

# 国资收购民营建筑施工上市公司发展研究

联合资信 公用评级二部 | 迟腾飞 | 魏 凯 | 邢小帆

近年来，建筑业整体下行压力加大，市场竞争加剧，国有企业和地方政府（下文统称为“国资”）出于获取稀缺资源、地方城投转型需求、资源整合、业务协同、纾困企业、稳定当地经济以及招商引资等方面的考虑收购民营建筑施工上市公司的情况时有发生。国资可以利用其较为雄厚的资金和融资实力、独特的政府背景和丰富的业务资源为被收购的民营建筑施工上市公司赋能，同时也面临着诸如低估建工企业资金需求、高估国资赋能效果、支持顾虑、忽略行业周期影响、丧失控制权风险以及增加收购方经营及财务风险等方面的风险与挑战。基于样本分析，整体来看，国资的收购对被收购的民营建筑施工上市公司的业绩改善不明显，且随着时间推移，改善效果有减弱的趋势。具体来看，样本分析显示，控股股东持股比例高、提供的资金、融资和业务支持力度大的被收购公司业绩改善情况相对较好，控股股东持股比例较低、控股股东与被收购公司无法形成有效的业务协调以及涉入 PPP 项目规模较大的被收购公司业绩改善情况欠佳。



**联合资信评估股份有限公司**  
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



## 一、引言

近年来，国资收购民营上市公司的案例不断增加，对于民营上市公司而言，国有资本的进入可能带来多方面的影响。本研究以国资收购民营建筑施工上市公司为例，旨在深入分析民营建筑施工上市公司在被国资收购后的发展情况，探讨国资收购的优势、挑战及对国资收购民营建筑施工上市公司给出相关建议。

## 二、收购背景、动机及方式

### （一）收购背景

近年来，建筑业整体下行压力加大，市场竞争加剧，市场份额继续向大型中央企业（以下简称“央企”）集中，一些民营建筑施工企业在发展过程中出现了不同程度的困难，为国资收购提供了契机，其中民营建筑施工上市公司成为资金较为雄厚的国资收购首选。

近年来，在经济增长持续承压的背景下，建筑业作为需求驱动型行业，整体下行压力加大，市场竞争加剧，加速了资质和融资能力较弱的建筑施工企业出清，行业集中度进一步提升。国有建筑施工企业特别是央企在资金、资源、政策等方面具有显著优势，建筑业市场份额继续向大型央企集中，七大建筑施工央企<sup>1</sup>新签合同额占全国建筑业新签合同额的比重持续提升<sup>2</sup>，其中 2023 年比重为 41.89%，同比提升 3.76 个百分点。随着市场竞争愈发激烈，一些民营建筑施工企业在发展过程中可能存在盲目大举涉入 PPP 项目、过渡依赖园林和房建工程的问题，同时由于民营建筑施工企业融资能力有限，导致资金紧张、短债长投现象明显，经营出现了不同程度的困难，资本实力充实和流动性改善的需求愈发迫切，为国资收购提供了契机，其中民营建筑施工上市公司成为资金较为雄厚的国资收购的首选。

### （二）收购动机

一般来说，国资收购民营建筑施工企业主要出于获取稀缺资源、地方城投转

<sup>1</sup> 七大建筑施工央企分别为中国建筑、中国铁建、中国中铁、中国交建、中国中冶、中国电建和中国化学

<sup>2</sup> 2018—2023 年，七大建筑施工央企新签合同额占全国建筑业新签合同额的比重分别为 28.43%、31.61%、33.65%、35.35%、38.13%和 41.89%

型需求、资源整合、业务协同、纾困企业、稳定当地经济以及招商引资等方面的考虑。

收购一家上市公司作为国资的一项重大的投资，往往出于多方面的考虑，一般来说，国资收购民营建筑施工企业主要有以下动机：

**获取稀缺资源。**由于企业在我国 A 股上市需要满足一系列严格的条件，以及上市的审核流程耗时长、不确定性大，我国上市公司对于其他众多的非上市公司来说，属于稀缺资源，控股一家上市公司对很多地方政府和国有企业来说具有很大的吸引力。

**地方城投转型需求。**近年来，地方政府下属的城投企业有市场化转型需求，建筑施工企业具有市场准入和技术门槛相对较低、营业收入规模大等特点，是城投企业市场化转型的一个选择方向。

**资源整合、业务协同。**部分参与收购的国资，本身就是当地的基础设施建设主体，其业务和建筑施工企业有很强的关联度和互补性，控股建筑施工企业后，可以实现业务协同。上市的建筑施工企业一般拥有较好的相关资质、品牌声誉以及相关专业的团队和市场渠道等，可以与参与收购的国资形成良好的互补，实现资源整合。此外，国资还可以通过将经营性资产注入被收购上市公司的形式，实现资产证券化的目标。

**纾困企业、稳定当地经济、招商引资。**一般来说，已上市的建筑施工企业基本都已形成一定的规模，对当地的税收和就业有较大的促进作用，当企业遇到困难时，当地国资通过收购控股的方式实现纾困企业、保障当地税收和就业的目的。此外，还可以通过控股一家异地上市公司的方式，实现招商引资，不少案例表明，当地国资收购一家异地企业后，一般会将该公司的注册地迁至本地并在本地新设办公场所，以增加当地的税收和就业。

### （三）收购方式

收购方在收购过程中可以采用协议转让股权、定向增发、二级市场增持、要约收购及表决权委托等多种方式，不同方式之间各有优劣，收购方一般根据实际情况，采取以上一种或多种方式结合的形式完成收购。

收购方在收购过程中可以采用以下多种收购方式，不同方式之间各有优劣，收购方一般根据实际情况，采取以上一种或多种方式结合的形式完成收购。

**协议转让股权。**收购方与被收购公司原股东（一般为控股股东，下同）签订《股份转让协议》，通过协议转让的方式取得原股东相应股份。协议转让股权是收购方最常用的收购手段，可以在短时间内一次性获得较大数量的公司股份，缺点是收购方提供的收购资金仅在新老股东之间流动而不能注入被收购公司，短期内被收购公司资本实力不会有明显的改善，此外若原控股股东因股份“清仓式”转让而退出公司的经营管理，可能会导致公司经营管理出现较大波动。

**定向增发（非公开发行）。**为巩固收购方控股股东地位及为被收购公司注入流动资金，收购方往往将参与定向增发作为收购的重要一环。通过定向增发认购被收购公司发行的股份成本相对较低（发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 80%），但定向增发需要经过监管部门审批，存在较大不确定性。

**二级市场增持/要约收购。**除上述两种方式外，收购方可以直接在二级市场进行增持，或者发起要约收购，二级市场增持或要约收购不需要经过较为繁琐的审批流程，但往往需要付出较高的收购溢价。

**表决权委托。**被收购公司原股东将其持有的剩余股份所对应的表决权委托给收购方行使，并对表决权委托期限进行约定，期限一般约定至收购方完成全部收购动作之日（如完成定增）止或原股东无条件、不可撤销地放弃对应的表决权。表决权委托一般作为收购方案的一部分，经常与股权转让和定增等方式相配套，优点是可以在最短时间内，以较小的资金成本迅速完成控制权的变更，主要缺点是若表决权委托对应部分股份因法律诉讼等原因被动处置（对于民营建筑施工上市公司来说，原控股股东往往股权质押比例较高，存在股份被动处置风险），可能造成收购方失去被收购公司的控制权。

### 三、国资收购的积极影响与挑战

#### （一）国资收购的积极影响

总的来说，国资收购民营建筑施工上市公司可以带来下列积极影响。

**提供资金支持，提升被收购公司融资能力。**国资股东对民营建筑施工上市公司完成收购后，首先，通常采用提供关联方借款或定向增发等方式，直接向被收购公司提供资金支持；其次，国资股东可以通过为被收购公司融资提供担保，协助被收购公司从金融机构及资本市场获取资金；最后，民营建筑施工上市公司被收购后成为国有企业子公司，身份转变也有利于从银行等金融机构获得更多授信额度，提升被收购公司的融资能力。

**共享国资资源优势。**民营建筑施工上市公司的收购方既有央企也有地方国资，央企一般具备良好声誉、资质和技术等综合实力，可协助被收购公司在投标时获得竞争优势；部分被收购公司亦可直接从央企股东处获得分包业务或与央企成立合资公司共同承揽业务。而地方国资通常掌握较多所在地业务及行政资源，有利于被收购公司在业务获取、政府补助、税收优惠等方面获得支持。

**引入更加规范的管理体系。**国资在完成对民营上市公司的收购后，通常会向被收购上市公司派驻董事、高管以及财务人员参与上市公司的管理，同时，修订公司章程并完善内部管理制度，推动被收购公司的管理更加成熟规范，进而有利于被收购公司的长期稳定发展。

**优势互补，助力城投公司市场化转型。**建工上市公司通常在建筑施工细分领域具有较好的业务资质、较高的技术水平以及专业团队和市场资源等，而部分收购方系作为地方基础设施建设主体的城投企业，近年来市场化转型压力较大，与建筑施工上市公司具有一定的优势互补性，能够产生一定的协同效应，助力城投公司市场化业务拓展和转型。

## （二）国资收购的挑战与风险

在看到上述积极影响的同时，国资收购民营建筑施工上市公司也面临着诸多的挑战与风险。

**低估建工企业资金需求。**建筑施工行业的业务模式具有垫资施工、回款周期较长等特点，且近年来民营建筑施工企业参与 PPP 项目投资较多，部分项目公司未纳入合并范围，且部分民营企业管理机制不完善，或存在资金界限不清晰，大股东挪用资

金、表外负债及财务报表不规范等问题，被收购公司真实财务杠杆水平可能高于财务报表显示水平。另外，受到地方政府财政收支缺口压力加大等因素影响，导致民营建筑施工上市公司回款情况持续欠佳。在此背景下，民营建筑施工上市公司资金需求或远超收购方最初规划，存在收购方已经提供了较大额度的资金支持后，被收购公司仍面临较大资金缺口的两难困境。

**高估国资赋能效果。**业务赋能方面，受到宏观经济及国家基础设施建设相关政策调整等因素影响，国资当地基建需求大幅下降，国资能够提供给公司的业务资源可能未能达到预期效果。融资赋能方面，国资期待完成收购后，被收购公司获得国企身份，后续融资渠道更加畅通，但由于此类型收购国资持股比例普遍不高，金融机构对被收购公司的国企身份仍存在较多顾虑，融资改善情况或低于预期。此外，上市公司经营改善是一个长期、综合的过程，若国资尤其是地方城投企业在收购后对上市公司还是以单纯的提供资金支持为主，在人员和管理方面改革举措不多，不能很好的产生业务协调，收购或对上市公司业绩改善效果不明显。

**国资支持顾虑。**国资一般面临较为严格的国有资产保值增值考核压力，而国资通常对上市公司持股比例普遍不高，国资股东单方面持续投入和按持股比例获取股东收益之间存在严重不匹配，此外，若上市公司经营困境一直不能改善，国资也对是否继续投入资源纾困上市公司产生顾虑，进而处于进退两难的境地。

**忽略行业周期影响。**建筑业作为周期性行业，除了企业资质、品牌、技术和管理等内部因素以及获得的外部支持外，建筑施工上市公司也面临宏观环境和行业周期等外部环境长期挑战，近年来，在经济增长持续承压的背景下，建筑业作为需求驱动型行业，整体下行压力加大，市场竞争加剧，民营建筑施工上市公司大多集中在房建、园林及装修装饰等行业，受到外部环境变化的冲击加大，单纯靠国资赋能短时间内难以扭转行业周期变化趋势。

**丧失控制权风险。**近年来，多家建筑施工上市公司收购方案包含了定向增发和表决权委托安排，但定向增发审核流程耗时较长，不确定性高，存在定增失败风险；表决权委托方面，大部分被收购公司原控股股东存在较高比例股权质押，若上市公司原股东的股权质押出现违约事项，存在质押权人进一步启动违约处置流程的风险，可能

导致上市公司股权结构发生变化，从而影响收购方的控股地位。

**增加收购方经营及财务风险。**收购上市公司通常所需资金体量较大，部分收购方需通过银行融资才能完成收购，且收购后通常需要在资金注入等方面给予上市公司支持，这都加大了收购方自身债务压力，除了直接提供资金支持外，收购方通常还会为被收购公司提供融资担保，也相应增加了收购方或有负债风险。此外，部分收购方为地方政府城投企业，自身本就面临一定流动性压力，若上市公司后续业绩不能改善，则将拖累城投企业财务报表表现，对城投企业偿债能力造成更多不利影响。

## 四、基于样本对国资收购民营建筑施工上市公司后续发展的分析

### （一）样本概况

为研究国资收购对民营建筑施工上市公司的影响，本文选取 2018 年—2023 年期间被国资收购的民营建筑施工上市公司进行研究，通过筛选，共有 9 家民营建筑施工上市公司符合条件。

从收购方式上来看，仅有 1 家收购方采取了单一的协议转让股权的收购方式（持股 29.27%），其他家均采用了多种收购方式相结合的形式。其中有 7 家收购方计划采用定增方式增持股份，但仅有 4 家成功的完成了定增事项；有 6 家收购方采用了表决权委托的方式提前锁定控股股东地位；仅有 2 家收购方采用了二级市场增持或要约收购的增持股份方式，收购方均为资金实力雄厚的央企。

持股比例方面，9 家被收购公司的控股股东在收购后的持股比例范围在 5.02%~35.57%，其中持股比例低于 20.00%的有 3 家（2 家系定增未能如期落地所致），上述 3 家收购方均采用表决权委托的方式保持了对被收购公司的控股地位。表决权委托方面，9 家被收购公司的控股股东在收购后的表决权比例范围为 21.62%~35.57%，均维持在 20%以上。

图表 1 截至 2024 年 3 月底，收购方对被收购公司收购方式、持股和表决权比例情况

被收购公司	收购方式	持股比例 (%)	表决权比例 (%)
公司 A	协议转让股权+表决权委托+定增（成功）	29.67	29.67
公司 B	协议转让股权+表决权委托+定增（未完成）	5.02	22.40

公司 C	协议转让股权+表决权委托	10.00	26.80
公司 D	协议转让股权+二级市场增持+定增（成功）	24.80	24.80
公司 E	协议转让股权+表决权委托+定增（成功）	35.57	35.57
公司 F	协议转让股权+表决权委托+定增（未完成）	10.34	29.98
公司 G	协议转让股权+定增（已终止）	21.62	21.62
公司 H	协议转让股权+表决权委托+定增（成功）+要约收购	33.04	33.04
公司 I	协议转让股权	29.27	29.27

注：部分公司表决权委托满足解除条件后，控股股东持股比例与表决权比例恢复一致  
资料来源：公开资料，联合资信整理

资金和融资支持方面，9家国资收购方均向被收购公司提供了关联方借款，其中4家收购方通过定增的方式向被收购公司注入资金，此外有9家收购方向被收购公司的融资提供了担保。本文采用（关联方借款+定增注资+融资担保）/收购当年被收购公司负债总额比重指标来衡量收购方在资金及融资方面提供的支持力度，其中有5家收购方提供的资金支持与担保金额合计超过被收购公司当年负债总额的30.00%，其中2家超过被收购公司当年负债总额规模的50.00%。

图表2 截至2024年3月底，被收购公司获得的资金及融资支持情况（单位：亿元）

被收购公司	关联方借款	定增注资	融资担保	合计金额	收购当年被收购公司 负债总额	资金及融资支持占负债总额比 重（%）
公司 A	31.25	10.78	11.00	53.03	124.43	42.62
公司 B	12.04	--	4.20	16.24	136.11	11.93
公司 C	105.18	--	57.35	162.53	311.22	52.22
公司 D	30.00	14.07	28.00	72.07	230.33	31.29
公司 E	4.58	2.92	12.65	20.15	47.80	42.15
公司 F	3.01	--	--	3.01	92.72	3.25
公司 G	5.30	--	12.31	17.61	68.71	25.63
公司 H	9.00	35.74	--	44.74	452.33	9.89
公司 I	10.00	--	18.05	28.05	48.61	57.70

注：关联方借款、定增注资及融资担保等支持为自收购以来累计值

资料来源：公开资料，联合资信整理

业务支持方面（向控股股东及其关联方销售产品、商品、提供劳务），除2家国资收购方未提供任何业务支持外，剩余7家收购方均提供了不同程度上的业务支持。

图表3 被收购公司获得控股股东关联方业务支持情况（单位：亿元）

被收购公司	2019年		2020年		2021年		2022年		2023年	
	业务支持	业务支持/ 新签合同								
公司 A	0.00	0.00%	13.02	9.19%	29.79	43.94%	29.38	44.56%	12.19	19.32%
公司 B	--	--	--	--	--	--	--	--	2.35	14.32%
公司 C	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
公司 D	--	--	--	--	0.01	0.02%	3.50	14.94%	8.01	34.19%

公司 E	--	--	--	--	--	--	0.03	0.41%	0.08	1.14%
公司 F	--	--	--	--	0.45	1.23%	0.27	0.86%	0.38	1.60%
公司 G	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
公司 H	--	--	3.40	37.78%	9.15	83.18%	6.12	16.54%	6.22	16.81%
公司 I	0.02	0.04%	0.01	0.04%	13.28	19.25%	5.50	19.62%	5.21	29.44%

注：当年未提供业务支持用 0.00 表示；收购之前年份数据用“--”表示

资料来源：公开资料，联合资信整理

## （二）被收购民营建筑施工上市公司后续发展表现评价指标

为探究被收购的民营建筑施工上市公司被国资收购后的发展情况，本文选取了盈利能力、经营效率、资本结构、偿债能力和发展韧性五个方面的指标对上述 9 家民营建筑施工上市公司在被收购后的发展表现进行评价。

具体评价指标选取方面，本文所建立的图表 4 中，由 5 个一级指标、10 个二级指标组成的被收购民营建筑施工上市公司发展情况评价体系，其中 10 个二级指标的基础权重均为 10.00%，同时考虑到各项指标对建筑施工企业的发展表现进行综合评价时，部分指标需要根据重要性进行权重调整。本文认为公司营业总收入最直观地反映了建筑施工企业的业务规模和市场地位，较高的营业总收入通常意味着企业在技术资质、项目获取、内部管理、人员和设备等方面具备优势，营业收入的变动情况最直观的反应了企业的发展情况，所以赋予营业总收入 20.00% 的最高权重。此外，销售债权周转次数和存货周转次数主要反映企业在应收类款项管理和存货控制方面的效率，两项指标合计赋予 10.00% 的权重。

图表 4 被收购民营建筑施工上市公司发展情况评价指标

评价内容	评价指标	权重 (%)	计算公式
盈利能力	营业总收入	20.00	/
	利润总额	10.00	/
	营业利润率	10.00	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
	净资产收益率	10.00	净利润/所有者权益×100%
资本结构	所有者权益	10.00	/
	资产负债率	10.00	负债总额/资产总额×100%
偿债能力	现金短期债务比	10.00	现金类资产/短期债务
经营效率	销售债权周转次数	10.00	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
	存货周转次数		
发展韧性	新签合同金额占上年营业总收入的比值	10.00	当年新签合同金额/上年营业总收入×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资；短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

评价方法方面，为尽可能的剔除建筑施工行业周期性影响，本文不直接使用上述

指标的绝对值及绝对值的变化情况对被收购公司的发展情况进行评价，而是按照上述指标的年度表现确定被收购公司在行业（我们选取了 2018 年—2023 年期间能够获取完整财务数据的民营建筑施工上市公司共计 51 家作为行业样本总量）中的排名，通过比较被收购公司在收购前后年度的行业排名变化情况来评价企业被收购后的发展情况。

具体操作方面，考虑到不同指标原始值的量级差异较大，并不能直接使用图表 4 中的指标原始值对建筑施工企业的发展情况进行打分和评价，因此，本文采取 Z-score 标准化方法，将指标的原始数据减去该年份该指标的行业样本均值，再除以该年份该指标的行业样本标准差，从而将数据转化为以 0 为均值、以 1 为标准差的标准分数。其计算公式为：

$$Z = \frac{X - \mu}{\sigma}$$

其中 Z 是标准化后企业该年份某一指标的得分，X 是企业该年份某一指标的原始数据值， $\mu$  是该年份该指标的行业样本均值， $\sigma$  是该年份该指标的行业样本标准差。经过 Z-score 标准化处理后，不同的指标数据转化为无单位的标准分数，消除了数量级的影响。

在对原始数据进行 Z-score 标准化处理后，图表 4 中指标可进一步表示为：

$$Score = \sum_{i=1}^{10} w_i \times Z_i$$

其中，Score 为某一建筑施工企业某一年份的指标评价体系得分， $w_i$  为第 i 个指标的权重， $Z_i$  为某一建筑施工企业某年第 i 个指标的标准化得分。某一建筑施工企业 10 个二级财务指标标准化得分的加权和即为该企业在该年度的财务指标评价体系得分。

基于以上方法，本文对 51 家民营建筑施工上市公司 2018—2023 年的财务指标进行打分和排序，得到各年度民营建筑施工公司的财务指标表现排名，并以此为依据重点分析国资收购的民营建筑施工上市公司的表现情况。

### （三）收购后发展情况

基于样本分析，整体来看，国资的收购对被收购的民营建筑施工上市公司的业绩改善不明显，且随着时间推移，改善效果有减弱的趋势。具体来看，样本分析显示，控股股东持股比例高、提供的资金、融资和业务支持力度大的被收购公司业绩改善情况相对较好，持股比例较低，控股股东与被收购公司无法形成有效的业务协调以及涉入 PPP 项目规模较大的被收购公司业绩改善情况欠佳。

经过统计，9 家被收购公司在收购前后的综合得分排名如图表 5 所示，其中加粗部分为各个公司被收购年份，其中数字越大，排名越靠后。

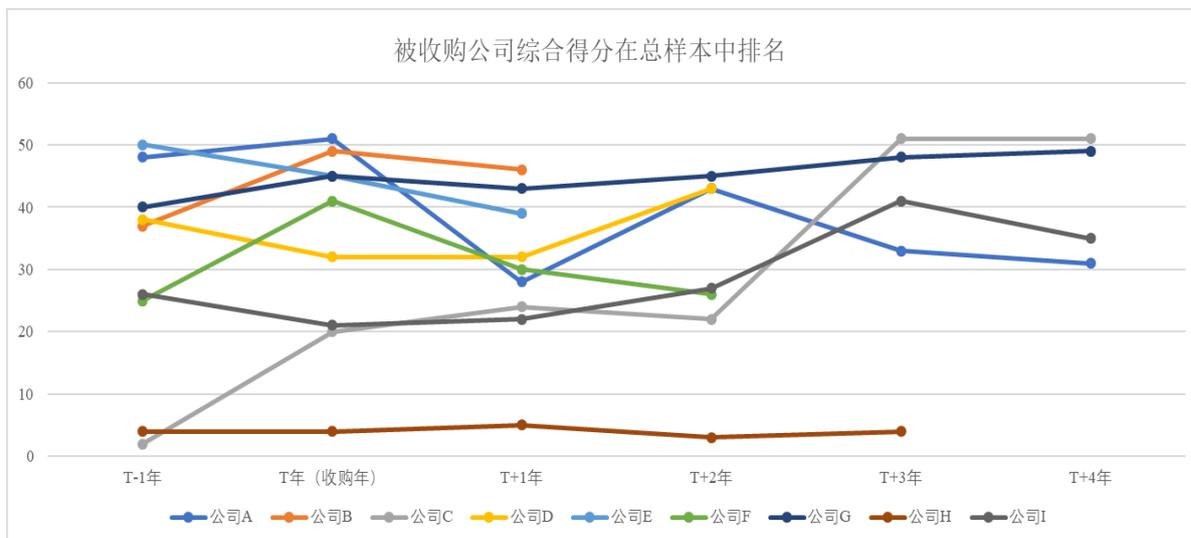
图表 5 被收购公司综合得分在总样本中排名

被收购公司	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
	排名 (名)	排名 (名)	排名 (名)	排名 (名)	排名 (名)	排名 (名)
公司 A	48	<b>51</b>	28	43	33	31
公司 B	9	34	47	37	<b>49</b>	46
公司 C	2	<b>20</b>	24	22	51	51
公司 D	8	49	38	<b>32</b>	32	43
公司 E	14	19	26	50	<b>45</b>	39
公司 F	13	30	25	<b>41</b>	30	26
公司 G	40	<b>45</b>	43	45	48	49
公司 H	3	4	<b>4</b>	5	3	4
公司 I	26	<b>21</b>	22	27	41	35

资料来源：联合资信整理

为更加清晰的展示被收购公司在被收购前后的行业排名变化情况，本文将各家公司被收购的年度统一为 T 年，T-1 年为被收购的前一年（T-1 作为业绩比较基准年），T+1 为被收购的第二年，以此类推，被收购公司综合得分在总样本中排名如图表 6 所示。

图表 6 被收购公司综合得分在总样本中排名



从图表 6 来看，9 家被收购公司中有 6 家排名在波动中下降（折线向上则代表排名下降），1 家排名基本保持平稳（公司 H），2 家排名有所上升（公司 A 和公司 E）。

具体年份来看，在收购当年，9 家被收购公司中有 5 家当年行业排名较收购前一年（T-1 年）有所下滑，（下滑幅度区间跨度最小下滑 3 名，最大下滑 18 名），1 家被收购公司排名未发生变化（公司 H），3 家被收购公司排名分别提升 5 名（公司 E）、5 名（公司 I）和 6 名（公司 D）。在排名下滑的 5 家公司中，下滑幅度较大的 3 家分别下滑 12 名（公司 B）、16 名（公司 F）和 18 名（公司 C）。

在收购第二年（T+1）年，有 5 家被收购公司当年行业排名较收购前一年（T-1 年）有所下滑（下滑幅度区间最小下滑 1 名为公司 H；最大下滑 22 名，为公司 C），4 家被收购公司排名较收购前一年分别提升 4 名（公司 I）、6 名（公司 D）、11 名（公司 E）和 20 名（公司 A）。

在最近一年（即 2023 年），有 6 家被收购公司当年行业排名较收购前一年（T-1 年）有所下滑（下滑幅度区间最小下滑 1 名，最大下滑 49 名），1 家被收购公司排名未发生变化（公司 H），2 家被收购公司排名分别提升 11 名（公司 E）和 17 名（公司 A）。在排名下滑的 6 家公司中，下滑幅度最大的一家是公司 C。

综上，9 家被收购公司中仅有 2 家公司在被收购后排名有所改善，1 家公司在被收购后整体排名基本保持稳定，基于样本分析，整体来看，国资的收购对被收购的民营建筑施工上市公司的业绩改善不明显。分年度来看，在收购第二年（T+1）年，被

收购公司业绩表现相对较好，主要系外部支持和国资赋能一般在收购第二年显现效果以及收购当年一般为被收购公司陷入经营困境年份，随着时间推移，国资收购民营上市公司改善效果有减弱的趋势。

分具体公司来看，公司 A 和公司 E 在被收购后排名有所改善。从持股比例来看，公司 A 和公司 E 的控股股东分别持有公司 A 和公司 E 的 29.67%和 35.57%的股权，两家公司均采用了协议转让股权+表决权委托+定增的方式收购，并且均成功的完成了定增，最终持股比例在 9 个样本中分别排名第三位和第一位，收购方持有被收购方较高的股份比例往往意味着收购方更加稳固的控股地位以及并表被收购方后分享更高比例的收益或损失，在此情况下收购方往往愿意提供更多的资金、融资和业务支持。从资金和融资支持来看，公司 A 和公司 E 获得的资金和融资支持分别为其被收购当年负债总额的 42.62%和 42.15%，在 9 个样本中资金和融资支持力度排名分别为第三位和第四位。从业务支持角度来看，公司 A 和公司 E 的控股股东分别为省级城投平台和地级市城投平台，公司 A 和公司 E 均获得了国资的业务支持，其中公司 A 在被收购的第二年到第五年，获得的国资业务支持占其当年新签合同额的比例分别为 9.19%、43.94%、44.56%和 19.32%，在 9 家中处于上游水平，公司 E 在被收购后的当年和第二年分别获得的国资业务支持占其当年新签合同额的比例分别为 0.41%和 1.14%，处于下游水平。

公司 C 在被收购后在 9 家公司中整体排名下滑幅度最大，其中在收购当年排名下滑 18 名，在被收购的第二年和第三年排名相对稳定，在被收购的第四年排名较上一年继续大幅下滑 29 名至最末尾 1 名，并在被收购的第五年维持了末尾排名。从持股比例来看，公司 C 的控股股东及关联方合计持有公司 10.00%的股权，控股股东采用了协议转让股权+表决权委托的收购方式，最终持股比例在 9 家中排名第八位。从资金和融资支持来看，公司 C 获得的资金和融资支持为其被收购当年负债总额的 52.22%，在 9 个样本中资金和融资支持力度排名为第二位，但上述资金和融资支持金额主要发生在被收购后前三年，在被收购的第四年和第五年新增资金和融资支持有所减弱。从业务支持角度来看，公司 C 的控股股东为投资管理公司，公司 C 在被收购后未获得国资在业务上的相关支持。此外，在业务模式上，公司 C 工程建设业务涉入

PPP 项目模式规模大，通过公开查询，截至 2022 末，公司 C 未完工项目中 PPP 模式下项目共 183 个，合同总金额为 494.75 亿元，未完工合同额为 210.12 亿元，PPP 项目存在回款周期长、项目进度缓慢、停工、甩项等情况，对公司业务造成较严重的拖累，致使在国资持续的外部支持下业绩改善效果仍不显著。

公司 H 被收购前后排名情况较为稳定，主要系公司 H 在收购前业务规模较大，且业务较为稳定，因此在被收购后仍继续保持了较为平稳的发展状态。

最后，由于上述 9 家公司被收购年份分布在 2018—2022 年期间，部分企业仅能够分析其被收购当年及被收购次年的业绩表现，本文结论存在一定局限性，后期随着时间的推移和更多被收购公司样本的加入，有望进一步完善数据，在更长的时间跨度及更多的样本分析的基础上对被收购公司的业绩改善情况做出进一步的评价。

## 五、建议及启发

国资收购民营建筑施工上市公司可以利用其较为雄厚的资金和融资实力、独特的政府背景和丰富的业务资源为被收购公司赋能，同时国资在收购民营建筑施工上市公司的时候也面临了诸多风险与挑战，针对上文的分析内容，本文对国资收购民营上市公司提出如下建议。

**明确与被收购公司间是否存在业务协同。**收购方在收购时，应明确收购目的，关注被收购公司与自身业务是否能够产生协同，不建议单纯以“抄底”和控股上市公司作为单一收购目的，若收购陷入困境的上市公司，应了解被收购公司陷入困境的根本原因，充分分析收购后是否可以切实的解决上述问题，是否有足够的相关资源与被收购公司产生良好的业务协同，是否有相应的人才储备参与被收购上市公司的管理和经营等。

**重视行业周期影响。**建筑施工作为周期性行业，样本中收购行为多发生在行业下行周期内，在当下建筑施工周期被动拉长的背景下，需重视行业周期的影响。若判断建筑施工行业处在一个较长时间的下行周期中，实际上单纯靠国资赋能很难短时间对抗和改变下行趋势，收购方若选择在下行周期内进行收购，应做好被收购公司在收购

后较长一段时间内仍无明显改善的准备，并权衡在下行周期内收购的利弊。

**了解被收购公司风险敞口规模。**收购前需充分尽调，了解被收购公司业务特点及风险敞口规模，明确被收购公司风险敞口是否已超过收购方所能提供的支持上限。对于收购和支持上市公司所需资金，需合理的做好融资安排，管理好收购可能带来的债务压力及或有负债风险，尤其对于陷入困境的民营建筑施工上市公司来说，被收购公司规模越大，往往救助及业绩改善难度越大，选择企业规模与自身支持力度相匹配的公司才能发挥最佳的赋能效果。

**设计合理的收购方式和持股比例。**建议设计合理、可靠的收购方案，并做好备选应对方案，避免出现分步收购方案后续难以进一步推进（如定增方案难以实施等）的情形。此外，需评估收购后合理的持股比例，较低的持股比例虽然能以较低的收购成本控制上市公司，但在可能的控制权丢失、被收购公司国企身份认同、后续支持和收益严重不匹配等方面存在较大隐患，或导致后续收购方付出更多的成本。

**了解上市公司特有风险。**上市公司由于其特有属性，受到监管部门较为严格的约束和监管，尤其是在近年来监管部门有意加大上市公司退市力度的背景下，需明确上市公司退市条件，评估被收购上市公司未来退市可能性，谨慎收购有退市风险的上市公司。

## 联系人

投资人服务 010-8567 9696-8624 [chenjialin@lhratings.com](mailto:chenjialin@lhratings.com)

## 免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。