



拨开迷雾，回归价值：中国企业市值管理的正道坦途



梁敦临 (Nick Leung)、倪以理 (Joe Ngai)、洪晟、方溪源、陈德基、朱越

自 1991 年创立至今，中国股票市场在短短 30 年间实现了长足发展。2004 年，国务院出台“国九条”，拉开资本市场制度改革序幕。随后引入上市保荐制度，试水社保基金入市，推行 IPO 注册制改革等，创新和变革的步伐从未停止。然而时至今日，A 股市场尚未与国际资本市场完全接轨，在参与主体、交易机制、市场行为等方面都独具特色。在中国经济“双循环”新发展格局的大背景下，我们相信 A 股市场将在社会资源分配方面发挥更重要的作用。

中国上市公司的市值管理也经历了脱虚向实的过程。从讲好股权故事，就市值论市值，转而向战略要市值，向管理要市值。2021 年 5 月揭露的伪市值管理事件，更加说明市值管理事关整体资本市场的公平与效率。对上市公司个体而言，市值最大化是利润最大化目标的重要补充和提升，健康的市值和持续的股东总回报 (Total Return to Shareholders, 简称 TRS) 是企业再融资的基础，是运用员工持股计划和股票期权等工具激励员工的前提，也是体现资本市场对公司发展前景认可度的晴雨表。因此，市值管理应当是集战略、财务、业务、管理、组织、激励和资本市场沟通的“综合工程”。

麦肯锡在《价值—公司金融的四大基石》书中指出收入增长、投资资本回报率与有效的投资者沟通推动市值的增长。但今天中国企业面临的最

大挑战是做优回报，实现高质量的增长。对于追求吸引长期战略投资者的上市公司而言，市值管理的核心是拨开资本市场的迷雾，回归企业价值创造的基本面，其中管理投资资本回报率（Return on Invested Capital，简称 ROIC）尤为重要。这一指标在成熟市场已有诸多拥趸。价值投资的代表人物芒格(Charlie Munger)将 ROIC 称为“长期内决定企业投资价值和回报水平的决定性因素”。而喜马拉雅资本创始人李录在近期一次炉边对话中也指出：“...真正的好公司其实是那些可以甩开竞争者，同时拥有可持续的竞争优势和较高资本回报率的公司，而且它还要能长期持续增长...能长期地产生高于市场的资本回报率，本身就不是常态。只有非常少的公司能属于此类。所以如果你能足够幸运地找到一家这样公司，你需要做的就是长期持有它。”

本文通过 A 股、港股和美股市场的对照分析，指出投资资本回报率（ROIC）也是 A 股市场估值的重要驱动因素。尽管由于多种结构性因素，A 股市场目前仍然存在较为显著的市值溢价，但在资本市场加速改革和开放的大环境下，中国股市有望在未来数年内日趋成熟和理性。在此背景下，与业务高速增长相比，提振 ROIC 将更有可能在中短期内转化为健康的企业市值。也只有在 ROIC 健康合理的基础上，公司业务的增长才是高质量的增长，才有可能转化为优秀的股东回报。

值管理正道之一：投资资本回报率（ROIC）是市场价值的“拦河大坝”

在基金抱团、逆袭股和追涨杀跌等众多市场噪音中，业界普遍认为 A

股市场估值未能充分体现企业基本面。而我们的分析发现，A 股市场估值在很大程度上与企业的盈利水平、尤其是投资资本回报率息息相关。虽然这一关联性尚未达到发达市场的强度，但其重要性仍不容小觑。如果把市值比作一个蓄水池，业绩增长和持续盈利比作源源不断的入水口，那么投资资本回报率（ROIC）就是保持水位的拦河大坝。只有堤坝足够高，蓄水池的水位才能稳步上升。如果堤坝太矮或者不牢固，则入水越快压力越大，最终一泻千里，功亏一篑。

什么是投资资本回报率（ROIC）？

ROIC 衡量公司将其控制下的所有资本（包括股权和债权）分配给各类有利可图的投资标的或项目的投资效率。将 ROIC 与加权平均资本成本（Weighted Average Cost of Capital，简称 WACC）进行比较，可以揭示投资资本是否得到有效利用。ROIC 的计算公式是：

$$\text{ROIC} = \text{NOPLAT (税率调整后的净运营利润)} / \text{Invested Capital (投资资本)}$$

其中，投资资本是公司通过发行证券（包括公开市场债务和股东权益）、非公开市场举债和资本租赁等方式筹集的资金总额。它本不是公司财务报表中的一个常规项目，因为债务、资本租赁和股东权益在资产负债表中分布在不同的科目。

ROIC 的优势有两个。一是从公司总资本的视角去衡量回报，而非单

纯从股东视角。二是通过对非现金科目和税率的调整，最准确的反映投资资本带来的经济回报，而非财务回报。与 ROE（净资产回报率 Return on Equity）、ROA（资产回报率 Return on Asset）、ROCE（使用资本回报率 Return on Capital Employed）等指标相比，ROIC 更加能够体现出公司总体资本的真实使用效率。

发现一：中国上市公司 ROIC 普遍接近 WACC，增长未必带来价值提升，提振 ROIC 是当务之急

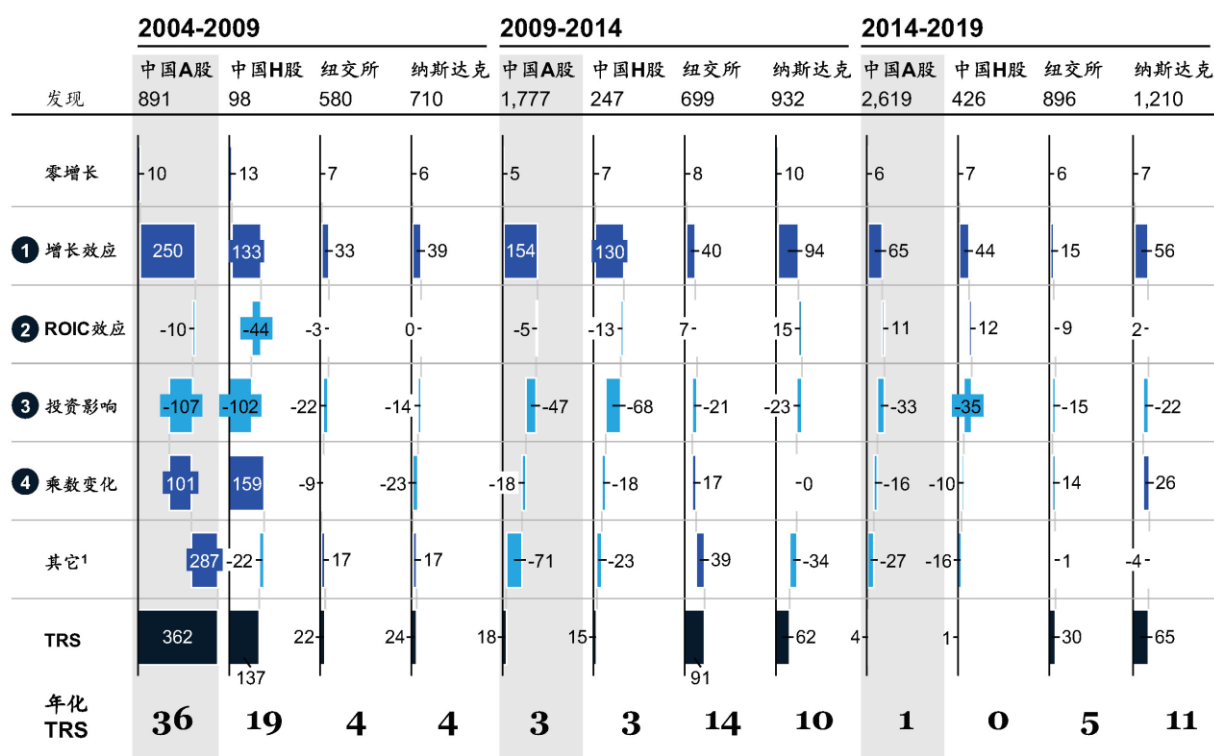
我们分析发现，中国 A 股样本公司的 ROIC 长期处于 6%-9% 的较低水平，略低于普遍估计的 8%-10% 的加权平均资本成本（WACC）。而港股上市中国企业的 ROIC 从 2004 年的 12%-15% 也逐步下滑至目前的 7%-9% 水平。这就导致很多企业的盈利增长无法转化为价值。相较而言，纽约证券交易所（NYSE）样本公司的 ROIC 在 8%-10% 左右，而纳斯达克上市公司的 ROIC 稳定在 12%-15% 的高位。因此，提振 ROIC 是许多中国上市公司市值管理的当务之急。

发现二：在影响股东总回报（TRS）的四大因素中，ROIC 的改善空间最大

在 2004-2019 年的 15 年间，中国 A 股样本公司的年化股东总回报（TRS）约为 11%，高于港股的 7% 和美股的 8%（见图 1）。但这一优势主要得益于 2004-2009 年中国股市高歌猛进的增长，而同期美股则受到 2008 年全球金融危机的破坏性打击。2009 年之后，中国 A 股的年化总股

东回报率跌至 1%-3%，远低于美股 10%左右的水平。针对股东总回报的四个驱动因素，我们发现：（一）随着中国宏观经济逐步成熟，中国 A 股的收入增长率从 35%一路下滑至 15%左右，预计未来长期增长率将逐步向成熟经济体的 5%-10%靠拢，高成长将是个股或者某个板块的亮点，而不再是 A 股市场的总体特征；（二）受宏观经济去杠杆政策，以及债券市场避险情绪上升双重影响，杠杆率也逐步从 60%下行至 45%，预计未来将在较长时间保持较低水平；（三）企业价值估值倍数（EV/EBITDA）受市场情绪和市场宏观流动性影响较大，上市公司可以积极干预，但无法左右；（四）尽管 ROIC 在过去几年逐步下滑，但中国上市企业在提高战略聚焦、优化资源配置、推动精细化管理和运营、实施数字化与创新等方面已经进行了积极投入，未来大有可期。综合来看，在影响股东总回报（TRS）的四大因素中，提振 ROIC 的潜力最大，有望成为未来十年中国企业价值提升的主要抓手。

图1 2004到2019年期间，驱动总股东回报 (TRS) 的因素拆解与对比



关键洞见

- 过去15年间中国A股增长效应缩小4倍，零增长趋势已降至美国水平（介于6%到10%之间）
- 2014年前，中国A股ROIC持续下滑，2019年略有改善
- 过去15年中国A股为投资驱动，尽管随着增长放缓，投资的重要性从107%下降到33%
- 2009至2019年，中国市场的EV乘数收缩，加上其他因素（杠杆率降低等），导致TRS下滑



McKinsey & Company

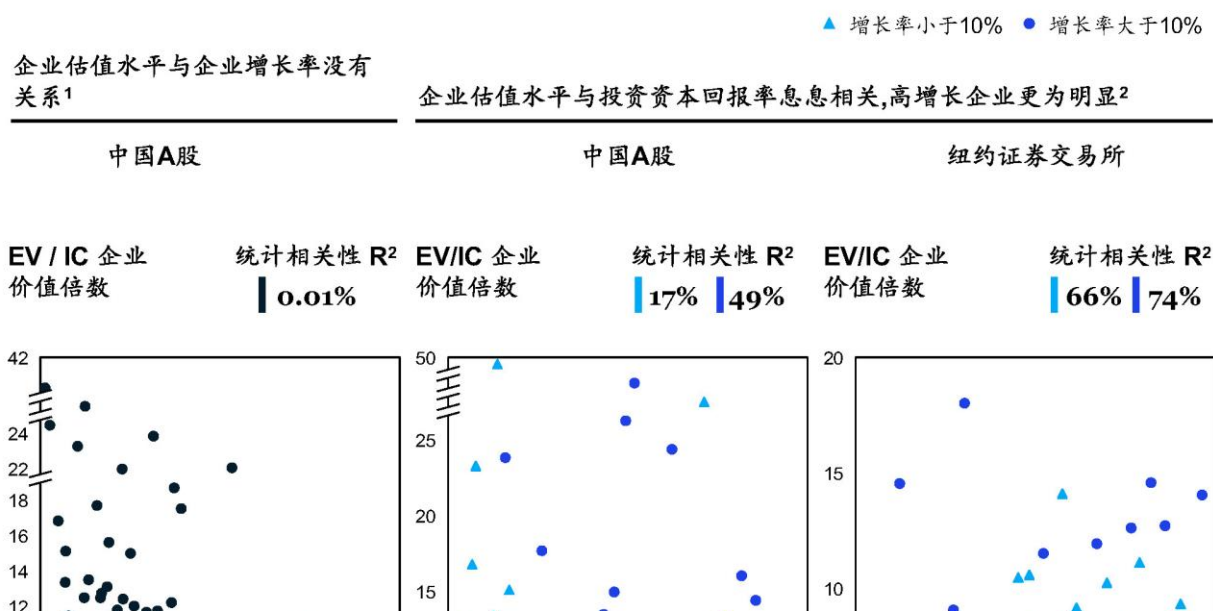
1.包括杠杆、乘数、非运营现金流等的影响。
资料来源：CPAnalytics; 麦肯锡分析

发现三：与营收增长相比，ROIC 与企业估值水平的相关度更高

横跨多个年份、市场和行业的分析发现，中国 A 股市场的企业估值水平与营收增长并没有直接而清晰的相关性。相比而言，企业估值水平与 ROIC 正相关，且相比低增长企业，ROIC 对高增长企业（年化营收增长率

超过 10%) 的企业估值影响更大 (见图 2)。与美国等成熟资本市场相比, 中国 A 股市场 ROIC 与估值水平的相关性诚然较低, 但是随着资本市场改革深化和进一步与国际市场接轨, 我们有理由相信这样的相关性会日益增强。另外, 在盈利能力普遍不强的行业, 如医药研发和消费品等, 少数盈利模式清晰稳定且 ROIC 较高的企业更容易受到投资人青睐, 成为市场追捧的“白马股”。也就是说, 改善 ROIC 比营收增长更有可能积极影响企业的估值水平, 而这种影响在高增长行业尤为突出。

图2 投资回报率高的企业依然更受A股投资者青睐



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_33675

