

分类号 F83/619  
U D C 0005806

密级  
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 A股境内分拆上市对企业绩效的影响研究  
-以杰瑞股份分拆德石股份为例

研究生姓名: 王梅

指导教师姓名、职称: 刘志军、教授

学科、专业名称: 应用经济学、金融硕士

研究方向: 投资理财

提交日期: 2024年6月3日

## 独创性声明

本人声明所提交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的  
研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他  
人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献  
均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 王梅 签字日期： 2024.6.1

导师签名： 刘世军 签字日期： 2024.6.1

导师(校外)签名： \_\_\_\_\_ 签字日期： \_\_\_\_\_

## 关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意 (选择“同  
意” / “不同意”) 以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用  
影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊(光盘版)电  
子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传  
播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名： 王梅 签字日期： 2024.6.1

导师签名： 刘世军 签字日期： 2024.6.1

导师(校外)签名： \_\_\_\_\_ 签字日期： \_\_\_\_\_

**A study on the impact of domestic A-share  
spin-off listing on corporate performance -  
A case study of Jereh Shares splitting off  
Deshi Shares**

**Candidate : Wang Mei**

**Supervisor: Prof.Liu Zhijun**

## 摘 要

在资本市场发展的进程中,许多综合实力强的企业通过兼并收购等方式来增强自身竞争力,然而,随着企业多元化的过度发展,使得集团企业陷入了多元化困境,分拆上市作为多元化企业优化资源配置的一种方式,有助于解决融资约束、经营效率低下、市场估值不准等问题进而帮助企业实现绩效创造。那么,分拆上市能否真正为企业带来正向的绩效值得我们深入研究。

杰瑞股份作为《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》发布之后首批宣布分拆旗下子公司的上市公司之一。鉴于此,文章选择杰瑞股份分拆德石股份作为研究案例,采用文献分析法,对国内外现有文献和理论进行梳理和总结,在此基础上构建了分拆上市对案例公司的绩效影响机制。采用案例分析法,结合企业内部的发展战略规划,深入分析杰瑞股份分拆德石股份上市的动因;运用市场绩效分析法和财务绩效分析法深入剖析了分拆上市对企业绩效的影响。通过对杰瑞股份分拆的研究结果得出以下结论:从市场绩效来看,德石股份分拆上市并没有为母子企业带来积极的短期市场绩效,但从长期来看,对母子企业均产生了积极的影响;从财务绩效来看,分拆上市对母子企业的盈利能力、偿债能力、成长能力和创新能力均产生了不同程度的促进作用,但对营运能力产生了消极的影响。

基于上述研究,针对分拆企业、投资者和监管方提出了相关建议:上市公司需认识到分拆上市的风险,切忌盲目分拆,分拆后还要依据子公司的独立经营业务和差异化竞争力规划企业未来发展战略保证其后续发展;投资者需要认识到,不能仅凭借市场绩效评价上市公司的分拆效率,还要关注其财务状况和经营管理情况;监管部门需认识到健康的分拆市场环境离不开健全的监管体系、完善的法律法规和强而有力的监管。

**关键词:** 分拆上市 市场绩效 财务绩效 杰瑞股份 德石股份

## Abstract

In the process of capital market development, many enterprises with strong comprehensive strength enhance their competitiveness through mergers and acquisitions, etc. However, with the excessive development of enterprise diversification, group enterprises fall into the dilemma of diversification. As a way for diversified enterprises to optimize resource allocation, spin-off and listing can help solve problems such as financing constraints, low operating efficiency and inaccurate market valuation, and thus help enterprises achieve performance creation. Then, whether the spin-off listing can really bring positive performance to the enterprise is worthy of our in-depth study.

Jereh is one of the first listed companies to announce the spin-off of its subsidiaries after the release of Several Regulations on the Domestic Listing Pilot of Listed Companies to spin-off their Subsidiaries. In view of this, the paper chooses the divestment of Jereh Shares and Deshi shares as a case study, uses literature analysis to review and summarize the existing literature and theories at home and abroad, and builds the impact mechanism of the divestment listing on the performance of the case company on this basis. Using the case analysis method, combined with the enterprise's internal development strategy planning, in-depth analysis of

Jereh shares split Deshi shares listed motivation; Market performance analysis and financial performance analysis are used to analyze the impact of spin-off listing on corporate performance. The following conclusions are drawn from the research results of Jereh stock split: From the perspective of market performance, Deshi stock split and listing did not bring positive short-term market performance to the parent-subsidiary enterprise, but in the long run, it has a positive impact on both the parent-subsidiary enterprises; From the perspective of financial performance, spin-off and listing have promoted the profitability, debt paying ability, growth ability and innovation ability of parent-subsidiary enterprises to varying degrees, but have a negative impact on operating ability.

Based on the above research, relevant suggestions are put forward for the spin-off enterprises, investors and regulators: Listed companies should be aware of the risks of spin-off and listing and avoid blind spin-off. After spin-off, they should plan their future development strategies according to the independent business and differentiated competitiveness of subsidiaries to ensure their subsequent development. Investors need to realize that they should not only rely on market performance to evaluate the split efficiency of listed companies, but also pay attention to their financial status and operation and management. Regulators need to recognize that a healthy unbundled

market environment is inseparable from a sound regulatory system, improved laws and regulations, and strong supervision.

**Key words:** Spin-off; Market performance; Financial performance; Jereh Shares; Deshi Shares

# 目 录

<b>1 绪论</b> .....	<b>1</b>
1.1 研究背景与研究意义 .....	1
1.1.1 研究背景 .....	1
1.1.2 研究意义 .....	1
1.2 文献综述 .....	2
1.2.1 关于分拆上市动因的研究 .....	2
1.2.2 关于分拆上市路径的研究 .....	5
1.2.3 关于分拆上市对企业绩效的影响研究 .....	6
1.2.4 文献综评 .....	7
1.3 研究内容与研究方法 .....	7
1.3.1 研究内容 .....	7
1.3.2 研究方法 .....	9
1.4 研究创新与不足 .....	10
1.4.1 可能的创新 .....	10
1.4.2 不足之处 .....	11
<b>2 分拆上市影响企业绩效的理论分析</b> .....	<b>12</b>
2.1 理论基础 .....	12
2.1.1 信息不对称理论 .....	12
2.1.2 核心战略化理论 .....	12
2.1.3 融资需求理论 .....	12
2.1.4 管理层激励理论 .....	13
2.1.5 有效市场理论 .....	13
2.2 分拆上市对企业绩效的影响机制 .....	14
2.3.1 融资效应 .....	14
2.3.2 治理效应 .....	14



2.3.3 经营效应.....	15
<b>3 A股境内分拆上市发展现状.....</b>	<b>17</b>
3.1 境内分拆上市状况分析.....	17
3.2 分拆上市流程.....	20
3.3 分拆上市的监管制度发展.....	21
<b>4 杰瑞股份分拆德石股份案例介绍.....</b>	<b>23</b>
4.1 案例公司介绍.....	23
4.1.1 母公司杰瑞股份.....	23
4.1.2 子公司德石股份.....	24
4.2 分拆上市的过程.....	26
4.3 分拆上市的动因.....	28
4.3.1 获取合理估值.....	28
4.3.2 实现专业化经营.....	29
4.3.3 拓宽融资渠道.....	31
4.3.4 提升企业知名度.....	33
4.4 分拆上市的路径.....	34
4.4.1 分拆上市方式.....	34
4.4.2 分拆上市板块.....	35
<b>5 杰瑞股份境内分拆上市对企业绩效的影响.....</b>	<b>37</b>
5.1 分拆上市对企业市场绩效的影响分析.....	37
5.1.1 短期市场绩效分析.....	37
5.1.2 长期市场绩效分析.....	41
5.2 分拆上市对企业财务绩效的影响分析.....	45
5.2.1 盈利能力分析.....	45
5.2.2 偿债能力分析.....	46
5.2.3 营运能力分析.....	47
5.2.4 成长能力分析.....	49
5.2.5 创新能力分析.....	50

<b>6 结论与建议</b> .....	<b>54</b>
6.1 研究结论 .....	54
6.2 研究建议 .....	55
6.2.1 对分拆企业的建议 .....	55
6.2.2 对投资者的建议 .....	56
6.2.2 对监管者的建议 .....	56
<b>参考文献</b> .....	<b>57</b>
<b>后 记</b> .....	<b>62</b>

# 1 绪论

## 1.1 研究背景与研究意义

### 1.1.1 研究背景

分拆上市作为上市公司优化资源配置、调整资本结构实现再融资的手段之一，最早可以追溯到 20 世纪 80 年代，在美国的资本市场上得到了广泛运用。发展至今，分拆上市在美国等国外资本市场上发展制度较为完善，创造出较多的分拆案例，直到 2000 年，同仁堂在香港创业板分拆同仁堂科技上市，正式拉开国内分拆上市的序幕；2010 年，证监会发文允许上市公司将满足要求的下属公司在创业板分拆上市后，众多国内上市公司开始选择在香港证券交易所分拆其下属子公司，2019 年创业板正式开放，同年 3 月，中国证券监督管理委员会出台《科创板上市公司持续监管办法（试行）》，2022 年 1 月 7 日，发布《上市公司分拆规则（试行）》，随着我国资本市场改革逐渐深入，政策整体上从严格管控到鼓励发展，分拆实例也逐渐有所增加。

与此同时，在我国新旧能源转型的背景下，国家出台了诸多扶持行业发展的政策，从 2019 年 5 月，国家能源局正式启动了油气行业增储上产“七年行动计划”，对我国油气增储上产具有重要的战略指导意义，到 2023 年发布《关于组织开展煤矿瓦斯高效抽采利用和煤层气勘探开发示范工作的通知》，政策从加强石油天然气的勘探开发、有序开放勘查开采市场的政策到加强非常规油气领域开采，无一不为民营油服企业带来了较大的发展机遇。

得益于政策红利和行业发展，杰瑞股份作为石油大型设备与服务行业中的民营龙头企业，涉及高端装备制造、油气工程及油气田技术服务等多个领域，德石股份作为杰瑞股份旗下的子公司，在分拆上市之前，其经营状况和财务状况等均未对外公布，在竞争激烈的高端设备制造市场上，企业的真实的内在价值很难被发现，导致企业存在价值被低估的问题存在，不利于企业集团整体的战略发展。2020 年，杰瑞股份加入了分拆的浪潮之中。

### 1.1.2 研究意义

### （1）理论意义

相较于西方资本主义国家，我国分拆上市的起步时间较晚，基于现有的研究而言，学者们的研究大多集中于 2000 年以后，并且能够顺利完成分拆上市的公司较少；但在 2019 年末，境内分拆上市规定的实施，为 A 股上市公司在境内分拆上市提供了明确的标准和流程，也填补了我国 A 股市场长期以来的一处制度空白。这对于健全我国多层次资本市场体系，为资本市场服务实体经济提供了有力支撑。

通过对分拆上市的文献整理发现，关于探讨境内分拆上市绩效创造机制的文献较少，本文以杰瑞股份分拆德石股份境内上市为例，挖掘杰瑞股份的分拆动因，结合已有的理论体系分析从市场绩效和财务绩效两个方面探讨分拆事件对企业绩效的影响，形成了较为完整的分析链条，补充了国内关于 A 股分拆上市的案例分析，进一步丰富了与分拆上市相关的研究。

### （2）实践意义

①随着我国资本市场的发展完善，部分实行多元化战略管理的企业开始陷入多元化发展战略陷阱。本文讨论了杰瑞股份分拆上市的案例并进行研究分析，有利于深入认识分拆上市并了解其创造价值的路径，可以为其他想要实行混合分拆上市的公司提供参考。

②通过研究杰瑞股份分拆德石股份上市的流程及其合规性，为我国 A 股境内有分拆上市打算的企业提供借鉴和参考，并为监管部门检验分拆规则的适用性。

③研究杰瑞股份分拆德石股份上市如何在融资效应、管理效应以及经营效应方面实现企业绩效的创造，为后续有分拆子公司上市打算的上市公司提供动机参考。

## 1.2 文献综述

### 1.2.1 关于分拆上市动因的研究

#### （1）市值管理

分拆上市前，由于子公司的内部管理和财务数据并不会公开，外部投资者对企业信息的了解存在着一定的信息差，很难对公司内部的实际经营情况进行充分

的了解,因而母子公司的价值不能被市场正确反映,容易使得公司的价值被低估,而分拆上市后,子公司的财务数据也被公开,母公司的价值能够更好地被市场反映,能够解决分拆上市前因信息不对称造成的企业价值被低估的问题。

Dereeper (2018) 等认为,在分拆上市前,市场上关于子公司的信息来源于母子公司合并后的信息披露,市场无法对子公司的市值做出公允的估值,通过分拆上市,子公司作为一个单独的主体向市场披露信息,能够帮助子公司获取合理估值。Dasilas和Lenentis (2018) 研究了中国台湾地区 1994 至 2007 年间的 136 家分拆上市公司,基于信息不对称的假说,得出了分拆上市对母公司有正向收益的结论。方宗和周依然 (2023) 以金山软件在 2019 年、2020 年连续两次分拆旗下子公司上市为例,认为通过分拆上市可以向市场传递企业资产被低估的信号,促使上市公司获取合理估值,有利于上市公司进行市值管理。陈肖白 (2018) 以中海物业分拆上市为例,使用对比分析法,运用中海物业主要财务指标进行对比分析,认为分拆上市降低了经营者与投资者之间信息的不对称性,进一步公开接受市场、投资者的监督及时披露各项财务数据,提升了企业经营的透明度。徐宗宇 (2022) 利用双积分方法,对 2000-2018 年间沪深两市 A 股分拆上市的公司进行了实证分析,结果表明,分拆上市会显著改善企业的信息披露程度,提高企业信息透明度,进而提升企业集团的价值。

## (2) 战略动因

从战略角度来看,通过分拆上市,可以有效的纠正企业因兼并收购导致的过度多元化问题。特别是当母子公司分属于不同行业时,这样可以使两者独立运营,各自发挥自己的优势,达到集中业务发展的目的。一方面,管理者可以专注于自己最擅长的领域,为公司创造更多价值;另一方面,分拆出来的子公司可以根据自己所处行业和市场环境的变化,实现对自身资源的灵活调整和有效配置,培育自身的核心竞争力。

Manuel Rico (2020) 等人在研究中发现:当小企业面临生存威胁即将破产时,急需采用收缩性战略解决成本增加和业绩下滑的问题,以此为企业的存续与发展提供基础。Daley (1997) 等将业务多样化集团和单一经营企业的分拆行为进行了比较,结果显示,相较于本身业务就集中的企业来说,多元化经营的企业在拆分后,公司的价值会有更大的提高。Michael Cooney (2020) 研究了 IBM 剥

离托管基础设施部门成立新的上市公司，认为上市公司通过剥离部分资产上市，有助于母子公司各尽其能，专注其所在领域的价值创造，分散风险。魏聪（2021）以威胜信息分拆上市为研究案例认为加强企业的核心竞争，优化资源配置是企业分拆的主要动因。何璐伶（2019）以中国铁建分拆上市为例进行的研究支持了上述观点，认为通过分拆上市，既消除了因并购产生的“负协同效应”又可以有效降低国有企业母公司的资产负债率，增强国企抵御风险的能力。赵霞（2020）以用友网络分拆畅捷通上市为例，认为分拆上市有助于母子企业专注于核心业务的发展，整合产业链发挥协同作用，有助于提升其经营效应。

### （3）融资动因

从融资需求动因来看，母子公司在行业、发展阶段、竞争环境等的不同，其融资需求和融资能力也存在差异。由于母公司资源配置或债务约束等因素的影响，一些需要大量投入资金扩张或创新的子公司无法获得足够的融资支持；相应地，一些已经成熟稳定的子公司可能因为没有太多有效的投资机会而造成大量的资本闲置。因此，通过分拆上市，可以为母子公司拓展更多、更低成本的融资渠道，改善其资本结构，补充流动资金，促进相关项目或业务领域的发展。

Fakhri M A（2020）认为，通过分拆上市，上市公司可以从资本市场上筹集资金用于发展核心业务进一步释放公司资产价值，并指出融资是上市公司进行分拆的主要目的。Minour（2013）对美国和日本的分拆上市公司进行了检验，其发现当母公司的杠杆率较高时更有动机进行分拆上市。Allen和McConnell（1998）认为企业分拆上市的根本动因是为了满足自身的融资需求。母公司通过在公开市场让渡子公司的股权，以换取现金缓解资金压力、优化资本结构、满足企业未来自身发展的资金需求。Thomas H. Thompson（2021）通过研究公司分拆股权剥离发现，母公司在公开市场上让渡子公司的股权，以换取现金缓解资金压力的同时，还可以有效的调整母公司的生产经营，进一步增强母公司资产的流动性。钟炳贤（2020）通过研究认为，通过分拆上市不仅可以提高融资效率，还可以推动高科技含量业务板块的扩张，吸纳资本，实现更快速、更好的发展。王知一（2021）以华兰疫苗为研究对象，认为该公司选择分拆上市主要是出于筹资的考虑，这样可以使母子公司均能集中精力和资源发展主营业务，同时帮助子公司获取合理的估值。

#### （4）其他动因

在多元化经营的集团中，当企业的多元化经营超过一定的合理水平，会分散企业各项主营业务的知名度，而企业知名度和主营产品品牌影响力会对企业的商务洽谈、拓展市场占有率、吸引专业人才方面具有重要作用。多元化经营集团采取的一系列激励措施往往会更倾向于母公司的经营管理，使子公司的主营业务不能得到有效发展。分拆上市以后，子公司管理层的个人收益与市场表现直接挂钩，有助于提升管理层的工作效率，进而提升企业价值。

李昕子（2023）指出，分拆上市作为一种优化资源配置、实现资产重组的路径和手段，能够有效的提升企业的市场关注度和品牌知名度，同时也对公司的规范运营和治理决策提出了更严格的要求。按照Hall（2013）研究发现分拆子公司高管薪酬与公司业绩之间存在着显著的正向关联，这主要是因为股权激励以及期权激励使高管薪酬显著提升，进一步增加管理者的积极性。Meyer（1992）指出，正是因为企业希望把管理者的利益和公司的收益关联起来，所以，集团公司才会选择进行分拆。林旭东（2015）等通过多案例分析的方式发现，分拆上市使得母公司的经营绩效得到较大幅度的提高，但子公司的经营绩效却在整体上呈现出下滑的趋势。王佳（2020）指出企业管理层做出分拆决策时，有助于提高企业的知名度和市场占有率，加速企业战略业务布局。邓建平（2020）以碧桂园分拆碧桂园服务为例，认为管理层激励是企业分拆的主要动因。

### 1.2.2 关于分拆上市路径的研究

Thompson（2021）研究了1993—2018年期间的234家分拆上市的样本公司发现，通过分拆上市，能够在短期内助力上市公司调动潜在的社会资源，提升资源配置率，进一步提升高管的管理效率，并在一定程度上提升了企业的经营效率。最终对企业绩效有一个正向效应。分拆上市对于陷入多元化经营困境的公司具有重要的借鉴意义。赵惠芬和卢继科（2021）经过分析辽宁成大分拆案例指出，分拆上市子公司应该根据自身的发展战略和政策变化选择适合自身的分拆上市路径，分拆上市不是最终目的，促进公司的长远发展才是最终目标。Comment和Jarrel（1995），通过对1978-1989年纽约证券交易所上市公司的数据（大约2000家）进行分析，他们认为公司业务分散性会使权益价值变低，核心化则会产生

比较高的权益价值。将与母公司关联度较低并且会产生负协同效应的业务分拆出去会有利于降低母公司的管理成本，提高管理效率，从而合理配置资源，更好地突出主业，提高业务的集中度以及母子公司的运营效率，进一步对母子公司的绩效起到促进作用。王秀丽、梅静怡（2022）等以 2014-2019 年境内分拆上市的公司为例，研究发现跨行业混合分拆是上市公司分拆旗下子公司上市创造价值的直接影响因素，而子公司对母公司具有高度依赖性和低驱动性时，对企业的价值创造产生了负向效应。吕江林和刘胤之（2023）以 2018.12-2021.12 期间发布分拆预案或筹备公告的 93 家上市公司为样本，运用事件研究法对股价效应进行实证检验，发现当母子公司分属于不同行业时，分拆上市会产生更高的超额回报率。

### 1.2.3 关于分拆上市对企业绩效的影响研究

在研究分拆上市给企业绩效层面带来的影响时，国内外学者的研究结论也是有所矛盾。但大部分学者都认为分拆上市对企业的绩效有着积极的影响，持这一观点的代表有：徐宗宇（2023）以 2000-2018 年期间A股分拆上市的上市公司为研究对象进行实证分析，发现分拆上市可以显著提升企业集团的整体价值。Kalanoski（2020）对 2000.01-2019.09 期间 134 例分拆样本做了长期绩效分析发现，分拆上市能够为企业创造绩效，进而为股权投资者创造更大的价值。Dasilas 和Leventis（2018）对欧洲公司进行了实证分析，结果显示，在分拆后母公司的长期超额收益率呈现明显的上升趋势，而在两年之后，母公司的股价却出现了明显的反转。李复琛（2017）选取了同仁堂分拆上市前后三年共六年时期的数据作为研究对象，通过分析分拆上市的各项财务，发现分拆上市给母公司带来了显著的股权增值和利润。陈明辉（2023）以首家“A拆A”上市公司为例，研究了分拆上市对企业的独立性产生的影响，结果显示分拆上市增强了企业的资产、人员、财务、业务和机构方面的独立性，对企业的绩效产生了正向的激励作用，产生了“1+1>2”的效应。肖爱晶和耿辉建（2019）以中兴通讯分拆为例，通过对财务指标和非财务指标数据的分析，发现分拆上市对母子公司的偿债能力、盈利能力、成长能力及创新能力等多个方面均有所改善，达到了双赢的效果。

但也有一些学者提出了不同的看法，质疑分拆上市为母子公司带来的长期绩效改善。Hand和Skantz（1999）运用事件研究法分析企业分拆上市之后的 7 天内



公司的超额收益率，七天内超额收益率显示均为负值，说明分拆上市会削弱上市公司的市场绩效。Madura和Nixon（2002）研究发现，分拆上市对母子公司的长期财务绩效均产生了负面影响，如果上市公司在分拆子公司前本就债台高筑、身陷财务困境，此时进行分拆上市，母子公司的长期财务绩效均会变得更加糟糕。在此基础上，袁晓燕（2010）通过使用同仁堂的分拆数据构建分拆上市公司绩效评价体系，采用因子分析法来评价分拆上市对公司绩效的影响。结果表明：分拆上市后绩效呈抛物线式增长，这意味着，同仁堂分拆上市之后，其短期绩效迅速提高，但总体绩效却没有得到持续的改善。反而出现了业绩下滑的迹象。王新红和薛焕霞（2014）选取2009年-2011年在创业板进行分拆上市的上市公司，对其经营绩效进行了评价，发现上市公司在分拆上市后，由于营运能力较差导致其经营业绩显著下滑。

#### 1.2.4 文献综评

国内学者以个案研究为主，以中国分拆上市的公司为研究对象，得出中国企业分拆对母公司短期股价存在正效应。从企业的分拆上市动因来看，目前已有的研究理论主要包括业务集中理论、融资理论、信息不对称理论等。此外，从现有资料可以看出，各上市公司对于分拆上市的动机各不相同，这与公司的发展策略及发展方向有关。对于分拆上市对绩效的影响，国内外学者均对其市场反应进行了研究，结果表明，分拆上市可以在短期内对母公司的股价产生积极的影响，但是对企业的长期市场绩效却产生了不同的影响。在研究分拆上市对企业市场绩效的影响上，往往采用事件研究法对股价波动情况进行分析，主要为短期绩效分析，对长期绩效的分析较少，且较少深挖企业分拆上市与绩效之间的关联性。在分拆上市的绩效研究方法方面，大多数学者通常会采用财务指标法来分析财务绩效。

### 1.3 研究内容与研究方法

#### 1.3.1 研究内容

第一章是本文的绪论部分。首先，介绍了本文的研究背景，并提出了本文需要研究的对象，从理论和实践两个层面分析了本文的研究意义。其次，通过对相

关文献的回顾与整理，选取市场绩效分析法和财务绩效分析法分析杰瑞股份分拆德石股份对母子企业绩效的影响，最后对选题可能的创新和不足之处进行总结。

第二章是分拆上市影响企业绩效的理论分析。本章基于信息不对称理论、核心战略化理论和融资需求等理论为分拆上市绩效分析奠定理论基础；从融资效应、管理效应和经营效应三个方面构建了分拆上市对企业绩效的影响机制。

第三章是境内分拆上市的发展现状。本章通过分拆上市境内分拆上市状况、分拆上市流程、以及分拆上市的的监管制度发展为分拆事件案例做铺垫。

第四章是杰瑞股份分拆德石股份的案例介绍。本章介绍了此次分拆上市的案例公司基本情况、分拆上市的过程、动因以及分拆上市的路径选择。

第五章是杰瑞股份境内分拆上市对企业绩效的影响。本章分别从市场绩效和财务绩效两个方面探讨了杰瑞股份境内分拆对企业绩效的影响：使用CAR法和BHAR法探讨了分拆事件对企业市场绩效的影响，使用盈利能力、偿债能力等财务指标分析了分拆事件对企业财务绩效的影响，其研究技术路线图如图 1.1 所示：

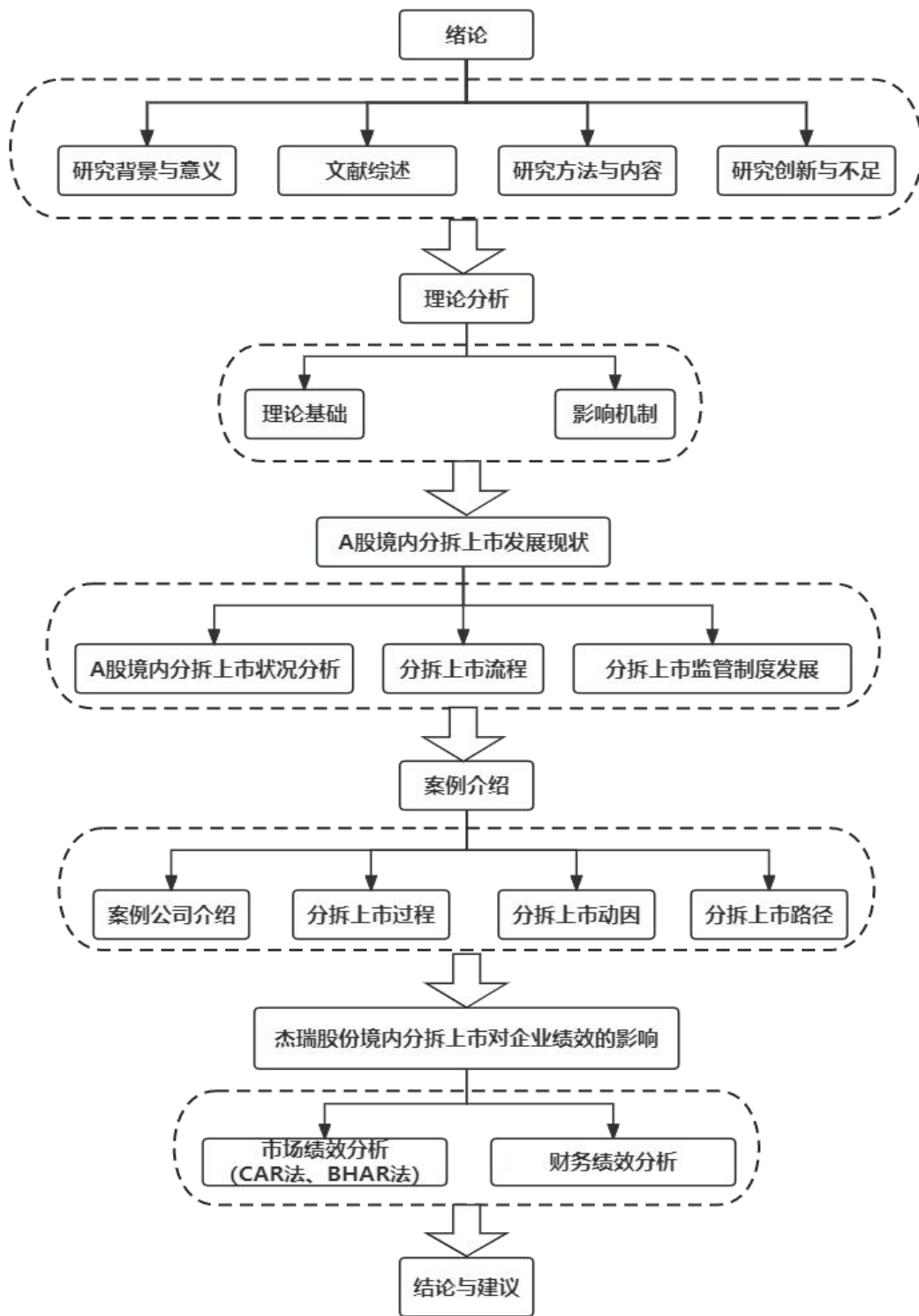


图 1.1 研究技术路线图改

### 1.3.2 研究方法

本文综合运用了文献研究法、案例分析法、事件研究法、对比分析法。

第一，文献研究法。本文通过阅读大量的文献，梳理境内外企业分拆上市的文献，了解境内外企业分拆上市的动因、路径、对企业绩效的影响及其具体的影响机制，在已有的研究成果上结合本文案例，开展进一步分析。

第二，案例分析法。本文以杰瑞股份分拆德石股份上市为例，分析了其分拆上市的动因、路径、影响机制，从市场和财务两个角度分析了分拆上市对企业绩效的影响，为其他具有潜在分拆意向的公司提供了一定的参考。

第三，事件研究法。本文将以分拆上市这一具体事件发生的前后一段时间窗口期内的收益率数据为依据，计算事件窗口期内的超额收益率和累计超额收益率，使用CAR法和BHAR法分别研究杰瑞股份分拆德石股份事件对母子公司的短期市场绩效和长期市场绩效，从而说明分拆对母子公司产生了的积极或消极的市场绩效影响。

第四，对比分析法。本文通过搜集母公司在分拆上市事件发生前后的财务数据，分别使用盈利能力、偿债能力、营运能力和成长能力财务指标从横向和纵向两个角度来分析分拆事件对企业财务绩效的影响。使用母子企业历年财报数据分析了分拆上市对企业创新能力的影响。

## 1.4 研究创新与不足

### 1.4.1 可能的创新

#### (1) 典型性

本文的研究案例紧扣我国当前积极引导境内分拆上市的政策背景，杰瑞股份分拆德石股份上市是分拆新规发布后首批A拆A成功的案例之一。作为石油大型设备与服务行业中的民营龙头企业，目前还尚未有学者对本文的研究案例进行过具体的分析。

#### (2) 全面性

本文创造性地从融资效应、管理效应和经营效应三个方面构建了分拆上市对绩效的影响机制，从市场绩效和财务绩效两个方面更全面的探讨此次分拆事件对母子企业绩效的影响。

## 1.4.2 不足之处

### （1）财务数据的时间跨度较短

由于本文选择的案例公司于 2022 年 1 月才完成分拆上市，在论文写作期间只能搜集到分拆前后五年的财务数据，因此，本文的财务绩效分析部分可能无法完全体现分拆上市的财务绩效效应。

### （2）企业绩效的影响因素是多方面的

本文从市场角度和财务角度对分拆上市为企业创造绩效的途径进行了研究分析并检验，但是企业所处的经济周期、国家政策以及行业发展等也是影响企业绩效的重大因素，所以创造绩效的途径与实际情况可能存在一些差距。

## 2 分拆上市影响企业绩效的理论分析

### 2.1 理论基础

#### 2.1.1 信息不对称理论

20 世纪 70 年代，美国三位经济学家提出了信息不对称理论。该理论认为在市场中，参与经济活动的各类经济主体对于市场信息的掌握程度不同，会做出不同的经济决策，对于占据信息优势的经济主体，往往能够根据信息做出最有利于自身的决策，而处于信息弱势的经济主体做出的经济决策仅限于理性，或者说相较信息优势主体存在更大的决策风险。因此，对于一项经济活动来说，信息掌握的丰富程度对于经济主体做出合理的经济决策至为重要。而市场信号在一定程度上可以弥补由信息不对称带来的问题，经济参与主体可以通过分析其他参与主体发出的信号，获取有利信息，降低信息不对称的问题。基于该理论，上市公司分拆其所属子公司上市后，子公司的相关信息将不依赖母公司的财务状况和市场业绩，而是将其单独披露给市场，这将有助于解决由于信息不对称所导致的公司价值被低估的难题，让公司获得合理的估值。

#### 2.1.2 核心战略化理论

20 世纪 90 年代，美国战略管理学家马凯兹提出了核心战略化理论。该理论不是直接否认多元化，而是认为多元化经营的企业应该更多的聚焦自身核心业务的发展来实现企业价值的增长。企业在多元化经营的过程中，如果其产品线过多，将会降低企业的经营管理效率，产生负协同效应，从而削弱企业重点产品的优势，不利于上市公司整体业务的发展。特别当母公司和被分拆的子公司分属于不同的行业时，通过分拆可以使两者独立运作，根据自身所处的行业和市场环境进行灵活调整和资源配置，让双方均能够充分发挥各自的优势，培养核心竞争力。

#### 2.1.3 融资需求理论

1998年, Allen和McConnell提出了分拆上市中的融资需求理论。该理论认为企业进行分拆上市的一个很重要的原因是面临较大的资金压力。而当信息不对称较严重时, 企业内外部的融资成本差异变得更大, 从而产生更加严重的融资约束问题。因此, 具有资金需求的上市公司可以通过把旗下符合要求的子公司进行分拆上市, 一方面, 子公司可以发挥自身的融资功能降低对母公司的依赖程度, 优化自身资本结构, 聚焦主营业务发展; 另一方面, 子公司分拆上市之后可以缓解母公司的资金压力。

#### 2.1.4 管理层激励理论

1986年, Schipper 和 Smith 首次提出了管理者激励理论, 指出如果上市公司以激励管理层作为分拆动因, 将会获得较高的超额回报。一方面, 分拆上市后, 子公司管理者获得了来自母公司的股权激励, 实现了管理者与股东之间的利益兼容; 另一方面, 子公司独立上市后, 需要定期披露企业的经营业绩, 而股价能够比较准确地反映公司的业绩, 如果子公司业绩表现不佳, 其股价相应的也会下跌, 从而造成管理者的利益受损, 这就促使管理层需要努力工作来提升公司的业绩。因此, 上市公司通过分拆旗下子公司上市, 使管理者与股东之间产生更加紧密的利益关系, 进而对子公司的管理层产生有效的激励作用。

#### 2.1.5 有效市场理论

1965年, Eugene Fama首次提出了有效市场理论, 该理论假定: 在市场中, 投资者具有足够的理性, 而市场价格充分反映了与市场相关的所有信息, 并能对市场信息迅速作出合理的反应, 即市场是有效的。由于市场中所有的市场参与者都是理性的, 市场价格能够及时充分反映出所有可用的信息, 这意味着当上市公司分拆子公司上市时, 市场会迅速作出反映, 表现在分拆上市后母子公司的股票价格波动中。因此, 通过分拆上市, 在一定程度上, 可以提高分拆后母子公司的市场价值, 使其在资本市场中更具有竞争力。

## 2.2 分拆上市对企业绩效的影响机制

本文梳理相关文献，结合研究案例企业分拆动因，总结出三条关于分拆上市事件对企业绩效的影响机制，分别为融资效应、治理效应和经营效应，由此搭建分拆上市影响企业价值的总体框架。

### 2.3.1 融资效应

集团子公司在独立上市前，外部投资者对其了解存在着一定的信息差，其市场价值不能被有效反映。加大了投资者获取企业信息的成本，企业的知名度也只能依附于母公司，不能产生很好的市场效应。子公司在信息不对称和委托代理因素的影响下，其有限的融资渠道和高昂的融资成本，使资金链面临巨大的考验，加重了企业的融资成本约束问题。Fu（2003）构建了基于PIN值的度量模型证明了分拆上市降低了企业的信息不对称程度。Pagano（1998）通过研究，证实如果子公司在分拆后市场价值高于其自身内在价值，那么母公司将会因提升企业价值而选择分拆子公司上市。刘熙龙（2022）通过对华邦健康分拆上市的案例分析指出，分拆上市为子公司提供独立的筹资平台，使其能够充分释放自身价值，拓宽融资渠道。梁上坤（2013）等指出，分拆上市后，有效的提升了集团整体层面的信息透明度，降低了公司与投资者之间的信息不对称，外部投资者可以对企业未来的收益风险水平进行有效的预测，由此增加企业的融资渠道。胥朝阳（2018）发现融资约束与企业绩效之间高度相关，当企业面临融资约束，其研发创新活动难以推进，最终影响企业绩效的提升。

因此，通过分拆上市，一方面提高企业信息透明度，降低信息成本，打开企业知名度，使子公司的价值能够被外界投资者发现，获得更多的优质资源，拓宽融资渠道，缓解融资压力。另一方面，企业可以以相较于举债融资用更低的成本在资本市场上融资，从而缓解企业的融资约束，调整公司资本结构，为企业的优化资源配置提供条件，最终对企业绩效起到一个促进作用。

### 2.3.2 治理效应

当多元化发展超过某一合理区间时，其各个业务板块的独特问题会降低集团



的管理效率，进而降低集团的整体绩效，损害股东权益。张榕（2013）认为分拆上市使母子企业独立经营，使得管理层各自负责不同的业务单元，从而避免多种业务经营带来的低效管理。沈红波（2020）等以腾讯分拆阅文上市为研究对象，发现分拆上市能够通过提升管理层的积极性，进一步提高企业整体的绩效水平。Valeriya Vitkova（2023）等通过研究发现，通过分拆上市，可以提高公司资产配置效率、完善公司内外部治理机制，改善资本结构和市场表现，提升其治理效率。许浩然（2016）等指出对子公司而言，根据分拆上市的规定要求，建立各项披露制度，倒逼其管理更为严格和规范，进而大幅提升公司的治理效率。李钧（2020）基于高阶理论，以2008-2016年A股上市公司为研究样本，认为管理层效率对企业创新绩效有显著的促进作用。王秀丽（2023）等指出，分拆上市可以通过分权促进各权利主体协同共治，有利于管理层听取多方意见，提高决策的质量，减少专权行为，进而有利于公司的治理。

因此，集团可以选择将与母公司核心业务不一致的板块进行分拆上市，以此实现各业务板块的专业运营与治理，分拆后，一方面，管理者将会有更加合理科学具有针对性的考核机制，能够更加真实的反映管理者的治理效率。另一方面，分拆上市使得母子企业的股权集中化，将管理者与投资者的利益紧密相连，管理者的治理效果也会受到资本市场的关注与监督，在名誉激励、股权激励的情况下，调动管理层的积极性，改善企业治理，进而提升企业的整体绩效。

### 2.3.3 经营效应

过度多元化企业中繁杂的组织层级、混乱的经营结构、业务之间的相互牵连等问题将会大幅增加企业的沟通成本，使得决策复杂化，优质资产不能得到很好的运用，进一步损害企业的经营效率，导致经营绩效大大降低。Comment（1995）认为随着公司业务集中化程度加大，有利于企业的专业化经营，以增强企业的绩效创造能力。陈明辉（2023）认为分拆上市可以使母子公司保持财务独立，降低了资金被占用的风险，提升了企业财务主动性，使企业双方能够独立进行投融资决策，有助于企业发挥竞争力优势。王秀丽（2022）等发现，通过分拆上市，可以有效增强制衡和监督约束，促使上市公司规范经营，进一步提高分拆上市企业的市场竞争力和经营效率。赵霞（2020）指出，通过分拆上市，母子公司根据自

身发展整合资源充分发挥协同效应，促进经营效应的实现。

通过分拆上市，一方面，有效的改善多元化企业业务结构混乱的情况，母子企业各自聚焦其主营业务，双方重新评估自身的发展战略，作出更加科学合理的经营规划，有助于整合企业产业链充分发挥协同作用，快速提高其核心业务板块的核心竞争力和经营效率。另一方面，分拆上市后，双方财务信息和经营状况单独面临市场投资者和监管者的监督，遵循证监会的要求按时披露企业财务报告和重大事件，及时准确的向市场传达企业内部的财务状况和发展状况，倒逼企业关注自身的长远发展，有助于提升企业的经营效率，对企业的整体绩效产生正向的效应。

### 3 A 股境内分拆上市发展现状

#### 3.1 境内分拆上市状况分析

2000年，同仁堂在香港创业板分拆同仁堂科技上市，分拆上市在国内正式起步；2019年12月，证监会发布《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》，当年中国铁建就宣布将其子公司铁建重工分拆上市，生益科技成为分拆上市试点启动以来首个分拆成功的企业；2020年，上市企业宣布分拆其下属子公司上市迎来爆发式增长达到了59家；2021年分拆上市的热潮有所消退数量下降至23家；从《规定》出台以来，共有104家A股上市公司抛出“A拆A”计划，合计拟分拆129家子公司登陆A股，到目前为止，A股共有28家子公司成功分拆上市。自分拆上市试点启动以来，上市公司纷纷选择将旗下优质资产剥离出来。从表3.1可以看出，伴随着A股相关分拆制度的逐步健全，多层次资本市场的发展日趋成熟，越来越多的企业选择在创业板和科创板分拆旗下优质资产上市。

从图3.1可以看出，在28家已经成功上市的子公司中，从企业性质来看，央企国资控股、省属国资控股、民营企业占比最多分别为8家、7家、6家，占比超过所有成功上市子公司的75%，外资企业在分拆上市上也开始有所行动，2022年5月，国务院国资委印发了《提高央企控股上市公司质量工作方案》，提出：部分中央企业的内部上市平台存在着定位不明确、分布分散、实力较弱的问题，一些央企控股上市公司在创新和发展方面，能力不够强、经营和治理不够规范、市场配置资源功能发挥不够充分等问题。国有集团企业多为多元化、多主业经营，资本市场很难给出精准定价，导致大部分集团估值低于同行平均水平。

《方案》的提出为国有企业分拆上市提供了指导，可以看出，国有企业在未来会是分拆上市的中坚力量。

表 3.1 已分拆上市母子公司基本情况

子公司股票代码	子公司	母公司	上市地点	上市时间
688183. SH	生益电子	生益科技	上交所科创板	2021. 02. 25
688660. SH	电气风电	上海电气	上交所科创板	2021. 05. 19
688425. SH	铁建重工	中国铁建	上交所科创板	2021. 06. 22
688276. SH	百克生物	长春高新	上交所科创板	2021. 06. 25
688778. SH	厦钨新能	厦门钨业	上交所科创板	2021. 08. 05
301069. SZ	凯盛新材	华邦健康	深交所创业板	2021. 09. 27
688285. SH	高铁电气	中国中铁	上交所科创板	2021. 10. 20
688739. SH	成大生物	辽宁成大	上交所科创板	2021. 10. 28
603071. SH	物产环能	物产中大	沪深主板	2021. 12. 16
301158. SZ	德石股份	杰瑞股份	深交所创业板	2022. 01. 17
301217. SZ	铜冠铜箔	铜陵有色	深交所创业板	2022. 01. 27
301207. SZ	华兰疫苗	华兰生物	深交所创业板	2022. 02. 18
301200. SZ	大族数控	大族激光	深交所创业板	2022. 02. 28
301102. SZ	兆讯传媒	联美控股	深交所创业板	2022. 03. 28
301153. SZ	中科江南	广电运通	深交所创业板	2022. 05. 18
001270. SZ	钺昌科技	和而泰	沪深主板	2022. 06. 06
301238. SZ	瑞泰新材	江苏国泰	深交所创业板	2022. 06. 17
301165. SZ	锐捷网络	星网锐捷	深交所创业板	2022. 11. 21
601022. SH	宁波远洋	宁波舟山港	沪深主板	2022. 12. 08
301301. SZ	川宁生物	科伦药业	深交所创业板	2022. 12. 27
688475. SH	萤石网络	海康威视	上交所科创板	2022. 12. 28
873593. BJ	鼎智科技	江苏雷利	北交所	2023. 04. 13
833394. BJ	民士达	泰和新材	北交所	2023. 04. 25
688479. SH	友车科技	用友网络	上交所科创板	2023. 05. 11
688570. SH	天玛智控	天地科技	上交所科创板	2023. 06. 05
688334. SH	西高院	中国西电	上交所科创板	2023. 06. 19
873576. BJ	天力复合	西部材料	北交所	2023. 07. 12
837174. BJ	宏裕包材	安琪酵母	北交所	2023. 08. 18

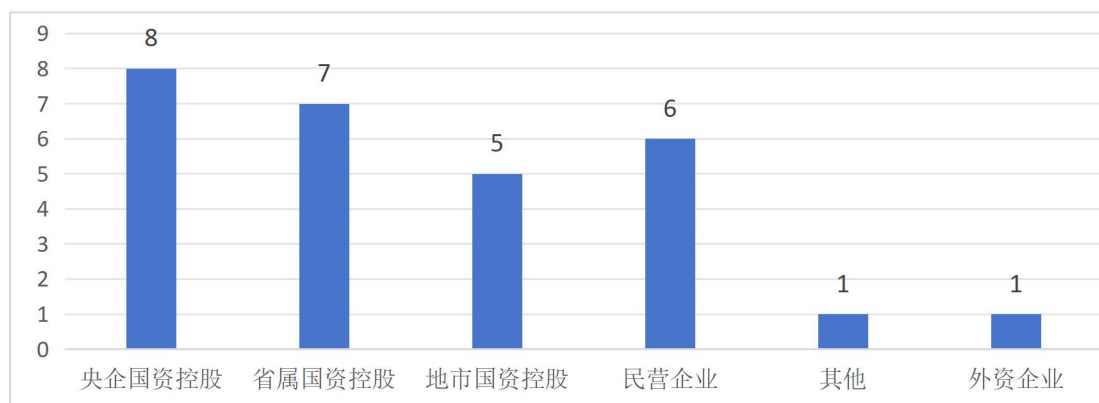


图 3.1 已分拆上市子公司企业性质

28 家已经成功分拆上市的企业所属行业如图 3.2 所示，被分拆主体行业多为战略性新兴产业，且母子公司同行业居多。根据统计数据，分拆上市成功的企业遍布各个行业，被分拆的子公司中，出现频率最高的板块是高端装备制造业板块和医药制造业板块，这与“拆A”目前多在创业板和科创板上市有所呼应。其中，计算机通信设备制造业行业分拆成功的企业数量最多为 6 个，占比达 21.43%。本文研究的案例公司德石股份所属行业为专用设备制造业，在已经分拆成功的企业中占比为 10.71%，从图中可知，设备、医药制造业等对技术要求较高行业的公司更愿意进行分拆上市。

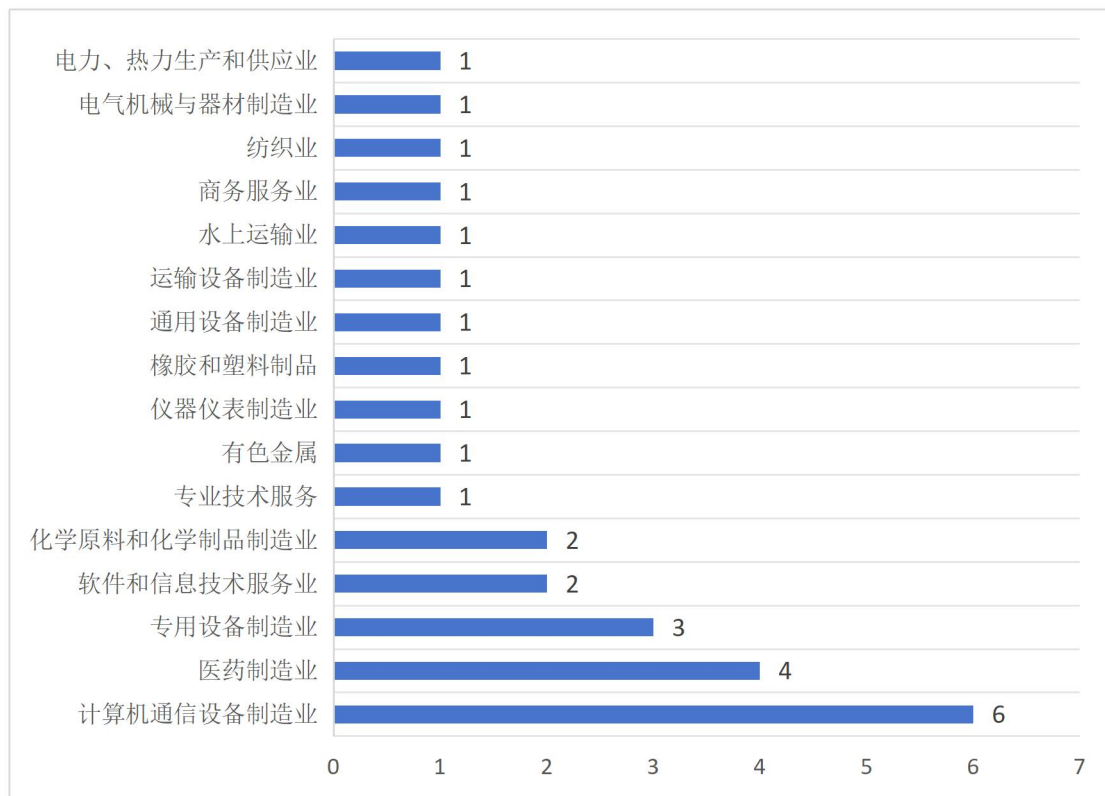


图 3.2 已分拆上市公司所属行业

2021 年 2 月，生益科技在上交所科创板分拆生益电子上市，作为首支分拆上市股诞生以来，已经有 28 家企业成功分拆其子公司在境内上市，所涉及行业有设备制造业、信息技术、医药制造业等各个领域。上市公司在选择分拆板块时需要注意，《上市公司分拆规则》规定境内分拆上市可以选择在沪深主板、科创板、创业板上市，不可以选择在北交所上市，但是上市公司可以分拆子公司在新

三板挂牌交易。从图 3.3 可以看出，在已经成功上市的 28 家子公司（含北交所）中，在深交所创业板和上交所科创板登陆上市的公司最多，分别为 10 家和 11 家，占比高达 75%，在已经披露拟上市板块的 104 家子公司中，沪深主板合计有 19 家，深交所创业板有 52 家，上交所科创板有 26 家，北交所有 7 家。仍然是计划在深交所创业板和上交所科创板登陆上市的公司数量最多，有一半的公司计划在创业板完成分拆上市，且计划在创业板登陆上市的公司数量是科创板数量的 2 倍。由此可以看出，从拟上市企业数量来看，创业板在未来将成为子公司分拆上市的主要阵地。

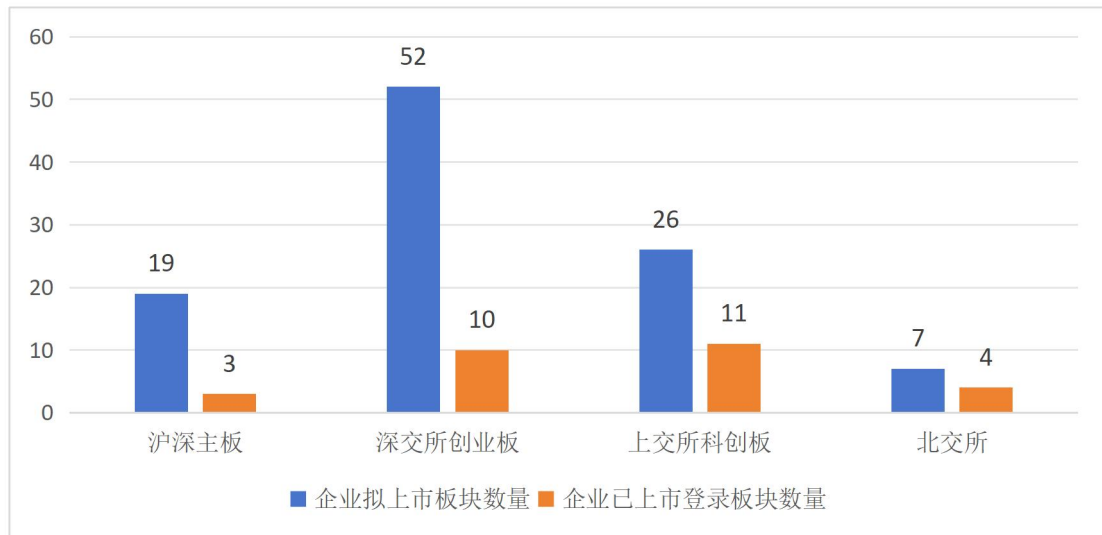


图 3.3 各上市板块企业数量分布情况

### 3.2 分拆上市流程

从表 3.2 可以看到分拆上市的流程大体可以分为决策、申报和核查三个程序，决策程序中，需要董事会和股东会确定拟分拆的主体，通过相关议案，发布风险提示性公告；申报程序中，需要确定拟分拆上市的方式、地点、板块，聘请专业机构进行尽职调查并出具核查意见；核查程序中，监管机构需要专项核查母子公司事项，并出具是否同意子公司上市的核查意见。

表 3.2 “A拆A”上市流程

分拆上市流程	主要内容
决策程序	(1) 董事会讨论确定需要分拆上市的主体； (2) 董事会、股东大会分别通过分拆上市议案； (3) 决定分拆后，上市公司发布分拆风险提示性公告。
申报程序	(1) 选择分拆上市的方式、地点、板块； (2) 上市辅导:推荐、审批、审计；聘请符合《证券法》规定的独立财务顾问、律师事务所、会计师事务所等证券服务机构就分拆事宜进行尽职调查、审慎核查、出具核查意见，并予以公告；
核查程序	(1) 监管机构审查母公司分拆事项：证券交易所、当地证监会应对上市公司是否符合分拆上市条件进行专项核查并出具核查意见； (2) 监管机构审核子公司上市事项：审核通过后，证监会批复子公司上市，在完成发行注册流程后，子公司即可作为单独主体进行上市交易。

### 3.3 分拆上市的监管制度发展

20 世纪 90 年代以来，许多中外大型集团企业通过并购收购手段来提升自身综合实力，掀起了并购热潮并采取多元化的经营战略，但在后来的发展过程中，这些集团企业出现了管理效率低下、尾大不掉以及负协同效应等日益突出的问题。在过去的 10 年里，美国接近两千家上市公司分拆上市，欧洲诸多企业也纷纷效仿。由于国内的资本市场起步较晚，直到 2000 年，同仁堂通过分拆同仁堂科技上市，这种“1+1>2”的运营方式才得以进入上市公司的视线中。

如表 3.3 所示，在我国分拆上市试点规定正式出台前，分拆上市的案例公司主要集中在境外市场。2004 年，中国证券监督管理委员会首次出台政策允许满足一定条件的 A 股上市公司分拆其所属子公司至境外上市，这是我国第一份关于分拆上市的正式监管文件，对拓宽融资渠道、优化资源配置等产生了积极的影响；此后十余年时间，证监会通过对 A 股上市公司分拆子公司至 A 股上市进行窗口指导，完成了 2010 年中兴通讯对国民技术的拆分，成为 A 股历史上第一桩“A拆A”的案例，但其是以上市公司放弃子公司的控制权，有子公司独立运行的形式进行分拆；直到 2019 年，我国资本市场监管框架准备基本成熟，监管层在创业板成立时表示可以分拆子公司在创业板上市，鼓励境内上市的集团公司将处于高新技术产业和战略性新兴产业的子公司进行境内分拆上市（“A拆A”），但设立了相对严格的门槛条件，要求境内上市公司只能在放弃子公司控制权的前提下子公司才能在境内资本市场上市；再到 2022 年出台政策明确上市公司分拆的条件、

履行信息披露的义务、统一境内外监管要求、明确和完善分拆条件、调整监管职责的规定形式，为上市公司境内分拆提供了明确指引。从德仁堂首次分拆上市到如今，我国分拆上市经历了从试点到限制性放开再到完全放开逐渐发展的过程。A股相关制度不断完善，多层次资本市场发展日趋成熟，为“A拆A”上市提供了便利。

**表 3.3 A股上市公司的分拆上市的制度发展**

时间	政策名称	主要内容
2004.07	《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》	允许 A 股上市公司分拆其所属企业至境外上市的第一份正式监管文件。
2019.01	《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》	正式明文允许 A 股上市公司分拆其所属企业至科创板上市。
2019.12	《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》	满足要求的控股子公司可以在所有版块通过 IPO 或者重组上市。
2020.10	《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》	提出完善上市公司资产重组、收购和分拆上市的制度。
2022.01	《上市公司分拆规则（试行）》	整合“A拆A”、“A拆境外”的监管规定、明确和完善分拆条件和监管职责。
2022.05	《提高中央控股上市公司质量工作方案》	明确对央企控股上市公司分拆上市作出工作部署，支持有利于突出主业优势、促进价值实现的子企业分拆上市。

资料来源：根据公开资料整理



## 4 杰瑞股份分拆德石股份案例介绍

### 4.1 案例公司介绍

#### 4.1.1 母公司杰瑞股份

烟台杰瑞设备集团有限公司，其前身是烟台杰瑞设备有限公司，成立于1999年12月10日。于2004年9月13日变更为杰瑞集团公司，于2010年在深圳证券交易所挂牌上市（股票代码为：SZ002353），并于2007年11月22日完成了整体改制，更名为烟台杰瑞石油服务集团股份有限公司。在中国油田、矿山设备领域具有较强的竞争优势，以高端装备制造、油气工程及油气田技术服务、环境治理、新能源为主业，主营油气装备制造及技术服务、维修改造及贸易配件和环保服务。

表 4.1 杰瑞股份营业收入分类占比情况表（单位：亿元）

	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占营业收入 比重	金额	占营业收入 比重	金额	占营业收入 比重
营业收入合计	114.09	100.00%	87.76	100.00%	82.95	100.00%
分行业						
油田服务及设备	91.60	80.28%	74.56	84.96%	72.80	87.76%
油田工程及设备	22.49	19.72%	13.20	15.04%	10.15	12.24%
分产品						
油气装备制造及 技术服务	91.31	80.03%	70.56	80.40%	66.27	79.89%
维修改造及贸易 配件	16.32	14.30%	12.27	13.98%	11.94	14.39%
环保服务	6.12	5.37%	4.64	5.28%	4.55	5.49%
其他业务收入	0.34	0.30%	0.30	0.34%	0.19	0.23%
分地区						
国内	73.50	64.42%	63.50	72.36%	59.06	71.21%
国外	40.59	35.58%	24.26	27.64%	23.89	28.79%

资料来源：企业年报

从表 4.1 可以看出，分行业来看，杰瑞股份主要在油田服务及设备与油田工程及设备行业有所建树，其中油田服务及设备对营业收入的贡献率占据大头部分，但在营业收入逐年上升的同时，其营业收入占比呈下降趋势，从 2020 年的 87.76% 降至 2022 年的 80.28%。

分产品来看，杰瑞股份聚焦油气装备制造及技术服务、维修改造及贸易配件和环保服务三大业务板块，其中，油气装备制造及技术服务在营业收入中贡献最高，在 2020-2022 年期间，其营业收入稳步上升，到 2022 年，公司油气装备制造及技术服务实现收入高达 91.31 亿元，收入占比达 80.03%；其次是维修改造及配件销售业务，收入占比 14.30%。

分地区来看，杰瑞股份的产品销售遍布国内外战略客户，多年期间不断签署新订单，在多个领域打破国外垄断，填补国内空白。根据《中国科学》报道：2020-2022 年，杰瑞股份压裂设备已经占据了国内近 50% 的市场份额，稳居市场占有率第一的龙头地位，是目前唯一为北美页岩气压裂提供全套压裂车组的中国企业。

**表 4.2 杰瑞股份海外市场扩展情况**

时间	事件
2011 年	最早向美国提供压裂设备
2019 年	与美国知名油服公司成功签署涡轮压裂整套车组
2021 年	与北美某领先电力服务商签署燃气轮机发电机组订单，并再次与北美油服公司签署涡轮压裂整套车组大单，合同超 4 亿元人民币。
2022 年	第二、三套涡轮压裂设备在美国顺利交付，签署第四、五套涡轮压裂成套设备订单，合同超 2 亿元人民币。

杰瑞产业中的大部分产品线均处于行业的中、上游市场，其一体化营销体系为客户提供了一体化的解决方案，使得其产品、服务销售遍布国内外多个领域。其中，2022 年，天然气设备板块继续在进口主机国内成橇市场占有率第一，油气工程板块、LNG 行业连续两年市场占有率排名第一。

#### 4.1.2 子公司德石股份

德石股份全称是德州联合石油科技股份有限公司，创建于 1961 年，前身是

中国石化新星石油公司旗下的独资企业，于2004年6月30日改制为“德州联合石油机械有限公司”。2011年，杰瑞股份超募资金1.38亿元对德石有限进行增资，增资后，杰瑞股份持有德石有限35.74%的股权，并继续受让德石有限的股权，并在2014年持股比例超过50%，成为德石有限的最大股东。2018年3月德石股份在全国股转系统挂牌并公开转让，在分拆上市政策出台后，2020年4月杰瑞股份决定将德石股份分拆至创业板上市，并最终于2022年1月17日在深圳证券交易所创业板上市（股票代码为:SZ301158）。从表中可知，在分拆上市前后，德石股份的前五大股东保持不变，其中烟台杰瑞石油服务集团股份有限公司持有最大的控股比例，分拆上市之后，前五大股东的持股比例由66.10%降为49.35%。

表 4.3 德石股份分拆前后前五大股东情况表

序号	分拆上市前前五大股东名称	持股比例	分拆上市前前五大股东名称	持股比例
1	烟台杰瑞石油服务集团股份有限公司	58.86%	烟台杰瑞石油服务集团股份有限公司	44.15%
2	王海斌	1.94%	程贵华	1.36%
3	程贵华	1.81%	赵国文	1.33%
4	赵国文	1.77%	邢兰朝	1.29%
5	邢兰朝	1.72%	王海斌	1.22%
合计		66.10%		49.35%

资料来源：德石股份招股说明书

德石股份的主营业务主要分为两大板块：产品和服务，其中产品包括钻具产品类和装备产品类，服务内容包括设备租赁、维修及技术服务。是中石油、中石化、中海油等大型油气公司的准入物资供应商。

德石股份的经营业务属于石油钻采专用设备制造行业，营业收入主要由钻具产品、装备产品、租赁及维修三类产品所创造，其中公司生产的井下动力钻具在螺杆钻具市场具有较大的规模优势，无论是产能还是市场占有率，均在国内市场排名第二，另外，同母公司杰瑞股份一样，德石股份也积极拓展海外业务，其在国外的营业收入占比不断增加，从2020年6.27%上升至2022年15.64%，在国外已建立起较为稳定的销售网络体系。

表 4.4 德石股份营业收入分类占比情况表（单位：亿元）

	2022 年		2021 年		2020 年	
	金额	占营业收入 比重	金额	占营业收入 比重	金额	占营业收入 比重
营业收入合计	4.92	100.00%	4.45	100.00%	4.22	100.00%
分产品						
钻具产品	1.94	39.45%	1.53	34.27%	1.68	39.72%
装备产品	1.28	25.91%	1.14	25.65%	0.94	22.26%
租赁及维修	1.33	26.97%	1.23	27.61%	1.06	25.03%
工程技术服务	0.26	5.36%	0.43	9.75%	0.47	11.23%
其他业务收入	0.11	2.31%	0.12	2.72%	0.07	1.76%
分地区						
国内	4.15	84.36%	4.19	94.19%	3.96	93.73%
国外	0.77	15.64%	0.26	5.81%	0.26	6.27%

资料来源：企业年报

## 4.2 分拆上市的过程

如表 4.5 所示，杰瑞股份于 2020 年 4 月 21 日发布了分拆子公司德石股份至创业板上市的预案，董事会、股东大会对此次分拆上市的商业合理性和必要性以及发行方案是否符合中国证监会、证券交易所相关规定作出分析后，分别通过了此次分拆上市议案。此后，杰瑞股份正式向深圳证券交易所递交了申请，并在 2020 年 11 月 9 日收到了深圳证券交易所的受理通知书。2021 年 11 月 11 日，中国证监会同意德石股份首次公开发行股票注册。2022 年 1 月 17 日，德石股份股票在深圳证券交易所创业板上市，证券简称为“德石股份”，证券代码为“301158”。整个分拆过程历时一年半时间。

表 4.5 德石股份拆分过程

时间	分拆上市事件
2020 年 4 月 21 日	杰瑞股份披露分拆德石股份上市预案公告
2020 年 5 月 6 日	杰瑞股份关于德石股份上市辅导备案的提示性公告
2021 年 11 月 29 日	中国证监会同意德石股份首次公开发行股票注册
2021 年 12 月 14 日	德石股份股票在全国中小企业股份转让系统终止挂牌
2022 年 1 月 13 日	杰瑞股份发布将德石股份首次公开发行股票并在创业板上市的公告
2022 年 1 月 17 日	德石股份正式在深圳证券交易所创业板挂牌交易

资料来源：巨潮资讯网

本次分拆不会导致公司股权结构发生变更，杰瑞股份仍将控制德石股份。其股权结构如图 4.1 和图 4.2 所示，从股权结构图中可以发现，在德石股份分拆上市之后，母公司杰瑞股份对其控股权比例由 58.86%降为 44.15%。

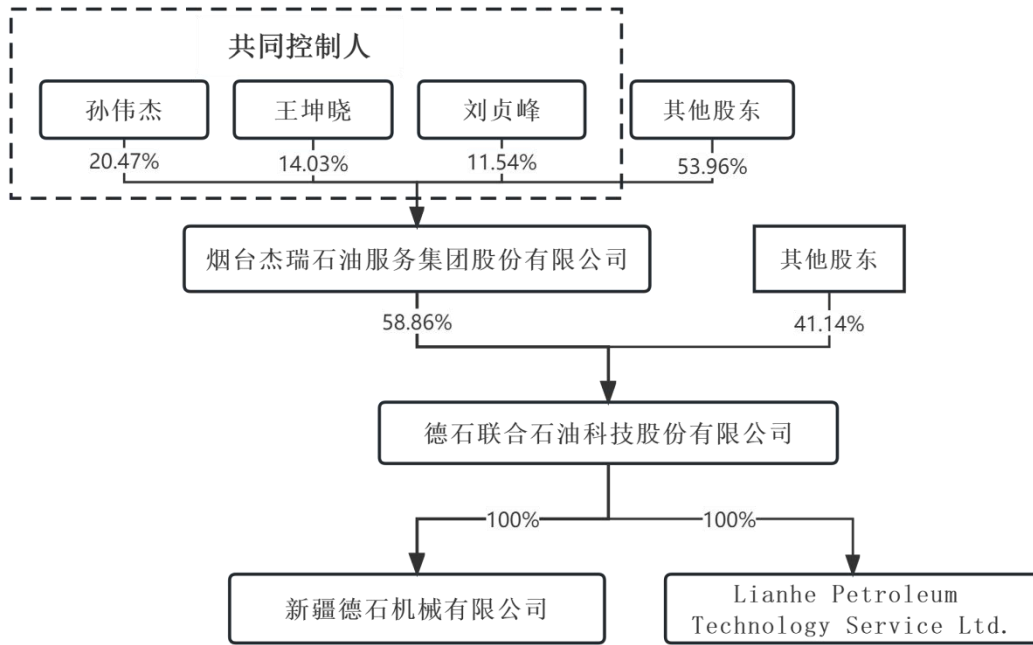


图 4.1 分拆前德石股份股权结构

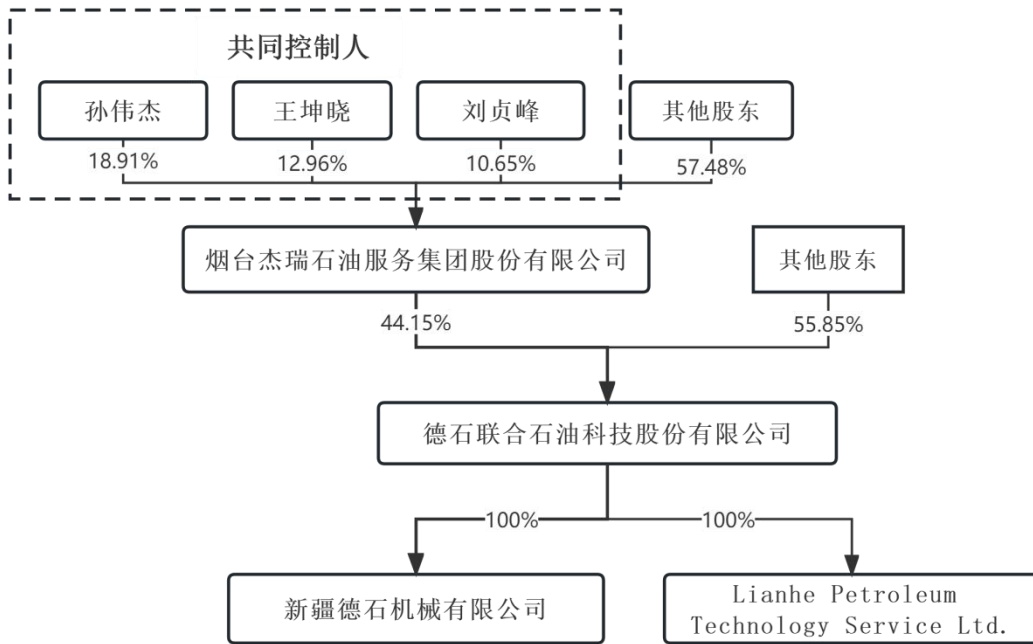


图 4.2 分拆后德石股份股权结构

德石股份此次分拆上市发股 3759.27 万股，发行价为 15.64 元/股，占发行后总股本的比例为 25%，均为公开发行的新股，且不公开发售股份。本次发行不安排向其他外部投资者的战略配售。采取网下配售与网上资金申购相结合进行发股，扣除发行费用后募集资金净额 5.51 亿元，主要应用于井下智能钻井工具一体化制造及服务项目、高端井口装置制造项目以及补充流动资金。如表 4.6 所示：

**表 4.6 募集资金用途**

项目名称	投资总额	募集资金投入
井下智能钻井工具一体化制造及服务项目	20,000.00	20,000.00
高端井口装置制造项目	5,000.00	5,000.00
补充流动资金	15,000.00	15,000.00
合计	40,000.00	40,000.00

数据来源：招股说明书

## 4.3 分拆上市的动因

### 4.3.1 获取合理估值

我国石油钻采设备行业中，存在较多的竞争企业，既包括中石油、中石化等国有企业，也包括民营企业和外资企业。国有企业拥有悠久的发展历史，产品规格多样，具有极强的研发实力和丰富的行业资源。外资企业则具有强大的研发能力，产品质量好，但其价格较高，主要以高端产品为主。民营企业最初以中、低端市场为主，近年来发展迅速，在石油钻采装备及技术服务的细分领域内，其工艺水平和产品质量均有了较大的提升。杰瑞股份作为民营企业，涉及高端装备制造、油气工程及油气田技术服务、新能源领域、环境治理等多个领域。德石股份作为杰瑞股份旗下的子公司，在分拆上市之前，公司的经营状况、财务状况等均未对外公布，由于信息不对称的存在，在竞争激烈的高端设备制造市场上，企业的真实的内在价值很难被发现，导致企业存在价值被低估的问题存在，不利于企业集团整体的战略发展。

本文选取与杰瑞股份同行业业务规模相似的中国一重、上海机电、大连重工、中信重工、润邦股份为研究类比对象，将其市盈率指标与杰瑞股份进行比较。如表 4.7 所示，在 2018-2020 年期间，杰瑞股份的市盈率指标一直处于急剧下降的

态势，并逐渐低于行业市盈率；与同行业其他企业相比处于低位，2020年，中国一重、大连重工和中信重工的市盈率指标分别为：157.16、130.82、88.07，远远高于杰瑞股份的市盈率。杰瑞股份的市净率与同行业其他企业相比处于高位，说明投资者愿意给到每股的心理定价较高，企业具有较好的发展潜力。可见，多元化经营的一些弊端导致杰瑞股份存在企业价值被低估的情况，需要分拆上市重新估值以获得市场更多的青睐。

表 4.7 杰瑞股份与同行业企业估值指标对比情况

公司名称/ 年份	市盈率			市净率		
	2020 年	2019 年	2018 年	2020 年	2019 年	2018 年
中国一重	157.16	155	142.26	1.84	1.81	1.68
上海机电	17.61	15.7	11.73	1.67	1.49	1.38
大连重工	130.82	124.93	371.4	1.18	0.93	0.87
中信重工	88.07	138.09	106.28	2.35	2.25	1.58
润邦股份	20.79	20.32	37.49	1.35	1.09	0.97
杰瑞股份	19.83	26.02	23.35	3.03	3.63	1.71

数据来源：锐思数据库

德石股份凭借自身多年从事石油钻采专用设备的研发、生产，积累了大量先进技术和工艺，拥有多项自主专利技术和相关大型能源企业要求的各项业务资质及认证，由于杰瑞股份的发展战略不一定适合德石股份的发展，其经营绩效也会很难计量，因此其实际价值不为市场所知晓，这就有可能造成公司经营效率低下等问题的出现，在一定程度上制约德石股份的发展成长。

综上，杰瑞股份通过将德石股份分拆上市，一方面杰瑞股份能够为市场提供更加清晰的财务及业务经营状况，降低信息不对称程度，有利于资本市场对其进行合理估值；另一方面德石股份作为集团子公司得以在资本市场充分体现其价值，采取与母公司不同的估值方法，使公司获得更加合理公允的估值，进而实现全体股东利益最大化。

#### 4.3.2 实现专业化经营

从全球来看，随着经济全球化的深入发展以及新兴经济体工业化进程的不断推进，国际能源需求在长期内还将持续增长，而石油、天然气作为传统石化能源

和战略能源，在工业生产以及人们日常生活中占有重要地位。因此，石油和天然气勘探开发规模的不断提高也将为石油钻采专用设备行业产品带来巨大的市场需求。从行业发展趋势来看，一方面，当前我国油气资源对外依存度较高，国家迫切需要通过提高国内油气资源开采量，将油气资源的外依存度维持在合理范围，以保障国家能源安全；另一方面，国内油气勘探开发业务领域正在发生结构性变化，随着我国易开采的油气田储量逐步减少，油气资源的开发正在逐步转向老油田二次开发、深海油气开发等开发难度更大的领域，这就对石油钻采专用设备各项技术性能提出了更高的要求。

杰瑞股份在 2011 年增资德石有限开始成为德石有限的股东之后，并未对其进行过再次增资。因此，德石股份的发展更多的依赖其内生性的增长，而研发费用的投入是德石股份进行科研创新研发产品的保障。再者，母子企业产品技术差异较大，杰瑞股份无法给德石股份在相关产品的技术创新和技术发展上提供支持，这使德石股份的产品研发创新之路走得比较艰辛。

表 4.8 2019-2021 年德石股份及同行业研发情况表

项目、年份/公司名称		德石股份	迪威尔	如通股份	道森股份
研发费用（亿元）	2020 年	0.13	0.35	0.16	0.31
	2021 年	0.14	0.26	0.14	0.36
研发费用占营业收入比例	2020 年	3.06%	5.01%	5.41%	3.71%
	2021 年	3.07%	4.85%	5.12%	3.10%
研发人员（人）	2020 年	109	114	78	162
	2021 年	108	105	77	147
研发人员占比	2020 年	17.19%	15.36%	13.00%	15.43%
	2021 年	16.49%	14.36%	12.75%	13.44%

资料来源：企业年报

从表 4.8 可以看出，德石股份的研发费用占营业收入的比例和研发费用投入绝对金额均低于同行业可比公司，研发人员数量居于中位，但其研发人员数量占比却远远高于同行业其他公司，说明德石股份在研发费用上投入不足，存在人才资源过剩情况。而正是由于石油、天然气的需求持续增长，石油钻采专用设备行业具有良好的发展前景，未来也将会有更多的市场主体参与到该行业的市场竞争中争夺市场份额，如果企业不能维持先进技术和行业经验的优势，无法提升品牌



知名度和市场影响力,就有可能面临市场占有率和经营绩效下降的风险。因此杰瑞股份需要将其子公司德石股份分拆上市,为子公司的石油天然气钻采专用设备打造独立的上市平台,进一步提升其在专用工具核心技术的研发创新能力和专业化的运营水平。

因此,通过本次分拆上市,借助资本市场的力量,德石股份可以进一步整合资源,引入社会监督,改善公司治理,吸引创新人才,加大技术研发力度,增强技术创新能力,将德石股份打成一个以石油天然气钻井专用工具为核心业务的上市平台,有助于提升公司未来的发展。

### 4.3.3 拓宽融资渠道

由于杰瑞股份和德石股份在行业、发展阶段、竞争环境等方面存在着差异,杰瑞股份未来仍然会将压裂、固井、连续油管作为主营产品,对于德石股份主营的钻井领域相关产品而言,杰瑞股份无法给予德石股份充足的资金和资源发展其主营产品。

表 4.9 德石股份主营业务成本构成(单位:万元)

项目	2021 年 H1		2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接材料	3875.00	40.98%	11,075.84	42.89%	13,343.76	49.72%	11,184.15	54.26%
直接人工	646.51	6.84%	1,413.64	5.47%	1,610.90	6.00%	1,447.80	7.02%
制造费用	1657.48	17.53%	3,807.53	14.74%	3,660.53	13.64%	3,014.05	14.62%
委外加工费	743.43	7.86%	1,504.97	5.83%	1,349.49	5.03%	1,008.15	4.89%
租赁业务摊销成本	2089.25	22.10%	5,564.51	21.55%	5,487.82	20.45%	3,264.48	15.84%
分包费	444.00	4.70%	2,458.94	9.52%	1,386.77	5.17%	693.19	3.36%
合计	9455.66	100.00%	25,825.43	100.00%	26,839.27	100.00%	20,611.82	100.00%

数据来源:招股说明书

从表 4.9 可以看出,德石股份在正式分拆上市前的主营业务成本构成中,制造费用占比从 14.62%增长至 14.74%、委外加工费占比从 4.89%增长至 5.83%、租赁业务摊销成本占比从 15.84%增长至 21.55%,分包费占比从 3.36%增长至 9.52%,营业成本总体呈现逐期上升的趋势,会间接消化掉部分主要原材料价格

波动的影响，导致原材料占比逐期下降。德石股份的一些项目、产品研发一方面受到杰瑞股份资源配置或债务限制因素的影响，得不到充分的资金支持，另一方面其主营业务成本在总体呈现上升趋势，使得德石股份的资金需求进一步扩大。

**表 4.10 德石股份现金流量表（单位：万元）**

年份	2021 年 H1	2020 年	2019 年	2018 年
投资活动产生的现金流量净额	-506.32	-668.34	-1055.15	-346.35
筹资活动产生的现金流量净额	-1437.10	-1004.15	-9626.86	4839.36
经营活动产生的现金流量净额	-1681.83	2767.58	4839.93	3214.05

数据来源：招股说明书

从表 4.10 可以看出，自 2018 年以来，德石股份的经营活动产生的现金流净额在总体上呈现逐年下降的趋势，在 2021 年上半年，其经营活动现金流净额转为负值，投资活动所产生的现金流净额一直都处于持续的支出状态，而筹资活动所产生的现金流净额大多为负值，筹资活动的现金流量不仅不能满足企业投资需求，甚至其自身还需经营活动的资金来补给，说明德石股份存在着较严重的资金压力，仅仅依靠自身积累及银行借贷是不足以支持企业快速发展的，需要借助相关资本手段来拓宽融资途径，从而缓解资金压力。

**表 4.11 德石股份研发费用率与同行业对比情况**

公司名称	2021 年 H1	2020 年	2019 年	2018 年
奥瑞拓	8.12%	7.72%	7.47%	6.08%
深远石油	9.56%	7.83%	6.37%	5.95%
如通股份	5.04%	5.41%	5.09%	4.62%
道森股份	3.92%	3.71%	4.14%	3.52%
平均	6.66%	6.17%	5.77%	5.05%
德石股份	3.07%	3.06%	3.33%	3.03%

数据来源：招股说明书

从表 4.11 可以看出，德石股份研发费用率较同行业对标公司水平偏低，与道森股份较为接近，随着公司营收规模的扩大，公司也需要持续加大研发投入、强化各自技术创新能力。

综上所述,德石股份急需通过上市途径拓宽其融资渠道来缓解其资金需求压力,改善公司的财务状况,并在钻探专用设备的核心技术方面进行更多的投资,提高公司的资本结构,做大做强钻井专用工具业务,增强钻井专用工具业务的盈利能力和综合竞争力。

#### 4.3.4 提升企业知名度

杰瑞股份收购德石股份之后,基本不参与德石股份具体的经营管理,基本不存在帮助德石股份获取商业机会的情况。因此德石股份并没有因杰瑞股份的收购而获得更多的商业机会。德石股份的客户高度集中于中石油、中石化、中海油。如果三大石油公司的采购政策发生重大变化,将对整个石油钻采设备制造行业产生较大影响,对公司客户稳定性和业务持续性方面造成不确定的影响,进而可能会对公司的持续经营能力产生不利影响。因此,通过分拆上市,有利于德石股份提升自身知名度。本文选取了与德石股份相关行业的四家企业进行对比分析。

如表 4.11 所示,德石股份所在的行业普遍存在集中度较高的现象,德石股份的前五大客户集中度远远高于同行业其他企业的客户集中度。2018-2020 年期间,德石股份的前五大客户集中度由 77.84%增长至 80.62%,虽然与下游客户结成稳定合作关系有利于供应商形成竞争优势和壁垒,但是过高的客户集中度在一定程度上使企业自身处于被动的姿态,这可能会对企业的销售产生不利的影响,进而影响其盈利能力,降低企业的抗风险能力。德石股份需要一个独立的平台产生广告效应、提升主营产品的知名度来拓展更多的客户群体。

表 4.12 德石股份客户集中度与同行业对比情况

公司名称	客户名称	2020 年	2019 年	2018 年
奥瑞拓	第一大客户	27.94%	15.48%	17.56%
	前五大客户合计	52.84%	41.13%	42.02%
深远石油	第一大客户	36.37%	57.79%	48.99%
	前五大客户合计	74.68%	84.95%	87.28%
如通股份	前五大客户合计	32.00%	25.57%	32.50%
道森股份	前五大客户合计	36.95%	70.13%	60.14%
德石股份	第一大客户	46.32%	47.00%	43.03%
	前五大客户合计	80.62%	79.76%	77.84%

资料来源:招股说明书

截止 2023 年 12 月，德石股份拥有 73 件已被授权的专利，其中包括 15 项发明专利，51 项实用新型专利，7 项外观设计专利，且不与杰瑞股份及其控制的其他企业共有。德石股份属于高端装备制造业，具有科技含量高、带动作用强的特点。因此，德石股份需要通过分拆上市突出主业、提升企业知名度、促进资本与产品市场联动、释放品牌价值占据现有市场份额的同时拓展客户群体，以此提高其市场竞争力。

## 4.4 分拆上市的路径

### 4.4.1 分拆上市方式

分拆上市指母公司将子公司或者部分业务分拆上市的行为，但因母公司身份的不同具有广义和狭义之分。广义概念下不特指母公司是否为上市公司，而狭义概念下，母公司界定为上市公司，本文特指狭义概念下的分拆上市。证监会对分拆上市有着严格的限制，需要保证分拆后，上市公司的资产仍然具有较强的盈利能力，而且需要保证分拆的资产不是母公司的核心资产。分拆上市意味着子公司将拥有独立经营和从资本市场获取大量的可支配自由现金流的权利。依据母子公司在分拆上市前后的经营范畴和业务关联情况，可以将分拆上市分为横向、纵向和混合分拆三种类型。

横向分拆是指母子公司在分拆上市前经营主业一致且处于同一行业，这类分拆的原因可能是因为母子公司的业务同质化过高，易造成同业竞争的现象。

纵向分拆是指母子公司在分拆前处于不同细分行业领域、发展状况良好、经营范畴异质性较高。纵向分拆在避免同业竞争压力的同时，母子公司可能因处于同一产业链条的上下游，而存在关联方交易风险。

混合分拆普遍存在于多元化经营和内部关系错综复杂的大型集团企业中，母公司将盈利状况良好且相对独立的业务剥离出来，设立新的子公司，运用资本运作促使子公司挂牌上市。混合分拆能有效规避同业竞争和关联交易风险，有利于企业资源由内到外转换、提高配置效率、促进企业高质量发展。

杰瑞股份以大型成套油气开采装备的研发生产及技术工程服务作为主营业务，德石股份以螺杆钻具等油气钻井工具及其工程技术服务作为主营业务，虽然

母子企业产品在实际应用领域上存在上下游关系,但其只在行业信息交流和共享方面存在一定的协同效应;杰瑞股份与德石股份的业务分属于油气勘探和开发的不同阶段,杰瑞股份产品主要应用于石油、天然气开发中的固井、完井阶段,而德石股份的产品则主要应用于石油、天然气开发的钻井阶段。从产品的功能定位、技术及工艺角度来看,双方主营产品存在较为实质性的差别:

(1) 功能定位不同。德石股份专注于螺杆钻具等油气钻井工具的研发及生产,其主要产品功能为钻井提供动力或支持,而杰瑞股份专注于成套的压裂装备、固井装备和连续油管装备等大型成套油气开采装备的研发及生产,主要产品的功能是为固井、完井、增采提供服务。

(2) 技术及工艺不同。德石股份和杰瑞股份由于其产品的功能定位不同,导致双方在技术构造和技术原理存在较大的差别。德石股份主要产品的核心工艺是基于无缝钢管、锻钢等原材料进行的机械加工,核心技术是围绕机械加工工艺进行的研发和升级;而杰瑞股份主要产品的核心工艺是基于底盘车、发动机、变速箱等进行整机的研发设计、零部件的集成装配及控制系统的研发调试等,核心技术是基于整机装配制造工艺进行的研发和升级。

正因杰瑞股份与旗下子公司德石股份在产品功能定位、技术、工艺、主营产品等方面存在着实质性差别,因此杰瑞股份分拆德石股份上市属于混合多元分拆。

#### 4.4.2 分拆上市板块

杰瑞股份是一家全球化运营的上市公司,在油气、环保等领域为客户提供产品、服务和解决方案。自从A拆A监管放松以来,已有超过150家上市公司公布了其在A股分拆的意愿,选择在创业板拟分拆的企业最多,其中就包括杰瑞股份。如表4.13所示,注册制下的创业板丰富了企业发行上市的条件,填补了我国创业板不允许红筹企业、特殊股权结构企业和未盈利企业上市的制度空白,对战略性新兴产业和高新技术产业的发展起到了积极的推动作用,带动传统产业与新技术、新产业、新模式、新业态的深度融合。创业板的改革与注册制的试行,将使上市条件、发行定价和发行节奏等方面更具市场化与包容性。

从分拆上市板块的选择来看,相比较科创板科技属性强的特点,创业板强调对传统产业的升级创新,且上市门槛相较于科创板较低。杰瑞股份选择在深交所

创业板分拆旗下子公司德石股份上市，符合创业板“三创四新”企业类型，在市场化的加持下，德石股份的活力和韧性也必将进一步增强，上市公司的融资效率也能大幅提升。

表 4. 13 A股各板块上市要求对比

	创业板	科创板	主板和中小板
所属市场	深交所	上交所	沪深交易所
审核制度	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 采取注册制</li> <li>• 降低发行条件和上市条件的准入门槛，以信息披露为核心</li> <li>• 创业板上市委员会审核、证监会注册</li> <li>• 审核时限原则上 6 个月</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 采取注册制</li> <li>• 降低发行条件和上市条件的准入门槛，以信息披露为核心</li> <li>• 科创板上市委员会审核、证监会注册</li> <li>• 审核时限原则上 6 个月</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 采取核准制</li> <li>• 发行条件和上市条件较为严格</li> <li>• 证监会审核</li> <li>• 审核时间存在较大不确定性，通常需 12 个月左右</li> </ul>
目标定位	“三创四新”：适应发展更多依靠创新、创造、创意的大趋势，主要服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合。	面向世界科技前沿、经济主战场，主要依靠核心技术开展生产经营，市场认可度高，社会形象好，具有较强成长性的企业科创属性要求，优先支持符合国家战略。	具有一定盈利规模的大型蓝筹企业或稳定发展的中型企业。
企业类型	接受红筹企业、协议控制架构、存在表决权差异安排、尚未盈利的企业 <sup>1</sup> ，允许上市前未实施完毕股权激励计划的企业。	接受红筹企业、协议控制架构、存在表决权差异安排、尚未盈利的企业，允许上市前未实施完毕股权激励计划的企业。	暂不接受红筹企业、协议控制架构、存在表决权差异安排的企业的企业，允许上市前未实施完毕股权激励计划的企业。
发行定价	市场化的询价定价方式、直接定价方式	市场化的询价定价方式	市场化的询价定价方式、直接定价方式

## 5 杰瑞股份境内分拆上市对企业绩效的影响

根据前文对分拆上市的理论研究,文章采用两个角度来分析分拆上市对企业绩效的影响研究,分别为:采用事件研究法分析分拆上市对企业市场绩效的影响,采用财务指标法分析分拆上市对企业财务绩效的影响。

### 5.1 分拆上市对企业市场绩效的影响分析

由于分拆上市事件对母子企业的影响不仅仅是短期的,还可能对企业的长期发展带来影响。本文根据事件检验期的长短,将事件研究分为短期研究和长期研究来分别探讨分拆上市事件对杰瑞股份和德石股份企业绩效的影响,一般来说,短期事件的研究期限在一年以内,而长期事件的研究期限在一年以上。因此,本文选用CAR法来研究杰瑞股份分拆德石股份事件对母子企业的短期市场绩效影响,选用BHAR 法来研究分拆事件对母子公司的长期市场绩效影响。

#### 5.1.1 短期市场绩效分析

分拆上市事件对母子公司的绩效均会产生影响,由于选取此次短期市场绩效的事件日为杰瑞股份分拆德石股份的预案公告日,子公司在事件日还未上市,只能得到杰瑞股份的预期收益率方程,因此,在预案公告日之前选取估计期收益率计算得到杰瑞股份预期收益率方程,进而得到累计超额收益率;选取上市后若干交易日为研究区间得到德石股份预期收益率方程,进一步计算得到德石股份的累计超额收益率。

##### (1) 事件日与窗口期选取

2020年4月21日,杰瑞股份发布了将所属子公司德州联合石油科技股份有限公司分拆至创业板上市的预案,这是本次分拆上市事件最早公布的官方信息,此次消息的公布会对母子企业的绩效产生影响,考虑到在事件前可能会有内幕消息的流出,从而影响事件日后的企业绩效,因此,本文以发布预案日为事件日的基础上,选取事前10个交易日,事后10个交易日的数据作为事件研究的窗口期,并选取窗口期前的120个交易日作为估计期,即事件日为2020年4月21日,窗

窗口期为[-10,10]，估计期为[-130,-11]，运用超额收益法来探讨分拆事件对杰瑞股份的短期市场绩效影响。具体做法为利用市场调整收益率模型计算出杰瑞股份在窗口期内的预期收益率，然后用杰瑞股份的实际收益率减去预期收益率得出超额收益率，最后将超额收益率相加得到累计超额收益率。

## (2) 杰瑞股份的短期市场绩效分析

假设杰瑞股份股票收益率与市场收益率存在线性关系，建立线性回归模型：

$$R_{it} = \alpha + \beta * R_{mt}$$

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

$$CAR_{it} = \sum_{t=-10}^t AR_{it}$$

其中， $R_{it}$ 是杰瑞股份在第 $t$ 日的实际收益率， $R_{mt}$ 是第 $t$ 日深证成指日回报率， $\alpha$ 、 $\beta$ 为回归系数。 $E(R_{it})$ 为预期收益率， $AR_{it}$ 为超额收益率， $CAR_{it}$ 为累计超额收益率。

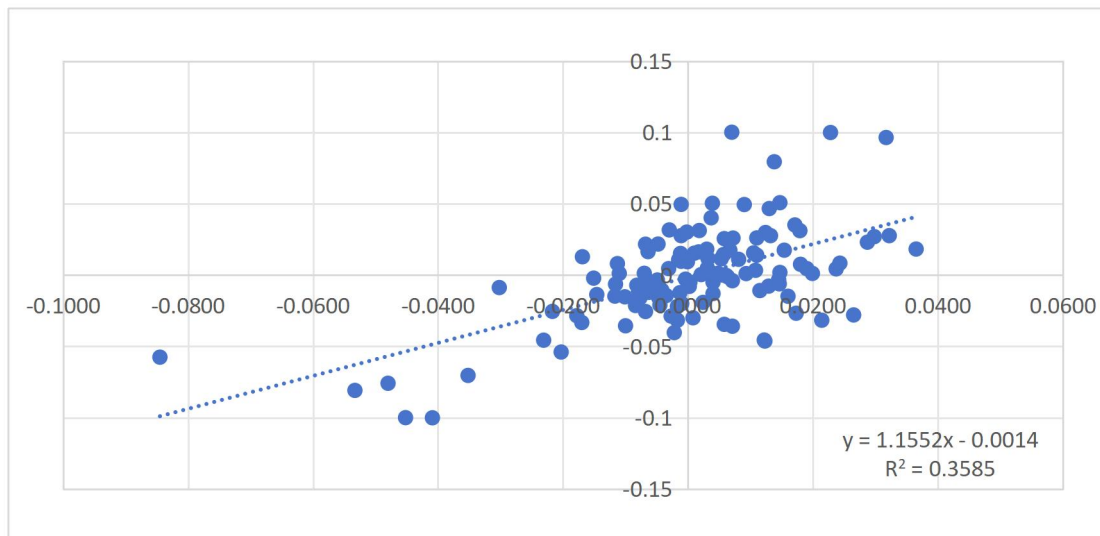


图 5.1 杰瑞股份估计期预期收益率的函数模型拟合图

将事件估计期的企业收益率数据和深证成数收益率数据进行回归拟合得到： $\alpha = -0.0014$ ， $\beta = 1.1552$ ，以此得出杰瑞股份的预期收益率方程为：

$$E(R_{it}) = -0.0014 + 1.1552R_{mt}$$

根据上述公式，进一步可以计算出杰瑞股份在窗口期各个交易日所获得的超额收益率和累计超额收益率如表 5.1 所示：



表 5.1 事件窗口期内杰瑞股份累计超额收益率计算过程

时间	交易日	R <sub>mt</sub>	R <sub>it</sub>	E(R <sub>it</sub> )	AR <sub>t</sub>	CAR <sub>t</sub>
-10	2020-04-07	3.15%	3.45%	3.50%	-0.05%	-0.05%
-9	2020-04-08	-0.41%	-1.55%	-0.61%	-0.94%	-0.99%
-8	2020-04-09	0.74%	1.01%	0.71%	0.30%	-0.69%
-7	2020-04-10	-1.57%	1.92%	-1.95%	3.87%	3.18%
-6	2020-04-13	-0.73%	-2.62%	-0.98%	-1.64%	1.55%
-5	2020-04-14	2.47%	3.78%	2.71%	1.07%	2.61%
-4	2020-04-15	-0.56%	-1.32%	-0.79%	-0.53%	2.08%
-3	2020-04-16	0.51%	0.12%	0.45%	-0.33%	1.75%
-2	2020-04-17	0.55%	-0.75%	0.50%	-1.25%	0.50%
-1	2020-04-20	0.89%	1.34%	0.89%	0.45%	0.96%
0	2020-04-21	-1.08%	-3.28%	-1.39%	-1.89%	-0.94%
1	2020-04-22	1.05%	1.98%	1.07%	0.91%	-0.03%
2	2020-04-23	-0.50%	5.58%	-0.72%	6.30%	6.27%
3	2020-04-24	-1.33%	-5.84%	-1.68%	-4.16%	2.11%
4	2020-04-27	0.28%	-9.51%	0.18%	-9.69%	-7.59%
5	2020-04-28	0.47%	0.84%	0.40%	0.44%	-7.15%
6	2020-04-29	0.12%	4.32%	0.00%	4.32%	-2.83%
7	2020-04-30	1.97%	4.14%	2.14%	2.00%	-0.83%
8	2020-05-06	1.51%	1.32%	1.60%	-0.28%	-1.11%
9	2020-05-07	-0.18%	0.12%	-0.35%	0.47%	-0.64%
10	2020-05-08	1.27%	-0.36%	1.33%	-1.69%	-2.33%

原始数据来源：国泰安数据库

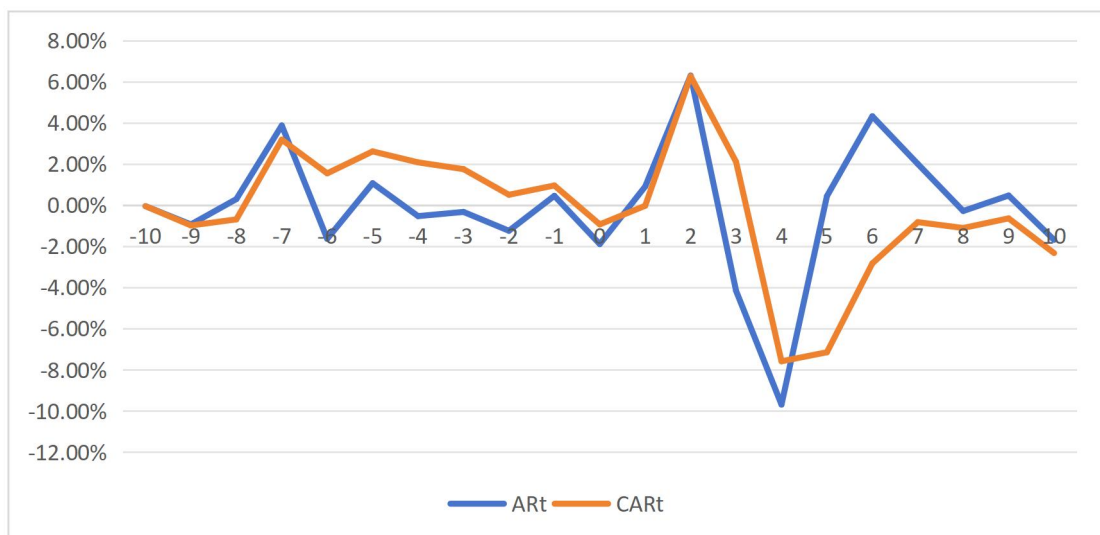


图 5.2 事件窗口期内杰瑞股份超额收益率和累计超额收益率趋势图

从图 5.2 可以看出，在分拆事件窗口期的一半时间内，杰瑞股份保持了正

的超额收益率，在公告日前窗口期内的超额收益率一直处于波动状态，并在分拆预案日后第二日，超额收益率和累计超额收益率均达到了最大值，分别为 6.30% 和 6.27%，随后二者开始回调并继续伴有一定的波动性，在分拆预案公告后第六日达到了 4.32% 的超额收益率之后，最终在整个窗口期内累计获得-2.33% 的超额收益率。说明市场对此次分拆事件并不抱有太乐观的态度，短期内，母公司并没有从此次分拆事件中获得额外的收益，即德石股份分拆上市为母公司带来了消极的短期市场绩效。

### (3) 德石股份的短期市场绩效分析

2022 年 1 月 13 日，杰瑞股份发布了关于控股子公司德州联合石油科技股份有限公司首次公开发行股票并在创业板上市的公告。德石股份并于 2022 年 1 月 17 日上市交易，因此本文选择以上市日为事件日，并选取事件日后的 10 个交易日作为窗口期，即选取 2022 年 1 月 17 日为事件日，事件窗口期为[0,10]，以此来分析分拆事件对德石股份的短期绩效影响，其计算方法同杰瑞股份一样，经过预期收益率的函数模型拟合后得到德石股份预期收益率公式为：

$$E(R_{it1}) = 0.0505 + 5.4429R_{mt}$$

从表 5.2 和图 5.3 可以看出，德石股份在分拆上市后的第一天获得了 29.31% 的超额收益率，但随后急剧下降到-18.50%，并在窗口期的大多数时间内保持着负的超额收益率，随着时间的推移在波动中有所上升，最终获得 0.02% 的累计超额收益率，由此可见，此次分拆事件并没有给子公司带来明显的短期市场绩效。

表 5.2 事件窗口期内德石股份累计超额收益率计算过程

时间	交易日	R <sub>mt</sub>	R <sub>it</sub>	E(R <sub>it</sub> )	AR <sub>t</sub>	CAR <sub>t</sub>
0	2022-01-17	1.51%	-	-	-	-
1	2022-01-18	0.19%	35.39%	6.08%	29.31%	29.31%
2	2022-01-19	-1.28%	-20.42%	-1.92%	-18.50%	10.81%
3	2022-01-20	-0.06%	-7.33%	4.72%	-12.05%	-1.25%
4	2022-01-21	-1.19%	-13.82%	-1.43%	-12.39%	-13.64%
5	2022-01-24	0.37%	-5.03%	7.06%	-12.09%	-25.73%
6	2022-01-25	-2.83%	1.47%	-10.35%	11.82%	-13.91%
7	2022-01-26	0.70%	-3.95%	8.86%	-12.81%	-26.72%
8	2022-01-27	-2.77%	-10.86%	-10.03%	-0.83%	-27.55%
9	2022-01-28	-0.53%	20.02%	2.17%	17.85%	-9.70%
10	2022-02-07	0.96%	19.99%	10.28%	9.71%	0.02%

原始数据来源：国泰安数据库

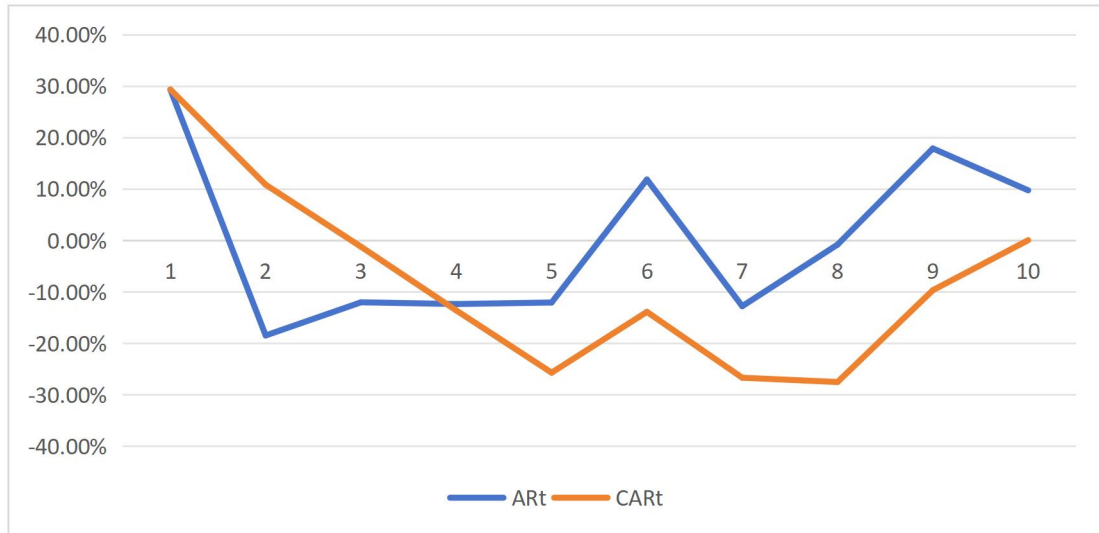


图 5.3 事件窗口期内德石股份超额收益率和累计超额收益率趋势图

### 5.1.2 长期市场绩效分析

长期市场绩效分析作为短期市场绩效分析的延展，能够更加全面地探讨此次分拆事件对母子公企业市场绩效的影响。本文选用购买并持有超额收益率（BHAR）法分析此次分拆事件对母子企业长期市场绩效的影响。

#### （1）事件日与窗口期选取

2020年4月21日，杰瑞股份发布分拆德石股份上市的预案，2022年1月17日，德石股份在深圳证券交易所创业板上市。故本文选取杰瑞股份发布分拆预案所在月份即2020年4月为事件日，时间跨度以月为单位分析分拆事件对母公司的长期市场绩效影响，事件窗口期为2020年4月至2023年9月；选取德石股份分拆上市月份即2022年1月为事件日，事件跨度同样以月为单位分析分拆事件对子公司的长期市场绩效影响，事件窗口期为2022年1月至2023年9月。

#### （2）杰瑞股份的长期市场绩效分析

本文选用购买并持有超额收益率法计算分拆上市对企业的长期市场绩效影响。其公式为：

$$BHAR_t = \prod_{t=0}^T (1 + Rit) - \prod_{t=0}^T (1 + Rpt)$$

其中， $Rit$ 表示杰瑞股票在  $t$  月的收益率， $Rpt$  表示组合  $p$  在  $t$  月的收益率，本文选取深证成指月回报率作为组合  $P$  的月收益率，并最终将杰瑞股份在购买并持有收益率减去对应的市场组合收益率后得到超额的购买并持有收益率。

表 5.3 事件窗口期内杰瑞股份的BHAR

时间	交易月份	杰瑞股份月收益率	深证成指月回报率	BHAR
0	2020-04	12.71%	7.62%	11.21%
1	2020-05	2.25%	0.23%	7.37%
2	2020-06	21.66%	11.60%	17.02%
3	2020-07	1.60%	13.72%	-7.88%
4	2020-08	9.29%	0.88%	14.60%
5	2020-09	-13.05%	-6.18%	-2.97%
6	2020-10	-10.24%	2.55%	-9.20%
7	2020-11	38.38%	3.28%	44.82%
8	2020-12	-5.38%	5.86%	-7.28%
9	2021-01	22.83%	2.43%	28.20%
10	2021-02	-1.14%	-2.12%	6.09%
11	2021-03	-17.76%	-5.02%	-9.53%
12	2021-04	-5.55%	4.79%	-6.32%
13	2021-05	21.15%	3.86%	24.76%
14	2021-06	12.23%	1.10%	17.68%
15	2021-07	-15.21%	-4.54%	-7.17%
16	2021-08	-2.74%	-1.00%	3.07%
17	2021-09	31.36%	-0.14%	40.58%
18	2021-10	-12.66%	1.00%	-10.25%
19	2021-11	-7.71%	2.38%	-6.17%
20	2021-12	2.49%	0.42%	7.44%
21	2022-01	3.55%	-10.29%	20.16%
22	2022-02	7.80%	0.96%	12.84%
23	2022-03	-5.60%	-9.94%	9.47%
24	2022-04	-26.17%	-9.05%	-14.67%
25	2022-05	30.48%	4.59%	34.50%
26	2022-06	-0.25%	11.87%	-7.97%
27	2022-07	-11.17%	-4.88%	-2.25%
28	2022-08	6.17%	-3.68%	16.00%
29	2022-09	-14.15%	-8.78%	-1.42%
30	2022-10	-7.88%	-3.54%	0.02%
31	2022-11	3.96%	6.84%	2.18%
32	2022-12	-10.69%	-0.83%	-6.06%
33	2023-01	15.94%	8.94%	13.43%
34	2023-02	-4.45%	-1.81%	2.02%
35	2023-03	-8.41%	-0.49%	-3.87%
36	2023-04	-4.24%	-3.31%	3.87%
37	2023-05	-10.03%	-4.80%	-1.05%
38	2023-06	4.38%	2.16%	7.70%
39	2023-07	11.46%	1.43%	16.47%
40	2023-08	2.07%	-6.85%	14.79%
41	2023-09	11.54%	-2.96%	21.28%

根据表 5.3 和图 5.4 可以看出,杰瑞股份在分拆预案公告月后的 41 个月份期间内一直处于波动状态,但在绝大多数月份中保持着正的BHAR,在公告日月份BHAR达到 11.21%,在第 7 个月份BHAR达到最大为 44.82%,说明资本市场对杰瑞股份集中化经营战略逐渐认可,其自身也逐渐获得了更为合理的市场估值。随后BHAR在波动中缓慢上升最终达到 21.28%。这说明分拆上市行为能够对母公司杰瑞股份产生显著的长期正向超额收益,即德石股份分拆上市给杰瑞股份带来的积极的长期市场绩效。

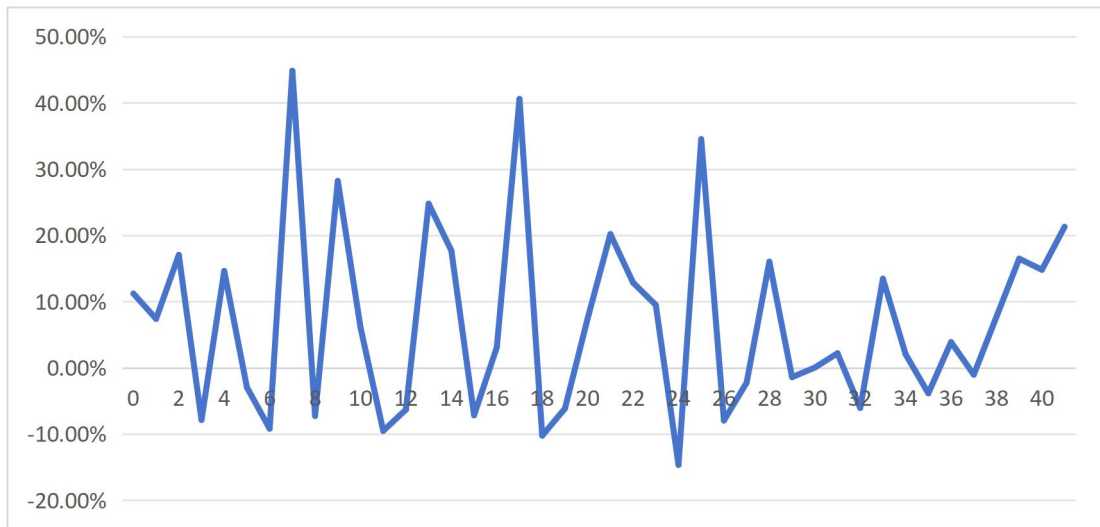


图 5.4 事件窗口期内杰瑞股份BHAR趋势图

### (3) 德石股份的长期市场绩效分析

选用和上文同样的公式计算此次分拆上市对德石股份长期市场绩效的影响。根据表 5.4 和图 5.5 的数据,可以看出德石股份在分拆上市后 20 个月份中,仅在第 5 个月份中出现了负的BHAR为-1.34%,其余月份均表现为正值,并在波动中呈现出上升的趋势,最终在整个事件窗口期内获得了 44.30%的BHAR,由此可以看出市场对德石股份专用设备的研发、生产、销售和租赁及工程技术服务的长期发展持有积极的态度,即分拆上市事件对子公司德石股份带来的积极的长期市场绩效。

表 5.4 事件窗口期内德石股份的BHAR

时间	交易月份	德石股份月收益率	深证成指月回报率	BHAR
0	2022-01	-	-10.30%	-
1	2022-02	22.95%	0.96%	49.24%
2	2022-03	-11.77%	-9.94%	17.55%
3	2022-04	-19.81%	-9.05%	6.77%
4	2022-05	17.18%	4.59%	38.47%
5	2022-06	-9.23%	11.87%	-1.34%
6	2022-07	-4.51%	-4.88%	21.37%
7	2022-08	-0.60%	-3.68%	24.96%
8	2022-09	-14.65%	-8.78%	12.84%
9	2022-10	-3.32%	-3.54%	21.49%
10	2022-11	13.72%	6.84%	31.95%
11	2022-12	-14.65%	-0.83%	4.82%
12	2023-01	5.17%	8.94%	19.32%
13	2023-02	0.42%	-1.81%	24.34%
14	2023-03	3.88%	-0.49%	27.26%
15	2023-04	6.50%	-3.31%	33.32%
16	2023-05	-6.59%	-4.80%	18.74%
17	2023-06	0.99%	2.16%	21.03%
18	2023-07	4.85%	1.43%	26.52%
19	2023-08	-0.77%	-6.85%	27.95%
20	2023-09	15.71%	-2.96%	44.30%

原始数据来源：国泰安数据库

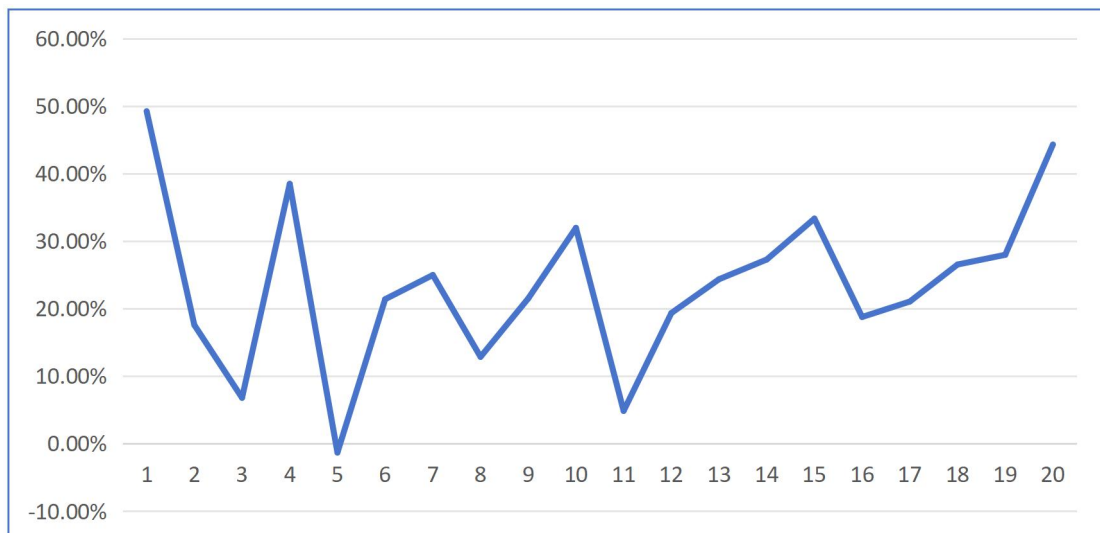


图 5.5 事件窗口期内德石股份BHAR趋势图

## 5.2 分拆上市对企业财务绩效的影响分析

财务绩效分析是衡量企业的发展战略及其实施和执行是否为最终的经营业绩做出贡献。本文选取杰瑞股份和德石股份在分拆上市事件前后的盈利能力、偿债能力、营运能力、成长能力四种财务指标与同行业指标进行对比分析，由此分析本次分拆事件对杰瑞股份和德石股份的财务绩效影响。杰瑞股份在2020年4月份预案公告将分拆德石股份上市，因此本文选取2019-2023年五年的财务指标来分析此次分拆事件对母子企业财务绩效的影响。

### 5.2.1 盈利能力分析

盈利能力是指企业获取利润的能力，衡量企业资金或资本的增值能力，通常表现为一定时期内企业收益数额的多少。本文选取总资产净利润率、净资产净利润率、营业毛利率、营业净利率四个指标作为衡量企业盈利能力的指标。

表 5.5 杰瑞股份、德石股份盈利能力指标

年份	时期	对象	总资产收益率	净资产收益率	营业毛利率	营业净利率
2019年		杰瑞	9.79%	14.89%	37.37%	20.11%
		德石	8.02%	11.95%	40.87%	13.62%
		行业	4.21%	5.76%	30.82%	5.81%
2020年	分拆前	杰瑞	9.75%	16.08%	37.90%	20.76%
		德石	7.04%	10.34%	37.05%	14.27%
		行业	7.28%	12.45%	34.56%	12.64%
2021年		杰瑞	8.41%	13.33%	34.86%	18.36%
		德石	6.72%	9.90%	35.28%	14.02%
		行业	6.09%	7.20%	32.77%	10.15%
2022年	分拆后	杰瑞	9.39%	14.79%	33.23%	20.05%
		德石	6.07%	7.98%	35.57%	15.54%
		行业	7.88%	10.93%	33.93%	12.85%
2023年		杰瑞	8.17%	13.03%	33.05%	17.92%
		德石	5.47%	6.71%	35.61%	15.30%
		行业	4.55%	6.56%	30.85%	8.31%

杰瑞股份的大多指标在分拆后表现出下降的趋势，这与前文市场绩效的表现一致，但即使在整个行业都处于低迷状态的情况下，杰瑞股份却依然保持着指标

的领先；这说明，德石股份通过分拆上市大大缓解了杰瑞股份资金压力，使其有余力扩大公司的生产和销售规模，实现集中化经营，从而使得公司整体的盈利能力优于行业整体表现；根据财务指标发现，此次分拆事件对子公司德石股份财务绩效产生较大的波动性，总资产收益率和净资产收益率表现不佳，营业毛利率和营业净利率向好发展。

## 5.2.2 偿债能力分析

企业的偿债能力是指企业用自身资产偿付其长期债务与短期债务的能力，而是衡量企业能否生存和健康发展的关键。在此基础上，本文选取流动比率、速动比率、利息保障倍数、资产负债率四项指标来衡量分拆事件对母子企业偿债能力的影响。

表 5.6 杰瑞股份、德石股份偿债能力指标

年份	时期	对象	流动比率	速动比率	利息保障倍数	资产负债率
2019 年		杰瑞	2.10	1.43	-388.65	39.22%
		德石	2.41	1.51	10.58	32.19%
		行业	2.11	1.62	15.96	46.64%
2020 年	分拆前	杰瑞	2.20	1.47	14.61	39.53%
		德石	2.56	1.82	12.02	31.52%
		行业	2.11	1.60	18.29	46.52%
2021 年		杰瑞	2.44	1.76	91.26	34.37%
		德石	2.53	1.77	18.31	32.71%
		行业	2.19	1.64	51.43	44.77%
2022 年	分拆后	杰瑞	2.17	1.67	-8.55	37.99%
		德石	4.92	3.93	-9.77	18.41%
		行业	2.65	2.07	4.84	46.50%
2023 年		杰瑞	2.33	1.80	-	36.60%
		德石	4.78	3.75	-	18.72%
		行业	2.36	1.82	14.32	46.22%

从表 5.6 可知，在分拆上市后，杰瑞股份的流动比率、速动比率呈现先降后增的态势，资产负债率一路上升后略有所下降，利息保障倍数一路下行。比起行业指标，其偿债能力指标在大多数时候表现欠佳；德石股份的短期偿债指标在分拆后有所上升，且高于行业指标，其中，流动比率从 2.41 增长到 4.78，累计增



长 2.37，速动比率累计增长 2.24，其短期偿债能力指标呈现翻倍增长的趋势。对杰瑞股份来说，其短期偿债能力呈现先下降再上升的趋势。德石股份和杰瑞股份的长期偿债指标随着整个行业的不景气呈弱化现象，其变化趋势与行业变动趋势一致，而且表现出较强的稳定性。

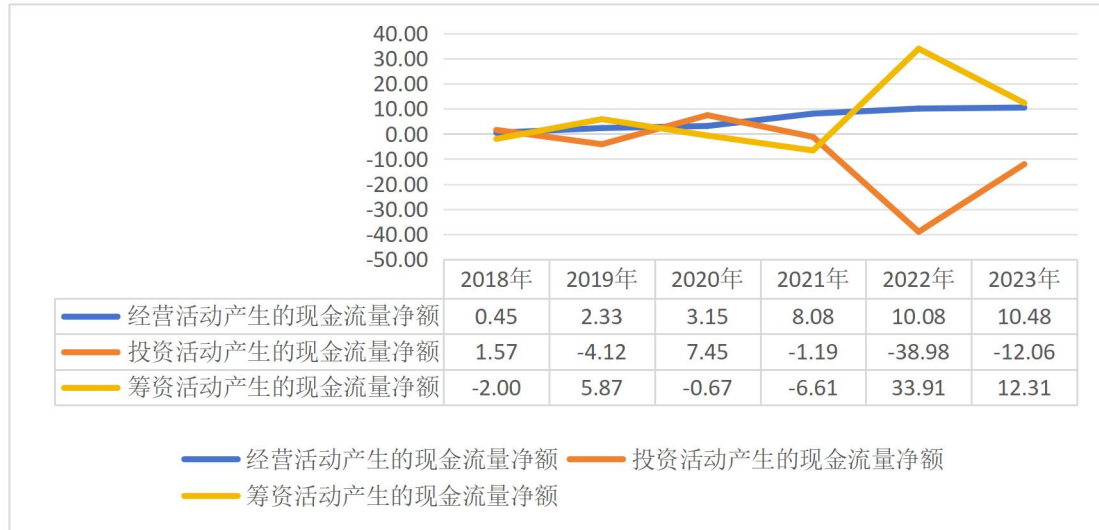


图 5.6 2018-2022 年杰瑞股份现金流量结构图（单位：亿元）

从图 5.6 可以看出，杰瑞股份在分拆旗下子公司上市之前，其各项运营活动产生的现金流净额一直处于低位。分拆上市后，缓解了杰瑞股份的资金压力，2022 年，筹资活动产生的现金流量净额达到 33.91 亿元，杰瑞股份得以扩张业务板块，增加投资支出。分拆上市后，其经营活动产生的现金流净额从 2020 年的 3.15 亿元增长至 2023 年的 10.48 亿元。根据数据，分拆上市对杰瑞股份的现金流有明显的改善效果，极大的缓解了各项运营活动的资金压力。

### 5.2.3 营运能力分析

营运能力是指企业运用各项资产以获取盈利的能力，反映了企业经营管理和使用经济资源的效率。本文选用应收账款周转率、存货周转率、营运资本周转率、总资产周转率四种指标揭示企业资金运营周转的情况。

表 5.7 杰瑞股份、德石股份营运能力指标

年份	时期	对象	应收账款周转率	存货周转率	营运资本周转率	总资产周转率
2019年		杰瑞	2.53	1.35	1.10	0.49
		德石	2.16	1.36	1.39	0.59
		行业	3.61	2.71	2.21	0.51
2020年	分拆前	杰瑞	2.66	1.14	1.12	0.47
		德石	1.77	1.22	1.06	0.49
		行业	5.06	2.65	2.20	0.55
2021年		杰瑞	2.33	1.27	1.04	0.46
		德石	1.56	1.32	0.99	0.48
		行业	5.43	2.59	1.96	0.54
2022年	分拆后	杰瑞	2.27	1.67	1.11	0.47
		德石	1.42	1.25	0.64	0.39
		行业	7.45	2.45	2.18	0.51
2023年		杰瑞	2.29	1.85	1.13	0.46
		德石	1.51	1.28	0.52	0.36
		行业	3.51	2.28	2.11	0.48

从表 5.7 可以得知，分拆上市 2022 年前后，杰瑞股份的存货周转率、营运资本周转率呈现上升趋势，总资产周转率表现大体不变，应收账款周转率先下降后上升的态势，且其各项指标表现均低于行业指标。德石股份各项指标均呈现下降趋势，分拆上市并没有缩小企业与行业之间的差距。

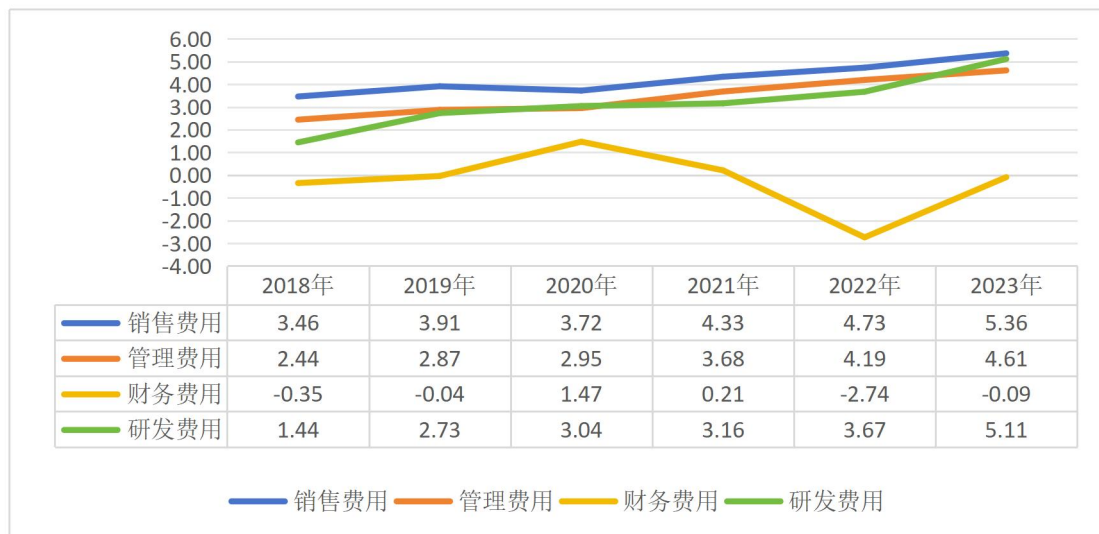


图 5.7 2018-2022 年杰瑞股份费用情况图（单位：亿元）

从前文的财务绩效分析中可以看出，此次分拆并没有促进企业的营运能力。因此选取其他指标再次分析此次分拆对母公司杰瑞股份经营的影响。从图 5.7 可以看出，在德石股份上市后，杰瑞股份的财务费用呈现出下降后在上升的态势，说明分拆上市事件减轻了企业的负债压力，缓解了其融资约束问题，使企业的运营效率有所提升。其研发费用从 2020 年 3.04 亿元上升到 2023 年的 5.11 亿元，说明子公司的上市，使得母公司有更宽裕的资金运用到产品和技术的研发上。另外，分拆上市后，企业的销售费用有所上升。反之，杰瑞股份的管理费用并没有因为子公司的分拆上市而有所下降。

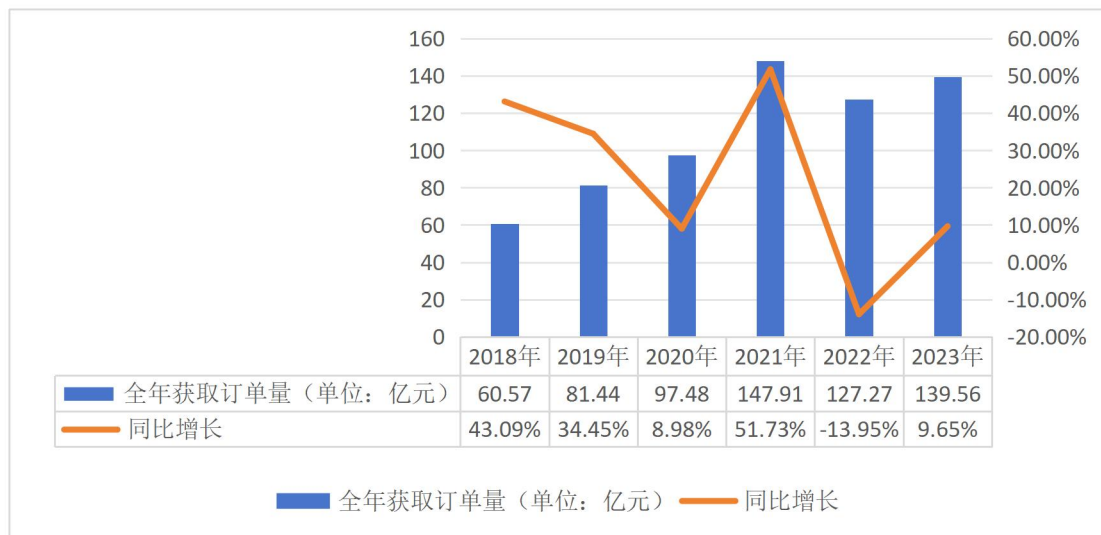


图 5.8 2018-2022 年杰瑞股份订单情况图

从图 5.8 中发现，德石股份上市预案发布，在一定程度上打开了母子企业的品牌知名度，使杰瑞股份在 2021 年的订单量有巨幅的增长，增长了 51.73%。在订单量有如此巨大增幅的情况下，其销售费用上升较为缓慢，说明子公司的上市在一定程度上降低了企业的销售费用。

#### 5.2.4 成长能力分析

成长能力分析是对企业拓展经营能力的分析，用于考察企业未来的发展趋势与发展速度，包括企业规模的扩大，净利润和所有者权益的增加。本文选取总资产增长率、净利润增长率、营业收入增长率、所有者权益增长率四种指标衡量分

拆上市事件对母子企业成长能力的影响。

表 5.8 杰瑞股份、德石股份成长能力指标

年份	时期	对象	总资产增长率	净利润增长率	营业收入增长率	所有者权益增长率
2019 年		杰瑞	38.62%	118.69%	50.66%	15.85%
		德石	7.81%	48.10%	34.38%	10.04%
		行业	11.16%	309.36%	81.94%	11.18%
2020 年	分拆前	杰瑞	13.87%	23.68%	19.78%	13.29%
		德石	7.27%	-5.58%	-9.89%	8.33%
		行业	18.11%	54.39%	32.05%	12.48%
2021 年		杰瑞	3.82%	-6.41%	5.80%	12.68%
		德石	9.97%	3.62%	5.50%	8.06%
		行业	28.52%	3.69%	27.70%	39.69%
2022 年	分拆后	杰瑞	49.66%	41.96%	30.00%	41.40%
		德石	58.95%	22.58%	10.59%	92.71%
		行业	37.06%	55.56%	53.53%	35.85%
2023 年		杰瑞	8.73%	8.98%	21.94%	11.18%
		德石	5.19%	13.38%	15.18%	4.79%
		行业	11.12%	11.52%	7.88%	6.89%

从表 5.8 可知,分拆上市后,杰瑞股份和德石股份的四项指标均有不同程度的上升,其中,双方的总资产增长率和所有者权益增长率在研究期间一直增长并最终赶超行业指标,净利润增长率和营业收入增长率虽一直低于行业指标,但在波动中一直有所增长,与行业指标差额也有所缩小。2018-2022 年期间,公司营业收入和净利润保持较快增长。虽然 2020 年新冠肺炎疫情及原油价格下跌对行业造成不利影响,导致公司经营业绩有所下滑,但公司仍然表现出较强的业绩成长能力,德石股份营业收入在 2021 年增长 5.5%、2022 年增长 10.59%,净利润在 2021 年增长 3.62%,在 2022 年增长 22.58%。杰瑞股份在 2019-2022 年期间其各项指标的变动态势同德石股份一样。

综上所述,分拆上市事件对母子企业的成长能力产生了积极的影响,分拆上市前后,杰瑞股份的总资产增长率增长了 45.84%;所有者权益增长率增长了 28.72%。德石股份总资产增长率增长了 48.98%,所有者权益增长率增长了 84.65%。由此可见此次分拆事件对母、子企业的成长能力产生了积极的影响。

## 5.2.5 创新能力分析

企业创新能力是指企业综合运用技术知识和智力向市场提供能够被用户认可的产品，创造性的满足市场需求，增强市场竞争力，在衡量企业综合指标中占据重要的位置。

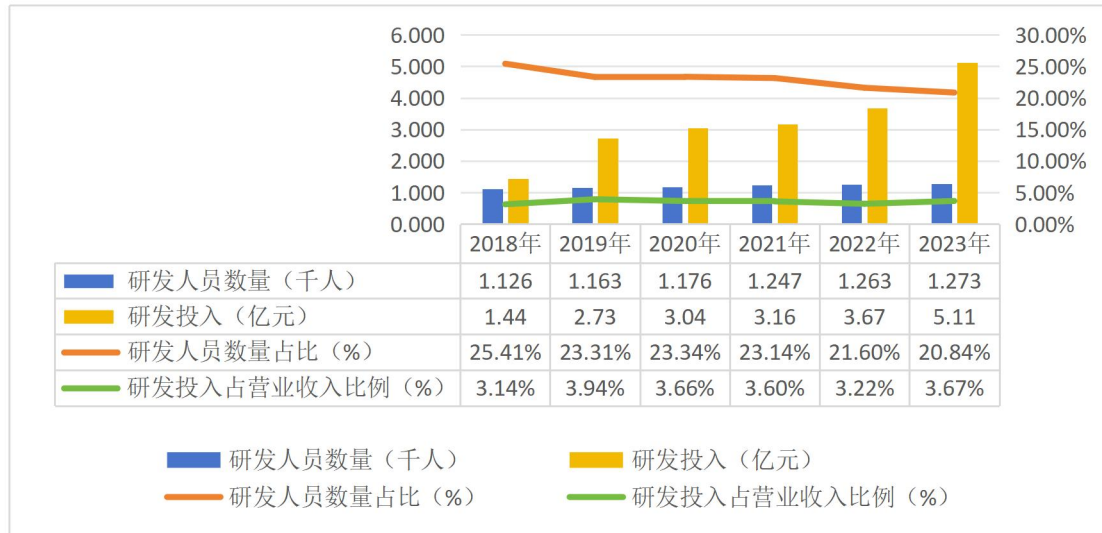


图 5.9 杰瑞股份 2018-2022 年研发情况图

杰瑞股份和德石股份同属于高端装备制造业，具有科技含量高、带动作用强的特点，为保持强劲的竞争力，需要企业格外重视主营产品的研发与创新。从图 5.9 可以看出，德石股份分拆上市后，杰瑞股份将大量资金用于研发，其研发人员数量增长了 2.09%，研发投入增加了 61.71%。研发投入占营业收入的比例下降到 3.22%，说明此次分拆大幅提升了杰瑞股份的营业收入。

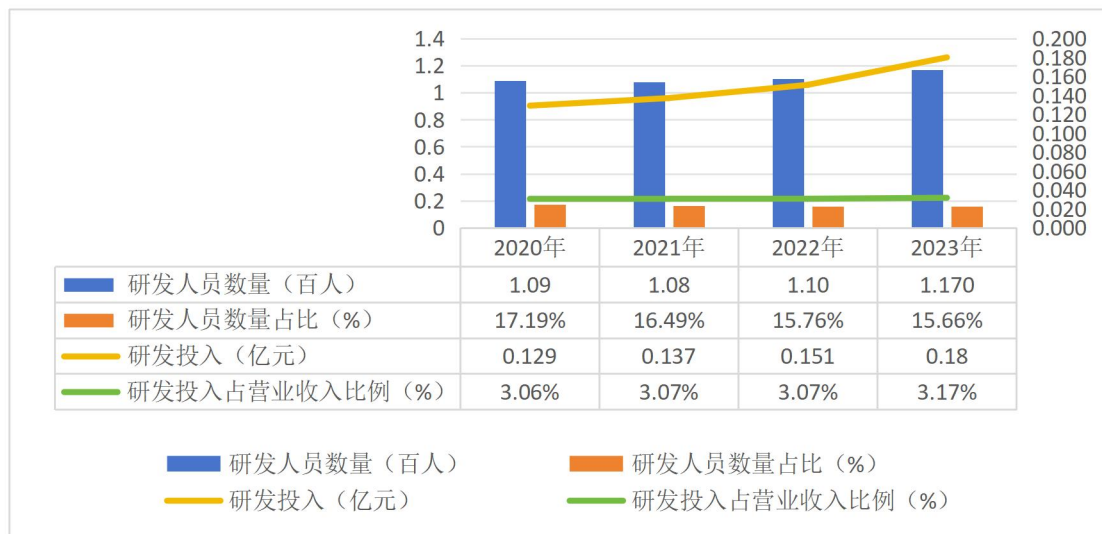


图 5.10 德石股份上市前后研发情况图

从图 5.10 可以看出德石股份在分拆上市之后，研发投入增加了 31.39%，研发投入占营业收入比例由 3.07% 上升至 3.17%，另外，此次分拆增加了研发人员的数量，但其占比略有所下降。

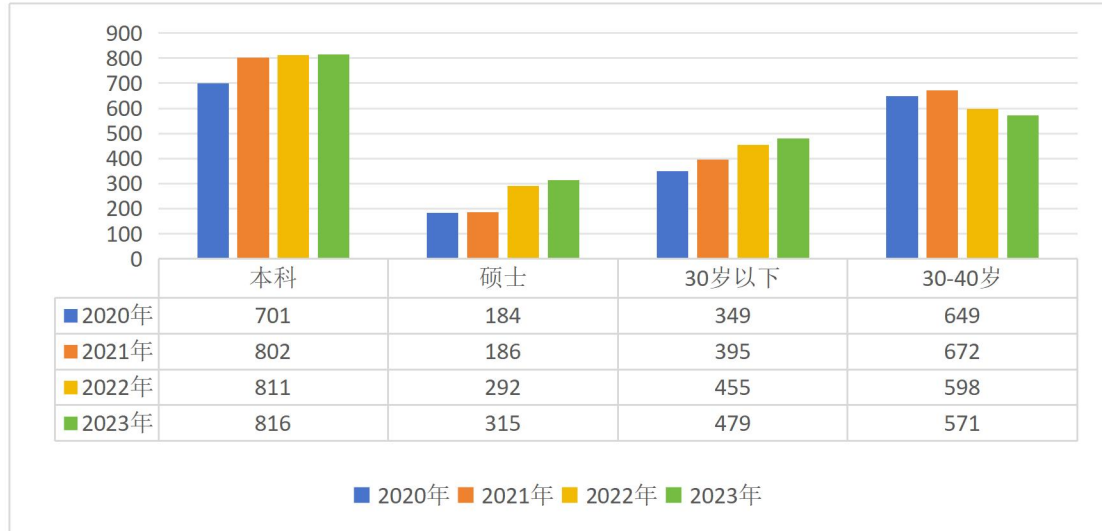


图 5.11 杰瑞股份研发人员构成情况

从图 5.11 可知，杰瑞股份的研发人员数量和学历构成上均呈现优化态势，本科学历的研发人员从 701 人增长达 816 人，增长了 16.41%，硕士学历的研发人员从 184 人增长到 315 人，增长了 71.20%，30 岁以下的研发人员增长了 37.25%，30-40 岁之间研发人员下降了 12.02%，可以看出研发队伍整体呈现年轻化。

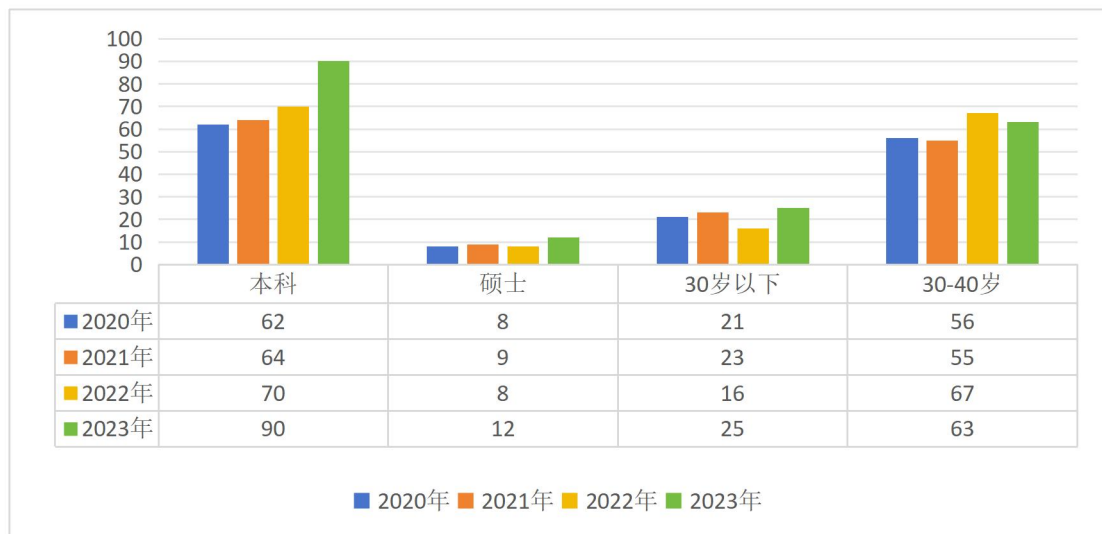


图 5.12 德石股份研发人员构成情况

从图 5.12 可以看出,此次分拆,德石股份本科学历的研发人员增加了 45.16%,硕士人员增加了 50%,30 岁以下的研发人员增加了 19.05%,30-40 岁的研发人员的增加了 12.5%,可能是考虑到德石股份刚上市需要有经验的研发人员进行引领。

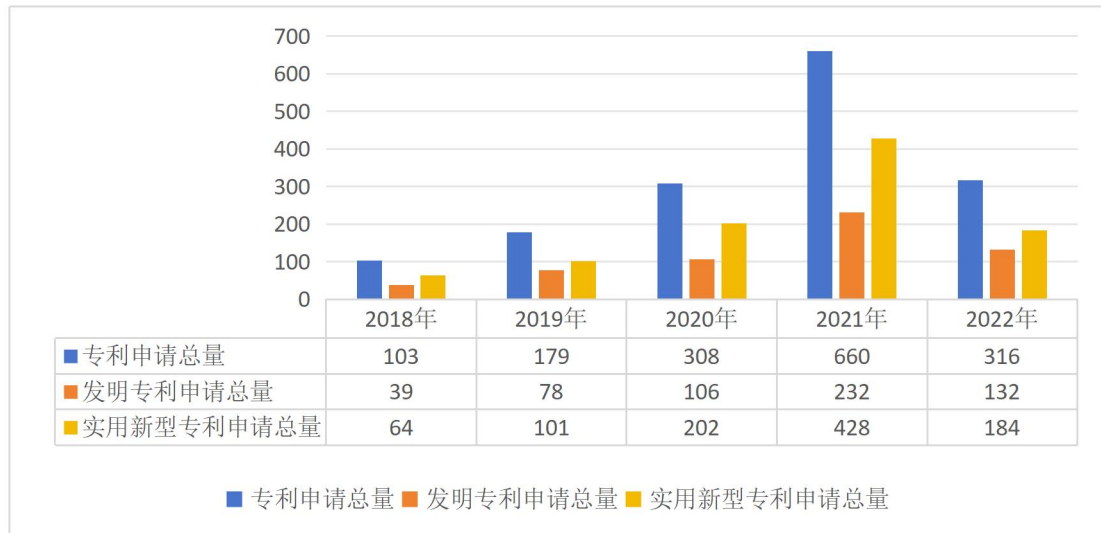


图 5.13 杰瑞股份专利申请情况

从图 5.13 可以看出,杰瑞股份的研发产出在波动中整体呈现上升趋势,在分拆上市预案年份,杰瑞股份的专利申请量有一个大幅的增长,这与前文中杰瑞股份研发费用变动趋势相一致,新增专利最多,高达 660 项,专利申请总量较前一年了 114.29%,发明专利申请增加了 118.87%,实用新型专利申请增加了 111.88%。总体来说,分拆这一信息有助于杰瑞股份的研发。

## 6 结论与建议

### 6.1 研究结论

本文以杰瑞股份分拆德石股份为例，阐述了上市公司分拆其下属子公司的分拆背景、分拆过程和分拆路径；同时分析了分拆上市对母子企业绩效的影响路径、分拆动因，最后根据市场绩效和财务绩效表现分析此次分拆事件对母子企业绩效的影响，得出以下结论：

从市场角度来看，此次分拆上市在短期内为杰瑞股份带来了-2.33%的累计超额收益率，为德石股份带来了0.02%的累计超额收益率；但从长期来看，为杰瑞股份带来了21.28%的BHAR，为德石股份带来了44.30%的BHAR。根据事件研究结果，此次分拆上市事件并没有给母、子企业带来正向的短期市场绩效，但随着德石股份的上市，母子企业在资本市场逐渐获取了合理估值，其市场价值也随之水涨船高，实现了对资源的优化配置，在长期为母子企业带来了积极的市场绩效。

从财务角度来看，该分拆事件对母子企业的财务指标影响不一。杰瑞股份的部分盈利指标虽然有所波动，但指标变动趋势同行业趋势一致。且其表现大都优于行业指标。德石股份分拆上市后，总资产收益率和净资产收益率在分拆前表现优于行业指标，分拆后被反超，由此来看，分拆上市并没有为德石股份带来积极的盈利效应。这主要因为德石股份为避免同业竞争事项，承诺不再从事钻机销售业务，母子企业所属行业原材料成本上升也是其盈利能力下降的原因之一。杰瑞股份和德石股份的产品和服务属于石油天然气设备制造及服务行业范畴，行业的发展及景气程度直接关系到公司所在行业的发展状况，而近年原油天然气价格的波动风险加剧和国际形势的紧张，对开采行业的发展产生的一定的冲击，由此造成整个行业的盈利不景气。分拆上市拓宽了企业的融资途径，由此大大缓解了母子企业的短期偿债压力，使双方能够更加集中于产品与技术的研发与升级，但母子企业双方的长期偿债能力指标表现不佳，然而，相较于行业指标的剧烈波动，杰瑞股份表现出较强的稳定性。母子企业的长期偿债能力较弱主要是因为双方的主营业务在竞争激烈的油服市场上格外重视主营产品研发与创新，分拆上市筹



得资金缓解了资金压力,使其补充流动资金集中于产品与技术的研发与升级,由此,母子企业的长期偿债能力表现不理想。分拆上市并没有提升母子企业的营运能力,这是因为公司应收账款逐年增加的缘故,一方面由于公司销售规模继续扩大,相应的应收账款净额也会有所增加;另一方面公司采取了一定的信用政策,为了实现与客户共同发展,公司根据客户评级,使用担保和抵押的方式,向符合条件的客户给予一定的优惠收款政策。但在长期内给母子企业的成长能力带来了积极的影响,可以看出母子企业有望在未来保持强劲的成长性。通过分拆上市,无论在研发费用、研发人员还是专利申请方面,对母子企业创新研发能力均有不同程度的促进作用,对母公司杰瑞股份创新能力的促进作用大于子公司德石股份。

## 6.2 研究建议

### 6.2.1 对分拆企业的建议

上市公司在分拆旗下子公司上市时要充分认识到分拆上市的风险性,不能仅从市场绩效表现就判断分拆的成功与否,还要分析其财务绩效表现。从文章案例分析来看,分拆上市对企业绩效的影响,分析角度不同,绩效表现不同。因此,上市公司在选择分拆上市时,需要做好充分的市场调研,根据自身的具体经营情况仔细评估分拆动因和分拆上市可以带来的价值,选择合适的分拆方式,把控风险,抓住机遇,避免盲目分拆增加企业的交易成本,造成企业利益受损的局面。

另外,上市公司需要准确评估分拆主体相对于母公司的独立性及其所属行业的发展趋势,如果分拆出去的主体相对于原企业中其他主体独立性较低且行业发展处于下行阶段,那么分拆出去的主体就会因为对母公司的依赖性和行业发展不景气而使分拆的效用大打折扣,进一步导致资源分散和协调困难,不仅不能给企业创造价值,反而使原本的业务协同性在分拆上市后有所削弱,进一步弱化其营运能力,增加经营风险。

最后,分拆上市并非一劳永逸,从德石股份分拆上市的案例可以看出,虽然此次分拆对母子企业的长期市场绩效产生了积极的影响,但其财务指标的表现并不明确,不能仅凭短期市场绩效表现就评判分拆对企业整体的影响,还要综合考量财务表现和管理效率等,对其能否独立经营进行全面客观的评价,规划企业未

来发展战略，采取有效措施，实现子公司长期良好的发展。

### 6.2.2 对投资者的建议

根据上文的论述，可以看出，并不是所有的分拆都能够实现企业绩效创造，对投资者来说，必须认识到，企业价值的创造不仅取决于市场对企业未来发展的期待，还取决于企业自身的经营发展。分拆上市后，投资者可能会在短期内得到市场超额回报，但不能仅凭借短期市场回报就判定投资的成功，同时还要不断关注企业的财务绩效表现和业务经营状况，以及随着市场的发展，企业是否做出了合理的战略调整。分拆上市可以在一定程度上提高企业的价值，但同时也存在着风险，子公司分拆上市后能否在长期内独立经营，公司资产的流失是否会降低其协同性，影响企业经营管理，巨大的交易成本是否会拖累企业的研发创新。

如此种种，投资者必须考虑在子企业在分拆出去后的价值重估和其成长性，不能简单的将分拆上市看做是利好的市场信息，应该结合市场分拆规则行业发展判断其分拆上市的风险性。

### 6.2.2 对监管者的建议

分拆上市的健康发展离不开金融有关部门的监管与分拆制度的逐步完善，因此，监管部门需不断完善与分拆上市相关的法律法规，加强对于分拆上市公司的监管力度，健全分拆上市公司监管体系建设。引导上市公司科学合理的使用分拆上市作为优化资源配置、助力企业成长的手段。保证上市公司与所拆子公司的独立性；严厉打击利用分拆上市进行内幕交易的不法行为。作为市场的监管者，不仅要注册制改革的有效实施保驾护航，还要对分拆上市的规则进行有效分类，参考其他市场的上市条件，适时放款相关企业的市场准入制度，以促进分拆市场的高质量发展，助力企业发展。

此外，监管者还需加强对国内资本市场的监管力度，严格把控分拆企业的信息披露，不断完善信息披露制度，规范资本市场发展，减少金融违法投机行为，切实保障资本市场各参与方的合法权益，为上市公司分拆营造良好的市场环境，促进资本市场健康有序的发展，提高分拆上市公司绩效创造水平。

## 参考文献

- [1] Allen and McConnell. Equity carve outs and managerial discretion [J]. Journal of Finance,1998,53(2):163-186.
- [2] Comment R,Gregg A,Jarrell G. Corporate focus and Stock returns [J]. Journal of Financial Economics,1995,(37):67-87.
- [3] Dasilas A, Leventis S. The performance of European equity carve-outs[J]. Journal of Financial Stability,2018,34:121-135.
- [4] Fakhri M A, Sadalia I, Silalahi A S. Performance analysis of spin-off company stock price in indonesia stock exchange[J].2020,24(1):52-72.
- [5] Fu H..Information asymmetry and the market reaction to equity carve-outs [R] .SSRN,2003.
- [6] Hall B H, Lotti F, Mairesse J. Evidence on the impact of R&D and ICT investments on innovation and productivity in Italian firms[J]. Economics of Innovation and New Technology,2013,22(3):300-328.
- [7] Hand and Skantz. The market-timing characteristics of equity carve-outs. Unpublished working paper, 1999, UNC Chapel Hill.
- [8] Kalanoski N, Svederberg S. Creating value through spin-offs: evidence from Europe [J].2020.
- [9] Koo H. The role of cooperative R&D and intangible assets in innovation and corporate performance of R&D investment in manufacturing sectors[J]. Journal of the Society of Korea Industrial and Systems Engineering,2020,43(1):79-86.
- [10] Lane Daley,Vikas Mehrotra.Corporate focus and value creation evidence from spin offs[J].Journal of Financial Economics,1997,45(2):257-281.
- [11]Madura J, Nixon T D. The long-term performance of parent and units following equity carve-out [J]. Applied Financial Economics.2002(3):171-181.
- [12]Manuel Rico, Naresh R. Pandit, Francisco Puig. SME insolvency, bankruptcy, and survival: an examination of retrenchment strategies [J]. Small Business

- Economics,2021(57):111-126.
- [13]Marco Pagano, Fabio Panetta.Why do companies go Public?An empirical analysis[J].The Journal of Finance,1998,53(1):27-64.
- [14]Meyer, Milgrom and Roberts. Organizational prospects,influence costs, and ownership changes [J].Journal of Economics and Management Strategy,1992,1:9-35.
- [15]Michael Cooney. IBM set to spin-off managed service business to focus on hybrid cloud [J]. Network World (Online),2020.
- [16]Minour Otsubo. Value creation from financing in equity carve-outs: Evidence from Japan[J]. Journal of Economic sand Business,2013,68.
- [17]Sebastien Dereepera,Asad Iqbal Mashwani.Equity carve-outs, divergence of beliefs and analysts following[J].Research in International Business and Finance,2018,(43):58-67.
- [18]Thomas H. Thompson. An examination of the liquidity of equity carve-out parents [J]. Journal of Economics and Finance,2021,45(01):1-18.
- [19]Valeriya Vitkova, Siyang Tian,Sudi Sudarsanam . Allocative efficiency of internal capital markets:Evidence from equity carve-outs by diversified firms[J].International Review of Financial Analysis,2023(3):86.
- [20]鲍春莉,何萱. “A拆A”上市进展及对策分析[J].企业管理,2022,(04):57-61.
- [21]蔡贵龙,张亚楠,徐悦等.投资者—上市公司互动与资本市场资源配置效率——基于权益资本成本的经验证据[J].管理世界,2022,38(08):199-217.
- [22]陈明晖,曾爱民,王竹青.1+12: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.
- [23]陈小梅,吴小节,汪秀琼等.中国企业逆向跨国并购整合过程的质性元分析研究[J].管理世界,2021,37(11):159-183+11-15.
- [24]陈肖白. 中海物业分拆上市案例研究[D].兰州大学,2018.
- [25]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.
- [26]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.

- [27]何璐伶.中国铁建分拆上市路径选择及市场反应研究[J].商业会计,2019,(06):23-28.
- [28]贺立龙,石佳欣. 管理层股权激励对实体企业金融化的影响研究[J].会计研究,2022,(07):107-122.
- [29]黄俊,陈良银,陈信元. 科创板注册制改革与公司盈余管理[J].会计研究,2023,(02):42-51.
- [30]姜富伟,丁慧,靳馥境. 参照点效应、公司治理与上市公司财务重述[J].经济研究,2023,58(10):191-208.
- [31]赖黎,蓝春丹,秦明春. 市场化改革提升了定价效率吗?——来自注册制的证据[J].管理世界,2022,38(04):172-184+199+185-190.
- [32]李博文,陆正飞. 股权激励工具选择的自利性问题——来自A股上市公司执行董事获授权益的证据[J].经济研究,2023,58(12):113-131.
- [33]李复琛.分拆上市对企业价值的创造[J].对外经贸,2017,(10):137-138.
- [34]李晶晶,郭颖文,魏明海. 事与愿违:并购业绩承诺为何加剧股价暴跌风险?[J].会计研究,2020,(04):37-44.
- [35]李钧,柳志娣,王振源.管理层能力对企业创新绩效的影响研究——产权性质与产品市场竞争的调节作用[J].华东经济管理,2020,34(06):47-55.
- [36]李善民,杨若明,杨楠. 重大资产重组核准制效果研究[J].金融研究,2022,(07):190-206.
- [37]李松楠,刘玉珍,胡聪慧. 价格笼子、流动性与价格发现效率——基于创业板注册制改革的证据[J].管理世界,2023,39(03):49-62.
- [38]李晓溪,杨国超,饶品贵. 交易所问询函有监管作用吗?——基于并购重组报告书的文本分析[J].经济研究,2019,54(05):181-198.
- [39]李昕子.上市公司分拆上市的动因及影响研究[J].中国商界,2023,(03):155-157.
- [40]梁上坤,赵刚,王玉涛.会计信息透明度会影响银行借款契约吗?[J]中国会计评论,2013,11,(4):457-490.
- [41]林旭东,唐明琴,程林,聂永华.分拆上市的价值创造:来自中国市场的实证研究[J].南方经济,2015,(07):47-60.
- [42]刘熙龙.华邦健康分拆上市动因及绩效研究[J].现代营销(下旬刊),2022,(10):35-37.

- [43] 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.
- [44] 潘红波,周颖.财务风险控制影响高管薪酬吗——来自中国A股上市公司的经验证据[J].会计研究,2023,(08):73-87.
- [45] 沈红波,王悦,顾舒雯.企业集团的管理层激励与分拆上市——基于腾讯分拆阅文的案例研究[J].管理会计研究,2020,3(Z1):34-51,133.
- [46] 王化成,王芃芃,孙昌玲等.中国上市公司核心竞争力信息披露:现状、问题与改进建议[J].会计研究,2022,(08):14-29.
- [47] 王佳.注册制下完善A股分拆上市对策研究[J].西南金融,2020,(04):55-64.
- [48] 王新红,薛焕霞.创业板分拆上市公司经营绩效评价研究[J].财会通讯,2014,(09):29-31+35.
- [49] 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.
- [50] 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.
- [51] 王知一.医药企业选择分拆上市动因分析[J].合作经济与科技,2021,(03):66-67.
- [52] 魏春燕.创业板公司股权激励的影响因素研究[J].会计研究,2019,(07):51-58.
- [53] 魏聪,鲍在山.企业分拆上市动因及经济后果探析——以威胜信息分拆上市为例[J].中国农业会计,2021(9):82-83.
- [54] 温素彬,张金泉,焦然.智能制造、市场化程度与企业运营效率——基于A股制造业上市公司年报的文本分析[J].会计研究,2022,(11):102-117.
- [55] 肖爱晶,耿辉建.企业分拆上市的动因及绩效研究[J].财会通讯,2019,(11):52-56.
- [56] 胥朝阳,赵晓阳,王晨晨.研发投入、融资约束与企业绩效——基于战略性新兴产业A股上市公司的经验证据[J].哈尔滨商业大学学报(社会科学版),2018,(06):89-100.
- [57] 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.
- [58] 许浩然,张雯,杨宜玮.分析师跟踪、审计任期与审计质量[J].现代管理科学,2016(7):51-53.

- [59]杨威,赵仲匡,宋敏. 多元化并购溢价与企业转型[J].金融研究,2019,(05):115-131.
- [60]余渡,逯东,杨丹. 企业创新与原始股激励——基于创业板上市公司的经验证据[J].会计研究,2021,(12):136-148
- [61]袁晓燕.基于因子分析法的分拆上市公司绩效评价[J].开发研究,2010,(03):121-124.
- [62]张榕.我国上市公司分拆上市的动机、表现及影响分析[J].市场周刊(理论研究),2013,(05):7-8.
- [63]赵慧芬,卢继科. 上市公司分拆所属子公司上市的路径思考——基于辽宁成大分拆成大生物的案例分析[J]. 河南工业大学学报(社会科学版),2021,37(05):26-34+120.
- [64]赵霞. 分拆上市能否创造价值? ——基于用友网络分拆畅捷通上市的案例[J].财会通讯,2020,(16):98-102.
- [65]钟炳贤.新能源企业分拆上市动因及价值研究[J].中国总会计师,2020,(11):65-67.

## 后 记

研究生三年，疫情占去一半时间，回首来路，颇多不易。

桃李不言，下自成蹊。能够成为刘志军教授的弟子，是我在读研期间最幸运的事情，非常感谢导师对我一直以来的教导与关照。同时感谢兰州财经大学给予我继续求学的平台，感谢研究生院所有任课老师们的言传身教，师恩难忘，铭记于心。

舐犊情深，感激涕零。感谢父母，一切尽在不言中。

山水一程，三生有幸。非常开心可以遇见我室友们，感谢她们对我的照顾。

来日方长，未来可期。非常有幸能够遇见一些志趣相投的好朋友。

道阻且长，行则将至。致自己。