

国企混改对铁建重工的企业价值影响研究

樊子琦

广西财经学院

DOI:10.12238/ej.v8i3.2407

[摘要] 中国铁建作为国有建筑企业龙头,积极推进混改以提升竞争力。本文聚焦其分拆子公司铁建重工至科创板上市的案例,基于EVA模型评估混改绩效。研究发现,分拆初期中国铁建EVA先升后降,虽短期带来经济收益,但长期增长需靠自身经营。分拆上市优化了母公司资本结构,增强了偿债能力;子公司铁建重工市值提升,资金流动性增强,科技研发能力显著提高。此案例为国企混改提供经验,表明分拆上市非持续收益保障,企业长远发展需依赖良好经营。

[关键词] 国企; 混改; 企业价值

中图分类号: F279 文献标识码: A

Study on the influence of state-owned enterprises on the enterprise value of railway construction heavy Industry

Ziqi Fan

Guangxi University of Finance and Economics

[Abstract] As a leading state-owned construction enterprise, China Railway Construction Corporation actively promotes mixed-use reform to enhance its competitiveness. This paper focuses on the listing of its spin-off subsidiary Railway Construction Heavy Industry to the science and Technology Innovation Board, and evaluates the performance of mixed-use reform based on the EVA model. The study found that in the early stage of the spin-off, China Railway Construction EVA first rose and then fell. Although it will bring short-term economic benefits, the long-term growth depends on its own operation. The spin-off listing optimized the capital structure of the parent company and enhanced the solvency; the market value of the subsidiary increased, the capital liquidity increased and the R & D ability increased significantly. This case provides experience for the mixed reform of state-owned enterprises, indicating that the split-off listing is not sustainable income guarantee, and the long-term development of enterprises depends on good operation.

[Key words] state-owned enterprises; mixed reform; enterprise value

引言

中国铁建作为一家大型国有建筑企业,近年来在国企改革的大潮中,积极推进混合所有制改革(混改),以期提升企业价值和市场竞争能力。混改是指在保持国有资本主导地位的前提下,引入非公有资本参与企业改造,实现产权多元化,优化企业治理结构,提高经营效率和市场活力。在混改过程中,企业价值评估是一个关键环节,它涉及到对企业资产的全面评估,包括有形资产和无形资产的价值判断,以及企业未来盈利能力的预测。正确的企业价值评估不仅有助于企业管理层做出科学的决策,也是吸引投资者、实现资本运作的重要依据。

中国铁建在混改过程中,可能会采取分拆上市、引入战略投资者、员工持股计划等多种方式,以实现资产重组和资本运作。这些措施有助于释放企业潜力,提高资产运营效率,从而提升企

业价值。研究显示,中国铁建在混改过程中,通过引入社会资本和市场化债转股等方式,有效地降低了负债率,优化了资本结构,提高了企业的财务健康度。这些举措对于提升中国铁建的企业价值具有积极影响。

1 研究背景

分拆上市是指母公司将子公司或部分业务剥离并独立上市的战略,通常分为横向和纵向分拆。我国分拆上市起步较晚,2000年同仁堂科技在港交所上市成为首例。但由于制度不完善和监管严格,早期发展缓慢。2019年,随着科创板的成功试点,监管态度转变,支持政策逐步落地。同年12月,证监会出台境内分拆上市规定,进一步明确规则和操作指引。

截至2022年4月,已有94家公司发布分拆上市计划,14家公司成功上市,募资总额达310.19亿元。在这波热潮中,国有企业成为

表1 中国铁建的税后净经营利润NOPAT

单位: 亿元

项目	营业利润	所得税费用	利息支出(非金融机构)	资产减值损失	开发支出	递延所得税负债增加额	递延所得税资产增加额	税后净利润
2016年	181.31	41.19	91.98	6.00	-	-1.54	4.35	207.69
2017年	209.10	43.37	96.55	44.70	-	0.13	7.66	264.14
2018年	253.22	52.67	96.34	1.80	-	-0.56	13.40	260.19
2019年	276.29	54.03	111.18	14.94	0.09	2.74	7.08	290.17
2020年	310.21	57.82	115.35	-10.23	0.29	8.70	7.98	332.17
2021年	348.14	58.36	-	-15.90	0.45	1.29	16.52	262.97
2022年	374.02	60.72	-	-30.51	0.46	0.58	10.65	402.13

数据来源: 中国铁建 2016年-2022年公司年报

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
所有者权益合计	1486.16	1785.49	2072.35	2620.22	3135.39	3464.92	3860.15
资产减值准备	85.91	-	-	-	-	-	-
在建工程减值准备	0.24	-	-	-	-	-	0.10
在建工程净额	30.82	38.63	44.27	56.14	75.51	92.73	75.92
递延所得税负债	2.75	2.88	2.33	5.08	13.77	15.07	15.67
递延所得税资产	28.10	35.76	49.16	56.24	64.22	80.74	91.41
短期借款	304.28	294.98	617.80	427.48	498.78	460.58	51.38
交易性金融负债	-	-	-	-	-	-	-
一年内到期非流动负债	125.71	302.02	195.38	346.72	285.72	387.02	455.27
长期借款	690.31	588.26	698.40	879.35	1110.17	1150.44	1334.14
应付债券	449.01	356.77	374.57	261.43	261.11	295.34	280.98
长期应付款	18.42	19.62	15.61	85.63	136.88	231.42	348.02
资本总额	3104.43	3276.65	3884.03	4513.53	5303.12	5831.32	6330.22

主力,如中国铁建分拆铁建重工至科创板。铁建重工专注于高端装备制造,而分拆有助于中国铁建聚焦核心业务、吸引专业人才并增强研发创新能力。同时,分拆上市优化了国企治理结构和资产配置,提升了整体价值。

研究中国铁建分拆铁建重工的案例,对于国企混合所有制改革具有重要借鉴意义。分拆上市不仅助力国企实现资产保值增值,还为引入民间资本、提升市场竞争力提供新路径。随着制度日趋成熟,分拆上市将成为推动国企改革与高质量发展的重要工具。

2 案例简介

2007年11月中国铁建正式挂牌成立,2008年三月在上海挂牌,在香港挂牌上市,总的注册资金是135.8亿,在2021年,中国铁建名列“世界500强”42名,位居“500强建筑企业250强”第三名和中国500强企业第十二名。

中国铁建工业集团公司创建于2006年度,是一家专业研发、设计、制造具有自主知识产权的隧道工程设备及先进的铁路设备的企业。铁建重工于今年21年6月在上海证券交易所挂牌。先后获得“中国专利奖”等多个奖项。

2019年12月,《上市公司分拆所属子公司境内上市若干规定》出台。随后,12月19日,中国铁建率先提出了“拆A”方案,计划将铁建重工分拆至科创板。2020年6月这一方案得以推进,并于2021年6月20日通过审核。6月22日,铁建重工正式在科创板上市,标志着中国铁建成功实施分拆,进一步促进核心业务聚焦与创新发展。

3 基于EVA价值评估

经济增加值EVA有两种计算方式。第一种基于国资委标准,虽直接体现考核要求,但存在缺陷:未结合行业特征,资本成本率设定宽泛,未考虑企业风险差异,未调整资产减值项目(易被管理者用于利润操纵),且未扣除非经常性损失。采用国泰安数据库为依托的第二种方法,在原有国资委评估体系的基础上进行了优化与创新,显著提升了评价结果的客观性和准确性。这篇文章使用第二种。

$$EVA = NOPAT - TC \times WACC$$

NOPAT代表税后净运营收益;TC是总投入资本;而WACC是加权平均资本成本。

3.1 计算税后净经营利润NOPAT

$NOPAT = \text{营业利润} - \text{所得税费用} + [\text{利息支出}(\text{非金融机构}) + \text{资产减值损失} + \text{开发支出}] \times (1 - \text{企业所得税税率}) + \text{递延所得税负债增加额} - \text{递延所得税资产增加额}$ 企业所得税税率是25%。

3.2 计算投入资本总额

$CE = \text{所有者权益合计} + \text{资产减值准备} - \text{在建工程减值准备} - \text{在建工程净额} + \text{递延所得税负债} - \text{递延所得税资产} + \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{一年内到期非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款}$

3.3 计算加权平均资本成本WACC

WACC的计算方法包括了各种融资渠道,例如优先股、债券和普通股,并以下列方式进行了计算:

$$WACC = \left(\frac{E}{V}\right) \times R_e + \left(\frac{D}{V}\right) \times R_d \times (1 - T_e)$$

R_e 是权益资本成本,也就是投资人希望得到的预期回报率; R_d 是债务资本成本; E 代表权益部分; D 表示公司的负债市值; V 为公司总市值,等同于权益市值与负债市值的合计,即 $V = E + D$; T_e 是企业的所得税率。

企业权益资本的成本通常依据资本资产定价模型来计算,公式是:

$$R_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

R_f 是指无风险利率; β 是贝塔系数代表系统性风险; R_m 是市场收益率;而 $(R_m - R_f)$ 是市场风险溢价。

在这篇论文中,债务资本成本 R_d 使用了一年的银行借款利率;无风险利率 R_f 一年期的银行同业存单收益率; β 系数以沪深股市近250个工作日的收盘价为基础的贝塔系数;由于国内股市变化大, $(R_m - R_f)$ 设定为4%。

表3 中国铁建的权益资本成本

项目	无风险利率	贝塔系数	市场风险溢价	权益资本成本
2016年	1.50%	1.16	4.00%	6.14%
2017年	1.50%	0.92	4.00%	5.18%
2018年	1.50%	1.11	4.00%	5.94%
2019年	1.50%	1.13	4.00%	6.02%
2020年	1.50%	0.86	4.00%	4.94%
2021年	1.50%	0.49	4.00%	3.46%
2022年	1.50%	0.8	4.00%	4.70%

表4 中国铁建的加权平均资本成本

项目	权益资本成本	权益资本占比	债务资本成本	债务资本占比	加权平均资本成本WACC
2016年	6.14%	19.58%	4.35%	80.42%	3.83%
2017年	5.18%	21.74%	4.35%	78.26%	3.68%
2018年	5.94%	22.59%	4.35%	77.41%	3.87%
2019年	6.02%	24.23%	4.35%	75.77%	3.93%
2020年	4.94%	25.24%	4.35%	74.76%	3.69%
2021年	3.46%	25.61%	4.35%	74.39%	3.31%
2022年	4.70%	25.33%	4.35%	74.67%	3.63%

3.4 计算经济增加值EVA

在前面的计算中获得税后净经营利润NOPAT、调整后的投入资本总额CE、加权平均资本成本WACC,经济增加值EVA,公式是:

$$EVA = NOPAT - CE \times WACC$$

表5 中国铁建的经济增加值(单位:亿元)

项目	税后净经营利润	投入资本总额	加权平均资本成本	经济增加值(EVA)
2016年	207.69	3104.44	3.83%	88.79
2017年	264.14	3276.66	3.68%	143.56
2018年	260.19	3884.04	3.87%	109.88
2019年	290.17	4513.54	3.93%	112.79
2020年	332.17	5303.13	3.69%	136.48
2021年	262.97	5831.33	3.31%	69.95
2022年	402.13	6330.23	3.63%	172.34

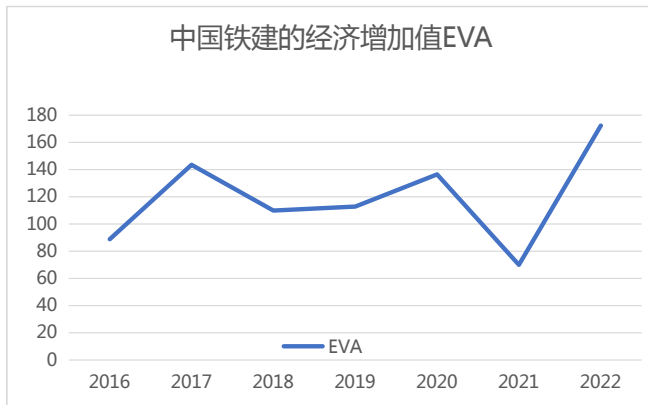


图1 中国铁建的经济增加值

数据表明,中国铁建自2019年公布剥离至2021年剥离上市过程中,其经济增加值(EVA)表现为初期增长随后出现下滑,尤其是在2020年,铁建集团获得了在上海证券交易所上市公司的核准。集团EVA达到136.48亿元。然而,2021年EVA下降至69.95亿元,表明分拆上市并未持续为母公司带来增值效应。值得注意的是,2022年中国铁建实现逆势增长,EVA近乎翻倍。这表明,母公司通过自身的良好经营,成功消化了分拆带来的短期影响。这一趋势与事件研究法的结论一致:铁建重工注册及上市期间,母公司未获得超额收益,但在后期通过稳健运营实现了长期价值增长。因此,分拆上市虽然能在短期内带来收益,然而,并非确保持续提升的保障。在全面吸收分拆影响后,母公司如能持续展现强劲的运营实力,其市值与未来发展仍将保持稳固态势。对于A股公司及投资者而言,应理性看待分拆上市带来的价值,聚焦于企业长期发展与内在竞争力提升,而非单纯依赖分拆带动增长。

4 结论

中国铁建将铁建集团剥离到科创板,对其子公司产生了积极的正面影响。从EVA(EVA)测算可以看出,公司在计划剥离过程中,公司业绩表现为先上升后下降。尽管分离可以使母公司获得

短期利益,但长期价值仍依赖其自身经营能力。从经营层面看,中国铁建保持稳定的毛利率和净资产收益率。筹资方面,分拆有效缓解了母公司高负债压力,提升了偿债能力。

铁建重工作为被分拆主体,也从此次上市中获益良多。尽管上市后股价从峰值回落,EVA略有下降,但股价仍高于发行价,投融资活动增强,资产负债率显著下降,偿债和盈利能力提升。分拆后,铁建重工专注核心业务,加大研发投入,技术实力显著增强,发展潜力巨大,市场占有率逐步提升。

国有企业混合所有制改革的框架下,通过分拆上市成为吸纳社会资本的创新渠道,丰富了混改模式。通过承包经营、租赁、合作、员工持股等方式,分拆上市放宽对子公司控制,拓宽融资渠道,优化治理结构。国有资本与民间资本的结合,实现了“1+1>2”的治理效应,提高监督效率,降低成本,推动国企保值增值。总之,分拆上市不仅增强了国企自身活力与抗风险能力,还激发了民间资本的投资动力,促进国企混合所有制经济高质量发展。

[参考文献]

- [1]范松林.运用价值创造工具全面提升EVA水平——宝钢金属价值管理的实践[J].财务与会计,2016,(07):15-18.
- [2]汪海粟,闫显彤,秦子航.基于决策导向的企业内在价值评估与案例研究[J].管理学报,2021,18(01):137-147.
- [3]包燕萍,吕婵,吴霞,等.企业价值评估:实物期权具有更多信息含量吗?[J].财会通讯,2023,(02):86-92.
- [4]任乐,王倩雯,陈炎.混合所有制改革对国有企业数字化转型的影响研究[J].科研管理,2024,45(05):153-162.
- [5]荆春棋,任广乾,景曼.混合所有制、金融化抑制与国有企业创新[J].管理科学,2023,36(05):133-148.

作者简介:

樊子琦(1998--),女,汉族,四川泸州人,硕士研究生在读,研究方向:企业财务与会计。