

清科观察：《2016 市值管理研报》发布，解密 A 股汹涌定增背后的市值管理之道

2016-09-20 清科研究中心 钱浩

市值管理是上市公司基于公司市值信号，综合运用多种科学、合规的价值经营方式和手段，以达到公司价值创造最大化、价值实现最优化的一种战略管理行为。市值管理是推动上市公司实体经营与资本运营良性互动的重要手段。市值管理的核心是价值管理，是价值创造与股东价值实现，同时企业的市值管理行为也能够为企业创造更好的融资环境，为企业的业务升级和转型提供更为便捷的资金支持。近年来二级市场的持续火爆，并购、定增频现，上市公司市值管理意愿强烈，同时越来越多 VC/PE 机构通过并购、定增等模式进行市值管理。

鉴于此背景，清科研究中心特推出《2016 年上市公司市值管理专题报告》，从市值管理的基本概念和含义切入，剖析中国上市公司市值管理的现状、特点、参与方以及中国 A 股市场市值管理的必要性；同时对上市公司市值管理的策略及典型案例进行分析，着重解析 VC/PE 机构参与上市公司市值管理的机会及方法，最后提出中国上市公司市值管理中尚存在的不足及未来发展展望，以期 VC/PE 机构及上市公司本身未来参与市值管理提供借鉴。

A 股市值持续波动，创业板“溢价效应”明显

“市值管理”是伴随着我国资本市场创新发展而出现的全新概念，它的提出始于 2005 年上市公司股权分置改革办法的出台，该办法也使得中国资本市场开始进入全流通时代，市值成为上市公司的标志和广泛关注的核心指标。

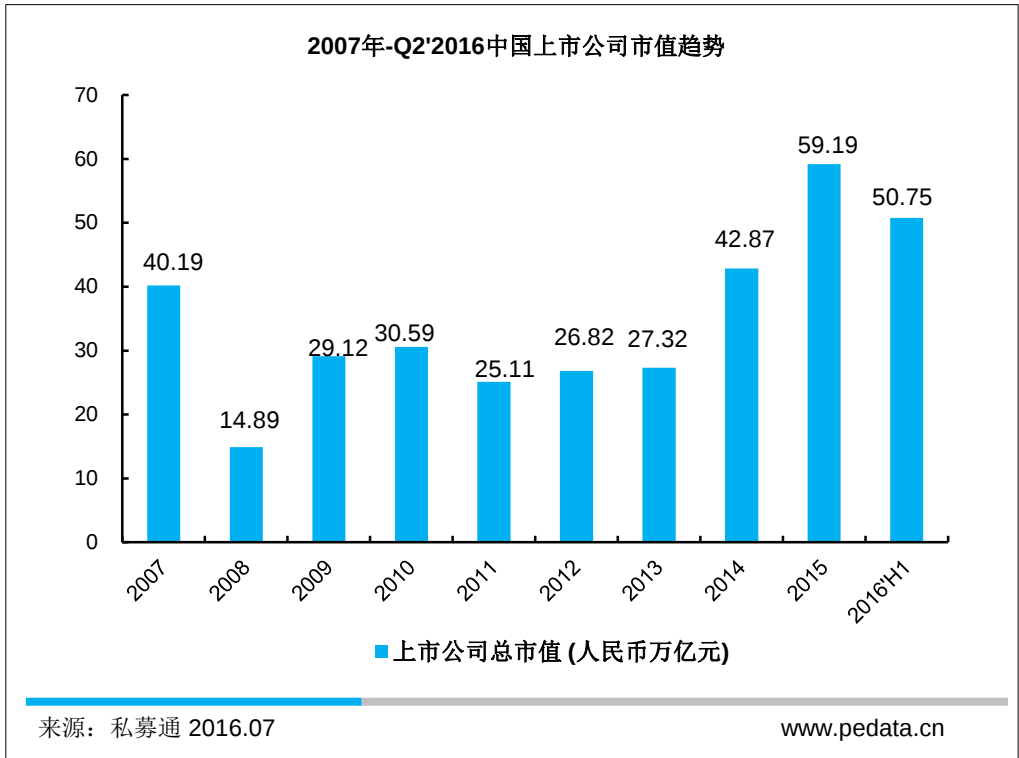
截止至 2016 年 6 月 30 日，中国共有 A 股上市公司 2,887 家，公司合计市值 50.75 万亿，平均单个公司市值 175.78 亿元，平均市值已经略高于同属大中华地区的香港市场，但相比起美国还有较大的差距。

表 1 2016 年上半年中国上市公司发展趋势

国家/地区	上市公司数量	总市值 (人民币亿元)	平均市值 (人民币亿元)
沪深两市	2,887	507,473.26	175.78
沪市	1,106	292,639.24	264.59
深市	1,781	214,834.02	120.63
美国	5,536	2,362,233.29	426.70
香港	1,916	291,213.53	151.99

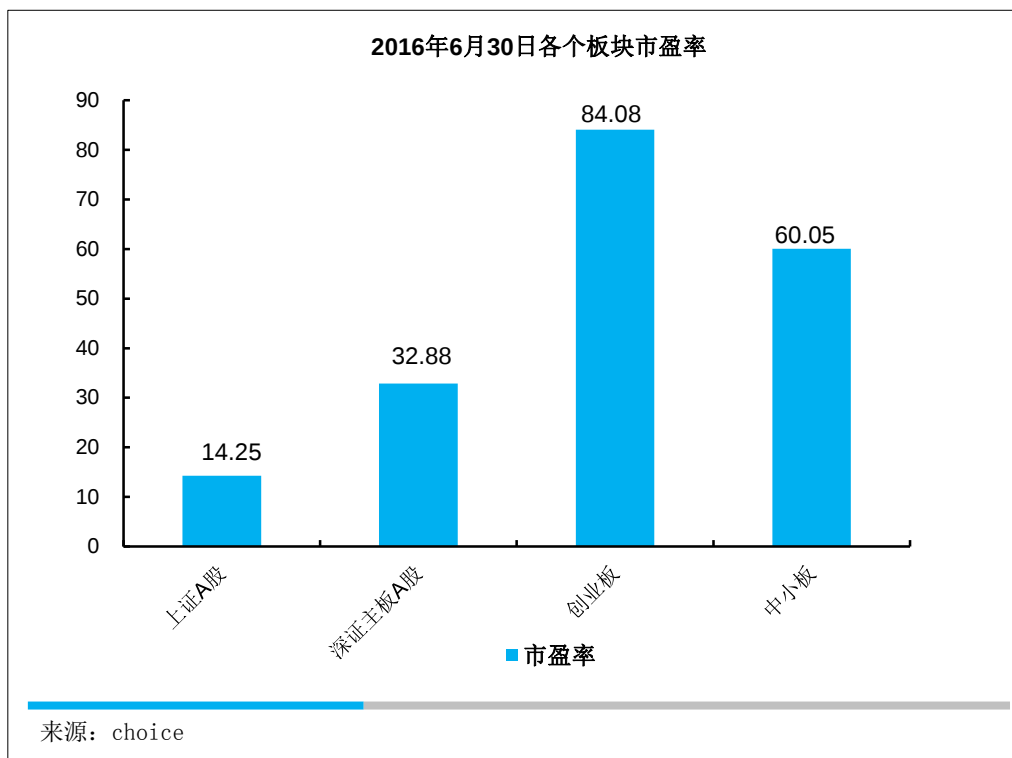
从 2000 年到 2015 年，中国股市经历了过山车似的行情，2000 年初上证指数仅为 1366.58 点，2007 年 10 月 16 日，上证指数攻下 6124 点高地，创历史新高。2007 年之后，指数一路下滑，最低跌破 2000 点，2015 年一拨牛市中上证指数再次站上 5000 点，随后股市又经历断崖式下跌，到 2016 年，上证指数持续在 3000 点上下徘徊，与此相对应的上市公司市值也在 2007 年和 2015 年来到了两拨同期高点。

图 1 2007 年-Q2'2016 中国上市公司市值趋势



截至 2016 年 6 月 30 日，沪深 A 股共有上市公司 2,887 家，市盈率为 20.53。其中，上证 A 股市盈率为 14.25，深圳主板 A 股市盈率为 32.88。市盈率最高的板块为创业板，高达 84.08，以 TMT 为代表的新兴行业在近几年得到了蓬勃发展，阿里巴巴、京东、腾讯等互联网公司市值相继创出天价，也助推了创业板公司估值水涨船高。

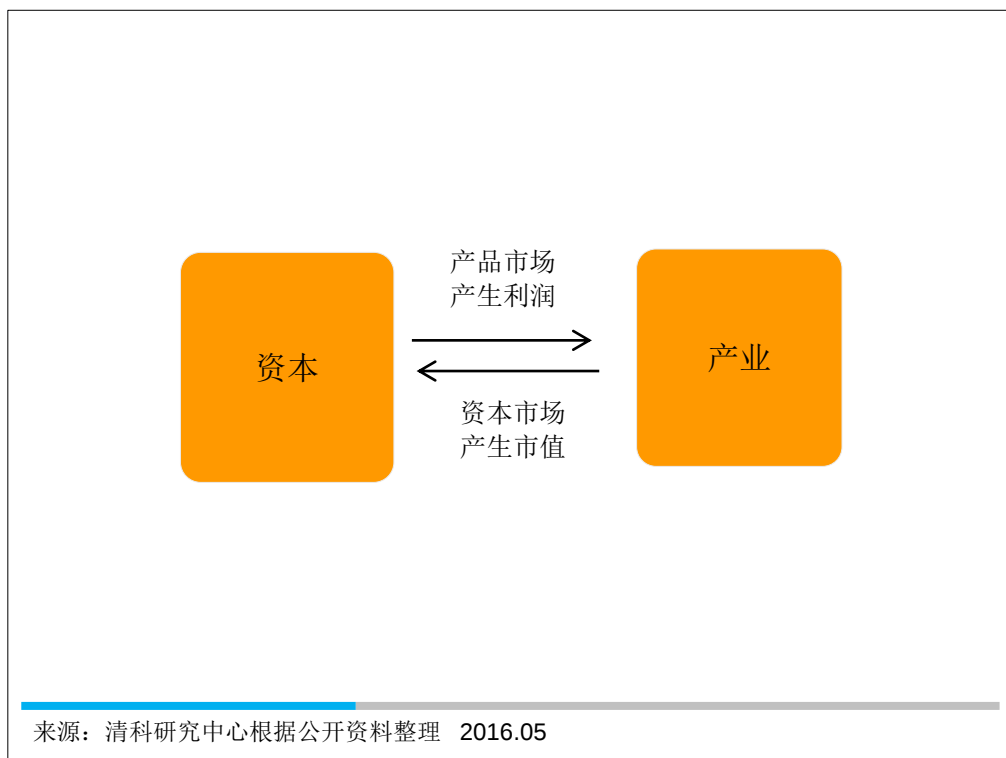
图 2 2016 年上半年各板块市盈率比较



树立产融结合意识，多模式并行进行市值管理

任何一家上市公司都是在两个市场进行经营，第一个市场是资本市场，这个市场的经营目标是市值。第二个市场是产品市场，这个市场经营目标的核心是利润。好的上市公司管理不是单纯的股价管理，或者通过业绩的提升提高公司市值，而是应当产业、资本双向联动，形成市值增长。市值管理要围绕价值投资核心理念，依托于资本帮助企业进行同行业及上下游资源整合，寻找与企业具有积极协同效应的资产与业务，实现企业的产业深化，从而再形成更高的企业价值。

图 3 上市公司产融互动模式图



市值管理时代，EVA 成为上市公司业绩评价的一个首要指标，EVA 是公司财务利润超出资本风险机会成本(包括机会成本和资本的风险成本)的剩余部分，反映的是公司在特定时间内创造的价值。市值管理的核心理念在于三方面：第一点上市公司应树立产融互动和创造 EVA 的经营理念，；第二点是上市公司应建立市值管理的经营体系；第三是上市公司应在市值波动中进行价值实现，增加股东财富和公司竞争力，促进可持续增长。

上市公司是市值管理最直接的操作者，也是市值管理的最大受益者。市值是上市公司股本与股价的乘积，在股本可比的情况下，市值因股价的涨跌而增减。市值管理不仅致力于价值创造，还要进行价值实现。即当市场价格被扭曲时，通过适当的资本运作，改善股价的扭曲或被低估的程度，实现公司外在价值的增值，是公司市值管理的重要内容。在具体实施策略上包含分拆、并购、回购、增发、股权激励、投资者关系管理等。

以并购基金和定向增发为重点，VC/PE 机构抓住上市公司市值管理红利

行业研究深入、募资渠道广泛、外部资源丰富等优势使得 VC/PE 机构目前也成为上市公司在市值管理中热衷选取的合作对象。在市值管理的实操中，VC/PE 机构利用自身资源为上市公司提供咨询、尽调、募资等服务，其中最主要的两种合作模式分别是“上市公司+PE”的并购基金模式和 VC/PE 机构参与上市公司定向增发。

1、“上市公司+PE”模式

股权分置改革以来，现金或发行股份支付一直是上市企业并购交易的主流支付手段，但是现金支付会给收购方带来巨大财务压力，而发行股份收购还需经过证监会核准、发审委审核，时间周期较长。随着近两年并购基金在我国的逐步兴起，“上市企业+PE”式产业并购基金也开始成为上市企业并购交易可供选择的支付方式。自 2011 年始，天堂硅谷先后已与大康牧业、广宇集团、京新药业和升华拜克等上市企业签署了发起设立并购基金的协议。这种“上市企业+PE”式的产业并购基金所投资项目的退出主要是上市企业并购其同行业或产业链上下游企业，而且与一般基金以及之前成立的一些并购基金购买目标企业的少数股权不同，上市企业参与设立的并购基金通常需要取得目标企业的控制权，才能顺利实现由上市企业对目标企业进行业务整合，并在适当的时机出售给上市企业而实现退出。统计数据显示，自 2016 年初至年中，公告设立各类投资基金的上市公司数量已经超过了 80 家。

“上市企业+PE”型并购基金助力上市企业并购优势明显：首先，可提前锁定行业内的并购标的，并在可预见的时间段内自主选择注入上市企业的时机，在确保未来增量利润的来源的同时可有效实现市值管理；其次，上市企业参与设立并购基金进行收购属于杠杆收购，只需付出部分出资，且根据项目进度逐期支付，剩余资金由外部募集，即可锁定并购标的，不占用上市企业营运资金；第三，上市企业可通过并购基金提前了解目标企业，减少未来并购信息不对称风险；第四，该种基金通过上市企业并购其同行业或产业链上下游企业实现退出，有助于推动上市企业对产业链上下游进行整合。

2、定向增发

VC/PE 机构参与上市公司定向增发是一种常见的模式，一方面目前定向增发短期内有望带来较高的回报比例，且投资上市公司能够带来更好的资本流动性。另一方面企业在发展过程中需要资本助力转型升级。多数定增项目都是折价发行的，增发比例逐年呈现下降的趋势。

另外，定向增发也可以配合并购以达到更好市值表现。上市公司向投资机构定向增发，市场感觉投资机构增持股份可能是上市公司有利好或者拟进行收购从而引起资金追捧。股价上涨后，上市公司再进行大规模并购，便可以更高市值更少股票收购投资标的，收购之后，

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_15137

