

## 中国上場企業のEPS 成長

### 【ポイント】

1. 小規模な企業が多数存在する業界では、政府主導で業界大手への集約が進められているが、業界大手の収益性は、低収益な資産の買収により低下している。
2. 名目 GDP 程度の売上成長でも EPS が大幅に伸びている業界が存在する。集約を進めている業界の EPS も、高い GDP 成長を背景に、いずれ成長を始めるだろう。

### 1. 中央政府による産業発展計画

2001年のWTO（世界貿易機関）加盟により、一定のルール下での国際競争にさらされることになった中国は、現在、国内産業の競争力を強化するため、経済政策を加速させている。計画経済から市場経済への移行を進めているとはいえ、中国は、現在でも経済発展に関する五ヵ年計画を立てており、これを基本とした政府主導の計画は各業界に対して多数存在する。以下は、政府行政部門である国家発展改革委員会が鉄鋼業界と自動車業界に示した計画の一例である。

#### 1) 2005年7月 鉄鋼産業発展政策

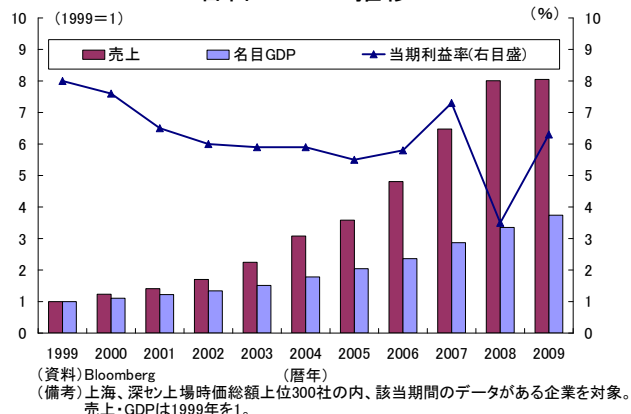
- ・2010年までに鉄鋼会社は相当数減らされるべきであり、生産量国内上位10社が国内生産能力の50%を、2020年には70%を占めることを目指す。
- ・2010年までに、国際競争力のある大手鉄鋼グループは、3千万トンの生産能力を保有する2つとなり、その他に数千万トンの生産能力を有するいくつかのグループで形成されるべきである。

#### 2) 2009年3月 自動車産業調整振興計画

- ・政府は、業界大手4社を中国全土での買収を推奨するためのビック4として指定し、中堅4社を地方レベルでの買収を推奨するためのスモール4として指定する。

このように、集約が必要とされる業界の計画は、最終的なグループ数や生産規模が示されるかなり踏み込んだものになっており、大手への集約で業界全体の生産性向上を目指すことが明確に示されている。集約から漏れた生産性の低い製造設備が廃棄され、その部分の需要が大手に回れば、大手の売上は全体の需要以上に増加する。売上の増加は、単位当たりの固定費負担の減少や、原材料購入等でのスケールメリットから企業の利益率を上昇させることから、大手、ひいては、業界全体

図表1. 中国上場企業の売上・当期利益率と名目GDPの推移

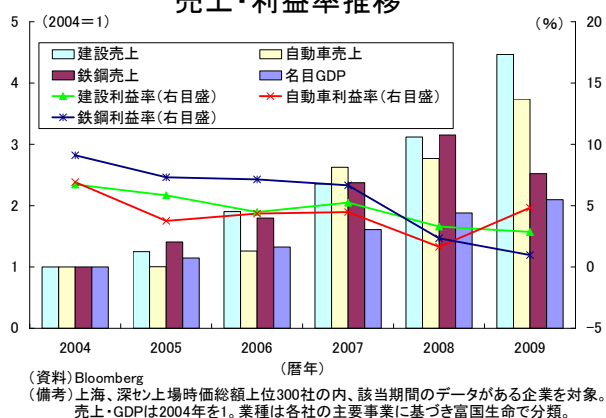


の生産性向上が期待できる。上場企業（一般に、各業界の大手が集まっていると思われる）の売上の伸びを見ても、2009年に金融危機の影響で需要が減退するまでは、一貫して名目GDPの伸びを上回ってきた。しかし、売上がこれだけ伸びても、生産性を測る上で重要な指標である利益率は上昇していない（図表1）。

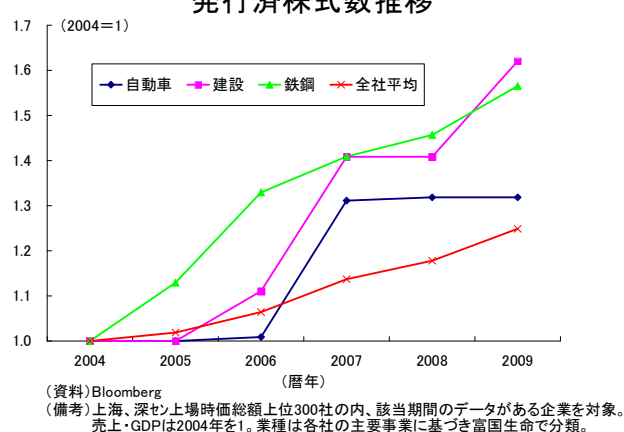
## 2. 利益率低下を引き起こす業界集約

利益率が上昇していない要因を探るために、売上と利益率の推移を業種別に見ると、鉄鋼、自動車などの業界は、売上が大幅に伸びているにも関わらず、利益率が低下しており、これらが全体の利益率を引き下げている（図表2）。

図表2. 建設・自動車・鉄鋼業界の売上・利益率推移



図表3. 建設・自動車・鉄鋼業界の発行済株式数推移



これらの業界では、売上や生産能力を政府の計画に沿った形で伸ばすことを第一に、自社よりも利益率の低い企業や資産の買収を積極的に行い、結果的に全体の利益率が低下したと見られる。将来の成長を目指し、買収や設備投資で一時的に利益率が悪化することは、企業が成長するために必要なステージであるが、その後、買収した事業の利益率が既存事業より高くならなければ、会社全体の利益率は改善しない。それでも、借り入れで調達した資金で買収すれば、買収資産が生み出す利益はその分EPS（一株当たり利益）を増やし、株式価値を高めるが、これら業界の発行済み株式数は急激に伸びており（図表3）、買収に必要な資金は、多数の新株発行で調達された形跡が見られる。

新株発行はEPSを希薄化させ、短期的に既存株主の利益を損ねる一方で、将来、買収資産の収益がそれ以上にEPSに寄与すれば、その買収が株式価値の向上につながる可能性はある。これら業界各社は、現在、低収益事業を取り込み、短期的に既存株主の利益を損ねている段階であり、今後、各社がどのように買収資産の収益性を高めていくかは、産業の競争力に関わる問題であると共に、中国政府・企業の株式価値に対する意識が問われる重要なポイントである。

## 3. 業績好調な個人消費関連

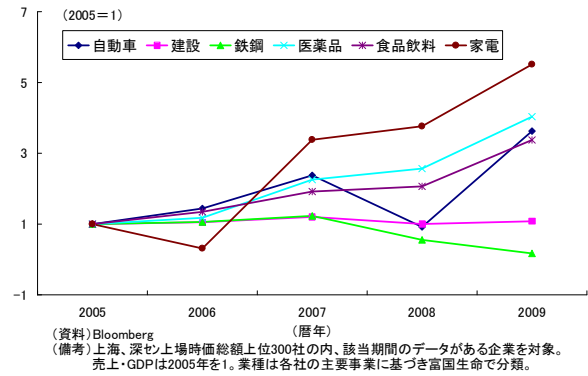
これまで述べてきた要因から、集約を進めている業界のEPSは過去数年ほとんど伸びていないが、医薬品、食品飲料、家電など、消費関連を中心に、極めて高いEPS成長を示す業界も存在する（図表4）。尚、自動車業界も消費に関連する面があるが、中国の自動車産業は軍需用を含めたトラック生産から始まっており、その生い立ちから、現在集約が必要

な業界になっていることに注意を要する。

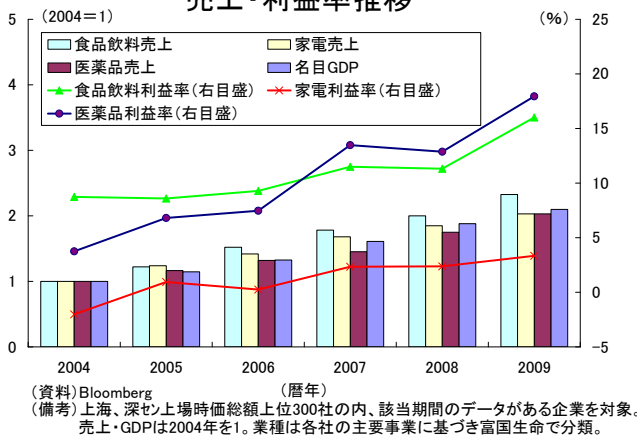
高い EPS 成長を示す業界は、順調に利益率が上昇し（図表 5）、新株発行も限定的で（図表 6）、これまで見てきた業界と対照的である。ただし、売上の成長はほぼ一律に名目 GDP 並みに止まっており、上場企業全体を大きく下回っている（図表 1、図表 5）。

ここで対象としている社数は、家電 7 社、食品飲料 12 社、医薬品 15 社と決して少なくはなく、2004 年頃の利益率水準も、集約を進めている業界と比べ大差ないが、これらの指標を見る限り、急激な業界集約の動きは認められない。この背景として、政府にとっての優先順位は、エネルギー効率や環境問題なども考慮されるため、重工業が対象になりやすいこと、GDP の中で個人消費の占める割合が約 36%と、米国の 71%や日本の 58%と比べ極端に低く、この分野の生産性を改善しても、国全体に対する寄与が相対的に小さいことなどが考えられる。

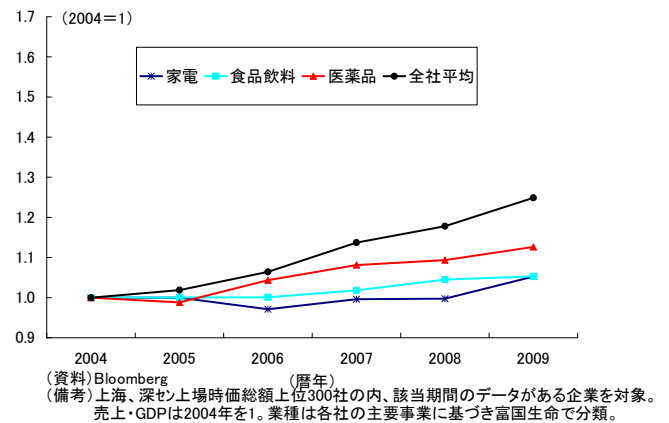
図表 4. 各業界のEPS伸展比較



図表 5. 医薬品・食品飲料・家電業界の売上・利益率推移



図表 6. 医薬品・食品飲料・家電業界の発行済株式数推移



#### 4. 中国企業の実力

医薬品、食品飲料、家電業界は、売上成長と利益率改善により、EPS を 5 年間で 3 倍以上伸ばしたが、利益率改善は、建設、自動車、鉄鋼などのような低収益資産の買収などが無い限り、売上成長自体で達成される部分があることから、この間の EPS の牽引役は、主に売上成長だったと考えられる。一方で、その売上成長が、一律に名目 GDP 並みであるということは、この EPS の急成長は、GDP 並みの売上成長で達成可能なものであり、これが、中国企業が本来持っている EPS 成長の実力と見ることもできる。現在の 8%前後の GDP 成長は、都市化等、国全体の中長期的な変化によるものであり、世界経済の減速懸念を除けば、大きく落ち込む可能性は低い。高い GDP 成長は企業の効率化を後押ししており、今後、企業の競争力が高まるにつれ、政府主導の集約化の動きは徐々に小さくなると予想される。現在集約を進めている業界の EPS が、高い GDP 成長を享受し始めた時、中国の株式市場は、長期に亘る成長を辿る新たなステージを迎えることだろう。

(株式グループ 佐藤 篤)