

上市資訊

2018年6月号（总第24期）

发行上市中心

2018年6月6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】

100家领军企业上市培育工程第二期研修班走进上交所

上海市金融干部与企业家走进上交所

太仓市金融干部及重点企业高管走进上交所

【检查实务】

在建工程转固确认时点的判断分析与检查应用

【课题研究】

内地与香港市场双向开放情况分析

【监管动态】

沪市新闻出版公司转型情况及相关监管思考

【发行信息】

■ 股票发行上市信息

1、股票发行融资情况

截至5月31日，今年上交所IPO上市企业29家，募集资金299.81亿元，股票再融资企业129家，募集资金2464.25亿元。

2、在会审核企业情况

截至5月31日，证监会按周公布的主板、中小板、创业板在审企业共计307家。其中，上交所在审企业149家，深交所在审企业158家（中小板48家、创业板110家）。

3、新增IPO申报情况

截至5月31日，今年新增IPO申报企业共计30家，其中，上交所11家，深交所19家（中小板6家、创业板13家）。

■ 债券发行上市信息

1、公司债发行情况

截至5月31日，本所2018年已完成公司债累计发行524只，发行金额6433.35亿元。

2、资产支持证券发行情况

截至5月31日，本所2018年已完成资产支持证券挂牌147只，发行金额2946亿元。

3、债券上市情况

截至5月31日，本所各类债券挂牌数量已达10889只，比去年年底增加503只，增幅4.84%；债券托管金额已达7.70万亿元，比去年年底增加2966亿元，增幅4.00%。

【交流动态】

1、2018年5月18日，由工业和信息化部人才交流中心指导的领军企业研究院“100家领军企业上市培育工程”第二期研修班一行一百余人，赴上交所学习交流。发行上市中心副总经理官万炎介绍了企业上市的重要意义，随后，发行上市中心专家讲解了多层次资本市场下企业上市关注的要点，并与在座学员进行了深入交流。最后，学员们参观了交易大厅与投教实体基地，了解了上交所的历史与发展近况。（供稿人：魏舒）

2、2018年5月29日，上海市金融办、上海证监局及上交所共同举办上海市优质创新企业对接资本市场专题培训会。市经信委等政府机构及本市优质创新企业负责人共160余人参加培训。市金融办副主任李军、上交所副总经理徐毅林出席会议并致辞。本次会议为期一天，围绕“优质创新企业对接资本市场”这一主题，邀请相关专家进行授课。上交所将以此次培训会为契机，紧跟新时代、拥抱新经济，继续为上海市创新企业对接资本市场提供优质服务，助力实体经济发展。（供稿人：王新苗）

3、2018年5月9日，借亚普汽车上市契机，太仓市发改委（上市办）组织相关企业高管约40人走进上交所。学员们首先观摩了亚普汽车上市仪式，参观了证券历史陈列室。培训期间，发行上市中心专家就当前资本市场形势机遇、审核发行动态做了详细讲解，并与大家深入交流。通过此次培训，学员们进一步加深了对资本市场的理解。（供稿人：张冯彬）

【检查实务】

在建工程转固确认时点的判断分析与检查应用¹

上交所监管执行部 曾应良

固定资产属于发行人购建的长期资产，是生产经营的主要工具，具有使用期限长、单位价值大等特点，其会计核算的准确性和恰当性关系到发行人成本、费用的真实和完整。其中，部分拟上市企业存在自建固定资产的情形，其可能通过调整在建工程转固确认时点，影响申报期各期的成本、费用，进而达到平滑或调高报告期利润的目的。为进一步提升现场检查的效率，快速识别发行人风险，本文以某设备制造企业生产线改造为例，就上述问题探讨现场检查的分析思路及检查方法。

一、案例基本情况

某国有拟上市公司（以下简称公司）系机器设备制造企业。申报期内，公司在现有的厂房内对某喷油器部分设备进行升级。升级主体可分为厂房和配套的水、电及通风空调等附属设施。公司于2013年取得当地发改委同意改造的批复，于2015年1月取得建筑工程施工许可，当年9月竣工。2015年8月，相关单位对厂房项目进行工程质量竣工验收，在验收合格后，当地环保局同意对厂房项目进行环保验收。2016年1月，相关单位

¹ 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

人员签署《XX 厂房竣工预验收签到表》，当月起，公司将部分喷油系统的核心设备陆续搬入该厂房，在中央空调系统尚未安装的情况下，使用临时措施实施生产。2016 年 11 月，因厂房部分区域所配套的中央空调基本安装完毕，公司将厂房项目由在建工程转入固定资产，并于 2016 年 12 月份开始计提折旧。

二、案例分析

会计准则规定，在建工程达到“预定可使用状态”时，应当立即转固，若尚未办理竣工结算，应当暂估入账。在实务中，关于“预定可使用状态”的判定一直是争议的焦点，也是拟发行企业最常用的调节折旧费用的手段。

本案中，转固确认时点应当结合重要性和实质重于形式的原则，根据公司厂房达到“预定可使用状态”的时间来确定。首先，厂房建设金额较大，对公司申报期的利润影响较高，检查人员应当对厂房的转固确认时点给予充分关注。其次，关于厂房转固确认时点的判断，主要争议时点为 2015 年 8 月、2015 年 10 月、2016 年 1 月及 2016 年 11 月，具体分析如下：

2015 年 8 月，厂房竣工验收合格。笔者认为，要判断厂房是否应当在 2015 年 8 月转固，应当关注厂房的专用性（即是否为喷油设备专门建造）。首先，厂房主体已建设完毕，表明后续厂房建设支出较少且建设成本已可合理估计。其次，检查人员应考虑厂房与生产设备的关联程度，若建设规划书、厂房内部结构等证据表明，该厂房是为喷油设备专门建造，则厂房在设

备安装完后统一转固可接受；若相关证据表明，该厂房具有通用性，检查人员应考虑公司未在 2015 年 8 月转固的合理性。

2015 年 10 月，公司开始试生产。笔者认为，在试生产阶段，检查人员应主要关注试生产效果，如产品合格率与设计要求的合格率是否存重大差异；过渡期间是否还存在大量根据试生产情况调试设备、检测问题和排除故障的工作，后续是否还会发生大额支出；按行业惯例，需进行多长时间试生产，目前试生产持续时间和产量是否明显超出测试固定资产技术目的的必要限度。若公司满足上述要求，笔者认为，应以试生产结束之日作为转固确认时点。但考虑到 2015 年 10 月是试生产开始日，检查人员应进一步获取试生产资料，合理确定转固入账日。

2016 年 1 月，公司将核心设备搬入厂房内，已使用临时措施开始生产。笔者认为，首先，公司将核心设备搬入厂房，表明其至少于 2016 年 1 月前完成试生产；其次，“预定可使用状态”是指相关建造主体/设备达到可供生产、运行等日常经营活动所用的状态。因此，对于发行人迟至 2016 年 11 月才转固，检查人员应充分关注其处理的恰当性。

2016 年 11 月，配套中央空调安装完毕，公司将厂房从在建工程转为固定资产。笔者认为，分析中央空调设备安装完成是否是厂房转固的必要条件，可以从以下几个方面考虑：其一，厂房和中央空调的物理一体性，厂房主要为建筑施工，空调系统为机电施工，故公司分别与不同施工方签署了施工合同。因

此，厂房和中央空调可各自验收，成本可各自计量。其二，厂房和中央空调的生产一体性，虽然厂房所生产产品的精度要求高，其设计文件对室内温度提出明确要求，但是为了满足市场需求大增的局面，公司已将部分喷油核心设备搬入厂房，并采用临时外购立式空调和大型风扇的方法实施生产，且所生产的产品已可用于市场销售。此外，若厂房在 2016 年 11 月前不转固，则与该生产于 2016 年 11 月前生产的产品相关的收入应冲抵生产线入账成本，但公司将其列入营业收入。因此，笔者认为，中央空调具有替代性，并非厂房转固的必要条件，公司迟至 2016 年 11 月才将厂房转固，不具备合理性。

综上，笔者认为，公司当前做法不合理。厂房和中央空调可分开核算，对厂房项目，应综合考虑厂房的专用性，进一步确定转固确认时点。若厂房是专门为喷油设备建造且内部构造等具专用型，则应当在试生产完成时转固（即 2016 年 1 月），若厂房是通用的，则应当于厂房整体建造完成时转固（即 2015 年 8 月）。对中央空调，可在 2016 年 11 月安装完毕时转固。

三、“预定可使用状态”的判断分析

多数企业通过选择生产线改造升级扩大生产规模，对拟上市企业申报期间的厂房改造而言，准确、合理的转固确认时点直接关系到转固金额、各期成本和费用核算的准确性。实践中，生产线改造可能涉及到厂房建设、试生产、配套设施安装调试等多个环节。拟上市企业在确定其转固确认时点时，应结合企

业自身特色、行业惯例及通用判断原则分析。虽然在不同情形下在建工程达到“预定可使用状态”的判断标准存一定差异，但在总体要求上是一致的，即要满足实体建造完成、与设计要求或合同基本相符和后续支出金额很少或基本不再发生等条件。

（一）关于厂房单独转固

一般而言，厂房达到“预定可使用状态”是指能居住、生产、遮风避雨，与厂房内其他项目是否达到“预定可使用状态”通常没必然联系。因此，当厂房实体建造工作已全部或实质上完成时，拟上市企业应当将厂房转固并开始计提折旧。但考虑到部分行业特殊性，若厂房和生产设备不可分离，即厂房专用性高，厂房在主体结构建造完毕但相关设备尚未安装时，拟上市企业可将厂房继续作为在建工程核算，待设备安装完毕后再转固。

（二）关于试生产的转固问题

一般而言，对需要提前试生产的生产线转固，合理的转固确认时点为“试生产完成”。因此，转固确认时点的选择应关注对于“试生产完成”的判断。首先，产品合格率是重要的指标之一，若产品合格率达到或超过行业平均水平，则可判断生产线达到“预定可使用状态”；其次，拟上市企业可对比可比上市公司的可比生产线所需的试生产周期，两者差异应具有合理性。

（三）关于配套设施转固

关于配套设施转固的问题，应根据不同设施的特点分别考虑。首先，应考虑配套设施的通用性，若配套设施是生产线生

产运行不可缺少的，则其应当和生产线同时转固，反之，配套设施可单独转固；其次，应考虑配套设施是否需要安装，对于买入待安装的设施，安装完毕后转固。

四、转固确认时点的检查方法

（一）以风险为导向恰当选取检查样本

如前所述，针对拟上市企业生产线转固的现场检查，检查人员关注的要点为转固确认时点的选择。但在实际检查中，考虑到人力和时间等资源分配，检查人员可能无法对拟上市企业报告期内的全部在建工程转固项目进行核实和比对。因此，以风险为导向的检查思路尤为重要。检查人员应在整体研判拟发行企业风险的基础上，分析其通过转固确认时点进行舞弊的可能性，具体可分两方面：其一，内部控制方面，内部控制制度的建设和执行情况直接关系到拟上市公司在建工程转固的及时性，关注资产管理的内部控制是检查在建工程转固的起点，有助于检查人员整体上把握风险；其二，微观层面，在整体判断的基础上，检查人员还应选取金额较大的样本，逐项分析其转固的合理性，比较入账时间和应转固时间的差异，对发现的差异，及时向相关人员确认，对发现的问题，及时要求发行人盖章或出具说明性文件。如必要，检查人员还可咨询专家的意见。

（二）具体检查程序：确定转固确认时点

如前所述，在建工程转固的唯一标准是达到“预定可使用状态”。因此在现场检查中，关于生产线的转固问题，检查人员应

当从生产线是否可用或已用于生产经营活动入手，获取资料。

其一，查阅招投标合同、投资计划和验收报告等材料，确定项目的重要时间节点，包括但不限于厂房建造起始日、竣工验收日和投入使用并生产产品日，如某拟上市公司厂房已竣工验收且开始生产产品，但是改生产线仍列示于在建工程账上，上述矛盾的信息即表明该企业的在建工程转固可能存在不当；其二，就特定项目，关注行业惯例，确定项目建设完成的通用指标，如成品率；其三，查阅拟发行人付款进度，分期付款的，若尾款支付完毕，通常表明生产线改造基本完成；其四，现场观察，如生产设备和厂房实际使用情况、完工进度等。

除了查阅书面资料和现场观察外，检查人员还可通过对不同人员进行询问、访谈等方式，发现证据或线索。值得注意指出的是，关于“预定可使用状态”的判断有较浓重的主观估计因素，在检查中，检查人员应当多方面搜集资料、证据，多角度（如试生产相关收入抵减入账成本、长期不转固可能带来的减值）看待转固确认问题。（摘编：张冯彬）

【课题研究】

内地与香港市场双向开放情况分析²

上交所资本市场研究所 邓斌 刘伟

2003 年以来，随着 QFII 制度推出、股权分置改革完成、内地大型国有企业和各类民营企业赴港上市、沪深港通开通，内地市场结构改革和对外开放大步迈进，两地市场的深度、广度、双向开放和融合程度大幅拓展。这种结构变化、开放融合导致沪港市场股价变化和市场走势的联动性逐渐增强。本文从企业跨境上市、双重上市、投资者双向跨境投资、市场信息跨境广泛传播等层面分析内地与香港市场双向开放程度。

一、内地企业跨境上市

由于目前我国还没有境外公司在境内上市，因此，本文主要分析内地企业赴港上市及两地双重上市的情况。

（一）内地企业在香港上市

2005 年以来，每年有大量中国内地企业去港交所主板或创业板挂牌上市。从建行、中行、工行、中国神华等大型国有银行和国有企业，到中国恒大、复星国际等各行业领先的民营企业，包括券商和中小银行等金融机构，都成为香港市场的优质上市公司。截至 2017 年底，在港交所上市的中国内地企业已达 1010 家（港股上市公司总数 2116 家）。2013 年以来，中国内地

² 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

企业在港股市场的市值占比逐年增加，至 2017 年底达 62.7%。港交所近半数上市企业来自于中国内地或者主营业务在内地，港交所内地上市公司市值占比超六成。

在香港市场上市的内地企业与在沪深市场上市的内地企业比，两者都属内地各行业优秀企业、具类似公司基本面，两者都受内地经济环境和监管政策影响，因此，香港与内地市场在上市公司构成方面已高度融合。特别地，由于内地上市公司在香港市场占比超六成，其股价变化对香港市场具有主导作用。

（二）内地企业在内地与香港双重上市

在香港上市的内地企业中，还有一类较为特殊的双重上市公司，即 A+H 上市公司。一般的香港上市内地企业只有 H 股股票在香港市场交易，其对内地与香港市场双向开放融合的影响是间接的。而 A+H 上市公司的 A 股和 H 股分别在内地和香港市场交易，其对内地与香港市场双向开放融合有直接影响，我们以沪市 A+H 上市公司为代表进行分析。

2017 年底，沪市 A+H 股上市公司在上海市场和香港市场的市值占比分别为 39.2% 和 21.8%。从历史数据来看，前者在 2005 至 2006 年跳跃性上升，这与 2006 年大型国有银行和国有企业上市有关。银行等大型国企市值庞大，且在沪港两地同时上市。这些企业在 2006 年上市成为 A+H 股上市公司后，使其 A 股市值占比跳跃性上升。此后随着 A 股市场的发展，上市公司数量增多和结构多元化，这些公司的市值占比逐渐降低，但

截至 2017 年底其市值占比仍高达 39.2%，在沪市 A 股市场拥有举足轻重的地位。这些公司在香港市场的市值占比则稳定在 20% 左右，对香港市场也有不可忽视的影响力。

一方面，沪港 A+H 上市公司的 A 股和 H 股都是同一上市公司股票，两者股价变化具有紧密的相关性，另一方面，这些公司为沪港两市贡献了约 40% 和 20% 的市值，其 A 股和 H 股股价对沪港市场整体走势有重要影响。由此可见，A+H 上市公司是内地与香港市场联动的重要媒介。

二、投资者跨境投资

在沪港通开通前，香港投资者可以通过 QFII 和 RQFII 参与内地市场，内地投资者可以通过 QDII 或非正式渠道参与香港市场。在沪港通及深港通开通后，两地投资者都可以利用沪深港通机制跨境投资。分析表明，内地与香港投资者跨境投资对方市场呈现不对称性，香港投资者参与内地市场程度较低，而内地投资者参与香港市场的程度近两年来大幅提升。

（一）香港投资者参与 A 股市场投资

首先，从 QFII（含 RQFII）投资者参与沪市 A 股市场情况分析，2017 年全年 QFII 交易额占比为 0.7%，2017 年底 QFII 持仓占比（占流通市值比重，下同）为 1.5%。据外管局披露数据，截至 2017 年 12 月底，注册地在香港的 QFII 和 RQFII 机构获批额度分别为 246.85 亿美元和 3056.4 亿人民币，分别占获批总额度的 25.4% 和 50.5%。从获批额度占比看，香港 QFII 机构

沪市交易和持仓占比应大幅低于 0.7% 和 1.5%，参与程度不高。

其次，从沪股通和深股通投资者参与 A 股市场的情况分析，沪股通交易额和持仓市值占沪市 A 股的比重虽然绝对数值不高，但保持持续上升的态势。沪股通交易额占沪市 A 股交易额的比重在 2017 年增长较快，2017 年 12 月该比重为 1.9%。沪股通持仓市值占沪市 A 股流通市值的比重在 2017 年也增长较快，至 2017 年 12 月底为 1.18%。深股通开通仅一年多，2017 年 12 月其交易和持仓占比分别达到 1.25% 和 1.18%。

沪股通和深股通投资者持有标的公司股票的数量占比大部分在 1% 以下，少数标的股票的沪股通和深股通投资者持股占比超 1%，极少数标的股票该比重超 5%。其中，沪股通持股占比最高的标的股票为上海机场，该股票沪股通持股占比为 29.7%，因触及外资持股上限，该股票沪股通买入一度被暂停。深股通持股占比最高的标的股票为海康威视，相应持股占比为 11.9%。由于少数标的股票的沪股通持股占比较高，香港结算进入这些公司的前十大股东行列，甚至成为第 1 大股东。沪股通方面，上海机场、伊利股份和飞科电器这三只股票第 1 大股东均为香港结算。164 只标的股票的前 10 大股东都包括香港结算。深股通方面，海康威视、顺丰控股、东方雨虹等 11 只标的股票第 2 大股东为香港结算。91 只标的股票前 10 大股东都有香港结算。

（二）内地投资者参与港股市场投资

首先，从 QDII 投资者参与港股市场的情况分析，以香港为

单一投资地区 QDII 基金资产占净值在 2014 年前较低，2015 年和 2016 年出现大幅增长。从总量分析，2016 年底这些基金资产净值最高为 527.5 亿元，但与同期港股总市值比仅为 0.24%。

其次，从港股通投资者参与港股市场投资的情况分析，2017 年 12 月港股通投资者交易额占比为 6.3%，2017 年 12 月底港股通投资者持仓市值占比为 2.55%，而 2016 年 12 月两项占比分别为 4.2% 和 1.5%。表明 2017 年港股通投资者参与港股市场投资的程度有较大幅度提高。而进入 2018 年，港股通交易热度更是跳跃式提升。2018 年 1 月沪市港股通交易额为 3089 亿港元，较上月增长 75%，深市港股通交易额为 1434 亿港元，较上月增长 98%。该月沪深两市港股通交易额占港股交易额比重近 9%，达到沪港通开通以来的最高值。

港股通投资者中，机构投资者的比重越来越大。我们通过分析内地陆港通公募基金份额的增长，发现 2016 年第 3 季度以来，越来越多的内地机构投资者通过港股通机制参与港股投资。截至 2017 年 12 月底已发行内地陆港通公募基金 157 只，其中 2016 年和 2017 年分别发行 56 只和 83 只，而 2015 年及以前仅发行 18 只。内地陆港通公募基金份额在 2014 年第四季度末仅为 44.7 亿份，至 2017 年第四季度末已增长至 961 亿份。

所有港股通标的股票中，有 7 成股票的港股通投资者持股数量占港股股本比重超过 1%，有 3 成股票的港股通持股占比超过 5%，特别是神州控股、白云山、德普科技这三只股票的港股

通持股占比超过 30%。若将所有港股通投资者的账户看成一个大账户，将所有港股通投资者的港股持股占比合并计算，那么这个大账户的港股持仓占比在中信银行、白云山等 20 只股票中均超过第 1 大港股股东。

第三，除 QDII 和港股通机制外，内地投资者还通过非正式渠道投资香港市场。香港联交所每年都通过发放调查问卷方式对股票现货市场交易研究调查，调查的一项重要内容就是要求联交所参与者填报投资者来源，然后联交所据填报资料估算全市场投资者来源分布。由于联交所参与者服务客户过程中要遵循“KYC”原则，因此，他们填报的投资者来源数据能涵盖所有来自内地投资者，包括通过非正式渠道投资港股的内地投资者。

据联交所自 2012 年以来的年度《现货市场交易研究调查》，外地投资者交易占比较为稳定，最高为 46%，最低为 36%，平均为 41%。而在地投资者的组成中，中国内地投资者的占比由 2001/2002 年度的 4.1%，上升至 2016 年度的 21.5%。特别是 2014/2015 年度，该占比快速上升，这与沪港通开通有关。据上述比例，中国内地投资者交易占港股全市场的比重由 2001 年的 1.5% 增加至 2016 年的 8.6%。考虑到 2016 年港股通投资者交易额占港股全市场交易额比重仅为 5.1%，而 QDII 的持仓占比太小以至于其交易占比可忽略不计，8.6% 与 5.1% 相差的部分即可代表内地投资者通过各种非正式渠道参与港股的交易占比。

三、市场信息跨境传播

投资者根据市场信息作出投资决策，市场信息在内地与香港市场及时、广泛地跨境传播，对于投资者跨境投资具有重要影响。由于较难获取境内市场信息在境外市场的传播情况，本文以券商港股相关研报数量作为代理指标，衡量香港市场信息在 A 股市场的传播情况。

我们统计了慧博投研资讯系统搜集的近几年港股研报，发现港股研报数量在 2012 年及以前基本为零。2013 年至 2015 年，港股研报数量存在大幅上升趋势。这主要是因为 2014 年 11 月沪港通的开通，大幅提升了内地投资者对港股的关注度。另外，我们发现内地投资者对每一份研报的平均点击热度自 2013 年以来也在逐年增加。总体而言，2013 年以来港股研报数量和点击热度增加，表明香港市场信息在内地市场得到广泛传播，有利于加强两市联动性。（摘编：张冯彬）

【监管动态】

沪市新闻出版公司转型情况及相关监管思考³

上交所上市公司监管一部 宋琪 朱国良

近些年来，受新媒体行业的冲击，新闻出版行业盈利能力的增幅呈下行趋势。在此背景下，沪市新闻出版行业上市公司开始积极寻找新的利润增长点、谋求在新行业和新领域的转型突破。这些公司转型的方式多、范围广，但其转型过程中也出现了一些问题。基于此，本文分析沪市新闻出版公司的特点及其转型情况，总结其转型过程中问题，并提出了相关监管思考。

一、新闻出版行业产业链及行业发展趋势

（一）新闻出版产业链剖析

新闻出版业作为文化传媒行业的重要子行业，主要指包括图书、报刊出版到发行以及分销等整个产业链内所有参与者行动的行业。根据公开数据，新闻出版产业 2016 年营业收入超过 2.3 万亿元。全国出版、印刷和发行服务实现营业收入 23595.8 亿元，较 2015 年增加 1939.9 亿元，增长 9.0%。

我国新闻出版行业的产业链主要有内容策划、出版印刷、发行、分销、零售五个主要环节。各个环节均具有较为独立的商业体系，其中发行、批发零售环节属于图书流通领域。

新闻出版业上游指公司的内容端和原材料端，内容端是产

³ 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

业链中策划环节，市场参与主体两类：一是为民营图书公司、独立工作室及个人作为内容提供商，结合市场需求进行内容开发、创作，为出版社提供内容服务；二是为出版社通过策划、编辑团队进行自主内容开发制作。原材料端则直接对接造纸业。

新闻出版业的中游主要包括产业链中的出版和发行环节。出版环节是指出版社对自主策划或由内容提供商提供的图书选题审核后，报省级新闻出版广电总局或上级主管单位审批，选题通过后进行编辑、加工、排版和封面设计等制作工作，经申请书号、申报图书在版编目数据等程序后，报国家新闻出版广电总局备案。出版社委托具有相应资质的印刷公司进行图书印刷和装订。发行环节是发行商从出版社购进图书，然后销售给下游经销商，图书发行渠道包括：各省新华书店发行集团、邮政系统、出版社自办发行、民营图书发行企业、网上发行渠道。

新闻出版业的下游指分销和零售环节。图书分销商从发行商采购图书，销售给区域内的零售商，图书分销市场主要为区域性市场。零售商将图书销售给读者，可划分为线上和线下渠道。线上网店包括当当网、亚马逊、京东、天猫商城、淘宝网等；线下实体店包括新华书店、连锁书店、民营独立书店。

（二）新闻出版行业发展趋势

总体来讲，我国新闻出版行业发展情况良好，但随着互联网信息技术发展所带来的知识信息传播方式和载体的多样化和数字化，传统以纸媒为基础的细分行业遭受到了不小冲击。面

对新媒体的冲击，行业内也有一些公司选择拥抱变革，积极进行转型。具体而言，我国新闻出版行业有如下几点发展趋势：

1、行业集中程度加大，竞争日益充分

从近几年情况看，我国新闻出版单位的数量一直呈下降趋势，行业集中度不断提高。截至 2016 年底，全国共有出版社 584 家（包括副牌社 33 家），其中中央级出版社 219 家（包括副牌社 13 家），地方出版社 365 家（包括副牌社 20 家）。截止 2017 年 6 月 30 日，全国出版社数量进一步下降到 579 家，从整体市场看，2016 年，25 家出版社市场占有率不低于 1%。2017 上半年，20 家出版社市场占有率不低于 1%。截至 2017 年 6 月 30 日，前十家出版集团下属出版社占有率合计 31.59%。相应的，我国新闻出版单位的数量也一直呈下降趋势，整个新闻出版行业集中度不断提高。虽然行业集中程度不断加大，但是各出版集团的竞争也日趋激烈，主要是由于新闻出版行业属规模效应较强的行业，整个行业盈利能力下降的大趋势激发了行业内公司通过不断并购同行业、提升自身盈利水平的冲动。对于出版业而言，图书的选题、编辑等环节需大量专业编辑人员据市场情况、作者资源进行选择加工，因此属知识和智力密集型产业；出版企业前期费用也较高，包括购买版权、支付编辑人员工资、承担纸张和印刷费用等。此外，对一般的图书出版，通常只有达到一定规模销量才能达到盈亏平衡。因此，随着发行量的增加，图书的长期平均成本将呈下降趋势，形成规模经济。

2、平均盈利能力呈下降趋势，但内部出现分化

从行业整体看，受新媒体业务冲击，新闻出版行业中的传统核心业务图书报刊出版行业自 2013 年开始其营收规模一直处下降趋势，营收规模连续四年负增长。其中，作为新闻出版行业龙头的主板新闻传媒上市公司，其净利润增速自 2013 年以来也一直处下降趋势，但整体表现要优于行业平均水平。

从细分板块来看，在整体增长缓慢的大趋势下，新闻出版行业内的子板块也出现了增长分化的现象。其中，报刊、音响制品行业成为新媒体冲击的重灾区，其营收下降明显。与之相对应，作为新媒体与出版的结合品——数字出版业，则表现抢眼，一直保持着迅猛的增长。具体而言：

一是数字出版增长迅速。受益于新媒体时代，数字出版行业持续保持高增长，营业收入增速较高，且行业占比提升较快，对全行业营收增长贡献超三分之二。据统计，数字出版 2016 年度实现营收 5720.9 亿元，较 2015 年增加 1317.0 亿元，增长 29.9%，占全行业营业收入的 24.2%，提高 3.9 个百分点；对全行业营业收入增长贡献率达 67.9%，提高 7.7 个百分点，增长速度与增长贡献在新闻出版各产业类别中继续位居第一。其主要原因在于人们阅读介质的改变和阅读时间碎片化的影响。

二是报刊出版仍面临严峻挑战，报纸出版主要经济指标降幅趋缓。与 2015 年相比，2016 年期刊出版总印数降低 6.3%，总印张降低 9.4%；报纸出版总印数降低 9.3%，总印张降低

18.5%；平均期印数超过百万册（份）的期刊和报纸分别减少 3 种和 1 种，平均期印数前 10 位的报刊总印数继续整体下降。其原因主要是在于新媒体的冲击带来的国民阅读方式的改变。

2016 年中国成年国民在线阅读率约占 55.3%。数字化阅读方式（网络在线阅读、手机阅读、电子阅读器阅读等）的接触率为 8.2%，较 2015 年上升 4.2 个百分点。图书阅读率为 58.8%，较 2015 年上升 0.4 个百分点；报纸阅读率为 39.7%，较 2015 年下降 6.0 个百分点；期刊阅读率为 26.3%，降了 8.3 个百分点。报纸、期刊营收下滑主要原因是报纸、期刊行业的主要收入来源在广告收入，且内容有较强实效性，新媒体的出现改变了人们获取信息的渠道和方式，相应地对报刊、音像制品的广告投放也大幅减少，从而使得报纸、期刊行业的营收出现大幅下滑。

二、沪市新闻出版上市公司转型情况

（一）沪市新闻出版公司主要特点

1、公司规模中等偏小，估值较为合理

目前，沪深两市新闻出版行业上市公司共 23 家，其中沪市 18 家，深市 5 家。从实际控制人看，除新经典为民营企业外，其他 17 家均为国有企业。截至 2018 年一季度，沪市 18 家公司合计总股本 216.61 亿股、总资产和净资产分别为 1726.16 亿元、1174.41 亿元，总市值 2109.28 亿元。从平均值来看，18 家公司平均股本数约 12 亿股、总资产 96 亿元、净资产 65 亿元，总体来看公司规模中等偏小。其中中南传媒总股本 17.96 亿股，总

资产 196 亿元，全年营收超百亿元，净利润超 15 亿元，是沪市出版新闻板块规模最大的龙头企业。截至 2018 年 5 月 3 日，沪市出版传媒板块上市公司的市盈率中位数为 18.00 倍，和行业市盈率中位值 20.55 倍基本一致，估值较为合理。

2、盈利能力较为稳定，增速呈放缓趋势

截至 2017 年年末，沪市 18 家公司总营收为 901.27 亿元，同比减少 0.81%；营业总成本合计 631.51 亿元，同比减少 1.28%；平均毛利率 31.50%，同比增长 4.13%，毛利率水平有所提高。归母净利润总计 111.33 亿元，同比增长 15.90%；扣非后净利润总计 71.46 亿元，同比下降 3.52%。其中，中南传媒、中文传媒、凤凰传媒、皖新传媒四家行业龙头公司净利润超过 10 亿元，无公司出现亏损，但博瑞传播和新华传媒两家公司扣非净利润为负，总体来说经营稳定。从近年的盈利情况看，沪市 18 家公司 2014 年-2017 年平均净利增速分别为 20.06%、9.28%、12.4%和 6.33%，业绩增长的速度呈放缓趋势。

3、细分板块盈利能力逐年拉大差距

沪市新闻出版公司在细分板块的营收趋势与行业发展趋势基本一致，一般图书、教材教辅的收入、毛利较为稳定，净利润逐年增长但增速逐年下降；报纸期刊及相应的广告投放、音像制品收入呈逐年下滑趋势；数字出版领域保持迅猛增长趋势。以新华传媒为例，公司 2006 年借壳上市以来，主营业务一直为图书和教材教辅的发行、报刊经营及其传媒广告业务。公司上

市以来，图书和教材教辅业务的收入和毛利基本稳定，广告报刊行业的收入和毛利呈逐年大幅下降趋势。

4、具有一定的行业壁垒和地区壁垒

出版传媒行业具有一定的行业壁垒和地区壁垒，市场准入较为严格，具体体现在以下几个方面：

一是国家对出版许可和书号使用的严格管控。目前拥有出版许可和书号使用资格的公司以国有公司为主，民企很难取得相应资质。沪市唯一一家民营出版公司新经典主营业务是自有版权图书的策划与发行，由于没有取得出版许可和书号使用资格，公司没有出版业务。

二是销售地区基本集中在所属省份。沪市新闻出版行业上市公司，大都脱胎于区域性的出版传媒集团。从地域看，除安徽、山东、四川有两家新闻出版类上市公司外，其他省份基本保持了其前身出版集团省域化布局的原貌，维持一省一家上市公司的数量。销售地区也基本集中在所属省份，如中南传媒在湖南省内的地区销售占比 77.26%，凤凰传媒在江苏省内的地区销售占比为 80.45%；新华文轩和博瑞传播在四川省内的销售占公司营业收入的比重分别为 77.61%和 68.80%。

三是成立伊始即在细分领域具有垄断优势。例如中国科传前身是成立于 1954 年的科学出版社，一直是全国最大的科技类出版机构；中国出版重组改制时即囊括了人民文学、中华书局、三联书店、商务印书馆等一批历史悠久、知名度较高的优秀出

出版社，在文学、古籍、音乐、美术、社科、工具书等领域具有领先优势，品牌知名度高。

（二）沪市新闻出版公司转型情况

综上，沪市新闻出版类公司，自上市以来基本以从事图书、教材教辅、报纸期刊印刷、出版、发行业务为主。主营业务高度同质性导致各上市公司间差异性微乎其微，但销售渠道泾渭分明，公司间基本不存在优胜劣汰的竞争环境，保持“各自安好”、老死不相往来的现状。但随着新媒体迅速发展，新闻出版因地域和版号管制带来垄断优势日趋减少，各公司开始谋求向以数字出版、泛文化领域转型，以获得先发优势抢占先机，尤其对于浙数文化、博瑞传播这类以报纸期刊的出版发行为主业的公司来说，在整个市场环境呈严重下行的趋势下，谋求转型发展势在必行；而对其他上市公司来说，在整个行业盈利能力增速放缓，而各上市公司间主营业务同质性高缺乏竞争背景下，为寻求新的利润增长点，绝大多数公司在积极谋求转型突破。

1、转型意愿强烈，普遍尝试向新业态转型

沪市 18 家新闻出版上市公司，全部在定期报告中披露过公司在突出主业的同时积极加快向新媒体、新业态领域的转型升级计划。以两家行业龙头公司为例，中南传媒在年报中披露以“转型升级”为方向，产业结构持续优化，今年在在线教育平台上的业务有所突破，其控股的财务公司成功获批进入全国银行间同业拆借市场并开展业务，在金融领域也有所布局。凤凰

传媒近年来积极推行新老媒体融合战略，通过传统的业务转型升级布局云计算、影视剧、文化消费综合体、数字印刷、培训等相关新兴产业，打造的文化产业生态圈。

对于近一年上市的新公司来说，其在招股书中披露的募投项目也基本涉及新兴业态的布局。如中国出版募集资金用于“华音数字”在线教育和数字图书馆的建设与运营、商务印书馆工具书云平台等；山东出版的募投项目之一即是学前教育、网上智慧课堂等教育类项目的建设。

2、转型方向集中于文化娱乐产业

沪市出版传媒公司转型方向基本集中于文娱产业，涉及数字出版、在线教育、影视、游戏等行业。主要可分两种类型。

一是布局数字出版、网络书店等与新闻出版主业具有协同性的新兴业态。例如城市传媒与京东合作成立类似“诚品书店”的复合式文化空间，突破原新华书店经营模式，建立“青岛微书城”等微信阅读平台、投资喜马拉雅 APP 等。新华文轩自 2016 年起，布局自有互联网销售平台文轩网并在“天猫”“京东”等开设直营连锁网店，配套设立辐射全国的物流配送网络。

二是布局教育、游戏、影视等高速增长行业。其中，沪市新闻出版公司中有 10 家公司在定期和临时报告中披露涉足教育产业，如博瑞传播参与设立树德博瑞民办学校及九瑞大学堂培训机构开展基础教育业务，更多的是通过建设在线教育平台、参与早教、幼教产业投资运营等形式参与布局，这也是公司选

择转型最多的领域；浙报传媒（现更名为“浙数文化”）、中文传媒等4家公司通过重组或非公开发行购买游戏资产，涉足游戏行业；凤凰传媒、城市传媒通过股权投资形式涉足影视行业。

此外，也有少数公司布局云计算、大数据、金融领域，但基本以参股形式参与，涉及公司不多且投资规模小，在主营业务中占比基本不超过5%。

3、转型方式多样，并购重组是重要转型手段

沪市新闻出版上市公司在新兴领域和新业态的转型方式多种多样，具体来看主要有以下几种方式。

一是通过重组和非公开发行收购相关公司。如中文传媒通过重组收购游戏公司智明星通、浙数文化两次通过非公开发行收购游戏公司边锋网络和上海浩方并建立大数据产业项目。沪市18家新闻出版上市公司中，有10家公司近三年筹划过涉及业务转型或产业整合的并购重组，这也是最主要的转型方式。

二是通过发起设立或参股相关公司完成产业布局。例如，凤凰传媒通过持股译林影业49%股权布局影视行业，出版传媒通过增资持股辽宁大耳娃文化发展，投资实施全媒体大型儿童主题乐园布局泛娱乐产业。又如，中南传媒直接持股70%成立财务公司，为其成员单位提供存贷款、结算等服务，2016年成功获批进入全国银行间同业拆借市场并开展业务。

三是通过成立产业投资基金布局收购整合上下游资源、布局新兴产业。根据初步统计沪市有半数以上的新闻出版公司发

起设立或参与设立产业投资基金，典型如皖新传媒，其近三年先后设立金智科教创业基金，投资新媒体、泛文化类行业；联合设立中以数字教育基金，从事数字教育领域产业孵化等。

四是通过签订合作协议开展新兴领域的合作。例如，城市传媒与京东签订战略合作协议打造类似“诚品书店”复合式文化空间；长江传媒与阿里巴巴旗下公司签订战略合作协议开展数字阅读平台方面的合作。又如，浙数文化在剥离原报业资产后，先后与创新工场签订战略合作框架协议发展互联网数字文化产业；又与阿里云签订《加快推进云计算服务框架协议》推进云计算服务能力的战略合作。

4、转型程度不一，主要以兼营为主

截至目前，18家新闻出版上市公司中，仅有1家公司浙报传媒（已更名为浙数文化）完全剥离了原报业资产，主营转型为游戏和大数据产业，其他新闻出版公司仍以出版发行为主其他业务兼营。据2016年年报，中文传媒的游戏业务在主营收入中占比达37.96%，博瑞传播的网络游戏和学校教育收入占比达29.27%，其他大多数上市公司传统印刷出版发行及相关业务在收入占比中仍在80%以上，布局的新兴行业没有成为营收支柱。

(三) 新闻出版公司转型中存在的问题

1、转型效果喜忧参半，协同性不足

从转型效果来看，沪市行业上市公司转型程度和效果不一，转型过程也存在一定风险。具体来说，包括三种情形：一是浙

数文化和中文传媒两家公司转型较为成功，为公司贡献了新的利润增长点。例如，浙数文化和中文传媒所收购的游戏公司业绩逐年增长、毛利率也远超公司原主营业务，该板块收入占比也逐年增长；浙数文化甚至剥离原报业资产主营业务转型为游戏和大数据产业。二是博瑞传播完成转型但效果不佳，收购或投资的公司盈利不达预期。博瑞传播 2014 年收购广告公司博瑞之光 51% 股权及杭州瑞奥 60% 股权，但博瑞之光 2016 年未完成业绩承诺，杭州瑞奥受杭州市户外媒体清理整顿影响，其承租的媒体被拆除，生产经营基本停滞。三是部分公司转型遇到困难，甚至终止相应的资本运作，主要是时代出版、出版传媒筹划重大资产重组分别拟收购游戏公司和综艺节目制作公司，公司在披露预案后由于各种原因终止重组；读者传媒 2015 年 12 月上市后，其数字出版项目、出版资源信息化管理平台建设项目至今募集资金尚无任何投入，转型存在一定风险。

而从转型方向数量和协同效应看，约半数新闻出版上市公司转型方向超过两个，这意味着公司需投入更多的管理资源，使得不同业务板块间相互促进，企业经营难度也会明显加大。此外，游戏、影视、在线教育等新兴行业具有一定技术壁垒，而此类行业与传统媒体业务存在一定差异，公司未来经营难度和风险均有相应加大。总体看，转型业务越与现有业务形成协同效应的难度越大，则转型失败的概率也将越大。

2、资产收购中“双高”问题突出

如前文所述，出版传媒公司转型方向主要集中于教育、游戏、影视等文娱产业，公司在资产收购中往往存在标的公司成立时间短、估值高、业绩承诺高的特点。如浙数文化 2013 年收购游戏公司边锋网络和上海浩方时增值率 4,632.98%，2017 年 7 月收购棋牌类游戏公司天天爱增值率 5,780.36%，而天天爱 2016 年 5 月 13 日刚成立，离收购时仅成立 1 年多。又如，博瑞传播 2013 年收购游戏公司漫游谷，其所作出的 2013-2015 年扣非后归母净利 1.56 亿元、2.03 亿元和 2.03 亿元的业绩承诺，后续年度也未能完成。

高估值必然伴随高业绩承诺，高业绩承诺也必然伴随未来的业绩压力。而对于游戏、影视等公司来说其收入具有极高不确定性，一款爆款游戏、一部高收视率、高票房的影视剧，可能会取得极高收益，但也可能存在作品得不到市场认可而大幅亏损的情况。因此，在业绩不确定性较高的情况下，传媒公司在资产收购中的“双高”问题可能导致后续存在较大风险。

3、涉嫌利用信息披露实施不当市值管理的迹象明显

公司筹划转型本身即是市场关注热点，而公司筹划转型的领域往往是热门行业，两方面因素叠加可能引起市场高度关注，进而刺激股价上涨。部分公司在筹划转型过程中，不排除存在通过披露转型信息实施不当市值管理的动机。如 2015 年 6 月，长江传媒与某公司签署框架协议，合作建设医疗文化健康城、质子重离子肿瘤诊疗中心，从一家出版传媒公司跨界进入与自

己的主业毫无关联且技术门槛、资金门槛都极高的肿瘤医学领域，在市场中较为惹眼。而公司披露公告时正处于 2015 年股市异常波动期，股价连日暴跌，涉嫌存在通过发布热点维护股价。

三、关于新闻出版公司转型相关信息披露的监管思考

（一）深化分行业监管，督促充分揭示风险

继续深化分行业监管，提升专业能力，对于公司转型过程中的资本运作及信息披露行为，能够从行业监管角度出发，及时发现风险点，做好监管预判，督促充分揭示风险。具体说，一方面是在定期报告中，要求公司按照行业指引要求，披露自身行业经营性信息，深入、透彻地披露公司核心价值与风险指标，实现非财务信息与财务信息披露的一致性，结合行业情况对公司的发展趋势及潜在风险形成预判；另一方面是在临时公告审核中，通过抓住公司拟转型行业的核心要素和风险点，对公司转型中的重组、收购、重大合同、战略合作协议等相关公告，督促披露重要的行业信息，并视情况对相关风险点实施重点问询，向市场揭示风险。

（二）充分关注转型进展，督促及时披露进展情况

对于转型中的新闻出版公司，在公司披露转型相关公告之后，应持续关注转型的进展情况，并要求公司将相关进展及时或定期予以披露，并揭示相关风险。具体而言，一是对于签订转型、跨界相关的战略合作协议的，及时跟进公司后续具体合作事宜的履行情况，对于后续无实质进展、涉嫌忽悠式披露的，

应及时采取相应监管措施；二是对于公司筹划转型相关的重组、非公开发行、收购，后续应持续关注公司的相关进展，对于公司披露相关公告后续又终止或重大调整的，应重点问询并提示相关风险；三是要求公司在定期报告中，对于转型业务的开展情况，结合临时报告进行针对性的披露，详细披露后续经营计划并充分揭示风险及不确定性，给投资者明确的预期。

（三）高度关注资产收购“双高”问题，防范违规风险

如前文所述，出版传媒公司的转型方向主要集中于教育、游戏、影视等文娱产业，公司在资产收购中往往存在标的公司成立时间短、估值高、业绩承诺高等特点。因此，对于公司高估值、高业绩承诺的资产收购，应及时关注，发现异常情况的，应及时实施监管问询，并提请派出机构现场检查。在具体内容上，应尤为关注标的资产的财务状况和信息披露真实性，一方面避免“劣质资产”进入上市公司，损害上市公司及相关股东的合法权益；另一方面对公司屡次实施与主业无关重组公司、快进快出的私募投资基金等主体或平台，予以重点监管，防止上市公司相关股东通过快进快出的资产收购掏空上市公司。

（四）关注转型交易实质，重点监管“忽悠式转型”行为

实践中，部分公司存在以产业变革和转型升级为由实施资本运作，且交易实质与公司公告披露不一致的情形。对于该类“忽悠式转型”，应及时问询并予以重点监管。如近期博瑞传播披露拟向公司控股股东出售两家子公司的计划，并通过本次资

产出售推动公司实现产业变革和转型升级。公司负责人接受媒体采访时表示，未来希望围绕着现代传播、教育培训、数字娱乐等方向拓展。但监管发现，公司前三季亏损，此次资产出售背后的交易动机是粉饰业绩而非业务转型，公司上述行为涉嫌误导投资者。因此，日常监管中应重点关注公司相关交易内容是否与公司所称转型目的相符、相关交易对手是否为关联方、交易资产溢价率高低，并结合历史公司业绩、交易时点对公司资产出售行为的真实意图做出综合判断。对那些疑似为扭亏而以转型名义高溢价突击出售资产的行为，应对公司公告含糊内容及时展开问询并要求补充披露，避免误导投资者。

（五）强化二级市场股价联动监管，抑制题材炒作

对转型中公司来说，一方面为寻求新的利润增长点，公司筹划转型的行业和方向经常是发展前景潜力较大的领域，且与市场热点密切相关，因此转型本身就是热点，易受资金追逐，引发跟风炒作；另一方面公司在转型中筹划非公开发行、发行股份购买资产等行为，公司股价是估值定价的重要判断因素，不排除公司也存在较强市值管理动机。因此，应加强信息披露与二级市场股价的联动监管，除通过监管问询函督促公司详细披露转型相关的重要信息、向市场充分揭示相关不确定性和风险外，还应对公司披露相关公告前后的股价予以重点关注，发行异常的应及时提请交易核查，抑制题材炒作。（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