

An Investigation into the Motivations and Performance of Spin-off Listings of State-Owned Enterprises

—Taking Huaqin Xiamen Tungsten as an Example

Qiwei Lu

East China Jiaotong University, Nanchang, Jiangxi, 330013, China

Email: 2751241340@qq.com

Abstract

This study examines the motives and performance of state-owned enterprises during spin-off listings, focusing on Xiamen Tungsten. It highlights the influence of spin-offs on corporate value and market performance. By analyzing financial data pre- and post-spin-off and integrating industry cases, the research assesses motives and outcomes systematically. Key motives for Xiamen Tungsten's spin-off include improved operations, enhanced competitiveness, and increased corporate value. Post-spin-off, both Xiamen Tungsten and subsidiaries showed significant gains in market performance and financial metrics, demonstrating the benefits of spin-offs. State-owned enterprises can boost resource allocation and competitiveness via spin-offs. Xiamen Tungsten's success illustrates that spin-offs support strategic upgrades and foster long-term value in a competitive market.

Keywords: *Spin-off Listing; Spin-off Motivations; Performance Analysis*

国有企业分拆上市的动因及绩效研究 ——以厦门钨业为例

卢琦玮

华东交通大学，江西南昌 330013

摘要: 本研究旨在探讨国有企业分拆上市的动因及其绩效，以厦门钨业为案例，揭示分拆上市对企业价值和市场表现的影响。通过对厦门钨业分拆上市前后的财务数据和市场表现进行对比分析，结合行业案例和相关文献，系统评估分拆上市的动因和绩效表现。研究发现，厦门钨业的分拆上市主要动因包括改善经营状况、提升核心业务的市场竞争力以及增强企业整体价值。分拆上市后，厦门钨业及其子公司的市场表现和财务指标均显著改善，证明了分拆上市对企业的正面影响。国有企业通过分拆上市可以有效提升资源配置效率和市场竞争力。厦门钨业的成功经验表明，分拆上市不仅有助于企业实现战略升级，还能在竞争激烈的市场环境中获得长期的价值增值。

关键词: 分拆上市；分拆动因；绩效分析

引言

分拆上市是指一家母公司将其具有独立盈利能力或成长潜力的子公司独立出来，在资本市场进行单独上市的行为^[1]。这种行为有助于母公司和子公司各自实现业务聚焦、提升专业化经营水平，并增强市场竞争力。2019年12月13日，证监会发布了企业境内分拆的相关上市规定，明确上市要求和流程，境内资本市场掀起一股分拆上市热潮^[2]。近年来锂离子电池正极材料行业的持续发展，具有广阔的市场空间，但竞争也日趋激烈，行业集中度逐渐提升。在此背景下，厦门钨业将其锂离子电池子公司厦钨新能分拆上市至科创

板，成为政策支持下的首批分拆上市公司，利用资本力量实现盈利和扩张。以厦门钨业为例，探究子公司分拆上市及作用，分析分拆上市的制度和政策背景，从外部环境和自身需求的角度分析企业分拆上市的原因。本文旨在总结案例中厦钨新能成功分拆上市的一般启示，为其他企业的分拆上市提供经验。

1 案例概况

1.1 母公司—厦门钨业

厦门氧化铝厂成立于 1958 年，并于 1997 年完成整体改制，更名为厦门钨业股份有限公司，于 2002 年 11 月在上海证券交易所成功上市。公司专注于钨钼、稀土和锂电池材料三大核心业务，同时涉足房地产开发。厦钨从钨产业起步，通过创新，走独特的技术路线，一举获得成功。随后，公司着手探索新的产业方向并扩展产业链，发展出钨钼、稀土和能源新材料三大核心业务，并在这些领域中获得了领先地位。

1.2 子公司—厦钨新能

厦钨新能前身为厦门钨业下属电池材料事业部。厦门钨业最初专注于钴酸锂正极材料的研发和生产。到 2016 年 12 月，公司将新能源材料业务从母公司分离，成立了专门从事锂离子电池正极材料研发、生产和销售的公司。该公司主要生产钴酸锂和三元正极，处于锂电产业链的中游，产品广泛应用于消费电池、动力电池及储能电池。作为高电压三元材料的领先企业，公司在上游资源方面与厦门钨业、天齐锂业、盛屯矿业等股东合作，形成了协同优势。

1.3 分拆上市的动因

1.3.1 内部动因

厦钨新能自身盈利较弱。从 2018 年开始，收入规模扩大而利润不增，过分依赖政府补贴，经营状况需要改善。厦钨新能每年均获得政府大量补贴，公司于 2019 年取得海沧工业和信息化局研发补助、工业企业跨越发展奖励等政府补助，这些政府补助合计接近 1 亿元。实际上，2019 年净利润的金额与增速的增长，可以归结到这笔接近 1 亿元的补贴上，其他业务的净利润占比极低。截至 2020 年 6 月，公司的短期借款和一年内到期的非流动负债总额接近 20 亿元；而现金余额仅有 3.36 亿元，与负债之间相差超过 5 倍，利息费用接近 5000 万元，而当期净利润不到 1 亿元，经营状况不容乐观。

厦钨新能的偿债压力逐年增加。近年来，为了获得头部企业的竞争优势和规模经济效益，厦钨新能不断扩大市场份额，但这导致了高昂的资产负债率和紧缺的现金流。2017 年至 2020 年，厦钨新能的年平均资本支出达 11.47 亿元，而年平均经营活动现金流量净额仅为 0.22 亿元。为了满足持续增长所需的资金投入，厦钨新能不断利用负债杠杆提高经营利润，然而财务杠杆是否真正推动了利润增长尚不明确，债务问题将厦钨新能推向了危险境地。

厦钨新能经营存在活力不足的问题。国有企业的薪酬和激励机制通常相对较为僵化，缺乏差异化和激励效应。这种情况可能会使员工的积极性和主动性下降，导致对工作的热情和动力不足，从而影响企业的创新能力和市场竞争力。作为国有企业的子公司，厦钨新能在市场导向方面相对较弱，往往更注重政府指示和社会责任。这可能导致创新意识和动力不足，难以推动企业的技术创新和经营模式变革。

1.3.2 外在动因

积极政策的发布。科创板的设立旨在为科技型和创新型中小企业提供进入资本市场的支持，并提高资本市场对实体经济的包容性^[3]。该板块采用注册制，以信息披露为核心原则，降低了上市门槛，使初创企业和科技公司更容易进行上市。2019 年 12 月，证监会发布了《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》，为境内分拆上市提供了具体的实施细则，进一步拓宽了境内上市公司的融资途径。截至 2022 年 12 月

份，已有 61 家 A 股公司发布分拆上市预案，且被分拆的子公司大多集中在新材料、半导体制造、新能源等新兴产业。相关公司表示，希望通过分拆上市，实现母、子公司的业务聚焦。厦门钨业快速响应推出分拆上市计划，望能够第一时间把握政策红利。

国企改革浪潮的推动。在新一轮的国企改革指导意见中，提出要大力推动国有企业改制上市，提高国有资本配置和运营效率。传统的国企改革路径包括整体上市、IPO 和并购重组。整体上市是将集团资产注入到上市平台，这一方式具有特定的历史使命，除了快速增强国有企业在资本市场综合实力外，更重要的是提升投资者对 A 股市场的信心。分拆上市新规的落地，丰富了国有企业的改革方式。经过十几年的发展，使很多大型国有上市公司已发展为多元化或长产业链的综合型上市公司。但与民营企业相比，大而不强是多数国有企业的通病。在存量的基础上增加增量，将优质的国有上市公司子公司继续分拆上市，是通过二次证券化做强的有效方案，改变以往以收入为 KPI 的经营模式，预计未来将成为国企改革的主要模式。

“双碳”目标的驱使。第 75 届联合国大会一般性辩论上首次提出了实现“碳达峰、碳中和”的目标，中国计划实施更为有效的政策和措施，力求在 2030 年前使二氧化碳排放达到峰值，并致力于在 2060 年前实现碳中和。实现这一“双碳”目标对我国解决资源与环境约束、推动经济结构的转型升级，以及促进构建人类命运共同体具有重要意义。在这个背景下，锂离子电池产业规模逐步回暖。厦钨新能作为锂电材料行业的行内翘楚，早在 2002 年就开始布局电池材料赛道。如今，在前沿研发团队、数十项专利产品、技术基础和客户关系的支持下，厦钨新能已经十分适合在“双碳”推动下独立上市，以稳健的姿态迎接市场投资者的检验。

1.4 分拆上市过程

2020 年 8 月 1 日，厦钨新能向上海证券交易所递交了首次公开发行股票并在科创板上市的材料，并于 8 月 4 日收到上海证券交易所受理申请的通知。证监会于 2021 年 6 月 29 日允许厦钨新能上市。随后，厦钨新能发布了上市招股说明书，明确本次发行股数为 62,893,067 股，占发行后的股本总数的 25.00%。在正式的股票发行方案重，如表 1 所示，发行价格为每股 24.50 元，募集到的资金总额达到 15.41 亿元。

表 1 厦钨新能发行方案

发行股票类型	人民币普通股（A 股）
发行股数	本次发行均为新股，不涉及股东公开发售股份。公司本次公开发行 62,893,067 股，占本次发行后总股本的 25%
每股面值	人民币 1.00 元
每股发行价格	人民币 24.50 元
发行日期	2021 年 7 月 27 日
拟上市交易板块	科创板
发行后股本总额	251,572,267 股

数据来源：公司官网公告

此次发行采用战略配售、网上发行与网下发行相结合的方式。三种发行方案的配售明细如表 2 所示，可得知厦钨新能本次发行股票战略配售占比为 13.89%，网上发行与网下发行分别占 34.11%和 52%。

表 2 厦钨新能发行股票配售情况

	股票数量	比例
战略配售	8,738,285	13.89%
网上发行	21,453,000	34.11%
网下发行	32,701,782	52.00%

数据来源：公司官网公告

厦钨新能在首个交易日收盘价涨至 121.66 元/股，涨幅达 396.6%。此次发行价为 24.5 元/股，扣除 0.94 亿元发行费用后，募集资金净额为 14.47 亿元。资金中，9 亿元用于建设 4 万吨高镍 NCM 三元材料项目，其余用于补充流动资金。

2 分拆上市后的绩效评价

2.1 市场绩效分析

厦钨新能上市发行价为 24.5 元/股，上市首日，子公司股价大涨近 4 倍，在首日大幅度上涨之后，三十五个交易日内股价虽有涨有跌，但整体呈上涨趋势，在 9 月 10 日达到 117.5 元。可见市场对子公司厦钨新能的认可度较高，股价一路攀升。短期内保持较高的成交量，可以看出市场看好厦钨新能的发展前景并逐渐恢复冷静^[4]。总体而言，市场对厦钨新能持积极态度，市场反应良好。

表 3 厦门钨业市值变化趋势

	首次宣告日	拆分上市日	2022 年末
市值（亿元）	170.13	411.35	277.30
股价（元）	11.59	30.53	19.55

数据来源：公司官网公告

在首次宣告分拆上市时，厦门钨业的市值为 170.13 亿元，股价为 11.59 元。当子公司上市时，厦门钨业的股价达到了 30.53 元，整体市场价值也大幅上升至 411.35 亿元。这意味着投资者对厦钨新能的分拆上市非常认可，对厦门钨业的估值也随之提高。在 2022 年末，厦门钨业的股票价格降至 19.55 元，市场价值为 277.30 亿元。从市场价值的变化趋势来看，可以观察到一个先上涨后下降的趋势。这可能是由于市场对厦门钨业的行业前景、盈利能力等因素进行重新评估导致的^[5]。

2.2 财务绩效分析

自 2021 年分拆上市以来，厦钨新能处于快速扩张阶段，规模效应进一步显现。2022 年度，厦钨新能累计锂离子电池正极材料销量为 7.96 万吨，实现营业收入 288 亿元，同比增长 81.13%。实现利润总额 12.40 亿元左右，同比增长 94.97%；实现净利润 11.3 亿元左右，同比增长 93.66%，总资产报酬率从 2020 年起逐年增长，指标具体见表 3，公司运营效率和整体盈利能力持续提升。从长期偿债能力角度来看，厦钨新能 2020 年-2021 年资产负债率呈下滑趋势，2021 年与上年同期相比下降 17.43%。厦钨新能通过首发上市募资扩大了资产规模，降低了其资产负债率，公司偿债能力总体得到改善。

表 4 厦门钨业市值变化趋势

指标名称	公司名称	2020 年	2021 年	2022 年
营业收入（亿元）	厦钨新能	79.9	159	288
	厦门钨业	190	319	482
净利润（亿元）	厦钨新能	2.5	5.9	11.3
	厦门钨业	9.56	16.93	21.83
资产负债率（%）	厦钨新能	70.99	63.14	45.71

数据来源：公司年报

2022 年，厦门钨业实现营收 482.23 亿元，同比增长 51.39%；净利润 21.83 亿元，同比增长 28.90%；实现归属于上市公司股东的净利润 14.46 亿元，同比增长 22.67%。2022 年公司主要控股参股公司中，厦钨新能营业收入占比最大，对公司净利润的贡献最大。说明子公司在科创板上市这一动作受到广大投资者的关注并

顺利融资扩产，产能增加、产品销增加及产品价格上涨都推动了营业收入增加，盈利能力的提升。同时分拆上市改善了厦门钨业长期偿债能力，经营规模扩大的同时，资产负债率保持相对稳定。

2.3 非财务绩效分析

2.3.1 研发能力持续提升

厦门钨业拥有一支专业高效的研发团队，致力于钨钼、稀土和能源新材料三大产业的应用技术开发和基础理论研究，通过持续的自主创新和强大的研发能力，取得了多项具有突破性的科研成果。在分拆子公司上市后，厦门钨业的研发人员数量有所增加，这表明分拆上市后，公司坚持创新驱动，广纳研发人才，致力于打造一流的标杆企业。分拆上市后，厦钨新能研发人员数量增长，重视研发对企业发展的推动作用，维持人才队伍稳定，不断吸引优秀的技术研发人员加入，以保持行业技术优势和持续发展的潜力。

厦门钨业在全国行业内拥有领先水平的技术创新能力，取得了多项突破性成果、关键技术和应用，累计专利数量为 479 项，形成了行业领先的产品和技术体系。在分拆上市后，厦钨新能的技术创新产出不断突破，专利申请数量也有所增加。这将有助于公司长期业绩的提升。厦钨新能致力于培育发展新能源锂电池主流产品的核心技术以及未来产品技术，并成功地将成果转化为产业化。综合来看，公司致力于新能源电池主流产品核心技术以及未来产品技术的培育发展、成果转化与产业化，依靠突出的科技创新能力，成功掌握了多项自主研发的行业领先的核心技术。截至 2022 年 12 月 31 日，公司在国内外拥有累计 86 项注册专利，其中发明专利 63 项，形成了较为完整的自主知识产权体系。

2.3.2 核心业务快速扩张

厦钨新能位于产业链的中游制造领域，专注于钴酸锂和三元正极材料的制造。产业链的上游涉及钴、镍、锰等金属盐的生产，下游则包括锂电池的生产和最终应用。公司不仅坚持在钴酸锂和贮氢合金市场中维持其份额，还积极扩展三元材料市场，并稳步推进磷酸铁锂的布局。2021 年，厦钨新能在上交所科创板成功上市，并通过募资建设了年产 4 万吨锂离子电池正极材料的项目。同时，公司与格林美、中伟新材、帕瓦股份签署了战略合作框架协议。目前，公司拥有约 7 万吨的正极材料产能，且生产线可以在钴酸锂和三元材料之间灵活切换。预计到 2022 年，厦钨新能将在海璟基地新增年产 1.5 万吨的三元材料产能，届时海璟基地的年产能将达到 8.5 万吨。到 2023 年，正极材料的总产能预计将超过 17.5 万吨。在 2022 年度，公司充分利用市场机遇，不仅巩固了钴酸锂市场的份额，还持续开拓三元材料市场。由于高电压车载三元材料具备显著的性价比优势，公司在这一领域的订单量大幅增加，销售业绩显著提升。

2.3.3 激励效果增强

分拆上市是丰富激励管理层和关键员工的手段，通过对管理层和关键员工实施股权、期权等激励，使管理层和关键员工变成公司“主人翁”之一，进而提高和激发其经营积极性^[9]。本次分拆子公司上市有助于厦钨新能源构建管理团队、核心技术骨干与上市公司股东利益趋同的股权架构，使公司股票具有市场流通价值，丰富公司激励手段，依托管理层员工向股东角色转变，提高积极性。分拆上市完成后，厦钨新能源直接进入资本市场，将强化其公司的激励机制，管理层的薪酬体系和其负责的企业业绩建立了更加直接的联系，从而有利于对厦钨新能源管理者进行业绩评估。从厦钨新能管理层薪酬情况的变化趋势来看，其管理层报酬总额不断上升，但占净利润比重不断下降，证明净利润上涨的趋势高于管理层酬总额上涨的趋势，侧面印证了厦钨新能上市之后，不仅对管理层薪酬产生正向效应，对管理层的激励作用变强，同时从治理角度反映出促使其更有动力改善公司业绩的机制。

3 对国内上市公司的启示

根据其自身情况和经营策略，选择优质资产进行分拆上市。分拆上市这种收缩型的资产重组方式更适用

于多元化发展的企业，厦门钨业旗下设有电池材料事业部，自 2004 年起开始进行锂离子电池正极材料的研发和生产。经过多年的培育，厦门钨业成立了子公司厦钨新能，专注于锂离子电池材料业务。厦门钨业的分拆上市选择符合其业务结构，并且正确评估和选取了具有价值的经营板块作为分拆资产，以确保不损害母公司的利益。同时，这也确保了子公司具备核心竞争力以独立进入资本市场。厦钨新能顺利上市是厦门钨业充分考虑自身情况并进行合理战略决策的结果。国内上市公司要结合自身情况和战略规划，在分拆上市时选择具有价值的经营板块作为分拆资产^[7]。这样不仅能确保子公司独立上市后具有核心竞争力，同时也能保障母公司的利益。

分析分拆上市的实际情况，并选择适合的资本市场进行分拆上市。当前国内外对于分拆上市的规定已经逐步完善，但不同市场和板块对上市要求有所不同^[8]。因此，在选择分拆上市路径时，厦门钨业充分考虑了各个资本市场的特点、优势和劣势，并与自身战略发展密切结合。最终，他们选择在科创板上市，以使资本市场能更好地为企业成长提供服务。企业分拆上市路径的选择应结合上市的政策、经济背景、子公司类型和上市动因等多方面因素综合选择，且各因素对企业上市路径选择的影响由外及内。

跟踪子公司的后续发展，以最大化分拆上市的增值效果。尽管分拆上市能改善厦钨新能的治理、融资和经营效果，但效果并非立竿见影，因此母公司应持续关注子公司的发展^[9]。通过将厦钨新能在资本市场独立上市并实现独立估值，厦门钨业获得了资本溢价，促进了国有资本的壮大和强化，从而实现了国有资产的增值。厦钨新能成功分拆上市后，也逐步激发了公司其他业务板块管理层和员工的积极性，吸引了更多优秀人才，进一步推动了公司业务的发展。

4 结语

国有企业的分拆上市主要受企业经营效率、市场竞争力和优化资源配置等几个因素推动。厦门钨业的分拆上市有效地实现了这些目标，通过独立运作和专注于核心业务，显著提升了公司在钨行业的市场地位和财务表现。这不仅为国有企业改革和提供了有益的实践经验，也为境内企业分拆上市的实践提供了参考。未来的研究仍需关注不同类型国有企业的分拆上市效果，并探索如何在不同的经济环境下优化这一过程。

参考文献

- [1] 陈明晖,曾爱民,王竹青.1+1>2:分拆上市独立性与价值效应研究——以首家“A拆A”上市公司为例[J].财会通讯,2023,(16):3-8+77.
- [2] 方宗,周依然.金山软件连续分拆上市的动因分析及启示[J].财务与会计,2023,(10):23-26.
- [3] 王秀丽,梅静怡,张昭俊,谢晓燕.上市公司分拆上市动因组态与价值创造研究[J].会计之友,2023,(09):34-43.
- [4] 吕江林,刘胤之,黄哲,郑丽.上市公司分拆上市的股价效应探究[J].金融与经济,2023,(02):25-40.
- [5] 王秀丽,梅静怡,张昭俊,谢晓燕.中国境内分拆上市公司价值创造影响因素研究[J].会计之友,2022,(19):52-59.
- [6] 徐宗宇,孙敏,刘耀淞,杨捷.分拆上市对企业集团价值的影响[J].华东经济管理,2022,36(03):106-118.
- [7] 陈苏,杨宝,黄子俊.基于分拆计量法的企业并购业绩承诺会计处理研究——以喜临门并购绿城传媒为例[J].财务与会计,2021,(03):40-45.
- [8] 邓建平,曾婧容,饶妙.房地产企业分拆上市的资本逻辑——以碧桂园为例[J].财会月刊,2020,(19):156-160.
- [9] 谢笋.上市公司分拆上市的动机及其对公司发展的影响[J].经济研究导刊,2019(25):83+89.