

“并购重组活跃资本市场”系列之七:

从“混改”到“整体上市” 徐工机械借力改革穿越周期

徐工机械“混改+整体上市”关键节点事件



公司/供图 王小伟/制图

证券时报记者 王小伟

产业倘若步入阶段性下行,并购重组可以成为解锁穿越周期的一把钥匙。徐工机械(000425.SZ)借力改革,通过“混改+整体上市”方式,走进这条路。

从2018年徐工集团工程机械有限公司(下称“徐工有限”)启动“混改”,到2022年徐工机械反向吸收合并徐工有限完成,再到新一届经营班子启动智改数转网联董事长“一号工程”,几年之间,徐工机械演绎了一部从“翻天覆地”股权变革到“脱胎换骨”机制变革的连续剧。混改融资规模超210亿元,吸收合并涉及发行新股数量接近70亿股,这轮并购重组,一举回鼎近年国内装备制造行业最大规模的吸收合并交易。

此过程中的国企改革与机制创新最引起市场关注。一方面是现代化治理结构的建立,中长期激励约束机制的启动;另一方面是业务版图的焕新,以及品牌影响力和国际化水平的提升。

变革的力量,推动着“新徐工”珠峰登顶战略的实现。为何采用“混改+整体上市”方式推进重组?产业下行阶段,行业最大规模“引战”如何做到超预期?同样是老牌国企,为何徐工就能实现机制巨变?重组后公司营收和利润率增长的传导机制是怎样的?……增藏在这些并购重组实现高质量发展案例中的若干问题,首次揭开答案。

两步走:行业最大吸并

徐工是建国后国内工程机械的摇篮。新中国第一台塔式起重机、5吨汽车起重机、10吨蒸汽式压路机等最早一批工程机械产品,都陆续在徐工诞生。经过数十年发展,徐工已成长为国内产品系列最齐全的大型工程机械企业。

并购重组是徐工发展路上的重要阶梯。2012年,公司并购德国施维英,全面提升了中国混凝土行业的技术水平。而肇始于2018年前后的一场先“混改”再“整体上市”的两步走运作,更是一场中国同行业并购重组规模之冠。

21世纪第二个10年,国企改革东风劲吹。徐工有限先后被纳入国务院国企改革“双百行动”、江苏省首批混改试点企业和国家发改委第四批混改试点企业,其中打响混改头炮。

当时,徐工有限是上市公司徐工机械的控股股东,徐工集团则100%持有徐工有限。借助本轮混改,徐工有限引入15家战略投资者,同时核心骨干也得以持股。两者相加,募资规模超210亿元,成为全国装备制造混改之冠。

这次混改使徐工有限实现了“国企控股+民企参股+骨干持股”的多元化产权模式。这次运作引资规模庞大,涉及老股转让、增资扩股、员工持股等多元运作同时进行,并涉及中央、地方国资、社会资本、员工等多方利益,难度系数和挑战性很大。如何落地的问题,考验多方智慧。

“徐工集团当时很快就拿出了方案,然后一直积极推进。一方面,当时国企改革大潮风起,徐工上下都渴望改革。另一方面,落地也依靠组织保障。”徐工机械混改和整体上市项目主要成员、证券部副部长李栋接受证券时报记者采访时介绍,“公司当时专门成立了时任董事长挂帅的改革小组,现任董事长担当‘操刀人’,混改成为‘一把手工程’。在混改推进中,每周都有调度会,每个月都有总结会。及时复盘,扎实推进,最终超预期达成目标。”

从2018年年底正式启动到全面落地,整个混改历时两年。其间,全球疫情暴发、世界经济和中国制造产业面临多种不确定性,但仍有10多家优质战略投资者参与,对应认购额也远超计划募集资金。徐工有限混改项目,也成为江苏省近年来募集资金最多、征集的投资方最多的项目。



对于战投引进,徐工方面有自己的独特考量。李栋表示:“一方面是引进资金,另一方面更希望引进‘积极股东’,能够给徐工带来多元赋能——产业运营、资产并购、公司治理,不一而足。”

徐工有限增资扩股后,首次股东大会审议通过了新一届董事会、监事会,本轮混改顺利收官。这成为徐工1989年组建集团以来又一次具有深远影响和重大意义的改革。一个月后,徐工机械公告,通过向控股股东徐工有限的全体股东以发行股份等方式实施吸收合并,徐工有限整体上市正式启航。

这直接回鼎了国内装备制造行业规模最大的吸收合并交易。这次反向吸并涉及增发新股高达69.70亿股,甚至超过一次IPO。2022年下半年,徐工机械新股挂牌、董事会换届等工作陆续完成,工程机械板块整体上市圆满收官。

对于徐工有限来说,混改优化了股权结构,整体上市则为混改投资者畅通了退出机制。“早在引战开始,我们就全盘考虑到退出机制,短期一般不会退出。只有形成闭环,才能最大限度吸引到优质投资方。”李栋表示,“资本市场就是最好的退出通道,而股份回购其他方式不太现实。后来,这些股东大部分成为投资徐工的‘耐心资本’,没有退出,但一定要有这个通道。”

机制改革:“不安分”基因

从混改到吸收合并,这场历时四年的行业内最大规模的并购重组成功落地。2023年,“徐工混改”入选全国典型案例,徐工获评国家“双百行动”标杆企业。

李栋表示,“两步走”的改革方案,从顶层设计阶段,就奠定了徐工改革一定会成为全国国企改革示范标杆。

他复盘说,在最初阶段,徐工确立了“完善治理、强化激励、突出主业、提高效率”总要求,主要内容包括四项:第一,股权结构调整,引入战略投资者,省、市、国有资本、骨干员工持股平台持股,其余股份由外部投资者持有;第二,推进与母公司徐工有限之间的产业划分与资产整合,确保徐工有限聚焦做强主业;第三,健全公司法人治理结构,完善市场化经营机制,建立中长期激励约束机制;第四,全面加强党的领导,深化国有企业党建工作。

其中,机制改革举足轻重。混改完善了徐工有限法人治理结构,进而带来治理机制变化,为徐工注入新基因。

公司治理、运营机制,都发生了质的变化——这是改革给李栋带来的核心印象。混改前,徐工有限的经营管理决策受到诸多限制,混改后,徐工有限与徐工机械组织结构大力度调整,随着“一股独大”到股权结构多元化的转变,董事会和监事会结构也顺势调整,市场化战略投资者进入董事会和监事会,保证相互制衡,决策更加市场化。

对于这次变革,徐工机械曾在投资者互动平台表示:徐工混改和重组整体上市作为改革的第一步,解决了困扰徐工多年的体制机制问

题,形成了“光荣传统+国企优势+先进机制”新模式和独特优势。

新机制仿佛一颗石子,增量改革阵阵涟漪。2023年,徐工机械发布限制性股票激励计划,拟授予的限制性股票数量1.18亿股,涉及中高层管理人员及技术骨干等近2000人。如此,不仅建立了风险共担、利益共享的中长期激励约束机制,而且还吸引了和留住了优秀人才。

李栋表示,如果说通过“混改”实现了股权结构的“翻天覆地”,那么借助机制变革,又实现了公司运营的“脱胎换骨”。两大改革完成,公司要真正跑起来了。

徐工是老牌地方国有企业,机制巨变的种子要想生根,结果并不容易,土壤在于徐工本身原本就有一种“不安分”的基因,有一种不像国企的折腾劲儿。

有同行曾问徐工,你们每年几十亿元的盈利,守住利润就可以,还用折腾什么呢?徐工董事长给出的回答是,公司面临前堵后追,外有国际巨头,内有机制灵活的同行,在工程机械行业,只要一步落后,后面就很难赶上。现在好不代表未来好,需要持续激情燃烧——不仅要“居安思危”,更要“居危思进”。

穿越周期:业务矩阵焕新

这次并购重组,使徐工机械与产业之间,出现阶段性“剪刀差”。

2021年以来,地产、基建投资增速下滑,国内主要工程机械产品保有量过剩,销量中枢下移。虽然国三切国四形成了短暂刺激,但整体下行趋势未变。

徐工机械也遇到扰动,不过2023年起,经营迅速改善企稳。“以前在行业周期低谷时,我们也会亏损。而在2021年开始的新一轮调整中,我们每年还有四五十亿元的利润。”李栋这样介

绍外在变化。

徐工机械穿越行业周期的方法之一,在于借助并购重组实现改革创新。

在吸收合并过程中,徐工有限将挖机、矿机、混凝土、塔机等优质资产注入徐工机械,使得徐工机械形成“支柱产业”土方机械、起重机械、桩工机械、混凝土机械等,以及“战略性新兴产业”矿业机械、高空作业平台、救援保障装备等的业务布局焕新,并成为国内产品门类最为齐全的工程机械集团。

挖机被称为“工程机械皇冠上的明珠”,矿挖产品是“明珠中的明珠”,在替代人工方面,应用领域广,渗透率高。新资产注入以及经营质量的提升,带动徐工机械整体毛利率从2020年的17%左右,提升到2024年中期的23%,这强化了徐工机械周期属性之外的成长属性。

业务协同也是重要原因。产品矩阵全覆盖,不仅增强了徐工机械的市场竞争力,还可以为客户提供一站式的解决方案。各项业务在原材料供应、渠道建设、技术研发等方面,都可以形成协同。比如,通过整合资源,推进生产流程的优化和标准化,降低成本,提高盈利。

“业务阵变带来的改变很多。”李栋举例说,注入资产后,挖机、混凝土机械等业务板块也会按照上市公司标准规范经营,提高规范性。另外也会解决公平问题,不存在“你能做我不能做”的问题了。

国际化是勾勒“第二增长曲线”的另一股力量。徐工是最早走出国门的工程机械品牌,产品出海、产能出海、资源整合,是国际化战略的三级跳。李栋介绍,目前公司海外员工已超6000人,经历了最初贸易出口的“走出去”阶段,正进入到深耕本地化的“走进去”,并加速向高质量发展“走上去”阶段迈进。

国外竞争环境则更加激烈和复杂,国际巨头环伺,同时还要应对不同国家的贸易政策和

法规限制。不过,出海可以实现全球红利,能扩大营收规模,提升利润率,这是平滑周期性波动的重要举措。

“出海战略非常重要。如果现在刚起步,成本就很高了。”李栋对记者分析,这需要前瞻性眼光和战略布局——虽然前期可能赔钱,但要有“让子弹飞”的精神,要有“前人栽树、后人乘凉”的胸怀和担当。

全新目标:打造魅力企业

完成混改、整体证券化之后,徐工机械又确立了下一步目标——要在资本市场上大有作为,打造资本市场最具吸引力和魅力的企业。

从2022年10月完成整体上市算起,徐工机械市值已经上涨逾50%。“徐工机械不仅是国家的企业、人民的企业,也是股东的企业,要为投资者带来回报。”李栋表示。

“新徐工”面临的产业环境并不轻松。虽然工程机械行业是一个万亿级别赛道,但已度过高速发展阶段,进入平缓发展期。与此相适应,徐工机械全面启动智改数转网联“一号工程”,推动高端化、智能化、绿色化、服务化、国际化“五化”转型。

“新周期下,企业经营发展理念和思路都有很大转变。”李栋表示,徐工机械提出了高质量、控风险、世界级、稳增长的经营发展方针,迈上了更高质量、更可持续的发展之路。

10月7日,徐工机械公告称,拟通过徐州徐工产业投资合伙企业(有限合伙)出资3.7785亿元投资徐州徐工战新产投。通过本次投资,公司希望利用政府引导母基金平台资金和资源,发挥徐工作为徐州“一号产业”链主企业的带头作用,积极引导徐州智能制造母基金投资工程机械、农业机械、核心零部件等徐工战略性新兴产业,投资徐工产业链上下游优质产业项目,助力徐工在“五化”转型上加快技术创新和产业布局,同时实现徐州打造世界级工程机械产业集群的目标。

在前行道路上,行业之间的并购整合,头部企业市占率提升,仍是大概率事件。近些年来,工程机械领域的市场份额向头部集中。从2023年全球工程机械50强榜单来看,前10家企业占据了全球市场份额62.4%。

工具是人体器官功能的延伸,机械工业肩负生产工具的使命。中国的机械工业赛道,汽车工业表现抢眼,尤其新能源汽车发展神速;徐工机械借助并购重组成为全球翘楚则说明,工程机械作为机械行业的另一分支,中国企业的竞争力同样也街疾奋进,向着高质量发展之路奔涌前行。

混改+整体上市 一项复杂的系统工程

证券时报记者 王小伟

通过“混改+整体上市”模式实现并购重组、通往高质量发展的案例,并非只有徐工机械。行业内,柳工也落地同一模式,通过吸收合并柳工欧维姆、柳工中源机械等业务单元,柳工集团实现了资产整体上市,提高了上市公司综合竞争力和盈利能力。从更多行业来看,云南白药、长虹集团等公司都曾启动或已经落地了同类运作。

“混改+整体上市”看似两步走,实际上是一个复杂的系统工程。在混改环节,战略投资者的引进是核心。这些战投通常拥有资金实力、技术水平与管理能力,能激发被投资企业的创新能力和活力,既是完善国有企业法人治理结构的助推器,也是公司治理机制高效运转的润滑剂。

此环节中有些细节值得关注。比如,为何通常是在母公司层面完成混改,然后上市公司再发行股份收购集团资产?原因之一或在于改革效率的考量。部分地

方国企改革之心迫切,在母公司混改,可以节省公众公司资本运作所面临的较长流程与时间耗费;同时,当地政府可以通过国资委对混改进程整体把握,最终直接调整当地国资委麾下股权,避免牵扯上市公司其他股东,因此更为高效。

其次,混改关键在于“混”,而在于“改”。需要切实把各类资本的优势——比如民营资本面对市场的快速调节机制、机构资金的赋能作用——引入到国企中来。

在混改落地后,这些地方国企通常很快都会启动下一步整体上市。环环相扣,水到渠成。两个动作无缝对接背后的逻辑是什么呢?

可以想象,如果只是上市公司母公司层面的混改,留给当地国资的挑战还是很多的。既包括主业是上市公司而增资资金停留在母公司的矛盾,也包括上市公司和上市公司内部管理层级重叠影响决策效率的短板,还包括提升国有资产证券化的牵绊。从这个角度说,混改之后,反向吸收就成为必由之路。

这时,吸并往往能够实现多赢。从混改投

资人的角度来说,可以享受到市值增值红利;从被吸收合并标的角度来说,可以快速实现证券化;从上市公司的角度来说,则可以享受到母公司增资扩股红利,夯实产业底座。

从近些年启动和推进“混改+整体上市”相关案例的后续成效来看,整体都超出市场预期。这主要得益于两点。其一,优质资源的注入使上市公司主业体量更大,业务向上下游扩展的同时,可以实现规模效应。其二,通过优良的管理经验和公司治理优化,也会提升相关上市公司的盈利能力。

除了“混改+整体上市”模式之外,推进国企改革的方式还有很多。以工程机械行业为例,近年来增资、并购动作频频,成为所有行业整合中最活跃的板块之一。这些运作,有些是为了优化产业结构,完善产业布局,还有的指向数字化、智能化转型,比如2020年中联重科启动66亿元定增募资,用于系列智能制造项目建设。

可以肯定的是,这些国企改革引擎的启动,都将为产业新周期下的行业转型升级提供助力。

证券时报 中国上市公司协会 联合推出

并购重组 活跃资本市场 系列报道