

清科观察：《2015 国企兼并重组报告》发布，新三板成国企重组新平台

2015-05-15 清科研究中心 闫鹏

当前，全球经济不景气，正处于一个缓慢复苏的时代，欧美各主要经济体的“去杠杆化”发展必然对全球经济的产业结构与产业政策带来变革性影响，从而促使各种形式的债务重组、资产重组、兼并收购层出不穷，这也使全球资本市场迎来一个兼并重组的高峰期。在兼并重组的黄金时代下，中国经济告别了高歌猛进式的发展，逐渐进入新常态时期，政策要素、资源要素、资本要素等需要在各个经济部门之间重新分配，新的主导产业需要进行重构。在此背景下，化解过剩产能、实施产业重组、构建规模经济将是中国经济转型的核心，而国有企业兼并重组则无疑是其中最为重要的一环。

当前的国有企业兼并重组已经不单纯是简单的国企改制途径，也不仅仅是民营企业低成本吸收国有资产的手段，更不是局限于外资快速进入中国市场的捷径。今日之国企兼并重组是基于产业价值链的改造和整合，是全球资本资源配置在中国的延伸，是国有经济布局的战略性调整，是大型国有企业集团构筑国家经济安全的底线，是中国民营企业在国有垄断市场的强劲破土。实施国有企业兼并重组，因势利导构造本土产业价值链与骨干企业的核心竞争力，就是把握了中国经济的未来。

鉴于此背景，清科研究中心特推出《2015 国企兼并重组报告》，从国企兼并重组的基本路线切入，剖析国企兼并重组的动机、目标、意义、政策环境和发展现状，着重解析民营经济及 VC/PE 机构参与改革的机会及方法，并从不同行业中甄选国企兼并重组案例进行分析，最后提出国企兼并重组中尚存在的问题及发展对策，以期为 VC/PE 机构及其他企业未来参与国企兼并重组提供借鉴。

国企并购交易量逐年攀升，2014 年并购规模已超 3 百亿美元

清科研究中心的数据显示：从 2008 年至 2014 年，国有企业¹共发生兼并重组交易（不包括关联交易）1,716 起，其中披露金额的 1,537 起案例共涉及交易金额 1,868.20 亿美元，平均并购交易金额为 1.22 亿美元（见表 1）。从历年国企兼并重组的具体情况来看，国有企业兼并重组活跃度和交易规模整体上在波动中呈攀升态势，并购案例数由 2008 年的 18 起增长到 2014 年的 481 起，达到历史最高水平，年均复合增长率高达 72.9%；其中，2009 年到 2010 年，国有企业并购案例数增幅高达 325.0%，为历年增幅之最。（见图 1）。

表 1 2008-2014 年国有企业兼并重组市场总体统计

年度	案例数	增长率	案例数 (金)	并购总额 (US\$M)	增长率	平均并购金额 (US\$M)
2008	18	-	13	37,265.40	-	2,866.57
2009	44	144.4%	34	11,125.22	-70.1%	327.21

¹ 此处及下文所称的国有企业均指并购方或被并购方具有国资背景的企业

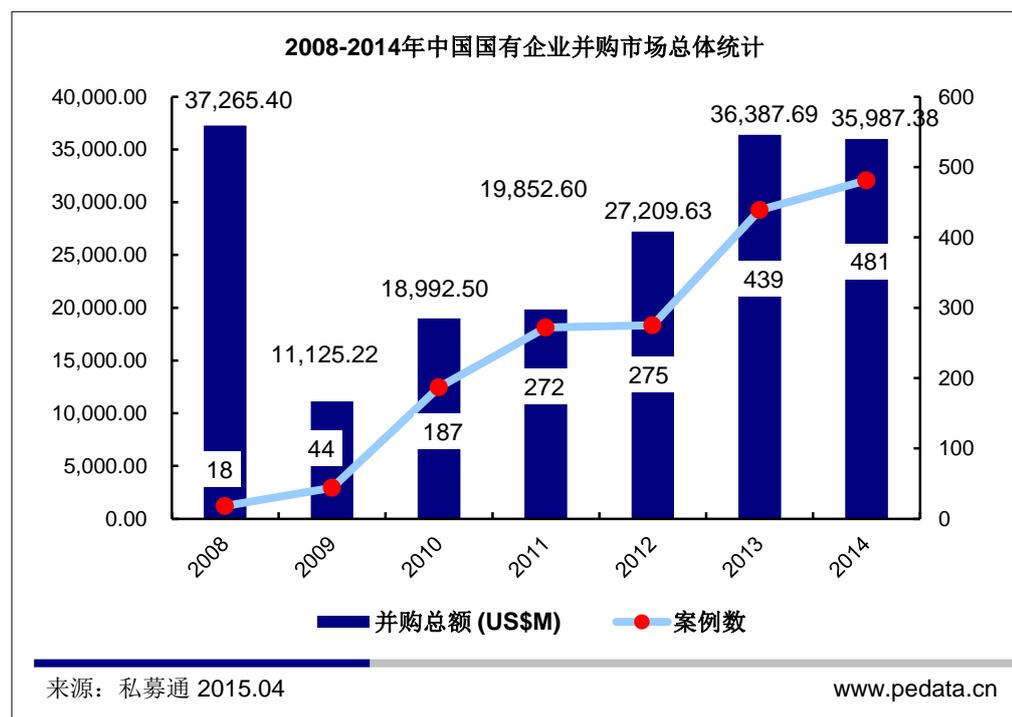
2010	187	325.0%	167	18,992.50	70.7%	113.73
2011	272	45.5%	245	19,852.60	4.5%	81.03
2012	275	1.1%	238	27,209.63	37.1%	114.33
2013	439	59.6%	387	36,387.69	33.7%	94.03
2014	481	9.6%	453	35,987.38	-1.1%	79.44
合计	1,716	-	1,537	186,820.43	-	121.55

来源：私募通 2015.04

www.pedata.cn

交易金额方面，2008年国有企业并购涉及交易金额372.65亿美元，在2009年并购案例数增长的情况下，2008年的并购交易金额是2009年的两倍有余，主要是因为2008年10亿美元以上大额案例频繁，主要包括中国电信收购中国联通的CDMA网络和业务这起案例，涉及交易金额158.34亿美元，以及中国铝业斥资140.5亿美元收购力拓。交易金额在2010年、2012年和2013年经历三次大规模增长后，在2014年最终小幅回落，跌幅为1.1%，主要由于过去几年国有企业的并购多以大型国企为主，且集中于能源开发、基础设施建设和机械制造等重资产行业，交易金额较高，2014年更多小型的地方型国企加入兼并重组的大军，更加偏向于小额的并购交易，从而降低整体的并购规模。

图1 2008-2014年国有企业兼并重组市场趋势



从并购类型来看，国内并购占据绝对优势，7年间共完成案例1,516起，占比88.3%，但在并购金额方面，国内并购以微弱劣势落后于海外并购。海外并购虽然只发生189起案例，但涉及交易金额高达979.82亿美元，平均并购金额接近7亿美元，足以显示出国有企业海外并购时雄厚的资金实力。另外，由于外资企业并购国有企业受到我国政府限制，所以成功案例较少，7年间只完成11起，交易金额为19.74亿美元。

表2 2008-2014年国有企业兼并重组类型统计

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	1,516	88.3%	1385	86,863.70	46.5%	62.72
海外并购	189	11.0%	143	97,982.30	52.4%	685.19
外资并购	11	0.6%	9	1,974.43	1.1%	219.38
合计	1,716	100.0%	1,537	186,820.43	100.0%	121.55

来源：私募通 2015.04

www.pedata.cn

VC/PE 投资国企逐年升温，2014 年投资金额已接近 90 亿美元

20 世纪 90 年代开始，我国允许国内民间资本和外资参与国有企业改组改革，2013 年召开的十八届三中全会首次明确公有制主体、多种所有制共同发展的重要实现形式是混合所有制经济。国有企业混合所有制改革以来，对 VC/PE 等股权投资无疑是重大机遇。原来多数股权投资都是以投资民营企业为主，而混合所有制改革为股权投资提供了新的机遇。此前，VC/PE 机构参与国企并购非常困难，一方面，国企并购较为敏感，涉及国有资产流失；另一方面，由于部分国企缺乏决策机制，阻碍了风险投资参与国企的改革。在混合所有制改革的大背景下，一方面，VC/PE 不再单纯涉足企业兼并重组、上市融资等“暴利”领域；另一方面，VC/PE 对于企业管理、战略决策有独到理解，VC/PE 在企业管理中也可以发挥作用。

从 2008 年至 2014 年 VC/PE 投资国有企业的趋势来看，由于 2010 年是国企改革的元年，投资案例数在 2010 年骤然井喷，达到历史最高的 85 起。此后，投资案例数有所回落，但 2013 年开始反弹，至 2014 年底案例数回到 60 起以上大关，总的来看，投资案例数在波动中上升。（见表 3）

并购金额方面，同样从 2010 年开始迎来高速增长，连续两年增速分别为 440.1%和 67.5%，到 2014 年投资总额达到峰值，涉及金额 89.48 亿美元（见图 2），主要因为 2014 年 9 月 17 日，渤海产业投资基金管理有限公司旗下的渤海华美（上海）股权投资基金管理有限公司、CICC Investment Group Co., Ltd.、RRJ Management (HK) Limited 旗下的 Kingsbridge Asset Holding Ltd、金石投资有限公司旗下的青岛金石润汇投资有限公司、中国国际金融有限公司旗下的 CICC Evergreen Fund, L.P.、中金前海发展（深圳）基金管理有限公司旗下的 Qianhai Golden Bridge Fund I LP、嘉实资本管理有限公司、中金佳成投资管理有限公司旗下的天津佳兴商业投资中心（有限合伙），投资中国石化销售有限公司 58.74 亿美元，占股 10.11% 这起案例，大幅推高了 2014 年的投资总额。

表 3 2008-2014 年 VC/PE 投资国有企业总体统计

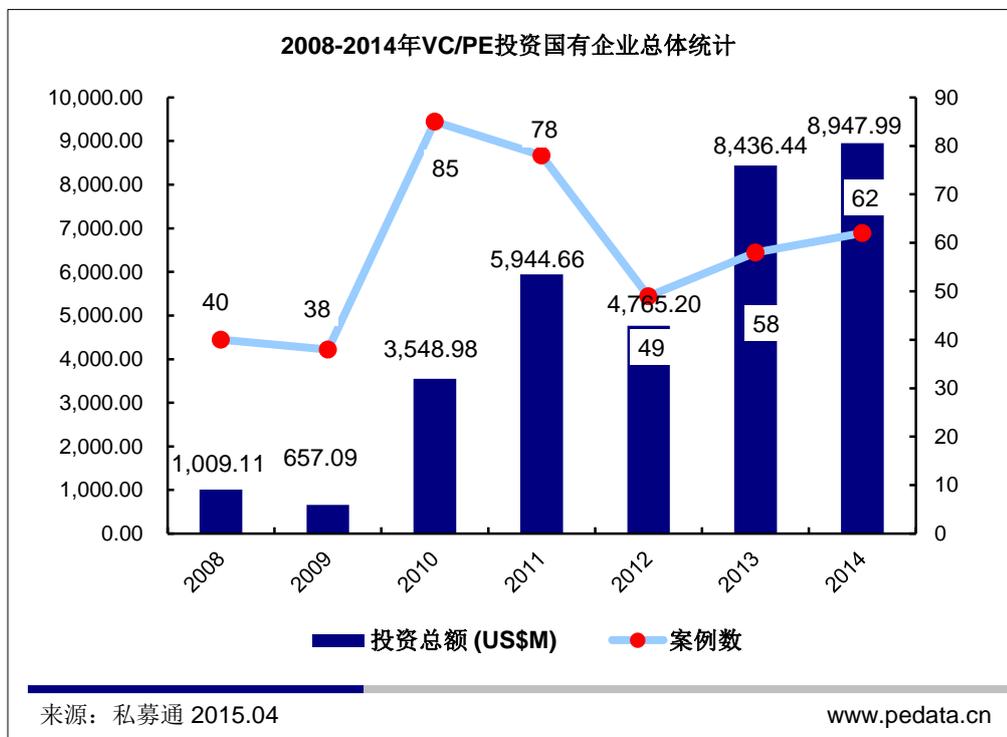
年度	案例数	增长率	案例数(金)	投资总额 (US\$M)	增长率	平均投资金额 (US\$M)
2008	40	-	33	1,009.11	-	30.58
2009	38	-5.0%	33	657.09	-34.9%	19.91
2010	85	123.7%	74	3,548.98	440.1%	47.96
2011	78	-8.2%	71	5,944.66	67.5%	83.73
2012	49	-37.2%	44	4,765.20	-19.8%	108.30
2013	58	18.4%	54	8,436.44	77.0%	156.23

2014	62	6.9%	60	8,947.99	6.1%	149.13
合计	410	-	369	33,309.47	-	90.27

来源：私募通 2015.04

www.pedata.cn

图 2 2008-2014 年 VC/PE 投资国有企业趋势



央企整合持续发酵，重组大年拉开序幕

2014年，国企并购重组和资源整合力度进一步加大，如成立铁塔公司推动电信基础设施共建共享，招商轮船与中外运长航集团重组建成了全球最大的油轮船队，华孚集团整体并入中粮集团，有关企业重组及项目转让工作正在稳步推进。2014年3月份，中粮宣布正式签署协议收购尼德拉51%股权；4月份，中粮和投资团宣布收购来宝农业51%股权，两项并购耗资约30亿美元；同月，中信泰富宣布以2269亿元从最终控股母公司中信集团收购其主要业务平台中信股份的全部股份。7月28日，北京首钢股份有限公司通过增资的方式成功受让东莞市五迁金属材料有限公司10.00%股权，作价1,154.00万元人民币。8月份，安徽国企改革第一股江淮汽车，披露了进一步细化的吸收合并江汽集团并募集配套资金预案。10月28日，中粮集团宣布其主导的两项并购已通过全球并购审查，并顺利完成交割，中粮集团将分别持有荷兰农产品及大宗商品贸易集团尼德拉公司和来宝集团旗下来宝农业有限公司51%股权。

从2015年年初的南北车合并到中电投和国家核电合并，背后都代表着2015年国企整合的一个全新思路，那就是强强联合。2015年国企改革将全面推行、落地。国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。2015年是国企大重组、大整合的一年，2015年下半年将出现一个比较大的国企兼并重组浪潮，原因有以下三点：首先，国企改革和结构调整、转型升级决定了部分央企的合并重组是大概率事件。

其次，没有央企的大重组、大整合，“中国制造 2025”就不可能顺利实施。三是“一带一路”不仅让高铁走出去，更主要的是展现了中国装备和中国制造的实力和能力，使更多的行业成为受益者。

国企借力资本市场，新三板成国企重组新平台

新三板一直被看作是解决中小微企业融资难的平台。然而，现在新三板有了新功能和定位——“帮助地方政府实现国资改革的平台”。从 2013 年 12 月上海首先发布地方国资改革方案开始，全国陆续有 19 个地区发布了全面深化国资改革的方案，这些方案有一个共同点，都包含有利用多层次资本市场提高地方国资的资产证券率，而新三板是其中重要的组成部分。

四川的方案中提出，加快国有资产证券化。鼓励国有企业充分利用包括主板、中小板、创业板、全国股份转让系统在内的多层次资本市场上市挂牌，通过市场化机制为资本定价、发现价值，以融资、转让、并购等方式实现国有资本的充分流动和股权的多元化。广东的方案中点明，利用境内外多层次资本市场，推动汽车贸易、仓储物流等具备上市条件的企业实现主营业务上市，推动电子信息、生物医药、食品粮油等企业逐步注入省属同类业务上市公司，推动一批具有发展前景的企业在新三板上市。北京市的两会中也明确要求，北京市属企业会利用多层次资本市场提高证券化的比率，新三板将作为其中重要的一环。

此外，2014 年 7 月证监会颁布了《全国中小企业股份转让系统非上市公众公司重大资产重组业务指引（试行）》（下文简称“《指引》”），《指引》明确新三板公司与交易对方筹划重大重组事项时，应当做好保密工作和内幕信息知情人登记工作，密切关注媒体传闻、公司股票及其他证券品种的转让价格变动情况，并结合重大重组事项进展，及时申请公司证券暂停转让并报送材料。在发行股份购买资产方面，《业务指引》强调，涉及重大资产重组的股票发行信息披露及具体操作流程，须遵守《业务指引》的要求，不再适用《全国中小企业股份转让系统股票发行业务细则（试行）》的有关规定。同时企业在验资完成后 10 个转让日内，需向全国股转系统公司报送股票发行备案或股票登记申请文件。《业务指引》对退市公司重大资产重组的风险提示做出了特别要求，要求退市公司在披露重大资产重组报告书时应当同时发布特别提示。《指引》的出台进一步规范了在全国中小企业股份转让系统公开转让的公众公司重大资产重组的信息披露和相关业务办理流程，也为国有企业在新三板这个平台上进行兼并重组提供了制度保障。

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_15312

