

Research on the Motivation and Performance of China Railway Construction's Spin-off and Listing

Yujia Ren^{1, 2}, Luqiao Mao^{1†}

1. East China Jiaotong University, Nanchang, Jiangxi, 330000, China

2. Hubei Normal University, Huangshi, Hubei, 435000, China

†Email: 1033012223@qq.com

Abstract

This paper selects China Railway Construction and its subsidiary, China Railway Construction Heavy Industry, a large state-owned enterprise, as the research object, and analyzes the motivation for their spin-off and listing. In addition, the performance of enterprise spin-offs and listings is analyzed, in order to provide reference for attempting to spin off listed companies through the analysis of successful spin-offs and listings.

Keywords: Spin-off; Performance Evaluation; China Railway Construction; China Railway Construction Heavy Industry

中国铁建分拆上市动因及绩效研究

任俞佳^{1,2}, 毛芦桥^{1†}

1. 华东交通大学, 江西南昌 330000

2. 湖北师范大学, 湖北黄石 435000

摘要: 本文选择了大型国有企业中国铁建及子公司铁建重工为研究对象, 分析其分拆上市的动因。作为境内分拆上市的首批项目, 铁建重工的分拆无市场先例可循, 具有较强的研究意义。并且对企业分拆上市的绩效进行分析, 以期通过对成功分拆上市的企业剖析为尝试分拆上市公司提供借鉴与参考。

关键词: 分拆上市; 绩效评价; 中国铁建; 铁建重工

引言

国有企业在我国的国民经济体系中始终占据着不可替代的位置, 其在国内企业中的地位尤为独特。2019年, 证监会正式出台《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》, 为国有企业进一步深化混改提供的新的方式。分拆上市可以为国企引入战略投资者、进行混改提供平台基础, 有助于激发标的公司动力, 提高治理水平, 进一步加大混改力度, 实现“国有资产保值增值”的目标。2021年6月22日, 中国铁建重工集团股份有限公司在上海证券交易所的科创板上正式上市, 标志着它成为我国首个成功将子公司拆分并上市至A股的大型央企。铁建重工在分拆上市之后取得了飞速的进展, 这不仅为中国铁建在推进混合所有制改革方面积累了宝贵的实践经验, 也确保了铁建集团内工业制造板块能够持续发展, 并为其他企业在资本市场融资方面提供了有价值的参考。

1 中国铁建相关背景

1.1 中国铁建基本简介

中国铁建股份有限公司是由中国铁道建筑总公司独立创办的, 于2007年11月5日在北京成立, 是由国

务院国资委管理的一家特大型建筑企业。2008年3月10日和3月13日，公司人民币内资股（A股）和境外上市外资股（H股）分别在上海证券交易所和香港联交所上市。中国铁建被认为是全球最有实力和规模的超大型综合建设集团之一。在2023年的《财富》杂志上，它在“世界500强企业”中排名第43，并连续18年进入世界500强。该公司的业务范围包括工程承包、规划设计咨询、房地产开发、工业制造、物资物流以及其他新兴产业，经营范围遍及全国32个省、自治区、直辖市以及全球143个国家和地区。

1.2 铁建重工基本简介

中国铁建重工集团股份有限公司于2006年11月23日正式成立，是世界500强企业中国铁建股份有限公司的下属单位，集隧道智能装备建设，高端轨道设备装备研发，设计，制造，服务为一体的大型专业化企业。该集团的总部设在湖南长沙，被国家正式认定为高新技术重点企业，并且是国家级的两化深度融合示范企业。2021年6月22日，铁建重工在上海证券交易所科创板正式上市。铁建重工主要业务可以划分为掘进机装备，轨道交通装备，特种专业装备三大类，并对以上装备进行租赁等业务。

1.3 中国铁建拆分上市流程

2018年6月，铁建重工在香港联交所主板上市；2019年12月，董事会审议通过分拆预案，拟分拆铁建重工至科创板上市；2020年2月，香港联交所同意中国铁建分拆铁建重工于科创板上市；2021年5月，铁建重工获得证监会注册；2021年6月，铁建重工于上交所科创板上市，发行价2.87元股，共发行128518万股。至此，中国铁建成功分拆铁建重工至科创板上市。

2 中国铁建拆分上市的动因

2.1 聚焦核心业务，提升专业经营水平

表1 2020年母子公司主营业务对比表

单位：亿元

铁建重工			中国铁建		
主营构成	主营收入	比例	主营构成	主营收入	比例
掘进机装备业务	32.22	42.34%	工程承包	7951	87.34%
轨道交通设备业务	22.99	30.20%	房地产开发	409.3	4.50%
特种专业装备业务	15.88	20.87%	勘察设计及咨询	184.5	2.03%
租赁业务	4.55	5.98%	工业制造	155.5	1.71%
其他	0.47	0.61%	其他	402.8	4.42%

数据来源：中国铁建年报

通过上表可知，截至2020年12月31日，中国铁建与铁建重工主营业务的关联性并不密切，如果继续由母公司对其进行管理难免会顾此失彼，影响铁建重工的未来发展。在分拆上市后，中国铁建和铁建重工可以聚焦核心业务，业务结构更加明朗。一方面，中国铁建将进一步突出在主营业务方面的优势，增强企业的独立性。同时，铁建重工的经营发展不再受限，生产与研发能力增强，发展与创新能力得到进一步提升，企业未来的盈利水平显著提高。

2.2 降低信息不对称，提升市场估值

如表2所示，2018-2020年铁建重工的盈利能力远超母公司中国铁建，但是在分拆上市前，铁建重工的财务信息在合并报表中无法得到单独的披露，存在一定的信息不对称，投资者只能以中国铁建整体业务的估值水平对铁建重工的估值进行推算，这不可避免地导致了铁建重工所属业务板块的价值存在一定低估。通过分拆铁建重工上市，有助于帮助投资者充分认识到铁建重工的潜在价值和前景，进而提升铁建重工所属板块的估值^[1]。

表 2 2018 年-2020 年母子公司盈利能力指标

年度	铁建重工			中国铁建		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020
销售毛利率	35.16%	33.13%	34.39%	9.78%	9.64%	9.26%
销售净利率	20.26%	21.01%	20.60%	2.72%	2.72%	2.82%

数据来源：新浪财经

3 中国铁建分拆上市财务绩效分析

本节将对母公司中国铁建和子公司铁建重工的财务指标进行分析，从而更好地评估分拆上市对母子公司的价值创造，进而明确分拆上市对母子公司的不同影响。结合中国铁建和铁建重工分拆上市后的表现，下面将从四个维度进行分析。

3.1 对母公司财务绩效的影响

3.1.1 盈利能力

表 3 中国铁建 2019 年-2023 年盈利能力指标

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
净资产收益率	12.03%	11.45%	11.1%	11.07%	9.8%
销售毛利率	9.64%	9.26%	9.6%	10.09%	10.4%
销售净利率	2.72%	2.82%	2.87%	2.9%	2.84%

数据来源：新浪财经

净利率和净资产收益率（ROE）最能直接反映企业的盈利能力，这两项指标越高，说明企业的盈利能力越强^[2]。由表 3 可知，中国铁建分拆铁建重工上市前后的净资产收益率、销售毛利率和销售净利率的变化，可以看出中国铁建的净资产收益率、销售毛利率和销售净利率在分拆当年分别达到 11.1%、9.6%、2.87%，较分拆前实现小幅增长。销售毛利率和销售净利率均呈现平稳上涨，说明分拆之后，中国铁建能够更专注发展自己的主营业务，主营业务收入持续增长，同时控制成本能力变强，在计划成本开支时能够减轻负担，提升了经营效率。总体来看，中国铁建的盈利能力在分拆后得到提升。

3.1.2 营运能力

表 4 中国铁建 2019 年-2023 年营运能力财务指标

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
总资产周转率(次)	0.83	0.78	0.79	0.76	0.71
应收账款周转率(次)	7.85	7.66	7.25	7.38	7.66

数据来源：新浪财经

营运能力可以概括为公司经营生产中资产在整个产业里面的利用效率，公司的营运能力主要可以利用两个指标来进行评价分析，分别是总资产周转率、存货周转和应收账款周转率，周转率越高，就代表了整个公司在营运能力上表现突出^[3]。

如表 4 所示，分拆上市前后，中国铁建的总资产周转率持续在 0.7 浮动，变化幅度很小，处于稳定状态。同时，应收账款周转率在 2019 年-2023 年表现较好，基本保持在 7 以上，一般认为该比率保持在 7-8 为较好的水平，说明公司的资金使用效率较好。在拆分当年有小幅下降趋势，主要是由于收入增长，同时受业主方项目结算周期长等影响，回款较慢，相应的应收账款增长。综合各项指标来看，分拆上市没有使中国铁建的营运能力有较大的变动，企业的经营与发展总体较平稳。

3.1.3 偿债能力

本文选择流动比率、速动比率对中国铁建的短期偿债能力进行分析。

表 5 中国铁建 2019-2023 年偿债能力指标

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
流动比率	1.10	1.12	1.09	1.08	1.07
速动比率	0.81	0.82	0.76	0.76	0.76
资产负债率	75.77%	74.76%	74.39%	74.68%	74.92%

数据来源：新浪财经

分拆上市前后，中国铁建的流动比率基本稳定，并无较大波动；速动比率先上升后下降，速动比率均值在 0.76 左右，和 1 比较接近。这是因为中国铁建在 2021 年流动负债大幅提升，其中应收账款、合同资产和存货增长明显。总体来说，在分拆上市前后，中国铁建的短期偿债能力保持稳定。在 2021 年中国铁建分拆上市时，资产负债率实现一定程度的下降，且相比于分拆上市之前的两年，中国铁建的资产负债率有所降低，说明拆分后企业的资金结构得到一定程度的改善，提升了企业的长期偿债能力。

3.1.4 发展能力

发展能力主要是指企业未来的发展潜力和未来经营的扩展能力。本文选取归母净利润、总资产增长率、营业收入增长率分析中国铁建分拆前后的发展能力。

表 6 中国铁建 2019-2023 年发展能力指标

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
归母净利润	202 亿	224 亿	247 亿	267 亿	261 亿
总资产增长率	17.79%	14.99%	8.85%	12.64%	7.47%
营业收入增长率	13.74%	9.62%	12.05%	7.48%	3.80%

数据来源：新浪财经

从表 6 可知，2019-2023 年中国铁建归母净利润呈现较为明显的上涨趋势，2023 年末，归属母公司的净利润从 2019 年的 202 亿元上升至 261 亿元，增长了 29.2%，利润创造情况较为可观；分拆上市成功后，中国铁建募集到大量资金，可以用于购建资产，推动企业的运营和发展，2023 年末中国铁建的总资产增长率和营业收入增长率分别达到 7.47%、3.80%。综合来看，中国铁建的发展势头正盛，发展能力强劲，分拆上市成功后中国铁建仍有较大的发展潜力和成长空间。

3.2 对子公司财务绩效的影响

3.2.1 盈利能力

表 7 铁建重工 2019 年-2023 年盈利能力指标

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
净资产收益率	21.51%	20.55%	15.53%	12.48%	9.98%
销售毛利率	33.13%	34.39%	32.38%	34.07%	31.36%
销售净利率	21.01%	20.60%	18.24%	18.26%	15.89%

数据来源：新浪财经

铁建重工业务主要集中于高端装备领域，此外智能装备制造方面也表现为较高的集中度，因此，净资产收益率、销售毛利率和销售净利率对比母公司中国铁建来说居于高值，获得的营业收入也更好，这与其自身业务属性有关。虽然铁建重工的净资产收益率在 2021 年下降到 12.23%，是由于 2021 年铁建重工在科创板上市，股本和净资产大幅度增加所致。2023 年销售毛利率为 31.36%，总体保持在较高的水平，主要是

因为公司长期坚持自主创新和研发产品，不断精进公司的研发技术，逐步完善生产工艺产业链，在掘进机装备关键技术方面获得了重大的突破，产品具有较强的市场竞争力^[4]。分拆上市之后，虽然各项比率有所下降，与公司上市之后股本和资产结构变化有关，总体并未对铁建重工的盈利有不良影响。

3.2.2 营运能力

表 8 铁建重工 2019 年-2023 年营运能力财务指标

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
总资产周转率(次)	0.47	0.47	0.48	0.43	0.41
应收账款周转率(次)	1.67	1.43	1.41	1.37	1.26

数据来源：新浪财经

由表 8 可知，应收账款周转率、总资产周转率呈现出逐年下降的趋势，铁建重工主要是中大型国有企业，回款有良好的保证，风险较小，所以应收账款周转率保持在较好水平。2023 年应收账款周转率为 1.26，总体来看应收账款周转率水平平均不高，说明应收账款变现需要比较长的时间，分拆上市之后由于收入增长，同时受业主方项目结算周期长等原因，回款较慢，相应的应收账款增长。2019-2023 年，铁建重工的总资产周转率持续在 0.4 浮动，处于稳定状态。总体来说，分拆上市前后子公司的运营状态良好，营运能力较稳定，分拆上市这一措施并没有影响到企业原有的运营模式。

3.2.3 偿债能力

表 9 铁建重工 2019-2023 年偿债能力指标

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
流动比率	1.31	1.24	2.03	2.16	1.92
速动比率	1.02	0.97	1.53	1.51	1.33
资产负债率	52.86%	51.37%	37.38%	34.81%	34.93%

数据来源：新浪财经

由表 9 可知，从短期偿债能力指标来看，铁建重工的流动比率和速动比率在 2020 年达到最低点，分别为 1.24、0.97，但是在 2021 年完成分拆上市时，流动比率和速动比率同比增长了 62.89%、58.74%，分别达到 2.03、1.53，增长幅度较大，短期偿债能力得到显著提升。从长期偿债能力指标来看，资产负债率呈现下降的趋势，2023 年下降到 34.93%，主要因为铁建重工在 2021 年分拆上市，筹集到了大量的经营资金，同时股本增加，净资产增加，资产负债结构改变，所以导致企业资产负债率下降。

3.2.4 发展能力

表 10 铁建重工 2019-2023 年发展能力指标

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
归母净利润	15.298 亿	15.672 亿	17.355 亿	18.441 亿	15.935 亿
总资产增长率	-5.49%	12.53%	32.86%	4.94%	7.47%
营业收入增长率	-8.91%	4.52%	25.05%	6.14%	-0.73%

数据来源：新浪财经

铁建重工的总资产增长率和营业收入增长率均呈现出先下降后上升的趋势，且都在 2019 年下降到最低值，2021 年上升到最高值。2021 年，营业收入增加较大，增长幅度为 25.05%，达到近五年的最高值；总资产增长率增长速度更快，较上年增长率提高近 20%，达到近五年的最高值 32.86%；归母净利润保持相对平缓的发展趋势。综合来看，分拆上市加快了铁建重工的营业收入、总资产等的积累速度，企业的各项成长指标非常乐观，发展态势迅猛，成功被分拆至科创板上市让铁建重工的发展潜力更强、成长空间更大。

4 中国铁建分拆上市非财务绩效分析

4.1 研发创新能力

表 11 中国铁建 2019-2023 年研发支出情况

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
研发支出（亿元）	165	186	203	250	267
营业收入（亿元）	8305	9103	10200	11000	11400
占营业收入比例（%）	1.99	2.04	1.99	0.23	0.23

数据来源：新浪财经

中国铁建不断加强科技创新、加快产业技术创新的步伐，以推动企业的高质量发展^[5]。中国铁建的营业收入总额和研发投入如表 11 所示，可以看出 2019 年-2023 年营业收入总额、研发投入额均呈现出递增趋势，自 2021 年 6 月铁建重工成功分拆上市后，2021 年中国铁建研发费用支出为 203 亿元，同比上升 8.86%，相比 2019 年上涨了 23.03%，研发费用增幅较大，中国铁建逐年加大研发力度，可以看出中国铁建十分注重研发科技的发展。此外，中国铁建营业收入保持稳定增长，主要的促进因素是企业对研发的重视程度使其核心技术加速突破并驱动企业持续发展主营业务稳中有进。

表 12 中国铁建 2019-2023 年研发人员情况

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
公司研发人员的数量	31306	30076	28665	28880	28832
研发人员数量占公司总人数的比例（%）	10.65	10.51	10.71	10.71	10.77

数据来源：中国铁建年报

从表 12 中的研发人员情况来看，2019 年-2023 年中国铁建的研发人员逐年减少，但是研发人员数量占公司总人数的比例较为稳定，始终维持在 10%以上，主要原因是中国铁建在此期间分拆子公司上市，调整公司人员结构。由此说明，中国铁建并没有减轻对研发人员的重视，但是也没有很明显的提高。综合来看，中国铁建在分拆铁建重工上市之后，有更多精力专注发展科研项目，坚持走科技创新之路，研发费用增幅较大，中国铁建逐年加大研发力度。

4.2 市场拓展能力

表 13 中国铁建 2019-2023 年主营业务收入分布

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
境内收入占比（%）	95.71	95.75	95.4	94.7	95.07
境外收入占比（%）	4.29	4.25	4.6	5.3	4.93

数据来源：中国铁建年报

中国铁建在 2019 年提出了“海外优先”的战略，如今，中国铁建和铁建重工沿着“十四五”规划和“一带一路”政策，将海外业务列为发展重点，优化海外产业布局，不断拓展海外市场^[6]。由表 13 可知，2019-2023 年，境外市场发展进入稳定期，境外收入占比稳定在 4.5%左右。中国铁建在秘鲁、尼日利亚、意大利、智利、印度等多国斩获新签订单，海外市场版图不断扩大。强大的综合服务能力是中国铁建拓展海外市场的核心竞争力，走出国门的中国铁建，意味着在未来，中国铁建的利润增长，海外市场将成为重要来源。

5 结论与建议

5.1 结论

随着市场竞争愈发激烈，上市公司加快发展步伐并逐渐形成多元化和全方位的产业模式。分拆上市有利于企业聚焦核心业务、提升专业经营水平，降低信息不对称、提升市场估值，进一步助推企业做强做优做大，促进其健康发展。分拆上市作为资本运作方式，有助于增加企业价值，同时能使投资者分享企业快速发展的成果。但是，并不是每个分拆上市都会达到良好的成效，需要对企业分拆上市的价值创造动因及机制进行剖析。中国铁建所属铁建重工在科创板挂牌上市，创造了央企 A 股分拆上市首例科创板上市、专业设备制造领域募资规模最大等多项纪录，为推进混合所有制改革积累了宝贵的经验，同时也为其他企业提供了参考价值。

5.2 建议

(1) 提升资金使用效率

通过比较分拆上市前后数据，可以看出中国铁建和铁建重工资金周转速度改善并不明显。企业在后续发展过程中，要注重企业营运能力的提升，制定好财务后续发展应对策略^[8]。企业在扩大规模的同时要注重各项财务指标的提升，加强对营运能力的管理，合理利用资源，加强对资金的分配管理。

(2) 加大研发投入力度

对于中国铁建，公司应该制定相关的人才引进计划，招收合适公司发展的创新型人才。从铁建重工方面来看，铁建重工虽然每年保持一定的科研投入并招收科研人才，但是在科创板上市，意味着科创竞争比上市之前更加激烈，需要保持高科研投入水准，公司必须提高研发投入支出，加快研发产品的创新速度，吸引更多科研人才的加入。

(3) 完善公司治理结构

要想让公司在行业中脱颖而出，就必须重视并有效地将公司的业务资源进行相应整合，着重于发展主要业务，并且尽力减少相关的成本费用，同时完善内部控制，加快资金周转和使用效率，以期获得的企业经营成果，实现良好的财务状况，打造公司的核心竞争实力，推动公司不断完善治理结构，为巩固并保持行业领先的地位而不断努力。

参考文献

- [1] 赵团结, 付元娇, 张晓璐. 企业分拆上市动因及绩效分析——以中国铁建分拆铁建重工为例[J]. 新会计, 2023, (05): 28-32.
- [2] 王宛秋, 张潇天. 二元创新倾向对跨界技术并购绩效的影响研究[J]. 科研管理, 2022, 43 (06): 142-151.
- [3] 龚丹丹. 民营企业上市前后绩效分析[J]. 商场现代化, 2009, (03): 102.
- [4] 郭志强. 中国铁建分拆铁建重工, 赴科创板上市科创板将迎来更多央企吗[J]. 中国经济周刊, 2020, (12): 64-65.
- [5] 彭雯. 中国铁建“A拆A”分拆上市路径选择及绩效研究[D]. 贵州财经大学, 2023.
- [6] 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.
- [7] 梁文慧. BQ公司借壳上市的财务绩效研究[D]. 西安石油大学, 2021.
- [8] 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.

【作者简介】



¹ 任俞佳（2000-），女，汉族，华东交通大学会计专硕在读，财务会计。
Email: 1033012223@qq.com

² 毛芦桥（2000-），男，汉族，学士，湖北师范大学毕业。
Email: 1437869197@qq.com