

转型启示录 | 城投收购上市公司的“一体两面”

2025年3月20日
专题报告

主要内容：

中证鹏元资信评估股份有限公司
工商企业评级部

范思艺

fansy@cspengyuan.com

范俊根

fanjg@cspengyuan.com



随着推动城投市场化转型相关政策持续出台，城投面临着从城市建设者向产业招引培育、城市运营等角色转变的压力，近年来各地城投通过梳理区域产业类资源，盘活存量经营性资产、开展股权投资、向城建类业务上下游延伸等方式推动市场化业务转型，但较多区域受制于地方产业类资源禀赋有限，使得市场化转型面临较大的阻碍，而收购上市公司作为城投快速涉入产业类业务经营的渠道之一，近年收购案例屡见不鲜，本文通过对近年城投收购上市公司的现状及案例分析，为城投在收购时提供一定参考。

一、城投收购上市公司呈现哪些特征？

1、2018-2024年，全国城投合计收购上市公司达95家，山东、广东、浙江的城投所收购的上市公司数量居前三位，收购上市公司的城投以地市级、AA+及以上信用等级主体为主；

2、收购标的大多为中小上市公司，收购时评估价值不超过50亿元的占比达63.16%，其中不超过30亿元为24家，占比为25.26%；城投对收购的上市公司持股比例相对偏低，其中持股比例低于25%的占比为51.58%，持股比例在25%-30%的占比为37.89%；

3、城投收购的上市公司在被收购前一年的扣除非经常性损益后的净利润（以下简称“扣非净利润”）为亏损及低于0.5亿元（含）的上市公司数量分别达到36家和28家，占比分别为37.89%和29.47%，较大部分经营业绩亏损或盈利规模较小；

4、多数上市公司在城投收购后董事长或财务总监发生变动，原有经营层变动相对不大，部分上市公司通过职务调整保留了原有经营管理人员。

二、如何看待城投收购上市公司？部分城投通过收购上市公司实现了市场化转型、与现有业务协同、发展或培育区域产业、纾困本地上市公司等目标，但上述目标的实现并非易事，与上市公司的业务竞争实力及未来发展前景、当地对产业的战略定位、配套的产业基础及支持政策、生产要素的

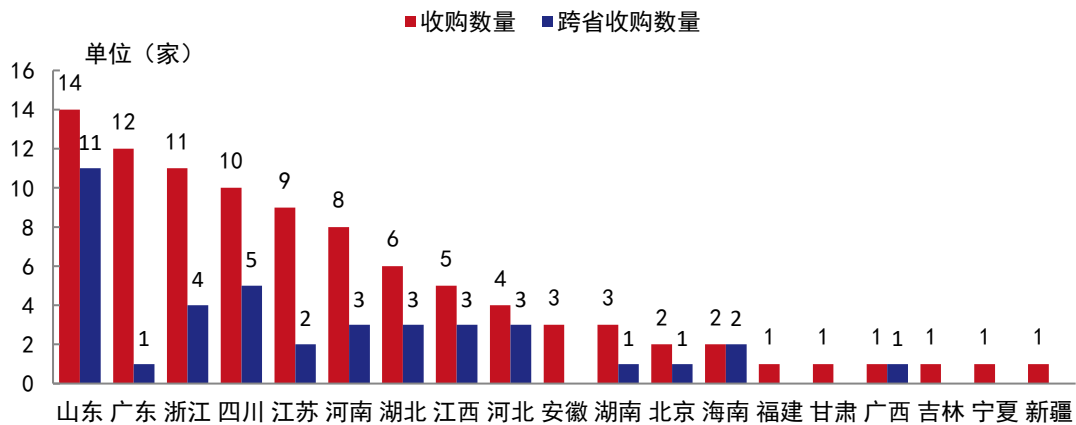
整合能力、收购后对上市公司的经营管理等因素密切相关，成功的收购案例仍在少数，而较多城投在收购后面临收购标的经营业绩亏损及计提商誉减值对城投财务表现的拖累、经营管理风险以及纾困上市公司对其流动性造成冲击等不利因素。城投在收购上市公司时需尽量避免盲目收购业务竞争力较弱、业绩亏损的上市公司而造成对城投的拖累；此外，在城投相关管理决策人员缺乏行业专业经验和资源的情况下，保留收购标的核心管理团队的市场化决策权或是较佳选择，但在保持上市公司市场化运作下的同时亦需加强股东对上市公司的监管。

随着推动城投市场化转型相关政策持续出台，城投面临着从城市建设者向产业招引培育、城市运营等角色转变的压力，近年来各地城投通过梳理区域产业类资源，盘活存量经营性资产、开展股权投资、向城建类业务上下游延伸等方式推动市场化业务转型，但较多区域受制于地方产业类资源禀赋有限，使得市场化转型面临较大的阻碍，而收购上市公司作为城投快速涉入产业类业务经营的渠道之一，近年收购案例屡见不鲜，城投收购上市公司呈现哪些特征、有哪些成功案例可供借鉴、收购中存在哪些风险需予以注意，本文将进行探讨分析。

一、城投收购上市公司的现状

山东、广东、浙江的城投所收购的上市公司数量居前三位，收购上市公司的城投以地市级、AA+及以上信用等级主体为主。2018-2024年，全国城投合计收购上市公司达95家，其中山东、广东、浙江的城投所收购的上市公司数量居前三位，分别为14家、12家、11家，四川、江苏、河南、湖北、江西的城投收购的上市公司数量均在5家及以上；全国城投跨省收购的上市公司共40家，占比42.11%，其中山东的城投跨省收购上市公司的数量达11家，居首位；收购上市公司的城投以地市级主体为主，占比达51.58%，区县级与省级城投占比分别为23.16%和25.26%；从信用等级来看，收购上市公司的城投以高信用等级主体为主，AA+及以上的城投占比为76.84%。

图1 2018-2024年各省份城投收购上市公司数量分布情况

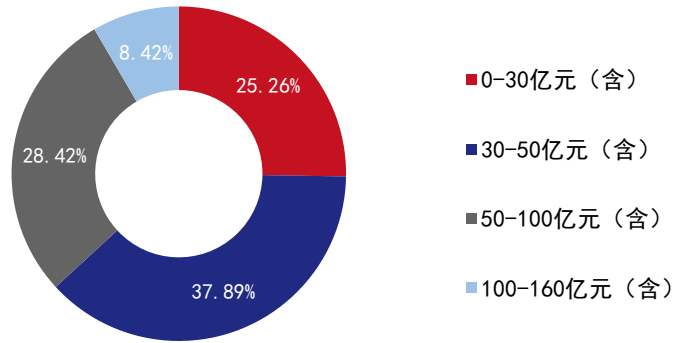


资料来源：Wind，中证鹏元整理

城投收购标的大多为中小上市公司。从城投收购上市公司时点的评估价值¹来看，收购标的大多为中小上市公司，评估价值不超过50亿元的占比达63.16%，其中不超过30亿元为24家，占比为25.26%，而100亿以上的标的公司数量仅为8家。

图2 2018-2024年城投收购上市公司时点的评估价值分布情况

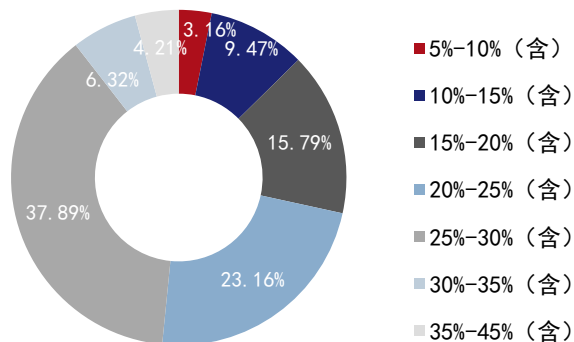
¹ 收购上市公司时点的评估价值=收购时城投支付的对价/收购的上市公司股份比例



资料来源：Wind，中证鹏元整理

城投对收购的上市公司持股比例相对偏低，部分城投通过表决权委托获得上市公司控制权。2018-2024年城投收购上市公司的案例中，城投对上市公司持股比例相对偏低，其中持股比例低于25%的占比为51.58%，持股比例在25%-30%的占比为37.89%，部分城投在收购过程中通过取得其他股东表决权的方式获得上市公司控制权进而完成并表。

图3 2018-2024年城投对收购的上市公司持股比例情况

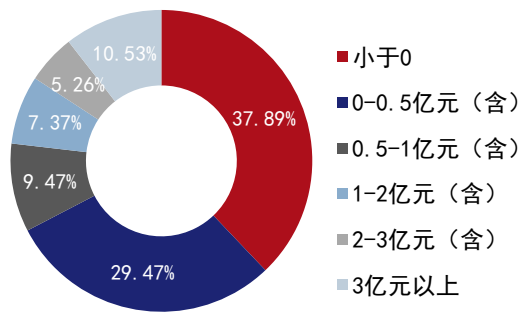


注：上图中持股比例为2024年末数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

城投收购的上市公司较大部分经营业绩亏损或盈利规模较小。从收购的上市公司经营业绩表现来看，收购标的在被收购前一年的扣非净利润为亏损的上市公司达到36家，占比37.89%，且较多上市公司利润体量偏小，被收购前一年的扣非净利润低于0.5亿元（含）及0.5-1亿元（含）的上市公司数量分别为28家和9家，占比分别为29.47%和9.47%，被收购前一年的扣非净利润大于1亿元的占比仅23.16%，城投收购的上市公司较大部分经营业绩存在亏损或盈利规模较小。

图4 2018-2024年城投收购的上市公司被收购前一年的扣非净利润分布情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

多数上市公司在城投收购后董事长、财务总监发生变动，原有经营层变动相对不大，部分上市公司通过职务调整的方式保留原有经营管理人员。从上市公司被收购后管理层变动情况来看，大部分城投在收购上市公司后会向上市公司派驻核心人员，2018-2024 年收购案例中，收购当年上市公司董事长发生变动的达 63 家，占比 66.32%，财务总监发生变动的达 47 家，占比达 49.47%，且有部分在收购后一段时间内进行了调整。同时城投收购上市公司后原有经营层变动相对不大，部分上市公司通过职务调整的方式保留原有经营管理人员，有 24 家上市公司在收购当年董事长变动后，原董事长的职务调整为总经理。

二、城投收购上市公司案例分析

对于城投而言，其收购上市公司主要出于市场化转型、与现有业务协同、发展或培育区域产业、纾困本地上市公司等目的，有哪些成功的收购案例可借鉴，同时哪些收购案例未达到预期，且存在哪些风险需予以注意，下文将围绕展开。

（一）城投收购上市公司成功的案例分析

1、城投市场化转型收购案例：杭州市拱墅区国有投资集团有限公司（以下简称“拱墅国资”）收购润达医疗

在拱墅区政府提出围绕医疗产业打造区域经济新增长点的背景下，2019 年拱墅国资以 15.02 亿元收购润达医疗 20.02% 股份并实现控股，润达医疗为体外诊断领域的龙头企业，业务覆盖国内大部分省市及地区，2019 年润达医疗营业收入及净利润分别为 70.52 亿元及 5.11 亿元，收购润达医疗后，拱墅国资收入及经营性利润体量大幅提升，2022-2023 年医疗板块收入占比超 96%，且为拱墅国资最核心的利润来源，且在收购润达医疗后，董事长、监事会主席、财务总监等核心职位人员均替换，对润达医疗日常经营进行管理。拱墅国资采用“产业+资本+运营”的模式形成协同效应，产业方面，以上市公司、“链主”企业为关键抓手，依托其产业资源，推动产业链上下游企业聚集；资本方面，则发挥产业基金引导功能，围绕产业链进行投资；同时结合拱墅国资园区运营优势，整合园区及物业资产资源，围绕重点产业系统建设布局，实现从传统城投

向产业培育运营商的转型，2024年，拱墅国资共发行5只科创债，发行规模合计30亿元，拟将不低于70%的部分用于科技创新领域的股权投资和基金出资，实现新增债券发行额度。

2、协同业务发展收购案例：南昌市政公用集团有限公司（以下简称“南昌公用”）并入富春环保

南昌公用为南昌市最重要的公用事业和国有资产运营主体，主要从事南昌市的污水处理、供水、供气等公用事业类业务、市政工程的建设投资及房地产开发、建筑工程和贸易等业务。2020年南昌水天投资集团有限公司（以下简称“水天集团”）以15.60亿元收购富春环保20.49%的股份，2022年6月水天集团将所持的富春环保全部股权无偿划转至南昌公用。富春环保主要从事热电联产、固废及危废处理等业务，业务拓展至浙江、江苏、江西、山东等省份，与南昌公用业务有效协同，2022及2023年富春环保分别实现营业收入47.91亿元和44.41亿元，净利润分别为3.64亿元及3.03亿元，带动南昌公用的公用事业板块收入及利润提升，一定程度上减弱了房地产开发业务经营下滑对其经营业绩影响。

表1 南昌公用营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
公用事业	193.66	31.62%	18.44%	173.56	29.43%	19.67%	107.54	19.10%	23.86%
建筑工程	83.80	13.68%	5.59%	71.62	12.14%	6.76%	57.62	10.23%	12.42%
房地产开发	52.03	8.50%	10.82%	95.61	16.21%	6.30%	139.73	24.81%	14.96%
贸易	253.33	41.37%	0.01%	231.87	39.32%	0.32%	185.24	32.90%	0.60%
其他业务	29.58	4.83%	20.71%	17.06	2.90%	26.37%	72.94	12.96%	8.51%
合计	612.40	100.00%	8.52%	589.72	100.00%	8.52%	563.07	100.00%	10.84%

资料来源：Wind，中证鹏元整理

3、带动区域产业引入收购案例：青岛西海岸新区海洋控股集团有限公司（以下简称“海控集团”）收购万马股份

海控集团作为青岛西海岸新区核心国资公司，战略定位为服务新区海洋经济，2020年海控集团以23.76亿元收购万马股份25.01%²股份并实现控股。万马股份主要从事电线电缆、高分子材料、新能源充电桩等业务，在国内线缆中高端产品中具备较强的竞争优势，多年蝉联“中国线缆行业最具竞争力企业十强”，其业务与青岛重点布局打造的海洋工程装备、新能源等产业高度契合。万马股份被海控集团收购后，积极实施南北联动产业发展战略，推动青岛万马高端装备产业项目的投资建设，据青岛西海岸新区政府官网信息，该项目总投资30亿元，占地面积约500亩，其中一期项目于2024年10月竣工投产，项目总投资17.7亿元，占地面积182亩，项目达产后预计年产值达45亿元。海控集团收购万马股份充分发挥其资本优势和资源优势，借助上市公司的技术优势，开发建设运营特色鲜明的产业园区，提升了青岛西海岸新区产业承载能力，助力

² 2024年以来万马股份陆续回购股份，海控集团持股比例变更至25.53%，2024年7月9日，海控集团将其持有的万马股份全部股权转让给其全资子公司青岛海控投资控股有限公司

区域海洋经济产业发展。

4、纾困上市公司收购案例

部分上市公司可能因行业景气度下行、实控人风险、财务杠杆快速扩张等因素而面临困境，城投出于维护地方稳定或税收等方面考虑，对本地上市公司进行纾困，部分陷入困境的上市公司在城投入主后经营有所起色。

表 2 近年上市公司在城投纾困入主后经营有所改善的案例

城投	入主纾困的上市公司	事件简要梳理	城投入主后所采取的措施及上市公司的经营表现
江阴市新国联集团有限公司（以下简称“新国联集团”）	中南文化	2018 年中南文化发生债务危机导致公司资金链锻炼，生产运营停滞，2018 及 2019 年连续两年净利润为负值，2020 年被实施退市风险警示，并申请重整。2020 年新国联集团子公司江阴澄邦企业管理发展中心（有限合伙）通过网络拍卖公开竞价以 3.51 亿元，取得中南文化 24.50% 的股份并控股。	重整后，中南文化流动性明显改善，同时依托国资背景，经营管理水平提升，并拓展江阴本地业务，2023 年依托股东资源优势，开展区域分布式光伏电站经营业务，2022-2023 年公司扣非净利润为 0.64 亿元及 0.77 亿元，实现扭亏为盈
徐州市新盛投资控股集团有限公司（以下简称“徐州新盛”）	维维股份	维维股份大举多元化业务扩张，但实际经营业绩不佳，2017-2019 年维维股份连续三年扣非净利润为亏损，2019 年 8 月，徐州新盛从维维股份原控股股东收购上市公司 2.84 亿股股份（占总股本的 17%），总价款 9.55 亿元，成为其第一大股东，2021 年 7 月徐州新盛通过协议转让方式继续取得维维股份约 2.16 亿股股份（占总股本的 12.9%），转让价格为 4.26 元/股，成为其控股股东	处置子公司股权，并大幅压降债务，2020 年扣非净利润由负转正，且 2021-2023 年扣非净利润分别达到 2.20 亿元、1.13 亿元及 1.68 亿元
铜陵大江投资控股有限公司（以下简称“大江投资”）	铜峰电子	铜峰电子原控股股东安徽铜峰电子集团有限公司陷入债务危机，质押的铜峰电子股票被司法冻结并拍卖，2020 年 10 月大江投资竞得铜峰电子 16.76% 的股份，竞标价为 4.91 元/股，成为铜峰电子的控股股东，2020 年 12 月，大江投资以大宗交易方式增持公司 3.04% 的股份，每股成交价为 5.17 元，总价款约 4.64 亿元	2020 年扣非净利润亏损大幅缩小，2021-2023 年扣非净利润分别为 0.46 亿元、0.65 亿元及 0.82 亿元，呈持续增长态势

注：2024 年大江投资将其持有的铜峰电子全部股份无偿划转至其全资子公司铜陵中旭建设投资有限公司，并于当年 8 月完成工商变更登记。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

（二）城投收购上市公司所面临的风险与相关案例

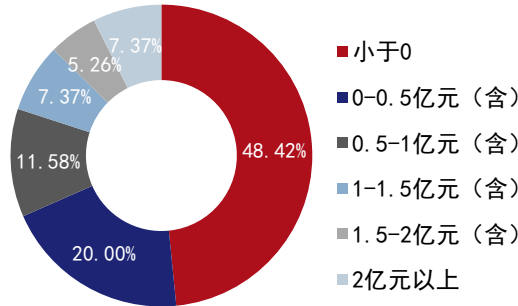
虽然部分城投通过并购上市公司实现了相应的目标，但成功的案例仍少，以此途径达到相应目标并非易事，城投在收购上市公司过程中也面临诸多风险，需予以警惕。

1、收购标的经营业绩亏损对城投财务表现的拖累

从 2018-2023 年城投收购的上市公司最近一期的经营业绩来看，2024 年 1-9 月扣非净利润为负的上市

公司共 46 家，占比达 54.76%，城投所收购的上市公司最近一期经营业绩亏损仍较普遍，大部分上市公司在城投投入主后，经营业绩仍难扭转，需审慎看待并购后通过与国资协同等方式来提升上市公司经营表现，避免收购的上市公司持续亏损对城投财务表现的拖累。

图 5 2018-2023 年城投收购的上市公司 2024 年 1-9 月扣非净利润分布情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2、商誉减值风险

由于城投收购上市公司所支付的对价较高，且较多上市公司经营业绩表现欠佳，较多城投因收购的上市公司业绩未达预期，而计提商誉减值，对利润造成侵蚀。

表 3 城投收购上市公司计提商誉减值的部分案例

城投	收购的上市公司	收购年份	计提的商誉减值情况
常高新集团有限公司	雪浪环境	2020	2022 年计提 1.72 亿元
佛山市投资控股集团有限公司	福能东方	2019	2021 年计提 1.42 亿元
景德镇合盛产业投资发展有限公司	正业科技	2021	2023 年计提 0.73 亿元
洛阳古都发展集团有限公司	金冠股份	2019	2020 年计提 3.64 亿元
绵阳安州投资控股集团有限公司	麦迪科技	2023	2023 年计提 1.80 亿元
泰兴市智光环保科技有限公司	锦富技术	2019	2020-2022 年合计计提 1.22 亿元
郑州高新投资控股集团有限公司	太龙药业	2021	2020-2021 年合计计提 1.78 亿元
潍坊市城市建设发展投资集团有限公司	美晨科技（2024 年公司名称由美晨生态变更为美晨科技）	2019	2020-2021 年合计计提 3.18 亿元
	亚星化学	2020	2021-2022 年合计计提 0.55 亿元
无锡市市政公用产业集团有限公司	中金环境	2019	2020-2021 年合计计提 1.57 亿元

资料来源：Wind，中证鹏元整理

3、收购上市公司后的经营管理风险

大部分城投主要从事城市建设类业务，对市场化业务经营管理经验相对缺乏，城投在收购后对上市公司经营方向的偏差亦可能导致上市公司经营出现困境或无法对本地产业进行有效引入，如某城投收购 A 上市公司的案例，A 上市公司原先是一家以提供临床医疗管理信息系统软件和临床信息化整体解决方案为核心

业务的公司，城投入主后，以 A 上市公司为载体跨界大规模开展光伏业务，2022 及 2023 年 A 上市公司在城投所在区域大规模建设 TOPCon 电池产能，但受光伏行业供需错配及其作为后进入者竞争力相对较弱，A 上市公司光伏业务经营不佳，对经营业绩造成拖累，2023 及 2024 年 1-9 月 A 上市公司净利润分别亏损 2.65 亿元及 1.66 亿元，并于 2024 年退出光伏业务。

4、纾困上市公司对城投流动性的冲击

部分城投所收购的上市公司面临经营困境或较重的债务负担，收购后对上市公司拆借资金、融资担保等持续输血，若上市公司持续未能走出困境，则可能对城投流动性造成冲击。如某城投收购 B 上市公司的案例，因 B 上市公司经营状况不佳，且存在大额的债务，该城投持续为其提供借款、代偿担保债务、受让其他第三方对其债权等，在 B 上市公司披露财务造假并被实施退市风险警示后，为避免其退市，该城投无偿赠与 B 上市公司股权资产、豁免对 B 上市公司及其子公司的债务超 25 亿元，对彼时的该城投的流动性造成冲击，区域城投债利差大幅走阔，2022 年 B 上市公司重整后控股股东变更，且 B 上市公司近年业绩仍呈较大规模的亏损。亦如某城投收购 C 上市公司的案例，该城投在收购 C 上市公司后，陆续为 C 上市公司提供借款及融资担保，2023 年该城投将持有的 C 上市公司股份转让至区域其他城投，新的控股股东豁免了对 C 上市公司 8 亿元的债务，2023 年末该地区多家城投对 C 上市公司的借款余额仍达 5.88 亿元，且对其有大规模的融资担保，而在城投入主后，C 上市公司仍为走出亏损泥潭，2022 及 2023 年净利润亏损分别达到 13.85 亿元及 14.05 亿元。

总体来看，城投寄托于收购上市公司实现市场化转型、地方产业引入等目标并非易事，与上市公司的业务竞争实力及未来发展前景、当地对产业的战略定位、配套的产业基础及支持政策、生产要素的整合能力、收购后对上市公司的经营管理等因素密切相关，成功的收购案例仍在少数，而较多的收购标的存在经营业绩欠佳、计提商誉减值、经营管理等风险。因此我们认为城投收购上市公司时需尽量避免盲目收购业务竞争力较弱、业绩亏损的上市公司而造成对城投的拖累；在推动上市公司业务与地方产业发展协同时，充分发挥城投在土地资源、资金方面的优势及上市公司在技术、市场渠道的优势，如围绕上市公司业务在当地配套建设相应产业园，引入产业链企业，同时结合基金、股权投资等方式，为产业链优质企业提供金融服务，亦可与上市公司合作建立产业研究院或实验室，促进专业技术转化与人才引进等，但能否实现产业的成功引入培育及上市公司经营的良性互动则与前述因素关联度高；此外，在城投相关管理决策人员缺乏行业专业经验和资源的情况下，保留收购标的核心管理团队的市场化决策权或是较佳选择，但在保持上市公司市场化运作下的同时亦需加强股东对上市公司的监管。

免责声明

本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

独立性声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳 地址：深圳市南山区深湾二路 82 号神州数码国际创新中心东塔 42 楼 邮编：518040
电话：0755-82872897 传真：0755-82872090

北京 地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 邮编：100022
电话：010-66216006 传真：010-66212002

上海 地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 邮编：200120
总机：021-51035670 传真：021-51035670

湖南 地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2603 邮编：410000
电话：029-88626679 传真：029-88626679

江苏 地址：南京市建邺区黄山路 2 号绿溢国际广场 B 座 1410 室 邮编：210019
电话：025-87781291 传真：025-87781295

四川 地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号
电话：+852 36158343 传真：+852 35966140

山东 地址：山东自由贸易试验区济南片区经十路华润中心 SOHO 办公楼 1 单元 4315 室
总机：0531-88813809 传真：0531-88813810

陕西 地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室
电话：029-88626679 传真：029-88626679

香港 地址：香港中环德辅道中 33 号 21 楼
电话：+852 36158342 传真：+852 35966140