

清科观察：《2015 上市公司并购报告》发布，A 股市值管理活跃，已完成超千笔并购

2015-11-30 清科研究中心 王天宇 钱浩

中国二级市场从 6 月 15 日开始的巨幅调整，二级市场的气氛急转直下，流动性的困局加重了市场信心受挫，引发了一连串的资本市场波动。今年上半年投资气氛爆棚的新三板，也在跌至低位后持续低迷。然而 IPO 暂缓，二级市场频频震荡，给并购带来了新的生机，并同时衍生出新的投资态势。国务院 9 月连续发布指导意见，深化国企改革，为中国上市公司通过并购整合结构提供规范，加速推动并购市场交易。

当前很多上市公司面临主营业务规模较小，盈利能力不高的问题，同时又承受着来自资本市场上众多利益相关方对公司业绩要求的压力，因此通过并购保持增长成为不二之选。截至 2015 年第三季度，已有百余家公司参与设立并购基金，基金总规模超过千亿。上市公司参与 VC/PE 机构的合作现已衍生更多形态，Co-GP 管理基金、新三板公司与机构合作等案例得实现，验证了并购基金进入“蓬勃发展”期。从投资领域来看，该类并购基金投资范围多与上市公司自身行业相关，其中大部分是为上市公司并购重组“量身定制”；从运营模式来看，“上市公司+PE”仍然是该类并购基金的主要运营模式。

鉴于此背景下，清科研究中心特推出《2015 年中国上市公司并购专题研究报告》，以中国上市公司当下面临的发展困局为切入点，总结了中国上市公司发展沿革、发展现状，对 VC/PE 机构参与上市公司并购的方式和特点进行了总结，介绍了上市并购市场的热点及发展趋势。最后深入研究了中植资本战略入股上市公司中南重工案例，以其具体合作流程再次解释了进来并购市场的特点与投资机遇。期望为投资机构以及上市公司在并购交易中提供借鉴。

并购交易创近三年内新高，A 股上市公司占比超八成

2015 年第三季度中国上市公司并购共完成交易 606 起，同比上升 83.6%，环比上升 32.0%；披露金额的交易共计 530 起，涉及案例金额达 249.34 亿美元，同比上升 8.1%，环比上升 14.2%。具体来看，2015 年前三季度中国上市公司并购国内并购发生 1261 起，完成的交易金额达 502.54 亿美元；海外并购完成 113 起，涉及交易金额 106.64 亿美元；外资并购达 18 起，交易金额共计 18.04 亿美元。从平均交易金额来看，海外并购及外资并购平均单起项目金额均超过 1 亿美金，超国内平均金额 1 倍，但整体案例数占比不到 20%，可见中国上市公司涉及跨国并购仍较为谨慎，交易多为重大项目。

图 1 Q1'13-Q3'15 中国上市公司并购市场发展趋势

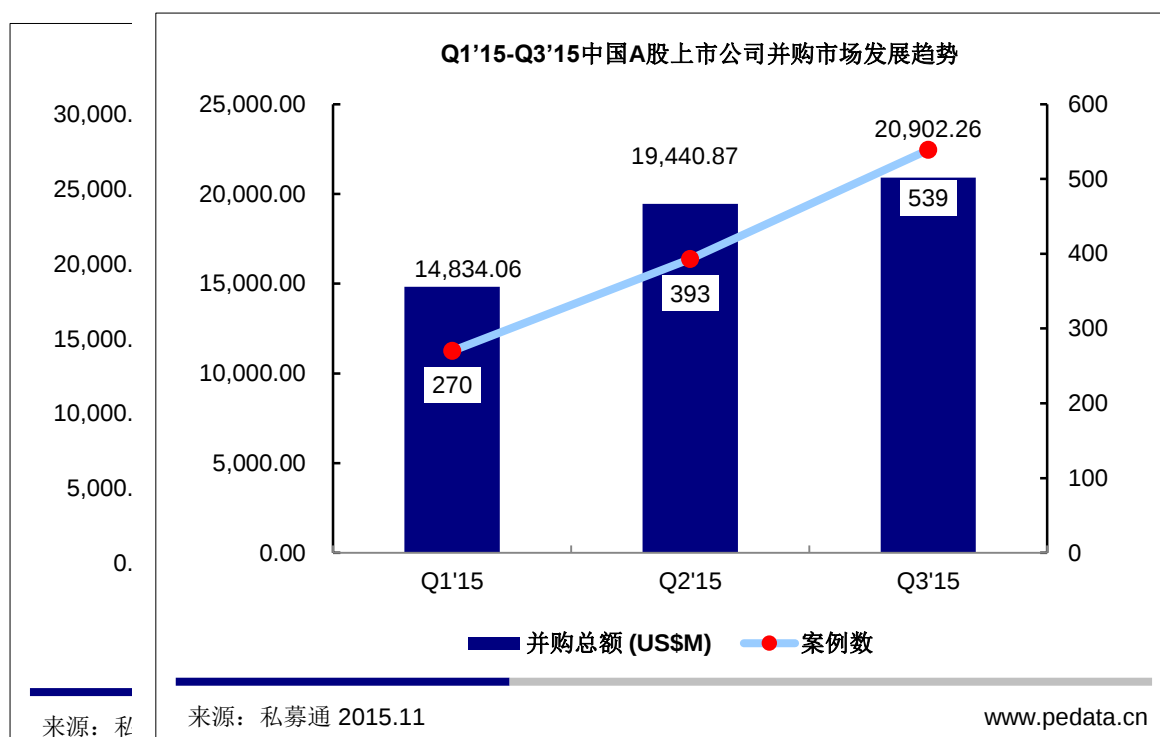


表 1 2015 年前三季度中国上市公司并购类型分布

并购类型	案例数	比例	案例数 (金)	并购金额 (US\$M)	比例	平均并购金额(US\$M)
国内并购	1261	90.6%	1125	50,254.46	80.1%	44.67
海外并购	113	8.1%	101	10,664.33	17.0%	105.59
外资并购	18	1.3%	18	1,804.07	2.9%	100.23
总计	1392	100.0%	1244	62,722.86	100.0%	50.42

来源：私募 2015.11

www.pedata.cn

2015 年第三季度中国 A 股上市公司并购共完成交易 539 起，环比上升 37.2%，披露金额的交易共计 488 起，涉及案例金额达 209.02 亿美元，环比上升 7.5%，交易规模创 2015 年度最高。累计来看，2015 年前三季度中国 A 股上市公司并购共完成交易 1202 起，其中披露金额案例数 1129 起，涉及案例金额达 551.77 亿美元。A 股上市公司前三季度案例数占上市公司整体交易案例数的 86.35%，交易金额数占上市公司整体交易金额的 87.96%，占比均超过八成。

图 2 Q1'15-Q3'15 中国 A 股上市公司并购市场发展趋势

表 2 2015 年前三季度中国 A 股上市公司并购类型分布

并购类型	案例数	比例	案例数（金）	并购金额 (US\$M)	比例	平均并购金 额(US\$M)
国内并购	1116	92.8%	1045	45,329.97	72.3%	43.38
海外并购	82	6.8%	80	8,220.39	13.1%	102.75
外资并购	4	0.3%	4	1,626.84	2.6%	406.71
总计	1202	100.0%	1129	55,177.20	88.0%	48.87

来源：私募 2015.11

www.pedata.cn

上市公司+VC/PE 衍生多种形式，医疗、文化、环保、移动互联行业成热点

（一）上市公司+VC/PE 衍生多种形式，上市公司+券商、Co-GP 应运而生

鉴于国内并购基金发展仍然处于初级阶段，短期内上市公司与 VC/PE 或券商合作设立并购基金进行协同并购的模式仍是发展趋势。随着监管政策促进、上市公司自身业务整合需要，上市公司参与设立并购基金并投资的领域将进一步拓宽、加深，我国并购基金或将步入快速发展期，未来数年内协同并购基金有望成为我国私募股权投资市场重要基金类型。

在地产资管领域首先兴起一种 Co-GP 共同管理人模式。现有条件下，直接着力于零售商业地产投资的机构凤毛麟角，零售商业地产的投资实在太过复杂，除了各种大环境因素，个体的成功受制于建筑设计、招商、开业、运营、投融资配合等各个环节。因此，旨在补足投资机构的专业短板，使得原有专业服务商和投资管理机构共同承担风险、分享收益的服务资本化概念诞生，并逐渐整合为现在的“联合投资管理”模式（Co-GP）。

（二）新三板+VC/PE 成新兴趋势

从 2015 年初持续火爆的新三板，带动了 VC/PE 机构纷纷布局新三板，以“新三板+并购基金”相结进行全产业链运作。新三板公司的并购与被并购交易风起云涌，月 10 日，亿童文教宣布与硅谷天堂携手，这是首例“PE+上市公司”模式在新三板的运用，旨在充分利用资本市场，通过收购与兼并等资本运作方式将企业做大做强做优，促进新三板公司实现持续快速地发展。

（三）医疗、文化、环保、移动互联行业成热点

根据清科旗下产品私募通数据显示，上市公司参与设立并购基金所投资的领域大多与其自身行业或上下游产业相关。从具体行业类型来看，目前上市公司参与并购基金并投资的案例大量集中于医疗、文化、环保、移动互联等领域，因此，随着并购基金对上述行业频繁投资和整合，医疗、文化、环保、移动互联行业有望成为上市公司并购重组市场新热点。

（四）监管层将加强规范协同并购模式运作

由于灵活便捷的“上市公司+PE”协同并购模式既能方便上市公司融资需要，又能满足 PE 退出需求，因此自 2011 年天堂硅谷与大康牧业合作首创该模式始，多家上市公司和 PE 相继效仿。但由于该模式特点决定了 PE 能方便地介入或知悉上市公司内部运作，因此证券交易所等监管层在肯定模式创新的同时，也已开始关注此模式下可能引发的市场操作、内幕交易以及信息披露等问题，预期监管层会增加明文规定或通过“窗口指导”等方式进一步规范协同并购模式发展。

政策助力，央企、房企、新兴行业并购频发

（一）大型央企强强联合，房地产企业并购频繁

10 月 29 日，“十三五”规划纲要出台，“改革”将成为我国未来五年促进经济发展的三大动力之一，2015 年国企改革将全面推行、落地，资体系瘦身将是一大任务，国企发展模式将从增量发展变为存量组合。下一步，建筑、电力、铁路等产能过剩行业的众多国企央企，还将面临大规模的合并重组。未来的五年国企大重组、转型、整合仍是上市公司并购的主要力量。

以房地产行业为例，2015 年 8 月国资委规定的 21 家主业可以经营房地产的央企身上，有超过 10 家央企目前已经按下了内外部重组的按钮，包括中建、中交、中粮、中化、中铁、招商局等央企。中铁、中粮、中国电建分别以整合、吸资、并购等方式正在加速重组的进程。不仅仅是一个内部的资源整合，央企地产公司的重组加速开放，是国资企业向多元化混合所有制企业转变，也为当前国企去“地产化”寻求了一种出路。未来一段时期内，实力较强的央企地产商，可能会利用地产重组加速开放的机会，兼并入股民营房企，或接盘其他国企“退房”的资产。

（二）“互联网+”持续受到追捧，多个行业启动主动转型

李克强总理在政府工作报告中提出“互联网+”行动计划，上市公司纷纷响应，积极投入潮流。今年以来，许多上市公司并购标的皆为市场上最热的“互联网+”概念。洪涛股份并购在线教育机构跨考教育 70% 股权，涉足“互联网+教育”模式。科达股份收购百孚思等 5 家公司 100% 股份打造“互联网+营销”。此外“互联网+金融”模式也是市场另一热点，巢东股份披露重大资产购买预案：公司拟约 16.82 亿元现金收购新力投资等 46 名交易对象持有的小额贷款、融资租赁、典当、担保、P2P 等 5 家类金融业务公司的股权，进入类金融领域，实现上市公司主营业务的转变。旨在完善供应链金融及第三方支付的布局，强强联合助力公司抢占万亿级供应链金融市场。主动转型和围绕产业链整合将更有利于提升上市公司竞争力，尤其是在经济结构转型的大背景下，新兴产业上市公司竞争力将增强。新兴行业上市公司仍然是 2015 年首选投资品种，而医药医疗、互联网行业的并购热情最高，A 股市场中涉及此领域的个股将持续受益。

（三）新兴行业并购频发，O2O 互动娱乐平台成新宠

在新兴 O2O 平台中，主要参与者接连发生并购：2015 年 2 月 14 日，滴滴打车与快的打车宣布合并；4 月 17 日，58 同城战略入股赶集网；2015 年 5 月 22 日，携程战略性收购艺龙 37.6% 股份，总价约 4 亿美元。究其原因，可以总结为以下几点：1、降低成本：合并后一切过度的竞争行为停止，避免资源浪费，成本大幅降低，协调一致提升整体收入和利润水平；2、扩大优势：合并后的公司在行业内占有绝对优势，提升议价能力，整合上下游资源；3、集中资源：合并后的公司，集中两方人力、财物资源，投入在创新产品和模式上，更好把握市场机会。

（四）中国制造 2025，激活先进机械制造并购

2015 年 5 月《中国制造 2025》出台，规划明确指出，要围绕汽车、机械、电子、危险品制造、国防军工、化工、轻工等工业机器人、特种机器人，以及医疗健康、家庭服务、教育娱乐等服务机器人应用需求，积极研发新产品，促进机器人标准化、模块化发展，扩大市场应用，突破机器人本体、减速器、伺服电机、控制器、传感器与驱动器等关键零部件及系统集成设计制造等技术瓶颈。由于政策暖风频吹，A 股的多家上市公司对机器人市场寄予厚望，并纷纷加快了对该业务的布局。已有三家政府类产业基金联手设立了机器人核心零部件合资子公司，迈出了海内外资源整合的第一步。随着新产能释放、外延并购将逐步推进。

中南重工转型文化产业，中植资本发挥资本优势

中南重工联合中植资本建立并购基金，实现由传统制造业向现代服务业战略转型，截止目前运作顺利、成效显著。中南重工重组前市值约 24 亿，截止 2015 年 6 月 27 日市值约 267 亿，市值增幅超 10 倍。中植资本与中南重工的合作是“PE+上市公司”实现双赢的一例成功体现，通过建立并购基金，实现上市公司的框架调整，从而实现战略转型，也是上市公司通过并购重组实现混合所有制改革的又一成功案例。

中南重工传统业务主要是工业金属管件及压力容器的研发、生产和销售，2014 年 3 月公司公告拟收购影视公司大唐辉煌 100% 股权，12 月公司设立教育投资子公司，文化全产业链的打造已现雏形。此次交易后，中植资本及其一致行动人合计持有中南重工 19.93% 的股权，成为中南重工第二大股东。14 年 4 月公

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_15236

