

# 上市資訊

2017年7月号（总第13期）

发行上市中心

2017年7月7日

---

## 目录

### 【发行信息】

股票发行上市信息

债券发行上市信息

### 【交流动态】

虹口区金融局及重点企业走进上交所

温岭市领导干部及重点企业走进上交所

盐城金融干部及重点企业走进上交所

### 【案例分析】

沪市上市公司转型升级十大案例之国药混改

### 【课题研究】

近期沪市并购重组总体情况分析

### 【市场前沿】

讨论现金分红政策需重点关注后续盈利能力

## 【发行信息】

### ■ 股票发行上市信息

#### 1. 股票发行融资情况

截至6月30日，今年上交所IPO上市企业121家，募集资金765.59亿元，股票再融资企业75家，募集资金2407.51亿元。

#### 2. 在会审核企业情况

截至6月30日，证监会按周公布的主板、中小板、创业板在审企业共计637家。其中，上交所在审企业293家，深交所在审企业344家（中小板97家、创业板247家）。

#### 3. 新增IPO申报情况

截至6月30日，今年新增IPO申报企业共计225家，其中，上交所93家，深交所132家（中小板24家、创业板108家）。

### ■ 债券发行上市信息

#### 1、公司债发行情况

截至6月30日，本所2017年已完成公司债公开发行444只，发行金额5942.44亿元。

#### 2、资产支持证券发行情况

截至6月30日，本所2017年已完成资产支持证券发行120只，发行金额1714.45亿元。

#### 3、债券上市情况

截至6月30日，本所各类债券挂牌数量已达8855只，比去年同期增加2750只，增幅45%；债券托管金额已达66737亿元，比去年同期增加1.94万亿元，增幅41%。

## 【交流动态】

1.2017年6月19日，虹口区金融局、上海市北外滩上市公司协会组织区内重点拟上市企业一行30余人，赴上交所交流学习。目前虹口有5家A股上市公司，总市值近500亿，同时一批航运物流、文化教育、信息技术领域的优质企业正在脱颖而出。活动中，学员们观摩了股票上市仪式，参观了证券历史陈列室，上交所发行上市中心及债券业务中心领导和专家就企业上市和债券融资等相关内容进行了专题培训。（供稿人：张海风）

2.2017年6月13日，由温岭市长王宗明带队，市政府各主要职能部门负责人及重点企业董事长一行41余人，赴上交所交流学习。目前温岭共有7家A股上市公司，10家新三板挂牌企业。近年来，温岭把推动股改上市作为有效服务实体经济的切入点和突破口，大力发展直接融资。在本次培训活动中，上交所发行上市中心专家就多层次资本市场、企业上市形势与政策、审核发行最新动态做了专题演讲。（供稿人：葛托）

3、2017年6月15日，由盐城市副秘书长带队，当地相关政府干部及拟上市企业家一行20余人，赴上交所交流学习，并观摩了吉华集团上市仪式。目前盐城共有5家A股上市公司，筛选了50家重点后备企业列为“金种子”企业。在本次座谈交流活动中，盐城市领导对企业家提出了资本市场发展的具体要求与殷切期望。上交所发行上市中心专家就企业上市形势与政策、审核发行最新动态做了专题演讲。（供稿人：张冯彬）

## 【案例分析】

# 沪市上市公司转型升级十大案例之国药混改<sup>1</sup>

上交所资本市场研究所 潘妙丽 程娅昊

## 一、转型升级背景

### （一）行业背景

随着我国医药行业整体步入成熟期，降低成本、提高效率将是未来医药企业脱颖而出的关键步骤。目前，主要通过兼并重组及内部整合两个途径实现。关于前者，工信部明确鼓励医药行业同类产品企业强强联合、优势企业兼并其他企业，促进资源向优势企业集中，实现规模化、集约化经营，提高产业集中度；关于后者，则是通过调整内部管理、整合业务链条、改善经营机制等内生增长实现。

### （二）国药集团概况

中国医药集团总公司（简称“国药集团”）成立于 1950 年，是国资委直接管理的国内规模最大的医药企业，核心业务是预防治疗和诊断护理等健康相关产品的分销、零售、研发及生产。目前，国药集团在化药板块产品覆盖全面，生物制药板块实力雄厚，医药商业板块位居龙头，中药板块实现了跨越式发展。2015 年，国药集团营收达 3000 亿，位列世界 500 强第 205 位、上榜医药企业第 6 位。国药集团旗下拥有 10 家全资或控股子公

---

<sup>1</sup> 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

公司及 6 家上市公司,6 家上市公司分别为国药股份(600511.SH)、天坛生物(600161.SH)、现代制药(600420.SH)、国药一致(000028.SZ)、国药控股(01099.HK)、中国中药(0570.HK)。截至 2016 年底,国药集团旗下上市公司总市值 1714 亿。

随着 2015 年医保控费、分级诊疗制度等医改政策的陆续出台,市场格局出现分化。对于国药集团而言,无论是其分销、零售、研发还是生产业务均受到不同程度的影响,同业竞争问题导致国药集团规模虽大但整体效率不高,因此整合旗下资产、优化结构和经营效率是国药集团函待解决的问题。

## 二、转型升级举措

国药集团能从传统国有企业成功转型为行业内领先、新型国企,与其一直以来对发展混合所有制经济的努力密不可分:

### **第一个阶段:引入优质民营资本,多种所有制混合发展。**

早在上世纪 80 年代,国药集团便尝试走“混合”的道路。2000 年,国药集团开始对流通业务板块实施改制,通过与复星集团三年的谈判,二者合资成立了国药控股有限公司(简称“国药控股”)。从成立之初到 2015 年,国药控股营收由 81 亿增长至 2270 亿,如今已发展为中国最大的药品、医疗保健产品分销商,而其控股股东国药集团,也迅速占据国内医药流通领域第一位。

此后,国药集团不断通过并购重组、与民营企业共同搭建资本及产业平台,实现了旗下相关板块多种所有制混合的发展模式。如中药板块,2012 年、2013 年国药集团先后收购了民营

中药企业——盈天医药和同济堂制药。

## **第二个阶段：参与央企改革试点，加速内部资源整合。**

2014年，国药集团入选首批央企改革试点。自此，集团旗下企业相继开启混改序幕，在其具备优势的医药商业领域减少同业竞争、发挥所长，在其相对较弱的医药工业领域通过改革拥有更多自主权利，同时，积极探索传统商业模式与新型经营方式的优势互补和深度融合。

### **(1) 业务整合，解决同业竞争**

2016年2月，国药股份启动重大资产重组。2016年9月，国药一致及现代制药的重大资产重组项目获得证监会无条件审核通过。关于这次重组，共分为两部分，一是化药资产置出，二是零售资产置入。

国药集团拥有国内领先的化学药工业资产，产品领域全面但组织结构较为分散。此次重组方案中，国药集团将旗下12家化学药相关公司的股权注入了现代制药，这12家化药公司均具备一定的综合实力和市场竞争力。通过本次统一整合注入，将有助于现代制药贯通上下游产业链，提升研发、生产、营销效率，实现资产规模、收入规模、产品布局等方面跨越式发展。

为进一步做大、做强医药零售业务，国药集团将国大药房、佛山南海、南方医贸和广东新特药等医药零售相关资产注入了国药一致。国大药房是全国医药零售行业规模最大、综合实力最强的企业，此次对接国药一致的上市平台，将有助于加速国

药集团零售业务扩展步伐，提升国大药房品牌影响力。

2016年2月国药股份实施重大资产重组，将国药控股旗下的北京地区四家医药分销优质资产进行整合，整合完成后，国药股份与控股股东国药控股之间同业竞争问题得以解决，国药股份业务布局、资产规模、盈利能力得到全面提升。未来，国药股份将成为国药控股下属北京地区唯一医药分销平台和全国麻精特药一级分销平台。

## **(2) 完善公司治理**

积极推动“双向混改”。国药集团在产权层面已基本完成了主要业务板块的混合所有制改革，在医药商业、医药器械等二级业务板块引入了非公资本。在公司治理层面，国药集团还积极通过多种方式，对发展潜力大、成长性强的非国有企业实施股权融合和资源整合，实现国有资本的主动“混合”。

加强董事会建设。在国药集团的董事会中，外部董事超过董事会全体成员数的一半，薪酬委员会所有成员全部是外部董事，确保了董事会重大决策的独立性。

薪酬激励机制改革。在上市公司层面，旗下上市公司均已经建立起规范的公司治理结构。同时，为解决国有企业激励不足、活力不够的问题，国药控股于2016年8月提出限制性股票激励计划，并获国务院批准。

## **三、转型升级效果**

通过理顺同业竞争问题，提升了结构效率，也消除了国药

股份等上市公司再融资的限制，未来上市公司平台可投资和筛选高毛利品种、与产业链上下游进行股权合作，借助外延方式加速发展，强化产业价值链上的优势地位。

从主营业务的影响来看，以前国药系企业部分业务存在同业竞争，发展方向不清晰，这一状况到 2016 年都未得到根本解决，此次国药一致化药资产的置出，标志着化药板块的同业竞争问题得到解决，国药集团在化药领域竞争力明显提升；再如零售业务是国药集团旗下优质资产，国大药房的注入将有利于做大做强国药集团强项，为未来发展提供新的增长极。

从盈利能力的影响来看，根据已发布的业绩显示，在国药集团旗下上市公司中，国药股份 2016 年前三季度营收和净利润呈现稳健增长的态势，预计北京地区四家医药分销优质资产注入后，国药股份在北京地区的纯销市场份额将达 25.5%；国大药房未来将有望成为国药一致利润增长点，而且出让给现代制药 51% 股权的医药工业资产，由于更为集中和专业的管理，未来盈利将有望保持稳定增长，国药一致未来将获得丰厚的股权投资收益；现代制药 2016 年中报归母净利润同比下降 28%，业绩处于调整期，现代制药成为国药集团唯一化学药板块平台后，预计医药品种和资源都将大幅扩展，再加上自主研发储备，未来公司业绩将逐步恢复增长。（摘编：张冯彬）

## 【课题研究】

# 近期沪市公司并购重组总体情况分析<sup>2</sup>

上市公司监管一部 并购重组小组

2016 年以来，随着 IPO 提速常态化和退市制度严格化，对并购重组的实质性监管也提出了更高的要求。在监管从严的态势下，从目前情况看，2016 年大力整治重组乱象取得阶段性成效，但也出现一些新特点、新变化。

### 一、并购重组总体降中趋稳

总体看，沪市一季度并购重组呈现出回归主业的良好态势，2016 年大力整治重组乱象取得成效。同时，个别标的资产质量仍存疑问，从严监管需持续贯彻。主要特点包括如下六方面。

#### （一）七成重组围绕主业实施

24 单重组预案中，3 单为资产出售，21 单为资产收购。其中，15 家公司涉及横向或纵向产业整合，实现了向产业链高端、新兴制造和服务的渐进式升级。例如，宝胜股份主营高压电线电缆的生产，此次重组拟收购特种高端线缆用精密导体业务，助力公司发展航空航天导线等特种高端线缆业务。兰石重装主要经营炼油、化工、核电、生物医药等行业装备制造和装置总承包建设等重资产业务，本次重组拟收购轻资产的化工石化行业设计咨询与工程总承包，从而具备炼油厂全流程设计能力，

<sup>2</sup> 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

实现公司高端能源核心装备领域研发、设计、制造、安装到售后技术服务过程的全覆盖，进一步巩固上市公司行业领先地位。通过此类重组，一定程度上避免了盲目跨界带来的巨大风险，同时实现主营业务向技术密集型、资源集约型转移。

## （二）标的资产规模小型化

一季度，标的资产规模出现小型化趋势。交易金额方面，21 单收购资产类重组的总交易金额为 530 亿，平均每单 25 亿，仅为 2016 年一季度平均交易金额 43 亿的六成。从占比来看，2016 年一季度 50 单收购资产交易中，10 亿以下的为 12 单，占比 24%；而 2017 年一季度 21 单收购资产交易中，10 亿以下的为 10 单，占比 50%，超过去年同期的 2 倍。产业链方面，多为行业内配套型或有拥有某项特殊技术特色型企业，体量较小，行业影响度有限。如健盛集团拟以 8.7 亿元收购无缝内衣制造企业，标的公司主要承接服装品牌订单进行 ODM、OEM 生产，该公司总资产 2 亿元，仅占健盛集团规模的 1/10。有 8 单财务指标未触及重大资产重组标准，由于涉及发行股份才需要履行。

## （三）个别标的资产质量存疑

从并购标的所处行业看，过半数标的资产集中于精密制造、生物、服务咨询等新兴产业的配套企业，少数为基础设施、互联网广告游戏行业，体现出重大资产重组在标的资产选择上呈现分化。在上述分化下，个别标的资产业务严重依赖主要客户和单一产品，未来持续盈利能力不强，部分交易因标的资产在

报告期内业绩不达标而终止。如国旅联合前期拟发行股份购买互联网广告公司新线中视，但新线中视的重要供应商同其终止合同，可能对新线中视未来业务及经营产生重大影响，进而导致其估值出现重大变化，上市公司被迫终止本次重组。近期，国旅联合重组推出拟现金购买新线中视的重组方案，虽然标的资产的估值作价有所下调，但其持续盈利能力依存不确定性。

#### （四）筹划重组趋于理性

在重组严监管的态势下，2017年一季度，沪市共有28家进入重组停牌程序，较去年同期44家下降36%；共有24家披露重组预案，较去年同期31家下降23%；共有15家终止筹划重组，较去年同期8家上升约88%。终止重组的公司家数和比例增加，在一定程度上体现了理性重组的氛围正在形成。

值得注意的是，终止重组的企业数较往年有了大幅提升。这其中，一方面，有因被监管层立案调查而被动放弃并购重组的。例如，太化股份因涉嫌虚增收入被立案调查无奈终止并购重组，大智慧因被证监会顶格处罚而终止了与湘财证券85亿的重组。另一方面，从严监管的态势也使更多公司重组选择更务实。尤其是涉嫌跟风式、忽悠式重组和规避借壳的“类借壳”重组，如前不久证监会公开的“忽悠式重组”行政处罚第一案，九好集团、鞍钢股份及相关负责人将面临证监会“顶格处罚”。

#### （五）股价反应总体平稳

与以往披露重组预案复牌后股价普遍连续涨停不同，一季

度披露重组预案并复牌的公司，股价总体平稳。15家公司中，8家于复牌首日涨停，4家复牌首日下跌，甚至有部分复牌首日跌停，其余3家涨幅较小。具体看，上市公司收购具有行业协同性的新兴产业标的，市场做出的反应也更积极，上市公司收购的标的资产缺乏核心竞争力甚至质量存疑的，股价涨幅较小甚至下跌。在前述8家涨停的公司中，复牌后连续2个交易日涨停的为2家，连续3个交易日涨停的仅1家。连续涨停的公司，标的资产质地相对较好，对上市公司质量提升也更显著。

#### （六）规避重组上市手段更加隐蔽

自证监会修订《上市公司重大资产重组管理办法》，严格了重组上市（俗称借壳）认定标准以来，沪市先后有6家公司终止了“类借壳”方案，1家公司按照要求修改了方案。随着市场预期发生变化，明显“类借壳”的重组方案显著减少。与此同时，也出现了一些新的疑似借壳上市的案例，手法更隐蔽。

主要包括两种情况，一是交易前后均为无实际控制人情形，无法直接使用重组办法控制权发生变更的认定标准。如康尼机电，公司认为无实际控制人的状态未发生变化，因此不构成借壳。二是分步走的新型“三方交易”。即先置入大体量资产，再向第三方转移控制权的类型。如鑫科材料，公司在购买资产完成交割后，立即停牌筹划控制权转让。从实质看，无论控制权与资产购买的前后，其共同点是，上市公司在很短时间内不仅变更了实际控制人，还对原主业作了重大调整，上市公司的控

制权稳定性和持续经营能力都存在重大疑问。

## 二、原因分析

一季度重组之所以出现上述变化，主要有如下四方面原因。

### （一）IPO 提速分流效应明显

IPO 与并购重组作为资本运作的主要形式，共同构成了资产证券化的重要途径。近年来，在 IPO 上市提速的情况下，考虑市场承受能力，兼顾公平与效率，并购重组与再融资适度收紧。据统计，今年一季度，境内 IPO 企业数为 135 家，达到历年最高水平。同时，并购重组监管力度加码，使得制度套利空间不断压缩，并购重组作为资产证券化“捷径”，曾经的速度与制度套利优势不再。因此，更多优质资产倾向于自行 IPO。

### （二）新动能加速培育尚需时日

近年来，世界经济复苏艰难，国内经济发展进入新常态，经济增长动力、资源要素条件等都发生较大变化，长期积累的结构性矛盾凸显。市场化并购重组，是上市公司实现发展新旧动能转换的重要方式。主要包括两条路径，一是通过化解淘汰过剩落后产能，实现旧动能的“存量变革”；二是通过培育新技术新产业，实现新动能的“增量崛起”。从一季度情况来看，在资产购买的 21 单方案中，7 成以上为向新兴制造和服务业转型升级。但上述方案中标的资产仍多以产业链中前端配套产业为主，附加值较高的终端型标的资产较少。这说明，新动能的加速培育尚需时日。

### （三）壳公司仍在寻求出路

去年发布重组新规，其政策意图，旨在切断“炒壳”利益链、抑制“壳”炒作，促进市场估值体系的理性修复，促使市场形成正常的优胜劣汰。从市场实践看，“壳”价值已大幅下跌，江泉实业、四通股份等多家涉嫌规避借壳上市认定标准的公司均已在一季度宣告终止。但对不符合 IPO 标准的资产来说，“壳公司”价值仍然存在。因此，一季度出现了一些新的疑似借壳上市的案例，其规避手法更为隐蔽，认定难度更大。可以预见，未来一段时间内，围绕“壳公司”进行的并购重组仍会占据一定比重，各类规避重组上市的新型交易架构会不断涌现。

### （四）从严监管作用开始显现

近年来，伴随着并购市场的活跃，“双高类”重组，“忽悠式”和“跟风式”重组也大量涌现。为纠正市场乱象，保障规范运行，坚持“猛药去疴，重典治乱”，一个“严”字贯穿重组监管始终。从今年一季度情况来看，重组市场整体降中趋稳，从严监管作用开始显现。对于并购重组监管，目前市场已形成几点共识。一是涉嫌规避重组上市方案将面临更严监管；二是脱实向虚倾向盲目跨界方案将面临更严监管；三是监管鼓励能够发挥协同效应的同行业横向及纵向并购。从严监管下，理性的市场氛围正在形成。（摘编：张冯彬）

## 【市场前沿】

# 讨论现金分红政策需重点关注后续盈利能力<sup>3</sup>

上交所资本市场研究所 邓舒文

### 一、现金分红与投资效率的理论分析

理论上，采取什么样的现金分红政策取决于追加投资的预期收益与其机会成本的相对大小。本文拟通过考察上市公司的分红决策与其后续实际的经营成果间的关系，从事后的角度来判断此前的分红决策是否明智。

具体的，根据上市公司是否分红和后续回报的高低，可将所有上市公司分为四类。第一类，不分红、后续回报低。这类公司资产运作效率低下，直接损害了股东价值。第二类，不分红、后续回报高。这类公司资产运作效率高，选择不分红逻辑可成立。第三类，分红、后续回报低。这类公司的投资者提前锁定收益、部分规避了后续低效投资的风险。第四类，分红、后续回报高。这类公司可能存在投资不足的情况。

实际情况要复杂，第一，分红决策不是两分法，除了“分与不分”外，还有“分多少”的问题，即需要在低分红、适度分红、高分红之间做出权衡。第二，后续回报的高低也没有严格的标准，不同行业、不同经济周期中各个公司可获得的适度收益率并不可比，需与各自的经营风险等具体情况匹配。第三，

---

<sup>3</sup> 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

投资不是立竿见影的行为，对分红和后续回报的分析都要立足于长远，关注一段时期内的整体情况。最后，公司业务的扩张也存在一定边界，在达到一定规模后，边际资本的投入，并不一定可以带来回报的增加，这也间接为上市公司的再投资规模划定了一条红线。

## 二、分红决策与投资效率的实践情况

近年来，我国 A 股上市公司现金分红情况整体持续向好，分红金额和派现公司家数屡创新高，形成了一批持续高分红的公司群体。截止 2017 年 4 月 30 日，A 股 2200 家上市公司预告进行 2016 年度现金分红，派现公司占总量的 72.5%；合计现金分红金额近 9000 亿，总体股利支付率达 30.2%。其中，14 家公司分红超百亿；工商银行分红 835 亿，位居榜首。

但是，具体到公司层面，仍有部分公司坚持不分红，或是分红政策缺乏实质性利好、仅具象征意义。主要有几个问题：

### 第一，不分红、少分红公司的数量仍然偏多。

理想情况下，上市公司的分红政策应符合一定规律：预期回报高时，低分红；预期回报低时，高分红；其余情况适度分红。上市公司整体分布应呈纺锤体形态：低分红和高分红的公司较少，适度分红的公司较多。但实践并非如此。

统计了 2012-2015 年非金融类上市公司的现金分红情况，具体约 28% 的公司选择不进行现金分红；约 30% 的公司选择了较低水平分红；约 26% 的公司选择适度分红；约 16% 的公司选

择较高水平分红，总体上不是一个合理的分布形态。

## **第二，约 30%的未分红公司具备分红能力。**

根据规则，上市公司现金分红必须满足当年留存收益为正。留存收益包括两个明细科目：未分配利润和盈余公积。如果未分配利润为正，则可以直接分红；如果未分配利润为负，但盈余公积满足一定条件的话，也可以分红。此外，现金分红需一定现金流支持，如果本身就十分紧张，则也不适合现金分红。

统计显示，母公司报表未分配利润为正、且经营性现金流净额为正、但不分红的公司数量并不少。2012-2015 年间分别有 188 家、172 家、224 家、251 家。这些公司约占所有不分红公司的 30%，占上市公司总量的 10%。他们中大部分，此后一年的盈利能力都处于较低水平。从股东价值最大化的角度来说，他们本应选择现金分红而不是持续再投资。

需说明的是，这些符合法定分红条件的公司中，大约有三分之一当年亏损、但累计未分配利润为正。而且，部分公司还可能在公司章程中规定了额外的分红条件，如要求分红当年必须盈利等。但是，这些都不影响从逻辑上分析是否应现金分红。

## **第三，从后续盈利看，“能分但不分”的公司比分红公司差。**

在分红公司中，随着股利支付率的升高，次年 ROE 逐渐降低。且这一现象在连续四年中均成立。这说明，在进行分红的公司中，“分多少”的决策在整体上是符合投资逻辑的。

但同时，“能分但不分”的公司，投资回报显著低于分红组。

“分与不分”的决策并没有遵循前述的投资逻辑。以 2015 年为例，“能分但不分”的公司组 ROE 中值仅为 3.69%，而分红组中 ROE 中值最低的也有 6.67%。这一结果显然是与理论预测相悖的。这说明，这些公司在讨论利润分配方案时，并没有慎重考虑公司的后续盈利能力。

此外，理论上，在不分红公司中，有分红能力的公司具备充沛的资产和现金流，后续生产经营受限小；没有分红能力的公司则或是资产紧张、或是现金流紧张，后续生产经营受限大。但数据显示，这两类公司的后续盈利能力却基本相当。类似的，在不分红公司中，分红能力的大小，也即追加投资的大小，并没有影响后续的盈利能力。这也从另一个侧面说明适度分红可能是这些公司的更优选择。

**第四，在忽视盈利能力的情况下连续不分红，无利于股东价值。**

多年不进行现金分红的“铁公鸡”一向是监管层关注的重点。2012-2014 年间，具备分红条件、但连续三年不分红、且后续 ROE 处于市场中低水平的公司共 15 家。其中，沪市 6 家、深市 9 家；国企 11 家、民企 4 家；这些公司平均上市时间长，有 4 家于 1997 年上市。根据分析，他们持续的决策失误，对公司负面影响显著。截止 2016 年底，这 15 家公司中有两家留存收益由正转负，如\*ST 三维（000755）累计亏损 7.69 亿；另有七家公司的现金流状况出现紧张，如新疆天业（600075）的经

营活动的净流出现金达 13 亿。这些公司中大部分都在一定程度上陷入了困境，分红能力逐渐降低、直至不再具备分红能力。

以东晶电子（002199）为例，其 2007 年上市，自上市至 2011 年间连续五年现金分红，累计分红金额达 5700 万，但是自 2012 年起至今的五年，则再无现金分红。从投资效率角度看，上市初期，该公司 ROE 远超行业平均。但自 2011 年起，公司经营急转直下，并在 2015 年跌至谷底。对比显示，公司的分红政策与后续实际的投资效率并不匹配。其结果就是，公司 2012 年的留存收益 8000 万，经过持续 5 年的低效再投资全部亏掉。生产性企业受内、外部环境影响的情况客观存在，但在业绩出现问题之后的四五年内，公司都没有意识到其经营方向存在严重问题、对未来投资收益的判断出现偏差，加速了价值的毁灭。

#### **第五，个别公司也存在过度分红的嫌疑。**

与“铁公鸡”对应的，不少高比例分红的上市公司也引人关注。中国神华（601088）预计分红总额 590 亿，远超其 2016 年度 277 亿的净利润，股利支付率达到 213%。此外，许多没有盈利的公司也选择将以前年度的留存收益以现金形式分配给股东。例如，中联重科（000157）在 2016 年年报亏损 9 亿元的情况下，推出 11.5 亿元的现金分红方案等。

根据目前的监管实践，一般将股利支付率高于 50% 的分红行为归为高分红行为，亏损后仍分红则是高分红的一种特殊情况。这些公司的高分红是否符合投资逻辑，还有待进一步研究。

统计显示，2013-2015 年间股利支付率高于 50%的公司大都是后续盈利或成长处于中低水平的，仅约一成以内的公司存在过度分红嫌疑。以 2015 年情况为例，分红高于 50%的上市公司为 408 家。其中，后续盈利水平居于全市场前 30%的公司为 113 家，而这些公司中仅 37 家后续成长性处全市场前 30%。

从 2013-2015 年的整体情况看，连续三年高分红的上市公司一共 98 家，其中，仅极个别存在过度分红的可能性。实际上，这些公司中，后续年度里盈利能力和成长性都处于市场前 30%的公司只有星宇股份（601799）一家。

具体到星宇股份，其主营是乘用车灯具，自 2011 年上市后，连续六年高比例分红，累计实现净利润 14.9 亿，累计现金分红 10.3 亿，总体分红率达到 69%。值得注意的是，作为一个民营企业，星宇股份的创始人周晓萍家族直接或间接拥有公司股权达到 57%；同时，其二级市场历年来的股息率基本都在 2%以内。由此可见，从这种高比例分红中获益的，主要是拥有廉价股权的创始人家族，而二级市场买入股票的中小投资者的获利并不多，此时进行高比例分红的合理性确实存疑。

此外，亏损仍分红是高比例分红的一种特殊情况，从近年来的数据看，这种情况并不多见。2012 年以来，曾经亏损仍分红、且后续高收益、高成长的公司仅五家。具体的，从上市以来整体的股份支付率来看，有三家公司整体分红水平并不高，偶尔的亏损情况下的分红，可能是出于保证分红政策连续性的

考虑。而另外两家公司，重庆啤酒和桂东电力，累计分红率偏高、且第一大股东持股比例均超 50%，确有过度分红倾向。

### 三、结论及建议

理论上，公司在缺乏好的投资项目或预期新项目投资回报率较低情形下，从增加股东价值的角度而言，应选择将收益进行分配而不是继续再投资。然而，从市场实践看，表现为两点：

第一，不进行分红的公司，其投资效率显著低于进行分红的公司，且这类公司中有相当一部分具备充足的现金流。这类公司宁愿将资本投入到低回报项目，也不愿进行利润分配，不仅没有为股东创造价值，反而损害了股东价值。

第二，个别公司也存在过度分红倾向。尤其个别股权集中度高、盈利能力强的上市公司，通过高分红透支了公司的成长，损害了中小股东的利益。

鉴于以上结论，本着引导上市公司理性投资、实现资本市场的健康发展思路，本文提出如下建议：

第一，强化现金分红的信息披露工作，要求不分红、低分红的公司在解释分红政策时，补充说明管理层对公司下一年盈利能力的基本判断，如公司在行业中所处的相对水平等。

第二，依据后续盈利能力等情况，判断上市公司此前分红决策的实际效果，并披露连续三年分红政策与后续盈利不匹配的上市公司名单，将其纳入日常公司治理监管。（摘编：张冯彬）

## 【免责声明】

本刊所载文章观点仅代表作者个人观点，不代表上海证券交易所观点。在任何情况下，本刊所载文章不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本刊为内部参考资料，相关版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对相关文章进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，均须注明出处。

(本期编辑：张冯彬， 校对：王新苗)



服务创造价值



上交所企业上市服务

### 发行上市中心

联系人：谢笑

电话：021-68828602

邮箱：xxie@sse.com.cn

地址：上海市浦东南路 528 号南塔 13 楼

邮编：200120

传真：68801288

送：各地方政府、证监局、拟上市公司及相关中介机构