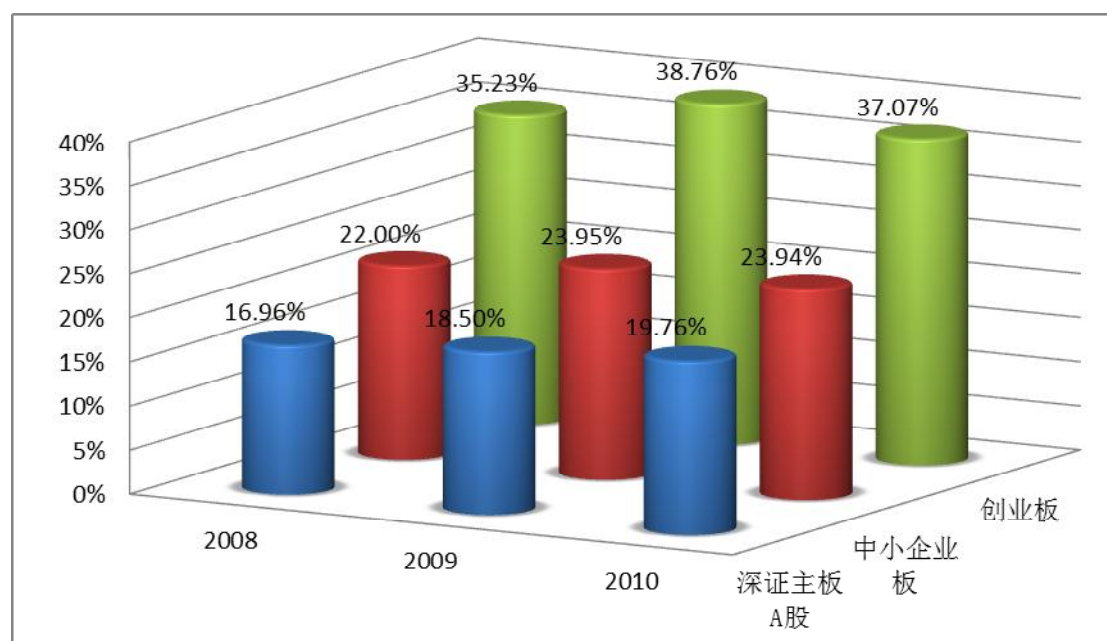
二、2010 年度各板块公司业绩的差异分析

随着深交所多层次市场体系的逐渐成熟，为更深入分析主板、中小板、创业板三个市场的板块特征，我们选取历史年份数据，从反映公司盈利能力的平均毛利率指标，以及营业收入增长率、净利润增长率等反映公司成长性的指标作进一步分析。

（一）三个板块上市公司盈利能力差异

2008—2010 年度，主板、中小板、创业板上市公司的平均毛利润率水平保持基本稳定。其中，2010 年主板上市公司平均销售毛利率 19.76%，总体稳定并逐年提高；中小板上市公司平均销售毛利率 23.94%，与 2009 年基本持平；创业板上市公司平均销售毛利率高达 37.07%，是深市主板和中小板 1 至 2 倍，展现出较强的盈利能力（图 4）。

图 4 2008-2010 年三个板块上市公司平均销售毛利率比较



（二）三个板块上市公司成长性差异

和盈利能力指标的分布情况类似，三个板块上市公司的年均营业收入与净利润复合增长率也呈现一定的阶梯式分布特点。其中，主板、中小板、创业板平均

营业总收入的两年复合增长率分别为 **21.67%**、**21.87%**和 **29.58%**，平均归属母
公司股东净利润的两年复合增长率分别为 **54.57%**、**31.72%**和 **38.53%**。

表 8 2008-2010 年三板上市公司成长性指标对比

利润项目	板块	2008 年 (亿元)	2009 年 (亿元)	2010 年 (亿元)	最近一期 增长率	复合增 长率
平均营业 总收入	主板	37.55	40.64	55.59	35.20	21.67
	中小板	10.84	11.84	16.10	33.29	21.87
	创业板	2.43	2.96	4.08	38.02	29.58
平均归属母 公司股东的 净利润	主板	1.31	2.07	3.13	42.10	54.57
	中小板	0.83	1.08	1.44	32.53	31.72
	创业板	0.37	0.54	0.71	31.20	38.53

(三) 对中小型上市公司成长性的分析

从 2010 年数据看，创业板净利润增长率为 **31.20%**，中小板为 **32.53%**，
低于主板的 **42.10%**。我们的分析发现，我国中小企业上市公司的成长性在 IPO
后具有典型的耐克曲线特征。即在上市前一、两年内其成长性普遍有所下降，但
之后成长性开始回升，在图形上表现出“V”字形曲线或称“耐克曲线”。

为实证分析以上规律，我们以中小板公司为例，将中小板公司按上市年份分
为 7 组，分别计算其 IPO 后每个年份的平均营业收入增长率和净利润增长率，
并进行对比，结果如下图表所示。

表 9 2004-2010 年中小板上市公司上市后营业收入同比增长率 (%)

年份	上市 第一年	上市 第二年	上市 第三年	上市 第四年	上市 第五年	上市 第六年	上市 第七年
2004 年上市	31.78	42.39	44.6	39.26	22.54	9.26	28.15
2005 年上市	14.01	38.76	18.93	0.18	-1.5	37.8	-
2006 年上市	33.74	21.96	11.5	7.98	27.88	-	-
2007 年上市	32.96	27.74	7.19	38.69	-	-	-
2008 年上市	25.19	4.85	41.8	-	-	-	-
2009 年上市	9.84	40.51	-	-	-	-	-
2010 年上市	30.42	-	-	-	-	-	-

表 10 2004-2010 年中小板上市公司上市后净利润同比增长率 (%)

	上市 第一年	上市 第二年	上市 第三年	上市 第四年	上市 第五年	上市 第六年	上市 第七年
2004 年上市	12.43	21.84	36.32	71.95	38.89	29.95	23.46
2005 年上市	-10.6	-23.46	26.26	49.84	54.51	42.04	-
2006 年上市	25.11	27.54	-38.48	71.34	54.59	-	-
2007 年上市	33.42	-1.92	25.75	43.13	-	-	-
2008 年上市	15.33	1.29	32.04	-	-	-	-
2009 年上市	31.16	34.03	-	-	-	-	-
2010 年上市	23.77	-	-	-	-	-	-

统计结果显示，各组公司的营业收入增长率总体上表现为先低后高的“V”字形走势。所有 7 组中，仅 2009 年上市的中小板公司组因刚刚从金融危机中复苏，同比基数低，表现出上市第一年就大幅增长的形态；其余公司组都先后经历了一段增长的低潮期，经过数年才逐渐恢复成长性。

图 5 2004-2010 年中小板上市公司上市后营业收入同比增长率 (%)

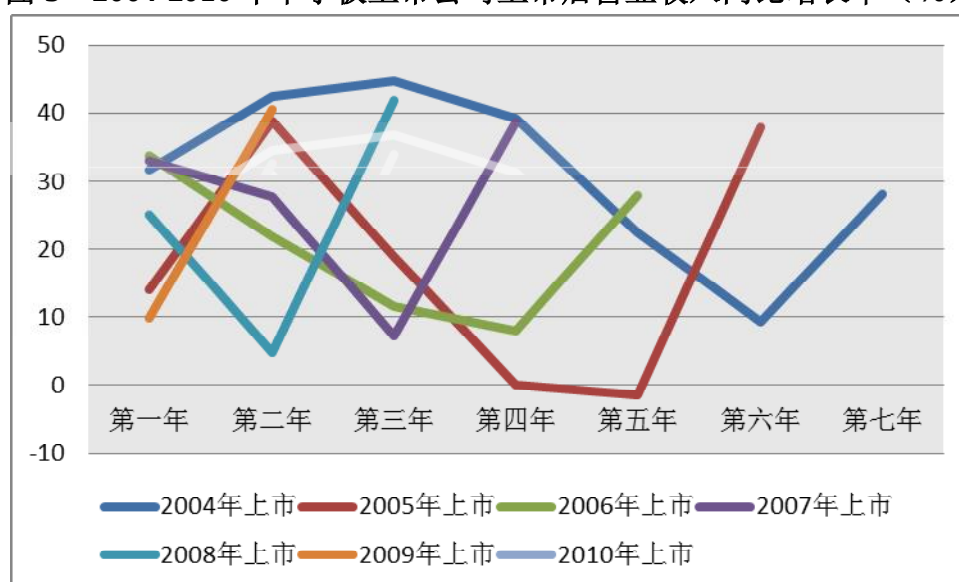
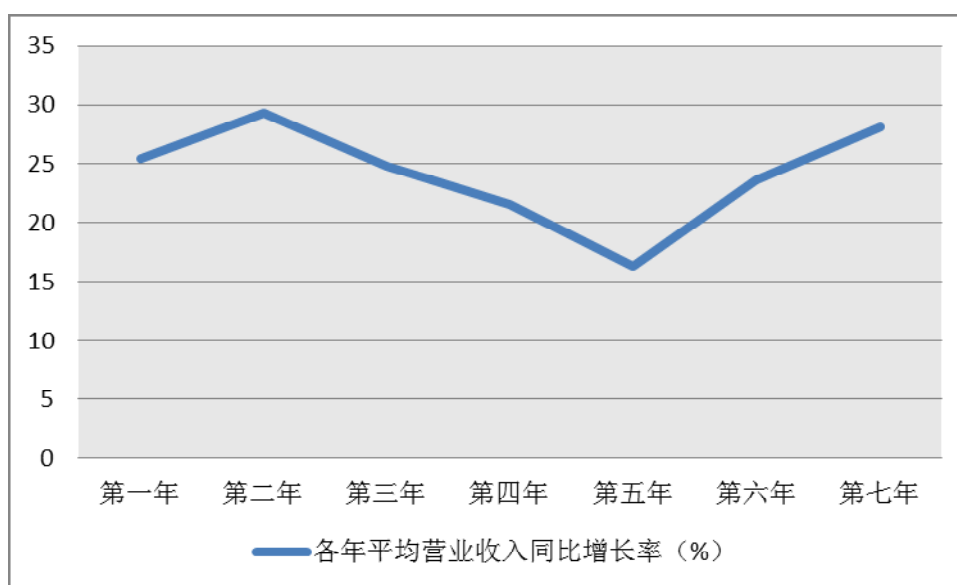


图 6 各年营业收入平均同比增长率（%）



注：图 6 由图 5 中各年平均营业收入增长率平均而成。

从净利润增长的角度看，各组公司的“V”字形走势更为明显，几乎所有组公司的上市之初的净利润增长率都表现平平，但从第三年起开始有较大幅度增长（图 7）。

图 7 各年归属于母公司净利润同比增长率（%）

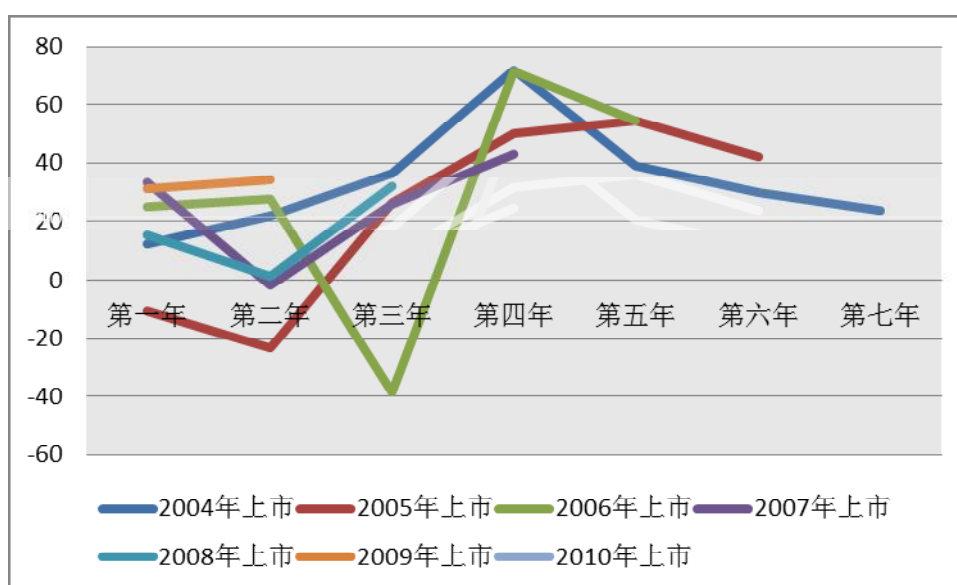
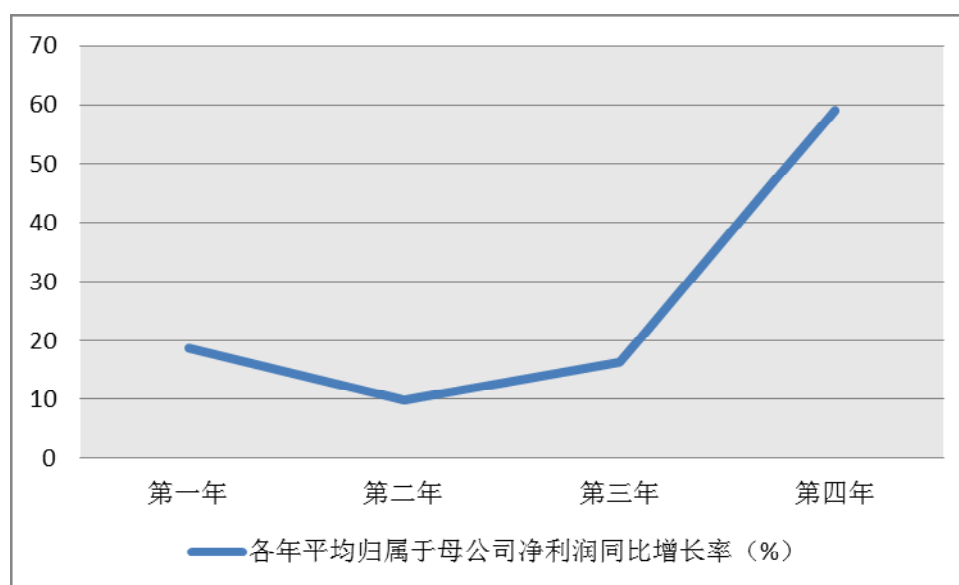


图 8 各年归属于母公司净利润平均同比增长率（%）



注：图 8 由图 7 中各年的归属于母公司净利润同比增长率平均而成，只取上市当年及其后三年样本。

因此，从实证数据看，我国中小企业上市公司在 IPO 后的成长性存在着先抑后扬的耐克曲线型走势。对创业板、中小板等中小型上市公司而言，不能简单地以上市首年或某一年的成长指标来判断企业的总体或未来成长状况。特别是创业板开板不足两年，整体处于上市初期，2010 年报告期中有近 76.5%的企业为新上市公司，这些企业的成长性在未来可能很大程度上具有“耐克曲线”特征，这是评判创业板公司成长性时值得关注的特别之处。

三、需要关注的主要问题

（一）宏观经济环境变数增大

鉴于上市公司经营、业绩与宏观经济环境之间关联度日益紧密，宏观经济环境变化对上市公司的影响更为深远，且充满挑战。2010 年是中国经济复杂多变的一年。一季度担心经济“过热”；二季度忧虑经济“二次探底”；三季度摆脱了增长下滑阴霾、经济企稳回升；四季度通货膨胀又不断攀高，由此引发调控措施多管齐下，提高存款准备金率、加息、出台物价控制“国 16 条”。2010 年上市公司经营的多个方面已充分体现宏观经济环境变化的影响，宏观经济环境变化已经成为影响上市公司经营与业绩的最关键因素。

当前宏观经济发展的背景良好，仍处经济的上升周期中，但宏观经济的不确定性因素仍然很多，通货膨胀风险、资产泡沫风险构成中国经济未来的潜在重大风险。另一方面，从经济结构调整的角度看，2010 年普遍被认为是新经济周期的开端，国家出台了战略性新兴产业的系列政策。在新经济周期中，上市公司发展的机遇与挑战并存。

从 2011 年上市公司一季报的数据看，上市公司已经初步显露宏观经济环境变化对上市公司经营业绩的影响，需要加以特别关注。特别是对中小板、创业板公司而言，由于中小型上市公司自身业务的单一，整体上更依赖于宏观环境和行业经济的走势，部分公司在宏观环境和行业经济环境不佳的背景下其经营与成长性问题值得关注。

（二）上市公司业绩分化明显

从过往几年的年报数据看，上市公司业绩分化已持续出现，这一现象在 2010 年报中表现更为明显。

1、主板公司分化更为显著。具体表现为：2010 年度主板净利润额排名前 50 家公司实现净利润合计占 485 家公司总体净利润的 69.66%，比 2009 年的 73% 下降 3.34 个百分点，但前 10 家公司合计净利润 516.22 亿元，占净利润总额 31.85%，比 2009 年提高 0.85 个百分点。2010 年净利润前 10 名公司的盈利合计较 2009 年度增长 64.97%；2010 年，主板有 133 家公司每股收益低于 0.1 元，78 家公司净利润减少超过 50%，49 家公司亏损，其中 25 家为 ST 或 *ST 类公司。

2、中小板公司分化趋势继续。中小板 2010 年净利润前 10 名的公司实现净利润 197.25 亿元，增幅达 52.8%，10 家公司净利润合计占中小板整体净利润总额的 22.42%，比 09 年提高 2.04 个百分点。2010 年中小板有 13 家公司出现亏损，合计亏损额为 11.54 亿元，平均亏损约 0.89 亿元。

3、创业板公司分化趋势显现。创业板 2010 年净利润前 10 名的公司实现净利润 20.32 亿元，占全部公司净利润的 35.37%，比 2009 年的 15.75% 提高近 20 个百分点。同期创业板有 94 家公司 2010 年营业收入增长率低于 2009 年，其中 9 家公司营业收入增长率大幅下降，平均下降 72.21 百分点。同时，162 家公司净利润增长率放缓，其中 32 家创业板公司净利润负增长。与 09 年相比，

创业板公司业绩分化趋势显现。

（三）高送转现象值得关注

2010 年度，中小板、创业板推出高比例送红股和资本公积金转增股本方案的公司家数和比例均创出新高。创业板 69 家公司每 10 股送转 10 股以上，占比近 35%；中小板每 10 股送转 10 股的 87 家，占比近 15%；主板“高送转”公司家数与去年基本持平，每 10 股送转 10 股以上的 7 家。

一方面，中小板、创业板新上市公司比较多，新公司的显著特点是注册资本少，股价高，而资本公积高。为尽快扩大公司资本规模，公司有强烈扩张股本的愿望，以满足业务门槛的需要，提高参与并购、对外投资、招投标等竞争力。但另一方面，过于快速和过大规模的股本扩张，一旦缺乏业绩持续高成长的支撑，“成长的代价”将逐渐体现。同时“高送转”也会成为年报披露期间影响市场运行的重要因素。

（四）部分公司业绩增长的持续性存有压力

2010 年度，主板、中小板和创业板上市公司业绩在整体上都实现了显著增长。三板营业总收入分别同比增长了 35.20%、33.29%、37.58%，归属于母公司净利润分别同比增长了 42.10%、32.5%、30.31%，深市上市公司成长性表现良好。但是，从三年来的成长性指标看，创业板包括中小板部分公司的成长性有所下降，提醒我们需要进一步关注部分上市公司成长性的持续性问题。

目前，以中小企业为主体的创业板、中小板公司成长性的持续性主要受到三方面因素的影响。首先，这些公司大多数正处于快速成长的企业生命周期阶段，但随着企业上市后规模进一步扩大、营运进一步成熟，企业生命周期开始发生改变，逐渐步入成熟期，业绩快速增长的难度大大增加。其次，大部分创业板、中小板公司是在中国经济黄金 10 年中发展起来的，业绩很大一部分受益于宏观经济的快速增长。然而受未来宏观经济发展可能放缓的影响，企业能否逆经济周期而上、继续保持业绩的高成长性值得关注。最后，上市公司募集资金使用产生效益有一定的滞后性。由于创业板开板不足两年，2010 年中小板新增上市公司 204 家，这些企业募集资金产生效益需要一定的时间，募集资金也将导致部分创业板、中小板公司的净资产收益率存在下降的可能。