****

专业学位硕士学位论文

|  |
| --- |
| 联美控股分拆兆讯传媒上市的动因 |
| 及经济后果研究 |

|  |  |
| --- | --- |
| 作者姓名 | 郭鉴锐 |
| 学位类别 | 会计硕士 |
| 指导教师 | 万良勇 |
| 所在学院 | 工商管理学院 |
| 论文提交日期 |  |

**目 录**

[第一章 绪论 1](#_Toc128816475)

[1.1研究背景 1](#_Toc128816476)

[1.2研究目的和意义 1](#_Toc128816477)

[1.2.1研究目的 1](#_Toc128816478)

[1.2.2研究意义 2](#_Toc128816479)

[1.3文献综述 2](#_Toc128816480)

[1.3.1分拆上市的定义 2](#_Toc128816481)

[1.3.2分拆上市类型 3](#_Toc128816482)

[1.3.3分拆上市动因 4](#_Toc128816483)

[1.3.4分拆上市经济后果评价 6](#_Toc128816484)

[1.3.5我国政策制度发展 7](#_Toc128816485)

[1.4研究内容、方法和技术路线 8](#_Toc128816486)

[1.4.1研究内容 8](#_Toc128816487)

[1.4.2研究方法 8](#_Toc128816488)

[1.4.3技术路线 9](#_Toc128816489)

[1.5主要贡献和创新 9](#_Toc128816490)

[第二章 案例介绍 10](#_Toc128816491)

[2.1理论基础 10](#_Toc128816492)

[2.1.1信息不对称理论 10](#_Toc128816493)

[2.1.2融资需求理论 10](#_Toc128816494)

[2.1.3管理层激励理论 10](#_Toc128816495)

[2.1.4归核化战略理论 11](#_Toc128816496)

[2.1.5市场择时理论 11](#_Toc128816497)

[2.2案例背景 11](#_Toc128816498)

[2.2.1公司简介 11](#_Toc128816499)

[2.2.2行业介绍 14](#_Toc128816500)

[2.2.3行业前景 15](#_Toc128816501)

[2.3案例回顾 17](#_Toc128816502)

[2.3.1兆讯传媒上市历史波折 17](#_Toc128816503)

[2.3.2兆讯传媒分拆上市过程 18](#_Toc128816504)

[2.4本章小结 19](#_Toc128816505)

[第三章 案例分析 21](#_Toc128816506)

[3.1分拆动因分析 21](#_Toc128816507)

[3.1.1聚焦主营业务 21](#_Toc128816508)

[3.1.2拓宽融资渠道 23](#_Toc128816509)

[3.1.3估值回归合理 25](#_Toc128816510)

[3.1.4提高治理水平 26](#_Toc128816511)

[3.2分拆经济后果 27](#_Toc128816512)

[3.2.1资本市场反应 27](#_Toc128816513)

[3.2.2财务绩效分析 35](#_Toc128816514)

[3.2.3因子分析法综合财务绩效分析 42](#_Toc128816515)

[3.2.4非财务绩效分析 47](#_Toc128816516)

[3.3本章小结 49](#_Toc128816517)

[第四章 案例启示 50](#_Toc128816518)

[4.1相关启示 50](#_Toc128816519)

[4.1.1对上市公司启示 50](#_Toc128816520)

[4.1.2对投资者启示 52](#_Toc128816521)

[4.1.3对监管部门启示 53](#_Toc128816522)

[4.2本章小结 54](#_Toc128816523)

[第五章 结论展望 54](#_Toc128816524)

[5.1研究结论 55](#_Toc128816525)

[5.2研究展望 56](#_Toc128816526)

第一章 绪论

# 1.1研究背景

20世纪60和70年代，美国和欧洲地区的资本主义为了应对激烈的市场竞争，通常会采取多元化的经营战略模式，以此来调整企业的经营结构和业务规模，增加抗风险能力。但随着企业过度扩张带来的管理负边际效率和负协同效应，盲目多元化扩张弊端逐渐凸显：治理效率低下、资源分配不均衡等情况时有发生。为了解决此类问题，紧缩性资产重组逐渐收到重视。分拆上市作为新的紧缩性资产重组方式产生，开始逐步受到企业的青睐。国外的分拆相关理论已经形成较为系统的理论体系，在动因的理论上包括信息不对称理论，融资需求理论，管理层激励理论，归核化战略理论和市场择时理论等。

我国分拆上市的研究进程相比欧美等地较为迟缓。我国分拆上市的成功案例最早可以追溯至2000年同仁堂分拆同仁堂科技至香港创业板上市。但由于政策等种种原因，境内分拆上市一直没有发展，直至2019 年科创板的设立和相关政策的落地，给我国境内分拆上市打通了通道。证监会于2019年1月30日发布了[2019]2号《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》，实施意见明确 “达到一定规模的上市公司，可以依法分拆其业务独立、符合条件的子公司在科创板上市。” 2022年五号文《上市公司分拆规则（试行）》落地，标志着分拆上市政策的一大步迈进。我国分拆上市相关制度建设刚刚起步，相关的理论与研究将迎来新的发展机遇。因此，对分拆上市进行深入研究具有重要的现实意义。在此背景下，本文选取A股分拆上市成功案例联美控股作为研究对象，对其分拆上市的过程、动因和经济后果进行深入分析，希望能为境内试图开展分拆上市的企业提供有关经验与借鉴。

# 1.2研究目的和意义

## 1.2.1研究目的

自2022年分拆上市规则落地以来，境内分拆上市渠道逐步打开。截止2022年6月，已经有多家上市公司宣布要进行分拆子公司上市。在国际经济环境遇冷的当下，各上市公司也需要适时调整自身的业务架构来适应政策的变化，分拆上市是企业谋求新发展新机遇的重要途径之一。在我国未来一段时间都将是资本市场热议的运作方式。我国资本市场对于分拆上市的起步较晚，分拆成功的案例相对较少，且大多为分拆至境外上市。基于新政策规定从我国A股分拆至A股的公司中，联美控股该案例选取具有典型性和代表性。对联美控股分拆上市的动因、过程和效应进行深入研究，为境内未来有意图在主板开展分拆上市的企业提供一定经验和借鉴。

## 1.2.2研究意义

自20世纪80年代初以来，分拆上市已成为欧美各国上市公司重组与创新的主要方式之一，欧美地区分拆市场与并购市场同样发达。分拆上市是企业在改善子公司代理问题，子公司价值估值，子公司筹资融资方面的一种有效手段。分拆上市作为一种收缩性资产重组逐步收到企业青睐。我国于2019年政策开始逐渐开放境内分拆上市通道，在我国资本市场对分拆上市日益重视的当下，对联美控股分拆上市的案例研究具有重要理论意义和现实意义。

从理论意义上，我国相较于国外分拆上市的时间起步较晚，政策环境不断更新，研究体系尚不完善。本文在梳理相关政策变化基础上进一步对具体行业企业进行分拆上市理论研究，一定程度上有利于促进我国境内分拆上市相关研究。从现实意义上， 自科创板设立与分拆上市规则的落地，许多企业发布未来分拆上市预案，作为A股分拆到A股的企业，将联美控股作为研究对象具有一定的典型性和代表性。选用A拆A的制造业公司作为研究目标，希望能为境内试图开展分拆上市的企业提供有关经验与借鉴。

# 1.3文献综述

## 1.3.1分拆上市的定义

国外分拆上市定义。Schipper 和 Smith(1986)将分拆上市定义为母公司将其所持有的子公司剥离并在资本市场进行首次公开发行，分拆上市前母公司持有子公司全部股份。Slovin, Sushka & Ferraro(1995)对分拆上市（Equity carve-outs）、分立（Spin-offs）和资产出售（Asset sell-offs）三个概念作出辨析，认为分拆上市是指在母公司在保持对子公司的控制权前提下，子公司独立在资本市场首次公开发行股票。Anand M. Vijh (1999)将分拆上市定义为母公司为了筹集资金，公开出售全资子公司部分或全部股权。Baker 和 Wurgler (2002)的研究和Vijh的定义类似，认为分拆上市是母公司将子公司作为标的，通过在资本市场发行新股获取资金来源的一种手段。Powers(2003)则认为分拆上市是母公司通过子公司首次公开发行股票时出售其部分股权，但没有强调母公司和子公司之间的控制权关系。Ghosh和Petrova等(2012)指出分拆上市是母公司在子公司上市时公开出售股权，在保持对子公司控制权的同时获取股权的二次溢价。综上，国外学者对分拆上市进行定义时，多数认为分拆前母公司对子公司具有控制权。

国内分拆上市定义。我国的公司重组主要涉及兼并收购和资产置换，欧美发达国家常使用的分拆上市较少涉及。2000年同仁堂分拆同仁堂科技在境外香港创业板上市，是我国当时资本市场千家上市公司中第一家成功完成分拆上市的。王化成、程小可（2003）由此认为，分拆上市实质上是分拆和上市两个步骤。首先将母公司所拥有的一部分权益切离出来，成为独立于母公司的经营实体后，再将独立经营实体的部分普通股首次公开发售，故又可称为“分立的IPO”。王彦明、傅穹（1997）的认为分拆上市是在子公司公开募集股份上市后，母公司继续保持对子公司控股或者实际控制人地位。李园园（2009）认为分拆上市是资本运作下子公司独立上市的过程和结果。子公司需要具有独立盈利能力与稍加整合后具备上市资格这两个特征。贺丹（2009）指出分拆上市是上市公司剥离出一部分资产和业务，而后到资本市场上市的资本运营行为。分拆上市在本质上属于公司收缩经营的范畴。陈晞（2010）将分拆上市分类为广义和狭义，两者的主要区别在于分拆前的母公司除上市公司外是否还包括非上市公司。并且在分拆上市的各个阶段母公司都对子公司保有控制权。陈伯明(2018)对国内外的分拆上市定义之间的差异进行了比较分析，指出国外在分拆上市定义的方面，较少强调母公司是否为上市公司。一般认为分拆上市就是母公司将子公司从自身经营体系中独立出去，成为一个独立的法人。随后在资本市场上市。相对而言国内学者研究集中表现为狭义的分拆上市，即母公司为上市公司的分拆上市。可能的原因是相比于其他公司，我国上市公司信息披露更加充分，制度完善，数据获取更加简明准确。

## 1.3.2分拆上市类型

综上所述对分拆上市进行定义后，可以从以下几个角度对分拆上市的类型进行划分。从母公司股票流动性角度可以分为上市公司分拆分拆子公司上市和非上市公司分拆子公司上市，两者的区别在于分拆前的母公司是否已经在资本市场公开发行股票。从母公司和子公司的业务角度可以分横向分拆、纵向分拆和混合分拆。横向分拆是指分拆前后的母子公司从事同一种业务，分拆使得母公司该项业务规模减少。纵向分拆是指分拆后的母子公司业务在同一行业生产链中的不同环节，分拆使得母公司处于子公司行业链的上游或下游。混合分拆是指分拆前母公司是多元化经营的，各项业务板块的差异性较大，涉及多个行业等。分拆出去的子公司和母公司从事的核心业务无关联或关联度较弱。从母公司和子公司的股权关系角度可以分控股型分拆上市、参股型分拆上市和退出型分拆上市。但需要注意其中参股型分拆上市和退出型分拆上市不符合一部分狭义的分拆上市定义，因为在分拆上市后，母公司丧失了对旗下子公司的绝对控制权，从控股变为参股或者直接退出。

## 1.3.3分拆上市动因

（1）信息不对称假说

Nanda（1991）首次提出信息不对称理论，他认为在市场上存在信息不对称的情况：相对于企业内部的管理者而言，投资人信息获取有限，难以掌握企业全部的信息，这种偏差使得投资者对企业的真实价值感知不足，此时资本市场就难以体现出企业的实际价值。当管理者认为子公司的价值被市场低估时，企业采取分拆被低估价值的子公司上市，以此来更新市场的价值评估。通过分拆后对母公司和子公司企业的财务状况进行详细的披露，管理者希望能够减少信息的不对称性。Slovin（1995）通过1980到1991年的分拆案例研究发现，子公司竞争对手的股价在子公司的信息宣告期内获得了显著的负超额回报率。Chemmanur和He（2016）认为分拆上市会有利于企业的信息向外传递，同时能够对企业股价产生积极影响。而Allen和McConnell（1998）提出分拆上市在一定程度上会向外界传递出母公司融资受限的信号，这对企业的长期发展有负面影响。

（2）融资需求假说

融资理论认为分拆上市的是一种融资手段。母公司分拆子公司单独上市的最大驱动力是为了拓展融资渠道，优化融资结构，获得充足的资金以支持企业持续发展和业务投入。对于那些整体经营稳定、经营业绩尚佳的上市公司来说，通过分拆，既可以开辟新的筹资渠道，拓展融资空间，促使企业融资格局多元化，又可以满足那些发展前景广阔的高科技子公司的持续融资需求，降低对母公司投资资金的依赖度，增强自我发展后劲，并为风险投资提供有效的退出通道。Anand M. Vijh (2002)研究了17年间336加分拆上市样本，研究表明当分拆上市募资勇于偿还债务或投资项目时，市场反应是积极的。Jain,Kini和Shenoy（2011）发现在资金需求较大的行业中更频繁地发生股权分拆。陈晞（2010）认为子公司在上市后可以拓宽融资渠道，为自我发展筹集更多的资金。何璐伶（2019）在对中国铁建分拆铁建装备的案例研究中指出，其分拆上市主要是为了满足子公司铁建装备的融资需求。

（3）管理层激励假说

现代企业的所有权和经营权相分离，衍生出许多的代理问题。管理层的利益和股东的利益并不是总是一致的，管理层可能为了自身的短期利益损害公司和股东利益，故企业在经营过程中需要解决两者之间的代理问题。Aron（1991）提出了管理层激励假说，在传统公司治理中，股权激励是解决公司管理层和股东之间代理问题的一种有效手段，但是对于激励子公司管理层效果欠佳。因为母公司的股权和子公司管理层绩效缺乏紧密联系，而分拆上市有利于实现对子公司管理层的激励。Holmsrtöm和Tirole（1993）研究表明，在母公司成功将分拆子公司上市后，适时对子公司管理层实施股权激励或者相关的绩效挂钩手段，可以有效提高子公司内部的激励水平。Allen（1998）认为分拆上市可以因为业绩联系更密切，减少代理问题。同时子公司受到资本市场和投资者的监督能够更加规范，另外，分拆上市使得母公司按市场价格来与子公司交易，消除财富转移，使合同更为有效。沈红波等（2020）通过对腾讯分拆阅文的案例进行分析，认为这次分拆中企业的财务状况和资金需求不符合融资需求假说，进一步认为分拆可能是基于提高子公司管理层的管理效率和积极性，表明企业对管理层进行长期激励能够提升民营企业的经营年限和公司价值。

（4）归核化战略假说

Markides（1990）最先提出了归核化理论，认为美国80年代资本市场中相比将业务集中的20.4%，仍选择多元化战略的企业的仅占8.5%。归核化战略强调将资源和能力集中到具有竞争优势的业务领域，认为企业应该将自身的资源向核心业务靠拢。其中分拆上市是母公司将某一具有发展潜力的业务板块剥离独立，重新对企业经营管理的资源进行分配，使得分拆后的母子公司能够各自专注自身的核心业务。Comment 和 Jarrell（1995）发现公司如果能将脱离未来发展方向的业务进行剥离，突出核心业务能够给增加股东财富。Daley，Mehrotra 和 Sivakumar（1997）发现仅在跨行业的分拆能够创造重大价值。Mulherin和Boone（2000）研究了1990到1999期间的59个行业共1305个样本，发现一半的样本公司进行了收购或剥离，同时收购和剥离表现出了显著的产业集群。Dasilas 和 Leventis（2018）通过对欧洲资本市场的研究认为当公司扩张到现有的管理结构无法效率地管理公司时，分拆上市公告能为母公司股东带来财富，处置子公司资产能够提高母公司经营业绩。

（5）市场择时假说

Stein（1996）首次提出市场择时假说，认为公司价值被市场高估时，理性的管理层会发行更多的股票以利用投资者的过度信心，反之当投资者情绪低落拉低股价时，管理层可能会回购股票。在现实实践中，公司的管理层对企业价值判断相比投资者更加清晰，当公司股票价格在资本市场被低估时，会向外部传达有潜力的投资项目，同时选择合适时机进行再融资以推动企业股价上涨，而分拆上市作为一种融资方式，可以让企业实现利益最大化。在母公司价值被低估或者子公司价值被高估的时候，理性的管理层会选择分拆上市提升企业整体价值。Pagano（1998）研究认为子公司的估值较高时，母公司分拆上市可以提高企业的整体估值。Powers（2003）其研究发现母公司以潜在的估值提升为目的而分拆估值过高的子公司。

## 1.3.4分拆上市经济后果评价

分拆上市的绩效评价主要从投资者对此次分拆母公司和分拆上市的子公司的预期与态度和财务指标两个方面进行评价。对于前者，通常运用事件研究法计算母子公司的股价波动情况。通过对比分拆上市前后重要信息披露时间节点的股票价格与资本市场整体情况相比，有无异常波动，可以分析得出分拆发生对企业股票价格的即时影响，并引入超额收益率这一指标分析分拆上市对企业市场绩效的影响。对于财务绩效，一般可以通过盈利能力、偿债能力、营运能力等维度来衡量与评价。

（1）短期绩效评价

Smith和Schipper（1986）实证研究表明由于分拆后信息披露水平提高，分拆上市公告对母公司股价带来正影响和超额收益。Mulherin & Boone (2000)对美国1990年至1999年的公司兼并和资产剥离活动的调查结果显示，公司分拆为分拆公司的股东创造了价值，而且公司资产出售公告对分拆公司财富的影响总的来说是积极的。Enricoetal.对20世纪末10年间的分拆上市样本进行研究, 结果发现分拆后的子公司普遍有正的短期超额收益。于海云（2011）以我国2000到2010年7家A股上市公司分拆子公司到境外上市为样本,研究发现上市公司股票价格在董事会决议公告日前后有显著的正向效应, 股东大会决议公告日次之, 上市公告日前后短期股价效应为负,长期则为正。而林旭东（2015）选取我国成功完成分拆上市的17家样本公司，认为分拆上市公告日事件的超额收益率为正，其前后20天的超额累计收益率同样也为正。

（2）长期绩效评价

Anand M. Vijh（1999）通过对628个分拆样本进行长期的实证研究，得出子公司在分拆后的3年业绩有较好表现的结论。而Madura和Nixon（2002）实证研究却表明，在公司分拆后母子公司长期绩效并没有提升,而且均有所降低。王化成、程小可（2003）通过对同仁堂分拆同仁堂科技的案例进行研究发现，分拆上市对股东价值产生积极影响，短期内对母公司股价产生负面影响，但后期会对股价产生积极的正向影响。袁晓燕（2010）采用因子分析法对同仁堂分拆上市前后的母公司绩效变化进行分析，结论是分拆上市能显著提高母公司的短期绩效，对长期绩效的产生影响不明显。

## 1.3.5我国政策制度发展

我国分拆上市发展较迟，关于分拆上市的监管文件可以追溯到早期境外上市的有关规定国发[1997]21号《国务院关于进一步加强在境外发行股票和上市管理的通知》，文件规范了国有资本控股的境外上市公司分拆上市以及境内企业分拆下属企业境外上市的相关问题。

2004年7月21日，我国证监会发布证监发[2004]67号《关于规范境内上市公司所属企业到境外上市有关问题的通知》确立了A股上市公司分拆子公司到境外上市的基本路径。2010年至2018年期间，尚未出台境内分拆上市监管条例，但是出现少量的境内分拆案例如中兴通讯和康恩贝等的分拆，但是该分拆均为控股变参股形式，并非控股子公司独立上市。该段时间内证监会对于分拆上市的态度 “不鼓励、不提倡”。

证监会于2019年1月30日发布了[2019]2号《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》，实施意见明确 “达到一定规模的上市公司，可以依法分拆其业务独立、符合条件的子公司在科创板上市。”但是该文件还未定义分拆上市。随后证监会起草了[2019]27号《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》，自2019年8月23日起向社会公开征求意见中首次提到分拆上市的概念。最新的证监会 [2022]5号《上市公司分拆规则（试行）》中提到，“上市公司分拆，是指上市公司将部分业务或资产，以其直接或间接控制的子公司的形式，在境内或境外证券市场首次公开发行股票并上市或者实现重组上市的行为。”《分拆规则》整合了《境内分拆规定》和《境外分拆通知》，内容框架与两项规定基本相同，围绕分拆条件、分拆的实施程序和信息披露、中介机构核查把关等方面做出了具体规定。

# 1.4研究内容、方法和技术路线

## 1.4.1研究内容

对联美控股分拆兆讯传媒的案例进行研究分析。

（1）案例介绍，了解行业与政策背景、分析行业环境包括细分市场、市场规模大小，上下游行业环境与整体发展趋势，了解该细分行业特点和行业分拆上市现状，介绍母子公司现状。

（2）对联美控股分拆动因进行分析判断。动因主要可能包括分拆上市政策出台、聚焦核心业务、扩展融资格局、实施股权激励和企业估值回归合理化等。

（3）对联美控股分拆后经济后果进行评价分析。结合资本市场股价变动，运用事件研究法并对分拆前后母子公司资本市场反应变化、财务绩效变化、非财务绩效变化方面进行评价判断。

## 1.4.2研究方法

（1）案例分析法。利用多个渠道搜查分拆上市和相关行业的相关资料，再结合公司披露的相关信息进行综合整理。深入分析政策全面落实背景下联美控股分拆上市的动因，从多维度评价分拆上市带来的效果，使研究结论和建议更加相关可靠。

（2）文献研究法。对国内外关于分拆上市定义、动因和效果的相关文献进行梳理和分析，在现有成果基础之上，发现研究中存在的不足之处作为本文的研究突破点。

（3）事件研究法。主要研究联美控股分拆上市资本市场反应包括股价波动和股价效应，选取官网发布子公司分拆上市最新进展为第一事件，子公司正式上市日期为第二事件，对于子公司事件研究选用上市交易日为关键事件进行分析。

（4）因子分析法和非财务绩效分析。因子分析法，从偿债能力、营运能力、盈利能力和成长能力四个方面选取相关指标分别对母子公司的财务绩效进行综合分析。非财务绩效评价主要从技术能力、战略布局和社会责任等方面对分拆上市的母子公司进行深入分析与效果评价。并对分拆上市案例进行总结，针对文中分拆后公司出现的问题提出建议。

## 1.4.3技术路线

图

# 1.5主要贡献和创新

目前国内外关于分拆上市的研究方法较多地集中在单一分析母公司或子公司情况，而本文将分别从母子公司角度来分析分拆对企业影响。且本文综合运用事件研究法、因子分析法，结合母子公司行业背景和分拆上市动因构建评价体系，使得分析更有全面性、针对性。

第二章 案例介绍

# 2.1理论基础

## 2.1.1信息不对称理论

信息不对称理论认为，在分拆上市前公司并不会非常详细地披露全部信息，公司的管理层可以了解到公司内部信息，但是外部投资者缺很难通过公开渠道获取到公司全部信息。双方对公司信息掌握不一致可能会导致公司的实际价值与市场的估值有所偏差。当信息不对称导致母公司价值被低估时，管理层可以采用分拆上市的方式，通过分拆上市后更严格的监管和详尽地披露子公司业务情况，使得投资者提高信息获取度，从而减少内部和外部的信息差异，修正市场对公司的估值偏差。

## 2.1.2融资需求理论

融资需求理论认为，公司在面临大额的资金需求但是融资渠道受限时，可以利用分拆上市，公开发行部分子公司的股权来获得现金流。融资是企业生产、研发过程中的关键环节，如果单纯依靠自有资金或母公司筹集资金，可能导致无法同时满足各个子公司多项业务同时需要扩张的情况。子公司上市后，将独自承担融资功能，降低对母公司资金的依赖，有助于未来的发展。同时，母公司可以在子公司上市后获得投资收益来缓解自身的资金压力。母公司如果将分拆子公司上市筹集到的权益资金用于偿还债务或者向股东支付红利，那么投资者会认为是利好信息，这一行为会给公告期内公司股价带来积极的反应，获得较高的超额累计收益率。

## 2.1.3管理层激励理论

激励理论认为，母公司的股权激励对象一般为公司核心管理层或是其他高技术人才，子公司管理层较少涉及。这种激励设计下，母公司所获的经营收益与子公司管理层关联度不大，因而子公司管理层可能会存在工作态度不积极，效率低下的问题，进而影响公司整体经营绩效。如果将子公司分拆并独立上市，此时子公司在经营和管理上不受限于母公司，企业能够更好地运用和子公司业绩挂钩的管理层薪酬，充分发挥激励机制的作用。

## 2.1.4归核化战略理论

归核化战略最早来自美国战略管理学家马凯兹，是指将其业务集中到其资源和能力具有竞争优势的领域，集中力量发展核心业务，从而通过核心业务的带动，建立竞争优势。企业在发展壮大的过程中，会通过兼并和收购等多种方式进行扩张，可能会走上多元化的发展道路。但在企业多元化经营模式和发展战略匹配度较低时，就会出现多元化业务之间协同性开始下降，甚至产生负的协同效应。而分拆上市作为一种紧缩性资产重组，能帮助多元化集团企业稳固竞争优势业务，聚焦核心主业，能够解决企业扩张中存在的负协同效应问题，使得企业资源配置更为合理。

## 2.1.5市场择时理论

市场择时理论认为公司管理层为了实现利益最大化，往往会利用非理性投资者对股价错误的估计而选择对自身融资有利的时机。当市场对于母公司或其整体行业低估，或是市场对子公司或其整体行业高估，母公司分拆子公司上市能够给股东带来财富。虽然经济学认为投资者和管理者均为理性的，但是在现实资本市场中，非理性行为并不少见。公司的管理者对企业价值十分清楚，时选择合适时机进行再融资从而可以推动企业利益最大化。

# 2.2案例背景

## 2.2.1公司简介

（1）联美控股

联美控股全称联美量子股份有限公司，公司从事的主要经营业务为清洁供热为主的综合能源服务和高铁数字媒体广告经营业务。清洁供热业务模式主要业务包括：供热、供电、供汽、工程施工。公司业务范围内的以清洁供热为主的热电联产、水源热泵余热利用、生物质热电联产、清洁能源利用的冷热电三联供等均为国家鼓励的优先发展业态，具有较高的能效管控水平和运营能力，项目主要建设和运营在辽宁沈阳、江苏泰州、山东菏泽、上海等地。高铁数字媒体广告经营业务全部来自子公司兆讯传媒。

联美控股前身是沈阳新区开发建设股份有限公司，简称沈阳新开。2005年4月联美集团与南湖科技集团完成股权转让后，联美集团成为沈阳新开的第一大股东，股票代码600167，上市公司从国有控股变成民营控股。2006年5月，沈阳新开投资成立沈阳浑南热力有限公司，全面布局沈阳市浑南新区的清洁供暖、供热业务。2008年2月沈阳新区开发建设股份有限公司全称变更为“联美控股股份有限公司”。同年3月经上海证券交易所批准，公司简称变更为“联美控股”，股票代码不变。2016年5月，联美控股完成重大资产重组，沈阳新北热电及其子公司、国惠环保新能源及其子公司等7家公司成为联美控股的成员公司，此举扩大了公司业务规模，增加了清洁燃煤、生物质热电联产及智能监控等环保效益极高的业务领域。2016年11月，联美控股股份有限公司工商注册更名为联美量子股份有限公司。2018年11月，联美控股收购了国内最具规模的高铁媒体数字运营商⸺兆讯传媒100%股权，形成“清洁供热+高铁数字媒体”双主业格局。截至至2022年，联众新能源有限公司和联美集团有限公司分别持有其52.39%和17.04%的联美量子股份有限公司股份，联美控股最终控制人为苏式家族：苏壮强、苏冠荣、苏素玉、苏武雄、苏壮奇分别持有联美量子股份有限公司比例：40.57、14.04、10.89、2.70、1.24%。旗下参股或控股的主要子公司如下

表2-1 联美控股主要控股或参股子公司

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 被参股公司 | 控制关系 | 直接控股比例 | 所处行业 |
| 沈阳新北热电有限责任公司 | 全资子公司 | 100% | 电力生产与供热 |
| 兆讯传媒广告股份有限公司 | 控股子公司 | 74.25% | 广告服务 |
| 沈阳浑南热力有限责任公司 | 控股子公司 | 99% | 热力供应服务 |
| 国惠环保新能源有限公司 | 全资子公司 | 100% | 热力供应服务 |
| 天津联融商业保理有限责任公司 | 全资子公司 | 100% | 商业票据保理 |
| 山东菏泽福林热力科技有限公司 | 控股子公司 | 66% | 热力供应服务 |

（2）兆讯传媒

兆讯传媒成立于2007年，自成立以来兆讯传媒始终深耕国内高铁数字媒体领域，锁定客流最密集的核心候车区域，自主安装数字媒体设备，建成了一张覆盖全国多层次、多区域的自有高铁数字媒体网络，通过为客户提供广告发布服务实现盈利。兆讯传媒已与国内18家铁路局集团中除乌鲁木齐局集团外的17家铁路局集团签署了媒体资源使用协议。已建成覆盖全国29个省级行政区、年触达客流量超过10亿人次的自有高铁数字媒体网络。资源区域覆盖了长三角、珠三角、环渤海、东南沿海等多个经济发达区域,形成了以高铁站点为核心，布局全国铁路网的数字媒体网络。兆讯传媒已签约铁路客运站558个，开通运营铁路客运站432个，其中90%以上属于高铁站，运营5607块数字媒体屏幕，为高铁数字媒体广告行业中媒体资源覆盖最广泛的数字媒体运营商之一。

2007年9月25日，深圳兆讯出资设立全资子公司深圳兆讯有限，深圳兆讯投资成立于2007年9月11日，由联美控股实际控制人苏氏五人之一的苏壮强100%控制的兆讯信息咨询（深圳）有限公司出资设立。2010年1月5日，深圳兆讯有限更名为天津市兆讯广告传媒有限公司，同年11月29日第一次增资，富海银涛、周泽亮为公司当时拟IPO前引入的外部投资者。增资后股权比例深圳兆讯投资占68%，富海银涛和周泽亮分别占16%。2011年2月整体变更为股份有限公司。2014年8月19日，深圳兆讯投资与拉萨兆讯投资签署《股权转让协议》，深圳兆讯投资将其所持兆讯传媒68%的股份共计10,200万股股份全部转让给拉萨兆讯投资，转让价格为1元/股。深圳兆讯投资系苏壮强100%控制的主体，拉萨兆讯投资成立于2014年1月22日，为苏壮奇100%控制的主体，本次股权转让系苏壮强与苏壮奇同胞兄弟间股权转让。2015年3月31日，富海银涛将全部股权转让拉萨汇誉，拉萨汇誉为自然人陈镇国100%持股的公司。2018年11月联美控股、联美资管以23亿现金购买兆讯传媒99%的股份和1%的股份。此次交易对方中拉萨兆讯投资、拉萨兆讯移动是联美控股实际控制人中苏壮奇、苏壮强100%控制的公司，故构成关联交易。

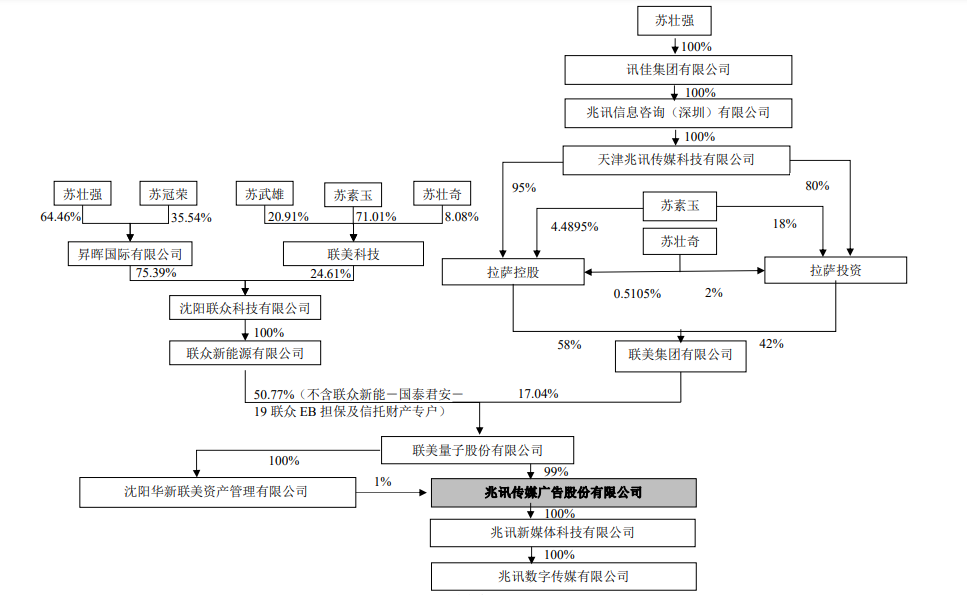


图2-1 兆讯传媒股权结构

## 2.2.2行业介绍

（1）联美控股

联美控股所处行业是电力、热力生产和供应业。所处行业中游，上游为能源供应商，下游为运输管网和终端热用户。

供热行业属于城市公用事业，以满足人民群众的基本生活需求为目的，无明显的行业周期性特征。具有较强地域性，淮河以南地区城市集中供热总量基本可以忽略不计。2020年全国城市集中供热总量为41亿吉焦，其中前十的省份供热34.66亿吉焦，占据全国供热总量的84.5%，前五的省份均集中在北方地区，其中辽宁、山东、黑龙江供热总量排名前三，占据全国供热总量的39.29%，其次内蒙古、河北供热量约在4亿吉焦，另外吉林、山西、新疆、河南和北京在全国供热量排名前十。

此外，供热行业具有明显的季节性因素，冬季是最主要的供暖期。由于我国地域辽阔，不同地区气候温度差异很大，供暖季长短相应存在较大差异，通常为由北往南递减。例如我国最北端的漠河，供暖期长达七个月以上，而秦岭淮河以北的徐州市供暖期时长则只有三个月。

（2）兆讯传媒

兆讯传媒所处行业是广告传媒行业，细分行业是高铁数字媒体广告行业。该行业是基于户外广告与新兴数字化媒体形式，与高铁行业融合而成的新兴细分领域。

广告市场由广告主、广告公司、广告媒介和广告受众等市场主体构成。在产业链中，兆讯传媒所处行业位置是广告媒介，上游为提出宣传需求的广告主，下游是广告目标受众。根据媒介形式不同，广告媒介分为传统媒体和数字媒体。传统媒体包括电视、报纸、传统户外等，数字媒体是指在计算机信息处理技术基础之上出现的媒体形态，包括数字户外、互联网媒体等。



图2-2 广告细分行业分类

从广告行业整体而言，近十年来，互联网广告市场规模高速增长，成为广告收入主体部分。因疫情受众户外活动场景受限，居家和室内活动时段变多，媒介接触习惯进一步发生改变。互联网媒体的价值愈发凸显，推动广告主讲更多的预算向互联网倾斜。户外媒体保持高触达率，成为广告主预算分配的第二大重要渠道。户外广告在场景中的强制展示性增加了对消费者的触达率和影响力，通过大面积展示形成的巨大视觉冲击，也使其在带给消费者的回忆度上具有优势。

## 2.2.3行业前景

（1）联美控股

城市供热不仅涉及城市居民冬季采暖基本保障，而且是城市能源规划、环境建设中的重大战略问题。我国传统供暖方式通过燃烧化石能源产生大量烟尘和污染物，给大气治理工作造成沉重压力。同时，一些供热系统较为陈旧，对环境造成不良影响。节能环保已成为供热行业发展的必然趋势。具体而言，节能环保趋势主要体现在：

能源结构方面，绿色低碳智能化是发展方向，未来我国城市供热将逐渐改变以煤炭为主要热源的现状，天然气等清洁能源使用比例将逐渐提升，新技术和能源、环保相结合，实现能源结构的优化。

技术开发方面，在节能环保时代，节能技术占优的企业赢得了更多商机。目前，国内供热企业在研发方面不断加大投入，力推节能新产品、新技术、新材料、新工艺等，围绕节能、环保打造企业核心竞争力。

行业发展有利因素：伴随我国经济的快速发展和城镇化水平的不断提升，城市新增供热市场除了房地产新开发项目之外，还有大量逐步具备集中供热条件的中小规模县城市场。目前我国仅在北方各省的主要城镇建有集中供热系统，且覆盖率还有提升空间城镇化所带来的需求中，有着庞大的用热需求。

清洁能源供热前景较好。国务院《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》提出要大力发展节能环保、新能源等战略性新兴产业，开发推广高效节能技术装备及产品、积极推进煤炭清洁利用。这些政策和要求有利于供热企业应用多种新能源，实现相互补充、相互替代，提高供热保障度和供热安全性;有利于供热企业推广应用高效节能新技术、新材料、新工艺和新模式，顺利实现节能减排目标；有利于供热企业研发、生产和销售具备提高能源利用效率、减少供热损耗、降低污染排放等特性的热力设备

行业发展不利因素：完善的市场化机制尚未建立，主要依赖政府直接投入或补贴，这就导致清洁供热项目盈利水平较低，市场积极性不高。从清洁取暖试点城市情况看，即使存在补贴，其成本费用仍然比传统散煤取暖方式高。未来如果清洁取暖补贴逐步取消，该细分行业盈利空间将进一步压缩。

（2）兆讯传媒

广告行业与宏观经济关联程度较高，伴随我国经济持续稳定增长，广告行业市场规模将稳健增长。据国家市场监督管理总局数据，我国广告市场规模由2014年的5606亿元，.增长至2020年的9144亿元，年均增长率8.5%。根据《中国传媒产业发展报告(2019)》，发达国家的广告营业额占其GDP的比重约为2%左右，其中美国为2.5%，日本为1.6%。而我国目前GDP占比仍在1%以下，与发达国家相比有较大差距，随着经济发展以及广告行业的不断规范和完善，我国广告行业的市场规模以及GDP占比有望持续提升。

高铁数字媒体广告因其特有场景，相比于其他广告形式具有特有优势：我国高度重视高铁发展，覆盖面有较大提升空间。根据《“十四五”现代综合交通运输体系发展规划》，2025年，全国铁路营业里程预计达到16.5万公里，其中高速铁路5万公里。根据《国家综合立体交通网规划纲要》，2035年全国铁路营业.里程预计达到20万公里，其中高速铁路7万公里，相较于2021年4万公里水平仍有较大提升空间。

# 2.3案例回顾

## 2.3.1兆讯传媒上市历史波折

兆讯传媒早在成立初期就有上市传闻。兆讯传媒成立的2007年正是当时海外上市的热潮。在当时的环境下，创富“神话”随着民营企业的海外上市不断被刷新：2007年“胡润百富榜”中，来自碧桂园集团的杨惠妍年仅26岁，依靠海外上市拥有1300亿元人民币的资产。随着一个又一个巨额财富的“神话”，中国企业海外上市的热潮不断升温，其中上市目的地也涵盖了香港联交所、新加坡交易所、伦敦证券交易所、纽约纳斯达克交易所等海外主要资本市场。2015年7月分众传媒登陆美国证券市场，并成功募集到1.717亿美元，成为首家在海外上市的中国广告传媒股，一时间海外上市成为众多传媒公司在资本市场运作目标。兆讯传媒成立后不久就开始筹划上市之路。时任公司负责人程开训曾表示，兆讯传媒计划2009年在海外上市。虽然兆讯传媒的海外上市之路最后不了了之，但兆讯传媒始终心怀“上市梦”。

2012年3月，兆讯传媒进行首次公开发行申请，但在2013年5月撤回申请。原因是兆讯传媒在2012年11月向中国证监会提交反馈回复以后，A股IPO审核一直处于暂停状态且暂停时间不确定。因兆讯传媒后续计划实施重大资本运作，对未来发展战略进行调整，最后撤回了2012年IPO申请。

表2-2 兆讯传媒2012年申报上市过程

|  |  |
| --- | --- |
| **时间节点** | **主要事项** |
| 2012.03 | 向中国证监会申报2012年IPO的申请文件 |
| 2012.04 | 中国证监会出具《中国证监会行政许可申请受理通知书》 |
| 2012.08 | 中国证监会出具《中国证监会行政许可项目审查反馈意见通知书》 |
| 2012.11 | 提交《关于兆讯传媒首次公开发行股票申请文件反馈意见回复》 |
| 2013.05 | 提交《关于撤回兆讯传媒首次公开发行股票申请文件审查的申请》 |
| 2013.06 | 中国证监会出具《中国证监会行政许可申请终止审查通知书》 |

虽然IPO申报暂缓，但兆讯传媒仍然没有放弃上市的念头，转而采用曲线上市的方法。2014年，万好万家拟以现金支付及发行股份的方式购买三家公司全部股份并募集配套资金，同时，公司大股东万好万家集团将通过协议转让其持有的部分股份给浙江发展，浙江发展将取得上市公司控股地位，而浙江发展的最终控制人浙江省国资委将成为重组后万好万家新的实际控制人。若按照方案重组成功，万好万家将转型成为动漫、影视、新媒体广告传播等多元化的文化传媒公司。三家公司中，兆讯传媒和青雨影视都曾申请IPO被否决，因此重组方案巧妙地避开构成借壳上市条件。尽管如此，根据证监会2015年331号文件意见，万好万家该次重组的三家标的公司属于不同的业务领域，且万好万家控制权发生变化，未来存在较大整合风险，未来盈利能力存在较大不确定性，不符合《上市公司重大资产重组管理办法》规定而否定了这次的重组方案。兆讯传媒曲线上市的计划就此落空。

曲线上市计划虽不成功，兆讯传媒依旧谋求上市机会。2018年11月，联美控股以23亿元现金收购了兆讯传媒100%股权。与四年前的11亿元估值相比，兆讯传媒的身价已经翻了一倍。截至2018年上半年末，兆讯传媒的净资产为2.65亿元，以23亿元的收购价格来计算，此次收购的增值率高达7.7倍。在上述交易中，交易对方承诺标的公司在2018至2020年度实现的经审计归属于母公司股东的净利润分别为1.5亿元、1.875亿元及2.3438亿元，三年合计不低于5.72亿元，年化增速超过25%。

## 2.3.2兆讯传媒分拆上市过程

（1）交易所上市三轮问询

2020年10月31日，深圳证券交易所《关于兆讯传媒广告股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市申请文件的审核问询函》对兆讯传媒进行首轮问询，随后在2021年1月21日和2021年3月25日进行了第二和第三次问询，深交所在问询中主要的关注重点梳理如下：

表2-3 深交所三轮审核问询函关注点

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | 第一轮问询 | 第二轮问询 | 第三轮问询 |
| （1）实际控制人 | √ | √ | √ |
|  | 实际控制与一致行动协议 | 历史沿革 | 股东信息、实际控制人 |
| （2）主营业务 | √ | √ | — |
|  | 主营业务、客户、供应商 | 主营业务和核心技术、客户、供应商 | — |
| （3）利润 | √ | √ | √ |
|  | 主营业务收入、主营业务成本、毛利率 | 主营业务收入、收入确认 | 净利率 |
| （4）员工 | √ | √ | √ |
|  | 员工按区域分布情况及社保代缴 | 员工人数、岗位职责、流动率、离职率；社保、公积金补缴、处罚影响 | 员工离职率 |
| （5）应收账款 | √ | √ | √ |
| （6）关联交易 | √ | — | √ |
| （7）其他 | 现金分红 | 预付分红款 | — |

在三轮问询中，深圳证券交易所就兆讯传媒的实际控制人、主营业务、利润构成、和员工等多方面进行深入询问。值得关注的是兆讯传媒的应收账款问题被连问三轮。在第一轮问询中，要求公司补充披露几点：①应收账款前五名欠款方与前五大客户存在差异的原因及合理性；②关联方交易的情况与定价是否公允；③应收账款回款比例、逾期账款金额和比例；④应收账款周转率与同行业可比公司的差异，坏账准备计提比例低于同行业可比公司的原因及合理性、对财务报表的影响。

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **公司简称** | **2020年** | **2019年** | **2018年** | **2017年** |
| 北巴传媒 | 17.41 | 21.88 | 22.12 | 20.34 |
| 分众传媒 | 3.11 | 2.70 | 3.73 | 4.67 |
| **平均值** | 10.26 | 12.29 | 12.93 | 12.51 |
| 兆讯传媒 | 2.99 | 2.86 | 2.60 | 2.37 |

报告期内，公司的应收账款周转率分别为2.37次、2.60次、2.86次和2.99次，而行业内可比公司的应收账款周转率平均值分别为12.51次、12.93次、12.29次和10.26次。公司应收账款周转率远低于行业均值。兆讯传媒回复称公司应收账款周转率与分众传媒无显著差异，但是显著低于北巴传媒，主要原因为北巴传媒业务主要集中在汽车服务业务，媒体广告业务相对较小。北巴传媒应收账款周转率较高，主要与汽车服务业务相关，与公司所在广告媒体业务运营模式、客户群体以及付款模式不一致。双方应收账款周转率可比性较弱。

在第二轮问询中，深交所继续追问应收账款，要求公司补充说明①最近一期应收账款及逾期应收账款欠款方、金额及占比，相关欠款方信用情况是否发生异常变化；②始采用预期信用减值损失法计提坏账准备与原会计政策差异，信用减值损失计提是否充分；③应收账款周转率低于同行业可比公司，但信用减值准备和坏账准备计提低于同行业可比公司的原因及合理性。兆讯传媒回复表示公司采用预期信用减值损失法计提坏账准备与按原坏账准备计提比例计提坏账准备的差异分别为88.96万元和-15.62万元，该差异金额占公司税前利润的比例分别为 0.42%和-0.19%，影响金额及占比相对较小，未对公司盈利水平造成重大影响。

在第三轮问询中，深交所指出兆讯传媒历次反馈回复中前五大应收账款欠款方披露金额不一致，要求兆讯传媒说明原因并更正。此外，公司房地产行业客户均为区域性中小房地产公司，主要有中洲集团、金沪集团、华来利集团等。深交所要求公司说明房地产客户均为区域性中小房地产公司的原因，房地产新政对上述区域性中小房地产公司信用状况的影响，上述地产公司的回款情况，相应风险披露是否充分等。最后要求参照分众传媒应收账款减值计提政策，模拟测算对2020全年净利润的影响情况。对此兆讯传媒称招股书及历次反馈回复中前五大应收账款欠款方披露金额不一致主要系披露口径不一致；公司房地产客户为区域性中小房地产公司的原因主要系高铁媒体的传播价值对行业龙头客户的吸引力亟需提升，公司经过多年的发展，正在逐渐吸引行业龙头投广告。参照分众传媒应收账款减值计提政策，模拟测算对公司2020全年净利润的影响较小。

（2）分拆上市时间线梳理

2019年12月12日，证监会公布了《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》。

2020年3月10日，联美控股发布关于分拆所属子公司兆讯传媒广告股份有限公司至创业板上市的预案和关于分拆子公司上市的一般风险提示性公告。

2020年5月22日，联美控股发布兆讯传媒分拆预案修订稿。

2020年9月30日，兆讯传媒近期向深圳证券交易所提交了首次公开发行股票并在创业板上市的申请材料。

2021年5月20日，深交所审议认为兆讯传媒符合发行条件、上市条件和信息披露要求。

2022年1月6日，中国证监会同意兆讯传媒在创业板首次公开发行股票的注册申请。

2022年3月3日，兆讯传媒披露了《招股意向书》《步询价及推介公告》等相关公告。

2022年3月17日，兆讯传媒披露了《发行结果公告》和《招股说明书》。

2022年3月25日，兆讯传媒披露了《上市公告书》，兆讯传媒股票将2022年3月28日在深交所创业板上市，证券简称为“兆讯传媒” ，证券代码为“301102”。

# 2.4本章小结

本章主要从理论基础、案例背景入手，详细介绍联美控股分拆兆讯传媒上市的过程。从分拆上市动因来看，现有理论解释有信息不对称理论、融资需求理论、管理层激励理论、归核化战略理论和市场择时理论，公司出于自身信息披露、资金融资、股权激励或是经营管理的需要将子公司分拆后上市。从公司行业背景而言联美控股和兆讯传媒处于多元化经营的两个不相关行业，非同一行业产业链上下游关系，属于混合分拆。从上市过程来看，兆讯传媒的上市之路遍布荆棘，多年夙愿如今终于实现。兆讯传媒成功上市创业板，既是自身有良好的基础业务能力，也有制度改革带来的春风。作为中国高铁传媒第一股，联美控股和兆讯传媒的案例作为“分拆上市动因及经济后果”的研究对象具备一定的典型性与时效性。此次分拆上市，联美控股和兆讯传媒充分考虑了政策监管要求、行业发展前景和未来战略布局，经过充分的前期准备最终获得上市委和证监会的审批通过。

第三章 案例分析

# 3.1分拆动因分析

## 3.1.1聚焦主营业务

联美控股目前的主营业务是清洁能源业务和广告发布业务。公司主营业务收入中，广告发布业务收入为公司控股子公司兆讯传媒发生。清洁能源业务收入均为公司控股的供热发电子公司发生。清洁供暖业务领域重要子公司有浑南热力、沈阳新北和国惠新能源。全资子公司浑南热力、沈阳新北等主要以清洁燃煤手段取代散烧煤及小型燃煤锅炉，为沈阳用户提供集中供暖、供应蒸汽及发电业务。国惠新能源及沈水湾拥有国内单体装机规模最大的水源热泵项目，通过对城市中水余热提取并梯次加热利用。联美生物能源则专注于生物质热电联产项目的开发与运营。供热、发电、接网和工程施工，都属于清洁能源业务的细分领域。供热和发电，实际是属于热电联产的两个环节。原先火力发电排出的废气中还含有大量的热能被白白浪费掉，热电联产后，这部分热能就被收集起来，用来供热。

联美控股1998年上市时曾用名“黎明股份”，当时主营业务是服装。后来因为经营不善，经过多次资产重组，主营业务变更为供热发电，2008年改名为联美控股。2016年6月，联美控股从大股东那里置换进沈阳新北、国惠新能源等优质资产。2018年联美控股从大股东手中收购兆讯传媒负责经营广告发布业务。联美控股各项收入占比如图3-1



图3-1 联美控股主营业务收入占比

从图3-1可以看出联美控股虽然自身战略定位为“清洁供热+高铁数字媒体”双主业格局，但是主营业务约80%的收入来自清洁能源业务，广告收入业务仅占18%且全部来自兆讯传媒。根据公司年报的定位，联美控股是以科技创新为动力的“清洁供热专业运营商”，主要从事供热、供电、供汽、工程及接网等业务。兆讯传媒是“高铁数字媒体综合运营商”，主要运营全国铁路车站数字媒体广告。兆讯传媒的广告业务在联美控股这一清洁能源供应商大板块中显得有些格格不入。此外，两个行业业务带来的毛利率也有所不同。



图3-2 联美控股收入分业务毛利率

从图3-2可以看出清洁能源业务和广告发布业务毛利率差异巨大。毛利率最高的业务是清洁能源业务中的接网的99.78%和工程施工业务的88.51%，其次是广告发布业务的59.57%。接网业务毛利率高主要因为在供热管线铺设完成后，后续的开通几乎没有成本。以后只要联美控股还在不断的拓展供暖新客户，接网费这一块业务就还会持续的给联美带来超高的毛利。而发电业务和供热及蒸汽业务息息相关，是热电联产的两个环节，联美控股通过燃烧煤炭发电，同时收集火力发电所产生的大量的热能用来供热。对于联美控股而言，供热及蒸汽业务才是主要目的，发电只是次要产品且基本不赚钱甚至亏损，毛利率为-17.48%。

表3-1 2021年联美控股分业务毛利情况表

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 分产品 | 毛利润 | 毛利贡献(%) | 毛利率(%) |
| 供暖及蒸汽 | 606,272,791.98 | 39.37 | 29.62 |
| 发电 | -27,462,382.17 | -1.78 | -17.48 |
| 工程 | 207,342,542.82 | 13.47 | 88.51 |
| 接网 | 343,003,451.44 | 22.28 | 99.78 |
| 广告发布 | 369,205,896.65 | 23.98 | 59.57 |
| 物业、多种经营 | 7,820,745.67 | 0.51 | 24.52 |
| 类金融收入净额 | 27,406,897.36 | 1.78 | 不适用 |
| 其他 | 6,185,099.73 | 0.40 | 94.05 |

蒸汽及供暖业务虽然毛利率仅有29.62%，但是毛利润占比39.37%。广告发布业务毛利润占比为23.98%，接网和工程业务毛利润占比分别为22.28%和13.47%。这四项业务构成了联美控股99%以上的毛利润收入。

从业务相关角度，二者处于不同产业链。双方的业务模式和产品构成具有很大区别。联美控股及其下属子公司不存在开展与兆讯传媒相同业务的情形，兆讯传媒的广告发布业务相对独立。在业务依赖角度，双方仅存在较小规模的关联交易，兆讯传媒为联美控股及其关联方提供广告发布服务及向联美控股及其关联方采购物业管理服务。从业务竞争角度而言，二者各自所在的领域均存在较高行业准入门槛。供暖业务具有天然的垄断性和跨周期的特点，供暖用户一旦使用了某家的供暖服务，在该房屋的供暖服务几乎不会存在更改变化，而兆讯传媒与各铁路局签订的长期排他性合同，也使其获得一定的资源垄断地位。故两者并没有存在明显的范围经济，在分拆上市后，联美控股及下属其他企业可以更加专注发展在供热、供电、供汽、工程及接网等业务方面的优势，进一步突出主业、增强公司独立性。

## 3.1.2拓宽融资渠道

为了满足日常生产经营需要或者经营投资需要，企业通常会通过权益性融资或者债务性融资来获取所需资金，分拆上市就是一种权益性融资手段。兆讯传媒主营业务是高铁数字媒体发布，随着运营站点数字媒体的不断建设，广告刷屏机等数字媒体设备需要持续的优化和投放，带来较高的资金需求。

2018年至2020年兆讯传媒经营活动现金流呈现增长趋势，投资活动现金流和筹资活动现金流均为负，投资活动整体趋势呈现先小幅上升后大幅度上升，主要用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金。2020年筹资活动在大幅度上升，主要原因是2020年当所支付的现金主要为对股东的分红款。总体而言，期末现金及现金等价物余额呈现增长趋势。



数据来源：兆讯传媒招股说明书

图3-3 兆讯传媒2018年至2020年现金流量趋势图

随着公司发展，兆讯传媒品牌知名度逐渐提升，但资产规模及业务规模整体偏小、缺乏多元化的融资渠道所带来的资金短缺限制了公司的进一步发展。公司轻资产运营的模式限制了通过银行等金融机构间接融资的规模和能力。同时数量庞大的媒体资源在现有网点维护、优化以及新增站点建设方面均需要巨大的资金支持。兆讯传媒仅靠自有资金难以支撑业务持续发展带来的资金需求。

我国高铁的建设与铁路线路日渐发展和成熟，铁路相关媒体资源日渐丰富，广告环境愈发优质，高铁媒体在当前背景下迎来新的发展机遇。兆讯传媒认为有必要通过募集资金并投资项目建设，持续拓展站点资源，同时对部分现有站点进行数字媒体设备的迭代升级，提高核心竞争力，应对愈发激烈的竞争市场。日前广告行业呈现向二三线、三四线城市下沉的整体发展趋势，兆讯传媒在招股书中表示，希望通过新增121个铁路客运站数字媒体运营站点，覆盖更多低线级城市、县级市的铁路客运站，进一步完善公司媒体运营网络，助力公司全国范围内的铁路媒体运营站点布局，提升公司市场占有率，兆讯传媒募资用途如表3-2所示。

表3-2 兆讯传媒公开发行股票募集资金预计用途

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **序号** | **项目名称** | **投资金额（万元）** | **备案** |
| 1 | 运营站点数字媒体建设项目 | 79,539.77 | 是 |
| 2 | 营销中心建设项目营销中心建设项目 | 8,825.62 | 是 |
| 3 | 运营总部及技术中心建设项目 | 29,771.00 | 是 |
| 4 | 补充流动资金项目 | 12,000.00 | — |
| 合计 | | 130,136.39 | — |

而联美控股近三年内使用的募集资金主要分布在热网工程和环保改造工程上，均未投向兆讯传媒。2018年至2020年，兆讯传媒经审计的期末现金及现金等价物余额约为1.5亿元、2.9亿元和3.3亿元，不能很好满足未来的站点数字化媒体建设和运营总部的建设计划，存在较大的资金缺口，需要进行融资。从资本结构匹配的角度而言，短期项目资金可以通过短期资本实现，长期项目资金匹配长期资本更为合适，兆讯传媒的数字化媒体建设和运营总部建设，都是立足长期为以后较长一段时间内发展所做的规划，采取股权融资更为合适。且在分拆上市后，兆讯传媒能够直接从资本市场获得股权或债权融资以应对现有业务及未来扩张的资金需求，有利于增强公司的服务能力、营销能力和技术实力，提升公司整体市场竞争力，从而提高公司未来的盈利能力，进而为联美控股和兆讯传媒股东提供更好的投资回报。在多元融资格局的完善下，兆讯传媒还可以进一步加快业务发展，适时选择相关业务板块具备一定业务基础的有潜力的企业进行并购，如经营优势媒体资源、拥有先进广告营销技术的相关企业，实现公司的外延式发展，增强公司的盈利能力与服务水平，提升公司在广告行业内的竞争优势与行业地位。

## 3.1.3估值回归合理

在资本市场中，由于信息不对称，母子公司的不同类型业务混合在一起，很难区分各部分业务的价值。联美控股的清洁能源业务和广告发布业务的发展速度有可能不一致，这使得外部投资者难以正确评估企业的整体价值，让广告发布业务的估值低于其实际价值。结果就是兆讯传媒这样的优质子公司由于公司整体估值的不合理而被掩盖，其真正的价值无法得到正确的评估。

根据Wind数据显示，电力、热力生产及供应行业加权平均市盈率（PE值）在23.4倍左右，传媒广告行业平均PE值为46.34。从市盈率来看，联美控股所处行业的估值水平较低。电力、热力生产及供应行业市盈率远低于媒广告行业，且联美控股的PE倍数2017年至2020年平均为17.53倍。联美控股估值低于行业平均估值倍数。联美控股在电力、热力生产及供应行业相关业务利润贡献占比约80%，市场主要将其作为公用事业进行估值，那么高铁传媒业务的价值将被明显低估。分拆上市有助于披露更多信息，以便于市场对兆讯传媒重新估值。在分拆上市后，兆讯传媒平均市盈率为37.17，高于同期联美控股的市盈率15.84。

由此可见，分拆上市可以显著提高兆讯传媒的信息透明度，使得联美控股和兆讯传媒各自的业务和财务状况更加清晰明了，进而有利于股东和其他机构投资者对两家公司的评估和投资决策。此外，分拆上市也有助于资本市场更为合理地对联美控股不同业务进行估值，从而使其优质资产得到更好的定价和展现。因此，通过分拆上市，联美控股可以更好地展示其核心业务的价值，促进其在资本市场的表现，为未来的发展创造更多机遇和空间。

## 3.1.4提高治理水平

作为一个轻资产数字媒体企业，兆讯传媒在技术、管理、营销等方面需要拥有高素质的人才团队来驱动公司发展。然而，面对激烈的行业竞争，兆讯传媒在人才储备与培养方面也面临一定的压力。为了保持自身的技术研发优势和成长速度，公司需要积极应对这些挑战。首先，建立良好的人才激励约束机制可以帮助公司提高人才的稳定性。通过建立激励机制，公司可以更好地留住和吸引高素质人才，提高他们的归属感和忠诚度，从而提升公司整体的竞争力。同时，约束机制也可以促进人才的自我提升和发展，进一步增强公司的创新能力和竞争优势。

截至兆讯传媒招股说明书签署日，兆讯传媒未制定或实施股权激励及相关安排。但兆讯传媒的高级管理人员及其核心成员参与战略配售，股份数量为2,507,522股，占发行股份数量的5.02%。资产管理计划获配股票的限售期为12个月。一般来说，在企业价值持续增长的情况下，采用股权激励和战略配售来激励高管和核心员工各有优劣。若打算采用股权激励达到与战略配售一致的员工收益，企业将会面临较高的股份支付成本。股权激励虽然能够提高员工对企业未来发展的信心，但由于需要支付较高的股份支付成本，对企业财务状况造成一定的压力。相比之下，战略配售标的价格更高，但相对更具有流动性。同时，高管和核心员工以发行价参与新股认购，体现出其对企业未来发展的看好，对市场投资者的信心有较大激励作用。随着科创板和创业板越来越多上市公司的实践，战略配售是目前绑定和激励高管和核心员工的主要方式之一。分拆上市的战略配售是一种重要的员工激励方式，能够使得管理层利益与股东利益真正绑定，在一定程度上减少管理层的短视行为，缓解委托代理问题，提高公司治理水平。

# 3.2分拆经济后果

联美控股在2020年3月10日向市场公布将分拆子公司兆讯传媒上市的预案，并且在2022年3月28日在创业板上市。本节对联美控股分拆上市事件资本市场市场反应和长期绩效进行分析，首先观察股价波动反应，再运用事件研究法分析首次公告分拆上市日和公开上市日的短期市场反应；其次运用财务数据和非财务指标对联美控股和兆讯传媒的长期绩效进行分析。

## 3.2.1资本市场反应

联美控股和兆讯传媒分拆上市的的短期市场反应主要体现在上市前后股价的波动情况上，本节选取两个重要时点，第一个时点是母公司联美控股首次正式发布兆讯传媒分拆上市预案日期，即2020年3月10日，另一个时点是子公司兆讯传媒成功上市创业板的日期，即2022年3月28日，通过研究这两个时间点短期股价变动情况，来分析分拆上市对母子公司股价的影响。

（1）母公司联美控股股价影响



图3-4联美控股股价变动情况

从图3-4的股价变动情况可以观察出，股价在公告日前后整体呈现上升趋势，2月24日至3月6日最低收盘价11.22元，最高收盘价12.29元，平均日收盘价11.77元；3月11日至3月24日最低收盘价12.44元，最高收盘价14.03元，平均日收盘价12.99元。2020年联美控股在宣布论证重大事项停牌并公布计划分拆兆讯传媒上市后，股价相比于公告前有明显提升。3月11日股价涨幅10.01%，说明短期内市场对于联美控股分拆兆讯传媒这一方案持积极乐观态度。

（2）子公司兆讯传媒股价影响



图3-5 兆讯传媒股价变动情况

从图3-5的股价变动情况可以观察出，2022年3月28日兆讯传媒成功在创业板上市，首次公开发行价格为39.88元每股，首日开盘价为38.98元每股，收盘价为34.03元每股，低于首次公开发行价。



图3-6 兆讯传媒股价长期变动情况

将时间范围拉长后可以观测到兆讯传媒股价在上市后存在较大波动，公开发行后于2022年4月27日跌入低位24.3元，往后大部分时间都在发行价格以下波动。自2022年10月26日后股价触底反弹，于2022年12月后逐渐回升并超过发行价。股价的走向一方面与市场投资者对兆讯传媒的信心相关，另一方面可能受我国新冠感染的防控政策影响，两者都说明兆讯传媒的上市受到市场投资者的关注，短期对子公司并未体现出正向影响。

通过分析首次公告分拆上市日和正式公开上市日前后5个交易日母公司联美控股股价波动，以此来判断分拆上市事件的短期资本市场反应。但是由于股价涨跌除了分拆上市的影响因素外还受到许多因素的影响，所以需要通过回归分析和上证指数来计算出正常收益率和超额收益率，进一步研究资本市场对此次分拆上市的短期市场反应。

（1）确定事件日

本文选取联美控股发布《分拆预案》，即2020年3月10日为事件日。该日为联美控股首次向市场公告，传达出要分拆子公司至创业板上市消息，市场知悉此次分拆事件的日期，能体现出短期内资本市场的反应和投资者的态度。将事件日设为第0个交易日，事件日前一个交易日-1，事件日后一个交易日记为1。

（2）确定窗口期和估计期

窗口期的选取需要考虑满足事件日发生前后的一个时间区间并避免影响股价变动的重大事件这两个条件。本文将窗口期确定为[-10,10]，即分拆上市宣告日及前后各10个交易日。因联美控股在子公司分拆上市公告前夕因论证该重大事项选择停牌，故采用从2020年2月25日至2020年3月24日共20个交易日收盘价作为观察样本，充分考虑了资本市场吸收分拆上市事件信息的预见性和后续性。

估计期的确定是为了估算企业一般情况下的预期收益率，一般选取时间的较长，且会在估计期和窗口期之间留出合适的时间，使得分析出的结果可信性更高。参考以往研究，本文将估计期确定为[-150,-30]，即分拆上市事件日前150天至事件日前30天的共120个交易日。具体是日期为2019年7月24日至2020年1月6日，用120个交易日的日收益率数据对市场模型中的参数来估计，建立回归模型，得出回归方程，通过回归方程计算出时间窗口期的超额收益率和累计超额收益。

（3）确定收益率公式

在目前研究中，估计预期收益率的方式分为：均值模型法、市场调整模型法以及市场模型法。本文采用市场模型法，该模型根据资本资产定价模型来计算股票的预期收益率。假定Rt为预期收益率，Rmt为市场报酬率，预期收益率公式如下：



实际收益（Rit）是指股票i在t日的实际收益率，Pt指股票在t日的收盘价，Pt-1是指股票在t-1日的收盘价格，公式为：



超额收益率（ARit）代表股票i在第t天的超额收益率。根据资本资产定价模型可求出股票的实际收益率，再用实际收益率减去预期收益率即为超额收益率，用公式表达为：



累计超额收益率（CARit）表示从时间开始日j到事件结束日t的AR总和，公式如下：



（4）计算预期收益率和超额收益率

首先需要选择窗口期之前的估计期数据，用以借助估计联美控股的β值，即通过建立个股收益率与市场收益率的回归方程，然后估计联美控股在事件窗内的“预期收益率”。联美控股是上海证券交易所的上市公司，故采用上证指数为市场报酬率。



图3-7 估计期线性拟合图

将估计期[-150,-30]的个股收益率以及指数收益率按市场模型制作散点图，函数拟合过程如图。通过回归分析得到：α=0.0015、β=0.3145，预期收益率公式如下：



然后，将事件期[-10，10]内的上证指数收益率带入公式，能够得到联美控股在事件期[-10，10]内的预期收益率。根据上述分析步骤，可以计算出2020年3月10日事件日对于联美控股收益率影响的情况，联美控股在窗口期的超额收益率和累计超额收益率如表3-3所示

表3-3 联美控股分拆上市事件窗口期内超额收益率以及累计超额收益率

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **交易日期** | **窗口期** | **超额收益率** | **累计超额收益率** | **股票收盘价** |
| 2020-02-24 | -10 | (0.0182) | (0.0182) | 11.75 |
| 2020-02-25 | -9 | (0.0124) | (0.0306) | 11.60 |
| 2020-02-26 | -8 | (0.0084) | (0.0389) | 11.49 |
| 2020-02-27 | -7 | (0.0019) | (0.0408) | 11.49 |
| 2020-02-28 | -6 | (0.0133) | (0.0541) | 11.22 |
| 2020-03-02 | -5 | 0.0180 | (0.0361) | 11.55 |
| 2020-03-03 | -4 | 0.0144 | (0.0217) | 11.76 |
| 2020-03-04 | -3 | 0.0127 | (0.0091) | 11.95 |
| 2020-03-05 | -2 | 0.0207 | 0.0116 | 12.29 |
| 2020-03-06 | -1 | 0.0267 | 0.0383 | 12.59 |
| 2020-03-11 | 1 | 0.1015 | 0.1399 | 13.85 |
| 2020-03-12 | 2 | 0.0163 | 0.1562 | 14.03 |
| 2020-03-13 | 3 | (0.0468) | 0.1094 | 13.34 |
| 2020-03-16 | 4 | (0.0448) | 0.0646 | 12.62 |
| 2020-03-17 | 5 | 0.0004 | 0.0650 | 12.63 |
| 2020-03-18 | 6 | (0.0100) | 0.0550 | 12.45 |
| 2020-03-19 | 7 | 0.0008 | 0.0557 | 12.44 |
| 2020-03-20 | 8 | 0.0079 | 0.0636 | 12.62 |
| 2020-03-23 | 9 | 0.0257 | 0.0894 | 12.84 |
| 2020-03-24 | 10 | 0.0153 | 0.1046 | 13.15 |

根据表格中的的数据绘制收益率折线图以便更好地分析分拆上市的信息公布对联美控股收益率情况的影响



图3-8 联美控股超额收益率以及累计超额收益率趋势图

从图3-8可以看出，在本文所选的事件窗口期内，联美控股首次宣布分拆后获得了明显为正的超额收益率和累计超额收益。从折线图来看，超额收益率宣布分拆后超额收益率达到最高点13.99%，随后在事件日后第3天和第4天下跌至-4.68%和-4.48%，在事件日第5天及其之后整体呈现增长趋势。累计超额收益率在宣布分拆后相较于宣布前有明显增加，宣布分拆后一直保持正的累计超额收益。结合联美控股的股价变化情况，可以看出联美控股的分拆行为受到市场的认可，分拆上市给公司创造了价值并带来正向的市场反馈。后续的超额收益率趋于平稳表现市场投资者回归理性，能否带来长期的积极效应还需要进一步的检验。

对于兆讯传媒的市场反应，首先需要确定事件日、窗口期和估计期。兆讯传媒的事件日为2022年3月28日首次公开发行上市的日期；窗口期使用成功上市后往后10个交易日的数据，记为[0,10]，窗口期选择最终为2022年3月28日至2022年4月13日。鉴于兆讯传媒是首次公开发行上市，所以不存在估计期。

由于子公司兆讯传媒是首次上市的企业，前期没有股票价格，因此采用市场调整法计算预期收益率。兆讯传媒在深交所创业板上市，故选取深证成指收益率作为兆讯传媒的预期收益率。根据市场调整模型法计算出超额收益率和累计超额收益率，计算结果如表3-4所示：

表3-4 兆讯传媒事件窗口期内超额收益率以及累计超额收益率

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **交易日期** | **窗口期** | **超额收益率** | **累计超额收益率** | **股票收盘价** |
| 2022-03-28 | 0 | (0.1365) | (0.1365) | 34.03 |
| 2022-03-29 | 1 | (0.0551) | (0.1916) | 32.00 |
| 2022-03-30 | 2 | (0.0213) | (0.2129) | 32.31 |
| 2022-03-31 | 3 | (0.0197) | (0.2326) | 31.29 |
| 2022-04-01 | 4 | 0.0025 | (0.2301) | 31.65 |
| 2022-04-06 | 5 | (0.0160) | (0.2462) | 31.00 |
| 2022-04-07 | 6 | (0.0158) | (0.2619) | 30.00 |
| 2022-04-08 | 7 | (0.0413) | (0.3032) | 28.73 |
| 2022-04-11 | 8 | (0.0138) | (0.3170) | 27.28 |
| 2022-04-12 | 9 | 0.0041 | (0.3129) | 27.95 |
| 2022-04-13 | 10 | 0.0131 | (0.2997) | 27.87 |

将计算得出的兆讯传媒超额收益率及累计超收益率变化情况绘制成折线图，以便于更直观的观察兆讯传媒上市后10天的收益率变化情况，图如下：



图3-9 兆讯传媒超额收益率以及累计超额收益率趋势图

从折线图3-9可以观察到，兆讯传媒成功上市后超额收益率一直在零点下波动，在第1天超额收益率出现最小值-13.65%，在第4天超额收益率首次突破零点达到0.25%并在第10天达到最高值1.31%。这表明市场初期对于兆讯传媒上市事件并没有持积极态度，可以说分拆上市对子公司兆讯传媒的市场绩效未能产生正向影响。但考虑深成指数在该段时间同样表现不佳，或也于市场信心不足有关，需要结合同类型可比公司对比分析以进一步研究判断。

## 3.2.2财务绩效分析

该章节主要通过财务比率分析母子公司的单项财务绩效，联美控股在2018年7月完成对兆讯传媒的股权转让，兆讯传媒于2022年3月在创业板上市，为了能够有效而全面地分析联美控股和兆讯传媒两家公司的财务绩效，选取联美控股分拆前后的财务数据进行分析。同时将选取同行业相近规模的公司作为对照组进行对比分析，以便进一步强化经济后果分析结论的稳健。

（1）偿债能力分析

①母公司联美控股偿债能力分析

短期而言，分拆上市带来充足的现金流入，一方面减少了偿债压力，另一方面有充足的资金能够投入企业发展中。从长期角度，联美控股的资本结构和偿债能力受到宏观经济环境、企业内部管理效率和企业未来战略规划等因素的综合影响。

2019年到2021年，联美控股的资产负债率在34%左右波动，当前的供热企业具有高能耗、高排放、高投入、低效率的"三高一低"特点，相比行业平均资产负债率通常在50%～60%，联美控股资产负债率较低，可以更好地应对经济不景气时期的经营风险，企业的债务违约风险较小。在母公司分拆兆讯传媒上市后，2022年半年报和三季度报中披露联美控股资产负债率降低至25%。主要原因：一是来自子公司上市后货币资金的增加，相较于2021年，2022年货币资金增幅达23.05%。二是流动负债的减少，相较于2021年流动负债降低24.62%，仅应付账款降幅就有19.02%。权益乘数在上市前数值较高平均为1.53，上市后略下降，偿债压力减小。流动比率和速动比率变化趋势相同，流动比率和速动比率在分拆上市后分别提升至3.46和3.29，短期偿债压力处于健康水平。可以看出在兆讯传媒上市后，极大缓解了联美控股的融资压力，公司现金流较为充裕。

表3-5 联美控股分拆上市前后偿债能力分析

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 财务指标 | 分拆上市前 | | | 分拆上市后 | |
| 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年Q2 | 2022年Q3 |
| 资产负债率 | 35.45% | 34.56% | 33.54% | 25.35% | 25.39% |
| 权益乘数 | 1.55 | 1.53 | 1.50 | 1.34 | 1.34 |
| 流动比率 | 2.70 | 2.44 | 2.22 | 3.46 | 3.41 |
| 速动比率 | 2.56 | 2.32 | 2.09 | 3.29 | 3.20 |

②子公司兆讯传媒偿债能力分析

在分拆上市后，公司通过股权融资募集到19.94亿元的资金，资产负债率下降到2022年三季度的18.75%，在广告行业处于较低的资产负债率水平。良好的资产负债率有利于公司获得金融机构的贷款，拓宽从外部获得资金的渠道，从而保证企业有充足的资金拓展业务。流动比率和速动比率呈现先增加后减少的趋势，在2021年分拆前夕到达最低值3.18，分拆上市后兆讯传媒在创业板通过融资补充进大量流动资金，使得流动资产大幅度上升，逐步回升至7.99和12.01，因此兆讯传媒短期偿债能力得到明显的提高。整体而言，分拆上市为兆讯传媒提供了充足的资金用以拓展业务规模，改善企业资本结构和偿债能力，助力企业发展。

表3-6 兆讯传媒分拆上市前后偿债能力分析

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 财务指标 | 分拆上市前 | | | 分拆上市后 | |
| 2019年 | 2020年 | 2021年 | 2022年Q2 | 2022年Q3 |
| 资产负债率 | 8.00% | 8.54% | 30.97% | 20.79% | 18.75% |
| 权益乘数 | 1.09 | 1.09 | 1.45 | 1.26 | 1.23 |
| 流动比率 | 10.56 | 10.21 | 3.18 | 7.99 | 12.01 |
| 速动比率 | 10.56 | 10.21 | 3.18 | 7.99 | 12.01 |

（2）营运能力分析

①母公司联美控股营运能力分析

资产周转率是用来衡量企业资产利用效率的一个指标，它是指一定时期内营业收入额除以平均资产的比率。在使用2022年半年报和三季度报表时，为了使得分拆上市前后的数据具有可比性，使用以前年度的半年报和三季度报表作为对照。

从表3-6可以看出，各项营运能力指标相比于分拆前或有一定幅度的下降。在第二季度，联美控股的总资产周转率相较于分拆前保持一致，固定资产周转率略有下降，但是存货和应收账款都比2021年有所回升，存货周转率达到分拆前后四年来的最大值。在第三季度，联美控股的总资产周转率从分拆前的0.17降低至0.16，原因主要是固定资产周转率和流动资产周转率都有一点降低，但是存货周转率和应收账款周转率都比2021年同期表现更好。

表3-7 联美控股分拆上市前后营运能力分析

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 财务指标 | 分拆上市前 | | | 分拆上市后 |
| 2019年Q2 | 2020年Q2 | 2021年Q2 | 2022年Q2 |
| 总资产周转率 | 0.15 | 0.17 | 0.14 | 0.14 |
| 固定资产周转率 | 0.57 | 0.67 | 0.62 | 0.60 |
| 流动资产周转率 | 0.30 | 0.31 | 0.25 | 0.25 |
| 存货周转率 | 2.84 | 2.59 | 2.70 | 3.31 |
| 应收账款周转率 | 4.47 | 2.62 | 1.93 | 2.53 |
| 财务指标 | 分拆上市前 | | | 分拆上市后 |
| 2019年Q3 | 2020年Q3 | 2021年Q3 | 2022年Q3 |
| 总资产周转率 | 0.18 | 0.19 | 0.17 | 0.16 |
| 固定资产周转率 | 0.68 | 0.79 | 0.74 | 0.72 |
| 流动资产周转率 | 0.34 | 0.36 | 0.31 | 0.29 |
| 存货周转率 | 3.32 | 2.86 | 3.04 | 3.37 |
| 应收账款周转率 | 4.88 | 2.88 | 2.26 | 2.98 |

因为联美控股主营业务为清洁能源供暖，业务收入和成本主要集中发生在第四季度，受季节性因素影响较大，故而使用二、三季度的周转率指标可能无法很好地评价联美控股分拆前后表现。故将联美控股和同行业可比公司三季度总资产周转率作比较，对比情况见表3-7。

表3-8 联美控股与可比公司三季度总资产周转率比较

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 公司名称 | 2019.09 | 2020.09 | 2021.09 | 2022.09 |
| 联美控股 | 0.18 | 0.19 | 0.17 | 0.16 |
| 惠天热电 | 0.18 | 0.17 | 0.21 | 0.22 |
| 华通热力 | 0.33 | 0.29 | 0.30 | 0.33 |

②子公司兆讯传媒营运能力分析

兆讯传媒总资产周转率呈现不断下降趋势，从2020年的0.34次降低至2022年的0.11次。心兆讯传媒在2022年度创业板上市筹集到19.96亿元资金，使得当年资产总额比2021年增加226.85%，但收入的增速仅为8.34%，所以总资产周转率在2021年度大幅下降至0.11，分拆后总资产周转率下降明显。

总资产周转率大幅下降主要是流动资产周转率下降所致。兆讯传媒在分拆后，固定资产没有增加而是降低了3.40%，同期营业收入增加所以使得固定资产周转率相较分拆前更高。应收账款因为业务拓展，收入增加和疫情影响客户回款两个因素，相比去年同期增加了66.35%，货币资金增长了471.63%，这两项流动资产的大幅增加导致流动资产周转率和总资产周转率下降。尽管周转率指标下降，得益于业务不断拓展和公司良好的经营模式，分拆上市后子公司整体运营能力保持稳定。

表3-9 兆讯传媒分拆上市前后营运能力分析

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 财务指标 | 分拆上市前 | | 分拆上市后 |
| 2020年Q2 | 2021年Q2 | 2022年Q2 |
| 总资产周转率 | 0.34 | 0.28 | 0.11 |
| 固定资产周转率 | 2.31 | 2.46 | 2.72 |
| 流动资产周转率 | 0.41 | 0.41 | 0.15 |
| 应收账款周转率 | 1.13 | 1.59 | 1.19 |

（3）盈利能力分析

①母公司联美控股盈利能力分析

整体来看，2022年的营业收入较2021年略有增长。若企业收入不存在季节性因素，前二季度营业收入较2021年同期增长12.05%，前三季度营业收入较2021年下降11.57%。分拆上市后2022年净利润在二季度已经达到2021年净利润的57.6%，在三季度已经达到2021年净利润的60.4%，而考虑联美控股业务主要是清洁供暖行业，季节性较明显，四季度收入相较二、三季度会更高，为了增强可比性将联美控股半年和三季度数据分别与往年同期对比。

根据年报披露，联美控股2021年利润指标降低的主要原因来自于存在清欠收入、燃料价格上涨及公司间接持有的证券价格回落产生公允价值变动损失三个因素。2022年中报表示营业收入较上年同期增加是因为公司供暖面积的持续增长以及山东福林项目投产所致。营业成本上升原因为燃料价格上涨。2021年，全球能源市场绿色转型加速，我国煤炭市场供需偏紧，煤炭价格指数在2021年出现峰值，煤价一度大幅波动。联美控股尽管营业收入有所增加，但因为营业成本的大幅增加，导致联美控股的业务毛利润在二、三季度皆呈现先增加后下降趋势，于2020年毛利率达到最大值，而后不断下降。随着未来我国煤价的稳定和双碳政策的落实完善，联美控股在未来有较好的盈利能力。

表3-10 联美控股分拆上市前后盈利能力分析

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 财务指标 | 分拆上市前 | | | 分拆上市后 |
| 2019年Q2 | 2020年Q2 | 2021年Q2 | 2022年Q2 |
| 营业收入（亿元） | 16.45 | 20.36 | 18.90 | 19.43 |
| 净利润（亿元） | 8.31 | 9.76 | 6.88 | 6.24 |
| 毛利率 | 53.68% | 61.76% | 52.51% | 46.37% |
| 总资产净利率 | 7.74% | 8.12% | 5.10% | 4.38% |
| 销售净利率 | 50.52% | 47.96% | 36.41% | 32.08% |
| 净资产收益率 | 12.30% | 11.70% | 8.01% | 5.88% |
| 财务指标 | 分拆上市前 | | | 分拆上市后 |
| 2019年Q3 | 2020年Q3 | 2021年Q3 | 2022年Q3 |
| 营业收入（亿元） | 19.31 | 23.58 | 22.35 | 23.00 |
| 净利润（亿元） | 9.34 | 11.96 | 7.48 | 6.73 |
| 毛利率 | 50.53% | 57.28% | 48.45% | 43.34% |
| 总资产净利率 | 8.63% | 9.84% | 5.67% | 4.71% |
| 销售净利率 | 48.38% | 50.72% | 33.48% | 29.25% |
| 净资产收益率 | 13.63% | 14.07% | 8.65% | 6.16% |

②子公司兆讯传媒盈利能力分析

兆讯传媒在分拆上市后营业收入呈现增长趋势，同比增长8.34%，主要来自于高铁站点媒体资源新老客户持续投放广告和新增户外裸眼3D高清大屏媒体资源收入。但是营业成本增加25.80%，达到1.89亿元，导致净利润同比下降18.83%。营业成本增加的主要因素是新签铁路站点增加，需要加大高铁站点媒体资源的开发和投入。其次是兆讯传媒布局数字户外广告业务，新增户外裸眼3D高清大屏媒体资源成本。从公司生命周期角度而言，兆讯传媒正处于业务成长拓展阶段，业务成长性高，未来预期能够收回投入的现金流，但分拆上市后兆讯传媒短期内盈利指标表现缺佳。

表3-11 兆讯传媒分拆上市前后盈利能力分析

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| 财务指标 | 分拆上市前 | | 分拆上市后 |
| 2020年Q2 | 2021年Q2 | 2022年Q2 |
| 营业收入（亿元） | 1.97 | 2.43 | 2.64 |
| 净利润（千万） | 7.45 | 8.31 | 6.74 |
| 毛利率 | 54.39% | 53.30% | 48.10% |
| 总资产净利率 | 12.95% | 9.46% | 2.83% |
| 销售净利率 | 37.80% | 34.15% | 25.59% |
| 净资产收益率 | 15.21% | 11.76% | 2.42% |

（4）成长能力分析

①母公司联美控股成长能力分析

可以看出联美控股在分拆上市后的成长能力相比分拆前有所提高。总资产增长率在分拆上市后显著提高，从2019年的0.72%提高到2022年14.30%。虽然营业收入增长率和净利润增长率在2020年和2021年出现下降，但在2022年有所回升。整体上看，联美控股在分拆上市后表现出良好的成长能力。

表3-12 联美控股分拆上市前后成长能力分析

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 财务指标 | 分拆上市前 | | | 分拆上市后 |
| 2019年Q2 | 2020年Q2 | 2021年Q2 | 2022年Q2 |
| 总资产增长率 | 0.72% | 14.32% | 9.63% | 14.30% |
| 营业收入增长率 | 22.41% | 23.77% | -7.16% | 2.81% |
| 净利润增长率 | 36.69% | 17.50% | -29.52% | -9.40% |
| 财务指标 | 分拆上市前 | | | 分拆上市后 |
| 2019年Q3 | 2020年Q3 | 2021年Q3 | 2022年Q3 |
| 总资产增长率 | 0.86% | 14.52% | 2.57% | 20.31% |
| 营业收入增长率 | 29.19% | 22.14% | -5.23% | 2.88% |
| 净利润增长率 | 43.97% | 28.04% | -37.43% | -10.12% |

②子公司兆讯传媒成长能力分析

分拆上市后兆讯传媒整体成长能力指标整体表现差距较大。总资产增长率呈现快速增长的状态，2022年在深交所创业板上市后募集到大量投资款，总资产增长率达到226.85%。而营业收入增长率和净利润增长率相比分拆前有所下降，短期内兆讯传媒在盈利方面欠佳，但单独从净利润增长率来评价公司的成长能力是不全面的，需要综合考虑其他因素。其成长能力提升不明显的原因主要有三个：第一，投入资金转化速度较慢：兆讯传媒在裸眼3D和新设备上的资金投入需要一定周期体现，短期内难以对营业收入带来大幅增长。但从长期来看能带来稳定的现金流回报。第二，2022年受新冠病毒感染影响，出行旅游办公频率频次降低，进而直接影响铁路数字媒体的广告主投放意愿。随着2023年“乙类传染病，甲类防控措施”正式向“乙类传染病，乙类防控措施”的转变，高铁客流量将逐步回复正常水平，同时经济逐渐回暖升温，广告主在铁路等户外交通媒体上投放广告意愿将增强。第三，兆讯传媒于2022年上市创业板，该板块属于A股市场，流动性相对更强，有较高的关注度。结合2023年注册制的全面推行，分拆上市是资本市场的热门话题。兆讯传媒作为中国高铁传媒第一股，在分拆上市后可以获得更多的市场关注度，提升自身知名度和品牌形象，利好未来业务发展。

表3-13 兆讯传媒分拆上市前后成长能力分析

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| 财务指标 | 分拆上市前 | | | 分拆上市后 |
| 2019年Q2 | 2020年Q2 | 2021年Q2 | 2022年Q2 |
| 总资产增长率 | 29.22% | 10.22% | 100.99% | 226.85% |
| 营业收入增长率 | — | — | 23.51% | 8.34% |
| 净利润增长率 | — | — | 11.58% | -18.83% |

## 3.2.3因子分析法综合财务绩效分析

（1）因子分析方法介绍

因子分析是指研究从变量群中提取共性因子的统计技术。首先假设有n个原始变量Xi（i=1,2,3…,n），他们可能相互独立也可能相关，将Xi标准化得到新的变量Zi。因子分析中的公共因子是不可直接观测但又客观存在的共同影响因素，每个变量都可以表示成公共因子的线性函数与特殊因子之和，然后可以建立因子分析模型：



其中Fj（j=1,2,3…,m）是公共因子，对每一个分量都起作用，出现在每个变量的表达式中。Ui（i=1,2,3…,n）称为特殊因子，仅对于变量Zi起作用。系数aij为因子载荷，A=（aij）为载荷矩阵。因子载荷aij为第i个变量在第j个因子的载荷，实际就是Zi和Fj的相关系数，表示Zi依赖因子Fj的程度，或者说反应了第i个变量Zi对第j个公因子Fj的重要性。

（2）数据处理与收集

为了综合分析进行分拆上市能否对母公司的财务绩效产生影响因素，本文选取联美控股2013到2022年度二季度对应的财务数据并结合因子分析法，提取出具有代表性的指标。再利用SPSS进行数据处理计算出代表性指标的权重，最后统计出母公司综合评分，以此来较为准确的评价母子公司的综合财务绩效。具体指标如表所示。

表3-14 因子分析财务绩效指标表

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 维度 | 指标 | 变量 |
| 偿债能力 | 资产负债率 | X1 |
|  | 流动比率 | X2 |
| 营运能力 | 总资产周转率 | X3 |
|  | 存货周转率 | X4 |
| 盈利能力 | 总资产净利率 | X5 |
|  | 净资产收益率 | X6 |
| 成长能力 | 总资产增长率 | X7 |
|  | 营业利润增长率 | X8 |

利用因子分析法对8个财务指标进行降维分析处理，变量间相关性适中，通过KMO检验和Bartlett球形检验分析，此外每个指标的主成分分析因子的解释力都高于0.75，可以进一步的进行分析。

表3-15 公因子方差

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| 变量 | 初始 | 提取 |
| X1 | 1 | 0.882 |
| X2 | 1 | 0.875 |
| X3 | 1 | 0.964 |
| X4 | 1 | 0.855 |
| X5 | 1 | 0.966 |
| X6 | 1 | 0.931 |
| X7 | 1 | 0.791 |
| X8 | 1 | 0.839 |

表3-16 总方差解释表

|  |  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 主成分 | 原始特征值 | | | 旋转后特征值 | | |
| 数值 | 贡献率% | 累计贡献率% | 数值 | 贡献率% | 累计贡献率% |
| 1 | 3.345 | 41.814 | 41.814 | 2.782 | 34.770 | 34.770 |
| 2 | 2.181 | 27.262 | 69.076 | 2.575 | 32.193 | 66.964 |
| 3 | 1.576 | 19.702 | 88.778 | 1.745 | 21.815 | 88.778 |
| 4 | .467 | 5.838 | 94.616 |  |  |  |
| 5 | .229 | 2.867 | 97.483 |  |  |  |
| 6 | .156 | 1.954 | 99.437 |  |  |  |
| 7 | .029 | .360 | 99.797 |  |  |  |
| 8 | .016 | .203 | 100.000 |  |  |  |

图表, 折线图

描述已自动生成

图3-10 碎石图

通过总方差解释表和碎石图可以看出，在文中所选的联美控股8个指标中，前三个因子的特征值都是大于1的，特征值分别为3.345、2.181和1.576，并且对原有变量的分别解释了41.814%、27.262%和19.702%，三个因子累计解释了88.778%。由此可知，这三个因子在整体样本中发挥着主要作用，提取这三个因子作为公因子有较强的的说服力。

表3-17 旋转后因子载荷矩阵

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | 主成分 | | |
| 1 | 2 | 3 |
| 资产负债率 | 0.388 | 0.024 | 0.855 |
| 流动比率 | -0.330 | 0.147 | 0.863 |
| 总资产周转率 | 0.275 | 0.913 | 0.232 |
| 存货周转率 | 0.911 | -0.156 | 0.034 |
| 总资产净利率 | -0.294 | 0.883 | -0.318 |
| 净资产收益率 | 0.280 | 0.881 | 0.277 |
| 总资产增长率 | 0.866 | 0.182 | -0.092 |
| 营业利润增长率 | 0.839 | 0.327 | 0.170 |

表3-18 主成分得分系数矩阵

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
|  | 主成分 | | |
| 1 | 2 | 3 |
| 资产负债率 | 0.087 | -0.074 | 0.486 |
| 流动比率 | -0.194 | 0.020 | 0.532 |
| 总资产周转率 | 0.031 | 0.341 | 0.057 |
| 存货周转率 | 0.353 | -0.123 | -0.031 |
| 总资产净利率 | -0.145 | 0.402 | -0.233 |
| 净资产收益率 | 0.032 | 0.324 | 0.086 |
| 总资产增长率 | 0.324 | 0.027 | -0.128 |
| 营业利润增长率 | 0.286 | 0.070 | 0.022 |

根据旋转后的因子载荷矩阵表可知指标总资产增长率、营业利润增长率和存货周转率在第一主成分F1上有较高的荷载，说明第一主成分基本体现了这三个指标的信息；总资产净利率和净资产收益率等指标在第二主成分F2上有较高载荷说明第二主成分基本体现了这两个指标的信息；资产负债率和流动比率在第三主成分F3上有较高的荷载说明第三主成分主要体现了这类信息。所以提取三个主成分是可以较为全面地体现全部指标的信息，因此使用3个新变量来代替原来的8个变量。同时可以根据主成分代表的指标可以将第一主成分、第二主成分、第三主成分分别命名为成长能力因子、盈利能力因子和偿债能力因子。

基于主成分得分系数矩阵，得到成长能力因子、盈利能力因子和偿债能力因子的函数表达式，利用各因子方差的百分比作为权重来计算公因子综合得分Z的表达式。由主成分提取表可知，按特征值原则应提取 3个主成分且3个主成分的累计方差贡献率大于85％的选择标准。设原始数据经过标准化处理后得：







最后以旋转后的累计方差贡献表中的各主成分对应的方差贡献率作为各主成分的权重构造主成分综合模型：



根据综合模型即可计算综合得分，将联美控股的财务数据分别带入总方程式，可以得到联美控股在分拆前后的财务绩效综合得分如表所示：

表3-19 因子得分与综合得分表

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| 年份 | F1 | F2 | F3 | 综合得分 | 排名 |
| 2013 | -0.1387 | -0.6668 | 0.7735 | -0.1061 | 7 |
| 2014 | 0.0848 | -0.5965 | 0.8284 | 0.0205 | 5 |
| 2015 | 0.3151 | -0.9518 | 0.9534 | 0.0125 | 6 |
| 2016 | 1.9422 | 0.7171 | 0.9071 | 1.2436 | 1 |
| 2017 | 1.3578 | 0.2298 | -1.5677 | 0.2299 | 4 |
| 2018 | -0.0075 | -0.5189 | -1.7156 | -0.6127 | 9 |
| 2019 | -0.7087 | 1.2936 | 0.3060 | 0.2667 | 2 |
| 2020 | -0.8948 | 1.7950 | -0.2102 | 0.2488 | 3 |
| 2021 | -1.1395 | -0.0528 | 0.3138 | -0.3883 | 8 |
| 2022 | -0.8106 | -1.2486 | -0.5887 | -0.9149 | 10 |

为了更为清楚的展示联美控股分拆上市前后各年份财务绩效的变化，画出母公司的财务绩效综合得分折线图。



图3-11 联美控股财务绩效综合得分

可以看出，联美控股在2016年综合得分为第一，此后两年绩效不断下降，2019年和2020年财务绩效有所回升后继续呈现下降趋势。财务绩效综合得分在分拆上市后2022年度达到最低值。联美控股在分拆上市2022当年度分拆出优质子公司，虽然母子公司在分拆后都能聚焦各自核心业务，但是短期内分拆上市的效果不明显，同时受到原材料价格不稳定因素的影响，成本大幅上涨，导致营业收入有所增长但净利润表现不佳，成长能力因子和盈利能力因子得分较低。为了满足可比性要求，采用各年度半年报财务数据，未能很好地刻画联美控股全年经营情况。但总体而言，分拆上市后短期内联美控股短期绩效不尽理想。

## 3.2.4非财务绩效分析

（1）技术能力

在注册制下，创业板的行业定位是深入贯彻创新驱动发展战略，可以具体归纳为"三创四新"，即企业符合"创新、创造、创意"的大趋势，或者是传统产业与"新技术、新产业、新业态、新模式"深度融合。技术研发和创新是一个企业生存和发展的竞争优势，也是企业能够长久持续发展的重要保证。

低碳技术行业领先，清洁燃煤供热业务实现超低排放。联美控股现有的清洁能源生产利用方式包含清洁燃煤高效热电联产、再生水源热泵供热、生物质热电联产。在能耗、二氧化碳排放量及污染物排放量等指标均早已达到行业领先水平。下属热力子公司国惠环保新能源在2021年度进行了环保升级改造，改造后，颗粒物排放浓度均达到超低排放水平。

表3-20 国惠环保改造后排放情况

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **指标名称** | **单位** | **2021年** | **同比** |
| 氨氮气体排放量 | 吨 | 0 | - |
| 氮氧化物气体排放量 | 吨 | 1,238 | -10.2% |
| 二氧化硫排放量 | 吨 | 546 | -15.5% |
| 燃煤消耗量 | 吨 | 2,091,001 | 8.3% |
| 柴油消耗量 | 公升 | 511,258 | 242.6% |
| 生物质燃烧总量 | 吨 | 263,761 | -15.3% |
| 电力消耗量 | MWh | 93,097 | -53.5% |

同时联美控股积极推进综合能源业务布局，参与的上海会展中心能源站项目，采用天然气分布式冷热电三联供，依据服务对象的能源负荷需求特性和外围约束条件等综合因素进行系统集成，集成方案灵活多样，具有改善电源结构、能效高、清洁环保、用电安全可靠、削峰填谷等特点。

（2）战略布局

联美控股认为要实现碳中和的终极目标，我国的整个能源体系将发生深刻的变革，以碳为载体的能源循环模式将逐步过渡到以氢为载体的能源循环模式，氢能或将成为实现碳中和目标的最终解决方案。尽管目前我国的氢能产业链，尤其是能源领域的氢能利用还不成熟。核心技术，如固体氧化物燃料电池（SOFC）等，依然没有实现产业化，属于被国外卡脖子的技术门类，但氢能利用这个大方向已经逐渐被全社会所认知，将是未来大国竞争中的重要一环。联美控股积极投入到氢能的产业发展和布局中，2021年成立了专门的氢能事业部开拓氢能业务，将通过直接投资、项目合作、示范项目推广、联合研发等模式增强氢能业务布局力度，推动国内氢能产业链的逐步完善。

2021年12月，联美控股出资人民币1亿元，取得爱德曼氢能源装备有限公司3.4%的股权。爱德曼是集研发和生产金属双极板、膜电极、燃料电池，以燃料电池系统为核心部件的氢燃料汽车动力系统解决方案提供商。对爱德曼的投资围绕联美控股的能源升级战略，将进一步完善公司在双碳目标下清洁能源领域的产业布局，为公司可持续性发展奠定良好的基础。

（3）社会责任

联美控股作为清洁供热行业的排头兵，始终坚守“绿色、低碳、安全、责任”的发展理念，始终坚持绿色发展、科技创新、清洁供能为指引，坚定不移自主研发或引进多种绿色低碳技术，坚定不移地走绿色低碳、行稳致远的高质量发展之路，将企业可持续发展与国家“碳达峰、碳中和”的目标深度融合。联美控股2021年8月成立了环境科技研究院，围绕联美控股未来发展战略，在技术标准、技术集成、技术支持等几方面打造核心能力，以期成为国内领先、与上市公司地位相匹配的工程技术应用研究院。

同时联美控股积极响应国家关于应对气候变化的政策和行动，推进能源使用结构转型、主动使用低碳清洁能源、推动热源厂进行环保改造、及时维护保养升级供热管线、参与老旧小区暖房改造工程等。目前，公司清洁供暖率已经达到100%。

# 3.3本章小结

本章主要分析了联美控股分拆兆讯传媒上市的动因，并用不同方法评价了分拆上市给联美控股、兆讯传媒这母子公司带来的经济影响。首先，联美控股分拆兆讯传媒上市的动因可以概括为四个因素，分别是聚焦主营业务，优化融资格局，让市场重新估值和提升治理水平。此外，运用事件研究法观察分拆前后资本市场反应和财务绩效变化，并使用因子分析法对分拆前后的财务绩效表现进行综合评价，发现分拆上市并非会给上市公司带来全方位的提升，联美控股和兆讯传媒在分拆后，财务绩效整体表现反而不如分拆前。同时结合非财务绩效因素对分拆上市带来的经济后果影响进行全面、详实地分析，分拆上市能够使得联美控股和兆讯传媒更好地拓展自身业务，更详尽地披露相关信息，承担企业社会责任，有利于相关投资者和企业利益相关者。

第四章 案例启示

# 4.1相关启示

以“打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”为总目标，2023年2月1日，中国证监会就全面实行股票发行注册制涉及的《首次公开发行股票注册管理办法》等主要制度规则草案公开征求意见。2018年，上海证券交易所设立科创板并试点注册制；2019年，首批科创板公司上市交易；2020年，深圳证券交易所创业板改革并试点注册制正式落地；2021年，北京证券交易所揭牌开市并同步试点注册制。在四年的试点后，股票发行注册制将正式在全市场推开。在注册制全面推广的当下，联美控股分拆兆讯传媒上市的案例给上市公司、投资者和监管部门都有所启示。

## 4.1.1对上市公司启示

（1）做好长期战略规划

立足注册制的当下，企业要做好长期战略规划。注册制实行更加市场化的发行承销机制，新股发行价格、规模等主要通过市场化方式决定，新股发行定价中注重发挥机构投资者的专业投研定价能力，形成以机构投资者为参与主体的询价、定价、配售等机制。在此制度基础下，资本市场的融资功能得到进一步增强，股权融资规模特别是IPO融资规模明显扩大，进一步激活了资本市场的资源配置功能。但同时融资额低于拟募资额在新股发行中也成为常态。注册制实施以来，既有以超高市盈率发行成功的公司，也有越来越多公司的发行市盈率较低。全面注册制下，新股的估值将进一步分化。优质公司将得到追捧，资质平庸甚至基本面较差的企业会被边缘化，甚至可能面临发行认购不足进而出现发行失败的情况。企业需要做好长期战略规划，仔细分析判断分拆上市能否使母公司优化配置资源从而提升自身的管理效率，分拆上市能否使子公司在资本市场中立足长期稳定发展，从而实现更大的市场价值和经验目标。在确定分拆上市后，需要认清自身上市条件的基础，树立并明确上市目标，做出清晰合理的上市步骤和方案。

本案例中兆讯传媒从成立初期即有了上市的计划，在全面注册制以前，上市是不少企业家的梦想与终点。分拆上市对兆讯传媒的“上市梦”而言不单是目的，更像一种手段。2007年模仿照时代传媒谋求海外上市，在2012年IPO申报无望的情况下，2014年和翔通动漫、青雨影视参与万好万家重大资产重组。虽然上市之路坎坷崎岖，但如今得偿所愿。

（2）选择优质资产分拆

首先，分拆的子公司需要具备高成长性和巨大的发展潜力，这样才能在资本市场中获得稳定的发展，同时带动母公司的协同发展，提升母公司的发展水平。其次，分拆非核心业务的子公司上市可以减少“负协同效应”，使母子公司都能专注于各自的核心业务，提高资源利用效率。此外，优质子公司的上市可以透明披露相关信息，降低信息不对称，从而实现股票发行产生的溢价，为母子公司带来财富增值。对于多元化企业来说，选择成长能力强、市场投资者认可的子公司进行分拆上市，同时确保母子公司业务独立，将会实现“1+1>2”的效果。这是因为分拆上市的子公司能够更好地发挥其成长潜力和市场优势，同时母公司也能够集中资源和精力在其核心业务上，提高企业整体的绩效和价值。分拆上市是一个让资本市场对将要分拆的子公司进行重新估值的机会，子公司的经营状况和财务信息会更加透明、公开。随着注册制的全面推广，主板首次公开发行股票融资的打新对投资者而言不再是一项无风险的投资，上市公司退市和破发可能将成为新常态。如果上市公司想借分拆上市的名头来浑水摸鱼，则可能最后融资结果和预期差之千里。只有选择优质子公司进行分拆，才能向市场传递良好的信息，进一步带动企业的市场价值和发展扩展。

本案例中兆讯传媒需要具备高成长性和巨大的发展潜力，在铁路数字传媒这一细分赛道“无人能敌”，是中国领先的铁路数字媒体运营商。而从业务模块的角度，联美控股和兆讯传媒主营业务处于不同行业产业链中，几乎没有关联，产生协同效应的可能性低，在分拆后母子公司业务独立，披露透明，能够更好地体现优质子公司兆讯传媒的价值，发挥其成长潜力和市场优势。

（3）制定后续发展战略

企业在考虑上市前后的表现时不能只关注初期表现，而应对上市后的长期表现保持持续关注。比如有些企业上市初期投资回报率较高，所以上市后收益显著，市场反响积极，但有些企业周期较长，用于项目建设、扩大生产规模的资金回报还还未得到释放。因此可能在上市短期内市场表现不佳，甚至出现业绩倒退的情况。此外，企业也应适当调整公司发展战略和组织结构，以应对市场波动节奏，保证企业能够稳定度过低迷期。同时，企业应该积极关注市场反响，及时披露公司发展计划和研发情况等信息，稳定投资者信心，维持企业良好的市场声誉。这些措施不仅可以使企业获得更好的市场表现和投资回报，也可以提高企业的可持续发展能力。

本案例中，分拆上市后兆讯传媒和联美控股的财务绩效表现都不稳定。因此，企业在考虑分拆子公司时应该谨慎选择，并结合母公司上市后可能的未来发展情况制定有效的应对策略。如对调整资本运营状态，提高对应收账款的催款周期与存货等流动资产的管理效率。其次分配好内部资源，注重对营运能力的监督管理，减少由于分拆上市带来大量现金而产生的的营运效率缓慢等的问题。最后在面对突发公共事件时，企业可以根据自身特点制定出灵活的应对策略，合理规避由于突发事件带来的持续经营风险和转型所带来的不确定风险。

## 4.1.2对投资者启示

（1）做好企业价值判断

从核准制到注册制，发行制度发生根本性变化。经过规范调整后的注册制以信息披露和投资者导向为核心。审核部门不再对企业的投资价值做出判断，审核标准、程序、过程和结果全部公开，倡导企业进行简明扼要、以投资者为导向进行描述。同时注册制将通过强化发行主体的信息披露责任，加强信息披露的监管工作，从而推进市场更加透明、规范。在发行上市更加规范透明的情况下，也对投资者的判断能力提出了一定的要求，打新股破发、破净可能成为常态。在主板实行核准制的时候，首次公开发行股票有一套严格的流程，对于期望上市的公司近三年财务指标和公司治理有着较高水平的要求，另外在首次公开发行股票市盈率也有着一般不超过23倍的潜规则。当上市的门槛降低，未来会有越来越多的公司上市，新上市的公司股票不再具有“稀缺”，发行价格也更加市场化，这些都对投资者的投资标的甄别能力提出了更高要求。

本案例中，兆讯传媒在深圳创业板上市，上市后股价即跌破发行价，短期内股价一直表现不佳，处于发行价格之下波动。直到2022年12月后逐渐回升并超过发行价。对于投资者来说，如果没有做好企业价值判断，很可能高位买入低位卖出，从而面临投资亏损的情景。

（2）调整盲目投资心态

我国个人投资者概念“炒作”氛围明显。对于分拆上市而言，个人投资者可能较少关注拟分拆的子公司经营状况以及行业特点，依据母公司的行业地位进行线性递推，或认为分拆上市都会有利于母公司发展而做出投资决策，最后可能遭受损失。如生益科技分拆生益电子上市后，生益科技股价出现下跌，尤其是在2022年下滑明显，从2021年底的23.05元/股跌至2022年4月25日的15.60元/股，短短五个月降幅接近40%。未来，市场将涌现出大量不同类型的企业，特别是成长型和创新型的企业会加速上市进程。这类型的公司需要投资者更深入地研究产业链和商业模式，同时提高自己的价值判断能力。因此，对于投资者主动投资的选股难度将增加，具有专业投资能力的投资者可能会获得更好的回报。因此，投资者需要加强自身的能力和知识储备，以更好地理解和适应不断变化的市场。

本案例中，联美控股作为兆讯传媒的母公司，股价在分拆上市预案的公告日获得了较高的涨幅，但是在兆讯传媒成功上市的随后几个月内联美控股股价呈现下降趋势，从2022年3月25日的7.48元/股下降到了6.04元/股。投资者应该理性投资，正确认识市场变化，避免盲目跟风打新。

## 4.1.3对监管部门启示

（1）加强服务实体经济

实体经济是一国经济的立身之本、财富之源，是经济社会发展的基石，也是保障人民群众生活的物质基础。建设社会主义现代化市场经济，需要提升金融服务实体经济的能力和质效，更好地支持实体经济中的重点领域和薄弱环节。我国的金融体系主要依赖间接融资，在银行获得信贷往往需要抵押和担保，故重资产企业和有政府担保的企业更容易获得融资。随着企业转型升级，企业管理者将主要资源投入到高附加值的环节，如品牌建设、设计研发、产品创新等。同时将非核心环节以及业务外包给承包商，减少企业资源的占用，专注于核心业务的发展。这类轻资产企业更注重人力资本而非固定资产。但是兆讯传媒这类型的轻资产企业由于缺乏可抵押、质押的资产，存在间接融资困难，时间周期长等问题。迫在眉睫的是要大力改革和发展股票公募市场，加强直接融资能力，强化服务实习经济，培育养老金和保险这类长期机构投资者，并鼓励他们参与公司治理，减少行政干预，放宽股市上市标准，加大对信息造假的处罚力度，探索并试点非标准的股权结构。通过多项措施更好地服务实体经济，解决轻资产企业融资难题。

（2）完善信息披露制度

全面注册制以信息披露制度为基础，上市公司需要借助高质量的信息披露来向市场和投资者传递企业经营的信息，投资者需要以信息披露为基础对上市公司投资价值进行判断，金融中介机构要借助自身的专业能力来引导上市公司提升信息披露质量，监管部门需要基于信息披露来衡量上市公司及各类主体运行的规范程度。全面注册制推进实施，信息披露将由“监管者导向”朝着“投资者需求导向”持续转变。信息披露制度是资本市场核心制度之一，核准制向注册制的范式转换，对信息披露的质量、结构及运行逻辑提出更高要求。以投资者需求为导向的信息披露，意味着只要是投资者做出价值判断和投资决策所需的重要信息，都应当被充分披露。只有披露信息的准确性、针对性和可读性得到提升，才能更好满足信息使用者的实际需求

此外，监管部门应保障信息披露最低程度标准，如要求母子公司定期披露关联交易具体内容，公示关联交易事项、单价金额以及产品或业务市场的公允价格，完善信息披露制度，这将有利于投资者进行判断，减少信息不对称，保护投资者利益。在兆讯传媒三轮问询环节，深圳交易所两次提到了关联交易和同业竞争。以确保兆讯传媒业务独立自主，避免兆讯传媒销售体系存在对控股股东或其他关联方重大依赖的情形，确保投资者利益不受侵害。

（3）促进监管重心归位

全面实行股票发行注册制改革，应进一步畅通入口关，加速市场新陈代谢，形成“有进有出、优胜劣汰”的更优市场生态。监管部门的关键问题在于如何引导有限的资金实现更好的资源配置效果。注册制改革借助发行门槛的下降和宽进严出的机制推进证券发行主体的风险下沉，解决监管部门承担过多的价值判断职责，市场风险主体过度集中在政府、金融机构或国有企业的难题。过去监管部门同时承担监管和发展职责，在维护市场公平交易、高效运行的基础上还承担着较多的市场发展职责。在新股发行上，发审委在很大程度上承担了市场主体的价值判断职责，中介机构过多侧重项目的“可批性”而不是“可投性”，投资者过多依赖新股折价，引致资本市场的价值发现功能和资源配置功能扭曲。在产品发行上，监管部门或行业协会的备案在很大程度上成为评估产品投资价值风险的重要形式，投资者自身对金融产品风险及投资价值的主动判别能力不强。监管部门应该进一步完善推广全面注册制，借助发行审核权的下放和下沉来推进市场各类参与主体归位尽责，监管重心逐步转变到信息披露和投资者保护，将监管重心归位。

（4）完善企业退市机制

与全面实施股票注册制相呼应，配套的退市制度也应继续完善。证券市场不仅要允许优质企业上市融资，同时也要让已不具备持续经营能力的公司“应退尽退”。如果一些已经丧失持续经营能力的公司和严重违法违规的公司没有“应退尽退”，既影响资源配置效率，也聚集了风险，扰乱了市场秩序，损害监管公信力。截至2022年12月30日，A股市场退市公司数量为192家，其中2020年退市16家，2021年退市20家，2022年退市42家。2022年退市家数占30多年来全部退市公司总数量的40%，劣质上市公司退市步伐迅速加快。可以看出退市常态化将成为大趋势，一批存量劣质公司会加速适时退市。资本市场是资源配置的平台，只有优胜劣汰、有进有出，才能推动价值投资，优化资源配置。

# 4.2本章小结

本章通过联美控股分拆兆讯传媒上市这一案例，从上市公司、相关投资人和监管部门三维度得出相关启示。对上市公司而言，选择分拆上市需要做好长期战略规划，选择优质资产或优质子公司进行分拆，同时要注意分拆上市后的战略规划。对于投资者而言，未来资本市场的投资选择会更加复杂多样，投资人需要具备基础专业知识，做好企业价值判断，避免盲目跟风“打新”导致财富亏损。对于监管部门而言，在全面推进注册制下应更好地服务实体经济，促进轻资产企业融资，完善信息披露制度，优化监管工作重心，畅通证券市场进出。

第五章 结论展望

# 5.1研究结论

分拆上市可以为有发展前景和增长潜力的企业提供资金保障和发展动能，更好地为实体经济提供金融服务。在过去的几十年里，分拆上市已经成为了公司财务重组中的一种常见方式。许多公司通过分拆上市来改善股价表现、提高业务效率、促进管理层更好地专注于核心业务等。受惠于分拆新规的落地实施，国内许多上市企业宣布分拆其下属子公司上市。为了更深入地了解分拆上市的本质特征，本文以联美控股分拆子公司兆讯传媒上市为例，介绍和回顾了其分拆过程，然后对其分拆的动因以及经济效果进行了分析，运用事件研究法、因子分析法等不同的分析方法，从资本市场反应、财务绩效和财务绩效综合得分三个方面探究联美控股分拆兆讯传媒上市至创业板的原因与其分拆上市带来的经济后果，最终得出以下主要结论：

从分拆上市的动机来看，分拆上市契合外部环境与企业自身需求。近年来，我国资本市场实施了全面深化改革，旨在推动市场活力和创新，尤其是推出了科创板和创业板的注册制，为境内分拆上市提供了良好的平台和契机。同时，多层次资本市场体系进一步健全，为企业提供了更加多样化的融资渠道和更加稳定的投资环境。最新出台的分拆上市新规进一步放宽了条件，使得更多企业能够符合上市要求，这将进一步促进境内分拆行业的发展。因此，我们可以预见，境内分拆将迎来更为广阔的发展空间，展现出更大的市场活力和潜力。这些都为联美控股分拆上市提供了良好的外部契机。对内而言，联美控股进行分拆上市的初衷是出于对业务架构的优化需求，以便更好地聚焦各自的核心业务，进而提高市场竞争力。此外，子公司的独立上市还能够为企业拓宽融资渠道，完善自身的管理机制。分拆上市后，子公司可以实现业务更加独立自主的管理，充分释放其内在价值为市场所知悉，为企业的未来增长提供更加有力的支持。与此同时，作为控股股东的联美控股也能够从子公司的未来增长中获益。因此，联美控股在考虑将兆讯传媒分拆上市时，充分考虑了外部市场环境和自身发展需求的多方面因素。

从分拆上市的经济效果分析来看，具体结论包括以下几个方面：

第一，分拆上市服务于公司战略实施。分拆上市是新型的资本重组方式，与企业切合的分拆计划能有效地帮助企业优化资本结构、突破融资困境、实现产业扩张。但分拆上市并不是市场热度的产物，盲目跟风不可取，企业应当对自身的发展需求有清晰的认识，借助分拆来真正帮助企业实现价值创造，同时设置更为长远以及合理的规划，而不是为了追逐市场热点，或是简单的将其作为圈钱工具。在本文案例中，分拆上市满足了公司专注主业，寻求更大平台的战略需求，募集了项目建设所需资金，在未来项目建成后将实现公司规模、产能的突破，有利于公司的长期发展。

第二，分拆上市具有良好的融资效应。解决轻资产公司间接融资难的窘境，使得子公司可以直接从资本市场融资，通过上市募集资金用于扩产项目资金、建设研发中心及补充营运资金，不仅减轻了母子公司债务，还改善了母子公司偿债能力指标，更是降低子公司的借款成本，缓解融资问题。

第三，分拆上市未必能提高企业的经营绩效。在本文案例中，分拆上市后短期内联美控股和兆讯传媒面临行业不景气、成本压力大、销量下降等问题，资本市场反应消极，造成了业绩表现差、公司价值下滑的结果。子公司在营运方面表现欠佳，盈利能力没有出现改善的迹象，说明分拆未必能提高企业的经营绩效，并不总是能为公司带来积极影响或为控股股东带来创造价值和财富。

# 5.2研究展望

本文选取的案例公司，联美控股分拆兆讯传媒至创业板上市至今尚未满一年，可比期间较短。此外，本文部分分析采用中报的可比数据，鉴于联美控股所处行业存在季节特性，与年度数据存在一定偏差。本文主要分析了分拆上市至科创板对母子公司短期的经济后果及价值效应的影响，受披露数据的局限，该事件对公司的长期影响还需要未来长期的持续追踪观察。