

# 河南省上市公司发展模式剖析

董中超

**【摘要】** 本文以1993~2013年河南省上市公司为研究对象,对其行业分布、收入与资产规模的发展速度、发展的方式、发展的财务效果进行了研究。研究发现:绝大部分公司均为制造业;在实现快速增长的公司中,民营控股的比例高于国有控股的比例;增长方式大都是外延式的规模扩张,扩张过程伴随着较高的资产负债率,这进一步推动资产规模的扩张;规模的扩张伴随资产收益递减趋势。

**【关键词】** 上市公司;发展模式;战略;投资

**【中图分类号】** F271

**【文献标识码】** A

**【文章编号】** 1004-0994(2016)08-0033-5

## 一、引言

中国经济持续放缓,传统的发展模式遭遇瓶颈,众多企业面临较大的转型压力。河南省GDP连续多年位列全国第五,省内公司多为传统行业。截至2013年年底,河南省共有上市公司63家,作为河南省所有企业的主体,上市公司的发展路径代表了河南所有企业的特征,甚至在全国范围内都很有代表性。

本文通过对河南省上市公司过去20年的发展速度、发展方式和路径进行详细分析,发现了河南省上市公司过去发展所存在的路径依赖以及当前发展所面临的转型压力和障碍,为未来上市公司的发展、政府的引导以及国内相关研究提供了参考建议。

## 二、河南省上市公司概况

通过锐思数据库查询,截至2013年12月31日,河南省共有上市公司63家,其中沪市主板23家、深市主板10家(这其中同时在H股上市的有3家)、中小板22家、创业板8家,中小企业占47.62%。从市值规模上看,总市值4206亿元,其中1000亿元以上的有1家、100亿~300亿元之间的有5家、50亿~100亿元之间的有14家、50亿元以下的有43家。从行业分布来看,大部分上市公司集中于制造业,共50家,占比79.37%,其他行业13家。从上市时间来看,平均年限12.79年,20年及以上的有11家、10~20年的有22家、10年及以下的有30家。

## 三、河南省上市公司的发展速度

**1. 收入规模与资产规模发展速度。**63家上市公司成立时间和上市年份有早有晚,对如此多公司的规模进行描述是一件困难的事情,本文选取营业收入指标和总资产指标进行了

分析,结果见表1:

**表1 自成立(或上市)以来营业收入、总资产增长倍数**

增长倍数I	公司数 (按收入计算)II	公司数 (按资产计算)III
50倍以上	4*(2)	2
20~50倍	7(4)	10
5~20倍	26(20)	33
1~5倍	23(14)	17
<1倍	3(1)	1
合计	63	63

注:\*其中大地传媒增长1443倍,因为是借壳上市,上市前后的数据不具可比性,所以数据异常。其中第II列中括号内的数字为按收入计算与按资产计算的公司数的重合数。

从营业收入绝对规模的增长倍数来看,自成立(或上市)以来,有11家公司(占17.46%)的营业收入获得了快速增长,增长20倍以上,排除借壳上市的公司之外,营业收入增长最多的就是宇通客车,增长了160.06倍;26家公司取得较快增长,增长5倍以上(20倍以下),23家公司增长5倍以下,还有3家公司为负增长。

从总资产规模的增长倍数来看,自成立(或上市)以来,有12家上市公司取得了资产规模的快速增长,增长20倍以上,增长最快的是宇通客车,增长了139.42倍;33家公司取得较快增长,增长5倍以上(20倍以下);17家公司增长5倍以下;洛阳玻璃的总资产规模为负增长。

由于成立(或上市)年份各有不同,下面再对自公司成立以来营业收入的年增值率进行计算,并按成立(或上市)年份

**【基金项目】** 河南省普通高等学校人文社会科学重点研究基地资助项目

## □ 改革·发展

进行几何平均,结果见表2。

**表 2 年均收入增长率概况**

自成立(或上市)以来的年均收入增长率 (每年收入增长率的几何平均)	公司数	比例
20%以上(A组)	26	41.27%
10%~20%(B组)	26	41.27%
10%以下(C组)	11	17.46%

年均收入增长率排除了成立(或上市)时间长短的影响,从统计结果来看,41.27%的公司平均增长率在20%以上,实现了收入规模的快速扩张,其中增长率在30%以上的有10家。宇通客车和中孚实业两家在沪市主板上市,数据时间在10年以上,其他都是中小板和创业板上市公司,数据时间在10年以下。最高值为雏鹰农牧公司,年均收入增长率为44.13%。12家公司自成立以来所有年度的营业收入增长率均为正。

为了更深入地分析河南省上市公司的发展特征,本文按照年营业收入平均增长率进行了分层,将上市公司分为A、B、C三组(见表2)。A组上市公司年均增长率在20%及以上,一共有26家,其中创业板和中小板在所在类别内占比较高,说明创业板和中小板的成长性要高于主板,但由于创业板和中小板的上市公司成立(或上市)时间较短,其成长性是否具有持续性和长期性,还有待时间的检验。B组上市公司也有26家,年均收入增长率在10%~20%之间。C组上市公司年均收入增长率在10%以下,共11家。其中A组公司的分布情况见图3。

**表 3 年均收入增长率20%以上的上市公司分布**

上市类别	公司数量	比例	在所在上市类别内占比
沪深主板	8	30.77%	24.24%
中小板	12	46.15%	54.55%
创业板	6	23.08%	75.00%
合计	26	100.00%	-

2. 不同所有权性质上市公司的发展速度比较。从上市公司控股股东的性质来看,主要有国有控股(包括国有股、国有法人股)和民营控股(包括自然人控股和非国有法人股)。A组中民营控股上市公司占69.23%,有一家公司的实际控制人所有权性质由民营变更为国有,有3家公司的实际控制人所有权性质由国有变更为民营。由民营变为国有的是新大新材(300080),实际控制人由2010年上市以来的宋贺臣于2012年变更为河南省国资委(中平能化),本文将其归入国有控股公司类;由国有控股变为民营控股的有中孚实业、宇通客车和双汇发展。在7家国有控股上市公司中,中航光电、轴研科技和风神轮胎属于央企控股,郑州煤电和郑煤机以河南省国资委为实际控制人,豫光金铅和神火股份以地方政府为实际控制人。而B组和C组公司中,国有控股上市公司占了多数,比例分别为61.54%和63.64%。其中B组中许继电气、平高电

气、焦作万方、天方药业(2013年被中国医药收购终止上市)为央企控股,8家公司以河南省国资委为实际控制人,4家公司由地方政府或财政实际控制。

**表 4 河南省上市公司实际控制人的所有权性质**

	A组公司	B组公司	C组公司
国有控股	7	16	7
民营控股	19	10	4

从上市公司实际控制人的所有权性质来看,A组中民营控股上市公司占据了多数,而B组和C组中央企、河南省国资委和地方政府控制的上市公司占多数,说明民营控股上市公司的发展速度更快。

### 四、河南省上市公司的业务(产品)变化

1. 经营上以单一业务为主。根据2001年以来河南省上市公司的年报,笔者对其中的主营业务构成进行了统计,对公司业务类型按其业务营业收入占总收入比例进行划分:某种业务收入占总收入的比例大于或等于95%者,定义为单一业务类型;某种业务收入占总收入的比例处于区间[70%,95%)的,定义为主导业务;所占比例最高的业务收入占总收入的比例小于70%的,定义为多元业务,根据产品或市场间的联系又分为相关多元化与非相关多元化。分类结果见表5:

**表 5 河南省上市公司的业务类型**

	单一业务	主导业务	相关业务	扩展型	回归型	迁移型	合计
A组公司	16	2		6	1	1	26
B组公司	20	1	2	3			26
C组公司	4	3	1	2		1	11

根据上表,大部分上市公司的业务都没有什么变化,其中属于单一业务类型的公司占63.5%,其只在某一固定的行业生产一种或多种产品;14.3%的公司属于多元化业务类型,根据各种业务所占比例不同又分为主导业务与相关业务。有22.2%的公司的业务类型发生了较大变化,大多数在原有基础上进行了扩展,由单一业务增加为多元业务。还有的公司先进行了业务内容的扩展,而后又减少回归为单一业务,将其定义为回归型。还有的公司的主业进行了扩展,而且主导业务由一种产品或服务慢慢转移到其他类型的产品或服务,称为迁移型。

从业务构成的发展历程来看,近2/3的公司以单一业务为主,说明河南省上市公司规模的增长主要是由单一业务规模和产能的扩张引起的,多元化发展占极少比例。约1/5的公司原有业务基础上扩展新的业务内容。从占比22.2%的发生业务类型变动的公司来看,A组公司显示出战略的灵活性,既有回归单一主业的,也有主业发生迁移的,而B组和C组公司的主营业务构成发生变化的占比16.22%,小于A组30.77%的比例。

2. 外部收购以横向规模扩张为主。本文对上市公司发生的重大兼并、收购交易事项进行了统计,对上市公司的内涵式投资如固定资产购置、设立分公司行为并未进行统计分析。

(1) 兼并交易的性质。从交易的性质来看,从1993年至今,河南省上市公司共发生股权和资产重组事件100起。其中非关联方交易52起、关联方交易44起、借壳上市4起。对针对同一标的的多次交易行为如股权的多次增持,笔者做了合并处理。合并之后A组公司发生交易42起,其中非关联方交易30起,占比71.43%;B组公司发生交易32起,其中非关联方交易15起,占比46.88%;C组公司发生交易19起,其中非关联方交易7起,占比36.84%。结果如图1所示:

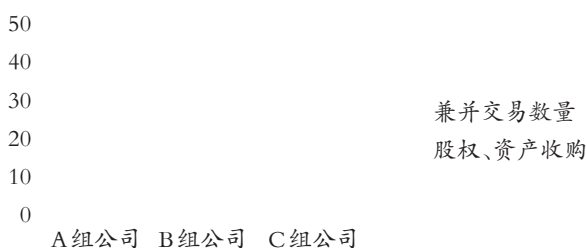


图1 河南省上市公司兼并交易数量分布

如果按上市公司数量进行平均,则A组公司的兼并交易数量要高于B组公司和C组公司,特别是非关联方交易,说明河南省上市公司中发展较快的上市公司发生兼并交易的频率要高于发展较慢的上市公司,而且有效的兼并收购主要依靠非关联方交易来完成。

(2) 兼并交易的类型。从交易的内容来看,主要是股权或资产的收购与出售。A组公司发生的交易中,股权/资产收购一共39项、股权/资产出售6项;B组公司股权/资产收购一共18项、股权/资产出售10项;C组公司股权/资产收购一共9项、股权/资产出售7项,其中有两项交易既有收购又有出售。具体如图2所示。此外,还有一些零星的兼并事项如被收购、借壳上市、被合并等。

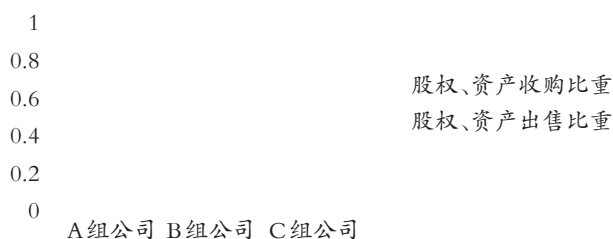


图2 河南省各上市公司兼并交易的分类构成

从上图来看,A组上市公司中的股权、资产收购交易比重要远远大于B组公司和C组公司,而股权、资产出售交易比重要小于B组公司,B组公司的股权、资产出售交易比重又小于C组公司,可见发展较快的公司其资产整合、运用能力要强于发展较慢的公司,发展较慢的公司股权、资产收购和出售存在较多的反复现象,收购后又出售说明其掌控不了那

么多资源,存在资产闲置现象,或者对某一交易对象没有进行较长期的持有,说明其战略决策的短期性和反复性,而发展较快的公司其战略决策则较为稳定。

(3) 兼并交易的战略后果。A组公司中有41项交易是扩张战略的后果,涉及20家公司,其中有23项交易是横向一体化战略的结果(包括3项收购母公司资产的交易),有7项交易(后向4、前向3)是纵向一体化战略的结果,9项交易是多元化战略的结果,包括6项相关多元化、3项非相关多元化(1项一般行业、2项金融行业)。B组公司中有20项交易是扩张战略的后果,涉及17家公司,其中10项交易(包括7项收购母公司资产)是横向一体化战略的结果,有5项交易(后向3、前向2)是纵向一体化战略的结果,5项交易是多元化战略的结果,包括2项相关多元化、3项非相关多元化(1项一般行业、2项金融行业)。C类公司中有8项交易是扩展战略的后果,涉及7家公司,其中3项交易是横向一体化战略的结果,均为收购母公司资产,2项交易(前向1、后向1)是纵向一体化战略的结果,3项为多元化战略的结果,均为非相关多元化,包括2项金融性支持产业投资。

A组公司中发生收缩战略后果的交易事项有5项,涉及3家公司,其中3项是相关多元化业务退出、1项是非相关多元化业务的退出、1项是主营业务资产的收缩。B组公司中发生收缩战略后果的交易事项有13项,涉及9家公司,其中相关多元化业务收缩有6项、非相关多元化业务退出有3项、3项因为借壳上市和合并导致主业更换和主体消失、其他非典型收缩形式1项。C组公司中发生收缩战略后果的交易事项有8项,涉及4家公司,其中3项交易因为借壳上市导致主业更换、5项交易为1家公司在持续不断地收缩主业。

表6 河南省上市公司兼并交易的类型分布

	扩张					收缩			主体更换
	横向	纵向	非相关多元化	相关多元化	涉足金融	主业	相关业务	非相关业务	
A组公司	16	5	1	6	2	1	1	1	0
B组公司	9	5	1	2	2	1	5	5	3
C组公司	3	2	1		2	1		1	3

从上表可以看出,河南省上市公司进行投资扩张的主要手段是横向扩张,其次是纵向一体化和相关多元化,而很少进行非相关多元化的并购活动。即使开展非相关多元化的业务活动,也主要靠自己本身新设业务单位进行。另外有一些企业涉足了金融业务,希望通过参股金融业务来为自己的主业发展提供更好的支持,这一要求在C组公司中占比更大,因为C组公司可能资金链更为紧张、资金融通能力更弱一些,在与金融机构的谈判中处于劣势。

通过以上分析可以发现,河南省上市公司中发展较快的公司兼并交易的绝对数量和相对数量均高于发展较慢的公司,



□ 改革·发展

而且发展较快的公司兼并交易中股权/资产购入交易事项比重要大于发展较慢的公司,说明其具有较强的资产运用能力和掌控能力;发展较慢的公司兼并交易中股权/资产出售交易事项比重要大于发展较快的公司,说明其具有较弱的资产运用能力,或者持有资产的时间较短,不具有长期战略性。从扩张的方式来看,主要是横向扩展,其中A组公司横向扩展的频率要高于B组,C组次之,B组和C组公司中横向扩展中收购母公司资产交易占比较大(分别为77.78%和100%),均为关联方交易,说明其战略决策的自主性较差。随之是纵向扩张和相关多元化,进行非相关多元化的兼并交易事项很少。

3. 发展过程中债务资金占比较大。分别对三组上市公司的资产负债率进行算术平均后发现,三组公司的平均资产负债率在1996年之后差异不大,均处于40%~60%之间,B、C两组公司在2006年之后的资产负债率甚至高度拟合,A组上市公司在2004年之后的资产负债率要明显低于B组和C组公司,见图3。对个别数据进行分析后发现,随着新上市公司的不断加入,上市公司的资产负债率不断摊薄。对上市公司按照上市类别进行重新分组,分为主板、中小板、创业板三类,重新计算各组的平均资产负债率,结果显示非常明显的分层现象,如图4所示。说明主板上市公司的融资能力更为强大,而在经营战略中,较高的资产负债率必然以较高的固定资产作为抵押,较大的固定资产投资抬高了主板上市公司的战略转换成本,较低的战略灵活性进一步降低了主板上市公司的盈利能力,反过来又迫使其更加依赖银行融资。而中小板特别是创业板上市公司,主要是民营控股,一方面由于上市具有较高的估值水平,筹到了大量权益资金,压低了资产负债率,另一方面可能在债务融资能力方面要明显弱于主板上市公司,或者说在债务融资方面受到的限制更多。

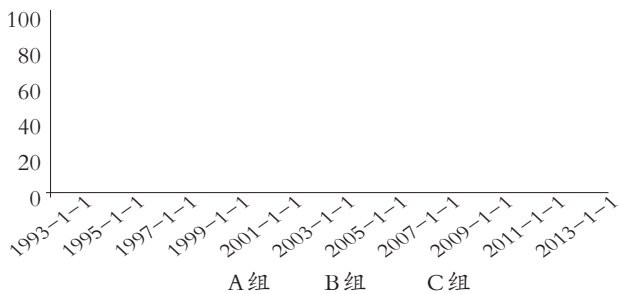


图3 河南省上市公司的平均资产负债率(一)

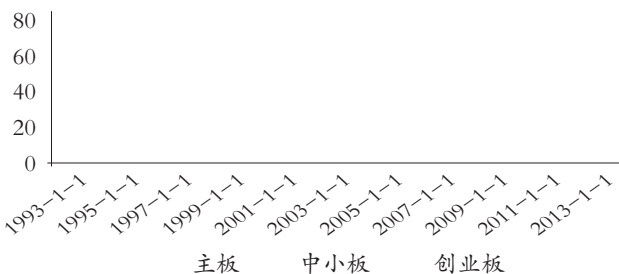


图4 河南省上市公司的平均资产负债率(二)

五、河南省上市公司发展模式的实施效果

1. 资产运营效果分析。总体来看,三组类别上市公司平均总资产报酬率的总体走势一致,1995~1996年总资产报酬率最高,A、B两组公司达到20%,然后开始下降,到2000年以后先后呈现缓慢增长,2008年之后又开始下降,这说明无论何种类别的上市公司其总资产报酬率均受到同一因素的影响,这一因素可能是经济周期的波动。而且三组公司的平均总资产报酬率存在下降趋势,这可能是由边际效用递减规律所致。比较而言,A组上市公司的平均总资产报酬率要高于B组,B组又高于C组,存在着较为明显的分层现象,说明A组公司除在规模上取得了飞速发展之外,总资产的回报率也一直处于较高水平,而B、C组上市公司并不存在明显的规模效应,要么没有实施以规模为导向的发展战略,要么以规模为导向的发展战略未获得明显的效果。

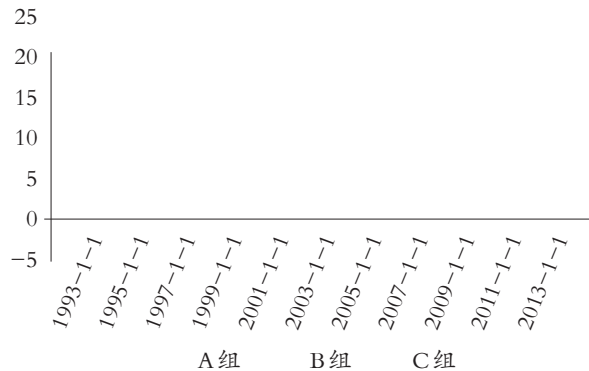


图5 河南省上市公司平均总资产报酬率变化趋势

2. 盈利效果分析。

(1)销售毛利率分析。2003年之前,B组公司的毛利率领先于A、C两组,达到28%~40%左右,但呈现不断下降趋势,A组公司销售毛利率呈现缓慢上升趋势,2003年以后超过B组公司,达到30%左右。A组公司毛利率的缓慢上升趋势说明其在战略上更为强调内涵式发展,通过创新或形成垄断或转向毛利更高的产品行业,B、C两组公司毛利率的缓慢下降说明其市场竞争更为激烈,有较多的竞争者或替代品。

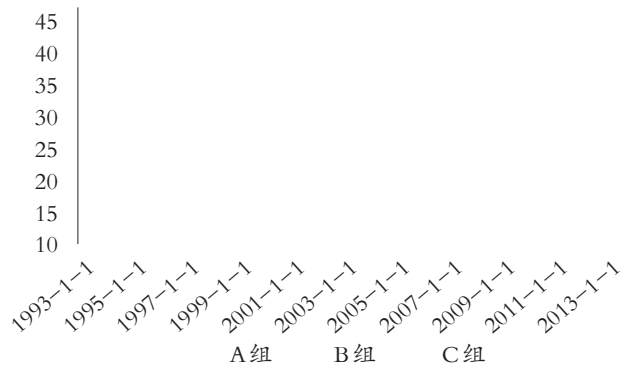


图6 河南省上市公司销售毛利率折线图

(2)ROE分析。A组的平均ROE要高于B组,B组又高于