

# 中小盘企业上市公司整体经营业绩与特征分析

何平, 李晓纯, 陈守东

( 吉林大学数量经济研究中心, 吉林大学商学院, 吉林 长春 130012 )

**摘要:** 本文通过对主板中小盘企业上市前后的业绩变化来判断和预测中小盘企业上市公司的未来业绩变化情况。通过对与中小盘企业上市公司情况相似的 38 家中小盘企业上市前后业绩的实证研究, 分别采用会计指标的平均值和中值作为描述经营业绩的特征值来考察中小盘企业的整体业绩在上市前后的差异并检验国家股的比重高低是否会对企业上市前后的经营业绩造成影响。结果表明, 中小盘企业上市当年表现出的高盈利能力存在一定的虚假成分, 对于刚刚在中小盘企业上市的公司表现出的良好的业绩水平, 广大投资者要冷静对待, 不要盲目相信具有民营、高新和小规模的中小盘企业上市公司在未来一定具有较高的赢利能力和成长性。

**关键词:** 中小盘企业; 经营业绩指标; 经营业绩与特征

**中图分类号:** F224.0

**文献标识码:** A

## 1 引言

中小企业作为市场经济体系中活跃的、发展前景良好的企业类型在我国得到了迅猛发展。作为国民经济中的重要组成部分, 对活跃城乡经济, 缓解就业压力, 保障社会稳定, 吸纳剩余劳动力起着举足轻重的作用, 同时也充当了我国各项社会、政治和经济改革稳定推进的“缓冲器”。经国务院和中国证监会批准, 深圳证券交易所于 5 月 27 日正式启动中小盘企业板, 6 月 25 日举行首次上市仪式, 首批八家中小企业公司在深交所中小盘企业板交易, 为中小企业发展打通新的融资渠道。新股上市当日, 平均升幅为 129.875%, 平均换手率为 69.37%, 受到市场资金的关注, 表现出投资者对中小盘企业板公司质量的信任, 以及对中小盘企业上市公司未来高成长性的预期。但是中小盘企业板能否实现为中小企业提供融资平台的使命, 和在分步推进创业板市场建设的同时推进我国多层次市场体系的建设的目标, 还要经过很长的一段时间来检验。

为了全面分析中小企业上市公司的特性, 提高中小企业上市公司的质量, 必须对上市中小企业进行统计分析, 以把握中小企业上市公司的特征。为在现阶段正确判断中小盘企业上市公司的赢利能力及成长性, 我们找到与中小盘企业板相类似的上市公司, 考察它们上市前后的业绩表现, 由此可以类推中小盘企业板的未来发展情况。由于中小盘企业板市场在上市条件、股权结构等方面与主板市场并没有明显的区别, 只是主板市场中相对独立的一个板块, 因此在主板市场中选择与中小盘企业上市公司相类似的企业就成为了可能。根据中小盘企业板上市公司的所属行业及经营规模, 我们在主板市场中为中小盘企业板 38 家上市公司一一对应的选取了 38 家中小盘企业 (选取结果见附表 1、附表 2)。本文以这 38 家中小盘上市公司为样本来考察它们上市后是否保持较高的赢利能力和成长性。

我们分别采用会计指标的平均值和中值作为描述经营业绩的特征值。分别考察这 38 家中小盘企业的整体业绩在上市前后的差异和检验国家股的比重高低是否会对企业上市前后的经营业绩造成影响。我们选取的数据是这 38 家中小盘上市公司上市当年及以后三年的财务数据。

## 2 中小企业整体经营业绩变化分析

我们以反映 38 家中小盘企业上市当年及以后三年的整体经营业绩的 13 项指标做以统计，情况列示于表 1。表中列出每年各项指标的平均值和中值。

表 1 上市当年及以后三年的业绩情况

	上市当年		上市后第一年		上市后第二年		上市后第三年		上市后三年	
	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值	均值	中值
<b>短期偿债能力</b>										
流动比率	2.77	2.18	2.09	1.75	2.02	1.72	1.65	1.25	1.92	2.02
速动比率	2.31	1.79	1.63	1.30	1.49	1.21	1.20	0.89	1.44	1.49
<b>长期偿债能力</b>										
资产负债率	0.34	0.32	0.37	0.39	0.40	0.42	0.46	0.47	0.41	0.40
有形净值债务率	0.64	0.50	0.80	0.69	1.01	0.77	1.13	1.04	0.98	1.01
<b>赢利能力及质量</b>										
每股收益	0.30	0.27	0.22	0.23	0.13	0.21	0.07	0.12	0.14	0.13
股东权益净利润率	0.16	0.12	0.11	0.07	-0.10	0.06	-0.05	0.04	-0.01	-0.05
营业毛利率	0.25	0.21	0.26	0.25	0.25	0.22	0.19	0.20	0.23	0.25
<b>现金流量状况</b>										
每股经营活动现金净流量	-0.01	0.04	0.02	0.07	0.26	0.28	0.23	0.17	0.17	0.23
主营业务收入现金比率	0.03	0.02	0.01	0.02	0.10	0.11	0.08	0.07	0.06	0.08
<b>资产经营效率</b>										
应收账款周转率	7.48	6.80	6.98	5.15	14.31	4.20	17.60	5.06	12.97	14.31
存货周转率	7.61	4.21	5.19	3.41	5.00	2.99	5.89	3.40	5.36	5.19
<b>成长性</b>										
主营业务收入增长率			0.13	0.09	0.17	0.19	0.20	0.12	0.17	0.17
净利润增长率			-0.24	0.03	-0.62	-0.13	-0.87	-0.22	-0.58	-0.62

偿债能力是衡量公司经营状况的一个重要方面，我们对中小盘上市公司资产负债率、流动比率、速动比率和有形净值债务率等指标进行分析，发现流动比率和速动比率逐年下降，资产负债率和有形净值债务率逐年上升，由此反映出企业的偿债能力在不断恶化。其中，流动比率的中值在上市后的第二年就降到了临界值 2 以下，说明这 38 家中小盘企业中有一半以上在上市后的第二年就出现了营运资金短缺的问题。而速动比率在第三年的中值也降到了临界值 1 以下。长期偿债能力虽然也在逐渐变差但是各指标都还在理想值附近。

企业的盈利能力及质量是投资者最为关心的一个问题。从表 1 可以看出，这 38 家中小盘企业上

市后并没有像投资者预期的那样表现出较高的盈利能力，而是在走下坡路，盈利能力越来越差，而且在上市后的第二年股东权益净利润率的平均值竟然出现了负值。这不能不让投资者感到心寒，原本期待的高盈利能力不但没有出现，反而出现了亏损。

企业的现金流量状况表现很好。每股经营活动现金净流量的平均值由上市当年的每股-0.01元逐渐上升到每股两毛多。主营业务收入现金比率也有较大幅度的提高。

在反映企业资产经营效率方面，企业的应收账款周转率的平均值呈上升趋势，而中值却呈下降趋势，说明大多数公司的应收账款周转率在降低而少数公司的应收账款周转率却得到了大幅度的提高。这些企业可能采取了收紧信用政策、加大货款催收力度等措施加强了对应收账款的管理。再看存货周转率指标，该指标的平均值和中值都大体呈现出下降的趋势。综合这两个指标可以看出，企业上市后的资产经营效率在逐渐变差。

企业的成长性指标则喜忧参半。喜的是主营业务收入增长率指标不断提高，反映企业主营业务不断向好，这是上市的广告效应带来的。而忧的是，主营业务收入不断增长的同时净利润却是负增长。结合几乎不变的营业毛利率指标，可以得出结论，企业的各项费用和非经常性损失金额在不断增加。

总体分析我们可以得到以下结论：

1.上市给企业带来了巨大的广告效应，使企业的主营业务收入持续增长，个别企业应收账款周转速度不断加快，改善了企业的现金流量状况。

2.上市后企业的盈利能力退步。主营业务收入不断增长，营业毛利率不变而净利润却出现负增长，说明企业的各项费用和非经常性损失金额巨大。出现这种情况可能有以下两方面原因。首先是股东和管理者之间的代理成本增加导致各项费用增加。其次是企业为了顺利发行证券，在上市当年的会计处理上尽量较好地反映企业盈利潜力，一部分成本和亏损在上市后再作处理。所以上市当年的较高的财务指标在某种程度上是企业能力超水平的表现。

3.上市后企业的偿债能力下降。上市当年的偿债能力强与企业刚刚发行完新股，募集了较多资金，且募集资金尚未投入有关。而上市后，随着募集资金的使用，流动资产中的银行存款逐步转变成了固定资产，流动比率和速动比率就降低了。随着企业经营规模的扩大，企业为了利用财务杠杆会借入外部资金。同时，规模增大带来的自发性流动负债也会增加，导致长期偿债能力下降。

4.企业经营业绩两极分化比较严重。在表1中可以看到，每年许多指标的均值和中值有很大差异。例如上市后第二年的每股收益指标，均值是0.13，中值是0.21。这说明少数公司业绩很差拖累了整体的平均指标。

为了看出上市后业绩的动态变化，我们分别将上市后三年的业绩与上市当年的业绩进行做差比较。并且通过t统计和Wilcoxon检验来检验业绩变化在统计上的显著性。具体比较结果见表3。（其中： $Y_0$ 、 $Y_1$ 、 $Y_2$ 、 $Y_3$ 分别代表上市当年、上市后第一年、上市后第二年、上市后第三年的业绩情况）

由表2可以看出，反映偿债能力和盈利能力的指标变化非常显著。而反映盈利质量的营业毛利率和反映现金流量状况、资产经营效率的指标变化不是很显著。

### 3 国家股比重高低对经营业绩的影响分析

我们考虑到这38家中小盘企业与中小企业板上市公司的最大区别就在于股权结构的组成上。中小企业板上市公司基本上都是民营企业，股权结构中几乎没有国家股；而中小盘企业中几乎每家企

表 2 上市后业绩差异的显著性检验

	$Y_1 - Y_0$		$Y_2 - Y_0$		$Y_3 - Y_0$	
	均值变化	中值变化	均值变化	中值变化	均值变化	中值变化
<b>短期偿债能力</b>						
流动比率	-0.68 *	-0.43 *	-0.75 *	-0.46 *	-1.12 *	-0.93 *
速动比率	-0.68 *	-0.49 *	-0.82 *	-0.58 *	-1.11 *	-0.9 **
<b>长期偿债能力</b>						
资产负债率	0.03	0.07	0.06	0.1	0.12 **	0.15 *
有形净值债务率	0.16	0.19	0.37 *	0.27	0.49 **	0.54 *
<b>盈利能力及质量</b>						
每股收益	-0.08	-0.04	-0.17 *	-0.06 *	-0.23 *	-0.15 *
股东权益净利润率	-0.05	-0.05 *	-0.26 *	-0.06 *	-0.21 *	-0.08 *
营业毛利率	0.01	0.04	0	0.01	-0.06	-0.01
<b>现金流量状况</b>						
每股经营活动现金净流量	0.03	0.03	0.27 *	0.24	0.24	0.13
主营业务收入现金比率	-0.02	0	0.07	0.09	0.05	0.05
<b>资产经营效率</b>						
应收账款周转率	-0.5	-1.65	6.83	-2.6	10.12	-1.74
存货周转率	-2.42	-0.8	-2.61	-1.22	-1.72	-0.81

说明：统计显著性基于 t 检验（均值差异），Wilcoxon 检验（中值差异）。

\*\* 表示统计在 0.01 水平下显著；\* 表示在 0.05 水平下显著。

业都有国家股，但这其中很多企业的国家股的比重也很低甚至为零。为了剔除中小盘企业与中小企  
业板企业之间的这一不同影响因素，我们将这 38 家中小盘企业按照国家股占总股本的比重高低分成  
两部分，检验国家股的比重高低是否会对企业上市前后的经营业绩造成影响。

我们挑选出来国家股比重比较低的 13 家公司将其分成一组，剩下的 25 家公司为另一组。

这 13 家公司有些没有国家股，有些有少量国家股（股权比重取自公司上市当年的数据）。

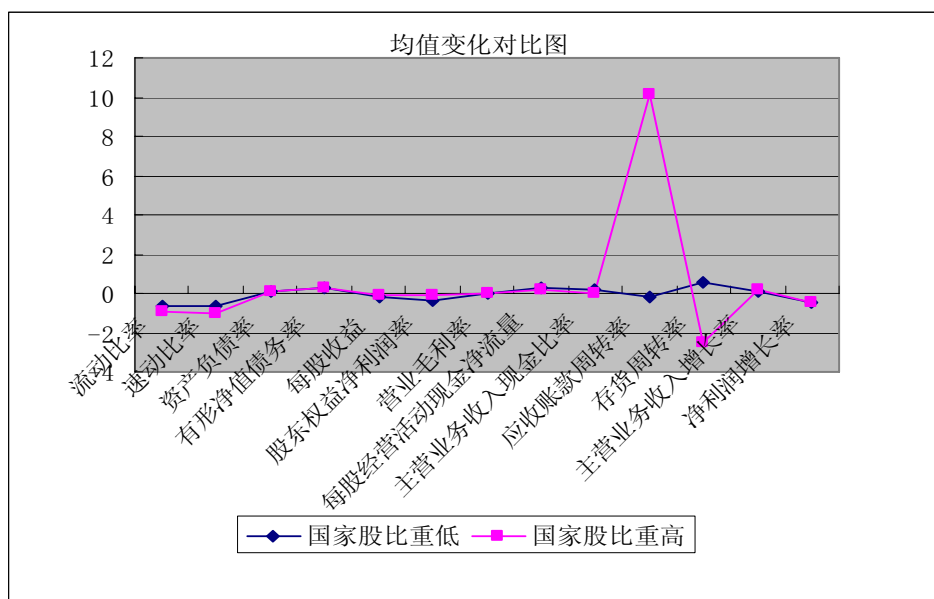
我们将上市当年的经营业绩与上市后三年业绩的平均值进行比较。比较结果如表 3。

表 3 上市前后业绩变化（以国家股比重高低分组）

业绩指标	国家股比例	上市当年平均值	上市后三年平均值	均值变化
流动比率	低	2.52	1.84	-0.68
	高	2.88	1.91	-0.97
速动比率	低	2.16	1.56	-0.61
	高	2.34	1.32	-1.02
资产负债率	低	0.38	0.45	0.08
	高	0.32	0.38	0.06
有形净值债务率	低	0.96	1.20	0.24
	高	0.58	0.84	0.25
每股收益	低	0.33	0.11	-0.22
	高	0.29	0.17	-0.12
股东权益净利润率	低	0.20	-0.18	-0.38
	高	0.14	0.08	-0.06
营业毛利率	低	0.24	0.24	0.00
	高	0.25	0.24	-0.02
每股经营活动现金净流量	低	0.04	0.31	0.27
	高	-0.04	0.16	0.20
主营业务收入现金比率	低	0.03	0.18	0.15
	高	0.03	0.06	0.03
应收账款周转率	低	5.63	5.40	-0.23
	高	7.73	17.85	10.12
存货周转率	低	4.25	4.79	0.54
	高	8.42	5.91	-2.51
主营业务收入增长率	低		0.07	0.07
	高		0.20	0.20
净利润增长率	低		-0.45	-0.45
	高		-0.44	-0.44

我们将两组均值变化的结果放入一张图表中，可以清晰的看出除了应收账款周转率和存货周转

率指标有很大的差异外，两组其他指标的均值变化基本没有差别。而应收账款周转率和存货周转率的指标差异是因为属于零售业的欧亚集团在国家股比重高的组中，它的这两项指标奇高导致整体的平均值提高。剔除这家企业，则两组该两项指标的均值变化也没有差异。



由以上结果可以看出，国家股比重的高低对于企业经营业绩变化基本没有影响。也就是说，我们完全可以用这 38 家中小盘企业上市前后的业绩变化来预测中小板上市公司未来的业绩变化。

#### 4 结论与建议

本文通过对主板中小盘企业上市前后的业绩变化来预测中小企业板上市公司的未来业绩变化情况。通过对与中小企业板上市公司情况相似的 38 家中小盘企业上市前后业绩的实证研究，可以看出，虽然企业上市后的广告效应带来了主营业务收入的增加、现金流量状况的提高，但是企业的盈利能力却持续下降。企业并没有表现出预期的较高盈利能力和成长性。可见，上市当年表现出的高盈利能力存在一定的虚假成分。

通过类比可以得出结论，对于刚刚在中小企业板上市的公司表现出的良好的业绩水平，广大投资者要冷静对待，不要盲目相信具有民营、高新和小规模的中小企业板上市公司在未来也一定具有较高的赢利能力和成长性。而且，事实也证明，中小企业板的德豪润达在上市当年就出现了业绩亏损。

这些年，由于所有者缺位导致大多数国有企业的公司治理结构不完善，造成企业经营效率低下。致使广大投资者早已对国有上市公司失去了信心。而现在在中小企业板上市的公司多为民营企业，投资者直观的认为它的经营管理能力一定会强于国有企业。而事实上，民营企业虽然不会出现国企的所有者缺位的情况，但它的治理结构也不完善，家族式的管理同样会降低企业的经营效率。中小企业板上市公司很多拥有高新技术，确实能够给企业带来超额收益，但要不断加大技术投入才能保持技术上的领先性。企业规模小，意味着灵活，能根据市场的变化及时调整经营策略。但同时，规模小抗风险的能力也比较小。因此，中小企业上市后，一定要完善治理结构，加大科技投入并不断壮大自己。只有这样，中小企业才能越走越好，中小企业板才能够越来越健康。

同时，监管部门一定要加强对中小企业板上市公司的监管力度。广大投资者也要擦亮双眼，不要一看到民营、高新和小盘股就认为这是高盈利能力的保证，盲目追涨。要注意考察企业实际的经营能力，谨慎投资。

## 参考文献

- [1] [美]克里斯塔·丁·伯克等.(1997年实务:标准普尔1500家超大型企业的实践>,转引自梁能主编:《公司治理结构:中国的实践与美国的经验》[M].中国人民大学出版社,2000.
- [2] 李维安.《中国公司治理原则与国际比较》[M].中国财政经济出版社,2001.
- [3] [美]罗伯特·C·克拉克.《公司法则》[M].工商出版社1999.
- [4] 杨瑞龙、周业安.《企业共同治理的经济学分析》.经济科学出版社,2001.
- [5] 赵文斗.《日本企业告别终身雇佣制》[N].《经济日报》,2001年9月13日.
- [6] 陈光荣,胡振国.论资本结构与治理结构目标的一致性[J].会计研究,2003,(6).
- [7] 李善民,刘智.上市公司资本结构影响因素述评[J].会计研究,2003,(8).
- [8] 刘贵生,杨碧玲.《财务管理目标的再思索》[J].《财经理论与实践》,2000年第10期.
- [9] 郑红亮.《中国公司治理结构改革研究:一个理论综述》[J].《管理世界》,2000年第3期.
- [10] 荆新,袁淳.《所有者财富最大化与企业价值最大化的比较分析》[J].《财会月刊》,2000年第10期.
- [11] 冯根福.(中国大中型公司治理结构模式选择的理性思考)[J].《新华文摘》1996年第7期.

## The medium small dish business enterprise listed company whole management accomplishment and characteristic analyses

HE Ping, LI Xiao- chun, CHEN SHou-dong

(Center for Quantitative Economics of Jilin University , Business School of Jilin University , Chang chun Jilin  
130012)

**Abstract:**This text pass to main plank the small dish business enterprise appear on market in front and back of accomplishment variety to judge and predict the future accomplishment variety circumstance of the medium small business enterprise plank listed company.Pass the substantial evidence research to with in the small business enterprise plank listed company circumstance likeness of 38 the small dish business enterprise of in homeses appear on market in front and back the accomplishment, adopt the characteristic value that the average value and medium values of accountancy's index sign be the description management accomplishment respectively to investigate in the whole accomplishment of the small dish business enterprise is appear on market in front and back of difference and examine the specific weight of the national high and low whether will result in affect to the business enterprise management accomplishment appear on market in front and back.As a result express that the medium small dish business enterprise certainly appears on market the high profit ability existence that that year expresses the deceitful composition, for just at in the company that the small business enterprise plank appear on market expressed the good accomplishment level of, the large investor wanted to calm down to treat, don't want that the blindness believes to have the run by private capital, high new and small scale of in the small business enterprise plank listed company certainly had to win the benefit ability and growths higherly

in future.

**Keywords:** Medium small dish business enterprise; Conduct the accomplishment index sign; Conduct the accomplishment and characteristics

**收稿日期:** 2005-6-10

**基金项目:** 2002年教育部重大项目 ( 02JAZJD790007 )

**作者简介:** 陈守东 ( 1955- ), 吉林大学数量经济研究中心教授, 博士生导师。

附表 1 中小企业板块公司选择表

证券代码	证券名称	所属行业	注册资本	流通股
002001	新和成	化学原料及化学制品制造业	11402	3000
002002	江苏琼花	塑料制造业	9170	3000
002003	伟星股份	其他制造业	7478	2100
002004	华邦制药	医药制造业	8800	2200
002005	德豪润达	电器机械及器材制造业	10100	2600
002006	精工科技	专用设备制造业	8000	3000
002007	华兰生物	生物制品业	6700	2200
002008	大族激光	其他电子设备制造业	10702	2700
002009	天奇股份	专用设备制造业	5755	2500
002010	传化股份	化学原料及化学制品制造业	8000	2000
002011	盾安环境	普通机械制造业	7118	2800
002012	凯恩股份	造纸及纸制品业	10822	3000
002013	中航精机	交通运输设备制造业	5000	2000
002014	永新股份	塑料制造业	9340	2340
002015	霞客环保	纺织业	5032	2000
002016	威尔科技	专用设备制造业	5508	2500
002017	东信和平	其他制造业	9080	2500
002018	华星化工	化学原料及化学制品制造业	6500	2000
002019	鑫富股份	化学原料及化学制品制造业	6825	1950



002020	京新药业	医药制造业	6770	1760
002021	中捷股份	专用设备制造业	8600	2600
002022	科华生物	生物制品业	8260	2160
002023	海特高新	交通运输辅助业	7839	2400
002024	苏宁电器	零售业	9316	2500
002025	航天电器	电子元器件制造业	9600	3084
002026	山东威达	金属制品业	9000	3000
002027	七喜股份	计算机及相关设备制造业	11198	2900
002028	思源电气	电器机械及器材制造业	5300	1340
002029	七匹狼	服装及其他纤维制品制造业	8500	2500
002030	达安基因	生物制品业	8360	2200
002031	巨轮股份	专用设备制造业	14100	3800
002032	苏泊尔	金属制品业	13540	3400
002033	丽江旅游	旅游业	9932	2500
002034	美欣达	纺织业	6760	2160
002035	华帝股份	金属制品业	7865	2500
002036	宜科科技	服装及其他纤维制品制造业	8323	3000
002037	久联发展	化学原料及化学制品制造业	11000	4000
002038	双鹭药业	生物制品业	6900	1900

附表 2 对比中小盘公司选择表

证券代码	证券名称	所属行业	现注册资本	现流通股	原注册资本	原流通股	上市日期
000985	大庆华科	化学原料及化学制品制造业	11500	3000	11500	3000	2000-7-26
000156	st 嘉瑞	塑料制造业	9650	4150	9650	4150	2000-9-6
000925	浙大海纳	其他制造业	9000	3000	9000	3000	1999-5-7
600297	美罗药业	医药制造业	11500	4000	11500	4000	2000-11-6
000723	天宇电气	电器机械及器材制造业	13960	6968	8290	3000	1997-5-15
000923	河北宣工	专用设备制造业	16500	5500	16500	4950	1999-7-14
600556	北生药业	生物制品业	17275	9535	9000	4532	2001-8-7
600551	科大创新	其他电子设备制造业	7500	2500	7500	2500	2002-9-5
600268	国电南自	专用设备制造业	11800	4000	11800	4000	1999-11-18

000979	科苑集团	化学原料及化学制品制造业	9400	4000	9400	4000	2000-6-16
000967	上风高科	普通机械制造业	13679	4500	13679	4500	2000-3-30
600356	恒丰纸业	造纸及纸制品业	14000	6000	14000	4000	2001-4-19
001696	宗申动力	交通运输设备制造业	13686	5158	6580	2480	1997-3-6
000665	武汉塑料	塑料制造业	14097	5001	5009	1374	1996-12-10
000779	三毛派神	纺织业	18315	10179	10082	4050	1997-5-28
600055	万东医疗	专用设备制造业	14430	5070	5000	1350	1997-5-19
600113	浙江东日	其他制造业	11800	4000	11800	4000	1997-10-21
600803	威远生化	化学原料及化学制品制造业	11822	6610	5720	2000	1994-1-3
600141	兴发集团	化学原料及化学制品制造业	16000	4000	16000	4000	1999-6-16
600518	康美药业	医药制造业	10620	2700	10620	2700	2001-2-26
600382	广东明珠	专用设备制造业	17087	6000	17087	6000	2001-1-18
000605	四环药业	生物制品业	8250	2063	5000	1250	1996-9-13
000582	北海新力	交通运输辅助业	18847	5720	6613	2000	1995-11-2
600697	欧亚集团	零售业	14221	8439	7826	2000	1993-12-6
600360	华微电子	电子元器件制造业	11800	5000	11800	5000	2001-3-16
600558	大西洋	金属制品业	12000	4500	12000	4500	2001-2-27
000977	浪潮信息	计算机及相关设备制造业	21500	6500	21500	5850	2000-6-8
600097	华立科技	电器机械及器材制造业	11545	3500	11545	3500	1997-6-19
600233	大连创世	服装及其他纤维制品制造业	16500	7500	11000	3500	2000-6-8
000661	长春高新	生物制品业	13133	7980	6864	1900	1999-1-15
600346	冰山橡塑	专用设备制造业	10500	3850	10500	3850	2001.8.20
600373	鑫新股份	金属制品业	12500	4500	12500	4500	2002-3-4
600593	大连圣亚	旅游业	9200	3200	9200	3200	2002-7-11
000982	圣雪绒	纺织业	14800	6000	7400	3000	2000-7-6
000639	金德发展	金属制品业	7286	3281	5604	2524	1996-11-26
600745	天华股份	服装及其他纤维制品制造业	12175	4676	5279	1798	1996-8-28
600599	浏阳花炮	化学原料及化学制品制造业	12600	3960	7000	2200	2001-8-28
000990	诚志股份	生物制品业	17925	7200	11950	2400	2000-7-6