

谁在创造超额价值？

贝塔策略工作室 杜丽虹

摘要

什么是“超额”价值？超额价值就是超过投资人预期的价值。

以往我们评价公司的价值创造总是简单地比较收入规模或利润增长，但股东的真实价值既与公司业绩有关，也与前期的投资人预期密切相关——从某种意义上讲，预期反映了投资人的成本，预期业绩越高的公司前期股价也越高——因此，真正的股东价值创造是真实业绩超过市场预期部分，即公司实际创造的净利润减去前期市场预期的净利润。

如何来度量市场预期的净利润呢？最真实的市场预期就体现在股价中，一定的股价水平（市盈率水平）对应着一定的预期增长——价格隐含的增长率（Price Implied Growth, PIG），在一定风险系数下，股价越高、市盈率越高，投资人预期的业绩增长也就越高，由此推算的预期利润创造也就越大；反之，当前期股价较低时，反映投资人对公司的前景预期不佳，利润创造的要求也较低。

总之，超额价值的整体水平向我们揭示了市场估值水平的高低——在最合理的估值下，超额价值应为零！另一方面，单个企业的超额价值又向我们揭示了是谁在为股东创造超额价值？超额价值又源自哪里？是低估，是行业周期，还是企业家的努力？蓝筹股一定是超额价值的缔造者吗？市盈率低的企业一定被低估吗？市盈率高的企业一定不会创造超额价值吗？

谁在创造超额价值？

一、什么是“超额”价值？

什么是“超额”价值？超额价值就是超过投资人预期的价值。

以往我们评价公司的价值创造总是简单地比较收入规模或利润增长，但股东的真实价值既与公司业绩有关，也与前期的投资人预期密切相关——从某种意义上讲，预期反映了投资人的成本，预期业绩越高的公司前期股价也越高——因此，真正的股东价值创造是真实业绩超过市场预期的部分，即公司实际创造的净利润减去前期市场预期的净利润。

超额价值=实际净利润 — 市场预期的净利润

但如何来度量市场预期的净利润呢？

最简单的方法是使用分析师预期，不过，由于分析师重点覆盖的上市公司只是少数，而且由于利益冲突等客观问题分析师预期与市场预期之间常存在较大偏差，因此，分析师预期≠市场预期！

另一种常用的方法是以上市公司的股权资本成本来替代市场预期的价值创造，净利润减去资本成本的差额，被称为“经济增加值”，也就是我们通常所说的 EVA (Economic Value Added)，它是我们前面所述的“超额价值”的另一种表述。不过，由于资本成本是一个相对稳定的数值，不能及时反映最新信息和行业周期性对投资人预期的影响，进而对股价和投资成本的冲击，因此，也不是一个理想的市场预期的度量尺。

最真实的市场预期就体现在股价中，一定的股价水平（市盈率水平）对应着一定的预期增长——价格隐含的增长率（Price Implied Growth, PIG），在一定风险系数下，股价越高、市盈率越高，投资人预期的业绩增长也就越高，由此推算的预期利润创造也就越大；反之，当前期股价较低时，反映投资人对公司的前景预期不佳，利润创造的要求也较低。

如海螺水泥，公司 2006 年 1~4 月的复权平均价^[2]为 10.28 元，市盈率 32 倍，隐含的增长预期为 22.5%，即公司 2006 年中期的预期利润为 1.3 亿，但公司实际的利润创造高达 4.9 亿，由此得到超额价值 3.6 亿；又如万科，2006 年 1~4 月的

^[2] 复权平均价：期间总成交额除以总成交量。

平均市盈率为 16 倍，蕴涵的增长预期为负数（-6.4%），利润预期为 8.7 亿，但 2006 年中期的实际利润达到 12.2 亿，也创造了 3.6 亿的超额价值；与之相对，泰山石油，2006 年中期的实际利润增长为 15.4%，但持续的高油价使公司的估值水平不断提升，前期 80 倍的市盈率反映了投资人预期的增长率为 28%，因此尽管业绩上涨，但该公司的实际净利润减去 3200 万的预期净利润后，超额价值为 -320 万；而 G 宝钢，虽然前期市盈率只有 6 倍，反映投资人已经预期到了 14% 的利润下降，但实际业绩 39% 的下降仍使投资人超额价值为 -18 亿！

总之，超额价值的整体水平向我们揭示了市场估值水平的高低——在最合理的估值下，超额价值应为零！另一方面，单个企业的超额价值又向我们揭示了是谁在为股东创造超额价值？超额价值又源自哪里？是低估，是行业周期，还是企业家的努力？蓝筹股一定是超额价值的缔造者吗？市盈率低的企业一定被低估吗？市盈率高的企业一定不会创造超额价值吗？

二、A 股市场，半年“亏”了 164 亿



图（1） 上证指数 2006 年 12 月到 2006 年 5 月走势图

自 2005 年底，A 股市场一直呈上升趋势，市场平均市盈率已经涨到 25 倍左右，这一估值水平是否合理呢？通过我们对真实业绩与市场预期的比较，对 2006 年中期上市公司超额价值的计算，我们发现：多数 A 股上市公司是被高估的！整个 A 股市场，真实业绩比价格反映的预期利润少了 164 亿。

1369 家上市公司，2005 年末净利润和净资产均为正、且在 2006 年 1~4 月正常交易的非金融类上市公司——1073 家，其中，仅有 390 家 2006 年中期业绩超过了 2005 年报业绩公布期间股价所反映的市场预期，其余 683 家公司的中报业绩都弱于市场预期，业绩达到并超过市场预期的公司（我们称之为达标的公司）仅占总数的 36.3%！而这 1073 家公司所创造的超额价值之和为-164 亿！上市公司整体业绩被高估。

超额价值榜

在我们的超额价值创造榜上，排名最前的多为规模较大的周期性行业企业，其中，中石化以 27.9 亿的超额价值创造名列第一，其次是 G 鞍钢 8.0 亿，G 江铜 7.4 亿，G 华能 3.7 亿，G 海螺 3.6 亿，G 万科 3.6 亿，G 云铜 3.3 亿，G 驰宏 3.1 亿，G 联通 2.8 亿，G 申能 2.6 亿……前 50 名企业中有 8 家有色金属企业、7 家房地产公司，周期性企业占到 60% 以上。非周期性企业中包括了象 G 生益、G 老窖、G 夏利、G 人福、G 格力、G 雅戈尔等与消费相关的制造业企业，以及 G 鲁高速、G 皖通等高速路企业和盐田港、天津港等港口企业。

在超额价值的“倒数榜”或称“负榜”上，排名在前的也不乏被我们视为大盘蓝筹的企业，其中，倒数榜第一名就是 G 宝钢，超额价值-18.0 亿，仅随其后的是上海石化-17.2 亿，G 包钢-15.9 亿，G 兖煤-14.3 亿，东方航空-13.4 亿，G 武钢-13.3 亿，G 邯钢-10.5 亿，G 马钢-9.1 亿，G 新钢矾-8.4 亿，G 韶钢-4.9 亿。后 10 名中有 7 家钢铁企业、一家石化企业、一家煤炭企业、一家航空公司。倒数榜的 50 位中还包含了象赛格三星、G 长虹、G 北生等非周期性制造企业。其落入“负榜”的原因多种多样，与技术进步、恶性竞争和关联交易等相关。

最后，在剔除了规模影响的超额增长率排名榜上，排名前十位的分别是 G 深振业、G 南糖、G 闽阳光、G 华新、新潮创业、力合股份、G 万业、G 驰宏、G 银动、G 冶特钢，除 G 驰宏外 2005 年中期每股收益均不到 0.1 元；剔除 2005 年中期业绩不到 0.1 元的“绩差股”后，在 2006 年中期的超额增长率排名榜上，前十名分别是 G 驰宏、G 云铜、宁波华翔、G 中黄金、G 包铝、G 宝钛、G 云内、G 现代股、G 山推、G 家化——十家中有 5 家有色金属企业，有 2 家汽车零部件生产商。

表（1）超额价值榜前 50 名

No.	股票代码	股票名称	所属行业	总资产(万)	股票BETA 系数	2006年1~4月 平均市盈率	PIG	实际EPS 增长率	超额增长率	超额价值 (万元)
1	600028	中国石化	石油	56,888,800	0.99	11.45	-1%	15%	15%	279,005
2	000898	G 鞍钢	钢铁	5,228,517	1	7.20	-8%	25%	33%	80,154
3	600362	G 江铜	有色	1,620,452	2.3	12.98	23%	92%	69%	73,663
4	600011	G 华能	电力	10,066,202	0.92	15.33	-1%	23%	24%	36,981
5	600585	G 海螺	水泥	2,032,619	1.11	32.13	23%	353%	331%	35,740
6	000002	G万科A	房地产	2,872,782	0.7	15.60	-6%	32%	39%	35,682
7	000878	G 云铜	有色	1,481,169	1.46	11.95	6%	227%	220%	32,904
8	600497	G 驰宏	有色	281,008	1.03	22.02	4%	606%	602%	30,769
9	600050	G 联通	通讯服务	13,709,742	0.32	20.62	-1%	20%	20%	27,996
10	600642	G 申能	电力	2,018,120	1.07	10.78	0%	35%	35%	26,245
11	600205	山东铝业	有色	462,062	1.57	11.24	7%	58%	50%	20,682
12	600377	G 宁沪	高速	2,701,734	0.55	46.15	5%	67%	62%	20,447
13	600009	G沪机场	机场	1,089,594	0.44	21.15	-14%	13%	27%	17,834
14	000550	G 江铃	汽车	492,004	0.97	10.04	-2%	67%	69%	17,799
15	000006	G深振业	房地产	239,688	1.455	13.22	12%	11970%	11958%	17,286
16	600183	G 生益	电子	323,066	1.16	26.39	12%	386%	374%	17,182
17	000911	G 南糖	食品饮料	282,229	1.88	72.47	56%	3300%	3244%	17,041
18	000060	G 中金	有色	571,797	2.6	19.06	40%	139%	99%	16,810
19	000708	G冶特钢	钢铁	293,145	1.66	21.52	31%	529%	498%	15,662
20	600961	G 株冶	有色	294,284	2.14	29.36	38%	432%	393%	15,437
21	600641	G 万业	房地产	307,184	1.465	85.25	68%	690%	622%	13,934
22	000568	G 老窖	酒	267,042	1.3	109.80	55%	417%	362%	12,798
23	000927	G 夏利	汽车	755,557	1.25	30.10	26%	208%	181%	11,568
24	600533	G 栖霞	房地产	450,507	1.96	11.98	10%	98%	89%	10,959
25	600627	上电股份	发电设备	295,476	0.89	15.15	-4%	53%	57%	10,622
26	600875	G 东电	发电设备	873,232	1.3	13.35	3%	43%	40%	10,520
27	000690	G宝能源	电力	204,502	0.79	15.98	0%	475%	475%	10,431
28	600079	G 人福	化工	206,459	1.1	14.11	11%	456%	444%	10,369
29	600123	G 兰花	煤炭	360,052	0.955	12.07	-5%	44%	50%	10,281
30	600675	G 中企	房地产	775,172	2.31	9.79	-15%	37%	52%	10,231
31	600472	G 包铝	有色	418,523	2.79	17.38	36%	205%	170%	9,981
32	000792	G 钾肥	化肥	526,751	0.98	22.02	-2%	35%	37%	9,938
33	600456	G 宝钛	有色	160,350	2.04	23.23	31%	200%	169%	9,496
34	600350	G鲁高速	高速	892,764	0.85	20.38	3%	29%	26%	9,101
35	000088	G盐田港	港口	431,254	0.98	17.88	-7%	26%	33%	9,091
36	600269	G 赣粤	高速	1,075,383	1.01	18.10	7%	58%	51%	8,687
37	600012	G 皖通	高速	715,167	0.67	15.01	-9%	24%	33%	8,676
38	000157	G 中联	工程机械	492,312	0.9	13.66	1%	53%	52%	8,583
39	600717	G天津港	港口	660,618	0.78	10.97	-6%	42%	48%	8,329
40	000900	G现投股	高速	512,523	0.6	20.93	7%	150%	143%	7,965
41	000680	G 山推	工程机械	284,732	1.35	16.50	15%	150%	135%	7,791
42	000800	G 轿车	汽车	833,826	0.97	17.32	6%	65%	58%	7,752
43	600739	G 成大	贸易	332,718	2.99	23.26	46%	340%	294%	7,324
44	000651	G 格力	家电	1,505,536	1	13.38	-2%	16%	18%	7,070
45	600151	G 航天	汽车	284,799	2.32	57.57	57%	393%	335%	7,031
46	000402	G金融街	房地产	953,169	1.21	21.51	12%	133%	121%	7,010
47	600748	G实发展	房地产	339,812	1.52	18.26	18%	117%	99%	6,966
48	600153	G 建发	贸易	921,825	0.98	13.32	0%	55%	55%	6,754
49	600177	G雅戈尔	服装	1,185,764	1.24	11.61	0%	21%	21%	6,572
50	000983	G 西煤	煤炭	980,282	0.99	8.20	-8%	5%	13%	6,501

表(2) 超额价值榜后 50 名(负榜)

No.	股票代码	股票名称	所属行业	总资产(万)	股票BETA 系数	2006年1~4月 平均市盈率	PIG	实际EPS 增长率	超额增长率	超额价值 (万元)
1073	600019	G 宝钢	钢铁	14,233,693	0.46	5.83	-14%	-39%	-25%	-180,498
1072	600688	上海石化	石油	2,791,437	0.7	22.26	3%	-102%	-104%	-171,888
1071	600010	G 包钢	钢铁	1,423,801	0.9	7.57	-4%	-84%	-81%	-158,938
1070	600188	G 兖煤	煤炭	2,207,498	1.14	14.45	4%	-50%	-54%	-143,458
1069	600115	东方航空	航空	151,502	0.97	203.80	71%	-256%	-328%	-134,410
1068	600005	G 武钢	钢铁	3,639,006	0.7	4.59	-16%	-58%	-42%	-132,773
1067	600001	G 邯钢	钢铁	1,985,603	1.07	8.91	4%	-70%	-74%	-105,018
1066	600808	G 马钢	钢铁	4,776,025	0.83	7.64	-6%	-49%	-43%	-90,752
1065	000629	G新钢钒	钢铁	1,539,391	1.27	8.41	6%	-63%	-69%	-84,069
1063	000717	G 韶钢	钢铁	1,231,954	1.06	25.72	28%	-54%	-82%	-49,429
1062	000932	G 华菱	钢铁	3,589,422	0.76	15.97	7%	-59%	-66%	-48,070
1061	000039	G 中集	金属制品	2,242,190	0.74	7.48	-13%	-34%	-21%	-46,784
1060	600022	G 济钢	钢铁	1,357,981	1.07	6.26	-9%	-58%	-50%	-43,018
1059	600320	G 振华	机械	1,733,061	1.48	16.90	14%	-10%	-23%	-39,826
1058	000825	G 太钢	钢铁	3,043,879	1.21	7.94	0%	-37%	-37%	-39,533
1057	000063	G 中兴	通讯设备	2,177,132	0.88	23.37	7%	-46%	-53%	-36,813
1056	000066	G 长城	计算机	245,940	0.95	11.75	-4%	-86%	-82%	-32,504
1055	000933	G 神火	煤炭	346,187	1.28	7.77	-2%	-57%	-55%	-27,853
1054	600307	G 酒钢	钢铁	716,533	1.04	7.22	0%	-57%	-57%	-26,296
1053	600508	G 上能	煤炭	522,641	1.37	12.21	5%	-43%	-48%	-22,571
1052	600309	G 万华	化工	496,243	1.48	21.30	18%	-31%	-49%	-22,533
1051	600583	G 海工	石油	391,295	1.03	22.25	8%	-40%	-47%	-22,367
1050	000761	G 本钢	钢铁	763,833	0.97	9.02	0%	-42%	-42%	-21,793
1049	600832	G 明珠	传媒	604,411	1.09	40.10	19%	-38%	-57%	-21,786
1048	600500	G 中化	贸易	629,318	1.64	7.39	-3%	-50%	-47%	-21,422
1047	000960	G 锡业	有色	371,337	1.89	15.36	18%	-83%	-100%	-19,009
1046	002041	登海种业	农业	83,809	1.6	21.95	25%	-85%	-110%	-18,372
1044	600591	G 上航	航空	981,577	0.81	64.46	33%	-1358%	-1391%	-18,058
1043	000068	赛格三星	电子	383,626	1.52	71.76	62%	-97%	-159%	-17,852
1042	600569	G 安钢	钢铁	1,245,958	0.7	11.34	3%	-43%	-46%	-17,601
1041	000930	G 丰原	化工	830,615	1.37	29.67	32%	-57%	-89%	-17,276
1040	600282	南钢股份	钢铁	937,929	0.76	7.41	-5%	-59%	-54%	-17,129
1039	600026	G 中海	水运	1,462,579	0.98	7.18	-9%	-19%	-10%	-15,786
1038	600556	G 北生	医药	190,868	1.63	16.44	23%	-173%	-196%	-15,512
1037	600876	G 洛玻	建材	273,948	0.42	317.67	47%	-4240%	-4287%	-15,003
1036	600581	G 八一	钢铁	707,499	0.61	9.39	-5%	-71%	-66%	-14,734
1035	000959	G 首钢	钢铁	1,583,438	0.97	8.29	-8%	-38%	-30%	-14,425
1034	000581	G 威孚	机械	474,750	1.1	20.70	8%	-60%	-68%	-13,500
1033	600619	G 海立	家电	409,246	0.71	22.37	0%	-74%	-73%	-12,720
1032	600839	G 长虹	家电	1,563,865	1	32.46	32%	-34%	-66%	-12,569
1031	600058	G 五矿	贸易	2,617,983	1.48	17.37	11%	-29%	-40%	-11,891
1030	600020	G 中原	高速	934,115	0.49	12.14	-8%	-35%	-26%	-11,842
1029	600219	G 南山	有色	384,794	1.23	16.57	18%	-50%	-68%	-11,832
1028	000937	G 金牛	煤炭	406,424	1.11	8.24	-3%	-36%	-33%	-11,790
1027	000968	G煤气化	煤炭	308,676	1.35	9.89	10%	-82%	-92%	-11,646
1026	000549	湘火炬A	汽车	976,109	1.49	28.81	32%	-23%	-55%	-11,405
1025	600006	东风汽车	汽车	979,897	1.43	15.20	15%	-24%	-38%	-11,324
1024	000089	G深机场	机场	345,636	0.79	15.63	-2%	-37%	-34%	-11,306
1023	600231	G 凌钢	钢铁	304,240	0.76	7.80	-6%	-46%	-40%	-11,215
1022	600823	G 世茂	房地产	366,899	1.03	19.38	11%	-116%	-127%	-11,017

表（3） 超额增长率榜前 10 名

No.	股票代码	股票名称	所属行业	总资产(万)	股票BETA 系数	2006年1~4月 平均市盈率	PIG	实际EPS 增长率	超额增长率	超额价值 (万元)
1	000006	G深振业	房地产	239,688	1.455	13.22	12%	11970%	11958%	17,286
2	000911	G南糖	食品饮料	282,229	1.88	72.47	56%	3300%	3244%	17,041
3	000671	G闽阳光	房地产	92,922	0.71	53.56	21%	1483%	1462%	835
4	600801	G华新	水泥	667,129	1.66	28.63	35%	1300%	1265%	4,154
5	600840	新湖创业	房地产	210,533	1.15	21.77	14%	712%	698%	4,874
6	000532	力合股份	电力	74,015	0.71	43.73	18%	714%	696%	1,384
7	600641	G万业	房地产	307,184	1.465	85.25	68%	690%	622%	13,934
8	600497	G驰宏	有色	281,008	1.03	22.02	4%	606%	602%	30,769
9	000519	G银动	机械	52,772	0.92	35.39	21%	574%	552%	4,224
10	000708	G冶特钢	钢铁	293,145	1.66	21.52	31%	529%	498%	15,662

表（4） 超额增长率榜（EPS>0.1元）前 10 名

No.	股票代码	股票名称	所属行业	股票BETA 系数	2006年1~4月 平均市盈率	PIG	实际EPS 增长率	超额增长率
1	600497	G驰宏	有色	1.03	22.02	4%	606%	602%
2	000878	G云铜	有色	1.46	11.95	6%	227%	220%
3	002048	宁波华翔	汽车	0.94	51.24	23%	230%	207%
4	600489	G中黄金	有色	2.52	56.18	60%	233%	173%
5	600472	G包铝	有色	2.79	17.38	36%	205%	170%
6	600456	G宝钛	有色	2.04	23.23	31%	200%	169%
7	000903	G云内	汽车	1.06	19.44	10%	174%	164%
8	000900	G现投股	高速	0.6	20.93	7%	150%	143%
9	000680	G山推	工程机械	1.35	16.50	15%	150%	135%
10	600315	G家化	日化	1.23	62.72	43%	158%	115%

三、 谁在创造超额价值？

超额价值≠蓝筹

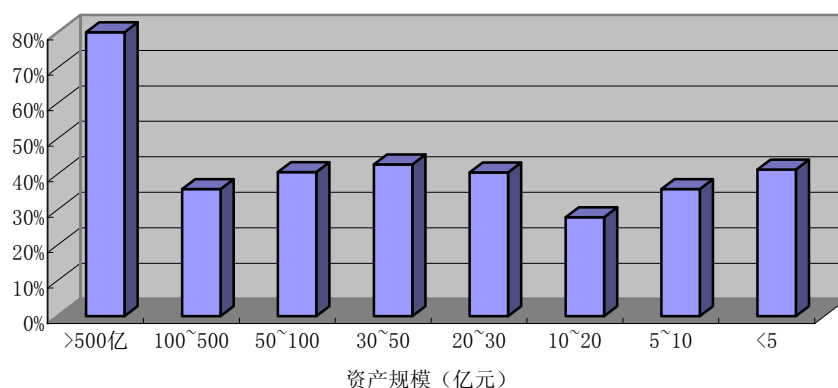
蓝筹股一定创造了更多的超额价值吗？或者更具创新性的中小型企业是超额价值的缔造者？

经过我们的统计研究发现，尽管资产规模较大的企业相比于中小企业确实创造了更多的超额价值，但它们也创造了更多的超额负价值，两者相抵，共创造了121亿的负价值。进一步，我们按资产规模将上市公司划分为若干企业组后，图（1）显示了不同规模组企业的达标比例（达到或超过市场预期），即在每个规模级别上到底有多少企业创造了正价值？

结果显示，除资产规模超500亿的5家上市公司中有4家达标（即都创造了超额价值）外，其他规模组的企业达标比例均在30~40%之间——资产规模与企业的超额价值创造之间无显著关系。在超额价值榜的前50名中虽然多数为蓝筹股，但也包含了象G生益（总资产32亿）、G人福（总资产20亿）、G宝钛（总资产16亿）这样的中小型企业；而在超额价值榜的后50名中更是云集了宝钢（1423亿）、马钢（477亿）、武钢（364亿）、上海石化（279亿）、五矿（262亿）等大型企业。总之：

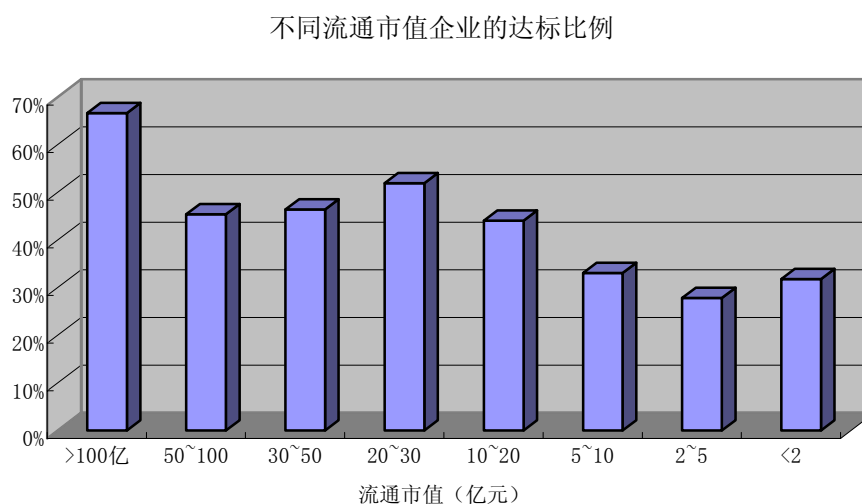
蓝筹股≠超额价值的创造者

不同资产规模企业的达标比例



图（2） 不同资产规模企业的达标比例

不过，值得注意的是，超额价值的创造确实与流通市值相关，图（2）为不同流通市值组企业的达标比例，由图可见，流通市值较大的企业组达标比例明显多与流通市值小的企业组——实际上，流通市值大于 20 亿的企业中有 50% 的企业都创造了超额价值，而这一比例在流通市值小于 20 亿的企业中为 34%。上述数据显示在我国仍普遍存在着小盘股的溢价现象。



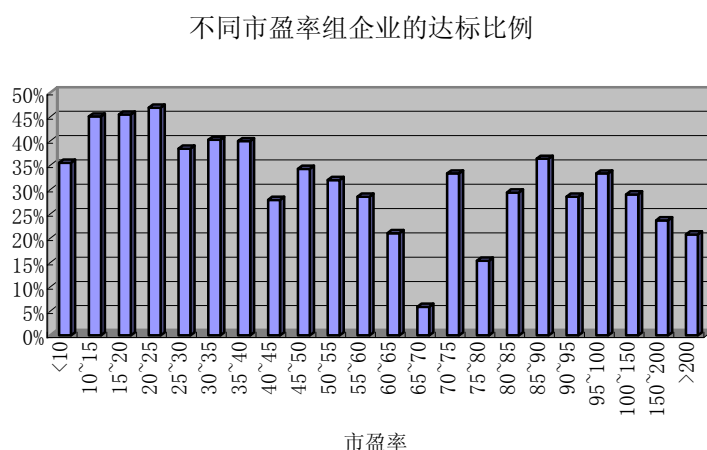
图（3）不同流通市值组企业的达标比例

低市盈率企业≠低估企业

直观上讲，既然超额价值是实际业绩创造与市场预期利润的差，那么，前期估值水平较低、市场预期较差的企业似乎应该更容易“达标”并创造超额价值，但，真是如此吗？低市盈率企业一定会给投资人带来“惊喜”吗？

2006 年初 A 股市场的平均市盈率在 20~25 倍之间，市盈率中位数在 25~30 倍之间。我们用 2006 年 1~4 月上市公司的复权平均价与 2005 年末每股收益计算出 2005 年报公布期间上市公司的平均市盈率，这一市盈率反映了投资人对公司未来增长前景的预期。然后，根据数值大小，将上市公司分为 22 个组，其中市盈率小于 10 的一组，大于等于 10 但小于 15 的一组，15~20 的一组，……，95~100 的一组，100~150 的一组，150~200 的一组，大于等于 200 的一组，图（3）显示了不同市盈率组公司的达标比例，由图可见，除市盈率在 65~70 倍的企业达标比例异常低（17 家公司仅有 1 家达标外），总体上市盈率较低的公司组达标比例高

于市盈率较高的公司组，市盈率低于市场平均水平 25 倍的 418 家上市公司中有 45% 创造了超额价值，显著高于市场平均的 36% 水平；而市盈率大于 50 倍的 344 家上市公司中，有 87 家创造了超额价值，占 25%。实际上，统计显示，市盈率每上升 5 公司的达标概率减少 1%（市盈率超过 100 的企业除外）^[2]。



图（4）不同市盈率组企业的达标比例

但图（3）的也向我们揭示了另一个现象：低市盈率公司不一定就被低估，毕竟，在市盈率低于 25 的企业中也只有 45% 创造了超额价值，在市盈率低于 10 倍的企业中这一比例下降到 35.6%——在我们的“超额负价值”榜上也包含了象 G 宝钢（6 倍 PE）、G 武钢（5 倍 PE）、和 G 中集（7 倍 PE）这样的企业。

同样，高市盈率的公司也不一定就被高估，在市盈率大于 50 倍的企业中还是有 25% 的企业为投资人带来了意外的“惊喜”，在市盈率大于 100（且正常交易、未亏损）的 177 家上市公司中，有 43 家创造了超额价值，其中包含了我们超额价值榜前 50 名中的 G 南糖（72 倍 PE）、G 老窖（110 倍 PE）、G 万业（85 倍 PE）！

因此，尽管低市盈率企业被低估的可能性更大——市盈率小于 25 的公司被低估的概率比市盈率大于 50 的公司高 20 个百分点；但低市盈率≠低估，同样，高市盈率企业也同样可能带来“惊喜”！

^[2] 这一统计结果在 95% 置信区间下显著。

周期性行业，超额价值的主力军

日用消费品，超额价值的新生力

最后，我们来研究超额价值创造的行业特性。表（5）是不同行业达标企业的比例，由表可见，超额价值的行业特性明显：高速路、工程机械、有色金属等行业达标企业的比例均在 60% 以上，但相反四家上市航空公司中没有一家达标，而传媒、造纸、金属制品、计算机等行业达标企业的比例也都在 20% 以下。

根据上述达标比例的差异我们将上市公司行业划分为四类：由于市场整体存在高估——平均只有 36.3% 的企业达标，因此，我们将达标比例超过 36.3% 的行业都视为业绩超预期行业，其中，达标比例达到 50% 的行业称为业绩显著超预期行业，达标比例超过市场平均但小于 50% 的行业称为业绩略高于市场预期行业，达标比例低于市场平均但大于 30% 的行业称为业绩略低于市场预期行业，达标比例小于等于 30% 的行业是业绩显著低于市场预期的行业。

由表可见，无论是在显著超越市场预期的行业类型中，还是在显著低于市场预期的行业类型中，都可以看到周期性行业的影子。价格持续上涨的有色金属行业，63% 的企业真实业绩超过了股价中蕴涵的市场预期；而工程机械、水泥行业由于 2005 年的全面亏损，此前市场预期大幅调低，但 2006 年的周期性复苏使工程机械行业中 67% 的企业都超越了预期，水泥行业中也有 50% 的企业超越预期。与之相对，钢铁、金属制品、化肥、塑料、航空等行业受国际原料价格冲击，业绩大幅下降，而且显著低于股价蕴涵的预期值，仅有 21% 的钢铁企业、17% 的金属制品企业、25% 的塑料企业、27% 的化肥企业达标，航空业更是“全军覆没”。实际上，在超额价值排名榜的前 50 名中有 8 家有色金属企业、7 家房地产企业，60% 以上的行业都是周期性企业，而在后 50 名中更是云集了 17 家钢铁企业、5 家煤炭企业，85% 的企业都属于周期性行业——在我国，企业抵御风险、管理波动的能力普遍较低，周期性是公司价值创造的最主要动力和阻力！

表（5）达标企业的行业特性

	达标企业	未达标企业	备注
高速	68%	32%	周期性行业 持续向好的：有色 周期转折的：工程机械、水泥 日用消费品 食品饮料、日化（包装） 全球制造优势 造船、其他制造 被低估的基础设施 机场、高速路
工程机械	67%	33%	
造船	67%	33%	
有色	63%	37%	
食品饮料	57%	43%	
机场	50%	50%	
其他制造	50%	50%	
日化	50%	50%	
塑料包装	50%	50%	
水泥	50%	50%	
零售	48%	52%	消费升级 零售、汽车、房地产 酒店旅游、酿酒、新材料 全球优势 纺织服装、港口 投资推动 建筑、电力、发电设备 周期向好 石油、水运 国防科技 航天
石油	45%	55%	
汽车	45%	55%	
房地产	43%	57%	
建筑	43%	57%	
水运	43%	57%	
酒店旅游	41%	59%	
新材料	40%	60%	
发电设备	40%	60%	
航天	40%	60%	
酿酒	39%	61%	略低于预期的行业 高耗能产业 化工、建材、煤炭 高科技产业 软件网络、医疗器械、医药 其他 贸易、仪器仪表
纺织服装	38%	62%	
电力	37%	63%	
港口	36%	64%	
化工	36%	64%	
建材	33%	67%	
煤炭	33%	67%	
软件网络	33%	67%	
医疗器械	33%	67%	
仪器仪表	33%	67%	
医药	33%	67%	
贸易	32%	68%	
家电	30%	70%	业绩显著弱于预期的行业 成本冲击的 化肥、塑料、航空、交通运输 钢铁、金属制品、农业 竞争结构待调整的 通讯设备、电子、家电、计算机 机械、造纸 政策冲击的 通讯服务、传媒 公用事业（水、气）
通讯设备	29%	71%	
化肥	27%	73%	
机械	26%	74%	
电子	25%	75%	
交通运输	25%	75%	
塑料	25%	75%	
通讯服务	25%	75%	
综合	25%	75%	
钢铁	21%	79%	
公用事业	20%	80%	
农业	20%	80%	
计算机	17%	83%	
金属制品	17%	83%	
造纸	13%	88%	
传媒	11%	89%	
航空	0%	100%	
总体平均	36%	64%	

另一方面，随着人民生活水平的提高，消费产业在价值创造中的地位也越来越重要，其中，消费升级的行业，如房地产、汽车、零售、酒店旅游等在经历了前阶段资本市场的“消费升级热”后估值已基本合理，有 40~50% 的企业创造了超额价值；但部分日用消费品行业仍存在着低估现象，如食品饮料、日化等行业都有 50% 以上的企业真实业绩超越了市场预期。不过密集、同质化的竞争结构是阻碍消费类企业价值创造的主要原因，在通讯设备、电子制造、家电、计算机、造纸等行业企业表现普遍弱与投资人预期，70% 以上的企业都为达标，尤其是造纸行业受国际产能释放的冲击，88% 的企业都没能实现市场预期成长。

最后，我国具有全球竞争优势的传统制造业，在日益恶劣的国际保护环境下，却还在不断创造着奇迹，给投资人带来了较多“惊喜”，造船、纺织服装以及电池等其他制造业的达标比例都高于市场平均水平。相反，一些被人们寄予厚望的新兴行业，如传媒、软件、网络等却还始终没有找到稳定的盈利模式，业绩难以达到高市盈率的“殷切”期望。

超额业绩与股票收益率

但是超额的业绩表现并不一定表现为超额的股市收益率，因为股价是对长期业绩的价值贴现，因此，在成熟市场上不可持续的短期业绩向好并不会引发股价的上涨。但 A 股市场是否也是如此呢？考察超额价值榜前几名的公司，我们看到多数有色金属企业在 4~8 月公司创造超额利润的同时，……，

四、 特写：持续的价值创造者

周期性企业尽管创造了惊人的超额价值，但由于这种价值是不稳定而且不可控制的，因此，我们将目光的焦点聚集在非周期性的超额价值创造者身上，也希望通过这张超额价值榜表达对企业家前期努力的认同。

4.1 生益科技

作为电路板的龙头，克服了成本上涨的压力，并能够及时因应欧盟在今年七月完全实施 RoHS 指令，推出高端产品，显示了一个电子制造企业的企业家为投资人带来的意外“惊喜”！

4. 2 泸州老窖

曾经的亏损股，在 2006 年通过向经销商定向增发绑定了经销商、向管理层发期权绑定了管理层，为投资人创造了 1.28 亿的超额利润；巨额的广告投放使国窖 1573 步入了快速增长的通道。但白酒行业竞争激烈，前有秦池、孔府，宁窖能否打造稳定的品牌形象，还有待观察。

4. 3 天津夏利

小排量车的市场潜力是公司业绩增长的客观基础，而对一汽丰田的投资贡献则成为企业长期增长的潜在动力。在竞争如此激烈的汽车行业，任何超额价值的创造都值得给予更多的肯定。

4. 4 人福科技

一家总资产 20 亿的中小型上市公司，杰士邦品牌的成功运做不仅给公司 2006 年带来了 8000 万的投资收益，更显示了企业在生殖健康产业这一特殊行业内的品牌力量。但随着杰士邦品牌的售出，未来公司的增长动力还有待考量。

4. 5 格力电器

在家电行业业绩普遍低于市场预期、70%的公司未达标的情况下，格力却能够创造稳定的价值增长，确实值得尊重。作为一个消费行业的龙头企业，格力 17.6%的超额增长率和 7070 万的超额价值，虽然与许多有色金属企业相比不算什么，但其持续的超额价值创造却比一次巨额的价值创造更有意义——给投资人创造一次“惊喜”容易，但要每次都给投资人创造“惊喜”就很难了！

4. 6 雅戈尔

作为中国少有的自主品牌企业，20%的每股收益增长，虽然不算很高，但相对于前期 12 倍市盈率所反映的 0.12%的增长预期来说，创造了 6600 万超额利润，并随着品牌的深化，公司价值创造的空间更加宽广了。

还有一些其他超额价值的缔造者们，由于篇幅有限，本文就不做一一赘述了。

未来，我们还要对超额价值的创造者们进行持续的追踪，哪些企业能够持续的上榜呢？

五、 问责“超额损失”

与超额价值的缔造者们相对的是“超额损失该有谁来负责？”

如果说周期性行业的波动是企业无法抵抗的，那么，那些名列“超额负价值榜”的非周期性企业又该如何看待呢？

中兴通讯，受政策不确定性影响的通讯设备制造商——中国的企业，即使是龙头企业也难以抵抗周期性的风险，企业整体的风险管理能力弱。

赛格三星，被技术更替所冲击的企业，当整个彩电消费市场都转向平板电视的时候，赛格三星即使作为国内最大的玻壳生产企业，也只创造了不到 1 分钱的 EPS。

长虹，作为行业龙头，仍然无法摆脱恶性竞争的冲击，为投资人少创造了 1.26 亿利润。

五矿发展，靠着半垄断性的贸易权，业绩仍有较大波动，抵不过国际价格的冲击，相对于 17 倍市盈率所隐含的 11% 的增长预期，公司 2006 年中期 29% 的 EPS 下降使投资人利润价值少了 1.2 亿。

北生药业，作为曾经独特的血液股，由于疑云重重的关联交易导致巨亏，为投资人带来了 1.55 亿的利润损失。

超额价值的损失应该由谁来负责？是投资人的高估，还是企业家的不努力？