

## 推进国企整体上市的思路 and 措施研究

合肥兴泰金融控股集团

金融研究所

咨询电话: 0551-63753813

服务邮箱: xtresearch@xtkg.com

公司网站: <http://www.xtkg.com/>

联系地址: 安徽省合肥政务区

祁门路1688号兴泰金融广场2206室

2016年09月30日

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



### 内容提要:

- ◆ 2015年9月,中共中央、国务院印发的《关于深化国有企业改革的指导意见》提出,推进国企“整体上市”、“大力推进国企改制上市,创造条件实现集团公司整体上市”,明确将国企整体上市作为深化国企改革的重要举措。
- ◆ 今年7月召开的安徽省国资国企改革工作会议亦指出,着力深化国有企业改革,大力推进股权多元化,积极推进整体上市,未来五年国资资产证券化率要从目前的40%提高到60%。
- ◆ 可以预期的是,在明确国企股份制改革和混合所有制改革的方向之后,整体上市将是未来几年安徽乃至全国国企改革的第一重点。
- ◆ 本课题在分析国企整体上市概念和重大意义的基础上,提出了国企整体上市的四种模式,通过案例比较分析其特点,针对当前工作中存在的问题,给出了推进整体上市的基本思路和主要措施,最后结合安徽省及合肥市国资国企实际,提出了整体上市的优选对象及结论性提示。

### 关键词:

- ◆ 国企整体上市 思路 措施

# 推进国企整体上市的思路 and 措施研究

## 一、国企整体上市的概况

整体上市作为国企市场化改革的方向之一，由来已久。早在1994年之前，国企大都是以整体上市的形式上市融资。随着国内证券市场的不断规范和完善，对拟上市公司的要求也越来越严格，许多国有企业难以达到上市的要求，只能通过将优质资产拆分上市的方式进入资本市场。1998年以后，剥离社会职能、出售亏损业务、养老移交社会等一系列市场化改革措施的推进，国有企业改制取得了重大突破，越来越多的国有企业能够符合整体上市的各项要求。2005年8月，证监会等五部委联合下发《关于上市公司股权分置改革的指导意见》，其中明确指出：“在解决股权分置问题后，支持绩优大型企业通过其控股的上市公司定向发行股份实现整体上市”，由此拉开了国有企业大规模整体上市的序幕。2010年，以四大国有银行的整体上市为标志，央企的整体上市达到新的水平。十八届三中全会后，积极发展混合所有制经济成为国企改革的主旋律，整体上市进一步被提上议事日程，并再次受到社会各界的广泛关注。

### （一）整体上市的概念

整体上市是相对于分拆上市而言的，是指一家企业将其主要资产和业务整体改制为股份有限公司进行上市，或一家股份公司的控股股东将其主要资产一次性或逐步注入上市公司的一种资产重组行为。与分拆上市不同的是，整体上市大多通过上市公司收购其母公司的资产，或其母公司重新发行股票吸收合并上市公司股票，最终实现母公司上市。而分拆上市时在法律上和组织上将子公司的经营从母公司的经营中分离出去进而实现子公司上市。

### （二）国企整体上市的意义

**一是有利于国有资产证券化。**国资证券化是混合所有制改革的主要方向，对于建立现代企业制度、国有资本保值增值、提升资本运营效率、提高国资管理透明度具有重要意义，而整体上市是国资证券化的根本途径。目前，央企资产证券化率保持在70%左右，离国资委设定的80%目标仍有不少差距，而地方国企当前资产证券化率普遍保持在30%左右，需要在“十三五”末达到60%的目标。

**二是有利于国有资产经营效率。**通过整体上市把价值链相关部门纳入上市主体，扩大其企业边界，以内部组织代替外部交易的方式降低交易费用；通过股份制改造，改善“一股独大”的情况，降低企业内部交易成本和费用，促进上市公司治理结构优化，重塑组织架构与业务结构，在原有上市与非上市资产之间形成协同效应；整体上市之后利用资本市场扩大生产规模，促进规模效应的发挥。

**三是有利于国内资本市场发展。**国有企业整体上市后，大盘股投机性较弱，存在护盘作用，股价不易被操纵，对资本市场的稳定起到中流砥柱的作用。同时，国有企业整体上市便于国有资产流转中的定价，有助于对其业绩及价值进行合理判断，减少国有资产流失现象的发生，规范国有资产交易市场。

**四是有利于国有企业直接融资。**直接融资较间接融资而言具有融资成本低、时间长、稳定性强的特点。国内上市公司利用证券市场发行股票或是债券进行再融资，都受到公司规模的制约，由此导致直接融资占社会总融资比例过低。国有企业整体上市，

将充实上市公司的资本金，为其扩大直接融资规模提供了基础，尤其是针对资本金考核较为严格的国有金融企业。

**五是有利于减少同业竞争和关联交易。**国有企业拆分上市，上市公司与关联方之间或多或少的存在同业竞争和关联交易问题，国有股东有可能利用上市公司对关联方进行利益输送，将原本属于上市公司的收益转移到非上市部分由其单独享有，有可能利用关联方对上市公司进行财务粉饰，美化财务报表。国有企业整体上市，可以将原来的关联交易内部化，从根源上切断上市公司与关联方之间的利益纠葛。

## 二、国企整体上市的模式及案例分析

早在 2007 年国资委就提出并制定了央企整体上市的初步政策框架，即“两个阶段、四种模式”。“两个阶段”是指先剥离托管，后整体上市。“四种模式”分别为直接 IPO 模式、反向收购模式、换股 IPO 模式、换股吸收合并模式。

### （一）直接 IPO 模式

这是一种直接发行的整体上市方式，其特点有两个：首先，不是原有的剥离部份资产分拆上市，而是原企业主业资产整体重组进行股份制改造，再进行 IPO 方式，实现整体上市。好处在于容易达到募集资金的预期目标，可以最大限度体现资产的价值。

典型案例：2009 年 1 月 15 日，中国农业银行完成工商变更登记手续，由国有独资商业银行整体改制为股份有限公司，并更名为“中国农业银行股份有限公司”。在政府指导下，农行通过剥离不良资产给四大资产管理公司、资产证券化，提取呆账准备金等方式，对其不良资产进行处置，同时，对农业政策性贷款和负债余额向农业发展银行进行划转，确立以利润为核心的经营目的。2010 年 7 月 15 日，中国农业银行 A 股在上海证券交易所挂牌上市，同时于 7 月 16 日 H 股在香港证券交易所上市。最终，农行 A+H 两股的新股集资总额合共为 221 亿美元，成为当时全球最大的集资记录。

### （二）反向收购模式

反向收购模式，即集团所控股的上市公司反向收购控股股东的全部主业资产，以实现整体上市，交易完成后，集团原持有的非上市资产或股权将注入原已上市公司体内，而集团公司将继续持有上市公司股份。这是 2005 年至今大多数整体上市的企业采取的方式，并为证券监管部门所鼓励，对拟整体上市企业来说这是最简捷、最便利的方式。这种模式特点是上市公司的原资产基本不变，控股股东注入大量资产；控股股东的主业资产实现整体上市，而辅业资产则留在上市公司之外，控股股东的法人地位仍保留。采用该模式一是要注意进入上市公司的资产质量和盈利能力，二是要防止因母公司持有上市公司股份的比例过高导致社会公众股比例不符合上市条件等问题。按上市公司公开发行与非公开发行的差异，又可将反向收购模式细分为四种模式：

**1. 定向增发反向收购模式。**这是最常见的一种反向收购模式，上市公司向控股股东定向增发一定数量的股票，控股股东或其子公司用拥有或有处置权的目标资产全额认购新股，以实现控股股东主业整体上市，如果发行新股募集的收购资金与收购价款存在差额，则要求收购方在定向增发股票购买资产完成后，以现金或承债方式支付。

定向增发反向收购模式根据增发对象不同又分为两种，一是增发对象全部为控股股东，没有其他的特定机构投资者或公司参与认购新股，募集的资金全部用于购买控股股东的主业资产，代表性的案例有泛海建设、太钢不锈、鞍钢股份。二是增发对象为控股股东及特定机构投资者，控股股东以拥有的优质主业资产认购大部分股份，而机构投资者常采取支付现金的方式认购剩余股份，即整体上市的同时募集资金。代表性的案例有江淮汽车、中航飞机、方大特钢。



典型案例：2014年4月，江淮汽车（600418）公告称江汽集团拟通过重大资产重组方式实现整体上市，江淮汽车拟通过向江汽集团全体股东江汽控股、建投投资、实勤投资发行股份的方式吸收合并江汽集团。江淮汽车整体上市方案显示，经预估，本次交易标的资产的预估值约为63.98亿元，按照调整后本次发行价格10.12元/股计算，发行股份数量约为6.32亿股。与此同时，江淮汽车拟向不超过10名特定投资者非公开发行股份进行配套融资，发行价格为不低于9.11元/股，配套募集资金的金额不超过5.96亿元，按照发行底价计算，配套募集资金的发行股份数预计不超过6,542.26万股。江淮汽车为拟吸收合并方和吸收合并完成后的存续方，江汽集团为被吸收合并方。吸收合并完成后，江汽集团全部资产、负债、业务及与业务、资产直接相关的员工并入江淮汽车，江汽集团予以注销，江汽集团持有的江淮汽车股份也相应注销本次交易完成后，江淮汽车的产业链将进一步延伸，业务将得到全方面的整合，并实现了管理层的间接持股，江淮汽车集团有限公司的全部经营性资产实现了整体上市。

**2. “定向增发+辅助收购”模式。**这种模式是指上市公司在采用非公开发行新股的同时，采取现金收购、承诺承担部分债务或置换资产的辅助方式共同收购控股股东的资产，以实现控股股东主业的整体上市。现金收购是为了对资产进行重组以形成主业的一体化经营，但又不愿意对其非公开发行股份，代表性的案例有大地传媒、上实发展、三花股份。通过承担控股股东债务，可以使得上市公司在利润水平一定的情况下，能创造每股收益大幅增厚的良好效果，代表性的案例有铜陵有色。置换非关键资产实际是用上市公司的非关键资产置换控股股东的的关键资产，以实现上市公司资产的重组，突出优质的主营业务资产，代表性的案例有上海汽车。

典型案例：大地传媒（000719）2013年11月发布公告，拟以现金及发行股份购买资产的方式购买大股东中原出版传媒集团及其下属的图书发行业务经营性资产，并募集配套资金。收购标的为：中原出版传媒集团所持下属河南省新华书店发行集团有限公司100%股权、河南出版对外贸易有限公司100%股权、河南人民出版社有限责任公司100%股权、河南省郑州市新华书店有限公司100%股权、中原出版传媒集团所持对大地传媒下属子公司大象社的总额为500万元的委托贷款债权。此次将集团公司下属发行集团及其他相关业务资产将注入上市公司，完善公司的产业链，解决目前存在的关联交易和同业竞争问题，中原出版集团的主要盈利资产全部注入上市公司，资产证券化率从28.8%提高到74.0%。

**3. 再融资反向收购模式。**在向控股股东定向增发股份购买资产的同时，也向社会公众公开发行股票募集资金，或仅向社会公众公开发行新股募集资金购买控股股东资产。增发一般对老股东给予优先配售的权利。这种模式一般会使控股股东的持股比例下降，因其持股比例不会随总股本同幅度上升。该模式主要适用于实力较强的企业集团整体上市，便于集团实施统一管理，理顺集团产业链关系。代表性的案例有宝钢、武钢、济南钢铁。

典型案例：武钢股份（600005）2003年11月公告称，公司拟增发不超过20亿股，其中向武汉钢铁(集团)公司定向增发12亿股国有法人股，向社会公众发行的社会公众股数量不超过8亿股，募集资金总额不超过90亿元。募集资金将收购武钢集团拥有的钢铁主业资产。武钢股份本次增发方案，将定向增发国有法人股、增发流通股相结合，进而实现了集团主业资产整体上市。本次增发募集资金全部用于收购武钢集团拥有的钢铁主业，其范围是：钢铁生产流程中的炼铁系统、炼钢系统和未上市的轧钢成材厂。截至2003年6月30日，上述拟收购资产总额为198.6亿元，净资产为92亿元。

**4. 自有资金反向收购模式。**该模式是指通过上市公司直接用自有资金购买控股股东的资产、进行资产重组活动来实现控股股东整体上市。这比较适合发展前景明朗、资产质量总体较好的控股股东，可以在对少量非经营性资产和不良资产进行适当处置

的基础上采用自有资金反向收购控股股东模式。特点是完成上市后，控股股东将会注销其法人资格。代表案例有中国软件。

典型案例：中软股份(600536)2004年9月召开临时股东大会，审议通过了关于整体收购中国计算机软件与技术服务总公司的议案，中软股份拟以7533.22万元的价格收购公司第一大股东中国电子产业工程公司持有的中软总公司100%股权。交易后，公司将成为中软总公司的惟一股东，并依法办理其注销手续。实现整体上市后的中软总公司更名为中国软件。

### (三) 换股 IPO 模式

换股 IPO 模式是指控股股东与所属上市公司的流通股股东以一定比例换股，吸收合并所属上市公司。这种模式的共同特点是：其操作可以分为改制、吸收合并、IPO 三步实施，其中吸收合并和 IPO 同时进行，互为前提；控股股东换股的对象是上市公司的流通股股东，而对于非流通股或有限售条件的流通股，控股股东常通过受让的方式取得；控股股东一般采用吸收合并方式合并上市公司，为保护股东利益，均设现金选择权，一旦股东未行使现金选择权，则强制换股；换股完成以后，原上市公司退市，注销独立法人资格，其所有权益、债务由控股股东承担，由此成为控股股东的全资子公司；母公司将上市公司的资产与原有自身资产整合后上市，所有的集团资产都纳入上市公司中，不存在辅业资产留在控股母公司中的情况，是最彻底的整体上市。代表性的案例有 TCL 集团、上港集团。

典型案例：上港集团(600018)是原上市公司上港集箱的母公司，负责上海港口的开发业务，旗下除了子公司上港集箱外，还拥有多家港口业务开发的子公司，子公司与子公司之间、集团公司与子公司之间普遍存在业务重叠，同业竞争的问题，故决定上港集团整体上市谋求长远发展。2006年9月22日，上港集团吸收合并上港集箱(G上港)，同时定向发行股份。G上港流通股股东以1:4.5的比例换取上港集团，现有股东如不愿换取上港集团股票，也可按每股16.37元的价格兑换成现金。这一价格比G上港5月29日停牌前最后交易日的收盘价高出6.67%。换股完成后，G上港的法人资格被注销，其全部资产、负债、权益合并入上港集团。2006年10月26日，上港集团挂牌上市。

### (四) 换股吸收合并模式

换股吸收合并指同一实际控制人的各上市公司通过换股的方式进行吸收合并从而实现公司整体上市。该模式适合于适用于同属于一家控股股东且横向同业或纵向上下游产业链业务关系密切的两家(或两家以上)兄弟上市公司实行吸收合并或新设合并，通过资本市场进行资本运作方式来整合资源，操作相对简便并且容易被市场所接受。换股吸收合并不是孤立存在的，有时需要借助辅助方式，比如与非公开发行相结合，即在吸收方进行换股吸收合并的同时，向其他公司定向增发股票来购买其资产，实现吸收方资产重组与控股股东整体上市，代表性的案例有公用科技。比如非公开发行股份换股要约收购模式，先向控股股东非公开发行股票，再用所发行的股票换股要约收购控股股东下的子公司，代表性的案例有东方电气。

典型案例：东方电机(600875)2007年10月发布公告，将向母公司东方电气集团定向增发3.67亿新股，同时吸收合并东方锅炉。根据公告，东方电气集团将以东方电机作为承续主体，涉及资产分为三大部分。第一部分，东方电机向东方电气集团购买其持有东方锅炉68.05%的股份；第二部分，购买东方汽轮机100%的股权；第三部分，东方电机继续要约收购东方锅炉不超过31.95%股份。据介绍，首次购买第一、二部分资产，东方电机将向东方电气集团非公开发行3.67亿股A股股票，并另外支付人

民币 33.1 亿元现金；二次购买第三部分资产，将以现金支付，最高支付额将达到 28.3 亿元。相关公告显示，此次吸收合并东方锅炉的换股比例为 1: 1.02，即 1 股东方锅炉换成 1.02 股东方电机 A 股。东方电机更名为东方电气，东方电气集团实现了电机、锅炉、汽轮机“三大主业”整体上市。

表 1：整体上市四种模式比较分析

	直接 IPO 模式	反向收购模式	换股 IPO 模式	换股吸收合并模式
特征	对非经营性资产和不良资产处置后进行股份制改造，直接 IPO	通过上市公司反向收购控股股东的全部主业资产	母子公司直接的吸收合并，子公司注销法人资产	同一集团下的兄弟上市公司新设合并或吸收合并
存续主体	-	子公司（母公司保留或注销）	母公司（子公司注销）	吸收合并主体或新设主体
操作方式	改制后 IPO	定向增发（或加辅助收购），再融资，自有资金收购	控股合并	上市公司间换股合并或新设合并
壳资源利用	-	母公司借子公司壳	新上市公司替换原上市公司	并壳
适用范围	公司有少量的不良资产并可以进行剥离或其他处置，可以改制成为符合上市条件的股份制公司。	比较适合主业资产和辅业资产都非常庞大的控股股东，且控股股东大部分资产是与已上市公司资产和业务相关联的主业资产。	子公司规模较小，容易被母公司吸收合并，母公司可以实施股份制改造并取得上市资格。	同一集团下存在相同业务的多个上市公司，相互形成竞争，大股东对下属上市公司具备控制力。
案例	建行、农行	定向增发：泛海建设、江淮汽车 定向增发+辅助收购：上实发展、大地传媒 再融资：宝钢、武钢 自有资金：中国软件	TCL 集团、上港集团	中山公用、东方电气

### 三、推进国企整体上市的思路 and 措施

当前，推进国资国企整体上市作为国企改革的重头戏，确需加快推进，但也不可一窝蜂式地盲目进行，因为置于中国新兴市场经济且不完善的大环境下，整体上市依然面临诸多问题。一是整体上市资产质量不高可能导致业绩下滑。由于受股票发行上市相关规定的约束，整体上市前，大部分国企集团的优质资产都已分拆上市，质量不高，剩下的整体上市资产，有的是非核心业务，有的盈利能力不强，成长性方面与上市资产的差距明显，市场上存在整体上市后业绩急剧下滑的案例。二是资产收购定价过高损害中小股东利益。国有企业整体上市缺乏统一的资产收购定价标准，作为卖方控股股东期望较高的对价，作为买方上市公司期望更高性价比。但博弈双方的地位并不平等，包括清产核资、资产评估、财务审计、发行定价都是由控股股东及券商主导的，由此造成国有股东主导下的高定价，损害中小股东的利益。三是股权集中度过高导致利益侵占问题。为保证对上市公司的控制权，国有企业整体上市大都采取向大股东定向增发股票购买资产的方式，由此导致上市公司的股权更加向国有股东集中，“一股独大”现象更为严重，包括独立董事、监事、中小投资者的话语权被进一步稀释，管理层存在利益侵占的道德风险和逆向选择。四是国有股减持易引发市场动荡。国有股减持作为完善公司治理结构的重要举措，有助于缓解国有股权过度集中现象，但海量国有企业整体上市后形成的国有股减持，将对证券市场也形成了巨大的冲击。针对存在的上述问题，笔者提出了以下思路 and 措施，为更好推进国有企业整体上市提供参考。



## （一）基本思路

推进国企整体上市的基本思路是：按照《中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见》的总体要求，以国企市场化改革为方向，以提升国资国企证券化水平、提高国有资本运营效率为目标，以国有资产保值增值、保护中小投资者利益为核心，坚持制度优先、规划先行的原则，坚持一企一策、因企施策的方针，将整体上市与发展混合所有制经济、国企分类改革、国企布局的战略性调整有机结合，兼顾资本市场改革推进，严格优选标准，探索多种模式，完善资产评估、盈利预测及补偿等机制，构建全方位的职能监管体系，正确处理好整体上市与企业改制、辅业分离、整合重塑等配套改革的关系，使整体上市真正成为做强做优做大国有企业、增强国有经济活力的重要手段，为优化国民经济布局、促进经济社会健康发展提供重要支撑。

## （二）主要措施

### 1. 完善规章制度

现行《公司法》、《证券法》以及《首次公开发行股票并上市管理办法》等法律法规对整体上市以及资产证券化的条件、模式、流程鲜有提及，特别是在具体操作阶段的规范性指引不足。整体上市作为国企改革的重要手段，每一个环节都必须受到法律法规的保护和约束。一方面，应修订《公司法》、《证券法》等相关法律法规，保障整体上市及资产证券化的合法性，明确规定整体上市的适用条件、模式选择及必须流程。另一方面，可在重大资产重组、股权及控制权变动、要约收购、定价、现金选择权等整体上市关键环节制定必要的规范性指引，规范整体上市行为的同时，从制度层面根本性地避免整体上市所可能带来的负面问题。同时，在会计制度上，建立适应资产证券化的制度，并根据整体上市的特点，制定相应的会计准则等法律规范，从而提高会计制度的适应性。

### 2. 制定总体规划

国企整体上市如同 IPO 和再融资一样对市场存在一定的“抽血”效应，上市的国有股减持问题也是市场所担忧的重点，因此在整体上市具体实施中，必须提前做好规划，选择好时间节点，同时分批次、有计划的进行，达到熨平市场波动的效果。总体规划中，应综合考虑市场的承受能力和企业的自身状况，科学测算整体上市企业所需要的资金量、市场活跃程度，根据市场的发展情况安排不同时间段整体上市的规划。同时，在行业选择、区域选择、个体选择方面制定一整套优选条件，明确整体上市的可能目标模式和实现路径，建立完善公益类和商业类国企整体上市的处理原则、政策体系及基本构架，使整体上市有序规范推进。

### 3. 拓展上市模式

当前，为了简便通行、急于求成，国有企业整体上市多采用向国有股东定向增发股票购买资产的方式，该模式虽然便于操作，但是却带来了市场投机股价炒作、利益输送等诸多问题。从本质看，整体上市与上市公司并购重组无异，前述的四种整体上市模式都可以采用，例如公开增发新股购买大股东资产、向第三方定向增发新股购买大股东资产等方式就是优选的方式，前者有助于减少整体上市过程中的利益输送，化解股权集中问题，强化市场的再融资职能，形成更加完善市场定价机制；后者有助于引入第三方监督机制，代替广大中小股民对国有企业整体上市进行监督。

### 4. 严格上市标准

目前，国有企业整体上市主要依据的是上市公司再融资及并购重组的相关规定，但这只是最基本的一般性要求，很容易就能达到，没有针对整体上市的专门规定。现阶段的整体上市有许多不同的声音，认为是一种圈钱行为，现实中也确实有很多整体

上市的案例未能达到预期的效果，根本原因是整体上市选择标准缺失或不严所致。整体上市的企业选择必须有更加严格的标准，提高准入门槛，使真正优质的资产进入上市公司，能够促进企业的长远发展，以达到切实保护投资者利益。整体上市的标准应该包括但不局限于业务相关性和资产盈利性，即所注入的业务必须与上市公司已有业务或发展规划相关，注入的资产盈利能力要强，不能明显弱于上市公司。

### 5. 完善评估机制

整体上市过程中涉及购买控股股东股权、资产且以评估值作为定价依据，评估定价机制关系到国家及投资者利益，必须加以规范和完善。一是提高中小股东的参与程度，减少控股股东与券商之间的“合谋”，保障其在上市公司中的合法权利。二是准确计量评估定价基数，消除利益输送行为对拟上市业务财务数据的影响。三是合理确定定价系数，在系数的确定过程中既要参照行业平均值，也要考虑公司的实际情况。四是改革目前由企业自行聘请资产评估机构的办法，由有关部门建立统一的资产评估机构数据库，随机抽取选择，加强评估机构的监督问责，力求独立执业，确保资产评估和定价的公正公允。

### 6. 推行盈利预测

现行《上市公司重大资产重组管理办法》中规定，采取收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的方法对拟购买资产进行评估或者估值并作为定价参考依据的，上市公司应当在重大资产重组实施完毕后3年内的年度报告中单独披露相关资产的实际盈利数与利润预测数的差异情况，并由会计师事务所对此出具专项审核意见；交易对方应当与上市公司就相关资产实际盈利数不足利润预测数的情况签订明确可行的补偿协议。但又规定了上市公司向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象购买资产且未导致控制权发生变更的，不适用这个条款。建议取消这一例外，虽然整体上市后控制权未发生变化，但影响更多的是中小投资者的利益，如不对整体上市后的盈利水平做出约束，很难体现上市公司公众持股的属性。

### 7. 加强市场监管

国有企业整体上市过程中，各有关部门必须加强监管，杜绝违法违规行。其中，国有资产管理部应当注重对国有资产和国家利益的保护，谨防国有资产流失及整体上市时的利益输送。证监部门应当重视对整体上市所涉证券事务的监管，落实上市公司信息披露义务，避免损害中小投资者利益和破坏市场公平秩序行为的发生。行业协会及行业主管部门应当深化管理体制，确保中介机构在国有企业整体上市业务中的公正性和独立性，保证会计师、评估师、律师的执业质量。部门之间应当加强协作，建立对国有企业整体上市进行监督的联动机制，形成完整的市场监督体系。

### 8. 做好配套改革

整体上市是集团实现产业整合、提高经济整体竞争力的资本运作方式，要想真正发挥1+1>2的功效，关键还在于整体上市后的配套改革，通过完善治理结构和经营机制，特别是在资产资源、组织机构、人力资源以及企业文化等方面进行整合和重塑，并在制定正确发展战略、增强核心竞争能力、完善内部控制制度、提升全体员工素质、提高经营管理水平等多方面下足工夫，才能真正实现整体上市的协同增值效应。此外，国企整体上市时，一般都伴随着辅业改制或剥离，企业在推进整体上市时需要处理好与辅业改制的关系，确保企业和所在地区的稳定。

## 四、安徽省及合肥市国企整体上市优选对象

2016年5月，安徽出台了《关于深化国资国企改革的实施意见》，明确提出，到2020年要在省国资国企改革重要领域和关键环节取得决定性成果。其中，整体上市、员工持股和引入战投成为推动安徽国企改革大提速的“三驾马车”。根据省政府的规



划，未来五年省属国资的资产证券化率要达到 60%，而要实现这一目标，整体上市无疑是一个重要方向。目前，江汽集团已完成整体上市，建工集团整体上市正在进行。本课题通过对省属和市属国企及控股上市公司财务指标分析，给出了可能通过整体上市的优先对象。

### (一) 安徽省属国企整体上市优选对象

安徽省省属一级国有集团公司有 30 个（包括 28 家隶属于国资委和 2 家隶属于宣传部）。其中，15 家省属集团公司控股上市公司 20 个（17 个 A 股上市公司，3 个港股上市公司皖通高速、马钢股份、海螺水泥），广泛分布于工业、建筑、投资金融、新闻出版五大行业，另有 15 家省属集团公司无控股上市公司，主要分布于农业、工业、建筑、贸易、投资及金融、社会服务六大行业。

表 2 2015 年省属集团公司及控股上市公司财务指标

分类	集团公司	资产总额 (亿元)	利润总额 (亿元)	控股上市公司	资产总额 (亿元)	利润总额 (亿元)	资产比	利润比
工业	马钢集团	828.68	(53.18)	马钢股份	624.54	(47.27)	75.4%	88.9%
	海螺集团	1097.85	106.68	海螺水泥	1057.81	100.39	96.4%	94.1%
				海螺型材	39.09	1.64	3.6%	1.5%
	淮南矿业集团	1521.92	(19.65)	皖江物流	62.32	2.64	4.1%	(13.4%)
	铜陵有色集团	801.00	(9.87)	铜陵有色	441.67	(7.59)	55.1%	76.9%
	淮北矿业集团	932.82	(18.57)	雷鸣科化	16.01	1.39	1.7%	(7.5%)
	省能源集团	379.13	40.55	皖能电力	227.79	24.90	60.1%	61.4%
	皖北煤电集团	542.90	(15.94)	恒源煤电	129.73	(13.70)	23.9%	86.0%
	江汽集团	412.05	10.33	江淮汽车	389.04	10.07	94.4%	97.4%
				安凯客车	61.76	0.02	15.0%	0.2%
叉车集团	69.80	5.76	安徽合力	57.32	5.06	82.1%	87.8%	
皖维集团	79.39	1.19	皖维高新	74.44	1.38	93.8%	116.4%	
建筑	建工集团	360.16	7.29	安徽水利	135.74	3.45	37.7%	47.3%
投资金融	交通控股集团	2043.31	35.66	皖通高速	121.41	12.61	5.9%	35.4%
	国元集团	891.53	50.46	国元证券	725.51	36.65	81.4%	72.6%
新闻出版	出版集团	196.45	5.50	时代出版	68.51	4.06	34.9%	73.8%
	新华集团	219.50	8.63	皖新传媒	79.26	7.83	36.1%	90.7%
	合计	10376.50	154.86	合计	4311.95	143.53		

注：（）表示该项为负值，资产比表示该集团上市公司总资产与集团总资产的比值，利润比表示该集团上市公司利润总额与集团利润总额的比值。省能源集团控股的安徽天然气已通过 IPO 审核。

数据来源：WIND、省国资委网站。

截止 2015 年底，安徽省省属集团公司资产总额 13138.94 亿元，省属集团公司控股的上市公司资产 4311.95 亿元，占比 32.8%，即省属国企资产证券化率为 32.8%。省属集团公司利润总额 208.07 亿元，省属集团公司控股的上市公司利润总额 143.53 亿元，安徽省至少有合计总资产 8827 亿、利润 64.5 亿的未上市省属国有资产。按照 2020 年 60% 的目标，未来还有 27.2% 的提升空间，即 3571.4 亿元的省属国资资产需实现上市。

表 3 2015 年无控股上市公司的省属集团公司财务指标

分类	集团公司	业务领域	资产总额 (亿元)	利润总额 (亿元)
农业	农垦集团	农业产业化经营，皖垦种业拟上市	321.51	2.51



工业	皖中集团	监狱企业国有资产投资主体	43.50	1.37
	<b>军工集团</b>	军工产品，长城军工通过 IPO	35.58	1.69
	华强工贸集团	来料加工、商贸和资产经营	2.27	0.15
	淮海实业集团	机械制造、建筑建材、地质勘探	82.27	0.19
建筑	中煤矿建集团	矿山工程建设	215.72	0.67
贸易	省徽商集团	生产资料、日用消费品批发与零售	116.52	0.01
	国贸集团公司	进出口贸易	362.22	4.78
	省盐业公司	盐政监管、食盐专营	96.46	3.38
投资及金融	省投资集团公司	基础设施建设、工业产业升级	892.57	11.18
	<b>华安证券公司</b>	证券金融服务，通过 IPO	340.18	24.13
	省国资运营公司	投资与资产管理	86.51	2.04
社会服务	省旅游集团	旅游业、粮食收储业	102.63	1.80
	机场集团	航空地面服务业务	59.31	(1.14)
	煤炭设计院	综合性勘察设计研究	5.19	0.46
合计			2762.44	53.21

注：（）表示该项为负值，军工集团控股的长城军工、省国资运营公司控股的华安证券已通过 IPO 审核。

数据来源：WIND、省国资委网站。

就整体上市而已，并不是所有的国有企业都可以整体上市，必须符合一定的基本条件，国资委对国有企业采取整体上市有以下严格的要求：（1）需符合有关上市的法律、法规要求。例如对首次 IPO 上市公司融资资格的规定：整体上市必须具有再融资资格。又如《证券法》要求：最近连续三年盈利、无虚假财务信息，可以连续向股东分配股利。（2）集团资产质量较好，盈利能力较强，不良资产率较低，资产负债率原则上不超过 70% 的合理资产负债率。（3）已上市公司完成股权分置改革。通过改革使非流通股处于全流通状态，解决同股不同权问题。（4）未上市资产同已上市资产存在较强的产业关联性。（5）控股股东具有较强的控制力。对于持股比例相对较高的控股股东，其更有能力和动力将优质资产注入而实现集团的整体上市。（6）集团公司与旗下上市公司有相对清晰、简单的股权关系。

从现有 30 家省属集团公司实际分析，15 家无控股上市公司的省属集团公司，多数是社会服务（省旅游集团、机场集团、煤炭设计院）、特种行业（皖中集团、军工集团、中煤矿建集团、省盐业公司）、基础性农业（农垦集团）、战略性投资（省投资集团、省国资运营公司）等类型，难以实现股份制改造，不符合整体上市公众持股的要求，剩下的华强工贸集团、淮海实业集团、省徽商集团盈利能力较弱，达不到上市的要求，华安证券已通过 IPO 审核，因此，除国贸集团公司外，无控股上市公司的省属集团基本不可能一步到位实现整体上市。

另外 15 家有控股上市公司的省属集团公司，江汽集团已完成整体上市，建工集团整体上市正在进行，剩下 13 家省属集团公司才是安徽国企整体上市的主要对象。考虑到直接 IPO、反向收购、换股 IPO、换股吸收合并四种模式的特点及适用范围，笔者认为对于 13 家拥有控股上市公司的省属集团公司而言，反向收购模式是有可能、最易实现的整体上市模式。

综合反向收购模式和国资委对国有企业采取整体上市的基本要求，笔者设定了以下 4 个优选条件，期以从 13 家拥有控股上市公司的省属集团公司中选出可以实现整体上市的优先对象。这 4 个优选条件分别是：（1）盈利能力：最近连续三年盈利；（2）资产比：控股上市公司资产占集团比重较小，即资产证券化率较低；（3）利润比：控股上市公司利润占集团比重较低，即集团未上市资产盈利能力较强。（4）控制力：集团对上市公司持股比例相对较高，即对上市公司具有较强的控制力。

表 4 2015 年省属集团公司及控股上市公司财务指标

分类	集团公司	控股上市公司	集团利润 (亿元)	利润总额 (亿元)	资产比	利润比	控制力 持股比例	是否优 选对象
工业	马钢集团	马钢股份	(53.18)	(47.27)	75.4%	88.9%	45.54%	×
	海螺集团	海螺水泥	106.68	100.39	96.4%	94.1%	36.78%	×
		海螺型材		1.64	3.6%	1.5%	30.63%	×
	淮南矿业集团	皖江物流	(19.65)	2.64	4.1%	(13.4%)	56.85%	×
	铜陵有色集团	铜陵有色	(9.87)	(7.59)	55.1%	76.9%	39.55%	×
	淮北矿业集团	雷鸣科化	(18.57)	1.39	1.7%	(7.5%)	31.26%	×
	省能源集团	皖能电力	40.55	24.90	60.1%	61.4%	42.69%	✓
	皖北煤电集团	恒源煤电	(15.94)	(13.70)	23.9%	86.0%	54.96%	×
	叉车集团	安徽合力	5.76	5.06	82.1%	87.8%	37.97%	×
皖维集团	皖维高新	1.19	1.38	93.8%	116.4%	35.97%	×	
投资 金融	交通控股集团	皖通高速	35.66	12.61	5.9%	35.4%	31.63%	✓
	国元集团	国元证券	50.46	36.65	81.4%	72.6%	37.46% <sup>1</sup>	✓
新闻 出版	出版集团	时代出版	5.50	4.06	34.9%	73.8%	56.79%	✓
	新华集团	皖新传媒	8.63	7.83	36.1%	90.7%	53.50%	×

注：（）表示该项为负值，资产比表示该集团上市公司总资产与集团总资产的比值，利润比表示该集团上市公司利润总额与集团利润总额的比值。省能源集团控股的安徽天然气已通过 IPO 审核。

数据来源：WIND、省国资委网站。

从表 4 可以看出，马钢集团、淮南矿业集团、铜陵有色集团、淮北矿业集团、皖北煤电集团均因为盈利能力（利润总额为负）不能列入整体上市的优选对象；而海螺集团旗下的海螺水泥、皖维集团旗下的皖维高新、叉车集团的安徽合力、新华集团的皖新传媒都因为资产比或利润比过高，也不宜列入整体上市的优选对象；此外，海螺型材因为不是海螺集团的主营业务，很难实现资产注入整体上市。由此，可以得出，13 家拥有控股上市公司的省属集团公司中，只有能源集团、交通控股集团、国元集团、出版集团符合整体上市的基本条件，应被列入推进国企资产证券化的重点优选对象。整体上市可参考江淮汽车、建工集团，采用反向收购模式，具体路径将结合集团及子公司业务关联、规模差别、盈利能力选择合适的方式进行。

## （二）合肥市属国企整体上市优选对象

2014 年底，合肥市国资委出台了《关于全面深化国资国企改革的若干意见》的顶层设计方案，明确提出加大国有企业改制上市力度，通过定向增发、优质资产注入等方式，提高国有资产证券化水平。合肥市现有国资控股的上市公司共 4 家，分别是合肥城建、合肥百货、丰乐种业、国风塑业，对应的集团公司是兴泰控股、建投控股、产投控股，分别是合肥市国资委旗下的地方金融、基础设施建设、产业三大资产运营平台。

表 5 2015 年合肥市属集团公司及控股上市公司财务指标

集团公司	资产总额 (亿元)	利润总额 (亿元)	控股上市公司	资产总额 (亿元)	利润总额 (亿元)	资产比	利润比	控股比 例
兴泰控股集团	218.05	6.15	合肥城建	66.97	1.21	30.7%	19.7%	58.06%
建投控股集团	2,527.88	48.58	合肥百货	82.95	4.84	3.3%	10.0%	38.06%

<sup>1</sup> 国元集团持股国元证券 21.99%，另国元信托持股国元证券 15.47%，国元信托为国元集团控股企业，因此，国元集团实际持股国元证券 37.46%。





			丰乐种业	18.63	0.31	0.7%	0.6%	34.11%
产投控股集团	363.35	6.18	国风塑业	19.38	0.04	5.3%	0.6%	24.60%

按照上节设定的国有企业整体上市的 4 个优选条件，可以看出建投控股集团、产投控股集团旗下的控股上市公司相比母公司规模太小，且这两个集团都是带有政府公益性质的基础性运营平台，难以通过资产注入的方式实现整体上市，只有兴泰控股集团，资产比、利润比适中，对控股上市公司的持股比例较高，控制力较强，具有实现整体上市的优先可能。同时，作为控股上市公司的合肥城建股权集中，主营业务简单，总股本 3.2 亿股，有利于大股东后续资产注入。因此，综合分析合肥市属集团公司及控股上市公司，只有兴泰控股集团可能通过反向收购方式实现整体上市，具体模式可参考广州友谊增发收购越秀金控，实现广州市国资金融资产整体上市的案例。

### （三）结论性提示

无论是安徽省还是合肥市国资国企，按照当前的整体上市模式及要求来看，能够满足条件的为数不多，安徽省仅有能源集团、交通控股集团、国元集团、出版集团 4 家，合肥市仅有兴泰控股集团 1 家。假使能够全部实现整体上市，与省政府 2020 年国资证券化 60% 的目标，仍有较大差距<sup>2</sup>。这些差距，一方面需要在现有政策框架内，通过发掘现有无控股上市公司的国企集团公司，加快整体改制和业务拆分力度，将符合条件的业务板块尽快上市；另一方面，对拥有控股上市公司但不符合整体上市条件的国企集团公司，需制定详细战略规划，在利润获得、资产利润占比、持股比例以及公司经营管理、治理结构等方面深入谋划，尽量达到整体上市的硬性条件。

同时，国企整体上市还不应局囿于现有政策框架内，而应该放眼于国资国企改革的大背景中，随着市场化分类改革、混合所有制改革的推进，一大批国企国资将走上市场化、混业化经营的道路，整体上市也将不在局限于现有的四种模式下进行，可能是民营资本的出资入股、战略投资者的引入、亦或是集团之间的改制重组，都有可能突破现有政策框架而实现国资国企的整体上市。这就要求不论是国资监管部门还是国企经营者，必须树立改革创新意识，不断适应变化的实际，真正从全面深化改革的一体化进程中，探求符合当前国企实际的整体上市之路。

#### 研究团队：

徐 蕾（兴泰控股金融研究所副所长、博士）

程丹润（兴泰控股金融研究所高级研究员）

[返回首页](#)

<sup>2</sup> 假定能源集团、交通控股集团、国元集团、出版集团 4 家未上市资产都能如期实现整体上市，合计资产 2367.2 亿元，加上已实现整体上市的江汽集团、正在谋求整体上市的安徽建工、以及长城军工、华安证券，累计资产将达 2967.4 亿元，离国资证券化 60% 目标的 3571.4 亿元仍有 600 亿左右的差距。而现实中，交通控股集团旗下全部资产（未上市资产达 1921.9 亿元），很难全部通过皖通高速实现整体上市。

# 免责声明

《专题研究报告》是合肥兴泰金融控股(集团)有限公司(以下简称“公司”)金融研究所推出的专题性、研究性、非盈利性报告,内容以宏观经济、行业分析、区域经济、地方金融为主,对内交流学习,对外寻求发声,旨在服务地方金融发展所需,为集团公司、各子公司和相关专业人士提供参考。

本报告基于公司研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见仅代表研究人员观点,不构成对任何人的投资建议,公司不对本报告任何运用产生的结果负责。

本报告版权归公司所有,未经事先书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、转载、刊发,需注明出处,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。