

上市資訊

2017年10月号（总第16期）

发行上市中心

2017年10月9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】

大连市企业上市业务培训班走进上交所

佛山市金融办及重点企业走进上交所

福建省金融干部及重点企业走进上交所

【案例分析】

长电科技要约收购星科金朋：“蛇吞象”式跨国并购

【课题研究】

A股上市公司价值创造研究

【市场前沿】

外延并购对上市公司业绩影响分析

【发行信息】

■ 股票发行上市信息

1、股票发行融资情况

截至9月30日，今年上交所IPO上市企业173家，募集资金1049.08亿元，股票再融资企业103家，募集资金3253.75亿元。

2、在会审核企业情况

截至9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576家。其中，上交所在审企业267家，深交所在审企业309家（中小板83家、创业板226家）。

3、新增IPO申报情况

截至9月30日，今年新增IPO申报企业共计306家，其中，上交所130家，深交所176家（中小板34家、创业板142家）。

■ 债券发行上市信息

1、公司债发行情况

截至9月30日，本所2017年已完成公司债累计发行849只，发行金额10610.33亿元。

2、资产支持证券发行情况

截至9月30日，本所2017年已完成资产支持证券发行186只，发行金额2817.51亿元。

3、债券上市情况

截至9月30日，本所各类债券挂牌数量已达9649只，比去年底增加1572只，增幅19%；债券托管金额已达7.01万亿元，比去年底增加0.81万亿元，增幅13%。

【交流动态】

1、2017年9月26日，大连市金融局孙国友副局长带领大连市各区县金融干部及重点上市后备企业高管一行30余人，赴上交所观摩上市仪式并参观交流学习。培训会上，上交所副总经理阙波进行了致辞，发行上市中心总监魏刚介绍了当前宏观经济与资本市场形势。发行上市中心副总监官万炎对当前企业上市的形势、政策与策略做了深入浅出的分析，并就多层次资本市场进行了细致讲解。学员们还走访了风语筑、来伊份等优质企业，与公司高管交流学习上市经验。（供稿人：陈力）

2、2017年9月28日，佛山市金融局郭家新局长带领佛山市重点上市企业，赴上交所参观交流。学员们首先观摩了亚士创能上市仪式，并参观了陈列馆。上交所副理事长张冬科和发行上市中心总监魏刚做了欢迎致辞。随后，发行上市中心顾斌博士就多层次资本市场等做了详细介绍，债券业务中心专家就上交所债券市场和产品做了细致讲解，中汇会计师事务所专家就企业资本运营过程中的财务规范进行了解析。（供稿人：周宇）

3、2017年9月26日至27日，福建省金融干部和拟上市企业高管一行80余人赴上交所交流学习。上交所阙波副总经理对福建代表团一行表示欢迎。代表团观摩了傲农生物上市仪式。随后，上交所领导和专家分别就当前企业上市形势及政策进行了专题介绍，并进行了业务交流。代表团还实地调研了风语筑、展讯通信等优质企业。（供稿人：汤振强）

【案例分析】

长电科技要约收购星科金朋： “蛇吞象”式跨国并购¹

上海证券交易所《证券法苑》第 19 卷

一、交易背景及目的

（一）本次交易的背景

1、中国企业通过海外收购“走出去”，深度参与全球经济

本次交易将有助长电科技更快速有效地获取先进技术，融入国际市场，争取高端客户，符合中国企业“走出去”趋势。

2、全球半导体产业复苏，中国需求旺盛

经过 2008-2012 年的低谷后，全球半导体行业规模在 2013 年开始复苏。中国半导体封装测试行业市场规模受全球封测产能向中国转移、国内封测技术突破、国内半导体设备国产化需求上升和下游消费电子设备需求的增长等额外因素促动，保持了平稳增长。目前，中国已成世界第一大半导体消费市场，但半导体自给率却不到 40%，大部分还是由国外企业提供。中国未来半导体市场的高增长还将持续，芯片国产化需求旺盛。

3、半导体行业战略地位凸显，国内企业综合竞争力待提升

集成电路产业是国民经济和社会发展的战略性、基础性和先导性产业，战略地位日益凸显。长电科技所在的集成电路封

¹ 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

测产业是集成电路产业的重要组成部分；行业内企业大部分属于跟随发展的代加工模式，国内企业间竞争激烈且在与国际同行竞争过程中处相对劣势，发展模式亟待转型。跨境并购将给予国内企业较快学习境外先进技术并整合国际资源的机会。

4、把握机遇，通过并购实现跨越式发展

星科金朋主要从事半导体芯片委外封装及测试业务，是全球半导体封装及测试行业主要经营者之一。星科金朋管理总部位于新加坡，在新加坡、韩国、中国上海和台湾等四地经营半导体封测业务，拥有四个制造测试中心和两个研发中心，同时在美国、韩国、日本、中国上海及台湾等地拥有销售团队。

受终端市场疲软影响，星科金朋近年业绩表现不佳，其控股股东希望出售公司股份，因此长电科技有合适的并购机会。

（二）本次交易的目的

1、提升国际影响力及行业地位

本次交易将提升长电科技国际影响力，借助目标公司的品牌效应，迅速建立中国企业在海外市场的认知度。目标公司已在新加坡、美国、韩国、马来西亚及中国台湾等国家和地区设立分支机构，拥有超 20 年行业经验，按销售额计算是全球半导体委外封测行业（OSAT）的第四大经营者，在先进封装技术领域处领先地位，管理团队具备丰富的业务和管理经验。本次交易将有效促进长电科技的国际化进程，提升其全球行业地位。

2、拓展海外市场，扩大客户基础

本次交易将为长电科技开拓海外市场，扩大海外高端客户群体奠定基础。目标公司在全球主要地区均有销售业务布局，拥有完整的专业销售服务团队，包括销售、项目管理、产品技术市场、客户服务等部门，提供一系列成体系的销售服务。

3、获得先进封装技术，提升研发实力

目标公司在先进封装中占有领先地位，研发实力强，具备一套完善的研发流程与体系，共计申请专利两千多项，分布多地，其中 76%的专利集中于美国；目标公司关键核心专利在 300 项左右，主要是扇出技术与芯片凸点倒装方面的专利；目标公司技术或产品种类与长电科技形成较高互补性，有助于提升长电科技研发实力，为建成国际一流封测企业奠定基础。

二、交易方案

（一）联合收购方

长电科技、产业基金、芯电半导体。

长电科技控股股东为江苏新潮科技集团（简称新潮集团），本次交易前持有上市公司 16.28%的股份，实际控制人王新潮。

产业基金成立于 2014 年 9 月，募集总规模约 1300 亿，主营业务为集成电路行业投资，其主要股东有上海国盛（集团）、中国烟草总公司、中国移动通信集团公司、中国电子科技集团公司、财政部、国开金融有限责任公司等。

芯电半导体 2009 年由芯电半导体(香港)有限公司成立，实际控制人为香港上市公司中芯国际（00981.HK，SML.NYSE），

其主要股东包括大唐电信科技产控和中国投资有限责任公司。

（二）收购主体

JCET-SC (Singapore) Pte. Ltd.（即要约人）

（三）交易标的

STATS ChipPAC Ltd.（星科金朋）（不含台湾子公司）。星科金朋为新加坡上市公司，控股股东是淡马锡的全资子公司 Singapore Technologies Semiconductors Pte Ltd（STSP），持有其 83.8% 股权。星科金朋在新加坡、韩国、中国上海和中国台湾经营四个半导体封装制造及测试工厂和两个研发中心，这些业务由十一家公司承担运行。星科金朋对其所属的十一家公司绝大部分持有 100% 股权。在这十一家公司中，扣除三家壳公司，实际开展业务的只有八家，而八家公司中，泰国的两家公司、马来西亚的一家公司处待关闭状态，只有五家处正常经营。

（四）收购方式

长电科技与产业基金、芯电半导体通过共同设立的子公司，以现金采用自愿有条件全面要约收购的方式，收购星科金朋的全部股份，星科金朋完成私有化后退市。本次要约的对价以现金支付，总对价 10.26 亿新元（合 7.8 亿美元）。

（五）交易结构

长电科技为本次收购在苏州工业园区成立一家特殊目的公司长电新科，产业基金和芯电半导体根据《共同投资协议》约定对其进行增资；长电新科为本次收购在苏州工业园区设立长

电新朋，产业基金根据《共同投资协议》约定对其进行增资；长电新朋为本次收购在新加坡设立 JCET-SC (Singapore) Pte. Ltd.作为融资平台进行并购贷款融资，并作为本次收购实施主体，即要约人。收购完成后 JCET-SC (Singapore) Pte. Ltd.持有星科金朋最多 100%股权，而长电科技间接控股星科金朋。

（六）本次交易不会导致长电科技控制权发生变化

本次交易为现金收购，不涉及长电科技股权变动。交易完成后，新潮集团仍为长电科技第一大股东。

三、本次交易的特点

本次交易涉及中国、新加坡、韩国、中国台湾、美国等多个国家和地区，涉及长电科技、产业基金、中芯国际、星科金朋、淡马锡等诸多主体，因此交易架构设计复杂，涉及共同投资者的利益安排、目标公司的业务剥离和债务重组等操作。

（一）兵马未动，粮草先行，多手段筹集资金

1、长电科技的融资困境

星科金朋本次作价 7.8 亿美元（约合人民币 47.8 亿元），但长电科技本身并无此资金实力，主要有两方面原因：

一是长电科技计划购买星科金朋时自身财务状况无法支撑该笔巨额收购。2014 年 6 月，长电科技资产 83.6 亿，负债 56.6 亿，资产负债率高达 68%，本身负债水平较高；而且实现净利润仅 7300 余万，难以覆盖债权融资产生的巨额财务费用。

二是长电科技股权结构分散，控股股东新潮集团的持股比

例小，仅为 14.11%，如果通过发行股份募集资金将导致控股股东股权稀释，影响其控制权。

综上，长电科技因其自身状况导致股权和债权融资空间十分有限，因此，长电科技引入了两家颇具实力的战投：产业基金和芯电半导体，均为国资背景，通过共同协助完成收购。

2、长电科技的融资架构

如前所述，长电科技融资的关键在于既要筹集 7.8 亿美元现金，又要保证大股东控制权，最终通过三层架构达到目的。

本次融资方案由三个层面构成：

在长电新科层面，长电科技、产业基金及芯电半导体均以现金方式出资，总计出资 5.1 亿美元等额人民币；在长电新朋层面，长电新科与产业基金总计出资 5.2 亿美元等额人民币；在收购主体 JCET-SC (Singapore) Pte. Ltd.层面，长电新朋将上述 6.6 亿美元等额人民币出资，剩余款项由 JCET-SC (Singapore) Pte. Ltd.通过向中国银行贷款 1.2 亿美元的方式获得。

本次交易首先通过三层收购主体的架构设计拆分股东资金来源实现长电科技对收购标的控制，通过降低产业基金的话语权，确保长电科技的控制地位，进而控制收购主体 JCET-SC。

在此基础上，长电科技也控制了长电新科、长电新朋、JCET-SC 三家公司董事会；三公司董事会均由七名董事组成，长电科技委派四名，产业基金、芯电半导体分别委派 2 和 1 名。

3、基金退出机制体现各方博弈结果

长电科技因资金实力不足而不得不引入产业基金和芯电半导体，三方博弈后，长电科技与产业基金和芯电半导体签署了《共同投资协议》等一系列合作协议，以平衡各方诉求。

从产业基金和芯电半导体（以下合称投资方）的角度看，其主要目标在获得高收益，主要从股和债两个层面来保障。从股角度而言，投资方共同目标都是将手中所持股票在二级市场高价变现，因此约定了产业基金债转股条款、长电科技发行股份收购其所持融资架构的股权条款。从债权角度考虑，产业基金不但享有债转股权利，还享有 10% 保底收益。此外，为了保证股权价值实现，还对长电科技出售星科金朋权利做了限制。

而从长电科技和新潮集团的角度看，其目的也比较明显。一是在于保证上市公司收购投资方所持标的资产剩余股权的权利，二是保证大股东的控制权。按照收购时新潮集团控制权计算，全部转股后其丧失控制权的可能性极大。退出方案主要从几个方面做出协调：一方面对于投资方持有长电新科的股权（价值 2.5 亿美元）进行尽早换股以控制收购成本；另一方面将产业基金 1.4 亿美元债权的转股权和所持 0.1 亿美元长电新朋股权的出售权延长至 3 年后，以限制对控制权的冲击和缓冲上市公司和新潮集团的资金压力；三是限制产业基金向长电科技派出的董事数量，并要求确保新潮集团实际控制人地位。

4、长电科技的杠杆风险

虽然本次交易设计了精巧的融资结构，但受限于长电科技

自身资金实力和标的资产自身状况，杠杆风险已初露端倪。

一方面，收购标的的整合尚未达到预期效果，拖累了长电科技的负债能力。从星科金朋看，2014年底星科金朋实现营收88.52亿，亏损2.14亿；到了2016年10月，星科金朋营收62.33亿，亏损6.21亿。其同期毛利率也由10.98%急剧下降到3.6%。从长电科技看，截至2016年三季度，长电科技的资产负债率已达78%，亏损达-3.26亿，现金流净额为-2.23亿。

另一方面，虽然2015年中长电科技通过向大股东新潮集团发行股份购买资产，使得其持股比例提高至18.37%，但新潮集团大部分股权已被质押，其自身并无现金；而长电科技现阶段正处于资金困境，不可能以现金收购投资方股权。因此，长电科技为履行协议不得不采用发行股份方式收购投资方所持标的资产的全部股权，同时为了缓解长电科技的局面，向芯电半导体募集26.55亿。至此，新潮科技丧失了第一大股东地位，仅能通过非独立董事约定，使上市公司暂时处无实际控制人状态。

（二）扫除政策障碍，剥离台湾资产，保证交易顺利完成

鉴于台湾地区对于陆资企业投资台湾半导体相关行业企业有一定的政策限制，为避免对本次要约收购实施产生影响，星科金朋在本次要约收购的同时对目标公司旗下两家台湾子公司进行了重组及剥离，确保了交易的顺利推进。本次交易对于剥离台湾子公司的方式及时间做了一些考虑。一方面需要确保台湾子公司剥离后的平稳过渡，另一方面需要获得星科金朋股东

的批准，同时还需考虑对现有债券的影响。剥离完成后，星科金朋既排除了台湾地区的法规要求，还回收了 1.27 亿美元借款，使其现金流状况改善，成为本次交易顺利完成的重要部分。

（三）未雨绸缪，星科金朋完成债务重组，降低整合风险

2012 年到 2014 年 9 月，由于项目投资较多，星科金朋的资产负债率大幅攀升。此外，星科金朋 26.32 亿美元资产中，还有将近 3.81 亿美元商誉。在资产负债率弱化的同时，星科金朋的流动比率和速动比率也呈现不断走低趋势。为适应技术发展需要，星科金朋开展了工厂搬迁、新厂建设等大量资本性支出项目，并关停部分厂房，导致营收逐年下降、产能利用率下降，大量发债也导致其债务负担较重。

由于本次交易将导致星科金朋控股股东发生变化，其需要根据现有银行贷款及债券条款约定进行债务重组，同时，为减轻债务负担，星科金朋在长电科技的协助下进行了债务重组。

本次交易的债务重组主要由两部分构成。首先，长电科技与新加坡星展银行就债务重组安排签署了委任函，获得星展银行上限为 8.9 亿美元、为期半年的过桥贷款置换星科金朋现有债务。同时，星科金朋向所有股东配售规模为 2 亿元的永续证券。以上过桥贷款、永续证券的利率更具优惠性，在实现星科金朋债务重组同时，减轻了其债务利息支出，有助于降低其资产负债率、提高信用评级及收购后的平稳过渡。

四、案例点评

（一）长远筹谋，化解杠杆收购的财务风险

长电科技引入基金完成“蛇吞象”式收购，其架构设计一时间为市场所瞩目，但从效果看上市公司杠杆风险相对比较高。在整个并购过程或事后整合中，一旦公司财务状况恶化，将可能导致并购行为的失败。但从实际操作讲，现金收购相对简单，且杠杆资金可“以小博大”，常受海外收购青睐。因此，公司在并购方案设计时，对杠杆资金可能带来的财务困境要提前筹谋。

一是结合上市公司与标的公司的财务状况评估并购杠杆资金的风险敞口与影响。一般来讲，上市公司因杠杆收购产生的债务，主要依靠并购后标的企业的现金流来进行偿还。但长电科技在收购星科金朋时，星科金朋仍处亏损状态，而从收购时长电科技 2014 年上半年的利润来看，对支撑起巨额借款的能力也非常有限，风险敞口可能得不到合理覆盖。收购后，长电科技资产负债率迅速走高，而且短期内难以扭转，而其财务费用快速攀升则成为其 2016 年半年度亏损的重要原因之一。

二是考虑标的资产后续整合与发展运营所需资金，避免在并购初期杠杆满负荷运行。随着上市公司资产负债率高企、亏损额加大情况不断恶化，上市公司获得外部借款条件也会逐渐苛刻。长电科技在并购初期几乎抵押了全部优质资产，经营恶化，现金被不断吞噬，后期为星科金朋提供贷款担保能力不足。

三是考虑杠杆资金退出与财务风险化解方法。例如长电科技对于产业基金提供的 1.4 亿美元借款，对其偿还安排了债转

股的方式，可以有利缓解未来完全用现金偿还这部分债权对上市公司的财务冲击，同时也给长电科技三年市值成长时间及新潮集团积累实力的缓冲时间，避免控制权变更。但在后期，随着上市公司外部借款变难，长电科技不得不向芯电半导体增发股份募资，有利于化解财务危机，但导致控制权变更。

（二）精心设计，防范与基金的合作风险

随着资本市场和基金的逐渐成熟，基金参与并购的程度也越来越深。目前并购重组中，上市公司与基金合作的主要类型包括：一是上市公司大股东或关联方+基金模式，即大股东或关联方与基金设立 SPV 收购标的资产后，择机以股份或者现金为对价注入上市公司。这种模式除了融资功能外，还可缩短因上市公司直接收购资产带来的审核要求，在海外收购中常见。二是上市公司+基金模式，此模式下，有的上市公司作为参股方或 LP 参与，对资产控制力相对较高，也是引入战略投资的方式之一，也有的主要以融资为功能，上市公司作为控股方引入基金。

基金参与并购重组，缓解了上市公司资金压力，提供了智力与资源支持，但上市公司在与基金合作过程应注意以下问题：

第一，合理估值，预防内幕交易，避免利益输送。

一方面应注意投资收益与资产估值的关系，有的大股东或关联方与基金合谋低价买入标的资产，高价注入上市公司，涉嫌利益输送。此外，如果交易定价，尤其是上市公司发行股份认购资产时的定价存在被监管机构要求调整导致盈利甚微，则

并购基金只能通过锁定期满二级市场抛售上市公司股票获取收益，因此有的上市公司配合基金利用热点题材拉动二级市场股价向其关联方或基金进行利益输送，甚至利用内幕交易赚取收益。因此，一方面上市公司及其关联方在与基金设计合作模式时应设置信息隔离制度，杜绝内幕交易；另一方面，上市公司收购基金所持资金时应充分考虑标的资产作价的合理性，设置合理的基金资金成本。监管也应密切关注该种模式下各方的信息披露、资产估值、是否存内幕交易和利益输送等情形。

第二，关注合作中上市公司收购资产的权利和基金退出渠道的平衡。

基金投资行为的首要关注点在于退出渠道的畅通，上市公司的目的在于完成对标的资产的并购。因此基金倾向于享有向大股东和第三方出售的权利以扩大其退出渠道，而上市公司倾向于享有决定是否收购及优先收购的权利。长电科技是通过赋予上市公司两年内的优先收购权和回购义务来平衡上述矛盾。在一些上市公司或其关联方不享有对收购标的的决策权利或对决策影响不大的情况下，上市公司应当对注入资产的行业、盈利能力或其他资源进行限制，以控制收购风险。

第三，关注基金的战略整合能力。

随着资本市场的成熟和基金专业能力的提升，基金的资金实力仅是考量因素之一，其战略规划和资源整合能力将愈发受到重视。上市公司应关注基金战略整合的能力，以实现上市公

司引入基金的增值效果。

（三）合理并购，关注跨境收购的整合风险

长电科技原本计划通过收购星科金朋整合销售渠道、拓展境内外市场。但长电科技收购星科金朋后，其上海子公司 SCC 经营管理松懈，导致受到多次行政处罚；原台湾子公司剥离后，因部分供货存质量问题，影响客户下单，导致星科金朋实际采购金额低于约定最低金额；星科金朋韩国子公司 SCK 于 2014-2015 年上半年搬迁致部分大客户转单，导致亏损加剧。

一方面，在海外收购中，由于国外与国内经营环境存在差异，境内外政策法律差别较大，上市公司面临不同的经济、社会、文化环境，为境外子公司的经营、管理等带来了不确定性。

另一方面，中国企业在并购海外企业后，存在客户流失风险。由于境内外环境和文化差异，很多客户对中国企业的并购和管理能力存疑虑。而且，整合期间可能存在的混乱也会对标的资产正常经营产生影响，进而影响到客户稳定。

因此，在海外收购中，上市公司应对标的资产进行充分尽调了解其财务法律风险，对于那些看重渠道与市场的并购，上市公司还应从文化、商业等各角度了解其客户的稳定性和对本次并购的态度，以判断能否达到并购目的。同时，上市公司应针对自身经营整合能力，制定切实可行的计划。（摘编：张冯彬）

【课题研究】

A股上市公司价值创造研究²

上交所资本市场研究所 张玮婷

一、上市公司价值创造的度量

（一）经济增加值（EVA）的理念及应用

EVA 是对企业资产负债表和利润表的综合考核，其核心在于资本投入是有成本的，企业的盈利只有高于资本成本时才会为股东创造价值。相比于其他指标，EVA 还考虑了股权资本成本，是股东价值最大化的经营理念得以强化和发展的产物。

2010 年起，国资委正式将 EVA 指标纳入中央企业经营业绩考核指标，2012 年国资委对该办法进行了修订，进一步强化了业绩考核的价值导向，将绝大多数央企 EVA 考核指标权重提高至 50%，利润总额指标权重降低至 20%。

（二）经济增加值（EVA）的计算

本报告借鉴了以往计算方法中的主流方法，采用以下公式：

$$\text{EVA 净值} = \text{税后经营净利} - \text{总投入资本} \times \text{加权平均资本成本}$$

总投入资本等于公司债权资本与股权资本的总和；

$$\text{加权平均资本成本 (WACC)} = \text{公司权益合计} / \text{总资产} \times \text{公司权益资本成本} + \text{公司杠杆} \times \text{利息率} \times (1 - \text{公司税率})$$

其中，利息率采用银行一年期贷款利率，公司税率统一定

² 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

为 25%，公司权益资本成本运用 CAPM 公式来进行计算，即：

公司权益资本成本=无风险利率+贝塔值×风险溢价

关于无风险利率，国际上通常用短期国债利率度量，但中国市场短期国债较少，从而较难计算出市场化的到期收益率。本报告采用 7 日国债回购利率度量无风险收益。

关于风险溢价，原则上风险溢价等于市场组合预期收益减去无风险利率，其中市场组合预期收益根据我国股市自 1991 年以来的市场综合收益率进行测算。

二、上市公司价值创造总量特征

（一）上市公司创造价值总量出现下降

统计发现，我国上市公司创造的总价值在近十几年来高速增长，从最初的 800 亿增长至 2014 年最高点的 2 万亿，增长了二十五倍多。但同时，2014 年上市公司价值创造达到顶点后，在 2015-2016 年出现了持续性的大幅下降。

从公司价值创造总量的分解分析来看，2014 年后上市公司的权益资本成本大幅上升，是上市公司整体创造价值下降的主因。由于公司权益融资产生的效益增速低于其对应的权益资本成本增速，使得公司整体价值创造在近两年大幅下降，凸显出公司权益融资资金投资效率问题。

（二）沪市主板上市公司是价值创造的主力

分板块来看，沪市主板成为上市公司整体价值创造的主力，贡献了几乎全部价值。但从变化趋势看，自创业板开设以来，

板块上市公司创造的价值总量逐年上升，特别是 2013 年后增长较快，年均 50% 以上的增速。相比之下，深市主板及中小板在近年来价值创造的动力不足，出现大幅下降，中小板最为突出。

（三）公众企业价值创造的重要性攀升

按公司实际控制人属性，可将上市公司分为央企、地方国企、民企、公众企业（无实际控制人）、外企和集体企业等几类。

统计显示，央企创造的价值总量远高于地方国企和民企，民企整体价值创造水平低，2014 年后进入价值损害阶段。地方国企在 2010-2014 年间发展较好，但近两年来创造价值总量大幅下降，也进入价值损害阶段。值得关注的是的公众企业在 2008 年后创造价值总量大幅上升，在 2012 年后超过央企，成为主力。

对不同控制人进行分解分析后可发现，公众企业尽管数量不多，但整体创造价值较高，其主要原因在于其权益资本成本在所有类别企业中最低，但其高昂的债务资本成本也影响了其价值创造的总量。而地方国企与民企创造价值量偏低，一方面是由于这两类公司经营净利润本身就偏低，另一方面是二者的权益资本成本在 2014 年后快速攀升，使其价值创造由正转负。

（四）产能过剩行业价值损害严重

我们分行业对上市公司的价值创造总量进行统计后发现，产能过剩行业如煤炭、有色金属和钢铁行业整体价值损害的程度较高，特别是石油石化行业和煤炭行业价值损害在所有行业中最底，凸显去产能的必要性和紧迫性。其他传统周期型行业

如基础化工、机械和建材行业，价值损害的程度也相对较高。

在所有行业中，共 9 个行业在 2016 年价值创造总量为正，其中价值创造总量最高的为汽车、房地产、家电、建筑和食品饮料等行业。汽车行业价值创造的总量远超其他行业，代表了经济动能转换的新趋势，消费新兴类行业成为经济发展新动力。

三、上市公司价值创造能力特征

上文中，我们已分析了不同类别的公司整体是否创造价值及创造多少价值。但 EVA 净值易受公司资产规模的影响，为便于横向比较，我们进一步用总资产对已得到的 EVA 净值进行标准化处理，即用 EVA 净值/总资产计算出 EVA 回报率，用来反映公司单位资产所能创造的价值，即公司价值创造能力的高低。

（一）资本市场未能有效反映公司价值创造能力

我们用整体法计算出上市公司价值创造能力，并将其与上证指数变动趋势对比。可发现，2010 年以前，上市公司价值创造能力与上证指数之间变动趋势相似。而在 2011 年后，变动趋势在一定程度上不一致，甚至相反。这表明上市公司价值创造能力未能有效反映在指数上，市场价值投资理念有所缺失。

（二）大盘蓝筹股价值创造能力强，但呈现一定下降趋势

据上市公司是否属上证 50 指数、上证 180 指数和沪深 300 指数，我们按整体法对上述指数成分公司的价值创造能力进行了计算，并对比其他非指数成分公司的表现，可以看出，大盘

蓝筹指数公司价值创造能力的变动趋势高度一致，且显著高于非指数成分公司。相比之下，非指数成分公司的价值创造能力在年份间波动较大，且在个别年份为损害价值。但同时也发现，指数成分公司价值创造能力在十几年间呈下降趋势，表明应适时调整，纳入更多价值创造的公司，剔除价值损害公司。

（三）供给侧改革“去产能”初显成效

从行业整体水平看，“产能过剩”行业，如钢铁、煤炭、建材和有色金属业，在 2016 年实现能力提升，说明供给侧改革“去产能”初显成效。但看绝对值，行业整体价值创造力仍为负，说明仍处价值损害阶段，未来“去产能”任务艰巨。

从历史变化看，在几大产能过剩行业中，煤炭行业整体价值创造能力表现较好，2015 年后进入价值损害阶段，但 2016 年有所回升。建材行业整体表现最差，在大部分年份中价值创造能力均为负，仅在 2008-2012 年处价值创造阶段。有色金属行业表现略好于建材行业，但年份间变动幅度很大，行业最好时期为 2006-2008 年。在近十年来降幅最大的为钢铁行业，在 2005 年后出现持续性大幅下降，在 2008 年后由价值创造阶段进入价值损害阶段，在 2015 年降至所有行业最差。

但从“去产能”效果看，钢铁和煤炭行业去产能效果较好，尤其钢铁行业，在 2016 年上升最快。而建材和有色金属行业 2016 年变化不大，“去产能”效果仍不显著。

（四）大股东减持的公司价值创造能力较低

统计显示，大股东减持的公司价值创造能力普遍低于增持的公司，且大部分年份中，大股东减持公司的价值创造能力为负，属于价值损害型公司。大股东减持行为本身对公司经营可能产生负面影响，而价值损害型公司在大股东减持后经营业绩更难以保证，这不仅对公司后续经营不利，也使为大股东减持“接盘”的中小股东利益难得到保障。

（五）并购重组对公司价值创造能力的提升有限

2016年以来，上市公司并购重组更频繁，但是否能真正提升上市公司价值创造能力待验证。以2007年以来已完成的重大重组作样本，对比了公司在重组前后价值创造能力的变化。

2010年前，并购重组确实能提升上市公司价值创造能力，2011年后，公司完成重组后价值创造能力普遍低于重组前。

四、研究结论

从价值创造的总量来看，A股上市公司十几年来价值创造的总量快速增加，为社会创造大量价值。但近两年，上市公司创造的价值总量有所下降。一方面，是受宏观经济整体放缓影响，但更在于上市公司内生问题的严重性逐渐显露。上市公司重市值管理而非价值创造，在近两年体现得尤为突出，主要原因在于权益资本成本的上升超过其带来的收益。

分板块看，沪市上市公司是上市公司价值创造主力，创业

板公司增长动力较强，深市主板与中小板上市公司价值创造总量呈下降趋势。分公司属性看，央企价值创造总量远高于地方国企和民企，而近年来，无实际控制人的公众企业价值创造总量大幅上升，在经济活动中重要性提升。分行业看，产能过剩行业价值损害严重，凸显“去产能”必要性。而价值创造的行业主要为消费新兴行业，包括汽车、家电和食品饮料行业等。

从价值创造能力看，上市公司价值创造能力与上证指数近年来不一致，市场指数表现未能有效反映公司价值创造能力，市场价值投资理念缺失。分指数看，大盘蓝筹股指数成分公司价值创造能力较其他公司更强，且波动较小，表现较稳定，但近几年出现下降趋势。对产能过剩行业而言，“去产能”后行业整体价值创造能力回升，但整体仍处价值损害阶段。

针对 2016 年以来大股东减持和并购重组等热点问题，本报告对大股东增减持的公司价值创造能力进行分类分析后发现，大股东减持的公司价值创造能力往往偏低，且大部分年份均属价值损害型。对已完成重大资产重组的公司在重组前后的价值创造能力统计显示，公司在重组完成后价值创造能力不升反降，并购重组对上市公司价值创造能力并无显著提升作用。

综合来看，要提升上市公司价值创造能力，可以通过以下途径：一是提升公司整体盈利水平，提升公司整体的经营净利润水平；二是通过去杠杆，降低公司债务成本；三是通过降低公司股价波动性，降低公司的权益成本。（摘编：张冯彬）

外延并购对上市公司业绩影响分析³

上交所资本市场研究所 陈希

一、外延并购对当年业绩增长的贡献

外延并购对上市公司业绩最直接的影响就是并表利润将增厚上市公司盈利。总体来看，外延并购对上市公司业绩增长的贡献具有明显的结构性特征。

（一）对创业板、中小板影响较大

横向看，外延并购对创业板、中小板业绩增长贡献更大，对主板影响不明显。2016年，创业板扣非净利增速为34.2%，剔除重大资产重组公司后，降至26.6%。如进一步剔除温氏股份，创业板同比增长仅17.9%。也就是说，2016年，重组公司与温氏股份使创业板盈利增速提升了16%。中小板扣非净利润同比增长38.3%，剔除重组公司后，下降至30.0%。各板块中，外延并购对沪市主板影响最小，近两年仅提升净利润增速1%。

纵向看，外延并购对创业板、中小板的影响逐渐扩大，到2015年达到顶峰，之后有所减弱。2013-2015年，并购数量及规模在监管放松背景下快速增长。2015年，创业板有17%的公司完成重大资产重组，导致创业板扣非净利润增速提高10%至

³ 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

27.4%；中小板有 10%的公司完成重大资产重组，导致净利润增速提高 10.1%至 15.3%。而 2016 年，随着政策不断收紧，外延并购对创业板、中小板的盈利助力已开始减小。

将创业板和中小板的净利润增量分解，也反映出外延并购的贡献正在减弱。2015 年，创业板扣非净利润增量中，重大资产重组公司贡献 44.5%，温氏股份贡献 32.4%，而其余公司仅贡献 23.1%；2016 年，重大资产重组公司贡献下降至 28.0%，温氏股份基本持平，其余公司提高至 42.9%。与创业板类似，中小板重大资产重组公司对扣非净利润增量的贡献由 2015 年的 67.5%下降至 2016 年的 23.2%。

（二）传媒、计算机高度依赖外延并购

分行业看，外延并购对新兴行业利润增长的贡献较大，其中，传媒、计算机行业的增长主要来自于外延并购。2013-2015 年，传媒行业扣非净利润增速持续加快，2015 年一季度达到 54.6%。但剔除重组公司后，行业增速逐年放缓，2014~2015 年分别为 16.9%和 14.7%。也就是说，传媒行业 2014 及 2015 年的高增长几乎完全是由并购推动的。这也导致在 2016 年泛娱乐监管收紧、外延并购受阻的情况下，传媒行业业绩增速大幅回落至 20.8%。与其类似，计算机行业对外延并购的依赖度也较高，剔除重组公司后，行业内生增长乏力。尤其 2016 年，行业增长完全由重组公司贡献，未重组公司扣非净利润增速仅为 0.4%。医药行业增长相对平稳，尽管外延并购持续对盈利有贡

献，但幅度较小，平均提升增长率 2%-4%。电子元器件行业外延并购影响总体上也比较微弱，平均提升增长率 2.5%。

（三）部分企业高度依赖外延并购

从企业层面看，有 85 家上市公司在 2014~2016 年实施两起或以上重大资产重组，这些公司对外延并购依赖度较高，未来业绩增速下降风险更大。例如，捷成股份 2014 年收购极地信息等四家公司股权，2015 年并购中视精彩和瑞吉祥，2016 年并购华视网聚，一系列并购推动公司业绩持续高增长，2014~2016 年扣非净利分别增长 36.3%、102.4%、81.8%。

二、并购标的业绩可持续性分析

并购完成后，标的经营业绩的可持续性也对上市公司业绩产生影响。从实践看，标的公司业绩表现呈现三个特征。

一是在业绩承诺期内，大部分收购标的能完成业绩承诺。根据上市公司 2015 年年报，共有 353 家上市公司 481 个重组标的做出业绩承诺，其中 70 家上市公司 85 个重组标的未完成业绩承诺，业绩达标率为 80%。天风证券对创业板收购标的业绩完成情况研究显示，创业板 2013~2015 年每年完成业绩承诺收购交易达到 80%~90%，2016 年为 73.8%，业绩承诺有一定保障。

二是业绩承诺期后期，业绩承诺完成率较前期明显下降。有研究对 2015 年度处业绩承诺期的项目进行分析，结果显示，2015 年度并购项目未完成本年度业绩承诺占比为 16.44%，2014 年度并购项目未完成 2015 年度业绩承诺占比为 25.97%，

2013 年度并购项目未完成 2015 年度业绩承诺占比为 42.45%，由此可见，业绩承诺期的早期，履约情况较好，而承诺期后期，难以兑现概率显著提升。

三是承诺期过后，标的盈利情况不容乐观。我们研究发现标的盈利下降的占比近 60%，盈利增长的极少。一些标的公司净利润大幅下滑，存在承诺期内提前透支业绩的嫌疑。

三、商誉及商誉减值情况

若并购标的业绩不达预期，上市公司还面临商誉减值风险，进而吞噬上市公司利润。近年来，由于资本市场估值高企，一级市场价格也水涨船高，并购高溢价问题突出，造成上市公司商誉快速增长。2016 年末，上市公司商誉已达 1.05 万亿，是 2014 年 3.2 倍；商誉占净资产比达 3.39%，较 2014 年提升 2 个百分点。创业板、中小板商誉占净资产比分别达 18.1%、10.0%。

快速增长的商誉犹如上市公司头上的“达摩克利斯之剑”，一旦并购标的业绩低于预期，将带来商誉减值风险，拖累上市公司业绩。2014 至 2016 年，计提商誉减值损失的上市公司由 156 家增至 339 家，商誉减值损失金额由 32 亿增加至 101 亿。尽管在总量上，商誉减值损失金额占上市公司净利比重还很小，但对个别公司而言，商誉减值损失已对业绩产生了显著的影响。

四、结论与展望

综合来看，上市公司业绩在未来两年既面临外部动力减弱，又面临已完成并购业绩无法持续及商誉减值的风险。

首先，外延并购依赖度较高的板块、行业及企业，业绩增速或将放缓。随着 IPO 常态化带来的供给增加、潜在并购对象独立 IPO 意愿增强、企业并购重组的审核力度加大及减持新规对定增股份退出加强监管，企业并购输血能力将进一步下降，内生增长重要性将更凸显。分板块看，外延并购对创业板、中小板盈利增速贡献较大，未来板块面临增速放缓风险。事实上，创业板在外延并购效应减弱、温氏股份盈利大幅下滑双重影响下，2017 年一季增速已明显回落，净利润仅同比增长 11.1%。分行业看，传媒、计算机对外延并购依赖度高，行业内生动力不足或将导致未来行业增速继续下行。从企业看，有 85 家公司在近三年多次重组，在新监管环境下，其业绩恶化可能性较大。

其次，随着并购标的进入承诺期后期，业绩“变脸”风险将明显抬升。从过去经验看，并购承诺期早期业绩完成情况较好，但到后期及承诺期结束后，其业绩较难保障。2015 年是我国上市公司并购重组高峰，很多项目将于 2017 年进入业绩承诺最后一年，到 2018 年不再受业绩承诺约束，存在盈利下滑风险。

最后，并购标的业绩不兑现的同时，还会带来商誉减值风险，进一步拖累上市公司业绩。近几年，上市公司商誉占净资产比重持续增长，计提商誉减值损失的公司数量及金额也在攀升。部分上市公司已在账面上形成巨额商誉，118 家公司商誉超过其 2016 年净利润 10 倍，这些公司一旦发生商誉减值，可能对净利润产生较大的冲击。（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：20120

传真：68801288

送：各地方政府、证监局、拟上市公司及相关中介机构