



作为经济体，企业也和人一样，赚钱能力迥异，贵州茅台2018年年报显示，企业每股净资产89.83元，盈利28.02元，净资产收益率高达34.46%，而钢铁行业老大宝钢股份2018年年报每股净资产7.94元，盈利0.97元。净资产收益率仅12.64%，我们不仅要问，为什么两家企业的盈利能力有这么大的落差？

既然宝钢的盈利能力远逊于贵州茅台，宝钢股东是否应该把厂房拆掉卖废铁然后买入茅台的股权呢？今天，大富翁就带大家一起分析这个有趣的话题。

一、净资产收益率背后的秘密

我们知道净资产收益率（净值报酬率、权益报酬率、权益净利率）=净利润/平均净资产*100% = 资产净利率*权益乘数 = 销售净利率*资产周转率*权益乘数，这个就是大名鼎鼎的杜邦公式，分析了企业为什么会拥有不同的净资产收益率，核心的影响因素就三个：销售净利率、资产周转率和权益乘数。

我们仔细分析杜邦公式，发现它是用企业的现状来解释现状，比如我问上帝我为什么会饿，上帝说因为你没吃饱，杜邦公司只解决了表层的原因寻找，但是深度不够，它没有解释为什么企业会形成这样的销售净利率、资产周转率和权益乘数，这三者之间是如何协调成最后的净资产周转率。

我以前讲过一个案例：同样投资1000万资金，一个给茅台，一个给钢铁厂，他们的

产出是完全不一样的，资金在钢铁厂的利用效率低，财务表现是ROE比较低，那么钢铁厂的市净率PB低一点也是应该的，来补偿他的低效率，效率低的估值更便宜理所当然。

如何描述这种同样的资金在不同企业投资的效能区别呢？我们用"商誉"来表示，高的ROE企业背后一定有优秀的"商誉"，这种资产不需要持续真金白银投资，而且增值能力可能不断强化。所以投资人梦寐以求的优秀资产是具有"高商誉"的特征，这里的商誉不是指资产负债表上的商誉，那个商誉是企业并购中产生的，以某个数字写在财报上的会计科目，是会计商誉。我们投资人关注的是可以反映企业资产获取超额收益的能力的那个东西，我们叫做经济商誉，也可以叫做"经济特许权"。

经济商誉是没有写在资产负债表上，也不是企业买来的，能够为企业带来超额收益，这种收益可持续，不仅不需要摊销，甚至有可能自我强化，收益率越来越高。

这是传统投资界和商业界的一致性认识，即不同资产的盈利能力差别是因为各自不同的（经济）商誉属性造成的。

至此，大富翁想进一步讨论：这种不同的商誉能力是怎么形成的呢？

二、按劳分配的经典理论

传统经济学理论认为，在经济的生产阶段，生产四要素包括劳动、资本、土地和组织（企业家才能），各要素的含义如下：

（1）土地(Land)，又称自然资源，它包括土地、森林、矿藏和河流等一切自然资源。狭义的土地则是指土地本身；

（2）劳动(Labour)，它是指人类拥有的体力和脑力劳动的总和；

（3）资本(Capital)，亦称资本货物（或资本品），它是指人类所生产出来的且用于生产其他产品所需的一切工具、机器设备、厂房等的总称；

（4）企业家才能(Entrepreneurship)，这是指企业家组织生产、经营管理、努力创新和承担风险的能力总和，有时将之简称为“企业家”或“管理才能”。

生产四要素这是马歇尔在萨伊的生产三要素基础上扩充而来的。马歇尔运用均衡价格分析方法依次研究各个生产要素，分配理论成为四个生产要素的均衡价格决定理论，即各生产要素的需求价格和供给价格的均衡形成。它们的均衡价格主要由工资、利息、地租、和利润来决定。

