

分类号：
学 号：20192216023

密 级：公开
单位代码：10759

石河子大学

硕 士 学 位 论 文



新疆火炬转板上市财务绩效研究

学 位 申 请 人	马 珍
指 导 教 师	王生年 教授
申 请 学 位 类 别	专业硕士
专 业 名 称	工商管理
研 究 领 域	会计与财务管理
所 在 学 院	经济与管理学院

中国·新疆·石河子

2022 年 5 月

分类号：
学 号：20192216023

密 级：公开
单位代码：10759

石河子大学

硕 士 学 位 论 文



新疆火炬转板上市财务绩效研究

学 位 申 请 人	马 珍
指 导 教 师	王生年 教授
申 请 学 位 类 别	专业硕士
专 业 名 称	工商管理
研 究 领 域	会计与财务管理
所 在 学 院	经济与管理学院

中国·新疆·石河子

2022 年 5 月

**Research on Financial Performance of Xinjiang Torch
Transfer board Listing**

A Dissertation Submitted to

Shihezi University

In Partial Fulfillment of the Requirements

for the Degree of

Master of Business Management

By

Ma zhen


Dissertation Supervisor: Prof. Wang Sheng-nian

May, 2022

石河子大学学位论文独创性声明及使用授权声明

学位论文独创性声明


本人所提交的学位论文是在我导师的指导下进行的研究工作及取得的研究成果。据我所知，除文中已经注明引用的内容外，本论文不包含其他个人已经发表或撰写过的研究成果。对本文的研究做出重要贡献的个人和集体，均已在文中作了明确的说明并表示谢意。

研究生签名： 


时间： 2022 年 5 月 30 日

使用授权声明

本人完全了解石河子大学有关保留、使用学位论文的规定，学校有权保留学位论文并向国家主管部门或指定机构送交论文的电子版和纸质版。有权将学位论文在学校图书馆保存并允许被查阅。有权自行或许可他人将学位论文编入有关数据库提供检索服务。有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

研究生签名： 

时间：2022 年 5 月 30 日

导师签名： 

时间：2022 年 5 月 31 日

摘要

随着新三板市场改革的各项制度和举措逐步落地，它的融资功能被进一步激活，各省都在积极加快推进中小企业挂牌新三板。同时，新三板市场中实力较强的企业资金需求迫切，会寻求进入更高层次的融资平台，转板需求较为强烈，《证券法》也为新三板企业申请转板上市提供了法律依据。为进一步推动新三板优质企业转板上市，各地都在积极推动新三板公司公开发行股份并挂牌精选层。整体来看，新三板企业谋求主板上市俨然已经成为我国资本市场的一种新趋势。由此带来一个值得思考的问题：新三板市场的企业热衷于转板上市，是为了提高股票交易的流动性、改善企业形象和增强企业融资能力，还是通过转板上市发行套现，以实现股东利益最大化？因此，考察新三板企业在转板上市后的财务绩效和价值创造能力是否有实质性提高，具有重要的理论与实践意义。

本文以新疆火炬燃气股份有限公司为案例研究对象，首先对新疆火炬的企业概况和转板上市历程进行了详细介绍，并重点对转板上市后新疆火炬产生的主要影响进行了分析；其次根据 wind 数据库相关数据指标和公司 7 年来的年度报告，从盈利能力、营运能力、偿债能力和成长能力四个方面对新疆火炬转板上市前后的财务绩效变动情况进行了分析；最后结合新疆火炬转板上市产生的影响和财务绩效变动情况，分析得出新疆火炬转板上市后财务绩效存在的问题，并进一步针对存在的问题提出了相应的改进建议。本文主要的研究目的，一是为新疆火炬提出提升财务绩效的相关针对性建议，二是希望给后续其他从新三板市场转板上市的企业，在保持和提升经营业绩和价值创造能力方面提供一定的借鉴与启示。

本文研究的主要结论：（1）新疆火炬转板上市后财务绩效整体有所改善，其中，偿债能力、营运能力和成长能力均有一定的改善，但受市场竞争、疫情等因素的影响盈利能力没有得到提升；（2）转板上市对新疆火炬产生了五方面的影响，包括内部管理机制不断完善、融资规模和融资结构改善、经营规模和市场范围迅速扩大、客户集中度提升和价值链管理改善，这些影响都促进了新疆火炬的财务绩效的提升；（3）新疆火炬在转板上市后仍然存在经营业务较为单一、销售毛利率持续下行、资产负债率过低和应收账款周转率持续较低等问题，建议通过加大业务拓展力度、提升业务盈利水平、调整企业融资结构和加强应收账款管理等措施进一步提升其财务绩效，充分发挥转板上市为公司带来的发展机遇。

关键词：财务绩效；转板上市；新疆火炬

Abstract

With the gradual landing of various systems and measures of the new third board market reform, its financing function has been further activated, and all provinces are actively accelerating the listing of small and medium-sized enterprises. At the same time, the strong enterprises in the new third board market have an urgent demand for funds and will seek to enter a higher-level financing platform. The Securities Law also provides a legal basis for the new third board enterprises to apply for transfer listing. In order to further promote the new third board high-quality enterprises to be listed on the board, all localities are actively promoting the new third board company to publicly issue shares and list selected layers. On the whole, the new third board enterprises to seek the main board listing has become a new trend in China's capital market. This leads to a question worth thinking about: are the enterprises in the new third board market keen to be listed on the transfer board, in order to improve the liquidity of stock trading, improve the corporate image and enhance the ability of corporate financing, or to cash out through the listing of the new third board? to maximize the interests of shareholders? Therefore, it is of great theoretical and practical significance to investigate whether there is a substantial improvement in the financial performance and value creation ability of the new third board enterprises after listing.

Taking Xinjiang Torch Gas Co., Ltd. as the case study object, this thesis first introduces in detail the general situation of Xinjiang Torch and the process of transfer board listing, and focuses on the analysis of the main influence of Xinjiang Torch after transfer board listing. Secondly, according to the relevant data indicators of wind database and the company's annual report in the past seven years, this thesis analyzes the changes of financial performance before and after the listing of Xinjiang Torch transfer Board from four aspects: profitability, operating ability, solvency and growth ability. Finally, combined with the impact of Xinjiang torch transfer board listing and the changes of financial performance, this thesis analyzes the existing problems of financial performance after Xinjiang torch transfer board listing, and further puts forward corresponding improvement suggestions for the existing problems. The main purpose of this thesis is, first, to put forward relevant suggestions for Xinjiang Torch to improve financial performance, and second, to provide some reference and inspiration for other enterprises listed on the new third board market to maintain and enhance business performance and value creation ability.

The main conclusions of this thesis are as follows: (1) the overall financial performance has been improved after the listing of Xinjiang Torch transfer Board, in which the solvency, operation ability and growth ability have been improved to a certain extent. however, the profitability has not been improved due to market competition, epidemic and other factors. (2) the turnaround listing has had an impact on Xinjiang Torch in five aspects, including the continuous improvement of internal management mechanism, the improvement of financing scale and financing structure, the rapid expansion of operation scale and market scope, the increase of customer concentration and the improvement of value chain management. these effects have promoted the improvement of the financial performance of Xinjiang Torch. (3) after the transfer board listing, Xinjiang Torch still has some problems, such as relatively single business, continuous downward gross profit margin, low asset-liability ratio and low turnover rate of accounts receivable. It is suggested to further improve its financial performance by increasing business expansion, improving business profitability, adjusting enterprise financing structure and strengthening accounts receivable management, so as to give full play to the development opportunities brought by changing board listing.

Key words: Financial performance; Transfer board ; Xinjiang Torch

目 录

第 1 章 绪论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 文献综述	3
1.2.1 公司转板制度研究	3
1.2.2 公司转板效果研究	4
1.2.3 公司绩效影响因素	5
1.2.4 文献评述	6
1.3 研究内容与框架	6
1.3.1 研究内容	6
1.3.2 研究框架	7
1.4 研究思路与方法	8
1.4.1 研究思路	8
1.4.2 研究方法	9
1.5 本文的研究特色	9
第 2 章 理论基础与制度背景	10
2.1 概念界定	10
2.1.1 转板上市	10
2.1.2 财务绩效	10
2.2 理论基础	10
2.2.1 信息不对称理论	11
2.2.2 委托代理理论	11
2.2.3 融资约束理论	11
2.3 制度背景	12
2.3.1 转板制度演进	12
2.3.2 转板企业情况	13
第 3 章 新疆火炬转板上市案例介绍	144
3.1 新疆火炬概况	144
3.1.1 公司简介	144

3.1.2 股权结构	144
3.1.3 组织机构	155
3.1.4 经营情况	155
3.2 新疆火炬转板历程	177
3.2.1 获 IPO 绿色通道资格申请上市	177
3.2.2 首发申请暂缓表决后更新调整财报	188
3.2.3 首发申请二次表决获通过	188
3.3 转板上市对新疆火炬的影响	19
3.3.1 融资规模和融资结构改善	19
3.3.2 经营和市场规模扩大	211
3.3.3 公司治理水平提升	233
3.3.4 客户集中度提升	255
3.3.5 价值链管理部分改善	266
第 4 章 新疆火炬转板上市后的财务绩效分析	288
4.1 新疆火炬转板上市财务绩效变化	288
4.1.1 盈利能力有所下降	288
4.1.2 营运能力趋势向好	29
4.1.3 偿债能力明显增强	300
4.1.4 成长能力有所改善	322
4.2 新疆火炬转板上市财务绩效比较	334
4.2.1 行业比较分析	344
4.2.2 公司比较分析	356
4.3 新疆火炬转板上市财务绩效存在的问题	39
4.3.1 经营业务较为单一	39
4.3.2 销售毛利率持续下行	390
4.3.3 资产负债率过低	411
4.3.4 应收账款周转率持续较低	422
第 5 章 新疆火炬转板上市后财务绩效的改进建议	444
5.1 提升多元化经营能力	444
5.1.1 巩固天然气销售区域龙头地位	444
5.1.2 推广天然气应用领域和场景	444
5.1.3 加大多样化业务拓展力度	444
5.1.4 加强大客户关系维护	444
5.2 提升业务盈利水平	455

5.2.1 提升主营业务毛利率	455
5.2.2 提升成本管理水平	455
5.2.3 加强企业人才队伍建设	455
5.3 调整企业融资结构	466
5.3.1 适当提升债务融资比率	466
5.3.2 提升企业内源融资效率	466
5.4 加强应收账款管理	466
5.4.1 针对不同客户制定合适的赊销范围	466
5.4.2 加强应收账款的日常管理	477
5.4.3 将应收账款管理纳入企业绩效评价体系	477
第 6 章 结论与不足	488
6.1 主要结论	488
6.2 不足与展望	49
参考文献	500
致 谢	533
作 者 简 介	544

第1章 绪论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

与国外发达国家和地区相对比,我国的资本市场的发展开始较晚,不过随着不断的发展和改革,我国已经逐渐形成了主板(含中小板)、创业板(二板)、全国中小企业股份转让系统(新三板)、区域性股权交易市场的多层次资本市场体系。其中,新三板市场作为场外市场的一部分,是场内市场的必要补充,与场内的主板市场相比,它的准入门槛和成本相对更低、挂牌难度相对容易。因此,很多需要大量发展资金的新兴高技术企业,在未达到A股场内市场上市条件时,一般会先申请在新三板市场挂牌,以获得首笔融资。自2013年12月底以来,新三板市场发展逐步壮大,获得了大量中小企业的支持,全国股转中心数据显示,截至2021年12月31日,挂牌新三板市场的企业有6932家,总股本为4596.60亿股,总市值为2.28万亿元^①。新三板市场规模在2015年-2017年中经历了“扩容”过程,2017年以后又经历了从1万家到7000家的“收缩”过程,新三板已经完成从“0”到“1”的步骤。新三板市场发展到现在,经历了一轮牛熊转换,已从过去“十三五”时期的增量改革进入到“十四五”阶段的深化改革阶段,将更加关注挂牌企业的质量。同时,在新三板市场挂牌的企业之间,经济实力的差异也较大,其中,部分具有一定实力的企业,转板需求相应地也更加强烈,会积极追求进入更高层次的融资平台。同时,制度保障层面来看,《证券法》为新三板企业能够申请转板上市,提供了制度依据。因此在新三板市场中,始终有部分发展较为优质的企业在寻求通过转板实现挂牌主板市场。

近年来,通过新三板转板上市的公司数量不断增加,2017年成功转板的企业为18家,2018年成功转板的企业为23家,2019年成功转板的企业为56家,截至2020年11月,2020年共有136家新三板企业转板过会,成功转板的公司呈不断增加的趋势。与此同时,我国也在不断完善新三板转板机制建设,2019年2月中央和国务院办公厅印发《关于加强金融服务民营企业的若干意见》,提出推动新三板发行和交易制度机制的改革,让新三板市场切实服务于满足创新型中小微民营企业的融资需求;2019年12月,中央经济工作会议确定,稳步推进新三板改革,并陆续发布实施全面深化新三板改革有关的业务规则;2020年6月3日,证监会发布关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板

^① 数据来源于《全国中小企业股份转让系统2021年市场统计快报》。

上市的指导意见,标志着新三板转板制度的正式落地;2020年11月27日,沪深交易所就全国中小企业股份转让系统挂牌公司向上交所科创板、深交所创业板转板上市办法公开征求意见,对三板市场企业转板上市的条件要求、审核机制、上市安排和自律监管等事项进行了明确规定。随着新三板改革举措逐步落地,新三板融资功能进一步激活,新疆自治区也积极加快推进中小企业挂牌新三板。2020年3月,新疆证监局发布《新疆证监局关于启动辖区新三板挂牌公司公开发行辅导监管工作的通知》,表示将积极推动新三板挂牌公司公开发行股份并挂牌精选层。新三板企业纷纷谋求主板上市俨然已经成为我国资本市场的一种潮流趋势,企业纷纷希望实现转板上市是基于提高股票流动性、增强融资能力和改善企业形象等目的,但最终目标仍然还是提高公司业绩、实现股东的利益最大化。因此,企业在转板上市后经营业绩和财务绩效能否提高受到很多企业和市场的关注。

新疆火炬燃气股份有限公司成立于2003年4月23日,前身为喀什火炬燃气有限责任公司,于2014年9月19日完成股份制改造,成立股份有限公司。2015年3月11日,新疆火炬在新三板挂牌;2018年1月3日,公司经中国证监会批准后,在上海证券交易所主板挂牌上市(证券简称:新疆火炬,证券代码:603080)。公司注册资本14150万元,具备城市管道天然气特许经营权、和经营天然气安装业务的相关资质,主要的经营业务是城市管道的燃气供应,以及为居民、企业等天然气用户进行燃气设施设备的安装服务。自转板上市A股市场以来,新疆火炬确立了以城市燃气为经营中心,同时多元化发展的产业发展格局,已形成了8个市县城市燃气为核心业务,汽车租赁、城市供热为辅的业务板块。截至2020年12月31日,新疆火炬总资产为184643.31万元,同比增长12.57%,净资产为119666.92万元,同比增长5.23%;2020全年实现营业收入67732.41万元,比上年同期增长18.06%;实现归属于公司股东的扣除非经常性损益的净利润8155.94万元,比上年同期减少23.05%,实现归属上市公司股东净利润7414.52万元,同比下降14.8%;实现每股收益0.52元。根据公司年报数据分析可知,新疆火炬转板上市后虽然总资产、营业收入不断增长,但也存在一定的问题,如净利润在转板上市的第二年和第三年连续出现负增长、净资产收益率由2017年的17.56%下降到2020年的6.32%。为进一步研究企业转板上市后的财务绩效情况,本文以新疆火炬为例,根据其相关年报数据和经营情况,对其转板后的财务绩效变化及其影响因素进行深入探讨,以期新疆火炬提出进一步提高财务绩效的改进措施和建议,并给今后其他新三板市场的转板上市企业在经营业绩和财务绩效方面的启示。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义。转板上市对企业经营和财务绩效的影响是理论界多年以来一直研究的课题,在资本市场互联互通机制日益完善的背景下,对其研究的意义开始变得愈发

重要。本文希望能够在众多前人理论和实证研究的基础之上,进一步地对研究思路和方法进行拓展,为他人研究此类问题提供一些思路和借鉴。特别是本文以新疆自治区转板公司新疆火炬为例,对其转板后的经营状况和财务绩效进行深入研究和对比分析,丰富了相关问题的研究。

(2) 现实意义。本文选取实现成功转板上市的案例企业新疆火炬,通过分析转板上市对其产生的影响,进而探讨其转板上市财务绩效的变动情况,进一步地分析其财务绩效在转板上市后在业务经营和财务绩效方面存在的不足,并提出改进的建议。同时,也为其他后续的转板上市企业提供一定的提高财务绩效的启示。此外,本文运用传统的财务指标分析法分析了企业转板转板上市的经营业绩和财务绩效变动情况,可以为投资者识别转板上市企业的经营和财务状况提供更加准确有效的分析方法和思路,以帮助其做出较为合理的投资决策。

1.2 文献综述

1.2.1 公司转板制度研究

Elysiyani、Hauser (2000) 的研究表明,企业转板可以提高其股票的流动性,在选择 1971 年至 1994 年间从纳斯达克 (NASDAQ) 到纽约证券交易所 (New York Stock Exchange) 的 895 家公司样本的基础上,研究转板前后的市场深度,结果表明转板可以提高流动性。George 等 (2009) 发现,1996 年纳斯达克市场改革后,上市后的经营业绩有所改善。这些改革削弱了纽约交易所在降低流动性成本方面的优势,从而降低了上市变更决策中机会主义时机的重要性。狄芊芊 (2013) 分析了新三板市场的现状及国外相关经验和做法,认为新三板市场的“介绍上市”是建立合理有效的多层次资本市场的重要措施,但应当加强相关的制度建设和监管配套。朱小波 (2014) 以新三板市场挂牌的企业向创业板转让证券控制技术为案例进行了研究,认为减少企业转板的时间、节省转板的成本,应建立一个分层次的、高效的转板上市机制。史鑫、陈新 (2015) 用齐鲁证券交易中心的八家企业作为案例,分析研究了转板上市企业规范的公司治理取向和成长性,并提出了相关的政策建议。胡海峰等 (2014) 在借鉴前人学者研究的基础上,进一步对多层次资本市场中企业的融资与转板决策进行了实证研究,认为在多层次资本市场中,不同市场带来的市场关注度和流动性回报是企业考虑是否转板的主要因素。刘平安 (2017) 认为,顺畅的退出机制有利于吸引大量机构投资者进入新三板市场,实施“转板”制度已成为提高市场流动性的突破口。吴中超、靳静 (2017) 分析了新三板市场近十年的发展历程和现状,进而分析了整个新三板市场的发展特点,同时就近年来新三板市场发展过程中表现出的问题,提出了有针对性的监管对策和建议,并展望了新

三板市场的发展特点和未来发展趋势。罗党论等（2019）通过对非上市企业的融资效率和估值的研究发现，上市监管产生的反作用效果明显。因此，在推进全面注册制改革、提高企业直接融资效率、全面发展多层次资本市场的同时，还必须确保各层次市场之间的机制畅通。孙天怡（2021）分析了近年来新三板上市的现状和困难，并结合新三板在发达资本市场上上市的经验，提出了相关的政策和建议。

1.2.2 公司转板效果研究

国外文献对公司变更后市场反应的研究主要体现在公司股价、市值和股票收益率的变化方面。Macklin（1987）通过研究发现，当一家公司宣布将转板升级至更高层次的资本市场的决定时，其股票价格将迅速做出正向反馈，但是在真正实现转板之后，股票价格将很快会再次下跌。Baker、Edelman（1992）选择了72家在1982年至1989年间从美国证券交易所转移到纽约证券交易所的公司，采用事件研究法后，他们发现公司股价会在宣布转板的当日产生显著的正效应，而股票交易量较小的个别股票的正效应更为明显。Dharan、Ikenberry（1995）发现，从1962年一直到1990年的近三十年期间，从美国证券交易所转板到纽约证券交易所的公司普遍表现出了一定的疲软。Yingmei（2005）研究了1973年到1999年从纳斯达克转板到纽约证券交易所、或者是从美国运通证券交易所和美国证券交易所转板到纽约证券交易所的2103家上市企业，分析得出转板企业没有出现业绩变差的情况，公司的股东普遍能够从其转板的行为中获得一定的利益。Kedia（2010）对转板后的企业的一系列债务、股权和并购问题进行的分析研究，最终得出转板企业的债权和股权问题普遍较多，而企业选择进行转板的目的也并不单一，这与其他重要目标有关。Jong-Ho Park等（2016）研究了转板上市公司是否真的优化了财务结构或改善了经营业绩，但研究结果与三年前完全不同，他们发现这些公司在登陆主板后的经营业绩比上市前差或大致相同。

尹中立（2013）发现，中集集团从B股市场转板上市至港交所H股市场后，由于两个市场的股票估值体系不同，产生了较大的溢价。史鑫、陈新岗（2015）从公司治理和成长方向两个方面，分析了8家成功转板的新三板企业，找出了可能存在的问题，并提出了一些有针对性的建议。胡玉珊（2018）用华宇软件作为案例，以2009年至2015年发布的年报数据为基础，从公司转型成功后的业绩入手。结果显示，董事会成功换届后，公司的成长能力、偿债能力、盈利能力和价值创造能力均有一定程度提升，仅营运能力略有下降。李金甜等（2019）基于2016-2017年新三板上市公司的数据发现，公司的流动性、交易规模和股票估值都有较大改善，这印证了一些新三板公司基于流动性和资本市场估值而选择进入更高层次的资本市场。邹政（2020）以合纵科技作为案例研究对象，运用杜邦体系和经济增加值的分析方法，对案例企业转板上市前后的财务绩效进行了比较研究，最终得出虽然转板上市可以提高企业的融资能力、对外知名度和自身股

票的流动性，但却不一定可以促进企业财务业绩的提升。贺卓玛（2021）以光莆股份作为研究对象，分析了光莆股份在创业板上市后的财务绩效和股票流动性情况，希望为其他有意转板上市的企业提供一定的借鉴和启示。黄晓红等（2021）以新三板企业金力永磁作为研究案例分析其转板上市的财务效应，认为金力永磁在转板上市后通过拓宽融资渠道支持了经营业务的进步，有效提升了财务效应。

1.2.3 公司绩效影响因素

Jane Raung（2003）讨论了企业在上市后存在业绩不佳问题的原因，提出了在1990年至1997年公司从纳斯达克交易所（NASDAQ）转板至纽约证券交易所、或者美国证券交易所和美国证券交易所转板至纽约证券交易所之前是否有盈余管理的问题，其研究分析得出，企业管理层为实现企业的成功转板，会对企业利润进行操纵，且转板前可控性流动应计项目与转板后的股票收益呈负相关。Maury、Pajuste（2005）将企业单个最大股东与其他所有股东的持股比例作为股权制衡的指标，分析发现股权制衡的有效性对企业的经营和财务绩效具有较为明显的正向作用。Chau-Chen等（2008）研究了从1992年到2002年从纳斯达克到纽约证券交易所的投资现金流敏感性的变化，通过分析得出企业在转板后投资现金流的敏感性会显著降低，对内部融资的依赖程度也会降低，将更加容易获取到外部的融资，降低外部融资的成本，因此转板对企业是有一定积极效益的。Aza Azlina（2012）对企业的资本结构决策、董事会决策过程和财务绩效之间的关系进行了研究，分析结果表明企业资本结构决策和董事会决策对其财务绩效有着较为积极的正向影响。Shik Eom等（2013）选取了若干家成功从新市场（Kosdaq）转到主板（KOSPI）上市的韩国公司，分析其是否经历了与交易相关的市场质量的改善，发现在转板后与交易相关的市场质量有所恶化。Sukhpreet（2018）通过研究发现，印度企业的社会责任是改善当地服务业财务绩效的主要关注领域。

蒋琰、茅宁（2008）在研究资本对企业价值的贡献程度的基础上，得出整合的智力资本能够最有效地发挥价值创造的作用，因此企业应当增加对智力资本方面的投入。王伟（2010）以海尔集团作为研究案例，深入分析其财务绩效状况并测算其近10年来财务绩效的动态变化过程，最后针对发现的问题提出了海尔集团应高度重视不断提高竞争力的建议。刘林、倪玉娟（2012）对创业板市场企业股票流动性、市场关注度与企业转板选择之间的关系进行了分析，最终分析结果得出从创业板市场转板至主板市场与提升企业的股票流动性、市场知名度的相关关系并不大。付思琼、郑洋（2015）以西安民生集团股份有限公司作为分析案例，对其财务体系进行了较为全面和深入的分析评价，并根据相关的指标体系计算得出结果。从而使集团管理者可以根据评估结果调整公司的治理和经营结构，更加及时准确地了解公司情况，以做出正确合理的管理决策。黄俊夫（2017）通过对案例企业东土科技财务绩效的分析，发现转板后的东土科技存在一些问

题,包括营业外收入比重过大、投资项目的经济效应没有达到预期等问题,建议通过提高主营业务能力、优化资产配置、充分利用股权资金等方式提升其财务绩效。金奕彤(2019)通过对大量转板上市成功企业的案例进行研究,发现转板行为本身并不有利于企业绩效的提高,企业发展的真正动力在于企业管理水平、管理水平、治理结构、内部控制能力等因素。孙盼盼(2020)分析了三星新材料从新三板到主板的全过程,总结了三星新材料从新三板到主板对公司财务业绩的影响,希望能为未来计划在新三板上市的企业提供参考经验。苏美玲(2020)认为,行业发展前景和市场竞争能力是转板企业保持运营效率的关键因素,而管理层的素质将决定企业未来的成长空间。

1.2.4 文献评述

在综合阅读国内外相关的文献内容的基础上,可以发现,当前全球各个国家和地区的研究者们都对企业转板上市方面的问题进行了比较全面的研究,涉及内容包括常规的理论性研究,还有相关的实践性探索分析。国外相关研究主要包含以下两个方面:一是从企业在转板上市后的市场反应的角度出发,对企业转板上市前后的股价、市场价值波动等方面情况进行对比分析;二是从企业转板上市后财务绩效变化的角度出发,对企业在转板前后的股东权益、债券的变化以及企业财务和经济效益的变化进行对比研究。国内相关研究主要聚焦于证券市场转板机制,通过对企业的股权结构、融资情况等方面分析企业在转板上市前后各方面的变化,主要包含以下两个方面:一是随着新三板市场发展规模日益壮大,分析我国多层次资本市场之间的转板机制,分析转板机制的作用意义、存在的不足等,并提出相应的改进措施和建议;二是通过实证或案例研究的方式,从转板问题的不同角度和层次入手,对转板企业的市场关注度、成长性、股权结构、融资结构等方面研究企业的转板相关问题。总结来说,对企业转板上市问题的研究越来越多,已趋向于将理论与实际进行结合,在企业转板机制建设的大背景基础上探索研究其实际情况。

目前,在新三板市场改革不断推进、转板制度不断完善的大背景下,探究企业转板上市之后财务绩效的变动情况及其影响因素越来越重要。随着我国资本市场机制的不断健全和完善,新三板市场企业转板上市的相关机制也逐步规范化,今后转板上市成功的企业将不断增加。本文将在综合国内外相关理论和实证研究的基础上,以转板上市对企业经营等策略的影响以及财务绩效变动情况的视角进行研究和分析,希望通过借此为其他相关企业遇到类似问题时,起到一定的借鉴和参考作用。

1.3 研究内容与框架

1.3.1 研究内容

本研究将以新疆自治区转板企业新疆火炬为例，通过分析转板上市对其产生的影响，及其在价值创造和财务绩效方面存在的改进与不足，为其提升绩效提供一定的建议，并为后续新三板转板企业如何保持和提高财务绩效提供借鉴意义。同时，本文运用了传统的财务指标分析法对转板上市企业的经营状况和财务绩效进行了研究，为投资者更加有效和准确地识别企业转板后的财务状况和价值创造能力提供分析方法和思路，帮助其得出更加正确的投资决策。

1.3.2 研究框架

本文共分为五章，具体内容如下：

第一章 绪论。简要概括本文的选题背景和意义，自然引出本文研究的主要论题，并从四个方面分国内外对相关的研究文献进行汇总梳理和评述，同时介绍本文的主要研究内容和框架结构，在此基础上说明研究思路和主要方法，并简要点出本文的研究特色。

第二章 理论基础与制度背景。简要介绍新三板企业转板上市的定义、企业财务绩效分析的定义及评价体系、新三板公司转板上市和财务绩效衡量方法的相关理论。概述我国多层次资本市场发展和演进的历程，并介绍已通过新三板转板上市机制成功上市的企业的大致情况。

第三章 新疆火炬转板上市案例介绍。简要介绍案例企业新疆火炬的概况，包括公司简介、股权结构、组织结构和经营状况等方面，并对其转板历程按照时间线进行梳理和说明。最后，针对转板上市对新疆火炬产生的影响进行分析，主要从融资规模和融资结构、改善、经营和市场规模扩大、股权结构和治理机制更加完善等方面说明。

第四章 新疆火炬转板上市财务绩效分析。首先，用传统的财务指标分析法，对新疆火炬转板上市前后的财务绩效变动情况进行了分析。进一步地，将其转板上市后的财务绩效与同行业平均水平以及同期转板的公司江苏新能进行了横向的比较分析。最后，分析得出新疆火炬转板上市后财务绩效存在的四点问题。

第五章 新疆火炬转板上市财务绩效改进建议。结合新疆火炬转板上市后财务绩效存在的不足，针对性提出相应的改进措施。针对新疆火炬存在的经营业务单一、盈利能力下降等问题，提出多元化拓展业务等改进建议。

第六章 结论与展望。在前文分析的基础上，总结梳理出本文案例企业新疆火炬研究的主要结论，同时分析了研究存在的不足，并对新三板企业转板上市相关研究进行了展望。

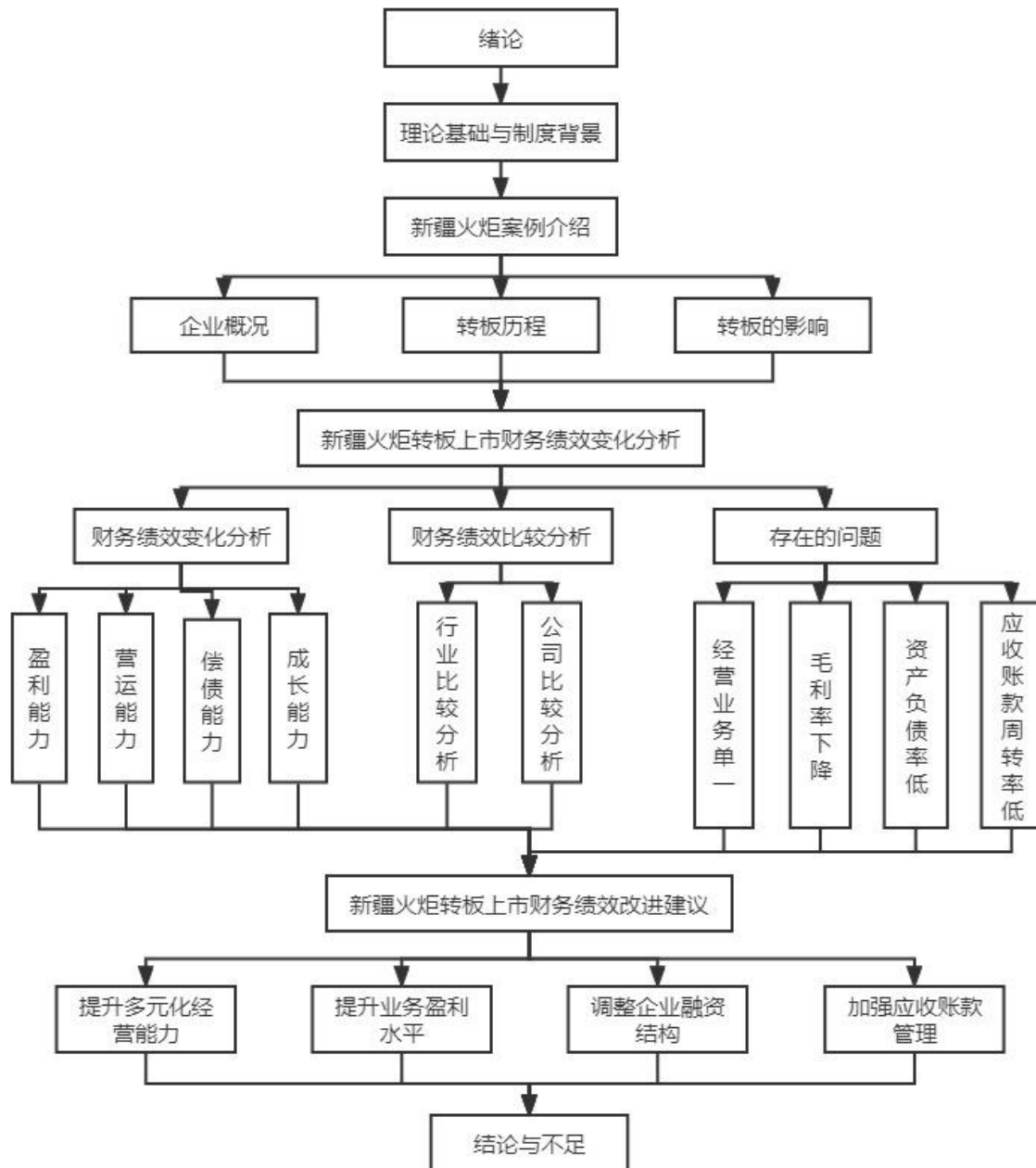


图 1-1 本文框架结构图

1.4 研究思路与方法

1.4.1 研究思路

本文在梳理和总结国内外相关文献的基础上，根据当前资本市场机制发展情况，确定了主要的研究思路和方法。以委托代理理论、企业融资理论等理论基础和新三板市场机制发展演进作为背景，选取新疆火炬作为案例企业，以 2018 年作为时间节点，运用

文献研究法、案例分析法、对比分析法和财务指标分析法，对新疆火炬从新三板挂牌到转板上市至主板市场的财务绩效变化情况进行了研究。同时，结合新疆火炬具体业务开展情况、转板上市对其产生的影响以及财务绩效表现的情况，指出了其转板上市后财务绩效存在的四点不足，最后结合存在的不足提出了有针对性的改进建议。

1.4.2 研究方法

(1) 文献研究法。通过阅读国内外相关论文、期刊、学报、专著及监管机构官方文件，学习掌握新三板市场、转板、财务绩效等的理论知识，借鉴前人在新三板市场该研究领域所取得的理论与实践成果，为研究打好基础。

(2) 案例分析法。本文通过研究成功转板上市的案例企业新疆火炬的财务绩效情况，分析新疆火炬在转板上市后，其财务绩效是否得到了提升。通过对案例企业新疆火炬转板后财务绩效变动情况、存在的问题以及改进建议进行研究，为其他相关的企业提供一定的借鉴。

(3) 对比分析法。本文以案例企业新疆火炬转板上市的时间为节点，将新疆火炬转板前后的财务绩效进行时间线上的纵向比较分析，以及与行业和同期转板企业之间的横向对比分析，以较为全面地了解新疆火炬在转板后的经营业绩情况。

(4) 财务指标分析法。本文运用财务指标分析法对新疆火炬转板前后的财务经营绩效进行单因素分析，从盈利能力、营运能力、偿债能力和成长能力四个方面，对新疆火炬转板后财务绩效的变动情况进行分析和说明。

1.5 本文的研究特色

新三板市场作为我国多层次资本市场建设的重要部分，随着资本市场的不断完善、互联互通机制的逐步改进，未来将会有越来越多的新三板企业转板上市，新三板市场的意义也将越来越重要。通过文献梳理能够发现，国内学者对企业财务绩效的研究焦点主要在中小板、创业板、主板等市场上，对于新三板的现有研究较少，对新三板转板企业转板后财务绩效对比分析的研究则更少；此外，对新三板市场转板的研究主要聚焦于转板机制制度的建设上，而对转板上市的企业案例研究相对较少。本文选取的案例企业较为新颖，因新疆火炬作为新疆自治区从新三板市场成功转板至主板市场的代表，以新疆火炬为案例企业对转板上市对其产生的影响进行分析，并对其转板上市前后的财务绩效开展对比研究，分析其转板后财务绩效存在的问题和改进建议，并希望通过该研究为其他转板上市成功的企业在提升经营效益和财务业绩方面提供一定的启示。

第 2 章 理论基础与制度背景

2.1 概念界定

2.1.1 转板上市

转板上市是指新三板市场中精选层的企业在满足条件后，能够转板到创业板、科创板或主板市场。新三板市场中的全国中小型科技企业，符合精选层条件便可以进入精选层，或者创新层企业上市一年后，满足精选层条件之后也能够进入精选层。

精选层股票转板的要求包括：（1）转板企业必须在精选层板块挂牌满 1 年以上；并且转板企业不存在有被调出精选层股票的情形；（2）转板企业公司控股股东、实际控制人在过去 3 年内不存在受到证监会行政处罚情形或最近 12 个月受到股转公司公开谴责；（3）转板企业公众持股比例达到转板公司 25%以上；公司股本总额超过 4 亿元，公众股东持股 10%以上等。

2.1.2 财务绩效

财务绩效能综合反映企业在成本管控方面的效果、资产运用管理方面的效果、资金来源调配方面的效果，以及股东权益报酬率的组成。

财务绩效的衡量常用以下指标：

（1）盈利能力。盈利能力通常表现为一定时期内企业的利润收益数额，它更能反映出企业资本净收益和资本增值的状况。传统评价体系中，主要的评价指标包括营业利润率、成本费用利润率、总资产报酬率、每股收益等。

（2）营运能力。营运能力的加强将有效促进企业改善资产管理、提高资产的使用效率，从而促进更好地获取经济收益。主要的评价指标包括总资产周转率、应收账款周转率、存货周转率和固定资产周转率等。

（3）偿债能力。偿债能力的提升代表企业经济实力和财务状况的改善，也表明企业经营较为稳健。主要的评价指标包括资产负债率、流动比率和速动比率等。

（4）成长能力。成长能力用于衡量企业的经营、资金等状况是否处在较为良性的状态，体现了企业抵御生产经营中各类不确定因素造成的不利影响的能力。主要的评价指标包括资产增长率、营业收入增长率和利润增长率等。

2.2 理论基础

2.2.1 信息不对称理论

信息不对称理论是指在经济活动中,由于不同的人具有不同程度的信息充分性和真实性,其中,信息充足、准确性高的个人或群体在做出相应的判断和决策时处于相对有利的地位,而信息获取受限、准确性较低的个人或群体就会处于较为不利的地位。将该理论应用于金融证券市场理论,则可以理解为公司的绝大多数内部信息,诸如日常经营活动、增值能力、利润以及风险投资的实际情况和利润分配等,通常是由大股东和管理者提供的,外部的公众和机构投资者都很难以了解到投资项目的真实信息,在获取信息的过程中处于相对劣势。

在转板上市之前,企业的财务业绩和公司治理往往都经过了严格的审核,因而上市成功后期知名度将得到大幅的提高,因而也具备吸引到良好的机构投资者、战略投资者的能力。公众投资者被企业转板上市成功这一外部市场行为所吸引,而去购买企业的股票,但对与企业内部经营管理等的真实信息了解得并不够充分和准确。很多情况下,转板企业为了能够获取更多的股权资金,转板招股说明书中会对收益较高而风险较低的拟上市项目进行列示和强调,但在转板上市后,其使用资金的随意性或一定程度降低股权融资的收益。

2.2.2 委托代理理论

美国经济学家发现所有权与经营权两权合一的弊端性,于是在之后他们提出了“委托代理理论”,该理论中的观点认为,由于所有权与经营权两权合一存在不足,所以应当相互分离,建议企业股东仅仅保留自身的剩余索取权,经营权则交给相对独立的经营管理者去承担。

委托代理理论认为,由于生产力的发展和社会分工的细化,逐步产生了委托代理关系,在该关系中,由于委托人和代理人追求的效用和利益存在差异,即委托人追求自身财富效用的更大,代理人追求工资收入和闲暇时间的最大化,使两者的利益存在冲突。因此委托代理理论主要委托人对代理人的监督问题。如,委托要有一定的保障措施,以避免代理人做出损害所有者利益的行为,企业也应当建立完整的激励和约束机制,通过对企业管理者行为进行全面的管理和监督,从而为股东财富最大化给予相应的保障。与此同时,为减少信息不对称和委托代理关系所造成的损失,企业可以考虑对业绩绩效进行考核。

2.2.3 融资约束理论

融资约束就是指企业在对外开展融资的过程中存在的约束,当一家企业想开展投资活动时,如果企业内部资金无法满足投资需求,就会希望借助于外部资本市场来获取资

金，但可能会面临无法顺利获得足够资金的情况。主要包括两类情况：一是企业没有达到资本市场规定的某些特定要求，另一个是市场期望和要求的资金报酬率较高，企业获取该笔资金需要付出资金成本和代价较高，就会迫使企业为了获取高收益高利润而冒险投资于一些高风险（高风险因此高回报）的项目。在以上所述情况之下，企业就面临了融资约束。

融资约束理论指因信息不对称问题和代理问题的存在，导致企业融资的外部成本高于内部资本成本。根据经典金融理论的内容，企业的投资行为不受资金供给的影响，而是取决于企业的资金需求量的多少。传统的融资约束理论认为，信息不对称、代理成本和交易费用三因素是产生融资约束的主要原因，企业在不完美市场中受到金融市场发展不完善、内外部信息不对称、企业自身等因素的影响，将使其内部和外部融资的不均衡程度加大，从而相应增加了融资约束的影响。

2.3 制度背景

2.3.1 转板制度演进

2013年12月13日，《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》提出，加强各层次资本市场间的相互联系，即新三板市场企业如达到上市条件就能够向证券交易所申请上市。

2015年6月1日，《国务院关于大力推进大众创业万众创新若干政策实施的意见》指出，加快推进新三板市场企业向创业板转板的试点。然而，一直到2019年，转板相关制度仍旧没有实质性进展。

2020年3月6日，证监会《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》（征求意见稿）提出了新三板公司转板上市的条件和程序，并向社会公开征求意见。2020年6月3日，证监会《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》的发布标志着新三板通过IPO转板上市的制度正式出台。其中明确了新三板转板制度的基本原则、以及制度和监管安排。试点期间，符合相关条件的新三板挂牌企业可以申请转板至科创板或创业板上市。需满足的条件包括：必须是在精选层挂牌的企业，且连续挂牌一年以上；符合转入板块的上市条件，应与首次公开发行并上市的条件保持基本一致，但交易所也可根据监管需要提出差异化的要求。新三板企业转板上市的相关审核由交易所负责，应依据上市规则审核和决定，企业在申请转板上市时应聘请专业证券公司担任上市保荐人。

2021年2月26日，上海证券交易所、深圳证券交易所先后发布了《全国中小企业股份转让系统挂牌公司向上海证券交易所科创板转板上市办法（试行）（征求意见稿）》

《深圳证券交易所关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司向创业板转板上市办法（试行）》，并向社会公开征求相关意见。

2.3.2 转板企业情况

新三板市场从 2006 年成立至今已有 15 年多，随着注册制的实行，越来越多的优质挂牌新三板企业开始将目标转向更高的资本市场层级——科创板、创业板乃至主板，踏上了“转 A”之路。据东方财富 Choice 数据统计，自新三板市场成立以来，截至 2021 年末，成功转板 A 股 IPO 上市的新三板企业总数为 418 家。整体来看，新三板企业转板上市数量呈现非常明显的逐年递增的趋势，其中，2007 年至 2016 年间，每年新三板成功转板 A 股企业家数一直不超过 3 家，2017 年转板上市企业家数保持在两位数，其后在 2020 年至 2021 年快速增加。从新三板成功转板上市企业的中，转板上市至科创板和创业板市场的新三板公司数量相对较多。

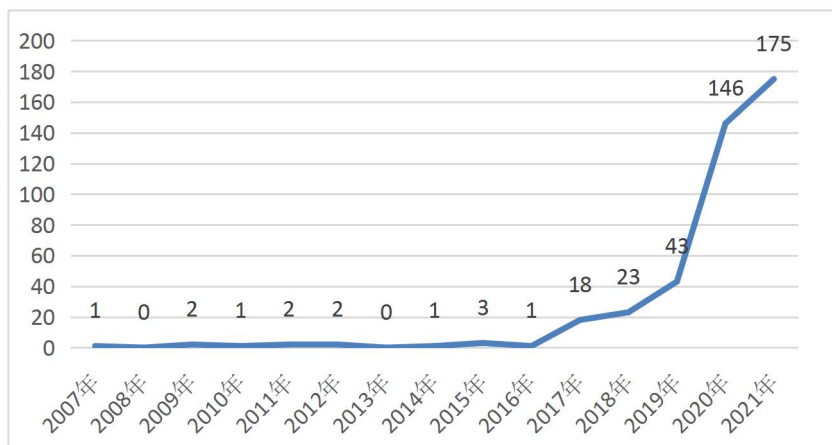


图 2-1 2007 年至 2021 年成功转板 A 股 IPO 企业数量

数据来源：东方财富 Choice 数据

从近五年从新三板市场转板上市企业上会情况来看，除了申请转板上市的企业数量在不断增长，上会通过率也呈现逐步递增的趋势，从 2017 年到 2018 年的 60%左右上升至近三年的 90%以上。

表 2-1 近五年新三板转板 IPO 情况

	上会	通过	被否	暂缓表决	通过率
2017 年	40	26	13	1	65.00%
2018 年	41	24	17	0	58.50%
2019 年	61	56	5	0	91.80%
2020 年	175	171	3	1	97.71%
2021 年	126	116	10	0	92.60%

数据来源：东方财富 Choice 数据

第3章 新疆火炬转板上市案例介绍

3.1 新疆火炬概况

3.1.1 公司简介

新疆火炬燃气股份有限公司成立于2003年4月23日，后在2014年9月19日完成股份制改造，2015年3月11日在新三板挂牌，2018年1月3日经中国证监会批准转板至上海证券交易所主板挂牌上市（证券简称：新疆火炬，证券代码：603080）。

新疆火炬具有部分地区城市管道天然气的特许经营权、符合经营天然气安装业务的相关资质条件，主营业务为供应城市管道燃气和安装燃气设施设备。自转板上市A股市场以来，新疆火炬确立了以城市燃气为经营中心，同时多元化发展的产业发展格局，形成了8个市县城市燃气为核心业务，汽车租赁、城市供热为辅的业务板块，成为喀什、克州地区最大的燃气供应商，拥有自建燃气输配管线长度约1900公里，CNG母站2座，CNG加气站40余座，CNG运输车5辆。

新疆火炬与喀什市、疏勒县和疏附县政府均签订有《管道燃气特许经营协议》，拥有在该三个县市长期经营天然气市场的权利，且具有排他性特征。同时，新疆火炬的子公司鸿运公司已经获得《安全生产许可证》、《建筑业企业资质证书》和《特种设备安装改造维修许可证》（GB1级），能够在各区域经营用于公用事业或民用的燃气管道安装业务，已逐步成为南疆具有影响力的城市燃气终端用户企业。

3.1.2 股权结构

截至2020年末，新疆火炬股东总户数为20259，户均持股6984.55股。前十大股东2020年末持股数量为75254000，参考市值为9.78亿元，占总股本比例为53.16%，具体持股情况如表3-1所示：

表3-1 2020年末新疆火炬前十大股东持股情况

排名	股东名称	期末参考市值（亿元）	持股数量（股）	占总股本比例（%）	股本性质
1	赵安林	6.0826	46,825,000	33.09	限售流通A股
2	赵海斌	0.9665	7,440,000	5.26	限售流通A股
3	陈滔	0.7121	5,482,000	3.87	A股流通股
4	苏州工业园区昆吾民乐九	0.638	4,911,800	3.47	A股流通股

鼎投资中心（有限合伙）					
5	张秀丽	0.2416	1,860,000	1.31	A 股流通股
6	严始军	0.2416	1,860,000	1.31	A 股流通股
7	秦秀丽	0.2416	1,860,000	1.31	A 股流通股
8	郭鹏	0.2416	1,860,000	1.31	A 股流通股
9	陈志龙	0.2416	1,860,000	1.31	A 股流通股
10	刘力军	0.1682	1,295,200	0.92	A 股流通股

资料来源：新疆火炬 2020 年年报

3.1.3 组织机构

2014 年，新疆火炬进行了股份制改造，建立了由股东大会、董事会、监事会及经营层组成的法人治理结构，股东大会下设董事会，并设监事会负责监管；董事会下设总经理，并设董事会秘书负责证券部业务，令设战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会和审计委员会属董事会直接管理；总经理下设采购部、长输部、车用燃气部等 10 个部门，具体组织结构设置见图 3-1。目前，新疆火炬的权力机构、决策机构、监督机构及经营层各层级之间的权责分明，能够做到规范运作、相互制约。

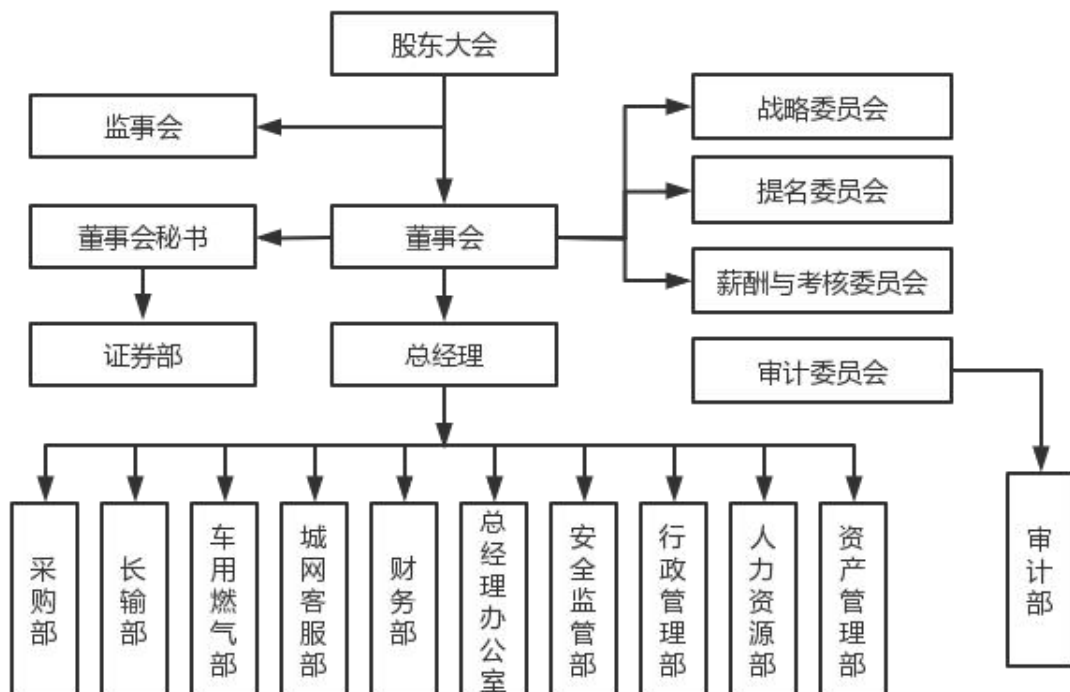


图 3-1 新疆火炬组织结构图

3.1.4 经营情况

表 3-2 列示了新疆火炬 2018 年至 2020 年财务数据摘要，可以看到近三年新疆火炬的营业收入、资产和现金流都在不断增长，整体呈现不断向好发展的态势。截至 2020 年 12 月 31 日，新疆火炬总资产为 184643.31 万元，同比增长 12.57%；2020 全年实现营业收入 67732.41 万元，比上年同期增长 18.06%；实现归属于公司股东的扣除非经常性损益的净利润 8155.94 万元，比上年同期减少 23.05%；实现归属上市公司股东净利润 7414.52 万元，同比下降 14.8%。

表 3-2 2018 年至 2020 年新疆火炬财务数据摘要（单位：万元）

财务指标		2018 年	2019 年	2020 年
利润表	营业总收入	38,903.05	57,370.75	67,732.41
	营业利润	10,198.88	10,586.42	8,618.72
	净利润	9,205.26	8,703.36	7,414.52
	EBITDA	12,974.02	17,588.77	17,220.85
资产负债表	流动资产	57,631.06	48,683.31	66,474.54
	固定资产	29,396.74	75,458.21	72,741.61
	总资产	133,860.79	164,019.50	184,643.31
	流动负债	18,261.31	31,876.33	39,607.48
	总负债	31,266.50	50,299.42	64,976.39
归属母公司股东的权益		102,594.29	113,720.08	119,666.92
现金流量表	销售商品提供劳务收到的现金	42,959.47	64,560.79	78,180.18
	经营活动现金净流量	11,242.98	15,166.76	21,366.20
	投资活动现金净流量	-32,039.59	-33,948.47	-8,861.08
	筹资活动现金净流量	11,953.42	8.67	5,401.47
	期末现金余额	43,928.83	25,155.80	43,062.39

数据来源：Wind 数据库

从经营情况来看，作为喀什地区、克州地区、新疆生产建设兵团第三师区域市场占有率最大的燃气服务企业，新疆火炬燃气年销量近 3.5 亿立方米，用户数超 30 万，拥有 CNG 母站 2 座，CNG 加气站 40 余座。从 2020 年末运营业务收据来看，新疆火炬 2020 年天然气销量达 3.53 亿立方米，销量同比下降 8.21%，其中民用天然气销量为 1.51 亿立方米、商业天然气销量为 0.24 亿立方米，新建中压燃气管道 167 公里，拥有输配管网 2238 公里。

表 3-3 2020 年末新疆火炬运营业务数据

业务名称	截至 2020 年末数据
天然气销量（立方米）	3.53 亿
民用天然气销量（立方米）	1.51 亿
新建中压燃气管道（公里）	167
拥有输配管网（公里）	2238

商业天然气销量（立方米）

2400.00 万

数据来源：同花顺财经网站

新疆火炬转板上市成功之后，不断利用自身专业化优势，开拓业务种类，扩大管网覆盖区域，保障了喀什地区、克州地区城市发展对清洁燃气的需求。从新疆火炬 2020 年主营业务构成情况来看，其主要从事行业较为单一，仅从事城市燃气一个行业。分具体产品来看，新疆火炬的天然气销售业务占据绝对主要的地位，2020 年天然气销售业务收入 476,061,759.38 元，占总营业收入的 71.5%；其次为安装业务，收入为 122,864,872.05 元，占总营业收入的 18.46%；再次为供热业务，收入为 31,772,531.66 元，占总营业收入的 4.77%。分地区来看，新疆火炬虽然收购了光正燃气，新增了克州地区业务，但是其主要收入来源仍然是喀什地区，2020 年喀什地区实现营业收入 541,033,544.06 元，占总营业收入的 81.27%；克州地区实现营业收入 124,698,922.85 元，占总营业收入的 18.73%。

表 3-4 2020 年新疆火炬主营业务构成

业务名称	营业收入（元）	营业收入		营业成本		毛利率（%）	毛利率同比变动（百分点）
		同比变动（%）	营业成本（元）	同比变动（%）			
分行业	城市燃气	665,732,466.91	18.37	473,511,516.62	37.96	28.87	-10.10
	天然气销售	476,061,759.38	5.65	356,145,057.91	22.42	25.19	-10.25
分产品	安装业务	122,864,872.05	42.13	52,787,986.91	60.49	57.04	-4.91
	供热业务	31,772,531.66	153.98	30,697,767.41	243.29	3.38	-25.14
	其他业务	35,033,303.82	171.90	33,880,704.39	222.95	3.29	-15.29
按地区	喀什地区	541,033,544.06	6.87	359,035,997.23	18.65	33.64	-6.59
	克州地区	124,698,922.85	122.02	114,475,519.39	181.69	8.20	-19.44

数据来源：新疆火炬 2020 年年报

3.2 新疆火炬转板历程

3.2.1 获 IPO 绿色通道资格申请上市

2016 年 9 月，证监会《关于发挥资本市场作用服务国家脱贫攻坚战略的意见》指出，对在贫困地区注册和经营的企业开通 IPO “即报即审、审过即发”。新疆火炬作为一家燃气生产供应商，注册地在新疆喀什地区，因此是扶贫概念股，具有 IPO 绿色通道资格。

2016 年 10 月 16 日，新疆火炬首次在证监会网站上预披露《首次公开发行招股说明

书（申报稿）》，计划在上交所登陆。

2016年10月19日，证监会受理了新疆火炬在上交所主板转板上市的申请。

2017年4月28日，证监会披露的IPO企业排队情况显示，新疆火炬拟登陆上交所，审核状态为“已反馈”。

2017年8月31日，新疆火炬进行了预披露更新。

表 3-5 新疆火炬新三板转主板时间历程

时 间	内 容
2015年3月11日	成功挂牌新三板
2016年10月16日	预披露《首次公开发行招股说明书（申报稿）》
2016年10月19日	证监会受理新疆火炬转板上市的申请
2017年8月31日	预披露更新
2017年9月26日	一次上会，暂缓审核
2017年11月21日	二次上会，获通过
2017年12月8日	转板上市的申请获证监会批准
2018年1月3日	上交所主板挂牌上市

资料来源：根据网络资料整理

3.2.2 首发申请暂缓表决后更新调整财报

2017年9月26日，证监会《主板发审委2017年第151次会议审核结果》发布，其中新疆火炬的首发申请被暂缓表决，成为第一家被发审委暂缓表决的新三板扶贫概念股企业。根据对新疆火炬的IPO审核，证监会就两次出资瑕疵、价格高的供应商反而采购量多、固定资产未计提减值准备、应收账款连年增长、毛利率高于上市公司同行等问题提出了相关的疑问。对此，新疆火炬在招股说明书中一一进行了解释说明，同时在遭遇暂缓表决后，还对近两年的一期财报进行了更正调整，相关的营业收入、净利润等数据均有所调整。

3.2.3 首发申请二次表决获通过

2017年11月21日，证监会《第十七届发审委2017年第49次会议审核结果公告》发布，公告中新疆火炬的申请获得了通过，这两次的上会时间仅仅相隔了56天。因此，新疆火炬也成为了新三板市场中首家享受绿色通道的过会企业，同时从IPO获证监会受理至上会所用时间仅有336天。

2017年12月8日，经证监会《关于核准新疆火炬燃气股份有限公司首次公开发行股票批复》（证监许可[2017]2262号文）核准，明确新疆火炬首次IPO将向社会公开发行人民币普通股3550万股，变更后的注册资本将达1.425亿元。

2018年1月3日,新疆在经过中国证券监督管理委员会批准后,正式在上交所主板挂牌上市,公开募股相关情况详见表3-4。

表3-6 新疆火炬首次公开募股概况

股票代码	603080.SH	股票简称	新疆火炬
上市日期	2018/1/3	交易所	上海证券交易所
证券类型	A股	上市板块	主板
每股面值	1人民币元	最新交易单位(股)	100
首发价格	13.60人民币元	首发数量(股)	35,500,000.00
当前发行数量(股)	141,500,000	当前流通市值	23.05亿人民币元

资料来源:新疆火炬《首次公开发行A股股票上市公告书暨2017年第三季度财务报表》

3.3 转板上市对新疆火炬的影响

由于转板上市为新疆火炬带来了大量的募集资金,其日常投资策略、经营策略等都根据资金情况进行了相应地进行的调整,下面从五个方面分析转板上市这一转变对新疆火炬产生的影响。

3.3.1 融资规模和融资结构改善

(1) 股权融资规模扩大。企业应该依据自身业务经营的情况和投资项目的实际需要确定融资的总规模,筹资不足将影响融资计划与其他业务的正常开展。一般来看,规模较大、实力相对较强的企业,可以选择通过在主板市场公开发行股票进行融资。在募集资金的过程中,企业应当注意自身的资本结构,如果处于相对较为合理的状态,就可以考虑降低一定的融资成本,从而让财务杠杆发挥有效的调节作用。

新疆火炬处于业务发展扩张期,天然气工程和加气站等项目的建设等均对企业的资金规模要求较高。在转板上市之前,新疆火炬的融资渠道比较单一和匮乏,一般情况下筹集资金会采用资产抵押或第三方担保等方式获取银行借款,且获得的融资更多情况下都是短期借款,产生的财务费用也相对较高。为进一步有效缓解在业务扩张期资金紧张的困境,新疆火炬从新三板转至主板上市,其IPO募集资金与发行费用等的相关的具体情况如表3-7所示。

表3-7 新疆火炬转板上市募集资金金额与发行费用情况

项 目	金 额(万元)
募集资金总额	48,280.00
承销及保荐费用	3,300.00
审计、验资费用	660.38
律师费用	220.00

与本次发行相关的信息披露费用发行手续费	873.22
募集资金净额	43,226.40

资料来源：新疆火炬《首次公开发行 A 股股票上市公告书暨 2017 年第三季度财务报表》

根据表 3-7 数据情况可以了解到，新疆火炬本次转板上市所募集到的资金净额为 43226.40 万元，相较于公司在新三板挂牌期间的定向增发仅募集资金 6500 万元，转板上市的募集资金金额远远大于定向增发的融资金额。结合新疆火炬 2014 年至 2020 年所有者权益变动情况来看，新疆火炬在 2017 年转板上市募集资金入账后所有者权益出现了 1.16 倍的较大幅度的增长，使股权融资规模大幅扩大。

(2) 债务融资能力增强。外部融资是指企业从外部吸收资金并转化为自身投资的过程，主要包括股权融资、银行贷款、租赁融资等六种来源。其中，股权融资为直接融资，而银行贷款等债务融资属于间接融资。新疆火炬在转板上市后的间接融资能力也有所增强，由于转板上市后企业资产大幅增加，且上市后对外披露信息增加使其知名度和整体实力得到了提升，直接能力提升的同时，间接融资的难度也有所降低，银行等金融机构的融资可得性得到大幅提升。同时，由于企业后期的扩张发展对资金需求的增加，在转板上市后新疆火炬的债务融资需求和意愿也更为强烈，通过新疆火炬转板上市后的负债情况可以看出后新疆火炬转板上市后的债务融资规模也出现了大幅的增长。新疆火炬转板上市融资规模和融资结构的变化详见下表。

表 3-8 新疆火炬转板上市融资规模和融资结构

年份	负债（万元）	负债增长率（%）	所有者权益（万元）	所有者权益增长率（%）	资产负债率（%）
2014	20,061.99	-30.00	16,526.66	-8.34	54.83
2015	16,435.81	-18.07	32,580.79	95.93	33.53
2016	12,573.17	-23.50	44,362.65	35.56	22.08
2017	15,857.89	26.12	95,979.17	116.35	14.18
2018	31,266.50	97.17	102,594.29	6.89	23.36
2019	50,299.42	60.87	113,720.08	10.84	30.67
2020	64,976.39	29.18	119,666.92	5.23	35.19

数据来源：wind 数据库

从表 3-8 可以看出，2014 年至 2018 年新疆火炬的负债呈现先小幅下降、后大幅增加的趋势，其中在 2014 年至 2016 年负债逐年递减，2017 年至 2020 年负债稳步增长。可见，在转板前和获得上市募集资金当年较少使用负债进行投资，而在转板上市后为调整公司策略或扩大经营规模以更好地适应发展需要，在首发上市募集资金用途不足或受限时，往往会通过银行贷款等对外借款的方式弥补资金。如，新疆火炬希望通过收购光正燃气扩大经营规模，但按照招股说明其首发上市募集资金中仅有 1.9 亿可用于股权收购，但计划收购的光正燃气股权总价值为 5.28 亿元，剩余部分的收购款均以贷款形式取

得，使 2018 年至 2019 年的负债出现大幅增长。结合负债增长率来看，2014 年至 2016 年的负债增长率均为负数，2017 年之后转为正增长，其中 2018 年至 2019 年增幅最大，整体来看转板上市后不论是负债规模还是负债增长率均远高于转板上市前。从所有者权益角度来看，新疆火炬的所有者权益除了 2014 年出现过一次减少的情况，其后均呈增长态势，其中 2015 和 2016 年进行了定向增发、2017 年转板上市股权资本入账，2015 年至 2017 年增幅较大。结合新疆火炬的财务绩效表现来看，其偿债能力在 2014 年至 2020 年呈现波动上升的趋势，且在转板上市后明显优于转板上市前。可以见得，新疆火炬由于转板上市获得了大量的股权融资，转板上市后企业资产大幅增长的效果和正面的声誉效应，有助于其在间接融资市场上获得融资，增强了获得银行贷款的间接融资的能力，债务融资规模不断提升。

2014 年至 2020 年，新疆火炬的资产规模增长较快，资产负债率以 2017 年为转折点，呈现先下降后上升的趋势，主要由于新疆火炬的首发上市募集资金到位，使其公司的资产负债率大幅度降低，偿债能力和抗风险能力更强。虽然转板上市后资产大幅增加，但是过低的资产负债率说明企业融资能力和投资能力较差，将制约企业的进一步发展，一般而言比较合适的资产负债率区间在 40~60%。部分发达国家和地区的好企业在高速成长的阶段，都会维持较高的资产负债率，只利用股权融资来弥补资金缺口对企业来说并不适宜。由此可见，新疆火炬作为刚刚转板上市到主板市场的企业，应是处于企业的高速成本发展期间，过低的资产负债率表明其股权融资占比过高，而债务融资占比过低，其融资结构对企业并不是非常有利的。因此，在 2018 年至 2020 年，新疆火炬为进一步扩大企业经营规模，对外进行了债务融资，通过银行贷款进行了进一步的生产经营扩张，资产负债率从 2017 年的 14.18% 上升至 2020 年的 35.19%，得到了进一步的优化。

3.3.2 经营和市场规模扩大

新疆火炬的主营业务为城市燃气业务，由于面临市场发展的瓶颈，在转板上市后进行了经营扩张策略，利用一部分的股权融资和对外债务融资开展了股权收购，收购后新疆火炬的经营业务规模和市场规模均得以有所扩张。根据 2013 年新疆维吾尔自治区政府官网发布的消息：“新疆从 2013 年起，启动预计投资 393 亿元的“新疆燃气化工程”，力争到 2017 年末，全疆所有县（市、区）政府所在地城镇 100% 实现燃气化，距离天然气干线管网较近、人口相对集中的镇（乡）80% 以上实现燃气化。”由于新疆火炬业务所在的喀什地区疏勒县、疏附县两个县刚好是“环塔线”的重要出口，按照该要求应在 2017 年底完成 80% 以上的市场开发，而新疆火炬正是在 2017 年申请转板上市，可以见得上市之后的市场空间和潜力都不大，天然气输配业务的新增空间将非常有限。另一方面，新疆火炬的另一项重要的业务是 CNG 加气业务，而该业务并不具备特许经营权，

处于完全的市场竞争状态，导致其市场竞争压力较大、拓展业务难度也相对较大。因此，在 2017 年之后，新疆火炬在城市天然气供应和 CNG 加气业务方面，都面临着市场空间严重受限、竞争力下降的不利局面。

2017 年底，新疆火炬首发上市的募集资金入账，募集资金总额为 4.828 亿元，扣除募集期间的费用后，实际收到 4.32 亿元的募集资金，当年并未进行投资，在年报中以货币资金形式体现，后续在 2018 年至 2020 年使用了募集资金。通过转板上市获得的大量股权资本，使其投资不足的状态中解脱出来，增强了抵御财务风险和支付风险的能力，完善了资本结构，并抓住经营战略投资机会，吸引战略资源、抢占市场先机。因此，新疆火炬在转板之后陆续将募集资金用于各类投资。同时，为进一步把握经营战略投资机会，还通过银行贷款进行了间接融资，投资规模不断扩大，为其在转板时候创造更高的经营业绩、财务绩效目标奠定了良好的基础。下表是新疆火炬转板上市后首发上市募集资金使用的具体情况。

表 3-9 新疆火炬首发上市募集资金使用情况

项目名称	计划投资额（元）	已投入募集资金（元）
喀什市 CNG 加气站工程建设项目	50,100,000.00	48,054,500.00
喀什市天然气工程建设项目	111,000,000.00	98,731,600.00
疏勒县天然气工程建设项目	71,000,000.00	55,457,500.00
疏附县天然气工程建设项目	10,021,700.00	7,664,000.00
收购光正集团所持光正燃气 51%股权项目	190,142,300.00	190,142,300.00
合计	432264000.00	400049900.00

数据来源：wind 数据库

截至 2020 年底，新疆火炬首发上市募集资金基本使用完毕，且均按照招股说明书进行使用，其中 1.9 亿元用于收购光正燃气股权项目，还有 2.1 亿元用于 CNG 加气站工程项目和燃气工程项目建设。光正燃气的股权收购项目分两批分别在 2018 年和 2019 年购入，其余建设项目也在 2018 年至 2020 年中陆续开展并投入使用。在进行股权收购项目之前，新疆火炬燃气业务的主要市场在喀什市、疏勒县和疏附县“一市两县”，建成投产 18 座 CNG 加气站。光正燃气的业务经营区域包括，克州地区的阿图什市与阿克陶县、以及喀什地区的岳普湖县、伽师县、麦盖提县、疏附县的部分区域，其与新疆火炬的经营区域有着相邻或者是交叉的情况，因双方在维系客户方面存在利益竞争关系，都会在 CNG 汽车加气业务中采取打折优惠等的营销策略，这对双方的经济利益都造成了损失。随着新疆火炬在 2018 年至 2019 年完成光正燃气股权收购，其在喀什市、疏勒县等多个县市区域内的工业、商业和居民用气的市场占有率都达到近 90%，建成并投产 40 多座加气站，市场规模也有了非常大的提升。从新疆火炬的营业收入表现来看，在转板上市后的 2018 年至 2020 年，其营业收入规模和增速都得到了大幅的提升，短短 3 年

间新疆火炬的营业收入规模增长了近90%，相应的业务种类和范围也得到了大幅扩张。

表 3-10 新疆火炬转板上市前后经营业务结构

业务名称		2017年 营业收入（元）	2020年 营业收入（元）
分行业	城市燃气	357,350,933.17	665,732,466.91
分产品	天然气销售	290,161,398.75	476,061,759.38
	安装业务	67,189,534.42	122,864,872.00
	其他业务	/	35,033,303.82
	供热业务	/	31,772,531.66
分地区	喀什地区	357,350,933.17	541,033,544.06
	克州地区	/	124,698,922.85

数据来源：新疆火炬 2017 年和 2020 年年报

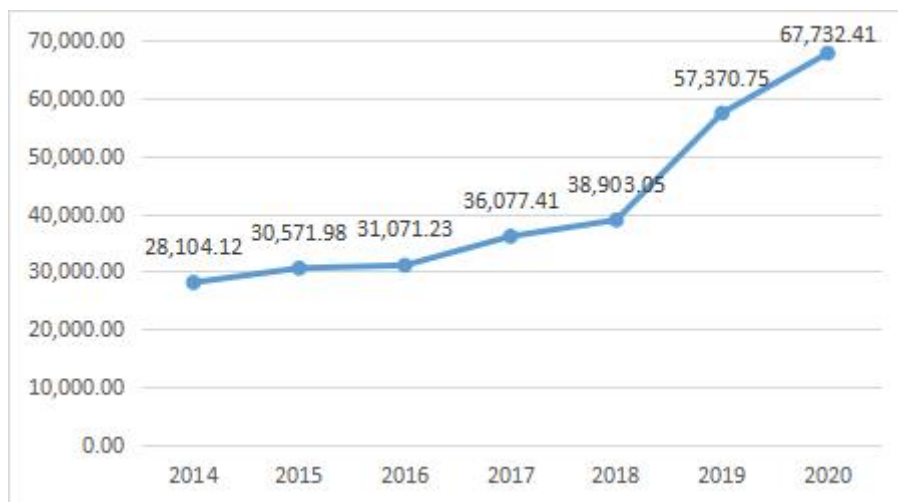


图 3-2 2014 年至 2020 年新疆火炬营业总收入（单位：万元）

数据来源：Wind 数据库

企业开展投资活动的最重要目标是为了获得更多的经济效益，新疆火炬在完成股权收购项目后能够快速有效地提升其资产和经营规模，对后续进一步发展奠定了良好的基础；CNG 加气站工程项目和燃气工程项目建设完成后，也有效提升了企业经营规模和发展能力。

3.3.3 公司治理水平提升

(1) 股权结构进一步明晰。从股权集中度和股东行使权力的程度来看，公司的股权结构作为公司治理机制的基础，对公司治理机制的建立和运行发挥着至关重要的作用。新疆火炬在转板上市前，参照相关上市要求进行了一系列规范化的股权机构和组织机制调整，强化内部控制管理有利于规范企业的管理、提高经营管效率，对企业提高财务绩效也有重要的推动作用。

在上市指导期间，新疆火炬对契约型私募基金、资产管理计划、信托计划“三类股东”进行了清理。2015年8月，新疆火炬进行了一轮定向增发，向两家机构投资者募资6500万元，其中一家是九鼎集团的九鼎新三板凤凰涅槃基金的契约型私募基金。当时，因新疆火炬的上市辅导机构西部证券认为，这只契约型私募基金作为股东会影响公司股权结构的清晰度，建议新疆火炬对其进行清理。因此，在2016年5月，九鼎新三板凤凰涅槃基金将其持有的200万股股份，以每股5元的转让价格全部转让给九鼎集团旗下的苏州夏启安丰九鼎创业投资中心。

(2) 内部管理水平改善。在公司治理结构方面，新疆火炬根据《公司法》和《证券法》等相关的法律规定，进一步地完善了股东大会、董事会、监事会等相关运行和管理制度，不断改善公司的治理结构，使各个部门机构之间能够做到权责分明、相互制约。此外，在转板上市至主板市场后，相关的对外公开披露机制更加全面和完善，新疆火炬的经营情况、财务状况等都处于证券监督管理机构、股票投资者等市场群体的直接监管范围之内，对于其治理结构的健全、科学管理能力的加强和降低经营决策风险都有着促进作用，将有利于其形成更加规范有序的组织架构。

表 3-11 2014 年至 2020 年新疆火炬内部管理指标情况

年份	董事会规模 (人)	独立董事占比 (%)	监事会规模 (人)	高管人均薪酬 (万元)	员工人数 (人)	管理费用 (万元)	管理费用率 (%)
2014	7	0	3	-	263	1401.59	4.99
2015	11	36.36	3	-	311	977.56	3.20
2016	11	36.36	3	-	326	1292.70	4.16
2017	11	36.36	3	35.39	395	1158.06	3.21
2018	11	36.36	3	28.59	397	1857.90	4.78
2019	11	36.36	3	27.15	767	2897.05	5.05
2020	11	36.36	3	26.32	796	3890.00	5.74

数据来源：wind 数据库及新疆火炬公开披露的年报

(3) 员工数量和管理费用增加。从员工数量和管理费用来看，2014年至2020年新疆火炬的员工数量和管理费用的变动趋势较为相似，均呈现逐年递增的趋势，其中在2019年出现了接近一倍的大幅增长，主要由于在2019年完成了对光正燃气100%股权的收购，合并范围变更使企业人员数量大幅增长，相应的管理费用也出现大幅增长。因为随着新疆火炬生产经营规模得到扩张，出于企业经营管理的需要，员工数量应有所增长，而管理要求的提高和精细化管理的需要，会对管理人员的水平要求更高，薪酬水平也将相应更高。因此，新疆火炬在转板上市后，随着经营规模的扩张，在员工数量和管理费用都出现了相应的增长。



图 3-3 2014 年至 2020 年新疆火炬内部管理指标变动趋势图

此外，据新疆火炬的年报内容显示，2018 年至 2020 年管理费用增长是管理人员数量及薪酬支出增加所致，而 2018 年新疆火炬的员工人数是减少的、2020 年员工数量也仅增加了 30，但在此期间管理费用一直呈现较大幅度的增长，所以 2018 年至 2020 年新疆火炬管理费用增加的主要原因就是员工薪酬支出的增长。可以见得，员工薪酬可以视为企业的投资，随着员工薪酬的增长，企业员工的薪酬满意度和工作积极性也将有所提高，这将有助于企业管理效率的提升。

3.3.4 客户集中度提升

表 3-12 2014 年至 2020 年新疆火炬客户集中度

年份	前五大客户销售额 (万元)	前五大客户销售额占比 (%)	前五大客户应收账款占比 (%)
2014	2,564.25	9.02	-
2015	2,211.46	7.23	-
2016	2,972.52	9.57	-
2017	4,314.05	11.96	-
2018	2,413.90	6.20	60.94
2019	7,920.59	13.81	40.76
2020	8,189.06	12.09	32.39

数据来源：Wind 数据库和新疆火炬公开披露的年报

从表 3-12 可以看出，2014 年至 2020 年新疆火炬前五大客户销售额占比在 2017 年之前呈现逐步上升的趋势，在 2017 年达到 11.96% 的高点，其后快速降至 6.2%，之后再快速上升至 13.81% 和 12.09%。总体来看，2017 年后新疆火炬前五大客户销售额占比

较 2017 年之前明显有所提升，其经营规模和市场扩大，业务能力增强，也带来了客户集中度的提升。企业客户集中度越高，有利于企业更加精准地把握客户需求、减少安全库存，从而降低企业的经营风险和销售费用，还有助于核心企业提高客户服务能力，促进销售增长，提高销售效率。结合新疆火炬的业务实际来看，其主要业务为天然气销售，一般情况下大客户主要是企业或政府主体等，而其他大量的客户均为普通群众，较为分散，因此客户集中度高有利于其进行有效的集中管理，而大量而分散的客户群体则管理困难。因此，对于新疆火炬来讲，客户集中度的提高将有助于其营运能力的提升。

3.3.5 价值链管理部分改善

通过有效的价值链管理，将提升企业经营管理水平，促进企业向好的方向发展，理论上价值链管理的各个步骤都能够促进企业的价值提升，发展有别于市场其他企业的竞争优势。价值链管理不仅能够促进企业提升竞争优势，还可以有效提高企业的经营业绩和财务绩效。本节主要从应收账款周转率、固定资产周转率、存货周转率、总资产周转率和应付账款周转率等指标对新疆火炬的价值链管理情况进行分析。

表 3-13 2014 年至 2020 年新疆火炬价值链管理相关指标

年份	应收账款周转率	存货周转率	固定资产周转率	总资产周转率	应付账款周转率
2014	15.24	12.54	1.60	0.67	14.76
2015	11.42	8.67	1.67	0.71	14.31
2016	9.59	7.16	1.47	0.59	9.41
2017	7.48	6.06	1.38	0.43	7.10
2018	6.31	4.75	1.33	0.32	6.98
2019	6.43	5.41	1.09	0.39	8.28
2020	5.68	6.84	0.91	0.39	9.34

数据来源：Wind 数据库

2014 年至 2020 年，新疆火炬的价值链管理相关指标中，存货周转率、应付账款周转率和总资产周转率表现出较为相似的变动趋势，均以 2018 年转板上市为转折点，在之前递减、之后递增的趋势；固定资产周转率呈现不断下降的趋势，在转板上市后并未出现转好的趋势，主要是由于新疆火炬在转板上市后由于大股权收购带来了大量的固定资产，但未进行有效的管理和利用，使固定资产未能有效发挥其价值；应收账款周转率则在 2019 年短暂上升，2020 年出现一定的下降，主要由于新疆火炬当年出现了一笔无法收回的坏账。此外，新疆火炬在 2018 年实现转板上市当年总资产大幅增加，总资产大幅的增长也加大了其资产管理的难度，导致其资产管理效率的下降，但随着公司治理的不断改善，总资产管理率也逐步得到改善。

综合来看，新疆火炬的价值链管理以转板上市为转折点，在转板上市后出现了向好的趋势。好的价值链管理可以使链条中的各成员像团队一样工作，各阶段都能够为全部过程增加相应的价值，包括快速组装、更准确的信息、更快的客户反应速度和更好的服务等等，能够起到节约成本、提高交货速度、降低存货等的管理作用。

第4章 新疆火炬转板上市后的财务绩效分析

4.1 新疆火炬转板上市财务绩效变化

4.1.1 盈利能力有所下降

本节在文献阅读的基础上选取了包括销售收益率、成本费用利用率等4个指标衡量新疆火炬的盈利能力，根据2014年-2020年的财务指标，结合公开披露的财务报表，对新疆火炬转板上市后的盈利变化情况进行分析。

表4-1 新疆火炬盈利能力指标变动情况

年份	净资产收益率 (ROE) (%)	总资产报酬率 (ROA) (%)	主营业务利润率(%)	成本费用利润率 (%)
2014	50.76	26.35	35.21	44.64
2015	42.01	27.06	32.64	50.84
2016	30.80	25.34	38.66	57.41
2017	17.56	10.92	23.86	32.89
2018	9.15	8.04	24.01	32.4
2019	7.97	7.65	15.47	19.92
2020	6.32	5.21	11.14	12.55

数据来源：wind 数据库、据新疆火炬公开披露的年报数据计算

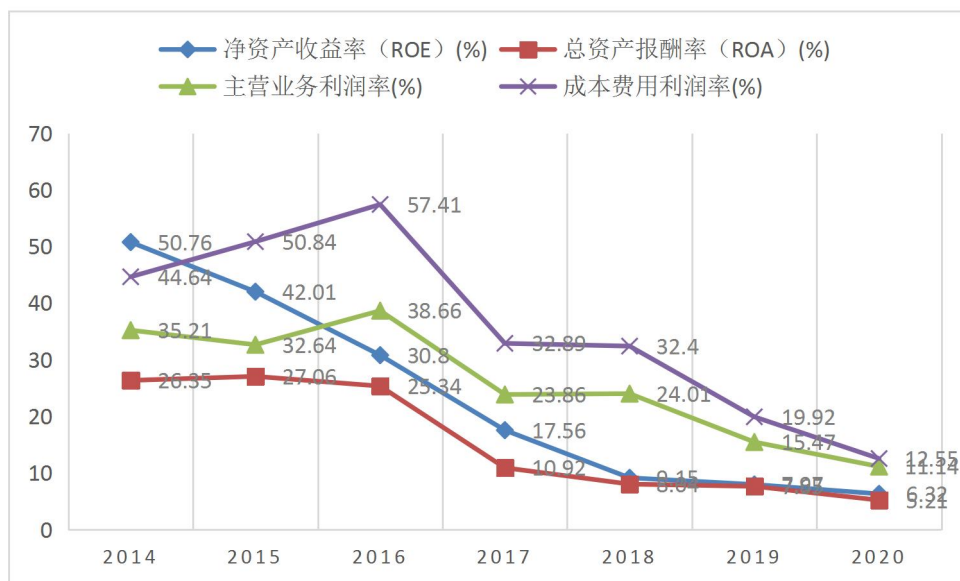


图4-1 新疆火炬盈利能力指标变动趋势图

从表4-1和图4-1可以看出，新疆火炬的主营业务利润率和成本费用利润率走势存

在一定的相似性，从2014年到2016年新疆火炬的主营业务利润率和成本费用利润率呈现增长的趋势，但在2017年出现了较大幅度的下降，因2017年销售净利率从38.14%大幅下降15个百分点至23.63%，净利润下降28%。2018年转板上市后，主营业务利润率和成本费用利润率仍呈一定的下降趋势，但其趋势较2017年明显放缓，其中成本费用利润率在2018年出现的短暂的上涨，整体走势逐步趋向平稳。表明虽然新疆火炬在转板后积极调整产业结构、优化主营业务，但仍未遏制其主营业务利润率下降趋势，主要由于主要业务的销售毛利率逐年下降、利润相对较高的CNG加气业务受市场竞争加剧等因素销量下降，同时在2018年至2019年新疆火炬用贷款并购了光正燃气，增加了利息支出。

就净资产收益率（ROE）和总资产报酬率（ROA）而言，从2014年到2017年，新疆火炬的净资产收益率和总资产报酬率呈现下降趋势，4年分别下跌了33.2个、15.43个百分点，主要由于其挂牌新三板并且进行了定向增发，同时转板上市的股权资本在2017年入账，造成了资产的大幅增长。2018年转板上市后二者的下降速度均明显放缓，2018年至2020年3年时间新疆火炬的净资产收益率和总资产报酬率分别下降11.24个和5.71个百分点，主要是由于2018年12月新疆火炬以2.94亿元现金收购光正能源所持光正燃气49%的股权、2019年9月2.73亿元收购光正燃气剩余的51%股权，除1.9亿元以募集资金支付，其余收购资金均以银行贷款支付，贷款利息基本吃掉了光正燃气的净利润，导致2018年及其后新疆火炬的净资产收益率和总资产报酬率出现了下降。2020年新疆火炬由于受到新冠肺炎疫情的影响，商用、车用、工业燃气销量有所下降，而居民燃气收入在总的燃气收入中的占比有所上升；相对而言，居民燃气利润率较低，占比上升导致了整体收益率的下降，同时为响应企业复工复产工作的要求，政府阶段性地降低了非居民用气价格，致使商用、车用、工业燃气的利润也有所下降；从而导致企业利润整体下降。

4.1.2 营运能力趋势向好

本节在文献阅读的基础上选取了应收账款周转率、存货周转率、总资产周转率3个指标衡量新疆火炬的营运能力，根据2014年-2020年的财务指标，结合公开披露的财务报表，对新疆火炬转板上市后的营运能力变化情况进行分析。

表4-2 新疆火炬营运能力指标变动情况

年份	应收账款周转率（次）	存货周转率（次）	总资产周转率（次）
2014	15.24	12.54	0.67
2015	11.42	8.67	0.71
2016	9.59	7.16	0.59
2017	7.48	6.06	0.43

2018	6.31	4.75	0.32
2019	6.43	5.41	0.39
2020	5.68	6.84	0.39

数据来源：wind 数据库

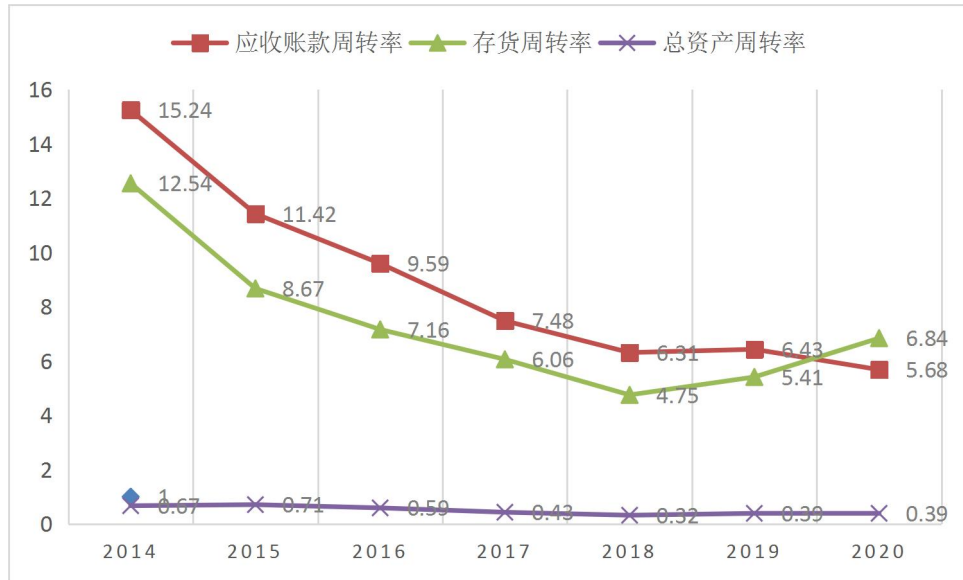


图 4-2 新疆火炬营运能力指标变动趋势图

从表 4-2 和图 4-2 可以看出，2014 年至 2018 年，新疆火炬的应收账款周转率、存货周转率、总资产周转率 3 项财务指标均呈现下降趋势。其中，应收账款周转率和存货周转率的下降幅度较大，4 年时间 2 项指标分别下降 8.93 个、7.79 个百分点；总资产周转率在 2015 年出现过短暂的上升，但其后仍继续下行，总体的下降趋势没有改变。2019 年开始，新疆火炬的应收账款周转率、存货周转率、总资产周转率 3 项指标均有所改善，出现增长的趋势，表明在 2018 年转板上市后，新疆火炬的营运能力有了一定的提升。其中，应收账款周转率在 2020 年出现下降，主要由于客户阿图什建宝选矿有限公司破产清算，核销了 215.53 万元的应收账款，增加了坏账损失，同时因公司主要客户喀什远东陶瓷有限公司出现资金困难，长期拖欠款项，导致其平均收账期也有所加长，影响了应收账款周转率。

结合新疆火炬 2014 年至 2020 年客户集中度的变动情况来看，营运能力的三项指标变动趋势与其客户集中度的趋势较为相似，尤其是营收账款周转率指标，新疆火炬的应收账款周转率、存货周转率、总资产周转率均在 2018 年达到最低点，其后波动上升，表明过低的客户集中度将对企业的营运能力带来负面影响。

4.1.3 偿债能力明显增强

本节在文献阅读的基础上选取了资产负债率、流动比率、速动比率和现金比率 4 个指标衡量新疆火炬的偿债能力，根据 2014 年-2020 年的财务指标，结合公开披露的财务

报表，对新疆火炬转板上市后的偿债能力变化情况进行分析。

表 4-3 新疆火炬偿债能力指标变动情况

年份	资产负债率 (%)	流动比率 (%)	速动比率 (%)	现金比率 (%)
2014	54.83	0.44	0.35	0.15
2015	33.53	1.04	0.92	0.70
2016	22.08	1.28	1.08	0.62
2017	14.18	4.18	3.90	3.39
2018	23.36	3.16	2.86	2.41
2019	30.67	1.53	1.29	0.79
2020	35.19	1.68	1.51	1.09

数据来源：wind 数据库

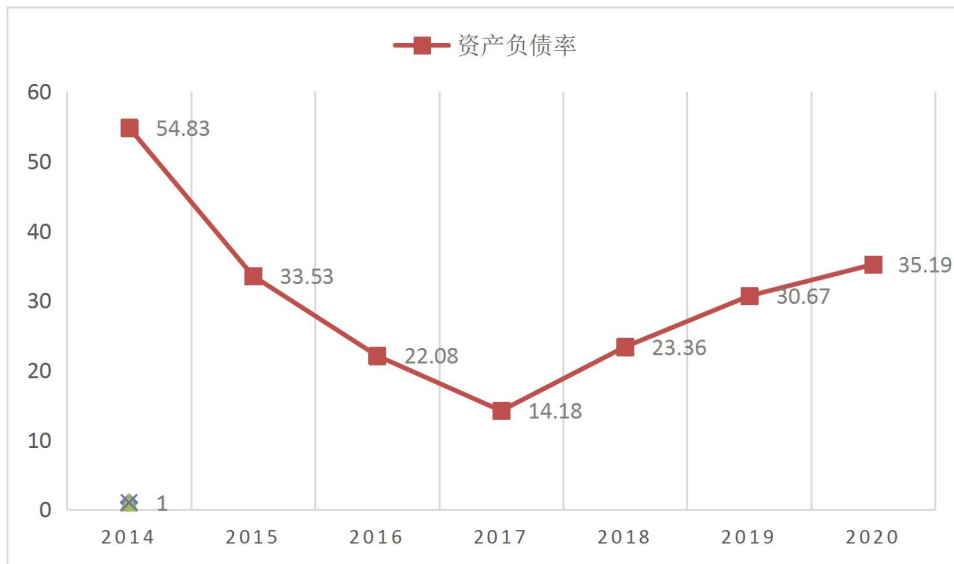


图 4-3 新疆火炬偿债能力指标变动趋势图-1

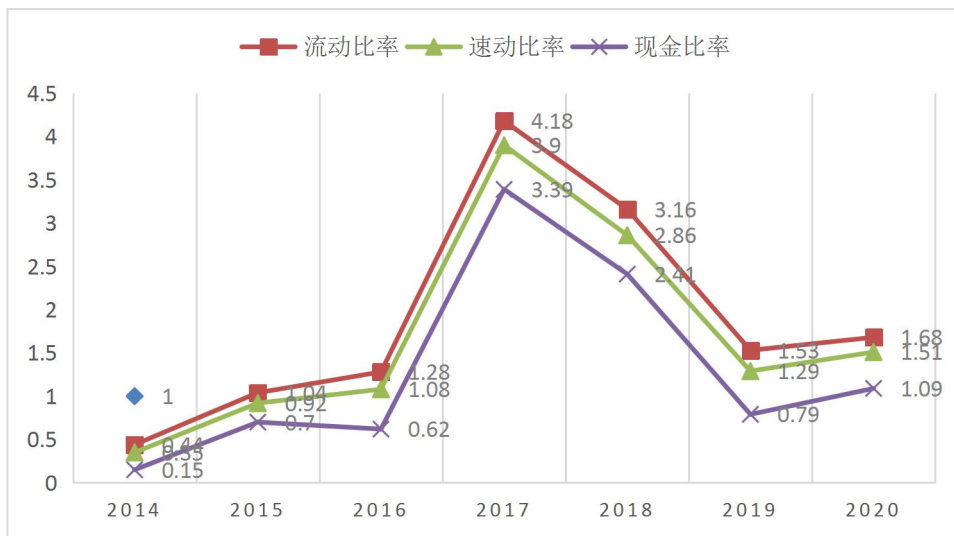


图 4-4 新疆火炬偿债能力指标变动趋势图-2

从表 4-3 和图 4-3 可以看出, 长期偿债能力方面, 2014 年至 2017 年新疆火炬的资产负债率一直不断改善, 因新疆火炬在 2015 年成功挂牌新三板, 2015 年和 2016 年都进行了定向增发, 使其资产负债率有所改善; 2017 年, 因新疆火炬转板上市的股权资本入账, 导致资产的大幅增长, 使资产负债率大幅改善至 14.18, 达到了 2014 年至 2020 年期间的最优值。2017 年后资产负债率逐年有所上升, 因 2018 年至 2020 年期间新疆火炬为了并购光正燃气, 每年都增加了一定的银行贷款且需要支付利息, 导致负债连年增长, 使资产负债率趋于上升, 但仍在较合理的范围内, 且整体水平仍明显低于转板上市之前, 表明在转板上市后新疆火炬的资金和资源更为充足, 举债经营的水平较低。

从表 4-3 和图 4-4 可以看出, 短期偿债能力方面, 新疆火炬的流动比率、速动比率和现金比率 3 项指标的峰值均在 2017 年, 2017 年前新疆火炬的 3 项指标均呈现上升趋势, 2015 年至 2016 年均进行了定向增发有一定的改善, 2017 年因转板上市的股权资本入账导致短期偿债能力大幅提升, 达到了最高值。其后在 2018 年、2019 年 3 项指标均有所下降, 因期间为并购资产增加了银行贷款, 2020 年 3 项指标均出现上升, 因当年偿还部分质押贷款后重新借了信用贷款, 增加了长期借款、减少了短期借款, 使短期偿债能力有所改善。整体来看, 在 2017 年之后, 虽然新疆火炬的 3 项短期偿债能力指标有一定的波动, 但是整体水平仍然明显高于转板上市之前, 可见在转板上市之后新疆火炬的短期偿债能力也得到了明显的提升。

4.1.4 成长能力有所改善

为了分析新疆火炬转板前后的成长能力变化, 本节在文献阅读的基础上选取了总资产增长率、净利润增长率、营业收入增长率 3 个指标衡量新疆火炬的营运能力, 根据 2014 年-2020 年的财务指标, 结合公开披露的财务报表, 对新疆火炬转板上市后的成长能力变化情况进行分析。

表 4-4 新疆火炬成长能力指标变动情况

年份	总资产增长率 (%)	净利润增长率 (%)	营业收入增长率 (%)
2014	-21.64	48.29	24.18
2015	34.89	22.41	7.44
2016	17.56	19.67	0.40
2017	96.43	-28.06	16.11
2018	19.69	7.97	7.83
2019	22.53	-5.45	47.47
2020	12.57	-14.81	18.06

数据来源: wind 数据库

从表 4-4 和图 4-5 可以看出, 2014 年至 2020 年, 新疆火炬总资产增长率呈现出一

定的波动趋势。其中，2015年总资产增长率从-21.64%大幅上升至34.89%，主要原因是2015年3月新疆火炬成功在新三板上市并进行了定向增发，使得总资产大幅增长。2016年小幅下降至17.56%，之后在2017年达到峰值96.43%，是由于首次上市的募集资金在2017年入账，导致当年的总资产大幅增加。在之后的3年里新疆火炬没有发生大规模的资产变动，总资产增长率基本保持稳定。

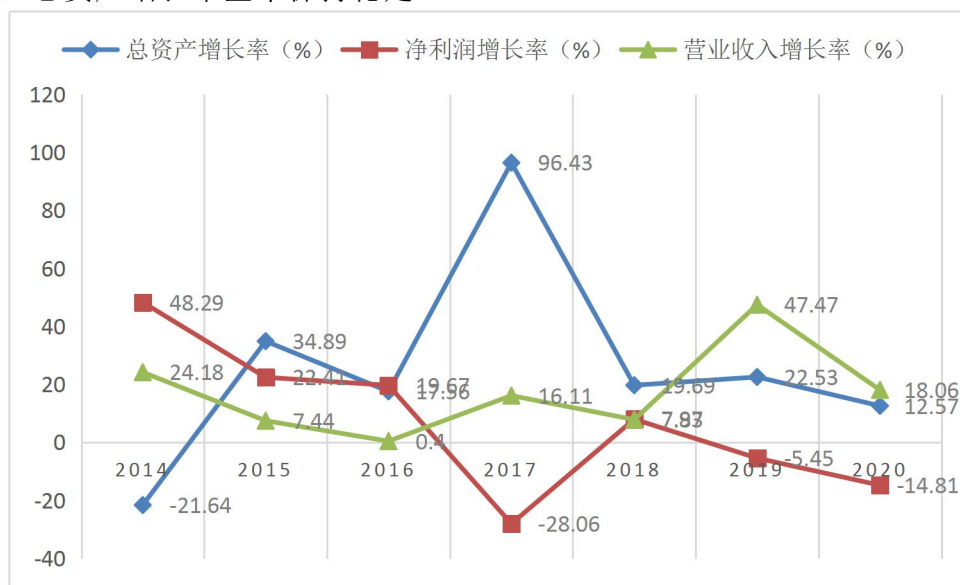


图 4-5 新疆火炬成长能力指标变动趋势图

2014年至2020年，新疆火炬的营业收入增长率基本保持稳定，总体呈现波动上升的趋势。其中，在2014-2016年营业收入增长率从24.18%下降至0.4%，2017年上升至16.11%，其后3年波动上升，2019年出现最高值47.47%，因报告期新增克州地区业务导致营业收入变动较大，其后截至2020年营业收入增长率略微上升1.95个百分点至18.06%，2018年至2020年的营业收入年均增长率较2014年至2017年高出12.42个百分点，表明新疆火炬在转板上市后经营扩张能力得到了一定的改善。

2014年至2020年，新疆火炬的净利润增长率呈现一定的下降趋势。除2018年净利润增长率出现短暂的上升之外，其余的6年时间均为下降，且有三年出现出现负增长，其中，2017年出现净利润增长率的最低值-28.06%。分时段来看，2014年至2017年新疆火炬转板上市前的年均增长率为15.58%，2018年至2020年转板上市后的3年净利润增长率平均水平为-4.1%，较转板上市前下降了近20个百分点，表明其经营效益有所恶化，主要由于新疆火炬自身业务的销售毛利率在逐年下降，同时在2018年至2019年并购光正燃气时向银行进行了贷款，大幅增加了利息费用，且新收购的克州地区业务利润率也相对较低，导致净利润增长率出现下降。

4.2 新疆火炬转板上市财务绩效比较

4.2.1 行业比较分析

为更加清晰准确地评价新疆火炬转板上市财务绩效情况，本节依然从盈利能力、营运能力、偿债能力、成长能力四个方面对转板上市后的新疆火炬的指标和所处行业均值相比较，进行行业比较分析。

表 4-5 2018 年至 2020 年新疆火炬财务绩效行业对比

财务指标		2018 年报	2019 年报	2020 年报		
销售毛利率	平均值	22.43	22.17	21.66	高于	
	新疆火炬	41.20	39.16	29.01		
销售净利率	平均值	11.35	11.42	11.12	2018-19 年高于、 2020 年低于	
	新疆火炬	23.66	15.17	10.95		
盈利 能力	ROA (%)	平均值	5.21	5.25	5.49	2018-19 年高于、 2020 年低于
	新疆火炬	7.49	5.84	4.25		
ROE (%)	平均值	12.76	12.51	13.66	低于	
	新疆火炬	9.15	7.97	6.32		
资产负债率	平均值	51.39	49.24	51.24	低于	
	新疆火炬	23.36	30.67	35.19		
偿债 能力	流动比率	平均值	1.31	1.18	1.09	高于
	新疆火炬	3.16	1.53	1.68		
速动比率	平均值	1.20	1.08	1.03	高于	
	新疆火炬	2.86	1.29	1.51		
总资产周转	平均值	0.76	0.75	0.73	低于	
	新疆火炬	0.31	0.38	0.39		
营运 能力	存货周转率	平均值	52.38	49.71	50.66	低于
	新疆火炬	4.75	5.41	6.84		
应收账款周	平均值	17.29	17.42	17.96	低于	
	新疆火炬	6.24	6.36	5.62		
营业收入增	平均值	23.16	15.80	0.27	2018 年低于、 2019-20 年高于	
	新疆火炬	7.83	47.47	18.06		
成长 能力	净利润增长	平均值	15.22	17.48	17.41	低于
	新疆火炬	7.97	-5.45	-14.81		
总资产增长	平均值	29.31	12.37	42.01	2018 年、2020 年低 于；2019 年高于	
	新疆火炬	19.69	22.53	12.57		

数据来源：wind 数据库

(1) 从表 4-5 可以看出，新疆火炬转板上市后的盈利能力整体高于全行业水平，前文中提到新疆火炬盈利能力在转板上市后处于下降的趋势，但是尽管下降，却仍然高

于全行业的平均水平，表明其盈利能力变动仍在合理范围内。其中，销售毛利率持续高于行业平均水平，销售净利润在 2018 年至 2019 年连续高于全行业水平，2020 年略低于行业水平；ROA（资产收益率）在 2018 年至 2019 年连续高于全行业水平，2020 年略低于行业水平，ROE（净资产收益率）均低于行业平均水平。总体来看，新疆火炬的盈利能力虽然呈现下降趋势，但仍优于行业平均水平。

(2) 从表 4-5 可以看出，新疆火炬转板上市后的偿债能力明显优于行业平均水平，其中资产负债率持续低于行业平均水平，流动比率和速动比率持续高于行业平均水平，主要原因仍是受股权资本入账的影响。从趋势来看，新疆火炬偿债能力的三项指标与行业平均水平变动趋势基本一致。表明新疆火炬在转板上市后，自身偿债能力明显增强的同时，也持续优于全行业平均水平。

(3) 从表 4-5 可以看出，新疆火炬转板上市后的总资产周转率、存货周转率及应收账款周转率均低于行业平均水平，表明其资产管理效率低于行业整体水平。其中，新疆火炬的总资产周转率和存货周转率在转板上市后出现了一定的上升，而应收账款周转率则出现了下降。总体来看，虽然新疆火炬在转板上市后营运能力在不断改善，但相较于行业平均水平仍有较大差距。

(4) 从表 4-5 可以看出，新疆火炬转板上市后的成长能力有所改善，三项指标中除了净利润增长率表现持续低于行业平均水平且不断恶化外，其余的营业收入增长率和总资产增长率均高于或接近行业平均水平。其中，营业收入增长率虽然在 2018 年低于行业水平，但在 2019 年至 2020 年超过了行业平均水平，表明新疆火炬在转板上市后营运能力有所增强，业务规模有所扩张，且在蛋糕越做越大的同时还能保持高速增长；总资产增长率方面，由于新疆火炬的股权资本在 2017 年入账，因此其后的资产增长率并未出现高点，2018 年和 2019 年资产增长率相对较高，其中 2019 年总资产增长率高于行业平均水平，主要由于 2018 年至 2019 年新疆火炬开展了并购扩张战略，但未进行开展并购时，其资产增长率相对行业平均水平较低；净利润增长率在转板上市后持续低于行业平均水平，且不断恶化，主要由于新疆火炬在扩张业务规模后并未提升其整体盈利能力，甚至出现了净利润的负增长。

4.2.2 公司比较分析

为进一步分析新疆火炬财务绩效在转板上市前后的表现情况，印证其在转板上市后财务绩效变化的普遍性，本文除了将新疆火炬转板后的财务绩效与同行业平均水平相比之外，还将其与同期转板企业进行了比较分析。

表 4-6 2018 年成功转板上市企业统计表

序号	公司名称	转板上市板块	转板上市时间	所属行业
1	新疆火炬	主板	2018/1/3	公用事业-公用事业 II

2	科华控股	主板	2018/1/5	可选消费-汽车与汽车零部件
3	百邦科技	创业板	2018/1/9	可选消费
4	奥飞数据	创业板	2018/1/19	信息技术
5	科顺股份	创业板	2018/1/25	材料-材料 II
6	淳中科技	主板	2018/2/2	信息技术
7	润建股份	中小板	2018/3/1	信息技术
8	宏川智慧	中小板	2018/3/28	工业-运输
9	沃格光电	主板	2018/4/17	光学光电子
10	文灿股份	主板	2018/4/26	可选消费-汽车与汽车零部件
11	伯特利	主板	2018/4/27	可选消费-汽车与汽车零部件
12	福达合金	主板	2018/5/17	材料-材料 II
13	南京证券	主板	2018/6/13	金融-多元金融
14	江苏新能	主板	2018/7/3	公用事业-公用事业 II
15	芯能科技	主板	2018/7/9	信息技术
16	明德生物	中小板	2018/7/10	医疗保健
17	捷佳伟创	创业板	2018/8/10	信息技术
18	金力永磁	创业板	2018/9/21	材料-材料 II
19	捷昌驱动	主板	2018/9/21	工业-资本货物
20	顶固集创	创业板	2018/9/25	可选消费
21	宇晶股份	中小板	2018/11/29	通用设备
22	海容冷链	主板	2018/11/29	资本货物
23	新农股份	中小板	2018/12/5	材料-材料 II

资料来源：wind 数据库

本节在 2018 年从新三板成功实现转板上市的 23 家企业中，选取江苏新能与新疆火炬进行比较分析，因为一是江苏新能与新疆火炬所属的行业大类均为“公用事业-公用事业 II”，二是两家企业均是从新三板市场转板上市至主板市场，三是两家企业均在 2015 年成功挂牌新三板，相对于其他企业，江苏新能与新疆火炬的可比性更强。

表 4-7 2014 年至 2020 年新疆火炬与江苏新能财务绩效对比

财务指标		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	
盈利能力	销售毛利率	江苏新能	22.32	30.25	37.81	40.59	41.24	38.69	39.91
	(%)	新疆火炬	43.52	48.32	46.72	42.18	41.20	39.16	29.01
	销售净利率	江苏新能	24.80	18.55	28.33	25.33	24.52	20.02	11.06
	(%)	新疆火炬	31.69	32.25	38.14	23.63	23.66	15.17	10.95
	ROE (%)	江苏新能	21.72	5.76	10.01	9.85	8.04	5.61	3.33

	新疆火炬	50.76	42.01	30.80	17.56	9.15	7.97	6.32
ROA (%)	江苏新能	5.59	3.28	5.13	5.16	4.79	3.59	1.75
	新疆火炬	21.39	23.04	22.37	10.10	7.49	5.84	4.25
资产负债率 (%)	江苏新能	55.21	46.18	52.00	46.61	40.00	39.32	54.00
	新疆火炬	54.83	33.53	22.08	14.18	23.36	30.67	35.19
流动比率 (%)	江苏新能	1.90	2.12	1.72	2.47	3.08	2.35	1.82
	新疆火炬	0.44	1.04	1.28	4.18	3.16	1.53	1.68
速动比率 (%)	江苏新能	1.86	2.08	1.69	2.42	3.04	2.31	1.80
	新疆火炬	0.35	0.92	1.08	3.90	2.86	1.29	1.51
总资产周转率 (次)	江苏新能	0.23	0.18	0.18	0.20	0.20	0.18	0.16
	新疆火炬	0.67	0.71	0.59	0.43	0.32	0.39	0.39
存货周转率 (次)	江苏新能	7.43	19.44	20.33	23.77	23.66	21.69	23.73
	新疆火炬	12.54	8.67	7.16	6.06	4.75	5.41	6.84
应收账款周转率 (次)	江苏新能	3.64	4.81	3.84	2.75	2.09	1.54	1.24
	新疆火炬	15.24	11.42	9.59	7.48	6.31	6.43	5.68
营业收入增长率 (%)	江苏新能	20.19	1.89	31.59	23.73	3.89	0.79	4.20
	新疆火炬	24.18	7.44	0.40	16.11	7.83	47.47	18.06
净利润增长率 (%)	江苏新能	1988.81	-26.94	101.35	10.67	0.55	-17.73	-42.43
	新疆火炬	48.29	22.41	19.67	-28.06	7.97	-5.45	-14.81
总资产增长率 (%)	江苏新能	26.19	32.47	24.44	-1.87	18.96	1.76	34.43
	新疆火炬	-21.64	34.89	17.56	96.43	19.69	22.53	12.57

数据来源: wind 数据库

(1) 从表 4-7 可以看出, 新疆火炬与江苏新能的销售毛利率、销售净利率、ROE 及 ROA 的变动趋势存在一定的相似性。两家企业的销售毛利率均经历了先增长后下降的变动趋势, 其中江苏新能在 2018 年转板上市前的销售毛利率上升幅度较大, 在 2018 年达到最大值后出现了下降, 但也基本稳定在 40% 左右, 下降幅度不大, 且总体来看转板上市后的销售毛利率高于转板上市前; 而新疆火炬的销售毛利率在 2015 年至 2016 年为增长, 但在其后一直呈现小幅下降的趋势, 2019 年及以前均能稳定在 40% 左右, 但在 2020 年大幅下降 10 个百分点至 29.01%, 原因主要是新疆火炬在 2018 年至 2019 年收购了光正燃气新增克州地区业务, 但其毛利率较原有喀什地区业务差距较大, 2020 年新疆火炬喀什地区主营业务毛利率为 33.64%, 而克州地区仅为 8.2%, 使整体毛利率达到 29.1%。两家企业的销售净利率在 2014 年至 2018 年整体均呈现一定的波动下行趋势, 尤其是在上市后的第二年和第三年下行幅度较大, 主要都是由于在转板上市后进行了投资经营扩张, 其中江苏新能在转板上市后陆续投产新能黄海、灌云风电项目, 新疆火炬则在转板上市后实行了对光正燃气的收购, 但扩张后的业务初期投入较大和经营能

力不足等导致成本的大幅增加，而利润增幅却较小。从 ROE 和 ROA 来看，2014 年至 2020 年江苏新能和新疆火炬的 ROE 和 ROA 均在连续下降，且在转板上市后下降幅度有所增大，主要由于两家企业在新三板和转板上市后均进行了定向增发和入账了股权资本，资产规模快速增长，而相应的利润增速较慢，导致 ROE 和 ROA 呈现下降趋势。

(2) 从表 4-7 可以看出，新疆火炬与江苏新能的偿债能力在转板前后呈现了非常相似的变动情况，均以转板上市股权资本入账当年为最优值和转折点。其中，新疆火炬的偿债能力在 2017 年之前波动上行，在 2017 年后波动下行；江苏新能的偿债能力在 2018 年之前波动上行，2018 年后波动下行。

(3) 从表 4-7 可以看出，2014 年至 2020 年新疆火炬的总资产周转率和应收账款周转率整体优于江苏新能，但整体来看两家企业的总资产周转率和应收账款周转率均呈现波动下降的趋势，且在转板后整体低于转板前。其中，总资产周转率主要是由于定向增发和上市募集资金入账导致总资产的快速扩张，而管理效率并未及时跟上；应收账款周转率方面，新疆火炬是由于大客户出现资金困难常年拖欠款项，且在 2020 年出现了一笔因客户企业破产注销而使坏账无法收回的情况，江苏新能则是因为转板上市后投资建设了新项目、扩张了经营规模，同时加快市场扩张和销售，使应收账款周转率出现小幅的下降。从存货周转率来看，新疆火炬和江苏新能在 2018 年转板后的存货周转率变动存在相似性，均呈现了一定的上升趋势，区别是整体来看 2014 年至 2020 年新疆火炬的存货周转率以 2018 年为转折点先下降后上升，而江苏新能的存货周转率为波动上升，其中在 2015 年大幅增加 12.01，其后呈现稳定而缓慢的上升。

(4) 从表 4-7 可以看出，新疆火炬与江苏新能的净利润增长率在转板上市后的表现并不乐观，而总资产增长率表现相对较好，营业收入增长率则存在一定的差异。其中，两家企业的净利润增长率均出现下行的趋势，可见转板上市确实对企业的利润增长没有影响效应，新疆火炬的原因前文已经分析过，而江苏新能 2019 年净利润增长率下降是由于风电收益下降和国家能源补助未及时到账而导致坏账损失，2020 年则是由于国家补贴新政策而计提了大额的资产减值准备。两家企业的总资产增长率在转板上市后表现较为稳定，均是出于企业进一步发展和扩张企业经营规模的需要，新疆火炬因对外收购光正燃气的股权资产、江苏新能因通过增加融资租赁借款加大了风电项目的投入，均使总资产获得增长。两家企业的营业收入增长率变动情况存在一定的差异，新疆火炬由于是通过收购股权进行经营扩张，收购即可获得所收购企业的相应营收和利润，而江苏新能则是通过投资项目建设进行经营扩张，因此初期只有投入没有产出，导致其营业收入增长率增长缓慢。

4.3 新疆火炬转板上市财务绩效存在的问题

结合前文新疆火炬转板上市后财务绩效的变动情况和原因分析,本节归纳整理出新疆火炬转板上市后在财务绩效方面存在的不足。

4.3.1 经营业务较为单一

从经营业务情况来看,新疆火炬是喀什地区、克州地区、新疆生产建设兵团第三师区域市场占有率最大的燃气服务企业,其最主要的业务就是天然气销售业务。结合新疆火炬2020年营业收入情况进行分析,如图4-6,2020年全年新疆火炬实现营业收入6.66亿元,其中,天然气销售业务收入占比71.51%、安装业务收入占比18.46%、供热业务收入占比4.77%、其他业务收入占比5.26%。可以看出,天然气销售业务是新疆火炬最重要的业务,占比70%以上,安装业务占比近20%,而供热业务占比仅不足5%。

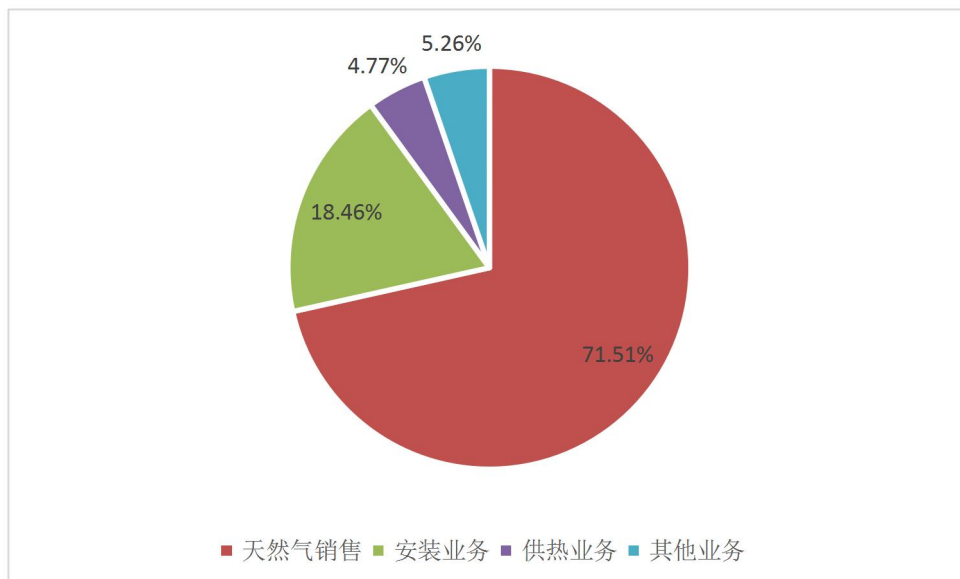


图 4-6 2020 年新疆火炬各类业务收入占比情况

数据来源:新疆火炬 2020 年年报

与转板上市前相比较,2017 年新疆火炬的主要业务仅有天然气销售和安装业务两类,其中天然气销售收入占比 81.2%、安装业务收入占比 18.8%,与 2017 年相比,新疆火炬在转板上市后经过三年的运营和发展,其业务结构已得到一定程度的优化,但是成效并不显著。在 2019 年到 2020 年期间,新疆火炬受到了新冠疫情的影响,由于工业企业等天然气需求下降,其天然气销售的规模出现了下降,价格的下降使其利润率也受到了压缩,由此较为单一的业务结构使其面临的经营风险相对更大。其中,2020 年新疆火炬天然气销售量为 3.53 亿立方米,同比下降 8.21%;当年实现净利润 7414.52 万元,同比下降 14.81%,毛利率为 28.82%,同比下降 10.1 个百分点。

4.3.2 销售毛利率持续下行

结合前文分析,新疆火炬转板上市后存在的最大问题就是盈利能力整体下行。结合图4-7可以看到,新疆火炬在2018年转板上市后,其净利润增长率整体低于转板上市之前,甚至出现了负增长的情况。分析原因,最重要的一方面就是其销售毛利率下降较为明显。同时,在2017年之前新疆火炬的毛利率稳定在40%以上,期间2015年至2016年高于45%,但在2017年之后持续呈现下降趋势,2019年下降至40%以下,2020年下降至30%以下。

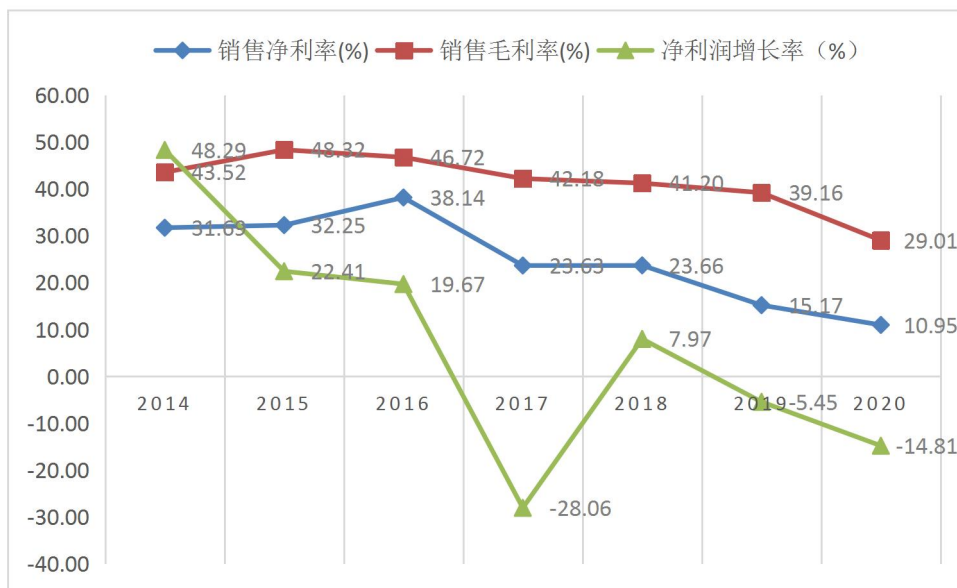


图 4-7 2014 年至 2020 年新疆火炬净利润增长率、销售毛利率

数据来源: Wind 数据库

根据 2013 年新疆维吾尔自治区政府官方网站发布的信息:“新疆从 2013 年起,启动预计投资 393 亿元的‘新疆燃气化工程’,力争到 2017 年末,全疆所有县(市、区)政府所在地城镇 100%实现燃气化,距离天然气干线管网较近、人口相对集中的镇(乡)80%以上实现燃气化”。新疆火炬业务所在的喀什地区疏勒县、疏附县两个县刚好是“环塔线”的重要出口,按照该要求应该在 2017 年底之前完成 80%以上的市场开发,因此,2017 年以后新增天然气输配业务的市场空间不大,市场的发展潜力将非常有限。此外,新疆火炬的 CNG 加气业务是完全的市场竞争状态,因此无论在城市天然气输配业务方面,还是在 CNG 加气业务方面,新疆火炬在 2017 年之后都面临着市场空间和规模发展有限,竞争乏力的不利局面。

表 4-8 2020 年新疆火炬分地区经营业务情况

地区	营业收入 (元)	营业收入同比变动 (%)	营业成本 (元)	营业成本同比变动 (%)	毛利率 (%)	毛利率同比变动 (百分点)
喀什地区	541,033,544.06	6.87	359,035,997.23	18.65	33.64	-6.59
克州地区	124,698,922.85	122.02	114,475,519.39	181.69	8.20	-19.44

数据来源: 新疆火炬 2020 年年报

转板上市后,新疆火炬利用股权融资和债权融资进行了股权收购,收购了光正燃气100%的股权,新增了克州地区的业务,扩大了市场和业务规模。但是,相对于新疆火炬,光正燃气因为经营业务所属区域较为分散,遍及克州和喀什地区疏勒县、伽师县、农三师46团、48团等多个县市和团场,且加气站建造的数量很多,因此需要的运输设备及输气管线也较多,导致其固定资产总量较大、折旧成本相对较高和毛利率相对较低,导致收购后的合并财务报表毛利率出现下滑,从表4-8可以看到,2020年克州地区业务的毛利率仅为8.2%,较喀什地区低25.44个百分点。因此,在原有喀什地区市场利润率下降、新增市场利润率较低、以及后期受疫情影响下调燃气价格等的多重原因作用下,新疆火炬的销售毛利率持续下行。

4.3.3 资产负债率过低

从较为合理的企业经营管理情况来看,资产负债率的适宜水平一般应该是在40%~60%之间,资产负债率越高意味着对外负债水平越高,过高的负债将增加企业的财务费用成本,拖累其经营业绩,同时也会面临较大的经营风险;资产负债率越低意味着对外负债水平越低,但是负债水平过低也不利于企业正常开展相关生产经营活动,或不利于其经营规模的扩大,因为再负债经营的财务费用成本低于其负债投资产生的收益时,企业负债经营就能获得净收益,提高经营规模和经营水平,为后续生产经营奠定良好基础。此外,新疆火炬作为经营风险相对较低的公共事业行业的企业,其资产负债率一般情况下应适当高于市场平均水平。

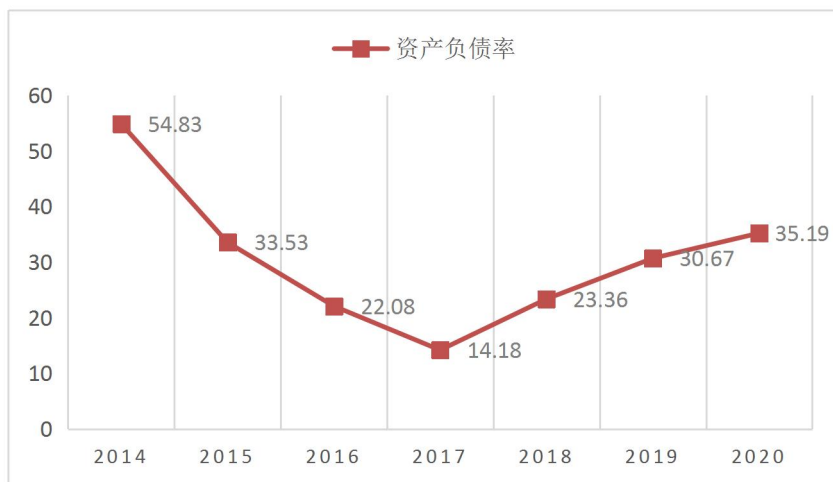


图 4-8 2014 年至 2020 年新疆火炬资产负债率 (%)

数据来源: Wind 数据库

从图 4-8 可以看出,新疆火炬的资产负债率在 2017 年及以后的三年中,均低于 40%,尽管处于不断上升的趋势,却依然低于企业合理的资产负债率水平区间。表明新疆火炬并未充分地利用对外债务融资开展生产经营,这将会制约企业的进一步发展,同时新疆

火炬作为刚刚转板上市到主板市场的企业，应是处于其高速成长和发展期间，过低的资产负债率表明其股权融资占比过高，而债务融资占比过低，其融资结构对企业发展并不是非常有利的。

4.3.4 应收账款周转率持续较低

从前文的财务绩效变动分析和行业对比分析中可以看出，新疆火炬的应收账款周转率持续低于行业平均水平，且仍呈现下降的趋势。新疆火炬应收账款周转率持续下降，一方面原因是自身客户销售风险管理较弱，企业内部对经营风险的有效管控比较缺乏。最典型的例子就是新疆火炬的大客户喀什远东陶瓷有限公司，在2014年至2020年喀什远东陶瓷有限公司持续陷入经营困境，存在资金困难，面临较大的资金偿付风险。由于经营困难，喀什远东陶瓷有限公司每年都会拖欠款项，需计提较大金额的坏账准备，但是在与喀什远东陶瓷有限公司订立合同时，新疆火炬仍在合同中规定“合同到期无异议自动展期一年，展期次数不限”，导致该公司连续数年拖累新疆火炬的应收账款周转效率。

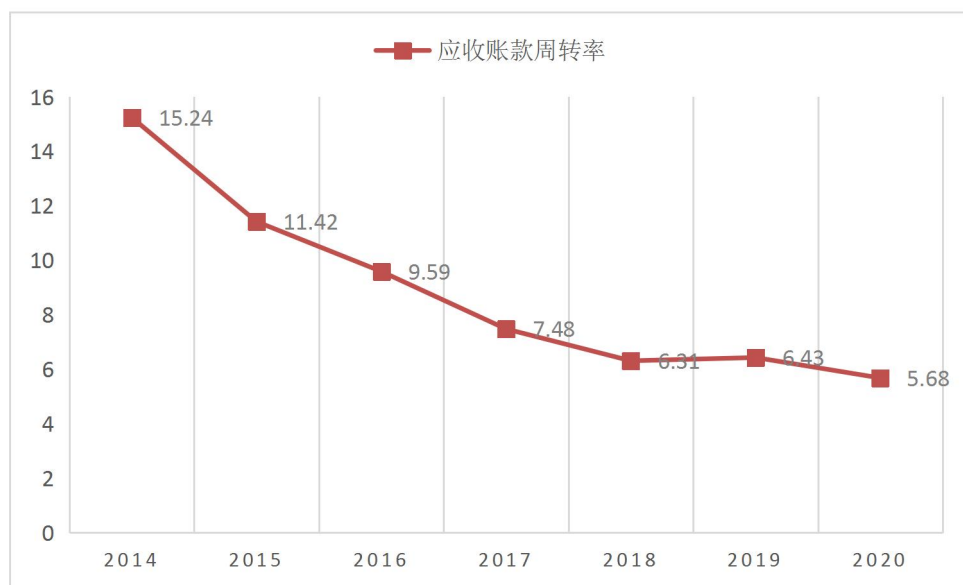


图 4-9 2014 年至 2020 年新疆火炬应收账款周转率

数据来源：Wind 数据库

另一方面，由于新疆火炬在转板上市后实行了股权收购，业务规模大幅增长，客户数量急剧增多，短期管理效率难以快速提升，导致发生延迟付款情况的可能性增加。从新疆火炬应收账款账龄情况来看，如表 4-9 所示，截至 2020 年末，新疆火炬账龄 1 年以内的应收账款余额为 68,241,838.44 元，占比仅 40.66%；账龄 3 年以内的应收账款余额为 121,912,574.33 元，占比仅 77.33%；而账龄 5 年以上的应收账款达 21,276,950.71 元，占比达 12.68%，表明其应收账款的质量相对较低，存在较大的风险隐患。

表 4-9 2020 年末新疆火炬应收账款账龄情况

账龄	余额(元)	占比(%)
1年以内	68,241,838.44	40.66
1至2年	46,895,577.28	27.94
2至3年	14,652,980.65	8.73
3至4年	6,748,204.05	4.02
4至5年	10,025,984.23	5.97
5年以上	21,276,950.71	12.68
合计	167,841,535.36	100.00

数据来源：新疆火炬2020年年报

从新疆火炬坏账准备整体情况来看，截至2020年末，新疆火炬应收账款余额为1.67亿元，计提坏账准备4005.71万元，总的坏账准备占应收账款比例达25.5%；在计提的坏账准备中，五年以上的坏账准备为2127.7万元，占坏账准备总额的53.12%。其中，股权收购后，由于收购光正燃气业务，合并业务中有一家克州地区的客户企业——阿图什建宝选矿有限公司在2020年出现了破产清算的情况，导致新疆火炬出现了一笔无法收回的坏账，从而使应收账款周转率出现了较大幅度的下降。

第5章 新疆火炬转板上市后财务绩效的改进建议

结合前文对新疆火炬转板上市后财务绩效的变动情况和存在的问题的分析，本节将在指出其存在问题的基础上，给予一定的改进建议。

5.1 提升多元化经营能力

5.1.1 巩固天然气销售区域龙头地位

新疆火炬作为新疆南疆地区的燃气龙头企业，其市场规模在收购光正燃气后已基本稳定，后续如再次在短期内进行收购等将面临较大的压力。因此，可以在已有市场的基础上进行深度挖掘和拓展，如针对特许经营区域内的乡镇、工业园区扩展区和新城区等基础设施配套相对较为薄弱的区域，加大管网建设的进展步伐，加强推进天然气应急调峰储气设施项目建设，进一步提高天然气气化率，切实保障城市发展对燃气的各项需求，巩固其区域龙头的市场地位。

5.1.2 推广天然气应用领域和场景

深度挖掘天然气应用领域和市场，积极拓展天然气应用场景，加大天然气在清洁环保、输送、存储、安全性能等方面优势的宣传力度，进一步协助政府推进“煤改气”供热工程建设，通过加快燃气管网建设，建设安全高效的工业天然气利用体系。同时新增天然气应用领域，也将帮助提升燃气设施安装业务的需求，有利于实现天然气销售业务和安装业务业绩共同的稳定增长。

5.1.3 加大多样化业务拓展力度

为进一步提升企业经营效益，新疆火炬除了做好原有天然气销售业务之外，还应当着力加强其他利润较高的业务，而由于CNG等业务市场竞争较大，新疆火炬必须主动加大多元化业务的拓展力度。因此，建议新疆火炬积极突破其能源供给较为单一的经营模式，围绕“CNG、LNG、油料、新能源”等能源，开展多种形式及服务的综合能源业务，提高综合能效，降低投资运营成本，带动和提升公司整体竞争力。

5.1.4 加强大客户关系维护

加强对企业大客户关系的维护、提高企业客户集中度有利于更加精准地把握客户需求、减少安全库存，从而降低经营风险和销售费用，还有助于核心企业提高客户服务能力，促进销售增长，提高销售效率。新疆火炬应把握客户导向的价值理念，持续优化价值链管理，加强优质资源的整合，逐步探索形成较为合理的客户经营战略模式。可以通过加强大客户价值链的经营，把握目标客户群的优质资源，在原有优质客户基础上继续深入拓展多元化业务。利用有效的可持续客户经营方法来积累客户，特别是大客户，通过积累大客户进一步地整合优质资源，加深与大客户的合作，持续增加对大客户提供的增值增值服务，从而形成较为良性的循环模式。

5.2 提升业务盈利水平

5.2.1 提升主营业务毛利率

新疆火炬的主要业务为天然气销售业务，但其毛利率面临逐年下降的难题。新疆火炬在转板上市前就面临市场空间有限、竞争乏力的挑战，转板上市后除了积极投资加气站项目建设，还实行了对光正燃气的股权收购。但是，由于收购带来的增量市场毛利率普遍较低，股权收购带来了新疆火炬偿债能力、营运能力和成长能力的改善，但并未促进盈利能力提升。可以见得，在扩大市场规模的同时，仍需进一步挖掘市场深度和潜力，加大重视提升主要经营业务的毛利率。

5.2.2 提升成本管理水平

新疆火炬业务毛利率逐年下降的原因，除了产品销售的原因，还有其成本管理水平有待提升、成本较高的问题。应当在生产经营活动中，着力提升新疆火炬的成本管理意识，学习先进的成本管理理念，运用成本指导、规划和控制企业相应的生产经营活动，加强事前、事中和事后的成本管理。企业成本管理应放在整体经营盈亏的背景下进行考虑，充分注意盈亏变化对企业成本管理的影响和新要求，以经营盈亏为导向，引导成本管理有效促进企业盈利增长。同时，加强企业内部员工管理和人才培养，最大限度地调动企业员工参与企业经营成本管理的积极性，以提升企业的生产经营效率，从而降低生产经营成本，最终达到提升企业盈利水平的效果。

5.2.3 加强企业人才队伍建设

提升企业多元化经营能力，实施优化的业务拓展策略是一方面，提升人才队伍整体能力也是非常重要的。为更好地实施业务经营和拓展策略，新疆火炬应当积极开拓各类招聘渠道，招聘引进各类优质人才，充分挖掘不同员工的专长和潜力，发挥企业员工的

工作积极性。可以考虑建立以业务拓展效果、经营业绩等为标准的考核和评价机制，完善员工激励约束机制，充分调动员工工作热情。同时，在企业内部建立人才队伍预备制度，着力培养一批骨干员工，为企业的可持续发展提供源源不断的人才储备。

5.3 调整企业融资结构

5.3.1 适当提升债务融资比率

成功转板上市后，企业应积极调整融资结构，注意调节股权融资与债务融资之间的比例关系。新疆火炬在转板上市后，由于大量的募集资金入账，导致其股权融资占比大幅提升，资产负债率不到 20%，其后不断扩大了债务融资，但 2020 年末资产负债率仍在 35%，低于一般性企业的资产负债率的合理水平，即 40%~60%，同时也低于行业平均水平 50%左右。适当提升债务融资比率，合理增加负债，有利于利用债权人的监督对公司上层应用资金进行监督和约束，既能减少过度的投资也能减少投资不足。新疆火炬可以通过改善其融资结构，合理配比股权融资和债务融资，合理提高债务资本的比率，加强间接融资的获取和利用能力，利用好财务杠杆和经营杠杆可以降低企业的平均资本成本，降低经营风险，提高资本收益率，进而提高企业的财务绩效。同时，还应采取多样化融资方式，如认股权证筹资、可转换债券的筹资、优先股筹资等，考虑各种因素，来降低资本成本。

5.3.2 提升企业内源融资效率

在我国，很多企业普遍存在内源融资不足的问题和不足。新疆火炬在调整其融资结构的过程中，除了调整对外的债务融资、股权融资等，还应当重视企业的自我积累，加强自身内部融资能力的建设。应当加强对资本管理理念和方式方法的学习，提升企业资本管理效率，加强先进技术的学习和应用，促进企业经营管理水平和生产效率的提升，从而提高自身的内源融资效率，保障企业在资金流转的前提下实现有效的盈利。

5.4 加强应收账款管理

5.4.1 针对不同客户制定合适的赊销范围

新疆火炬有一家资金周转困难的大客户——喀什远东陶瓷有限公司，从 2014 年之前开始就长期拖欠款项，对其正常的生产经营造成了非常不利影响，严重拖累了其应收账款周转水平。据了解，喀什远东陶瓷有限公司早在 2014 年至 2015 年的就已连续出现

资不抵债、净利润持续亏损、净资产持续为负的经营困境，但新疆火炬依然将其作为大客户之一，正常提供产品和服务并予准予欠款，可见新疆火炬对该企业情况了解并不清晰，一直盲目地对其赊销产品，不予重视和管理。针对该问题，新疆火炬应当建立合理的客户评价机制，在对客户的信用进行评估的基础上，制定合适的赊销范围，对债务人的盈利能力、偿债能力及信用等级做好严格的调查，并提前制定好相应的风险应对措施。同时，还可以定期调查较为主要的客户资产和经营情况，及时更新客户资信档案，向销售、财务提供可靠的客户信息。

5.4.2 加强应收账款的日常管理

加强应收账款的日常管理及收账工作，应收账款发生后及时采取相关的手段及措施对应收账款进行适当的管理。对应收账款实行动态管理，通过应收账款账龄分析、客户资信档案管理、应收账款坏账计提等方法进行定期的分析和检查，促进销售和财务人员提高应收账款管理水平。生产经营中，应注意或者减少与资信等级较差的客户发生赊账行为，同时对往来较多、销售金额较大的客户进行重点关注和监管。此外，还应当设置一定的应收账款预警机制，在核对应收账款往来账目时如果发现有客户达到预警风险标准，应及时进行处理、催收清欠，减少因客户问题发生坏账损失的可能性。

5.4.3 将应收账款管理纳入企业绩效评价体系

新疆火炬应充分关注到资金的周转对企业的影响，可以考虑将应收账款管理纳入企业绩效评价体系，通过加强对员工的管理提升管理效能。即在日常生产经营活动中，对违反公司规定赊销或产生的坏账应追究相关责任，对应收账款的催收提供必要的支持，建立相应的绩效考核机制，将员工的业绩、待遇与应收账款管理相关指标关联，避免出现应收账款拖欠或无法收回的问题。建立符合企业自身特点的绩效评价与激励约束机制，将应收账款管理纳入企业绩效评价体系，使企业管理者和全体员工加强对应收账款管理的重视程度。

第6章 结论与不足

6.1 主要结论

(1) 新疆火炬转板上市后财务绩效有所改善

首先，偿债能力的改善最为明显，整体明显提升的同时趋势也向好。转板后资产负债率大幅改善后逐步恶化，但转板后总体优于转板前；流动比率、速动比率、现金比率大幅上升后逐渐下降，其后再次上升。新疆火炬在实现转板上市之后，通过上市首次募集资金得到了大量股权资金，使其总资产获得了大幅增长，相应的流动资产和股权资本也都得到了增长。公司能够较为合理地利用财务杠杆扩大生产规模，在转板上市后资产结构得到了改善，偿债能力也得到了明显增强。其次，营运能力整体虽然有所下降，但趋势向好。转板后新疆火炬的总资产周转率、存货周转率逐步上升；应收账款周转率波动，略有下降；但三项指标转板后水平均低于转板前。转板上市增加了公司的总资产，但是由于总资产的大幅增长和新并购的业务规模较大，导致资金运营效率不高。再次，成长能力中除了净利润增长率，其他两项指标的也有明显的改善。转板后总资产增长率大幅上升后逐步下降，营业收入增长率波动上行，但两项指标水平均优于转板前；转板后净利润增长率波动下行，且低于转板前水平。新疆火炬在转板之后除了净利润增长率外的两项指标都有了明显的上升，表明公司通过收购股权资本进行了经营扩张，具有良好的发展前景。最后，盈利能力整体下行，没有较明显的效应。转板后新疆火炬的主营业务利润率、成本费用利润率下降；净资产收益率（ROE）、总资产报酬率（ROA）略有下降；三项指标转板后水平均低于转板前。新疆火炬在实现转板上市后，股权资本得到了大幅的增长，其增长程度超过了其净利润的增长，导致净资产收益率在转板上市后有所下降，从而导致了盈利能力的下降。总结来说，就是新疆火炬利润的增长相对于其生产经营规模的扩大和销售收入的增加较为落后，导致盈利能力的下降，没有达到预期的效应。

总体来看，新疆火炬从新三板市场转板上市至主板市场的财务效应是偏正面的，偿债能力、营运能力和成长能力均有一定的改善。由于各种因素的影响，转板上市后企业的盈利能力没有得到提升，公司需要调整经营策略、合理安排资金使用，以更好地促进自身的发展。

(2) 转板上市对新疆火炬投融资规模等的改善促进了财务绩效的提升

转板上市对新疆火炬产生了五方面的影响，也正是这些影响对新疆火炬的财务绩效

变动产生了影响。可以总结出,新疆火炬转板上市后,偿债能力、营运能力和成长能力都得到了一定的改善,主要原因在于一是新疆火炬的内部管理机制在不断完善,员工薪酬也在逐步增加,使其公司治理水平不断提升;二是转板上市大量股权融资资金入账,使其融资规模扩大,融资结构改善;三是随着融资规模的扩大,新疆火炬也加大了投资的力度,在增加项目建设和进行股权收购之后,市场范围得以迅速扩大;四是客户集中度提升,客户集中度的提升有效增强了其客户管理的针对性和便利性,有利于客户管理水平的提升;五是价值链管理改善,整体来看,新疆火炬各环节价值链管理的效率有所提升,对其提高管理能力、经营效率等都有一定的帮助。

(3) 新疆火炬转板上市后仍需从四个方面进一步改进财务绩效

通过分析也可以发现,新疆火炬在转板上市后财务绩效的表现仍然存在一定的不足,主要表现在经营业务较为单一、销售毛利率持续下行、资产负债率过低和应收账款周转率持续较低四个方面。对此,提出了针对性的改进措施,建议新疆火炬通过加大业务拓展力度、提升业务盈利水平、调整企业融资结构和加强应收账款管理等方面的措施,进一步提升其财务绩效。

6.2 不足与展望

新三板市场作为我国多层次资本市场建设的重要部分,随着资本市场互联互通机制的不断完善和规范,越来越多的新三板企业通过转板实现上市。本文以新疆火炬为案例企业对转板上市对其产生的影响进行分析,并对其转板上市前后的财务绩效开展对比研究,分析了新疆火炬在转板后财务绩效存在的问题,并提出了相应的改进建议,对其后续一段时间的经营发展提供一定的参考建议,也为其他后期想要转板上市的新三板企业给予了一定的启示。由于自身能力、时间和资料收集等方面的限制,本文的研究仍然存在很多的不足,比如本文的主要研究思路是转板上市带来了企业经营决策的改变,从而影响其财务绩效,因此难以体现会计确认等因素对财务绩效的影响;本文提出的建议是针对案例企业新疆火炬的,单一企业针对性的建议对其他企业的参考价值相对有限;此外,新三板市场发展的环境在不断变化,转板机制也仍在不断的改进和完善中,分析时难以将很多变化中的因素考虑在内,仍然存在分析不够周全的地方。

后期,随着相关制度机制的进一步完善和落实,以及诸多学者对转板机制和思路研究的进一步完善,新三板企业转板上市的条件、意愿和能力将不断加强,市场也将越来越关注新三板企业在实现转板上市后的经营业绩和财务绩效的表现,具体案例企业的实证研究也将随之不断丰富和深入。未来,中国资本市场各层次之间一定会实现互联互通,实现最优的市场资源配置,从而满足不同阶段企业的融资需求,促进其可持续的长远发展。

参考文献

- [1] 陈彦百,吴一凡.新三板企业转板案例研究——以奥飞数据为例[J].市场周刊, 2021, 34(09):12-14.
- [2] 狄芊芊. 论新三板市场的“介绍上市”[J]. 观点, 2013, (5): 62-64
- [3] 高西有. 中国金融体制的效率评价及改革[J].经济与管理研究, 2000(6): 36-40.
- [4] 郭碧华. 新三板转主板财务策略探析[J]. 会计师, 2019(24).
- [5] 贺卓玛.光莆股份新三板转板绩效评价研究[J]. 河北企业, 2021(01):72-73
- [6] 胡海峰,罗惠良,孙丹. 多层次资本市场中企业融资与转板决策研究理论模型与统计分析[J]. 中国经济问题, 2014(01):39-48
- [7] 黄嘉妮. 股权集中度,公司战略与财务绩效关系的实证研究——以公司战略为中介变量进行研究[J]. 经济师, 2022(1):4.
- [8] 黄晓红,常军委,蔡金雨.新三板企业金力永磁转板上市财务效应分析[J].现代营销(学苑版), 2021(07):144-145.
- [9] 蒋琰,茅宁. 智力资本与财务资本:谁对企业价值创造更有效——来自于江浙地区企业的实证研究[J]. 会计研究, 2008(007):49-55.
- [10]金奕彤. 转板能够提升新三板企业绩效吗? [D].南京审计大学,2019.
- [11]雷辉,王亚男,聂珊珊,欧阳丽萍. 基于财务绩效综合指数的竞争战略绩效时滞效应研究[J]. 会计之友, 2015(5): 64-71.
- [12]李金甜,郑建明,王怡彬. 新三板企业退出做市转让:“情非得已”还是“心甘情愿”?[J]. 证券市场导报, 2019(01):11-19.
- [13]李维光,徐二明. 制度环境变化与创业企业绩效——基于新三板企业的实证研究[J]. 管理现代化, 2020, v.40;No.228(02):52-54.
- [14]李兴然.新疆火炬:股权转让价格诡异 空间狭窄限制发展[J]. 股市动态分析, 2018(03): 34-35.
- [15]刘惠好,杜小伟. 创业板上市公司需要升级转板吗?——基于市场关注度及流动性差异的比较[J]. 中南财经政法大学学报, 2016(03):46-51+159.
- [16]刘林,倪玉娟. 股市流动性、市场关注度与创业板上市公司转板选择兼论我国多层次资本市场建设[J]. 证券市场导报, 2012(05):57-66.
- [17]刘平安. “转板”成流动性困境突破口, 中国证券报, 2017年02月15日
- [18]刘荣茂,李偲婕. 新三板中小企业低效率融资与目标错位问题研究[J]. 现代财经:天津财经大学学报, 2016, 36(11):21-29.
- [19]刘桑晨,郝莉莉. 高管薪酬与公司盈利能力关系研究——基于服装业上市公司[J]. 商情, 2020(009):81-82.

- [20]刘文清,陈素.基于DEA模型的新三板挂牌医药企业运营效率分析[J].经营管理者,2016(35):110.
- [21]罗党论,苟峻彬,唐芳.上市管制背景下新三板企业的“转板”效应[J].南方金融,2019(08):40-49.
- [22]罗立立.中小企业融资渠道的创新——基于新三板的视角[J].商业会计,2012(5):48-50.
- [23]罗倩文,崔晓静,董丽萍.供应链集中度对企业绩效的影响——基于我国制造业上市公司的实证研究[J].生产力研究,2019(10):66-69+98
- [24]潘玉军.我国新三板转板机制及对国际经验的借鉴研究[J].商品与质量,2011,S7:106-107.
- [25]彭贇.新三板企业福达合金转板上市案例分析[D].江西财经大学,2021.
- [26]石晓军,张顺明.商业信用、融资约束及效率影响[J].经济研究,2010(1):102-114.
- [27]史鑫,陈新岗.齐鲁股权交易中心“转板”公司实证研究[J].山东农业大学报,2015(3):87-94.
- [28]苏美玲.新三板企业转板问题分析——以安徽省转板企业为例[J].现代商业,2020(32):105-108.
- [29]孙盼盼.三星新材新三板转主板财务绩效分析[J].轻工科技,2020,36(04):123-124.
- [30]孙天怡.新三板转板制度研究[J].产业创新研究,2021(3):4.
- [31][1]孙亚红.新三板企业转板上市财务策略分析[J].财会通讯,2020(16):103-106.
- [32]田晓蕾,邓乐.上市公司融资行为对公司业绩的影响——基于对中泰化学案例的研究[J].国际会计前沿,2016,5(2):7-15.
- [33]仝晓萌.客户集中度对企业财务绩效的影响[D].华北水利水电大学,2019.
- [34]汪海霞,佟磊.新疆“新三板”挂牌企业成长性综合评价与分析[J].石河子大学学报(哲学社会科学版),2018,032(004):39-45.
- [35]王丹,彭晨宸.股权集中度,投资者保护与财务绩效——基于国家层面创新型企业的经验证据[J].财会通讯:下,2018(4):6.
- [36]王洪波.中小企业板上市公司绩效影响因素研究[J].经济学动态,2009(07):51-53.
- [37]吴迪.新三板转板制度研究[J].南昌大学法律评论,2018(00):183-195.
- [38]姚铮,金列.多元化动机影响企业财务绩效机理研究:以浙江民企雅戈尔为例[J].管理世界,2009(12):137-149.
- [39]叶晓花.我国创业板上市公司IPO前后绩效变化及影响因素研究[D].暨南大学,2012.
- [40]张冰秋.新三板企业绩效评价体系构建与实证[J].统计与决策,2016(24):186-188.
- [41]张进年.新三板改革对中小企业挂牌投资分析[J].投资与创业,2018(004):13-14.
- [42]周茂清,尹中立.“新三板”市场的形成,功能及其发展趋势[J].当代经济管理,2011,33(002):75-77.
- [43]朱义师.新三板市场与挂牌企业融资效率研究综述[J].商业经济,2017(8):161-163.

- [44] 邹政. 合纵科技转板前后企业绩效比较研究[D]. 西南大学, 2020.
- [45] Aza Azlina Mud Kassim, Zuaini Ishak, Nor Aziah Abdul Manaf. Board Process, Capital Structure Decisions and Company Performance[J]. *Management Science and Engineering*, 2012(1), 81-87.
- [46] B.A. Jain, O. Kini. The Post-issue Operating Performance of IPO Firms [J]. *Journal of Finance*, 1994, (49):1699-1726.
- [47] Baker, H.K., Edelman, R.B. The Effects on Spread and Volume of Switching to the NASDAQ National Market System[J]. *Financial Analysts Journal*, 1992, 48(1):83-88.
- [48] Cheng Y . Post-listing Underperformance: Is It Really Bad to Move Trading Locations?[J]. *Journal of Corporate Finance*, 2005, 12(1):97-120.
- [49] Claudio A Romano, George A Tanewski, Kosmas X Smyrniotis. Capital structure decision making: a model for family business [J]. *Journal of Business Venturing*, 2001, 16(3):285-310.
- [50] Chau-Chen Yang, H. Kent Baker , Li-Chuan Chou, et al. Does switching from NASDAQ to the NYSE affect investment-cash flow sensitivity?[J]. *Journal of Business Research*, 2009, 62(10):1007-1012.
- [51] Jong-Ho Park, Ki Beom Binh, Kyong Shik Eom. The effect of listing switches from a growth market to a main board: An alternative perspective[J]. *Emerging Markets Review*, 2016, 29(12):246-273.
- [52] Kyong Shik Eom, Ki Beom Binh, Jong-Ho Park, The effect of listing switch from a new market to a main board: Market macrostructure evidence, 2013.
- [53] Leoral F Klapper, Virginia Sarria Allends, Victor Sulla. Small and medium size enterprise financing in eastern Europe[R]. Washington: Finance, Development Research Group, 2003:1-60.
- [54] Macklin, G.S. A Primer on NASDAQ: The Market of the Future, in Douglas F. Parrillo, Enno R. Hobbing, and Margo Vanover Porter (eds.), *The NASDAQ Handbook*, Chicago, IL: Probus. 1987.
- [55] Maury, B. and Paiute, A. Multiple large shareholders and firm value. *Journal of Banking & Finance*, 2005(29): 1813-1834.
- [56] Papaioannou G J, Travlos N G, Viswanathan K G. Visibility effects and timing in stock listing changes: Evidence from operating performance[J]. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2009, 49(2): 357-377.
- [57] Simi Kedia. Why Do Only Some Nasdaq Firms Switch To The NYSE? Evidence From Corporate Transactions[J]. *Journal of Financial Markets*, 2011(2).
- [58] Sukhpreet Kaur. A study on the impact of CSR performance on the financial performance of Indian service sector[J]. *International Journal of Business Competetion and Growth*, 2018, 6(2):115-127.

致 谢

时间过得飞快，经过不懈的坚持和努力，终于完成了 MBA 所有的课程，毕业论文也终于写作完成。此刻我的思绪万千，回想过去三年的学习与生活，经历了许许多多的艰辛与快乐。值得欣慰的是我终于克服了前行道路上的困难，完成了人生中一项重要的目标，在这一过程中获得了太多来自周围的支持和关心，对他们我心怀满满的谢意。

论文的完成离不开导师王生年老师的悉心指导，本文的选题、构思和初稿终稿的审核，都倾注了王老师大量的心血。王老师渊博的知识、敏锐的思维、丰富的科研经验给予我许多珍贵的指导，严谨的治学态度、谦虚的为人也使我深受启发，非常感谢王老师。今后，我将更加努力地学习和工作，用最好的表现和业绩来回报导师、回报学校。

毕业论文的写作过程中，我还得到了周围朋友、同学的帮助和支持，感谢你们在论文写作的过程中给予我生活和学习上的帮助，虽然即将面临毕业后的分别，但是与你们在一起的这段时光将成为我一生珍藏的美好回忆。


衷心地谢谢大家！

作者简介

马珍，女，生于1993年2月，籍贯甘肃。2016年毕业于南开大学经济学专业，获经济学学士学位。同年参加工作，在中国铁塔股份有限公司新疆分公司任财务会计，后于2018年7月在中国人民银行阿勒泰地区中心支行任职科员。2019年7月起在石河子大学经济与管理学院工商管理专业学习。

石河子大学硕士研究生学位论文

导师评阅表

研究生姓名	马珍	学制	三年
专业	工商管理	研究方向	会计与财务管理
学术评语: <p>转板上市对企业经营和财务绩效的影响是理论界多年以来一直研究的课题,在资本市场互联互通机制日益完善的背景下,新三板企业谋求主板上市也俨然已经成为我国资本市场的一种新趋势。因此,考察新三板企业在转板上市后的财务绩效和价值创造能力是否有实质性提高,具有重要的理论与实践意义。论文选题具有很强的现实背景,研究问题比较明确,对丰富相关领域的研究和提升转板上市企业财务绩效具有一定的借鉴意义。</p> <p>论文在众多前人理论和实证研究的基础之上,以新疆火炬燃气股份有限公司作为案例研究对象,对新疆火炬的企业概况和转板上市历程进行了详细介绍,并重点对转板上市后新疆火炬产生的主要影响进行了分析。根据 wind 数据库相关数据指标和公司 7 年来的年度报告,从盈利能力、营运能力、偿债能力和成长能力四个方面对新疆火炬转板上市前后的财务绩效变动情况进行了分析,并针对存在的问题提出了针对性的相关改进建议。论文研究成果和建议对解决案例企业实际问题有一定的指导和参考价值,也给后续其他转板上市的企业在保持和提升经营业绩和价值创造能力方面提供一定的启示。</p> <p>论文对国外研究现状和国内研究现状均作了较详细的评述,一定程度上掌握了研究动态,说明作者具有一定的文献整理能力。论文采用了文献研究法和案例研究法,方法得当,能够理论结合实际地采用应用型的方法和技术路线,体现专业学位特色,实践操作性强,研究设计合理,层次分明。研究内容的有一定的难度和深度,论据较充分,逻辑性较强,工作量较饱满,写作及引文较规范,达到了工商管理专业硕士学位论文水平。</p> <p style="text-align: right;">指导教师签字: </p> <p style="text-align: center;">2022 年 5 月 31 日</p>			

