徐工集团整体上市的启示与借鉴
徐工集团整体上市的成功，是一次成功的资本运作，而一次
成功的资本运作，是一项系统工程，需要内外部一系列条件资源
的支持与配合，同时成功的资本运作也会助力企业发展和给股东
带来财富效应。如何筹划、开展资本运作和顺利完成资本运作，
是一个需要思考的命题，以下就徐工集团整体上市的实现条件、
路径以及对控股工作的启示与借鉴做一个梳理。
一、徐工整体上市条件分析
徐工集团此次资本运作，可以说是几乎达到证券监管机构对
上市公司资本运作所需满足的各项条件（政策导向、资产质地、
业绩承诺尺度、是否损害中小股民等），形成公司股东、股民、
证券监管与运营机构等各方共赢的局面。
（一）拥有同一控制下的上市平台
徐工集团整体上市，通过下属上市平台——徐工机械（000425）
筹划重大资产重组事项，向注入资产——“徐工有限”的全体股
东发行股份吸收合并“徐工有限”，从而完成“徐工有限”的证
券化。
徐工机械（000425）与徐工有限同为徐工集团下属企业，徐
工有限可以注入上市公司，前提条件是徐工集团可以筹划、控制
和实施上市公司——徐工机械（000425）的资本运作。同时，同

一控制下两个公司的合并，执行操作上也更高效顺畅。
（二）注入资产质地优质
此次注入资产——徐工有限，是徐工集团的核心主业承载主
体，拥有完善的产品系列，产品结构均衡，从零部件到主机均能
自主专业化生产，具备为客户提供成套解决方案的能力。徐工有
限旗下业务板块囊括了起重机械、铲运机械、道路机械、桩工机
械、挖掘机械、混凝土机械、矿业机械、消防机械、环卫机械等
产业，多款产品荣获业内重要奖项，获得客户的高度认可。
2021 年末，公司总资产 1670 亿元，资产负债率 68.4%，营业
收入 1167.9 亿元，利润总额 92.2 亿元。
（三）股东（交易方）业绩承诺慷慨
注入资产中经收益法评估作价的股权类资产徐工挖机、徐工
塔机合计交易作价 85.2 亿元，对应徐工集团业绩承诺平均净利润
仅为 5.3 倍，并且极端情况假设下的预计补偿金额能够覆盖业绩
补偿责任的比例为 44.46%，覆盖比例较高。股东方业绩承诺对应
资产估值显得十分慷慨。
（四）符合国家和监管政策导向
首先，党中央、国务院《关于深化国有企业改革的指导意见》
明确指出，“加大集团层面公司制改革力度，大力推进国有企业
改制上市，创造条件实现集团公司整体上市”。徐工集团整体上
市符合文件精神，有助于建立国有资本有序进退、合理流动的资
本布局和机制。

其次，徐工有限与徐工机械同属工程机械行业，虽产品类别
存在差异化但仍属同一行业，在实际运作过程中势必存在一定程
度关联交易、同业竞争。此番整体上市有利于上市公司减少关联
交易，提升经营独立性和各业务板块的协同发展能力。
（五）有助于提升国有资本效益
首先，徐工集团为 100%国资企业（徐州国资委持股 90.53%、
省财政厅持股 9.47%），此次注入资产徐工有限账面净资产 167.3 亿元，按照评估价值 386.8 亿元（增值 242.9 亿元，增值率 145.7%）
注入上市公司，其中徐工集团可获得交易对价 131.9 亿元，收益
颇丰。
其次，徐工集团所获对价 131.9 亿元，全部将以徐工机械股
票形式持有，36 个月解禁期以后，可实现流通，有助于盘活国有
资产。
（六）其他股东(战略投资者)的身份背书与资源支持
此次交易，除徐工集团获得 131.9 亿元的交易对价外，剩余
254.9 亿元由注入资产的其他 16 位股东(战略投资者)获得，此部
分股东背景实力不容小觑。例：国家制造业转型升级基金（工信
部与国开行成立的国家级制造业投资基金）、天津茂信（中信国开行딀朓P㤈䍂⤀ᘀ 股茂
3
股
投
资
基
产
茂
信
ѡ⑰信容ۆ
州
ෑỰ小
徐
Ѥ有资可
实
㤿已ἓ胐䙄囊ጀ %
䛐㮀ⲷ（通Нꊐ㤐퀼䀀 ο已ἓЄ� 䙟已ἓP遢ゔ燠产产Ъࡌ
资少ვูێ㤽㤿已ἓ䀀 ѡ⑰产
产茂信（Ѭ国⳼خ딀朓PΑഹㇲ邰ࡣ鄍东背景ʐ㤐푭，适
，ഽ䘱　倀ԑ逨胐폐 㤿已ἓ㄀ Ъ࡛信（Т銐㤐큒퀀 ਰ㤺易딀价

台公司）、交银金投（交通银行背景）、河南工融金投（工商银
行背景）。
（七）有助于提升上市公司盈利能力和市值
徐工有限将实现整体上市，上市公司将实现工程机械全产品
覆盖，有助于提升上市公司综合竞争力及抗风险能力，助力公司
加速成为全球工程机械行业领军企业。
按照备考财务报表，完成合并后，上市公司收入将由 843 亿
元提升至 1167 亿元，净利润将由 56.1 亿元提升至 82 亿元。
（八）不构成“借壳”上市
徐工机械（000425）合并吸收徐工有限后，上市公司实控人
未发生变化，不构成借壳上市，只需参照重大资产重组审核标准，
无需适用 IPO 标准。
（九）不安排配套募集资金，最大限度不摊薄股本
徐工集团此次整体上市，并未如其他重大资产重组惯例，安
排配套募集资金，最大限度保障了增发股份对股本和每股收益的
摊薄，受益广大中小股民。
二、徐工整体上市路径分析
徐工集团此次整体上市路径上，对非上市资产首先进行了混
改，引入具备资源实力的战略投资者与员工持股，其次通过合理
是时间计划安排使得战略投资者规避了锁定三年的限售，最后混
改至资本运作启动半年内充分积极协调各方开展上市基础性工作

（特别是各类合规证明文件的出具）。
（一）注入资产引入战投和员工持股
2020 年 8 月，徐工有限完成混改及增资，其中释放 2.7%股权
开展员工持股，吸引 12 家战略投资者和员工持股平台，完成增资
156.56 亿元。此次引入具有战略协同和资金实力的优质战略投资
者，赋予徐工有限新的市场活力、竞争活力、机制活力，为注入
上市公司打下了坚实基础。
（二）引战半年后启动注入程序，一年内完成审核
2021 年 4 月 7 日，上市公司披露吸收合并徐工有限的重组预
案，在引战完成半年后即开始了资本运作。此后先后于 2022 年 3 月 12 日和 30 日，公告中国证监会一次和二次反馈意见，2022 年
5 月 12 日，公司回复证监会二轮反馈意见，5 月 27 日，证监会并
购重组审核委员会审核通过，7 月 8 日获得证监会核准，8 月 29 日资产交割、股份上市。
（三）战略投资者成功实现限售 1 年
从 2020 年 8 月战略投资者进入至 2022 年 8 月新增股份上市
流通，时间周期约 2 年。依据证监会规则：“新增股东所持资产
不满 1 年的，换得形成股份将锁定 3 年”，由此战略投资者成功
获得 1 年限售期。
（四）审核报告期内，上市公司、注入资产、资产出售方合规
运作
上市公司方面，近三年无被司法机关立案侦查或被中国证监

会立案调查情况、无截受到行政处罚或刑事处罚情况、无受证券
交易所公开谴责的情况及其他重大失信行为。
注入资产方面，无重大违法行为，对存在的轻微处罚已缴纳
罚款并采取整改措施，注入资产无因涉嫌犯罪被司法机关立案侦
察、涉嫌违法违规被中国证监会立案调查或刑事处罚的情况。
资产出售（交易方）方面，自身及其主要管理人员最近五年
未受到与证券市场相关的行政处罚和刑事处罚，也不存在涉及与
经济纠纷有关的重大民事诉讼或者仲裁的情况。
三、相关启示与借鉴
通过以上对徐工集团整体上市条件与路径分析，结合控股集
团自身情况，能够在充分发挥上市公司资本运作功能、非上市资
产证券化以及规避借壳上市等方面形成借鉴与启示：
（一）条件合适前提下，充分发挥上市公司资本运作平台功能
上市公司具备资本运作的天然属性，即上市公司具备“印发
股票”的主导权利，监管审核通过即可以通过“印发股票来换取
资金与实物”。所以应积极发挥此项功能，具体如下：
其一，寻找合适的募投项目，开展对其他机构投资者的定向
增发，既多元化现有上市公司的机构持股结构，又可为上市公司
获得增量资金；
其二，通过发现可转债、公司债的方式，调剂优化上市公司
负债期限和利率成本结构；

其三，通过并购重组的“小额快速”渠道，通过发行股份购
买资产的方式，收购一些控股集团体系内的交易金额在 5 亿以下
的资产。既可以充实增强现有主业，也可带来新的主业。
其四，通过印刷股票换来资金与实物，作为控股股东能够掌
控更多的资金与资产，增加自身合并报表资产端和权益端，降低
负债率。
（二）培育做强非上市资产，择机启动证券化
对于控股集团旗下的非上市资产，核心工作就是朝证券化的
目标去积极培育：
其一，经营业绩上要存在增长性，至少符合营业收入超 1 亿
元，净利润超 1000 万元（至少不亏损），同时具备科技属性。、
其二，积极开展混改，通过引入有实力的战略投资者来来为
公司经营业务及后续的资本运作背书。
其三，合规运营。对于证券化来说，财务造假、重大行政处
罚（环保、财税、土地）等均是一票否决事项。
（三）注入资产进上市公司是否触发“借壳”上市
控股集团在 2021年完成对上市公司的收购，成为实际控制人。
依据《上市公司重大资产重组管理办法》第十三条：上市公司自
控制权发生变更之日起 36个月内，向收购人及其关联人购买资产：
购买的资产总额、营业收入、资产净额、发行股份占上市公司控
制权发生变更的前一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末
对应科目 100%以上，构成借壳上市，适用 IPO 审核标准。

所以，依据上市公司 2020 年末合并数据（资产总额 16.3 亿；
营业收入 8.39 亿；资产净额 12.9 亿；股份总额 5.02 亿股），当
在 2025 年之前若注入资产对应科目金额超以上数据 100%，则构成
借壳上市。对于此项规定，应予以尽量规避。