



2020

CHINESE M&A
MARKET REPORT

白沙泉中国并购年报

危中寻机，谋定后动



版权声明

COPYRIGHT NOTICE

本报告是在白沙泉并购金融街区、浙江省并购联合会的支持下，由浙江大学互联网金融研究院司南研究室、白沙泉并购金融研究院具体执行的，于2020年5月正式发布的报告。报告分析内容基于“白沙泉中国并购指数（Baishaquan China M&A Index, BMI）”，指数每日计算、每周更新，详见浙江省并购交易服务平台官网（蓝血并购）。本报告中所有的文字、数据均受到中国法律知识产权相关条例的版权保护。未经书面许可，任何组织和个人不得将本报告的信息用于其他商业目的。

项目组成员

PROJECT TEAM MEMBERS

主持人

- | | |
|-----|---|
| 贲圣林 | 浙江大学管理学院教授
浙江大学国际联合商学院院长
浙江大学互联网金融研究院（浙大 AIF）院长 |
| 龚小林 | 浙江省并购联合会执行会长兼秘书长
白沙泉并购金融街区联合创始人
白沙泉并购金融研究院创始院长 |
| 陈汉聪 | 浙江省并购联合会副秘书长
白沙泉并购金融研究院执行院长 |

参与人

- | | |
|-----|--------------|
| 顾月 | 浙大 AIF 司南研究室 |
| 吕佳敏 | 浙大 AIF 司南研究室 |
| 章伊 | 白沙泉并购金融研究院 |
| 李少佳 | 白沙泉并购金融研究院 |
| 胡康 | 浙大 AIF 司南研究室 |
| 罗丹 | 浙大 AIF 司南研究室 |
| 钟鑫民 | 白沙泉并购金融研究院 |
| 朱沂 | 浙大 AIF 司南研究室 |
| 寿焯磊 | 浙大 AIF 司南研究室 |
| 章鑫 | 浙大 AIF 司南研究室 |
| 朱昀朗 | 浙大 AIF 司南研究室 |
| 俞力嘉 | 浙大 AIF 司南研究室 |
| 王焯诚 | 浙大 AIF 司南研究室 |
| 陈漪娴 | 浙大 AIF 司南研究室 |
| 黄泽楠 | 浙大 AIF 司南研究室 |
| 张蓓蕾 | 浙大 AIF 司南研究室 |

以变应变，转危为机

TO MEET THE EMERGENCY,
TURN THE CRISIS INTO AN OPPORTUNITY



2019年注定是不平凡的一年，在国内外错综复杂形势的叠加影响下，市场面临收缩危机的同时也孕育着并购的机会。这一年，资本市场改革全面深化，基础性制度建设持续向前，新《证券法》修订通过，“深改12条”陆续落地，证监会对并购重组多项规则进行“松绑”，为新一轮并购重组浪潮的到来打开了政策空间。我们常说上市和并购是转型升级的上下篇，如果上市是企业的凤凰涅槃，那么并购就是产业的凤凰涅槃。通过并购，可以围绕上市公司这个龙头形成配套完整的产业集群、构建更加健康的产业生态。

新年伊始，新冠疫情对世界经济造成了严重冲击。但我们也发现，经济向下走，并购向上走。经济下行的危机正倒逼不少产业加速市场出清，也给出更多的并购机会。所以说，危即是机，机在并购。在这样的特殊时期，企业尤其要以变应变，转危为机，把握好经济下行周期中的并购整合机会。

当前，并购实现在国内仍然比较复杂，究其原因，主要在于企业的底层资产不清、法律关系不清、实现责任不清三个方面，需要政府加强引导和规范。特别是在疫情当下，企业复工复产程度参差不齐，产业升级

压力加大，支持并购是政府稳企稳产业、救市救企业的重要路径，也是区域产业转型、实现高质量发展的不二法门。

并购市场的良性发展，也离不开全体并购人的共同努力。2018年，由白沙泉并购金融街区联合浙江省并购联合会、白沙泉并购金融研究院、浙江大学互联网金融研究院在“第二届全球并购白沙泉峰会”上发布了“白沙泉中国并购指数”。一年多来，我们以专注的精神和专业的水准，在数据统计、并购业态、市场状况、未来展望等方面深度分析、精益求精，努力推动“白沙泉中国并购指数”成为并购从业者观察行业的重要指标。在此基础上，悉心编制了《2020白沙泉中国并购年报》，针对如何把握疫情带来的并购机会，人工智能、5G、大数据等新兴产业发展将对并购产生怎样的影响，政策变化该如何解读等一系列问题提供详尽的指引，以期帮助实体企业和并购从业者更加全面地认知并购市场的现状，更加准确地把握并购的发展趋势。浙江省并购联合会也将推出更多与并购相关的服务和工具，推动构建基业长青、具有持续竞争力的产业生态圈。

陆建强

陆建强

浙江省并购联合会会长
财通证券党委书记、董事长

2020年5月

中国企业并购市场： 喧嚣过后回归理性

CHINESE M&A MARKET :
RETURNING TO REASON AFTER THE UPROAR



十亿市值靠业务，百亿市值靠并购。现代企业发展之路上，并购需求是自然而生的。横向并购扩大企业市场占有率，纵向并购延伸企业产业链，跨界并购促进企业多元化发展、实现产业结构升级，跨境并

购有助于企业获得国外市场和技术。并购给资本市场带来更多优质的新鲜“血液”。

中国并购市场从前几年的资本狂欢到如今逐渐退潮，每个阶段都是新的反思和飞跃。2019年，受国内金融去杠杆、国际贸易摩擦升级及欧美国家审查力度加大等因素的影响，境内外并购市场整体回落，但不改长期活跃趋势；同业整合、国企改革等局部领域表现亮眼。

政策红利频至释放并购需求。《上市公司重大资产重组管理办法》修订放宽重组上市认定标准、恢复重组上市配套融资，并允许创业板重组上市，促使更多优质资产借道“重组上市”登陆资本市场；科创板推出及差异化的并购重组制度出台，在满足科技企业并购需求的同时提高了并购效率。

市场则渐回理性轨道，企业并购技能有了长足进步。行业内并购仍是主流，并由“机会型”转向“务实型”，更加注重并购是否符合自身长远发展战略，也愈发看重并购之后的整合，将其视为实现交易价值的关键一环。并购主体多样化，国有资本频频出手收购濒危民营上市企业，既满足政府“纾困”的目标，也为旗下优质资产证券化提供平台，为产业转型升级带来机遇；VC/PE机构在参与

国企改革、跨境并购中表现活跃，为并购市场注入新的活力。

与此同时，高估品牌价值、低估整合难度的非理性并购仍然可见，其后遗症在近期世界经济格局动荡之下加速暴露，轻则商誉减值巨额亏损，重则面临破产重整。另外，大环境不确定因素增加了并购风险，企业盲目跨界的失败并购案例不在少数，对境内外形势的预判、企业发展节奏的把控上存在不足。

行稳致远，进而有为，需要所有市场参与者共同努力。对监管部门而言，要“支持鼓励”与“加强指导”两条腿走路。对企业而言，学会花钱很重要，在并购的每一个阶段都要慎之又慎，注重合规性和可获批性。对于投资者而言，要强化风险意识，理性参与投资，避免盲目跟风。对中介机构而言，需要更加严格控制执业质量，扮演好守门人的角色。

金杜律师事务所致力于在并购领域为中国企业提供优质的法律服务。作为市场参与者，我谨代表金杜对《白沙泉中国并购年报》的发布致以衷心的祝贺，期待能有更多机会与各方一起为中国并购市场的健康发展做出贡献。

张毅

金杜律师事务所中国管委会主席

2020年5月



导读

GUIDE READING



《2020白沙泉中国并购年报》是基于白沙泉中国并购指数（Baishaquan China M&A Index，简称BMI）的第二期分析研究报告。BMI是一组由主指数（中国并购指数）和子指数（行业并购指数、省份并购指数、城市并购指数）共同构成、相互补充、每日计算、每周更新的系列指数，其目的为科学评估中国并购活跃情况，实时观测并购市场发展动向。本报告在BMI的数据基础上进行延伸，着重对2019年中国上市企业的相关并购活动进行分析，透视当前并购动向，把握未来并购趋势。

2019年，全球经济放缓趋势愈发明显，中国经济总体下行，动力转换步伐加快。在此背景下，中国并购市场活性有所下降，全年主指数日均值为5886.19点，相比2018年下降9.1%；但市场波动性增加，2019年，BMI最高值与最低值间差值超过6700点，而2017与2018年该差值均不足5300点。对上市企业相关并购而言，新发起交易数量与规模均出现下跌，化解存量成为主题，中国全年上市企业相关新发起并购5155起，同比下降22.4%；新发起金额15701亿元，同比下降26.4%；已完成并购4434起，同比上升33.2%；已完成金额15037亿元，同比提高13.2%。

从BMI行业排名来看，商务服务业、批发业、资本市场服务业依然位列三甲，BMI行业TOP10相比2018年并无显著变化，但与此同时，这些行业在2019年并购热情均有所消退，并购集中度也有所缓解，2019年TOP10行业并购金额占全行业的59.6%，同比下降5个百分点。从BMI地区排名来



看，粤港澳、京津冀、长三角等地区强者恒强，占据中国并购市场的半壁江山，但全国各地的并购力量正在逐渐积累，2019年，山东、湖北、福建、河南4省新发起并购均超过150起，进入省份BMI排名TOP10。此外，浙江省并购活跃度位居全国第四，并购目的日趋多样、估值方法更加合理，且当前仍以境内并购为主。

2019年底，新型冠状病毒（COVID-19）爆发，在给并购市场带来挑战的同时，也为部分行业的发展与并购带来了机遇。未来，医疗健康产业将在各类政策与市场资本的推动下，实现更加快速的业内整合与跨界发展。当然，对与所有企业而言，2020年都将是“危中寻机，谋定后动”的一年，仍需着眼于未来发展、结合公司战略、谨慎参与并购。

引言	001
第一章 2019 年并购市场概览	002
1.1 宏观经济背景	002
1.1.1 世界经济增速持续下滑，制造行业危机持续	002
1.1.2 中国经济呈现下行趋势，动力转换步伐加快	002
1.2 并购市场概览	003
1.2.1 全球并购市场概览	003
1.2.2 中国并购市场概览	004
1.3 并购政策环境	004
1.4 新动态新趋势	006
第二章 白沙泉中国并购指数分析	007
2.1 BMI 全景	007
2.1.1 长期来看，并购活跃性依然上升	007
2.1.2 横向对比，并购周期性特征明显	008
2.1.3 2019 年，并购波动性有所加大	009
2.2 BMI 行业	009
2.2.1 排名相对稳定	010
2.2.2 热度总体降低	011
2.3 BMI 地区	012
2.3.1 BMI 城市：三大区域持续引领	015
2.3.2 BMI 省份：各地力量逐渐积累	016
2.4 BMI 新锐	016
第三章 中国并购市场分析	019
3.1 中国并购市场活跃性	019
3.2 中国重点行业分析	022
3.2.1 商务服务业并购	024
3.2.2 批发业并购	026
3.2.3 资本市场服务业并购	028
3.3 中国重点地区分析	030
3.3.1 广东省并购	031
3.3.2 北京市并购	034
3.3.3 上海市并购	036
第四章 浙江并购市场分析	039
4.1 浙江并购市场概况	039
4.1.1 宏观环境：经济总量新突破，政策发力助增长	039
4.1.2 并购市场：大型并购时有发生，已完成并购量价齐升	041

CONTENTS [目录]

4.1.3 并购特征：交易目的日趋多元，估值方法更加合理	044
4.2 浙江重点行业分析	045
4.2.1 行业并购概况	045
4.2.2 通用设备制造业并购	048
4.2.3 医药制造业并购	049
4.2.4 化学纤维制造业并购	050
4.3 浙江重点地区分析	052
4.3.1 区域并购概况	052
4.3.2 杭州市并购：经济发展领跑，金融科技带动	054
4.3.3 台州市并购：产业结构优化，海外并购加快	055
4.3.4 温州市并购：营商环境优化，大型并购显现	056
第五章 中国并购市场展望与建议	058
5.1 并购展望	058
5.2 并购建议	060
5.1.1 政府：推动市场发展，加强合规监管	060
5.1.2 企业：结合公司战略，谨慎参与并购	061
第六章 专题：医疗健康产业并购分析	062
6.1 全球医疗健康产业并购现状	062
6.2 中国医疗健康产业并购现状	063
6.2.1 政策环境	064
6.2.2 行业特点	064
6.2.3 区域分布	067
6.2.4 跨国并购	068
6.3 医疗健康产业并购展望	070
6.3.1 企业跨界并购，进驻医疗产业	070
6.3.2 业内整合加速，龙头企业集中	071
6.3.3 投资热情高涨，助推并购高潮	071
第七章 专题：典型并购案例分析	072
7.1 国企混改：珠海明骏收购格力电器	072
7.1.1 交易简介	072
7.1.2 交易特点	073
7.2 借壳上市：武汉中商收购居然新零售	075
7.2.1 交易简介	075
7.2.2 交易特点	077
7.3 业内整合：中信证券收购广州证券	078
7.3.1 交易简介	078

7.3.2 交易特点	079
7.4 业务重组：一汽轿车收购一汽解放	081
7.4.1 交易简介	081
7.4.2 交易特点	082
7.5 民企纾困：多喜爱收购浙建集团	083
7.5.1 交易简介	083
7.5.2 交易特点	085
7.6 纵向收购：紫光国微收购紫光联盛	086
7.6.1 交易简介	086
7.6.2 交易特点	087
7.7 国企改革：大冶特钢收购兴澄特钢	089
7.7.1 交易简介	089
7.7.2 交易特点	090
7.8 分拆上市：中航善达收购招商物业	091
7.8.1 交易简介	091
7.8.2 交易特点	092
7.9 零售转型：苏宁国际收购家乐福中国	093
7.9.1 交易简介	093
7.9.2 交易特点	094
7.10 吸收合并：双汇发展收购双汇集团	094
7.10.1 交易简介	094
7.10.2 交易特点	095
7.11 跨境发展：亿帆医药收购佰通公司	097
7.11.1 交易简介	097
7.11.2 交易特点	098
7.12 “科技+”：杭钢股份收购云数据公司	100
7.12.1 交易简介	100
7.12.2 交易特点	100
附录	102
附录 1 BMI 编制	102
附录 2 2019 年白沙泉中国并购指数（BMI）行业排名表	104
附录 3 2019 年白沙泉中国并购指数（BMI）城市排名表	107
后 记	111
关于我们	112



引言

INTRODUCTION

当前，世界正值百年未有之大变局，立破并举、涤旧生新逐渐成为常态，中国企业身处愈加全球化的市场之中，其所受影响不可谓不大。如何在全球经济增速下滑、不确定性加剧的背景下开拓全球市场？如何在中国经济动能转换不断推进、产业整合日益加速的环境下持续成长、“剩”者为王？并购，或许是一个选择。

知己知彼，百战不殆。只有对并购市场有所了解，才能抓住市场机遇，更好地实现并购效果。2018年11月，白沙泉并购金融街区、浙江省并购联合会、白沙泉并购金融研究院和浙大AIF司南研究室共同推出“白沙泉中国并购指数”（Baishaquan China M&A Index，简称BMI），力图科学反映中国并购活跃情况，实时观测并购市场发展。如今，我们推出BMI的第二份深度研究报

告——《2020白沙泉中国并购年报》，力求全面勾勒2019年中国上市公司相关并购市场图景，多角度剖析市场现状，方向性点明未来趋势，为并购理论研究者、规则制定者与其他市场参与者等提供有益参考。

审度时宜，虑定而动。中国并购市场的日益活跃，将为实体经济健康发展、多层次资本市场完善、社会资源合理配置、“一带一路”等国家战略的有效实施提供有力支撑，而中国经济结构的持续优化、市场管理机制的科学完善、人民币国际化进程的不断推进也将为并购市场的发展带来更多机遇。在全球经济形势变化莫测、尚不明朗的背景下，唯有审度时宜，了解并购市场现状，明晰市场发展方向，才能危中寻机，实现长久发展。

第一章

2019年并购市场概览

CHAPTER I 2019 M&A MARKET OVERVIEW

1.1 宏观经济背景

2019年，受全球政治不确定性加剧、贸易局势持续紧张和地缘政治冲突频发等因素的影响，全球范围内国际贸易和跨境投资萎缩，全球制造业持续疲弱，经济增长动能不足、韧性下降，经济放缓趋势愈发明显。在此背景下，中国经济总体呈现下行趋势，主动去库存阶段多次受到贸易冲突等外力影响而有所延长，但经济发展仍亮点不断，经济结构继续优化，动力转换步伐加快，转型升级成效显著，对外贸易稳中提质。

1.1.1 世界经济增速持续下滑，制造业危机持续

2019年，全球政治和经济灰犀牛、黑天鹅事件不断。政治局势上，美国联邦政府经历了历史上持续时间最长的关门事件；特朗普政府极端贸易政策盛行，对包括中国、欧洲和日本在内的多个国家和地区挑起并升级贸易争端；美俄军备竞赛迹象再现加剧政治动荡，经济制裁持续；英国脱欧进入关键期却风险不断；日韩经济制裁拉开帷幕，东亚局势再起波澜。经济趋势上，美欧宏观经济持续疲弱，全球制造业危机持续，核心美债收益率从5月到10月持续倒挂，多数欧元区国家债券收益率创新低，世界三大组织多次下调全球经济增长预期，经济放缓担忧加剧；澳洲、新西兰以及加拿大等诸多国家开展降息逆周期调节，新兴市场均进行了不同程度的降息。

在此背景下，全球经济增长面临的风险依然偏于下行，根据国际货币基金组织

2019年10月发布的《世界经济展望》报告，2019年全球经济增长预期从3.7%降至3.0%。其中，美国经济的预计增速从3.0%降至2.3%，欧盟从1.8%降至1.6%，中国从6.6%降至6.0%，拉美和加勒比地区从1.0%降至0.2%，印度从6.8%降至6.1%。

此外，2019年以来，全球贸易局势紧张导致需求不足，制造业危机持续加重，全球制造业陷入衰退或处于衰退边缘。摩根大通全球制造业数据显示，2019年10月份全球制造业采购经理人指数(PMI)为49.8%，较9月上升0.1个百分点，同比下行2.2个百分点，持续6个月运行在50%以下。分区域看，美洲和欧洲制造业PMI保持低位，同比下降明显；亚洲制造业PMI较上月继续下行；新兴市场国家，除了俄罗斯上升外，其他均不同程度下降，且下降幅度较大。

1.1.2 中国经济呈现下行趋势，动力转换步伐加快

2019年，国内宏观经济呈现走弱态势，短周期经济运行节奏因贸易冲突而改变，二季度经济企稳的高度受限、时间推后，年内GDP增速呈现下移态势。从产出来看，GDP增速不断下调，从一季度的6.4%下滑至四季度的6.0%，全年增速6.1%；工业产出方面，虽然二季度受政策“减税套利”和贸易形势改善的影响曾出现反弹，但工业增加值增速仍呈现下降趋势，全年全国规模以上工业增加值比上年增长5.7%。在投资需求方面，城镇固定资产投资投



资完成额和民间固定资产投资均呈现下降趋势：房地产投资持续在10%以上的增速，表现出超预期的韧性，是投资增速缓慢下行而非断崖式下跌的主要原因；基建投资一改2018年大幅下降的态势，一季度出现一定反弹之后，基本维持稳定的增速；制造业投资在贸易冲突不断加剧的情况下，年初开始出现大幅回落，但从二季度开始基本稳定。

尽管经济整体下行，中国经济仍然亮点不断。一方面经济结构继续优化，2019年第三产业增加值占国内生产总值的比重为53.9%，比上年提高0.6个百分点，高于第二产业14.9个百分点，对国内生产总值增长的贡献率为59.4%。消费作为经济增长主动力的作用进一步巩固，最

终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为57.8%，高于资本形成总额26.6个百分点。居民消费升级提质，全国居民恩格尔系数为28.2%，比上年下降0.2个百分点；全年全国居民人均消费支出中，服务性消费支出占比为45.9%，比上年提高1.7个百分点。

另一方面动力转换步伐加快，转型升级成效显著。2019年，规模以上工业战略性新兴产业增加值增长8.4%，规模以上工业高技术制造业增加值增长8.8%，分别快于全部规模以上工业增加值增速2.7个和3.1个百分点。新兴产业发展势头良好，前11个月，规模以上战略性新兴产业、高技术服务业和科技服务业营业收入增速分别为12.4%、12.0%和12.0%。新业态新模式发展动能持续增强，2019年全国网上零售额增长16.5%，其中实物商品网上零售额增长19.5%，占社会消费品零售总额比重的20.7%，比上年提高2.3个百分点。

此外，对外贸易稳中提质，利用外资继续扩大。2019年，中国货物进出口总额达31.6万亿元，比2018年增长3.4%，连续两年超过30万亿元，有望蝉联世界第一。中国实际使用外商直接投资金额达9415.0亿元，比2018年增长5.8%，中国对“一带一路”沿线国家进出口总额为9.3万亿元，比2018年增长10.8%，其中出口增长13.2%，进口增长7.9%。

1.2 并购市场概览

2019年，受地缘政治动荡、贸易摩擦加剧以及欧美国家投资审查力度加大等因素影响，全球跨境并购市场活跃度明显下降，国内并购市场也呈现出交易数量与交易规模双下跌的态势。

1.2.1 全球并购市场概览

2019年，全球跨境并购市场活跃度明显下降。根据全球金融市场数据提供商路孚特（Refinitiv）数据显示，

2019年前三季度，全球并购活动总额为2.8万亿美元，较2018年同期下降10%，创近5年来新低。其中，前三季度跨境并购活动总额为8417亿美元，同比下降32%，是近6年来增速最慢的三个季度。

从行业来看，金融、能源和电力以及科技行业占跨境交易的39%，高于一年前的26%。从国家和地区来看，各地并购活跃度均出现了不同程度的下滑。其中，以欧洲市场为目标的并购活动总额为5704亿美元，较2018年下降

31%；亚太地区的并购交易总额为5264亿美元，较去年同期下降21%，创5年来新低。

1.2.2 中国并购市场概览

2019年，中国并购市场新发起交易数量与规模均出现下跌，化解存量成为主题。中国全年上市企业相关新发起并购5155起，同比下降22.4%；新发起金额15701亿元，同比下降26.4%；已完成并购4434起，同比上升33.2%；已完成金额15037亿元，同比提高13.2%（详见第三章）。

从行业与地区来看，商务服务业、批发业、资本市场服务业仍是最为活跃的并购发起方，京津冀、长三角、珠三角也依然占据最为丰富的并购资源，可见活跃的并购市场非一朝一夕可以形成。但与此同时，行业及地区的并购

集中度得到明显缓解，并购的发起行业与地区在向更加均衡的方向发展。

此外，清科研究中心数据显示，2019年我国并购市场仍以国内交易为主，交易数量占比93.0%，交易规模占比83.4%。跨境并购市场方面，全年共发生128起跨境并购交易（包括97起中资收购外资和31起外资收购中资），同比下降43.6%；披露的交易金额1646.5亿元（包括1452.6亿元的中资收购外资和193.9亿元的外资收购中资），同比下降36.8%，平均交易金额12.9亿元。值得注意的是，VC/PE在跨境并购中表现亮眼，促成了多起大额并购：如安踏体育联合方源资本、腾讯等组成的财团以46亿欧元收购Amer Sports，又如KKR以7.94亿美元收购雷士照明中国70%的股份，还有太盟投资集团、凯雷投资等，均积极参与大额并购投资，推动了多起大额跨境并购的实现。

1.3 并购政策环境

自2018下半年起，证监会等监管机构陆续发布政策鼓励上市公司并购重组，这一暖风延续至2019年。一方面，科创板作为资本市场改革的“试验田”，其并购重组改革

力度、市场化程度较大；另一方面，证监会修订《上市公司重大资产重组管理办法》，对理顺重组上市功能，发挥资本市场服务实体经济起到了积极的作用。

表1-1 2019年中国并购监管相关政策

时间	颁布机构	文件名称	政策内容
2019.8.23	证监会	《科创板上市公司重大资产重组特别规定》	<ul style="list-style-type: none"> ■ 并购重组发行股份履行注册程序 ■ 重组上市主体资格财务指标“2选1” ■ 发行股份购买价格不低于市场参考价的80%
2019.10.18	证监会	《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》	<ul style="list-style-type: none"> ■ 取消重组上市“净利润”认定标准 ■ “累计首次原则”计算期间缩短至36个月 ■ 支持符合条件的资产在创业板重组上市
2019.11.29	上交所	《上海证券交易所科创板上市公司重大资产重组审核规则》	<ul style="list-style-type: none"> ■ 发行股份购买资产审核期限为45日，重组上市审核期限为3个月 ■ 标的资产应当符合科创板定位，所属行业应当与科创公司处于同行业或者上下游
2019.12.20	上交所	《上市公司重大资产重组信息披露业务指引》	<ul style="list-style-type: none"> ■ 简化重组信息披露要求，突出分阶段监管原则，提高并购效率 ■ 强化持续监管，将监管资源着力于并购重组的全链条

资料来源：证监会、上交所官网



与此同时，经过2017年的政策调整，2018年中国对外投资处于增长轨道，中国企业加快“走出去”步伐并开展国际化经营。在此基础上，2019年，发改委、商务部等部门继续出台各项规章制度，加强对外投资事中、事后监管，推动对外投资健康有序发展，为企业的跨境并购保驾护航。

表1-2 2019年中国跨境并购监管相关政策

时间	颁布机构	文件名称	并购相关内容
2019.1.8	商务部 统计局 外管局	《对外直接投资统计制度》	<ul style="list-style-type: none"> ■ 增加质量控制相关内容 ■ 增加境外经贸合作区定义及合作区类型的统计界定标准 ■ 进一步明确关于国家（地区）界定的统计原则
2019.5.16	商务部	《对外投资备案（核准）报告实施规程》	<ul style="list-style-type: none"> ■ 凡备案（核准）必报告原则 ■ 重申《企业境外投资证书》有效期为两年、逾期将失效 ■ 新增境外企业合规建设情况等报送要求 ■ 明确了境外并购、返程投资等几类情况的报送要求 ■ 对于失信联合惩戒
2019.6.30	发改委 商务部	《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2019年版）》 《自由贸易试验区外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2019年版）》 《鼓励外商投资产业目录（2019年版）》	<ul style="list-style-type: none"> ■ 完善外资管理体制 ■ 较大幅度增加鼓励外商投资领域 ■ 新增5G核心元器件、集成电路用刻蚀机、芯片封装设备、云计算设备等鼓励外商投资产业条目 ■ 推进服务业扩大对外开放 ■ 放宽农业、采矿和制造业准入 ■ 继续发挥自贸试验区开放“试验田”作用

资料来源：各部门官网

总体而言，2019年，中国展现出进一步扩大对外开放的决心，在完善外资管理体制、扩大外资市场准入方面均取得了新进展。与之相比，国外跨境并购环境日益严峻，贸易壁垒的增加和地缘政治不确定性的加剧对全球商业信心和经济活动均造成了显著影响。

表1-3 2019年各国跨境并购监管相关政策

时间	颁布机构	文件名称	并购相关内容
2018.8.13	美国	《2019财年国防授权法案》	加强美国国家安全对外国投资的审查机制，重点保护美国知识产权和高科技产业
2019.3.21	欧盟理事会	《外资审查框架法案》	确立欧盟外资审查合作与信息交流机制，扩大欧委会话语权，但同时保留成员国最终决定权
2019.4	加拿大	对外资直接投资的审核规定变化	自2019年4月起，WTO成员国（非国有企业）直接并购加拿大公司所涉金额在10亿加元以上的，需要经过加政府审核；所涉金额在10亿加元以下的，不需要接受审核，只需向加政府备案
2019.5.1	欧盟理事会	新《合并控制条约》（第139/2019号条例）	将一切严重妨碍有效竞争的合并交易纳入规制范围，更加强调查并对竞争的影响，而非市场支配地位本身

资料来源：公开资料

1.4 新动态新趋势

2019年，中国并购市场呈现以下三大新动态、新趋势：

一是在并购政策上，国内资本市场改革力度加大，放宽上市重组条件，支持科创板公司实施并购重组。一方面，放宽重组上市认定标准和计算期间，恢复重组上市配套融资，同时允许符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业在创业板重组上市，这对于资本市场激活存量资产、缓解高新技术企业上市压力有着重大意义。另一方面，作为资本市场改革的“试验田”，科创板并购重组的改革力度、市场化程度都颇为空前，放宽定价、看重协同性、支付多元化、高效审核，有利于加速主板、中小板和创业板的并购重组迈向注册制监管。

二是在并购主体上，国企混改与国资纾困事件频发，国资成为并购市场的重要力量。2019年，国资大举进入并购市场，所占比例逐渐增加，在主板、中小板、创业板市场中，国资收购上市公司控制权占比均超过50%。这主要是因为近年来国企改革的主题进一步提升至混合所有制改革，2019年11月国资委发布了《中央企业混合所有制改革操作指引》，国企混改由“做不做”的问题变为“怎么做”的问题。同时，除混改外，国有资本对民营上市公司或其控股股东的“纾困”，也是2019年资本市场的关注点，全年共有48家上市公司的实际控制人由自然人或民营企业变更为国资系，这其中有一部分是上市公司或其实际控制人发生债务危机，国有资本给予阶段性支持所带来的变化。

三是在并购目的上，企业并购逻辑逐步清晰，同业整合和产业协同成为主流逻辑。近年来，并购市场的套利空间越来越小，盲目多元化并购的后果逐渐显现，高价收购带来的商誉减值风险不断爆发，并购市场开始回归理性，并购目的逐步回归到同业整合和产业协同上来，如2019年能源及矿产企业同业并购案例数超过60%。这一趋势也延续到了跨境并购市场中，证监会在答复人大提案时称，鼓励包括上市公司在内的各类企业，通过海外并购整合国际国内两个市场两种资源，形成上下游配套、集群式发展的，加紧产业联合、品牌提升和技术创新，增强企业核心竞争力。

第二章 白沙泉中国并购指数分析

CHAPTER II ANALYSIS OF BAISHAQUAN CHINA M&A INDEX

2018年11月，白沙泉并购金融街区、浙江省并购联合会、白沙泉并购金融研究院和浙大AIF司南研究室首次推出“白沙泉中国并购指数（Baishaquan China M&A Index, BMI）”¹，反映中国并购市场的活跃状况。指数发布以来，实时展现了中国整体、各级省市、千行百业的并购动态，积极捕捉最具特色的并购实践，供并购各方研究与探讨。

2.1 BMI全景

BMI以2010年1月1日为基期，追溯中国并购市场近十年的发展足迹。十年上升是趋势、周期变动是规律、波动加大是特点。

2.1.1 长期来看，并购活跃性依然上升

中国并购市场从2010年开始便呈现螺旋上升状态，至2015年迎来大发展，达到历史高点，之后热度趋缓，进入平台波动期。

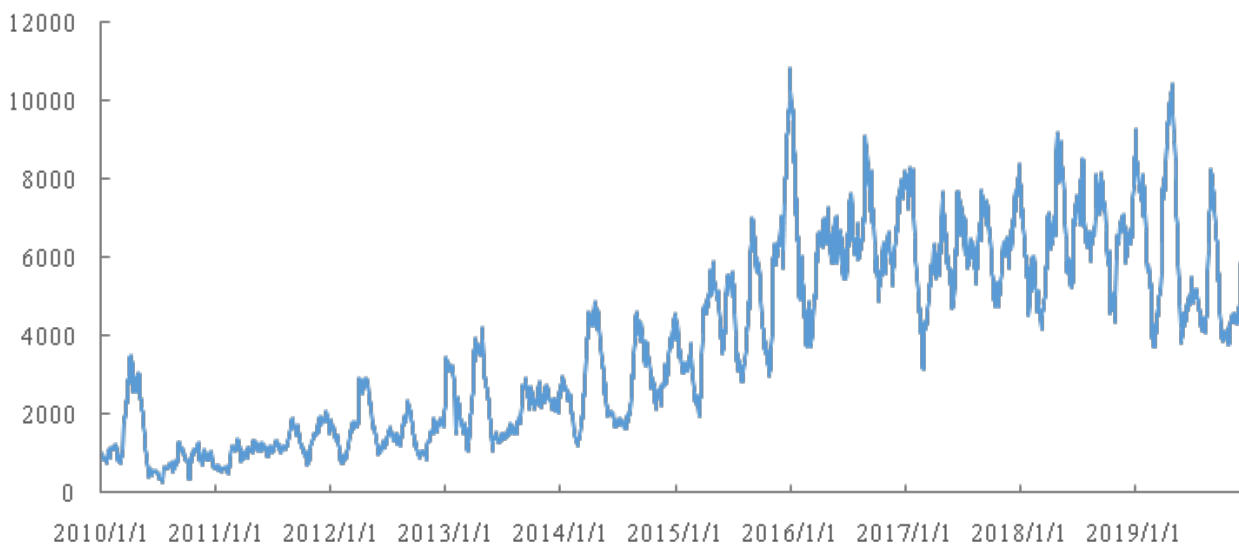


图2-1 2010~2019年BMI主指数波动情况

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

¹ 白沙泉中国并购指数的编制方法详见附录1。

2010年以来，中国并购市场的活跃度总体呈现上升状态。其中，2010~2016年上升趋势较为明显，2017~2019年则在高位持续波动。

2010~2016年间，BMI主指数年均值从1145.17点（2010年）上升至6458.29点（2016年），年增长率高达33.4%，中国并购市场成长迅速。2015~2016年间，并购市场迎来活跃高点，2016年1月1日，BMI主指数上升至10839.62点¹，成为近十年内的最高值，且两年时间中，BMI主指数共有一半以上时间（470天）超过5000点。

2017~2019年间，受2016年下半年起监管趋严的影响，并购市场活跃性不再上升，三年BMI主指数均值为6192.09点。2019年12月31日，BMI主指数为7188.75点，相比2018年12月31日（7850.90点）下降8.4%，全年主指数日均值为5886.19点，同比下降9.1%（2018年BMI主指数均值为6477.90点）。

2.1.2 横向对比，并购周期性特征明显

对2017~2019年三年间的并购活跃性进行对比，可以发现中国并购市场在各年均呈现出周期性活跃的特征。

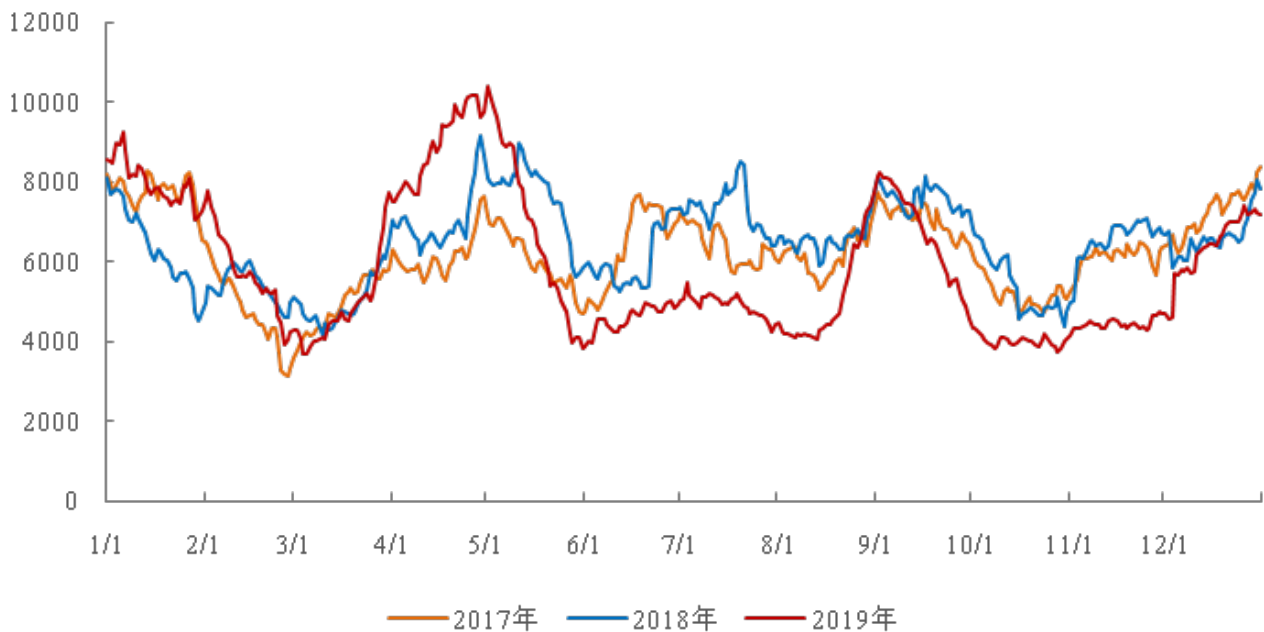


图2-2 2017~2019年BMI主指数波动情况

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

¹根据BMI的编制方法，指数将根据最新数据情况对往期数据进行追溯更新，因而本期报告中的数据可能与上期报告有所不同。

受市场规则、定期与非定期报告披露时间等因素的影响，2017~2019年，中国并购市场的活跃性每年会经历三次上升与三次下降以及一次调整。每年4~5月、9~10月、12~次年1月均为并购市场活跃之时，3月、11月市场表现低迷，6~8月也会经历一段低位调整阶段。

2.1.3 2019年，并购波动性有所加大

尽管2017~2019年间，中国并购市场的活跃性均处于调整阶段，但2019年的波动性相对更大。2019年，BMI主指数最高达10426.67点（5月1日），偏离全年均值（5886.19点）77.1%；BMI最低为3695.78点（3月4日），偏离全年均值37.2%；BMI最高值与最低值间差值超过6700点，而2017与2018年该差值均不足5300点。

表2-1 2017-2019年BMI主指数相关统计值（点）

	2017年	2018年	2019年
均值	6212.17	6477.90	5886.19
最高值	8405.71	9173.20	10426.67
最低值	3133.65	4143.58	3695.78
差值	5272.06	5029.62	6730.89

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

2.2 BMI行业

根据《2017年国民经济行业分类（GB/T 4754-2017）》，国民经济行业共涉及20个门类、97个大类、473个中类、1381个小类，BMI行业并购指数以行业大类为基础，剔除公共管理、社会保障和社会组织及国际组织等门类中的相关行业，涵盖商务服务业、批发业、科技推广和应用服务业等89个大类行业。

表2-2 国民经济行业分类

分类级别	行业举例
门类	制造业、批发和零售业、租赁和商务服务业、科学研究和技术服务业等20个
大类	汽车制造业、批发业、商务服务业、软件和信息技术服务业等97个
中类	汽车整车制造、其他批发业、组织管理服务、软件开发等473个
小类	新能源车整车制造、互联网批发、投资于资产管理、应用软件开发等1381个

资料来源：《2017年国民经济行业分类（GB/T 4754-2017）》

2.2.1 排名相对稳定

BMI行业并购指数每周更新，根据指数值可得每周行业并购排名榜。为更为全面、客观地展现不同行业并购活跃度的排名情况，本报告对每年52周的行业排名进行加权平均，得到近三年的行业并购活跃度排名（见表2-3）。

表2-3 2017-2019年BMI行业并购指数排名¹

行业排名	2019年	2018年	2017年
1	商务服务业	商务服务业	商务服务业
2	批发业	批发业	批发业
3	资本市场服务	资本市场服务	科技推广和应用服务业
4	科技推广和应用服务业	科技推广和应用服务业	房地产业
5	软件和信息技术服务业	软件和信息技术服务业	软件和信息技术服务业
6	房地产业	房地产业	资本市场服务
7	研究和试验发展	研究和试验发展	研究和试验发展
8	电气机械和器材制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业
9	计算机、通信和其他电子设备制造业	零售业	电气机械和器材制造业
10	化学原料和化学制品制造业	电气机械和器材制造业	化学原料和化学制品制造业
11	零售业	化学原料和化学制品制造业	通用设备制造业
12	专业技术服务业	专业技术服务业	专业技术服务业
13	电力、热力生产和供应业	医药制造业	零售业
14	通用设备制造业	通用设备制造业	电力、热力生产和供应业
15	医药制造业	电力、热力生产和供应业	医药制造业
16	专用设备制造业	专用设备制造业	专用设备制造业
17	非金属矿物制品业	汽车制造业	非金属矿物制品业
18	汽车制造业	非金属矿物制品业	其他金融业
19	其他金融业	其他金融业	汽车制造业
20	土木工程建筑业	橡胶和塑料制品业	道路运输业
21	有色金属矿采选业	水上运输业	广播、电视、电影和影视录音制作业
22	农副食品加工业	纺织业	互联网和相关服务
23	黑色金属冶炼和压延加工业	金属制品业	土木工程建筑业
24	道路运输业	生态保护和环境治理业	有色金属矿采选业
25	橡胶和塑料制品业	道路运输业	金属制品业

注：本表排名通过对各年52周BMI行业并购指数排名加权平均得到，并购方视角。
资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

¹完整排名详见附录2。

2019年，中国GDP增速降至6.6%，供给侧结构性改革继续推进，并购毫无疑问是推动企业资源整合、产业转型升级的重要手段之一，并将持续发挥愈加重要的作用，BMI视角下，2019年中国各个产业在并购活动上各有特色：

（1）TOP3保持稳定，第三产业¹仍为并购主力

2019年，BMI行业排名前三仍为商务服务业、批发业、资本市场服务等三大行业，第三产业作为并购发起方，积极参与并购活动，是促进并购市场长期活跃、推动经济转型升级的重要一员。具体而言，在BMI行业周排名中，商务服务业包揽全年52周的榜首，成为最活跃的并购发起行业；批发业全年52周均进入前五，60%以上（42周）的时间并购活跃性居于第二；资本市场服务业发起并购的活跃性在半年时间（25周）中保持前三。

（2）TOP10几无变化，仅一行业掉出前十

2019年，BMI行业TOP10相比2018年并无显著变化，仅零售业从行业第九退至第十名，全年52周中15周进入TOP10，低于2018年水平（23周），但与化学原料和化学制品制造业（2019年新进TOP10行业）持平，该行业相比2018年并购活跃性有所增加（2018年全年52周仅10周进入TOP10）。

（3）TOP25制造业偏多，产业升级尚待深化

2019年，各个行业的并购活跃性相比前两年总体并无太大波动，仅土木工程建筑业、有色金属矿采选业、农副食品加工业与黑色金属冶炼和压延加工业4个行业并购活跃性有所加大，新晋BMI行业排名TOP25。总体来看，TOP25中以各类设备制造为代表的传统产业仍然占据众多席位，且排名尚未有较大波动，传统产业的资本实力与并购整合意愿不容小觑。当然，因为BMI以并购方为视角展示并购市场活跃度，其对被并购方的活跃特性展现便会有所欠缺，而更多的新型产业正处于发展初期，在并购活动中以被并购方的身份出现，并通过并购这一融资方式优化资源配置、加强业内整合，实现产业升级。

2.2.2 热度总体降低

对比近两年BMI行业TOP10的新发起并购情况（见图2-3），可以发现，尽管发起并购最为活跃的行业并未有大幅调整，但这些行业在2019年并购“热情”均有所消退。2019年，TOP10行业共发起并购3383起，金额9364亿元，相比2018年的TOP10行业（4209起，11879亿元）分别下降了19.6%和21.2%。与此同时，并购集中度也有所缓解，2019年TOP10行业涉及并购金额占全行业的59.6%，相比2018年（64.7%）下降了5个百分点。

¹ 第一产业是指农、林、牧、渔业（不含农、林、牧、渔服务业）。第二产业是指采矿业（不含开采辅助活动），制造业（不含金属制品、机械和设备修理业），电力、热力、燃气及水生产和供应业，建筑业。第三产业即服务业，是指除第一产业、第二产业以外的其他行业。

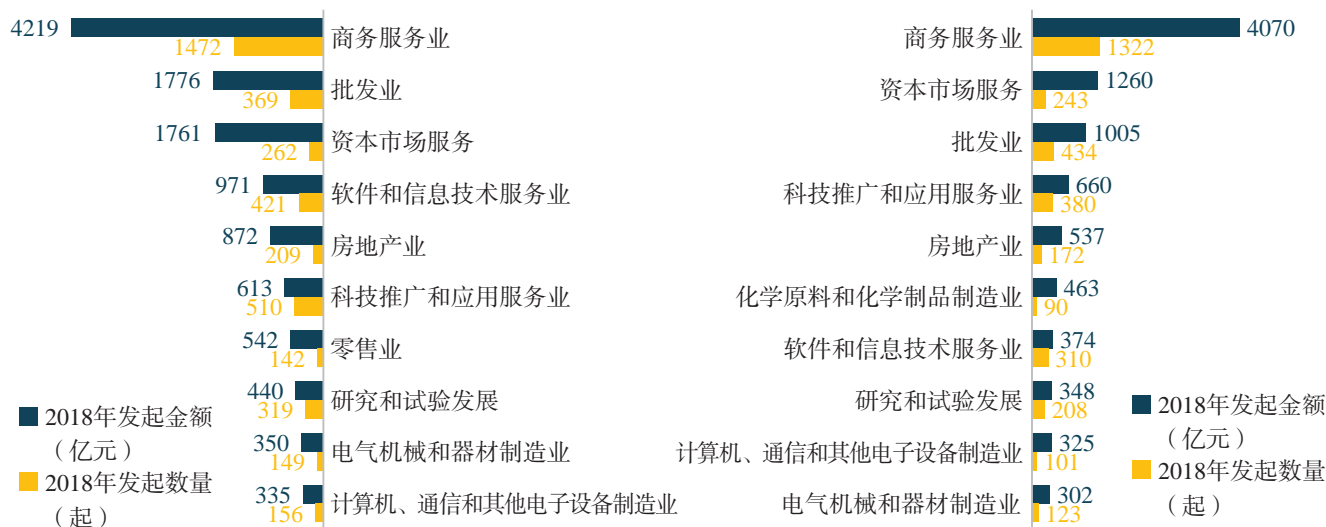


图2-3 2018和2019年BMI行业TOP10新发起数量与金额

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

2.3 BMI地区

与行业并购指数类似，BMI省份并购指数与城市并购指数亦是每周更新，得每周省份与城市并购排名榜。本节对每年52周的地区排名进行加权平均，得各地近三年的省份与城市并购活跃度排名。

表2-4 2017-2019年BMI省份并购指数排名

省份排名	2019年	2018年	2017年
1	广东省	广东省	广东省
2	北京市	北京市	北京市
3	上海市	浙江省	上海市
4	浙江省	上海市	江苏省
5	江苏省	江苏省	浙江省
6	香港特别行政区	山东省	香港特别行政区
7	山东省	香港特别行政区	福建省

省份排名	2019年	2018年	2017年
8	湖北省	福建省	山东省
9	福建省	四川省	安徽省
10	河南省	湖北省	四川省
11	四川省	安徽省	湖北省
12	河北省	河北省	湖南省
13	安徽省	湖南省	天津市
14	天津市	河南省	河北省
15	湖南省	辽宁省	河南省
16	江西省	天津市	辽宁省
17	重庆市	重庆市	云南省
18	辽宁省	云南省	新疆维吾尔自治区
19	云南省	海南省	重庆市
20	陕西省	吉林省	江西省
21	新疆维吾尔自治区	新疆维吾尔自治区	西藏自治区
22	广西壮族自治区	陕西省	山西省
23	内蒙古自治区	内蒙古自治区	海南省
24	海南省	山西省	陕西省
25	山西省	贵州省	吉林省
26	西藏自治区	西藏自治区	广西壮族自治区
27	贵州省	江西省	甘肃省
28	吉林省	黑龙江省	内蒙古自治区
29	甘肃省	广西壮族自治区	黑龙江省
30	黑龙江省	青海省	贵州省
31	青海省	宁夏回族自治区	青海省
32	宁夏回族自治区	甘肃省	宁夏回族自治区
33	台湾省	台湾省	台湾省
34	澳门特别行政区	澳门特别行政区	澳门特别行政区

注：本表排名通过对各年52周BMI省份并购指数排名加权平均得到，并购方视角。
资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

表2-5 2017~2019年BMI城市并购指数排名¹

城市排名	2019年	2018年	2017年
1	北京市	北京市	北京市
2	上海市	上海市	上海市
3	深圳市	深圳市	深圳市
4	香港特别行政区	香港特别行政区	香港特别行政区
5	杭州市	杭州市	杭州市
6	苏州市	广州市	广州市
7	广州市	苏州市	苏州市
8	成都市	南京市	南京市
9	南京市	宁波市	宁波市
10	天津市	成都市	天津市
11	宁波市	天津市	无锡市
12	武汉市	武汉市	成都市
13	重庆市	厦门市	重庆市
14	长沙市	长沙市	长沙市
15	厦门市	重庆市	福州市
16	昆明市	无锡市	武汉市
17	珠海市	济南市	厦门市
18	无锡市	昆明市	珠海市
19	福州市	福州市	昆明市
20	西安市	绍兴市	大连市
21	济南市	青岛市	绍兴市
22	合肥市	合肥市	青岛市
23	绍兴市	珠海市	佛山市
24	郑州市	廊坊市	东莞市
25	青岛市	嘉兴市	拉萨市
26	常州市	郑州市	合肥市
27	佛山市	台州市	济南市

¹完整排名详见附录3。

城市排名	2019年	2018年	2017年
28	南昌市	南通市	常州市
29	拉萨市	西安市	乌鲁木齐市
30	嘉兴市	沈阳市	西安市
31	台州市	湖州市	郑州市
32	贵阳市	大连市	南通市
33	廊坊市	烟台市	台州市
34	东莞市	佛山市	嘉兴市
35	沈阳市	东莞市	湖州市
36	南通市	拉萨市	廊坊市
37	烟台市	乌鲁木齐市	南昌市
38	唐山市	汕头市	汕头市
39	大连市	太原市	金华市
40	湖州市	哈尔滨市	太原市

注：本表排名通过对各年52周BMI城市并购指数排名加权平均得到，并购方视角。

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

2.3.1 BMI城市：三大区域持续引领

从城市视角来看，2019年，并购最为活跃的城市依然聚集在京津冀、长三角、粤港澳三大区域中，城市指数TOP10城市中，2城来自京津冀（北京、天津），4城来自长三角（上海、杭州、苏州、南京），3城来自粤港澳（深圳、香港、广州）。

（1）京津冀：首都恒强，周边需努力

2019年，北京依然是全国发起并购最积极的城市，全年52周中，BMI排名均位于前三，更有32周居于首位。但与此同，京津冀11个地级市中，仅北京、天津、廊坊、唐山进入城市BMI排名TOP40，整体并购活跃性有待提高。

（2）长三角：梯队发展，总体实力强

涵盖苏浙皖沪三省一市的长三角地区拥有中国并购最为活跃的城市群：上海、杭州、苏州、南京，几乎占据城市TOP10半壁江山；宁波、无锡、合肥、绍兴、常州、嘉兴、台州、南通、湖州位列其后，TOP40城中13城来自长三角，是中国并购的重要市场。

（3）粤港澳：联通海外，跨境并购忙

2019年粤港澳地区的并购以深圳、香港、广州这三个核心城市为引领，珠海、佛山、东莞紧随其后，进入城市排名TOP40。作为中国对外开放的前沿阵地，粤港澳的并购市场带有更多国际色彩，众多跨境并购以香港为主要跳板，推动中国企业迈出登上国际舞台的第一步。

2.3.2 BMI省份：各地力量逐渐积累

尽管三大区域占据了全国并购市场的半壁江山，但全国各地的并购力量正在逐渐积累，2019年，山东、湖北、福建、河南4省新发起并购均超过150起，进入省份BMI排名TOP10（见图2-4）。值得注意的是，全国各地并购力量的成长主要体现在集中度的下降上，2019年，BMI省份TOP10占据了全国70.7%的新发起并购数和70.2%的新发起并购金额，相较于2018年（75.5%、71.0%）分别下降5和1个百分点。

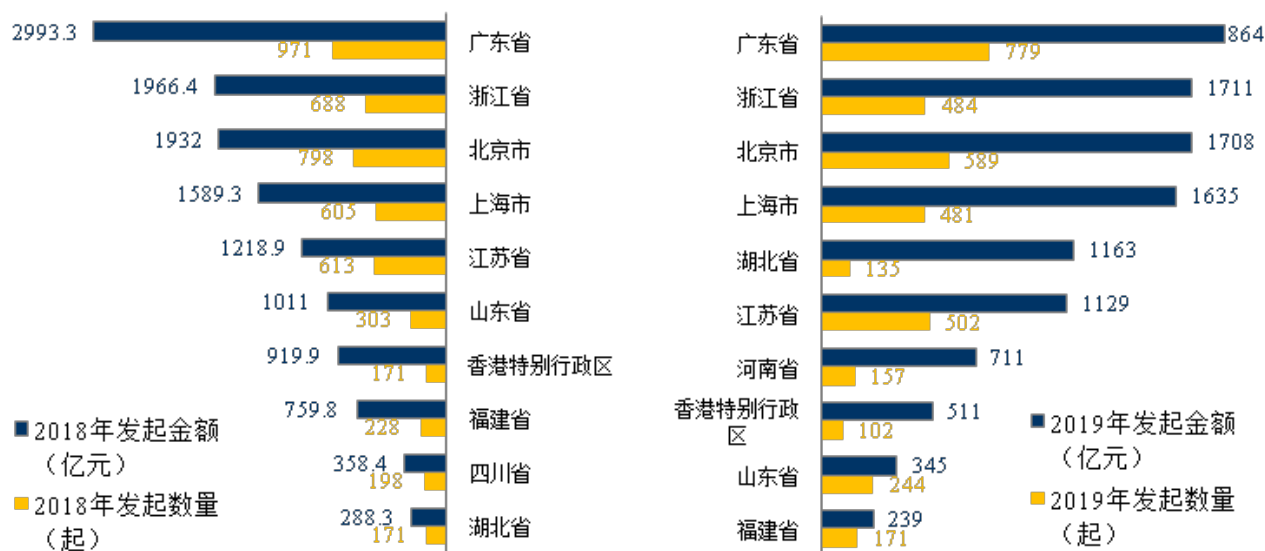


图2-4 2018和2019年BMI省份TOP10新发起数量与金额

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

2.4 BMI新锐

BMI新锐指数是主指数的一个有益补充，并购市场的发展并非一日之功，对经济政策、资本力量、企业活力等均有较高要求，部分行业、地区可能长期居于BMI排名前列，而某些行业与地区则可能难以在活跃性上实现超越，鉴于此，报告同步编制了BMI新锐指数，以每周BMI指数的增长情况捕捉各行业或地区的并购新兴力量。同时，因为新锐指数波动较大，为更加直观地反映2019年不同行业、地区的并购增长情况，我们对全年50周¹新锐指数榜首行业及地区进行了统计（见表2-6）。可以发现：

¹ 剔除2周新锐指数普遍为0的情况。

(1) 新锐排名依然保持波动

2019年，新锐指数排名波动依然较大，全年50周，共有31个行业、25个省份、44个城市登顶榜首，延续了弱活跃市场的并购特点：并购事件少，一旦出现（大额）并购将迅速拉升BMI指数，造成波动。另一方面也在一定程度上反映出中国并购不再局限于个别行业或地区，形成了新兴力量多点开花的积极局面。

(2) 第二产业并购多次登顶

2019年，仓储业、新闻和出版业、化学纤维制造业三个行业均有4次占据并购新锐指数榜首，这些行业时有并购发生。但总体来看，新锐指数中，仍是以金属冶炼、家具制造、农产品加工等为代表的第二产业为各周增长助力，反映出各类制造业间或出现的并购活动。

(3) 内陆市场成长效果显现

2019年，甘肃、山西、海南三省均至少4次登顶省份新锐榜首，相比2018年并购事件有显著增长，中西部等地的并购市场正在积极成长。而城市的新锐指数多现平缓，仅6市曾2次登顶，其余38个城市均有一次占据新锐指数榜首，也在一定程度上体现了并购地区集中度的趋缓。

表2-6 2019年BMI新锐指数每周榜首

登顶新锐榜首次数	行业	省份	城市
5	—	甘肃省	—
4	仓储业 新闻和出版业 化学纤维制造业	山西省 海南省	—
3	燃气生产和供应业 邮政业	天津市 台湾省 云南省 西藏自治区	—
2	黑色金属冶炼和压延加工业； 其他采矿业 社会工作 航空运输业 皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业 造纸和纸制品业	广西壮族自治区 江西省 贵州省 吉林省 河北省 湖北省 湖南省	抚顺市 玉溪市 抚州市 巴彦淖尔市 昌都市 张掖市

登顶新锐榜首次数	行业	省份	城市
1	家具制造业 水利管理业 广播、电视、电影和影视录音制作业 金属制品业 文教、工美、体育和娱乐用品制造业 渔业 建筑安装业 装卸搬运和运输代理业 石油加工、炼焦和核燃料加工业 农副食品加工业 铁路运输业 畜牧业 机动车、电子产品和日用产品修理业 黑色金属矿采选业 娱乐业 其他服务业 非金属矿采选业 开采辅助活动 煤炭开采和洗选业 租赁业	河南省 四川省 香港特别行政区 宁夏回族自治区 广东省 山东省 黑龙江省 福建省 内蒙古自治区 陕西省 辽宁省	信阳市；秦皇岛市 柳州市；大同市 乌兰察布市；定西市 滁州市；宝鸡市 娄底市；阿里地区 商丘市；阜阳市 西双版纳傣族自治州 贵港市；宜宾市 衡阳市；辽阳市 红河哈尼族彝族自治州 六安市；呼和浩特市 阿坝藏族羌族自治州 葫芦岛市；日喀则市 黄石市；唐山市 佳木斯市；梧州市 揭阳市；锡林郭勒盟 云浮市；烟台市 长治市；潮州市 喀什地区；克拉玛依市 锦州市；酒泉市 吕梁市

注：本表展示并购方视角。

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺



第三章 中国并购市场分析

CHAPTER III ANALYSIS OF CHINESE M&A MARKET

2019年中国并购市场总体热度趋缓，行业与地区波动性不大，商务服务业、批发业和资本市场服务业仍然是支撑并购市场活跃度的主要力量，广东省、北京市、上海市成为中国并购活跃地区三强。

3.1 中国并购市场活跃性

从新发起并购来看中国并购市场的活跃性，可以发现，2019年并购市场整体活跃度明显下降，低于前三年的水平。2019年，中国上市企业相关新发起并购5155起，同比下降22.4%；新发起金额15701亿元，同比下降26.4%。新发起并购数量与金额的双下降反映出中国并购市场的热度趋缓，尤其在新发起并购的数量上，中国并购市场已连续三年呈现出下降态势。

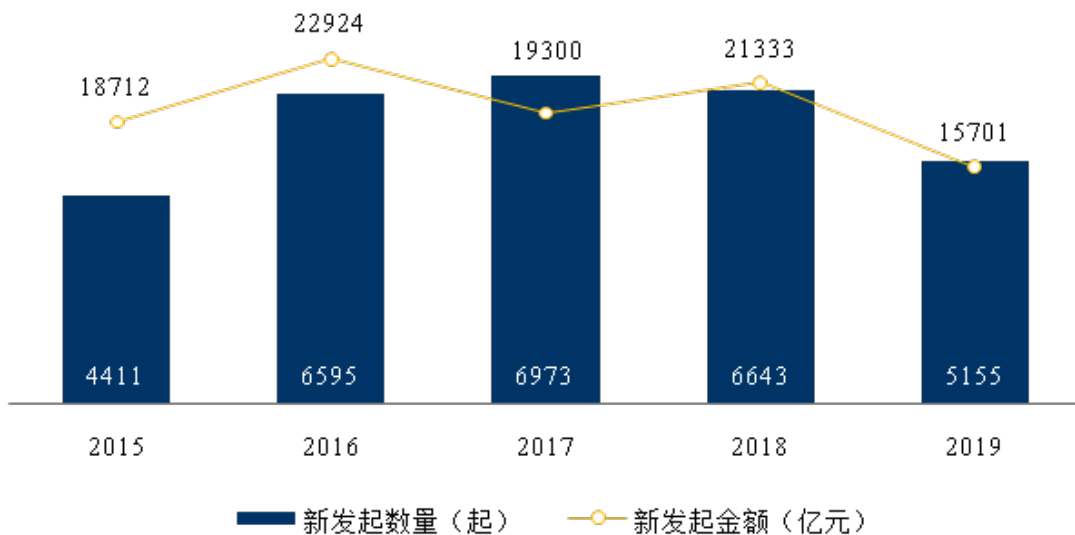


图3-1 2015~2019年中国上市企业相关并购数量和金额（新发起）

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

与新发起截然相反的是，2019年已完成并购的数量和金额均表现出了上升态势。2019年，中国上市企业相关已完成并购4434起，同比上升33.2%；已完成金额15037亿元，同比提高13.2%。已完成并购数量与金额的双上升则反映出中国并购市场在总体热度趋缓的背景下，优先化解存量的主要特色，尤其在已完成并购的金额上，中国并购市场已连续三年呈现出上升态势。

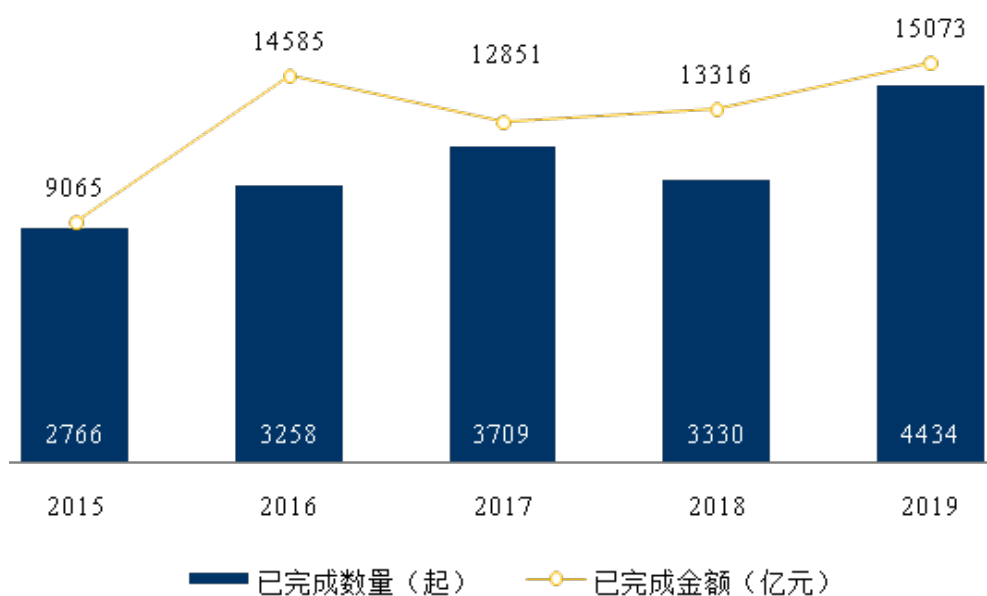


图3-2 2015~2019年中国上市企业相关并购数量和金额（已完成）

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

值得肯定的是，在已完成并购不断增加的同时，并购的成功率也在不断提升。2019年，仅266起并购宣告失败，失败率为5.7%，同比下降4个百分点。这在一定程度上反映了中国并购活动的日趋谨慎，成功的并购案更加有助于企业成长与产业发展，中国并购市场正在日益成熟起来。

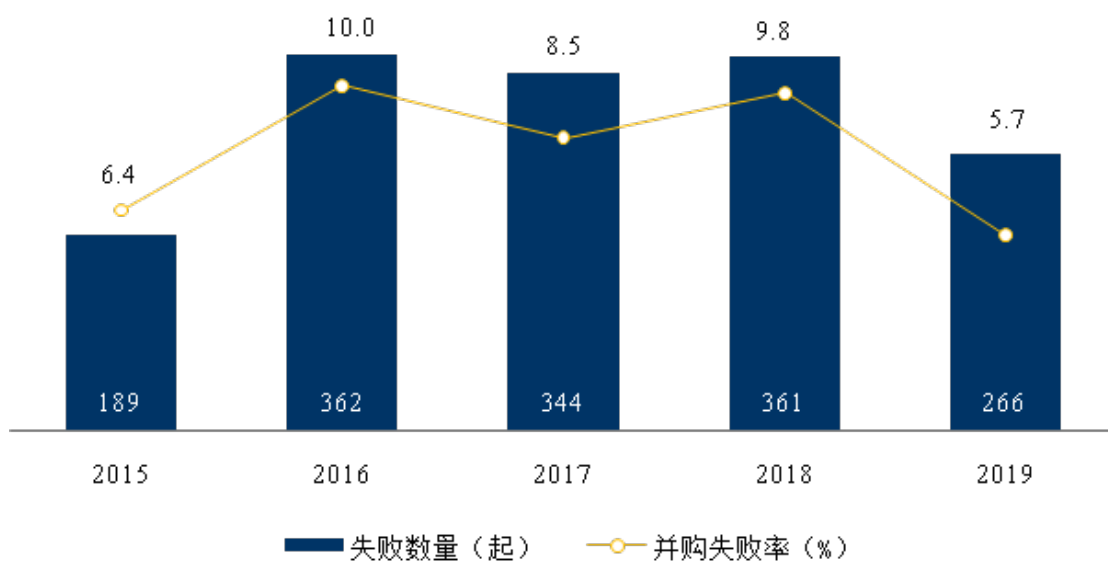


图3-3 2015~2019年中国上市企业相关并购失败事件数和失败率

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

此外，就并购时长而言，2019年中国上市企业相关并购的平均完成时长延续了前三年的增长态势，已经由2016年的135天增加到259天，几乎翻了一番，即使相比2018年，增长率也高达40%。与之相应，并购一年内完成率持续下降，2019年降至75.4%，同比下降10个百分点。

当然，尽管全年并购活动热度稍减，但临近年底时，上市企业相关新发起并购依然有较大幅度增长，12月份新发起并购达703起，环比上升53.8%；新发起并购金额为1789亿元，环比上升84.6%。这从2019年BMI主指数波动情况（见图2-2）中也可以得到印证。

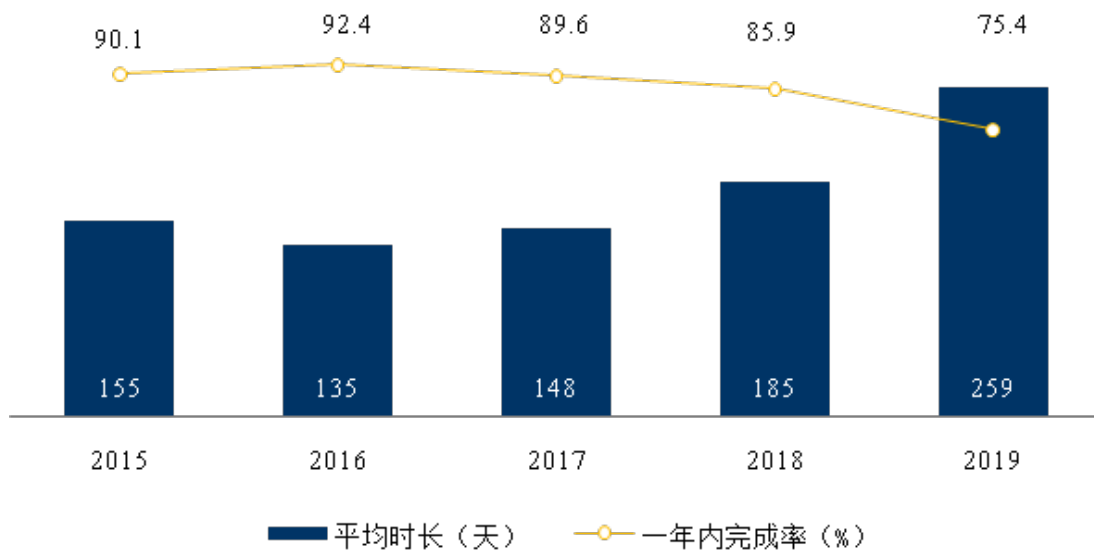


图3-4 2015~2019年中国上市企业相关并购完成平均时长和一年内完成率
资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

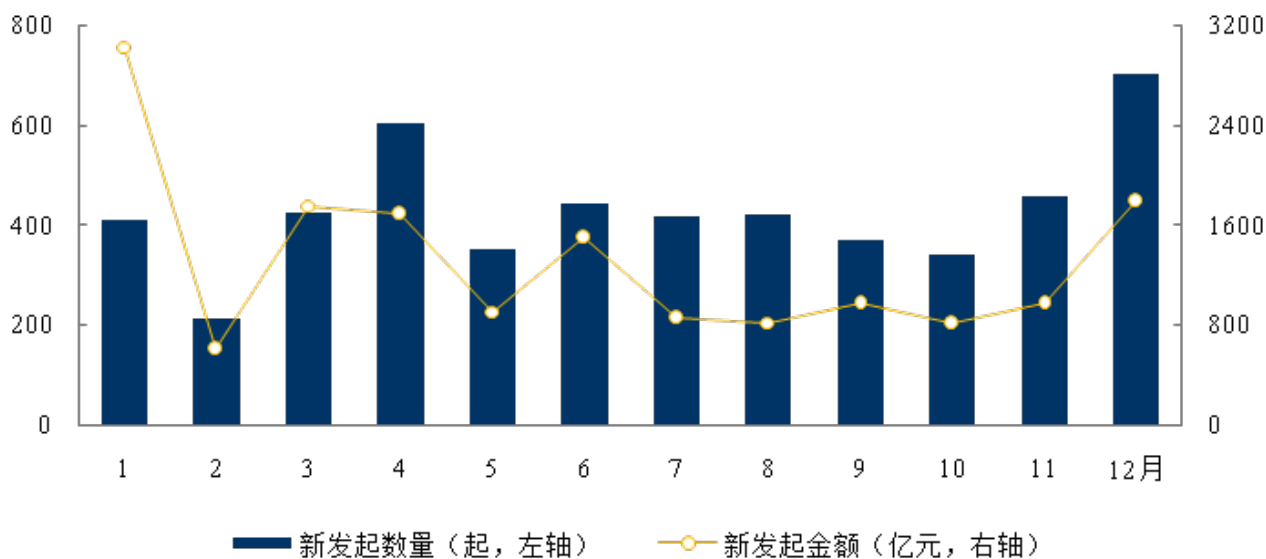


图3-5 2019年各月中国上市企业相关并购数量和金额（新发起）
资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

3.2 中国重点行业分析

2019年BMI行业TOP10的并购新发起数量和金额分别占全行业并购新发起数量和金额的65.6%和59.6%，已完成并购数和金额占全行业的65.4%和56.5%，并购行业集中度依然较高。其中，商务服务业、批发业和资本市场服务业仍是并购活跃度最高的行业，无论是发起金额还是完成金额，均超过1000亿元，远高于其他行业。具体而言，商务服务业BMI长期位列第一，全年新发起和已完成并购数量分别达1322和1022起，金额分别为4070和3072亿元，占全年并购总金额的25.9%和20.4%。批发业全年新发起和已完成并购分别达434和380起，涉及金额分别为1005和1358亿元。资本市场服务业全年新发起与已完

成并购分别为243和194起，涉及金额分别为1260亿元和1002亿元。此外，2019年新晋行业TOP10——化学原料与化学制品制造业全年新发起并购仅90起，但金额达463亿元，平均单价超5亿元。

从新发起并购角度来看，2019年BMI行业TOP10新发起并购也呈现量价齐降的态势，并购总量较2018年下滑了23.5%，为3383起；新发起并购金额较2018年下降28.6%，为9364亿元，TOP10行业并购热度总体下降。这一总体下降态势几乎覆盖TOP10所有行业，仅科技推广和应用服务业、化学原料与化学制品制造业在新发起金额上相比2018年略有上浮（见表3-1）。

表3-1 2019年BMI行业并购指数TOP10新发起情况（起，亿元，并购方视角）

排名	行业	2019年		2018年		2017年	
		发起数	金额	发起数	金额	发起数	金额
1	商务服务业	1322	4070	1516	4732	1641	3797
2	批发业	434	1005	603	2064	651	2329
3	资本市场服务	243	1260	289	1813	318	927
4	科技推广和应用服务业	380	660	522	656	607	682
5	软件和信息技术服务业	310	394	435	1053	442	765
6	房地产业	172	537	219	1035	246	1635
7	研究和试验发展	208	348	357	539	247	516
8	电气机械和器材制造业	123	302	178	578	166	393
9	计算机、通信和其他电子设备制造业	101	325	162	345	191	497
10	化学原料和化学制品制造业	90	463	139	294	143	444
	TOP10汇总	3383	9364	4420	13109	4652	11985
	TOP10占比	65.6%	59.6%	66.5%	61.4%	66.7%	62.1%

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

从已完成并购角度来看，与新发起情况不同，2019年BMI行业TOP10已完成并购数量较2018年上涨38.6%，达2899起；金额为8511亿元，上涨1.9%。特别值得注意的是，就完成数量而言，TOP10所有行业都呈现出上涨态势，其中资本市场服务业涨幅最为明显（61.7%）；就完成金额而言，多数行业与去年持平或上涨，但研究和试验发展、计算机、通信和其他电子设备制造、化学原料与化学制品制造业则出现了明显下降，降幅均超过40%（见表3-2）。

表3-2 2019年BMI行业并购指数TOP10已完成情况（起，亿元，并购方视角）

排名	行业	2019年		2018年		2017年	
		发起数	金额	发起数	金额	发起数	金额
1	商务服务业	1022	3072	665	2868	909	3198
2	批发业	380	1358	312	1225	324	937
3	资本市场服务	194	1002	120	1109	175	1096
4	科技推广和应用服务业	331	597	227	395	298	568
5	软件和信息技术服务业	262	633	213	503	221	623
6	房地产业	177	949	124	829	111	690
7	研究和试验发展	189	220	171	369	126	307
8	电气机械和器材制造业	117	331	80	147	115	361
9	计算机、通信和其他电子设备制造业	116	171	107	441	117	287
10	化学原料和化学制品制造业	111	178	73	467	109	215
	TOP10汇总	2899	8511	2092	8353	2505	8282
	TOP10占比	65.4%	56.5%	62.8%	62.7%	67.5%	64.4%

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

本节选取BMI行业排名TOP3进行分析，值得注意的是2019年发起并购最为活跃的三大行业与2018相比并无变化，其内生动力总体也较为相似，可见行业的繁荣与调整是需要时间的，而在当前，商务服务业、批发业、资本市场服务业则是推动中国并购市场发展的主力。

3.2.1 商务服务业并购

根据国家统计局《2017年国民经济行业分类（GB/T 4754-2017）》，商务服务业包含组织管理服务、综合管理服务、法律服务、咨询与调查、广告业、人力资源服务、安全保护服务、会议、展览及相关服务和其他商务服务业等9个中类、45个小类，是现代服务业和知识密集型服务业的典型代表。截止2019年底，商务服务业共有52家上市企业，其中3家为“*ST”企业¹。

（1）行业规模持续扩大，优化整合成为趋势

随着现代社会的不断发展，商务服务业的规模快速增加，为该行业并购的发展奠定了基础。据我国国家统计局数据显示，2019年，以商务服务业为主的租赁和商务服务业增加值为32933亿元，增长8.7%，且其固定资产投资亦增长15.8%，行业规模延续了2018年的增长态势。与此同时，外商对租赁和商务服务业的投资呈现出企业数量下降（2019年投资企业5777家，同比下降36.5%）但实际使用金额上升（2019年实际使用外商直接投资1499亿元，同比增长20.6%）的状态，从一个侧面反应出行业整合的趋势。

当然，这一趋势在商务服务业发起的并购活动中，也得到了一定的体现。2019年，该行业新发起并购数量为1322起，比2018年降低了12.8%；新发起并购金额为4070.47亿元，较2018年降低14.0%。从已完成视角来看，2019年已完成并购数量为1022起，较2018年的665起上升了53.7%；已完成并购金额为3071.86亿元，较2018年上升7.1%。新发起并购的量价齐降与已完成并购的量价齐升同步出现，反映出商务服务业在2019年并购市场整体走低的情况下，优先化解存量，寻求积极整合的状态。

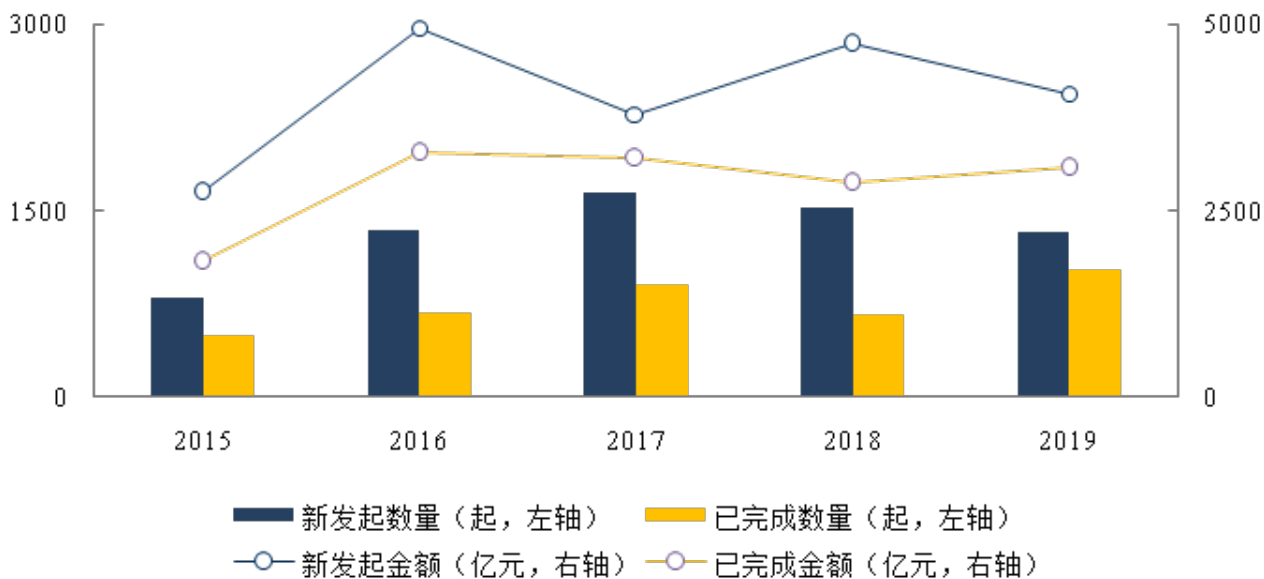


图3-6 2015-2019年商务服务业新发起和已完成并购情况（并购方视角）
资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

¹ 本报告中上市企业数量统计均来自于中国证券监督管理委员会《2019年4季度上市公司行业分类结果》。



（2）并购落脚大中城市，南北差异十分鲜明

考虑到商务服务业的强集聚性和辐射力，该行业往往具有促进专业化分工和社会资源配置、推动产业整体竞争力和完善区域高端服务等功能，所以领先企业多聚集于大型城市。2019年，在行业寻求整合的背景下，并购的发起地便更容易聚集在经济更为发达、营商环境优越的城市：与2018年相比，尽管商务服务业发起并购最多的十大城市并无大幅波动，仅厦门替代济南进入前十，但TOP10城除北京外均为南方城市，中国并购市场发展的南北差异由此可见一斑。

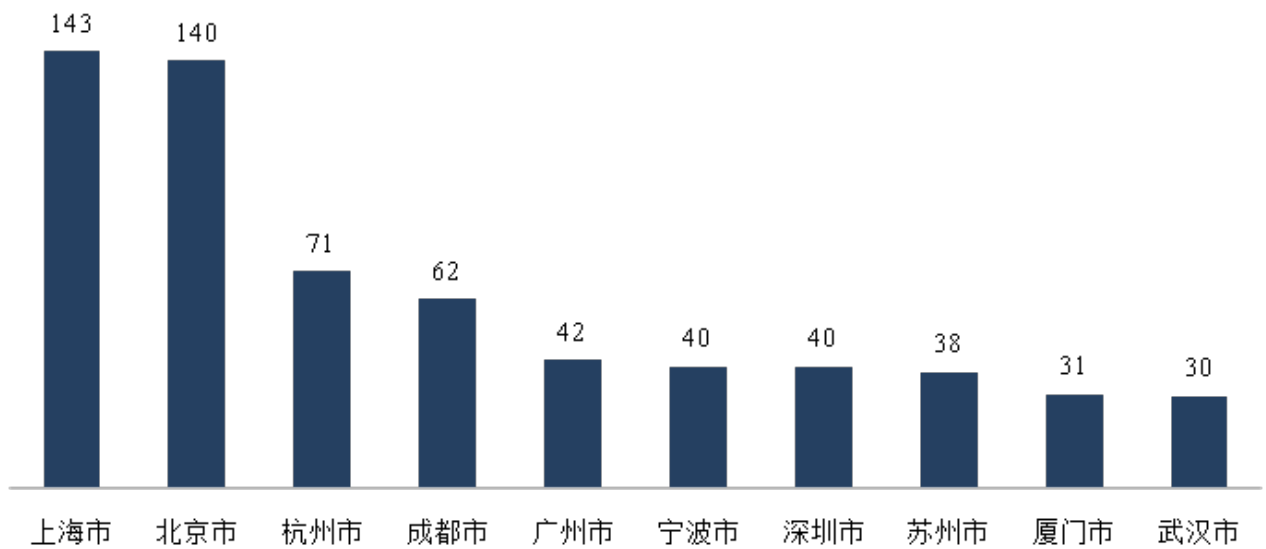


图3-7 2019年商务服务业并购发起数量城市TOP10

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺



（3）业内整合仍为主流，传统新兴各有千秋

商务服务业的规模化、集约化、平台化发展趋势仍在继续，2019年，17.5%（232起）的新发起并购均为行业内的横向并购，头部企业正继续扩大规模、集聚发展，积极寻求行业内的一体化整合。与此同时，来自科技推广和应用服务业、软件和信息技术服务业、研究和试验发展等科研性质较强的新兴行业并购标的颇受青睐，新发起并购数均超过60起；当然，以批发业、房地产业、电力、热力生产和供应业等为代表的传统行业的企业也是商务服务业积极并购的对象，新发起并购数量超过40起，商务服务业的跨行业融合并不完全局限于新兴产业。

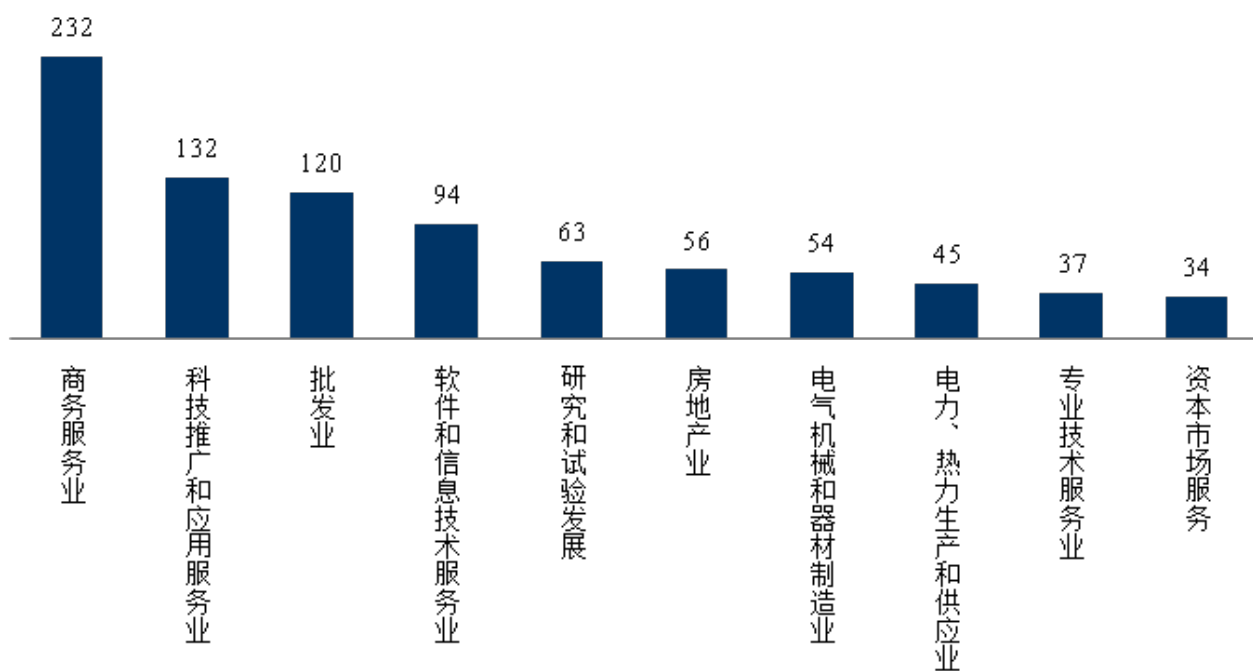


图3-8 2019年商务服务业新发起并购的标的企业所属行业TOP10

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

3.2.2 批发业并购

批发业在《2017年国民经济行业分类（GB/T 4754-2017）》中包含9个中类、65个小类，涉及从农、林、牧、渔等产品到各类工业制造品的批发再到贸易经纪与代理业务，是决定经济运行速度、质量和效益的重要力量，亦是市场主体较多且竞争最为激烈的行业之一。截止2019年底，批发业共有77家上市企业，其中“ST”、“*ST”企业各一家。

（1）行业增长总体放缓，发起并购持续下降

相比租赁和商务服务业，批发和零售业在2019年的增长情况要缓慢许多：全年增加值95846亿元，同比增长5.7%，增速相比2018年回落2.7个百分点；且无论是固定资产投资（同比下降15.9%）还是外商直接投资（投资企业数13837，同比下降39.5%；实际利用外资额614亿元，同比下降4.5%）均有下降，在国内经济增速换挡和

社会总需求不振的背景下，行业总体面临着生产放缓、销售减速的现状。

在此背景下，批发业在2019年新发起并购与数量持续下降，分别为434起和1004.8亿元，较2018年（603起和2064.2亿元）分别下降了28.0%和51.3%。但其已完成并购的数量较2018年（312起）上升了21.8%，为380起，已完成并购金额也在2019年持续上升，达到近五年最高值1357.7亿元，同比增长10.9%。尽管从新发起和已完成的视角观察批发业和商务服务业并购，可以发现其在2019年的状态相近，均为新发起并购减少，已完成并购增加，但批发业自身增加值及社会融资情况不及商务服务业，其新发起并购也已经连续两年量价齐减，行业整体的并购活跃性有所减弱。

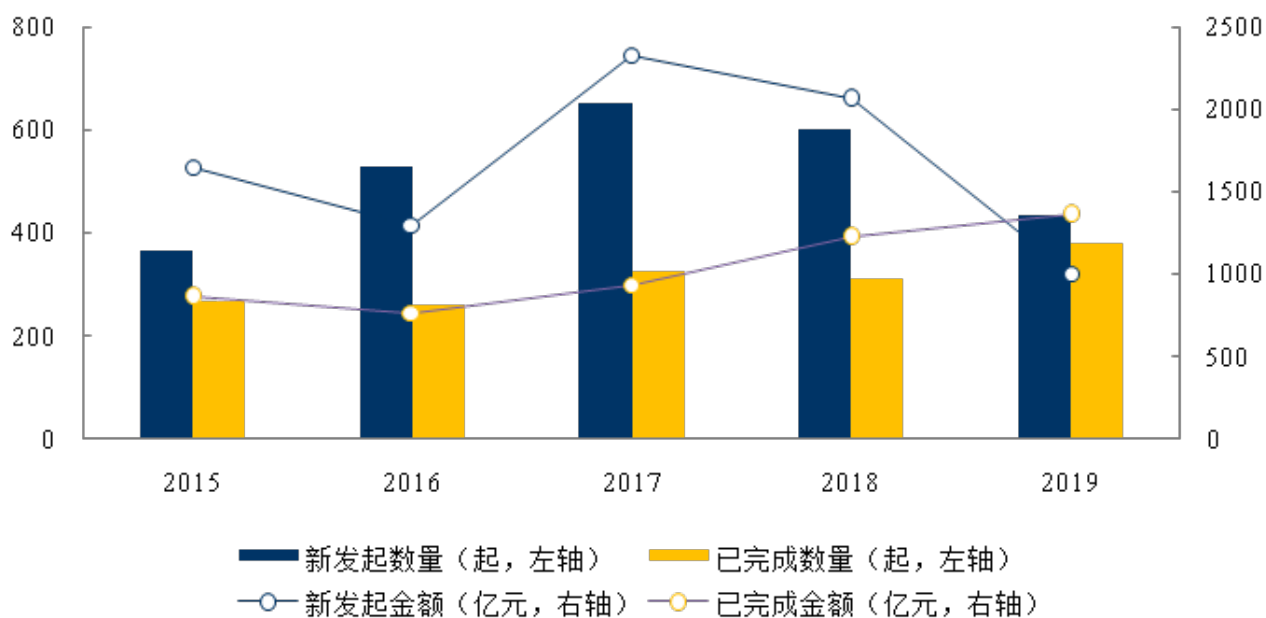


图3-9 2015~2019年批发业新发起和已完成并购情况（并购方视角）

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

（2）业内整合有所趋缓，科技应用备受青睐

尽管行业内的并购整合依然是批发业企业战略发展的重要手段，但2019年批发业的业内整合急剧减少，从2018年的116起减少至2019年的68起，下降幅度高达41.4%，占该行业新发起并购的15.7%（2018年这一比例为20.4%），可见其业内整合的趋势有所放缓。与此同时，科技推广和应用服务业代替零售业成为更受零售业企业青睐的标的来源，中国经济的数字化转型逐渐渗透进入各行各业。



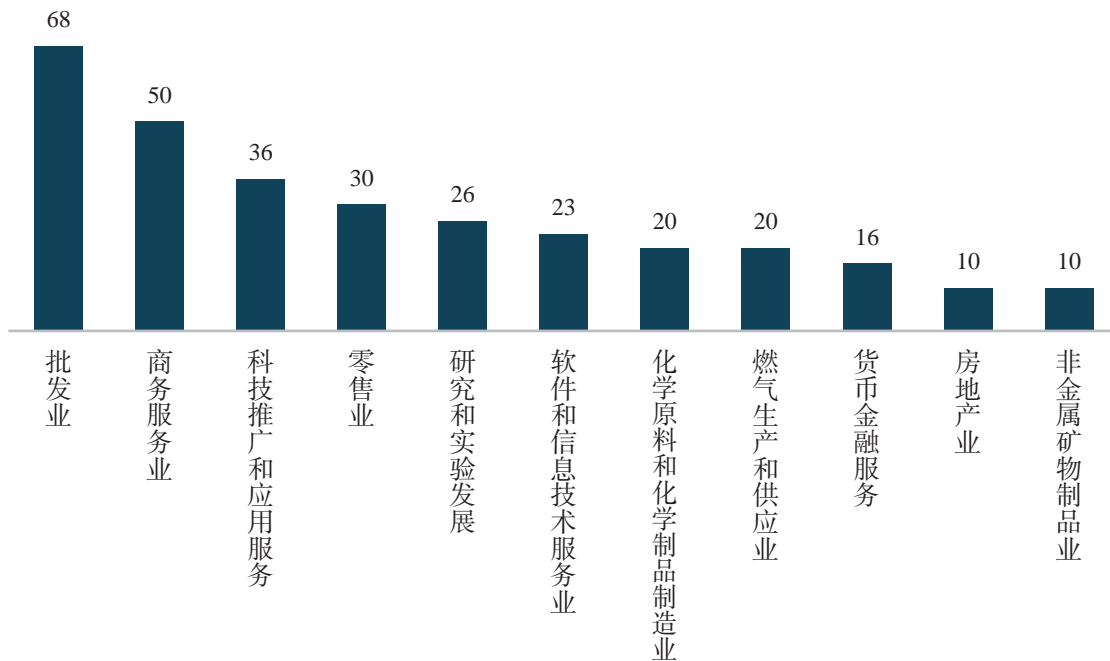


图3-10 2019年批发业新发起并购标的所属行业TOP10

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

(3) 转型升级势在必行，政策支持或有助力

2016年9月我国商务部等便已出台《关于推进商品交易市场转型升级的指导意见》，明确了批发行业或市场转型升级的三个重点方向，即信息化应用、定制化服务和平台化发展。具体来说，就是以现代信息技术全面提升改造市场，提升市场价值和创新发展空间；大力推进定制化服务，促进市场由商品集散向服务集聚转变；加强供应链管

理与服务，加快以市场为核心的平台经济发展。未来，批发业应当在《国内贸易流通“十三五”发展规划》、《商贸物流发展“十三五”规划》、《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》等政策的指导与支持下，尽快转型升级，并积极与电子商务平台结合，利用跨境电商平台，实现跨境发展与并购。

3.2.3 资本市场服务业并购

根据《2017年国民经济行业分类（GB/T 4754-2017）》，资本市场服务业包含证券市场服务、公开和非公开募集证券投资基金、期货市场服务和资本投资服务等7个中类、11个小类。截止2019年底，资本市场服务业共有50家上市公司，且以证券公司为主。

(1) 金融行业稳步增长，并购均值有所下降

2019年，在国内外风险挑战明显上升的局面下，稳

金融成为经济发展的重要任务之一，全年金融业增加值77077亿元，同比增长7.2%，固定资产投资也保持了较高的增长速度（10.4%）。

尽管金融行业发展稳健，受并购市场整体低迷的影响，2019年，资本市场服务业依然延续了前两年的下滑趋势：其中，新发起并购数量（243起）与金额（1260亿元）分别较2018年下滑15.9%和30.5%；已完成数量虽

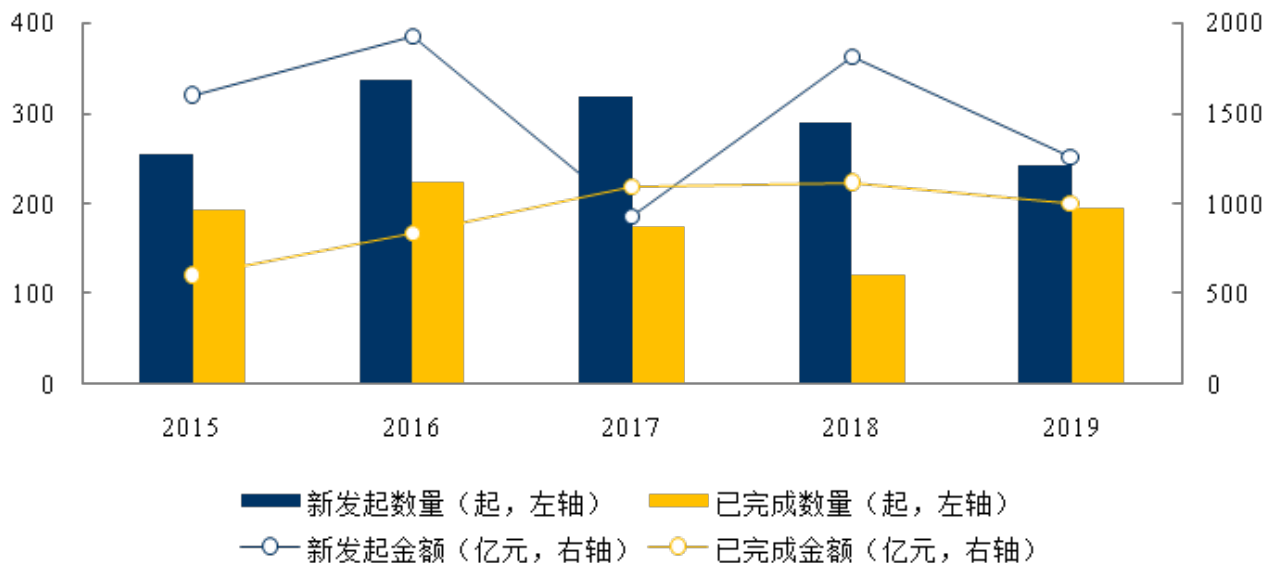


图3-11 2015~2019年资本市场服务新发起和已完成并购情况（并购方视角）
资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺



较2018年大幅上升61.7%至194起，但其金额仍然下滑9.6%，为1002亿元。此外，相比2018年，无论是新发起还是已完成，2019年的并购均值均有所下降，资本市场服务业的并购更加谨慎。

（2）持续支持创新创业，谨慎防范投资风险

资本市场服务对实体经济的影响不容小觑，近年来创业企业尤其是科技型创业企业数量的快速增长离不开资本市场的支持，这一方面体现了资本市场服务业并购的活跃度，另一方面也助推了资本市场服务业并购的持续发展。而随着国家政策（如《关于推动创新创业高质量发展打造“双创”升级版的意见》）的积极落实，创新创业环境的持续改善，我国创新创业主体日益多元，各类支撑平台不断丰富，创新创业社会氛围更加浓厚，将使得资本市场服务业的发展空间进一步扩大。但与此同时，初创型企业风险难控，电商、O2O、金融科技、新零售、共享经济等新兴概念层出不穷，在国内经济增速放缓的背景下，核心竞争力欠缺的企业前景难测，众多互联网企业的破产便是重要例证。因此，资本市场服务企业在积极并购的同时，也应当谨防各类泡沫的破灭风险及其对资本市场服务业可能带来的负面影响。



3.3 中国重点地区分析

2019年，我国并购最为活跃的省份仍然为广东省，BMI居于榜首近半年（24周），北京、上海、浙江、江苏分列第2~5名，再次包揽BMI地区排名前五。但从集中度来看，中国并购活跃省份的集中情况有显著降低。2019年，BMI省份并购指数前十名的并购发起数和金额占全国总量的70.7%和70.2%，完成数和金额占比分别为72.2%和71.0%，同比均有下降。

从总量上来看，2019年BMI省份TOP10新发起并购数量和金额整体呈现出量价齐跌的态势，数量和金额创近三年新低。2019年，TOP10省份新发起并购数量整体下降24.7%，至3644起；新发起并购金额下降23.9%，为11016亿元。全国并购活跃度前十的省份中除河南省在新发起并购数量较上年有所提升外，其他地区均出现不同程度下跌，其中广东省发起数量虽仍然领先全国但较上年下降了22.9%；新发起并购金额方面，仅湖北、河南两省同比上涨（见表3-3）。

表3-3 2019年BMI省份并购指数TOP10新发起情况（起，亿元，并购方视角）

排名	行业	2019年		2018年		2017年	
		发起数	金额	发起数	金额	发起数	金额
1	广东省	779	1864	1011	3332	1165	3694
2	北京市	589	1708	819	2163	936	2347
3	上海市	481	1635	628	2132	721	1909
4	浙江省	484	1711	705	2063	723	1527
5	江苏省	502	1129	651	1384	628	1956
6	香港特别行政区	102	511	174	925	185	772
7	山东省	244	345	318	1047	257	440
8	湖北省	135	1163	174	301	189	233
9	福建省	171	239	237	779	226	470
10	河南省	157	711	123	358	124	253
TOP10汇总		3644	11016	4840	14484	5154	13601
TOP10占比		70.7%	70.2%	72.9%	67.9%	73.9%	70.5%

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

从已完成并购来看（见表3-4），2019年全国并购活跃度前十的省份则以上升为主要态势。具体表现在：已完成并购数量为3202起，较2018年上涨32.5%；而已完成金额则微涨7.6%，达10707亿元。其中，在已完成并购数量上，仅香港同比下降23.7%，其余省份均有所增长；在已完成并购金额方面，只有广东、香港和河南三地出现下滑，其他省份均为上涨，其中山东、湖北两地已完成并购金额相比2018年甚至翻了一番。

表3-4 2019年BMI省份并购指数TOP10已完成情况（起，亿元，并购方视角）

排名	行业	2019年		2018年		2017年	
		发起数	金额	发起数	金额	发起数	金额
1	广东省	735	1733	508	2321	631	2629
2	北京市	513	1728	346	1507	461	1376
3	上海市	427	1525	320	1498	338	1111
4	浙江省	468	1612	364	1224	405	833
5	江苏省	430	944	344	899	358	1061
6	香港特别行政区	74	283	97	651	74	188
7	山东省	194	831	162	414	153	322
8	湖北省	112	1093	109	388	99	173
9	福建省	161	308	111	284	137	383
10	河南省	88	650	55	762	70	162
	TOP10汇总	3202	10707	2416	9948	2726	8238
	TOP10占比	72.2%	71.0%	72.6%	74.7%	73.5%	64.1%

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

报告选择BMI省份前三名进行深入分析，而广东省、北京市、上海市也在一定程度上代表了粤港澳、京津冀、长三角这三大经济圈的发展状态。

3.3.1 广东省并购

广东省经济总量长期稳居全国省级行政区首位，并持续保持较高的增长速度。2019年，广东省生产总值达10.77万亿元，较上年同比增长6.2%，占全国GDP的10.9%（2018年为10.8%）。同时，广东省经济结构优化调整与转型升级的步伐在不断前进，2019年，该省三大产业结构比重为4.0：40.5：55.5，三大产业排序形成“三二一”结构，一、二、三产业对GDP增长的贡献率分别为2.6%、33.6%和63.8%，第三产业对GDP的贡献率持续增长。

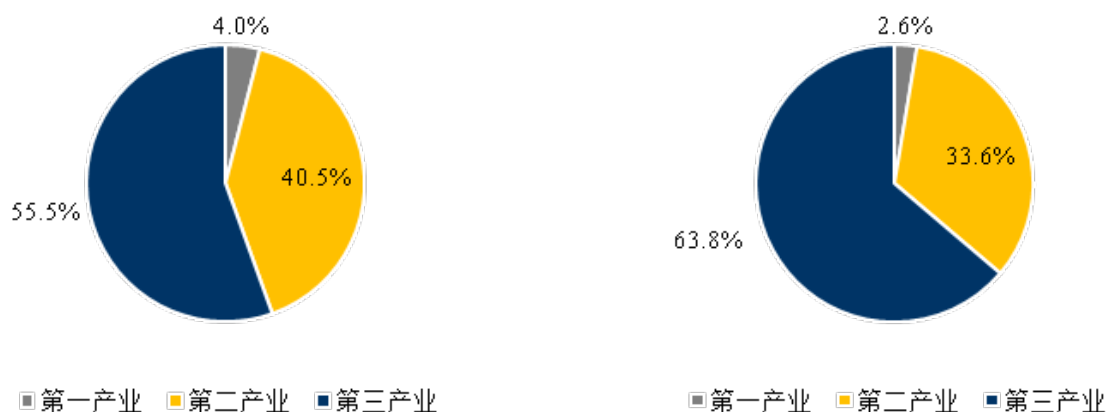


图3-12 2019年广东省三大产业占GDP的比例与及对GDP的贡献率
资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、Wind

(1) 并购金额持续降低，跨境并购或为机遇

尽管广东省在2019年依然蝉联BMI榜首，但其并购金额延续了上一年的下降趋势。2019年，广东省新发起并购数量为779起，较2018年下降16.2%，新发起并购金额为

1864.0亿元，较2018年下降44.0%；而已完成并购虽然数量较2018年上升44.7%，达五年新高（735起），其金额依然下跌25.4%，降至1732.7亿元。

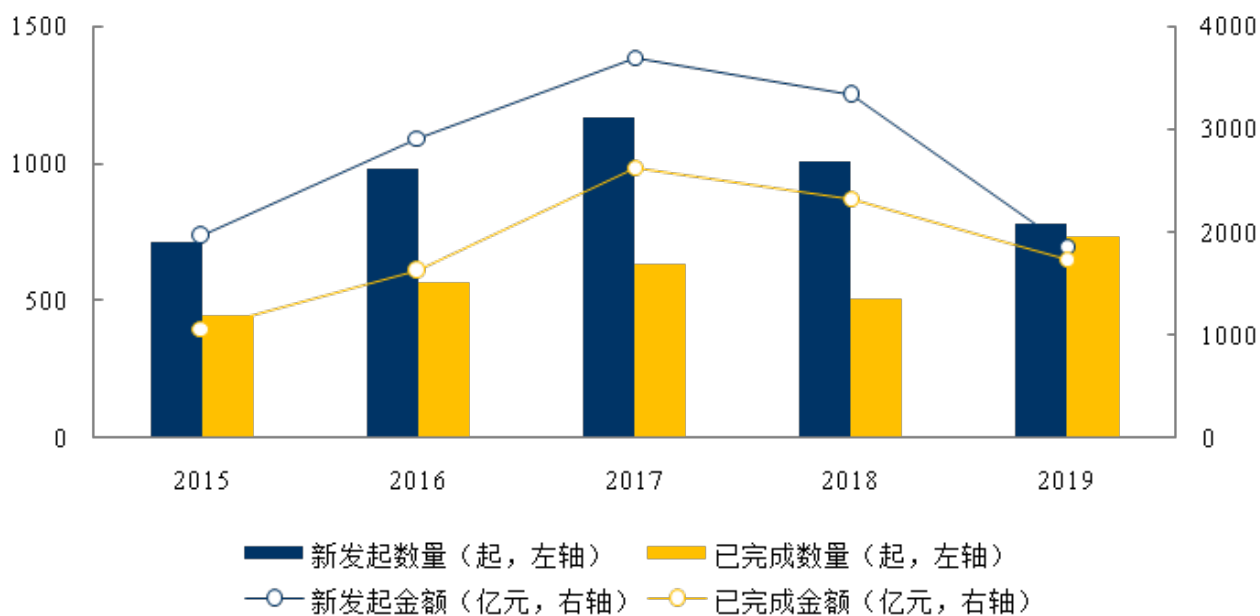


图3-13 2015~2019年广东省新发起和已完成并购情况（并购方视角）
资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

但随着粤港澳大湾区与“一带一路”的持续推进，跨境并购将成为广东省并购市场上涨的重要机遇。2019年，广东省对“一带一路”沿线国家进出口1.71万亿元，增长6.3%，在促进广东省跨境贸易的同时，也为当地企业走出国门提供了更多可能。

（2）商务服务有所减缓，科技创新或成动力

2019年，广东省并购市场的整体低迷在商务服务业中得到了充分体现。当地商务服务业全年新发起并购82起，不足2018年新发起并购数量（170起）的一半；新发并购金额也仅为98.9亿元，同比下降85.9%。由此可见，商务服务业对于并购活跃性的敏感度十分之高，相较于实体产业，其波动也往往较大。

表3-5 2019年广东省新发起并购数量和金额TOP5行业情况

排名	数量TOP5行业	数量（起）	占比	金融TOP5行业（亿元）	金额	占比
1	软件和信息技术服务业	95	12.20%	电气机械和器材制造业	480.8	25.79%
2	研究和试验发展	84	10.78%	房地产业	241.8	12.97%
3	商务服务业	82	10.53%	资本市场服务	181.0	9.71%
4	批发业	78	10.01%	批发业	155.3	8.33%
5	科技推广和应用服务业	69	8.86%	商务服务业	98.9	5.31%
	TOP5 数量汇总	408	52.37%	TOP5 金额汇总	1157.8	62.11%

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

与此同时，在并购市场总体低迷的情况下，广东省科技创新类产业的并购保持了较为平稳的新增数量，如软件和信息技术服务业2019年新发起并购95起，相比2018年的103起仅减少了8起，研究和实验发展则相比2018年增加了1起新发起并购事件。可见，广东省科技创新类产业正在逐渐成长为并购市场中的中坚力量，这也在一定程度反映出战略新兴产业正逐步成为广东经济发展的重要支柱，2019年，广东省先进制造业占规模以上工业的比重为56.3%，高技术制造业占规模以上工业的比重为32.0%。

（3）经济基础依然雄厚，并购市场前景广阔

尽管2019年广东省并购市场活跃性有所减弱，但其仍然是全国最为活跃的并购地区，政策支持、金融生态发达、优质企业竞争等均是其并购活跃性领先全国的重要因素。

在政策支持上，2018年出台的《关于全面深化国有企业改革的意见》、《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的实施意见》等一系列政策为广东并购市场发展提供了有利契机。而随着《境外投资管理办法》、《关于构建开放型经济新体制的若干意见》、《关于支持企业开展跨国经营加快培育本土跨国公司的指导意见》等一系列投资自由化、便利化举措的出台，广东省的跨境并购环境也将得到明显改善。

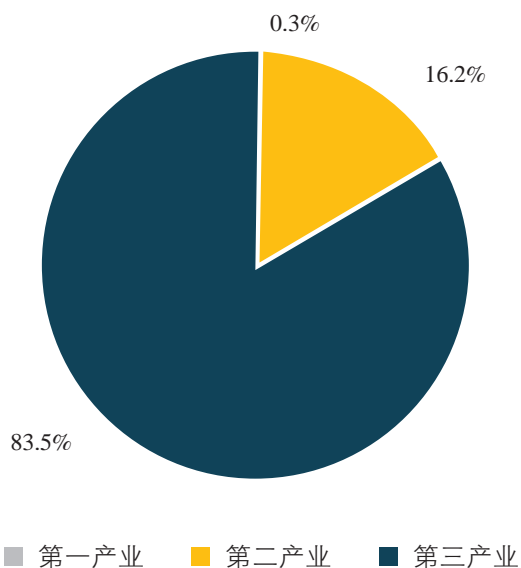


图3-14 2019年北京市三大产业占GDP的比例

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、Wind

在金融生态上，深圳证券交易所、广州产权交易所和深圳联合产权交易所形成了全国与区域多层次的产权交易中心；以中信证券、国信证券、华泰联合证券为代表的一批优秀证券公司集聚于此；多个国家级金融创新试点地区，上百家私募股权、创业投资基金管理机构，均为广东省金融生态的丰富与完善、为良好并购生态的打造注入了持久活力。

在优质企业上，广东省上市企业、高新企业等优质企业数量位居全国首位，截至2019年底，广东省上市公司数量615家，比第二名浙江省（457家）和第三名江苏省（427家）多了150余家。此外，2018年广东省高新技术企业已达4.5万家，2019年前三季度，广东全省已入库科技型中小企业27940家，也位居全国第一，成为广东高新技术企业规模雄厚的后备军。

3.3.2 北京市并购

2019年，北京市经济运行平稳、稳中提质，生产总值达35371亿元，较上年增长6.1%。其中，第一、二、三产业分别实现增加值113.7亿元、5715.1亿元、29542.5亿元，三次产业比重为0.3%、16.2%、83.5%。第三产业增加值较上年增长6.4%，高于地区生产总值增速0.3个百分点。



（1）同样优先化解存量，活跃程度稳居第二

2019年，北京市的并购活跃特征与全国相仿。新发起并购延续2018年的下降趋势，全年新发起589起并购，同比下降28.1%；新发起并购金额则从2015年的历史高值

3036.2亿元，下跌至1707.7亿元，降幅达43.8%。与之相反，已完成并购大幅回升，2019年北京市已完成并购513起，同比上升48.3%，为近五年最高值；已完成并购金额达1727.6亿元，同比上升14.7%。

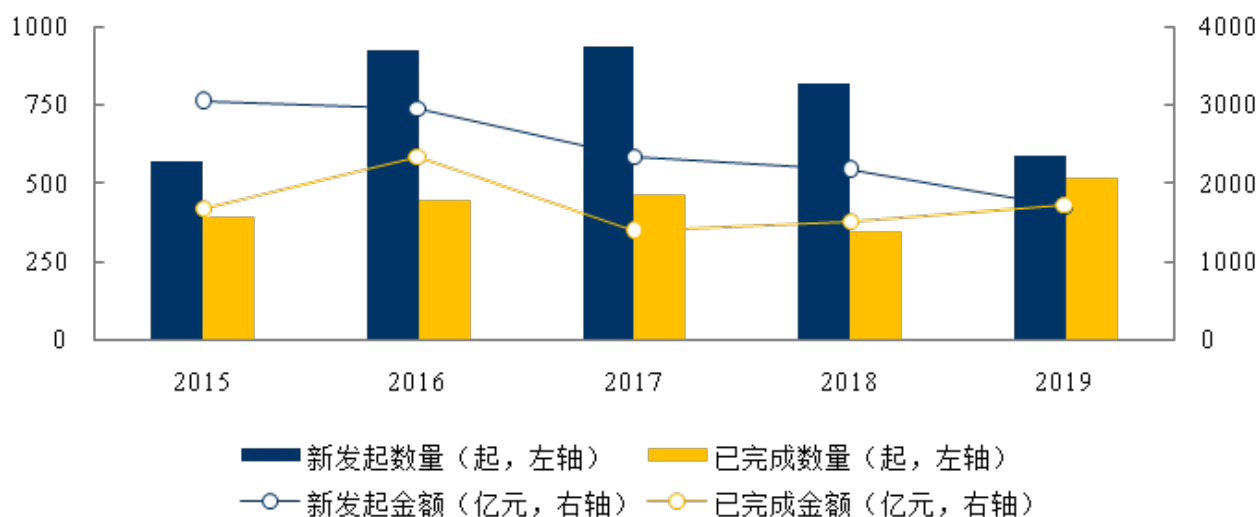


图3-15 2015~2019年北京市新发起和已完成并购情况（并购方视角）

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

尽管新发起并购减少，但北京市仍然蝉联省份BMI第二名，并购活跃度在全国范围内仍然处于领先地位。2019年全年52周中，北京市有14周并购活跃性位居全国榜首，80%以上的时间（41周）在省份BMI排名中进入全国前三。

（2）科技服务业力量增强，行业集中度有所减弱

2019年，科技推广和应用服务业依然是北京市并购的

重要力量，尽管新发起并购的数量和金额均有显著降低，但其占比依然靠前（见表3-6）。相比2018年，北京市科技推广和应用服务业在2019年新发起并购减少近一半，为154起，但其占比有微小提升，从24.4%增加至26.1%，在并购市场低迷的背景下，科技服务行业逐渐成为新的中坚力量。

表3-6 2019年北京市新发起并购数量和金额TOP5行业情况

排名	数量TOP5行业	数量（起）	占比	金融TOP5行业（亿元）	金额	占比
1	科技推广和应用服务业	154	26.1%	零售业	372.8	21.8%
2	商务服务业	61	10.4%	科技推广和应用服务业	120.9	7.1%
3	软件和信息技术服务业	48	8.1%	装卸搬运和运输代理业	116.4	6.8%
4	研究和试验发展	27	4.6%	电力、热力生产和供应业	94.5	5.5%
5	批发业	25	4.2%	资本市场服务	86.2	5.0%
	数量TOP5 汇总	315	53.5%	金额TOP5 汇总	790.8	46.3%

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

此外，相比2018年，北京市并购市场中的行业集中度显著下降。2019年，新发起并购最多的5个行业占据全行业新发起并购总量的53.5%，相比2018年74.2%的水平下降逾20个百分点，且仅有科技推广和应用服务业、商务服务业新发起数量占比超过10%。新发起金额上，2019年金额最高的5个行业占比46.3%，不足全行业总发起金额的一半，同比下降也几近20个百分点，且仅有零售业新发起金额占比超过10%。

（3）政策环境全国最优，总部优势十分显著

一方面，作为全国政治文化中心，北京市的政策环境相比全国其他地区具有明显优势。如2018年12月，北京市海淀区揭牌成立“中关村并购资本中心”，计划在3年左右的时间内，吸引聚集千亿元社会资本，并购境内外千个优质项目，激发数千亿规模的产出效能；2019年2月，中关村委员会更是发布了《中关村国家自主创新示范区促进科技金融深度融合创新发展支持资金管理暂行办法》，明确提出“对并购方及被并购方均符合中关村示范区重点产业领域、具有核心技术或自主知识产权、且并购交易额在1000万元（含）以上的交易，按照并购交易额的5%给予并购方企业资金支持，对单个项目的年度支持金额不超过50万元，对每家企业的年度支持金额不超过100万元”。

另一方面，北京作为我国乃至全球最重要的金融中心之一，是“一行两会”、国家金融企业总部和重要金融基础设施所在地，在并购活动等重大企业决策上具有显著的地理优势。早在2003年，北京市被商务部认定的跨国公司地区总部便达24家，包括来自美国、加拿大、日本、德国等众多国家的知名企业，如IBM、摩托罗拉、东芝、三

星、西门子、施耐德、雀巢等；2004年，北京将发展总部经济写进了政府工作报告；2018年12月，《北京创新型总部经济优化提升三年行动计划(2018-2020年)》正式发布，也明确提出促进世界500强企业在京投资增资。

3.3.3 上海市并购

2019年，上海市生产总值达3.82万亿元，按可比价格计算，较上年增长6.0%，位居全国城市GDP榜首。其中，三大产业增加值分别为103.9亿元、10199.2亿元、27752.3亿元，第三产业增加值占上海市生产总值的比重为72.7%，比上年提高1.8个百分点。上海市集聚了金融、航运物流、现代商贸、信息服务、文化创意、旅游会展等一批高端服务业，全年战略性新兴产业增加值6133.22亿元，比上年增长8.5%，战略性新兴产业增加值占上海市生产总值的比重为16.1%，比上年提高0.4个百分点。

（1）发起并购有所减少，完成并购略微回升

2019年，上海市在BMI省份排名中位居全国第三，且总体态势也与全国并购市场相仿。新发起数量较2018年下降23.4%，为481起；新发起金额较上年下降23.2%，达1635亿元。但已完成并购呈现波动上升态势，2019年已完成数量为近五年最高值（高达427起），较上年上升33.4%；已完成金额也略有上升，达1524.7亿元，较上年上升1.8%。

2019年全年，尽管上海市新增并购事件减少，但其活跃度依然居高，全年52周中，一半以上时间并购市场的活跃性进入全国省级行政区三甲（29周），发达的经济基础、众多的优质企业、优秀的营商环境均保证了其并购市场的相对活跃。

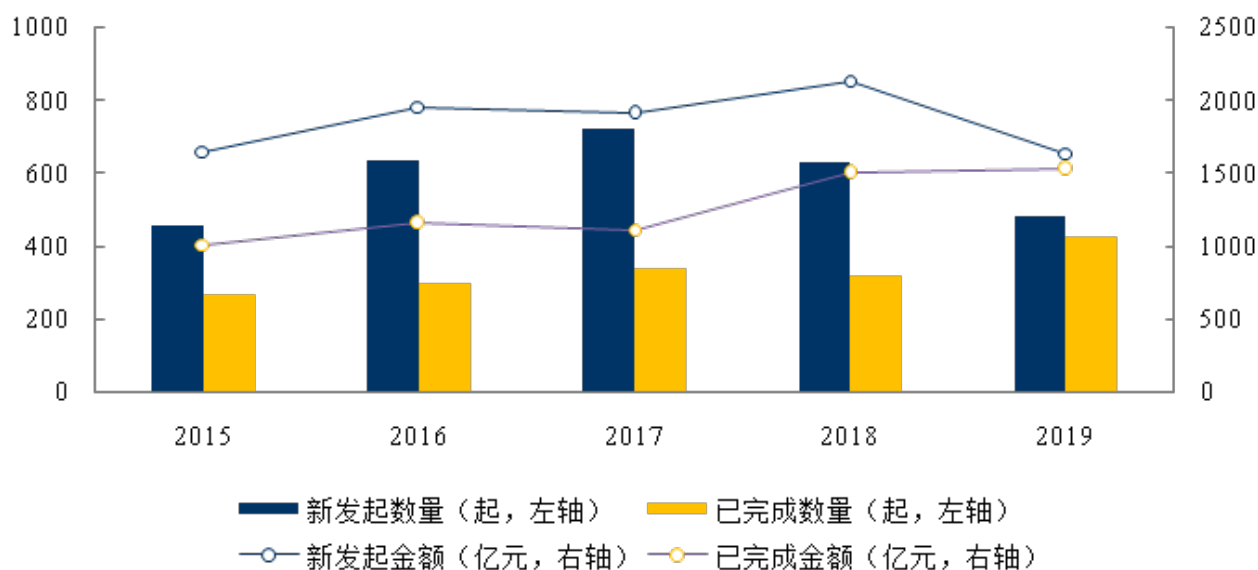


图3-16 2015~2019年上海市新发起和已完成并购情况（并购方视角）

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

（2）商务服务业优势不减，行业集中度同步趋缓

2019年，商务服务业在新发起并购上延续了引领上海市并购市场发展的趋势，尽管数量与金额同比明显下降，分别为77起和234.7亿元（2018年分别为207起和515.5亿元），但其占比均在15%左右。科技推广和应用服务业

在新发起并购数量上亦表现抢眼，全年共发起并购59起，占比12.3%。批发业、邮政业则在新发起并购金额方面表现突出，分别为222.0亿元和146.5亿元，占比为13.6%和9.0%，具备拉动上海并购市场活跃度的重大潜力。

表3-7 2019年上海市新发起并购数量和金额TOP5行业情况

排名	数量TOP5行业	数量（起）	占比	金融TOP5行业（亿元）	金额	占比
1	商务服务业	207	34.2%	商务服务业	515.5	32.4%
2	科技推广和应用服务业	73	12.1%	软件和信息技术服务业	337.9	21.3%
3	批发业	55	9.1%	仪器仪表制造业	189.1	11.9%
4	软件和信息技术服务业	47	7.8%	批发业	62.4	3.9%
5	专业技术服务业	42	6.9%	专业技术服务业	60.9	3.8%
	数量TOP5 汇总	424	70.1%	金额TOP5 汇总	1165.7	73.3%

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺



与此同时，上海市各行业在新发起并购上集中度有所减弱。2019年，新发起数量TOP5行业占全行业并购事件的总量仅为51.1%，相比2018年（70.1%）下降近20个百分点；新发起并购金融TOP5行业则由2018年的73.3%下降至49.9%，超过20个百分点，新发起并购行业的分散在一定程度上也是活跃性总体提升的体现，愈来愈多的行业正在利用并购这一手段实现更优发展。

（3）市场层次日益丰富，开放格局不断扩大

当前，上海所具备的包括商业银行、证券公司、保险公司、基金管理公司、信托公司、期货公司、金融租赁公司、货币经纪公司、票据业务中心等在内的金融机构体系使其成为中国当之无愧的金融中心，而包括银行间同业拆借市场、银行间债券市场、银行间外汇市场、上海证券交易所、上海期货交易所和上海黄金交易所在内的多层次资本市场体系，更是使其成为中国营商环境最优的城市，这均为其打造更加优质的并购生态奠定了基础。此外，2019年，上海市港集装箱吞吐量达到4330.3万标准箱，连续10年保持世界第一，其国际金融中心的发展定位也为跨境并购带来了更多可能。

第四章 浙江并购市场分析

CHAPTER IV ANALYSIS OF ZHEJIANG M&A MARKET

浙江省作为长三角一体化发展的重要地区之一，近年来持续推动全省数字经济、营商环境与资本市场的高速发展，其并购活跃性在全国范围内长期位居前五，并具有鲜明的产业及地区特色。本章聚焦浙江省并购市场，梳理2019年浙江并购相关政策、并购热点产业及特色地区。

4.1 浙江并购市场概况

2019年，浙江省经济总量突破6万亿，经济增速表现亮眼，投资增速加快，引进外资有序发展，数字经济工程继续深入实施，新产业对经济拉动效应明显。与此同时，浙江省出台了多项政策推动并购市场的发展，内容涵盖境内与境外并购。资本市场层面，科创板助推IPO市场回温，省内并购市场趋于理性，已完成的并购交易有所增长，失败率明显走低，但新发起的并购有所降温，并购市场仍待新的激发点。

4.1.1 宏观环境：经济总量新突破，政策发力助增长

2019年，浙江省经济发展质量稳步提升，数字产业快速增长，在政府的大力支持下，境内外并购环境进一步优化，以科创板企业为代表的市场力量逐步增强，为并购市场活力的回升提供了基础。

（1）经济总量突破6万亿，经济增速表现好于全国

2019年，面对国内外风险挑战明显上升的复杂局面，浙江坚持稳中求进工作总基调，虽经济增速同比略有下滑，但经济总量突破6万亿，全省经济社会发展再上新台阶。2019年，浙江生产总值（GDP）为62352亿元（合9039亿美元），按可比价格计算，比上年增长6.8%，同比下滑0.3个百分点，增速好于年初确定的预期目标（6.5%左右），高于全国。其中，第一产业增加值2097亿元，增长2.0%；第二产业增加值26567亿元，增长5.9%；第三产业增加值33688亿元，增长7.8%。三次产业增加值结构调整调整为3.4：42.6：54.0，第三产业比重比上年提高1.0个百分点。人均GDP为107625元，合1.56万美元。

全省生产稳中有升，投资增速加快，引进外资有序发展。2019年，规模以上工业增加值16157亿元，比上年增长6.6%，增速高于全国（5.7%），高于前三季度（5.8%）；全年固定资产投资比上年增长10.1%，增速高于上年3.0个百分点，高于全国4.7个百分点；全年实际使用外资135.6亿美元，增长8.7%，占全国的9.8%。

（2）新产业拉动作用明显，科技新政全面实施

2019年，浙江数字经济“一号工程”深入实施，新产业拉动作用明显，“城市大脑”、数字大湾区等标志性项目有序推进。2019年10月，工业和信息化部批复同意在杭州开展国家级新型互联网交换中心试点，挂牌“国家（杭州）新型互联网交换中心”，首个国家新型互联网交换中心试点落户浙江。同年，浙江获批国家数字经济创新发展试验区，预计数字经济核心产业增加值

占GDP的10%左右，健康、文化、金融产业增加值均增长10%以上；规模以上工业中，人工智能产业增加值增长21.3%，高技术、高新技术、装备制造、战略性新兴产业增加值分别增长14.3%、8.0%、7.8%和9.8%，增速均高于规模以上工业；装备制造业中，计算机通信电子（19.0%）、仪器仪表（18.2%）、电气机械（10.1%）等较快增长；战略性新兴产业中，新一代信息技术（18.4%）、新能源（11.9%）、生物（11.6%）、新材料（8.8%）等产业较快增长。

2019年7月，浙江省科学领导小组发布《2019年科技体制改革与发展工作要点》，全面实施“一强三高新十联动”科技新政，加快打造“产学研用金、才政介美云”十联动创新创业生态系统，为加快建设“互联网+”和生命健康两大科技创新高地，实现高质量发展、高水平全面建成小康社会收官提供强有力体制机制保障。具体来看，2019年，浙江支持之江实验室、阿里达摩院、浙江大学、西湖大学、中科院肿瘤与基础医学研究所等创新载体发展，预计R&D投入比上年增长14%左右，R&D支出与GDP之比为2.6%左右，高于上年0.1个百分点左右。此外，科技企业“双倍增”计划成效显著，新增高新技术企业4700家、科技型小微企业1.1万家。

（3）多项政策齐发力，推动国内与跨境并购有机结合

2019年，浙江省政府出台多项举措推动并购市场发展，政策范围涉及国内并购与跨境并购市场。在国内并购方面，2019年1月，浙江省政府发布《关于进一步推动企业兼并重组的实施意见》，明确推进兼并重组工作的下一步工作思路是聚焦高质量、竞争力、现代化，应遵循政府引导、企业主体、市场运作的原则，积极鼓励主业突出的优质企业，对同行业中面临阶段性困难的企业开展兼并重组，鼓励相关政府产业基金参与化解企业风险的兼并重组业务。

在跨境并购方面，2019年7月浙江省发展改革委、浙江省商务厅发布《浙江省企业境外投资

指南（2019）》，明确要鼓励开展的境外投资七大领域，即重点支持企业积极参与“一带一路”沿线国家基础设施互联互通、国际产能合作、高新技术领域合作、服务业合作、农业对外合作、能源资源勘探和开发、境外投资平台等七大领域36个方向的境外投资，推动我省“一带一路”建设走深走实，补优补强产业链条，扩大高水平开放，推动高质量发展。

同时，针对中共中央办公厅、国务院办公厅发布的《关于加强金融服务民营企业的若干意见》中提到“加快民营企业首发上市和再融资审核进度，深化上市公司并购重组体制机制改革”的要求，浙江省政府在其发布的《关于做好2019年全面深化改革工作的通知》中表示：围绕企业全生命周期梳理包括并购重组等在内的“一件事”，全年分批公布多部门联办“一件事”目录，逐项做好流程再造、系统开发、数据共享等工作，提升事项梳理的精细化水平，推动省内企业并购工作的流程优化。

（4）科创板助推IPO市场回温，并购基金成为一大特色

2019年，浙江省共有24家企业完成IPO，占A股上市总数197单的12.18%，上述24家企业共募集资金2493.45亿元，占A股新增融资总额的12.19%。值得注意的是，在24家上市企业中，有8家企业凭借硬核的科创实力登陆科创板，占科创板上市总数70家中的11.43%，科创板后备企业正成为助推省内资本市场回温的重要力量。

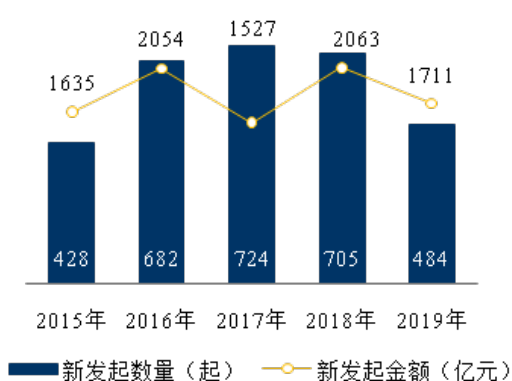
与此同时，浙江已形成了非常有特色的并购基金成果，如聚焦于民企纾困和政府产业整合的国资主导的并购基金，围绕产业上下游联合的上市公司+PE并购基金，实施资本+管理赋能的控股型并购基金，海内外资源联合的并购基金。但是受到私募基金募资难以及二级市场结构性变化的影响，2019年以来VC/PE在浙江省并购企业中的渗透率和影响力都有所下滑，未来还需要借助新政助推并购基金做大做强，提高产业方并购能力并鼓励各方积极参与到并购中来。

4.1.2 并购市场：大型并购时有发生，已完成并购量价齐升

纵观2019年，浙江并购市场更趋理性，新发起并购趋势与全国并购市场相仿，已完成并购则量价齐升，且失败率显著走低。

（1）新发起并购量价双降，已完成并购有所增长

2019年，浙江省新发起与已完成并购交易呈现着截然相反的两个态势。从新发起并购来看（见图4-1），并购发起数量与交易总额均同比下降，其中并购数量从去年的705起减少至484起，交易总额下降17.1%至1711亿元，但单笔并购平均金额同比增加20.8%至3.53亿元，可见全省的并购活跃度虽有所下降，但大型并购仍时有发生。省内新发起1亿以上的并购交易有176起，占新发起总数的36.4%，如华峰氨纶收购控股股东华峰集团旗下华峰新材100%股权，标的资产作价为120亿元；浙富控股拟收购申联环保集团，交易对价合计为145亿元。



时间	新发起平均并购金额 (亿元)
2015年	3.82
2016年	3.01
2017年	2.11
2018年	2.93
2019年	3.53

图4-1 2015~2019年浙江省上市企业相关并购数量和金额（新发起，并购方视角）

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺



从成功完成的并购来看（见图4-2），并购交易数量与并购交易总额呈现量价齐升的态势，2019年并购交易数量较上年增加104起至468起，并购交易总额同比增长31.68%至1612亿元，单笔并购平均金额基本与去年持平，小幅增长0.08亿元至3.44亿元。可以看到，历年发起未完成的并购在2019年终于尘埃落定，在一定程度上反映出政策回暖给并购市场带来了信心，从而推动并购纷纷成功完成。

(2) 并购时长逐年增加，失败几率持续下降

2019年成功完成的并购事件平均并购时长高达237天，时长创近五年来的新高，同比增长29.4%（见图4-3），其中有9起并购事件发起于2015~2016年，并购交易过程横跨多年。与此同时，并购事件在一年内的完成率也创下近五年新低，仅有79.9%的并购能在一年内完成，有53.2%的并购事件完成时间超过半年。经济下行压力和中美贸易摩擦等宏观因素与并购交易结构日益复杂等个体特征是并购时长不断拉长的重要原因。



图4-2 2015~2019年浙江省上市企业相关并购数量和金额（已完成，并购方视角）
资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

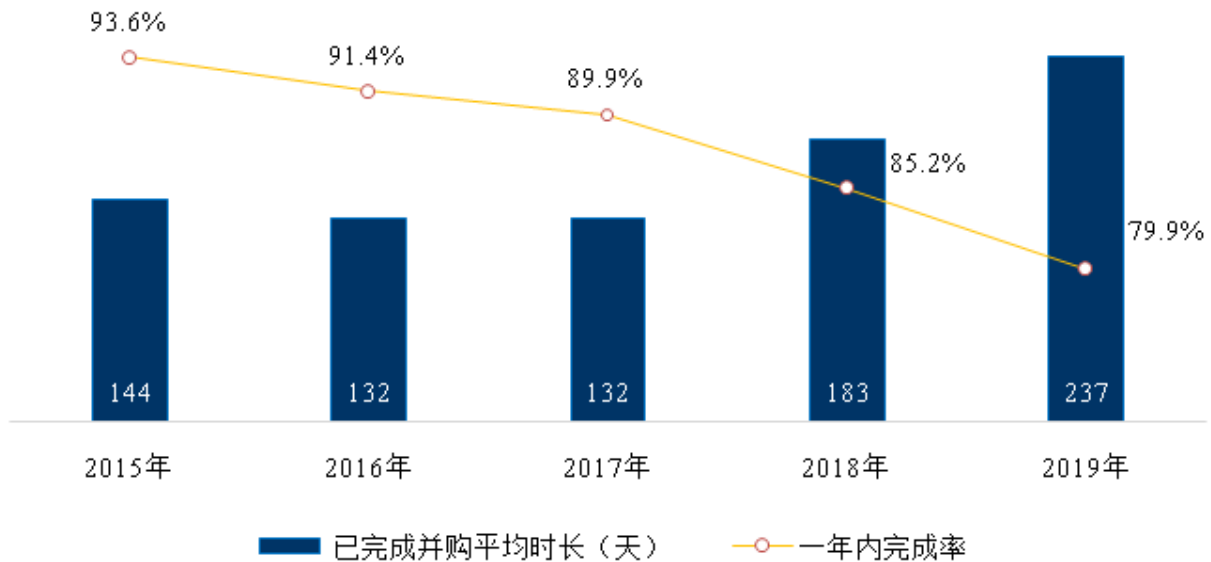


图4-3 2015~2019年浙江省并购平均时长和一年内完成率（已完成，并购方视角）
资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

从失败并购来看（见图4-4），2019年浙江省并购失败数量明显走低，仅有23起并购交易以失败告终，占总数的4.7%，仅次于2015年3.8%的失败率，可以看到省内的并购市场更趋理性，并购目的更为明确，并购市场正逐步走向成熟。

（3）进行中并购同比持平，同年发起占四分之一

从进行中并购来看（见图4-5），并购事件的数量和金额与上年几乎持平。2019年进行中的并购数量为1181起，较上年减少15起，并购总金额达1999亿元，同比微降2.2%，单笔并购平均金额1.7亿元，与去年基本持平。

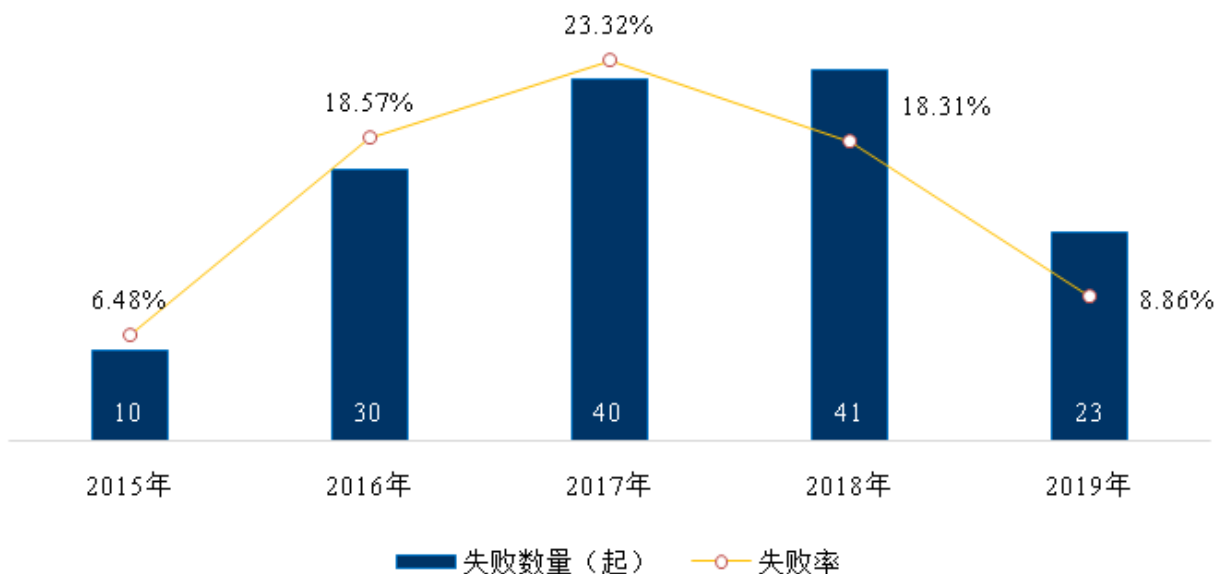
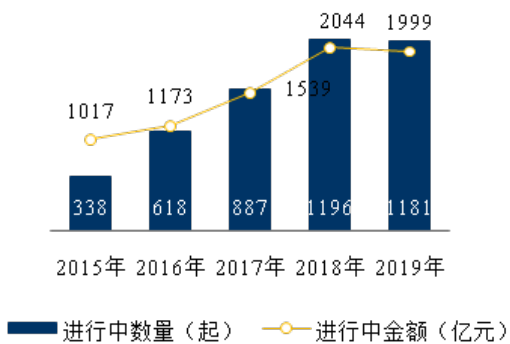


图4-4 2015~2019年浙江省并购失败数和失败率（并购方视角）

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺



时间	进行中平均并购金额（亿元）
2015年	3.01
2016年	1.90
2017年	1.74
2018年	1.71
2019年	1.69

图4-5 2015~2019年浙江省上市企业相关并购数量和金额（进行中，并购方视角）

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

在这些并购事件中，当年发起的有287起，占进行中并购数的24.3%，其余四分之三进行中的并购多是1年之前发起的，40.8%在2~3年前便已发起。从金额来看，2019年发起且还在进行中的并购，金额占比最大，共986亿元，占进行中总金额的24.7%。

4.1.3 并购特征：交易目的日趋多元，估值方法更加合理

通过对浙江并购金额排名前20的并购事件进行分析，可以发现浙江的大中型并购目的趋于多样、估值更加合理，但跨境并购较为稀少。

（1）并购目的：多样化趋势明显

从并购目的来看，浙江省内上市公司并购交易目的多样，包括战略合作、借壳上市、横向整合、多元化战略和资产调整等。在浙江有并购交易金额的19起并购事件中，以战略合作为目的的并购数最多，共有5起，紧随其后的是横向整合和买壳上市，均为4起（见图4-6），但这几种并购目的并没有与其他的并购目的拉开差距，延续了并购目的多样化的趋势。值得注意的是，以借壳上市为目的的并购重新活跃了起来，这一方面是受到政策支持的影响，另一方面浙江中小上市公司众多，随着壳公司价值的进一步下降，这些中小上市公司进行资本运作的动力增强。

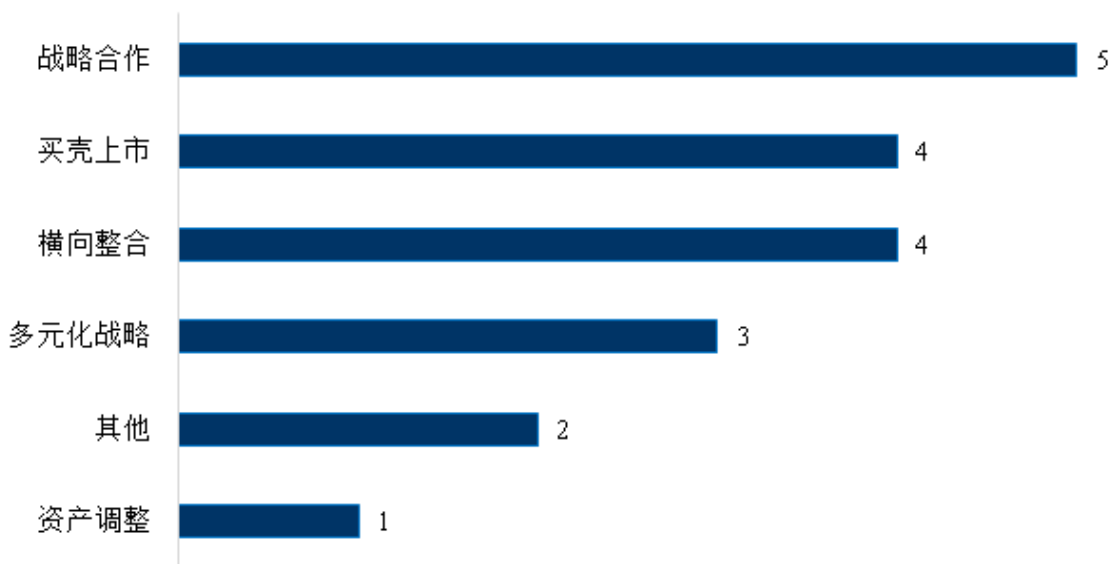


图4-6 2019年浙江省上市公司并购事件并购目的

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

（2）评估方法：收益法成为首选

从并购评估方法看，浙江省内上市公司采用的评估方法已涵盖国际上通行的三种方法：收益法、市场法和资产基础法。在浙江并购交易金额前20的并购事件中，有13起公布了评估方法，其中近七成选择采用收益法，该方法成为浙企并购评估的首选方法（见图4-7）。收益法是以

未来收益折现估算评估价值，能够反映资产的获利能力，评估结果非常适合投资者作为“经济人”所具有的投资理念。同时，在浙江并购交易金额前20的并购事件中，一半的并购交易选择发行股份购买资产的重组形式，还有9起并购采用协议收购，另外1起并购交易采用资产置换的形式。



图4-7 2019年浙江省上市公司并购事件评估方法

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

（3）并购区域：境内并购占据主导

2019年，受海外复杂多变的环境影响，浙江省内上市公司海外并购热情有所削减，年内仅有3起跨境并购，包括2起出境并购和1起境外并购，重组目的包括资产调整、战略合作和多元化战略，其余均为境内并购。此外，在并购支付方式方面，更多的企业热衷于选择现金支付，在浙江并购交易金额前20的并购事件中，有9起并购采用现金支付，占比45%；紧随其后的是股权+现金的支付方式，共有6起。

4.2 浙江重点行业分析

2019年，浙江省各行各业的企业都活跃在并购重组市场上，其中以商务服务业、通用设备制造业、软件和信息技术服务业、化学纤维制造业和医药制造业的表现更为突出。本节重点对通用设备制造业、医药制造业和化学纤维制造业这三个产业的并购情况进行具体分析。

4.2.1 行业并购概况

2019年，商务服务业、通用设备制造业、软件和信息技术服务业、化学纤维制造业和批发业表现亮眼，特别是商务服务业和通用设备制造业，近三年稳居行业前三。从新发起并购来看（见表4-1），商务服务业以458亿元的并购交易金额连续三年蝉联榜首，紧随其后的是通用设备制造业、软件和信息技术服务业、化学纤维制造业和批发业，分别以403亿元、121亿元、120亿元和52亿元位居第二至第五位，前五大行业新发起的并购交易总额共占全部行业并购交易总额的73.8%。此外，化学纤维制造业较前几年有着较快的增长，主要是因为发生了一起金额较大的并购交易，即华峰氨纶收购控股股东华峰集团旗下华峰新材100%股权，推动了化学纤维制造业的排名上升。

表4-1 2019年浙江省新发起并购金额TOP10行业情况（起，亿元，并购方视角）

排名	行业	2019年		2018年		2017年	
		发起数	金额	发起数	金额	发起数	金额
1	商务服务业	154	458	223	524	264	430
2	通用设备制造业	18	403	19	196	33	233
3	软件和信息技术服务业	35	121	56	150	42	44
4	化学纤维制造业	1	120	-	-	3	13
5	批发业	29	52	26	85	49	44
6	有色金属冶炼和压延加工业	7	51	3	11	1	4
7	医药制造业	9	49	11	40	19	14
8	计算机、通信和其他电子设备制造业	11	34	17	7	10	22
9	科技推广和应用服务业	18	34	24	31	19	123
10	医药生物—医药商业	1	27	-	-	-	-
	TOP10汇总	283	283	379	1044	440	926
	TOP10占比	58.8%	86.2%	55.8%	51.4%	62.3%	60.9%

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

从已完成并购来看（见表4-2），近三年，商务服务业依然稳居榜首，通用设备制造业、软件和信息技术服务业表现也较为稳健，一直位于行业前四，而汽车制造业的增长较为亮眼，并购交易金额从2017年的12名增长到2019年的第2名，增长动力强劲。该行业2019年并购交易金额超过通用设备制造业，以312亿元位列第二，且与通用设备制造业（2019年已完成并购金额197亿元）的差距逐渐拉大，前五大行业已完成并购交易金额占总交易金额的71.1%。



表4-2 2019年浙江省已完成并购金额TOP10行业情况（起，亿元，并购方视角）

排名	行业	2019年		2018年		2017年	
		发起数	金额	发起数	金额	发起数	金额
1	商务服务业	142	390	101	319	140	296
2	汽车制造业	18	312	14	114	7	17
3	通用设备制造业	18	193	13	175	21	65
4	软件和信息技术服务业	27	131	32	113	16	57
5	化学纤维制造业	2	121	-	-	2	12
6	批发业	20	45	12	30	28	45
7	医药制造业	12	41	11	28	8	11
8	金属制品业	5	40	4	5	6	6
9	电力、热力生产和供应业	11	33	6	12	4	3
10	科技推广和应用服务业	10	30	17	70	18	18
	TOP10汇总	265	1335	210	866	250	530
	TOP10占比	56.7%	82.9%	60.3%	72.4%	62.5%	63.9%

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

从已完成并购平均时长看（见表4-3），浙江省前十大行业2019年的平均并购时长为258.6天，较上年增加了44.8%，特别是软件和信息技术服务业，2019年的并购时长较去年增加了158.5天至288.4天，是前十大行业中时长增加较多的行业，但汽车制造业的并购时长进一步缩短，从2018年的356.9天缩短至217.2天，也是前十大行业中唯一一个并购时长缩短的行业。



表4-3 2019年浙江省已完成并购平均时长TOP10行业情况（天，并购方视角）

排名	行业	平均时长	
		2019年	2018年
1	商务服务业	237	186
2	汽车制造业	217	357
3	通用设备制造业	268	184
4	软件和信息技术服务业	288	130
5	化学纤维制造业	383	-
6	批发业	197	154
7	医药制造业	371	218
8	金属制品业	287	98
9	电力、热力生产和供应业	197	153
10	科技推广和应用服务业	141	127

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技有限公司、同花顺

4.2.2 通用设备制造业并购

2019年，浙江省装备制造业规模以上工业增加值同比增长7.8%，高于全国（6.7%）1.1个百分点。其中，2019年一季度通用设备行业的规模以上工业增加值实现两位数的增长，达到了11.8%。在投资方面，2019年通用设备行业投资同比增长28.6%，投资力度有所加大。

（1）现状：混合并购居多，效率不断提高

2019年，浙江省通用设备制造业共计新发起18起并购事件，并购交易金额402.95亿元，同比增长105.2%。并购交易金额低于10亿元的并购事件增多，共有15起，占并购总数的83.3%。值得注意的是，同行业内的并购事件发生较少，仅有2起，更多的并购标的来自行业外，其中批发业、研究和试验发展更受欢迎，分别有4起和3起，例如浙江开山压缩机股份有限公司拟收购开泰克上海100%股权。此外，在已完成的并购事件中，省内通用设备制造业的平均并购时长仅为27.4天，较2018年50.2天的平均并购市场缩短了22.8天，并购事件效率有所提升。

（2）未来：专注智能改造，助力制造强省

2019年5月，浙江省高端装备制造业产业发展情况会议召开，提出要关注产业发展新动态和重点行业发展新情况，进一步优结构稳增长，培育新增长点，推动高端装备制造业高质量发展，助力制造强省建设。在此基础上，浙江省经济和信息化厅对《浙江省高端装备制造业发展重点领域（2017版）》进行了修订完善，形成了《浙江省高端装备制造业发展重点领域（2019版）》，以加快重点领域突破，进一步推动浙江省高端装备制造业的创新发展，提升浙江省装备制造业整体水平。随着制造业智能化升级改造进程的推进，浙江省内智能制造装备产业将迎来更广阔的发展空间，并购活跃性也可能获得提升。

（3）案例：斯菱股份收购开源汽轴，实现强强联合

2019年6月，浙江斯菱汽车轴承股份有限公司发布公告称，拟以发行股份及支付现金的方式购买开源汽轴100%股权。本次交易标的资产的交易价格以评估值为基础，经交易双方协商确定，标的资产的交易价格为1.5亿元。本次交易不涉及发行股份配套募集资金，交易方式为发行股份及支付现金购买资产，斯菱股份拟发行股份2250万股，发行股份价格为4元/股，拟支付现金6000万元。

斯菱股份主要为汽车行业客户提供汽车轴承整体使用方案，公司主要产品为轴承和汽车轮毂轴承单元两大类，于2015年3月18日在新三板挂牌。标的公司开源汽轴主要从

事汽车轮毂轴承和轮毂组件的研发、生产、销售，为斯菱股份的同业企业，通过多年来的技术积累及生产实践，已经形成了较为完善的工艺流程及较强的汽车轴承设计能力，是具有较高供应商进入壁垒的美国辉门公司、博斯达等下游行业大型优质客户在汽车轴承方面的重要供应商。

斯菱股份通过本次横向产业整合，一方面可以实现产品结构互补，公司在轮毂单元产品的供应能力将有所加强；另一方面实现客户渠道互补，有效的整合和完善自身的渠道资源，提升产品在行业的知名度。本次强强联合可以快速提升公司整体业务规模，增强核心竞争力，树立行业地位，抓住国际汽车零部件产业转移的历史机遇，尽快做大做强。

4.2.3 医药制造业并购

近年来，浙江省医药制造业呈现出良好的发展态势，有着较优越的发展基础。《中国制造2025》将生物医药和高性能医疗器械作为重点发展领域，而全省科技新政持续实施，“科技新政50条”的发布也为医疗行业的发展创造了优良的政策沃土，推动了省内医药行业并购事件的积极开展。

（1）现状：横向并购增多，推进结构优化

2019年，浙江省医药制造业共发起并购事件9起，并购交易金额49.0亿元，同比增长23.7%。其中，横向并购5起，占并购总数的55.6%，交易金额47.2亿元，占比高达96.3%。而在2018年，省内医药行业的横向并购发起数仅为36.4%，交易金额占比仅46.3%。同时，平均并购交易金额呈现增长态势，2019年并购平均交易金额5.4亿元，比去年3.6亿元的并购平均交易金额增长51.1%。

省内医药行业的横向并购增多，反映了在医药产业发展态势良好，质量效益持续改

善的背景下，产业内企业更加注重结构调整的发展态度，“互联网+”时代与新一代信息技术的广泛应用，推动着传统的医疗服务模式和健康管理模式的深刻变革，催生了远程医疗、智慧医疗、个性化治疗等新型健康服务业态和新模式，极大的拓展了生物医药产业发展空间。例如，华东医药拟收购佐力药业18.60%的股权，便是为了补充公司中药慢病方向产品种类及适应症覆盖面。

（2）未来：行业态势良好，聚力科技创新

2019年1~11月，浙江省规模以上工业企业利润总额同比增长5.4%，四季度以来增速逐月回升。其中，医药行业利润增速保持在两位数以上，达到了25.3%，对工业利润增长的贡献率达到了22.3%，仅次于电气机械28.2%的贡献率。在投资方面，2019年全省工业技改投资增长6.3%，其中医药行业投资增长率为26.2%；基本医疗保险参保人数5461万人，增长1.7%，参保率达99.61%。可以说，医药行业良好的发展态



势为行业内并购创造了良好的条件。

此外，浙江省发布的“科技新政50条”提出了浙江省科技创新工作总目标，重点打造以创新药物研发与精准医疗为标志的生命健康科技创新高地，将建设数字科技创新中心和生物医药研发中心，支持智能汽车、智慧医疗等应用场景先行先试，并指出将打造国家数字经济示范省和医药强省的目标。在这一政策的支持下，2019年6月，浙江省卫健委、中科院肿瘤所、杭州钱塘新区管委会共同签署中科院肿瘤与基础医学研究所合作框架协议，这是近3年来中科院在外设立的唯一直属研究所以及杭州地区落地的第一个中科院直属研究所，该研究所将瞄准世界肿瘤医学发展前沿和源头创新，按照基础研究、临床研究、转化研究三大研究方向进行布局。

（3）案例：中欣氟材收购高宝矿业，完善上游产业链

2019年5月，中欣氟材（002915.SZ）披露重组预案，拟以8亿元向香港高宝、雅鑫电子收购高宝矿业100%股权，其中发行股份支付4亿元，现金支付4亿元。交易完成后，香港高宝将持有公司10.01%的股权，雅鑫电子持有公司4.29%股权，本次交易构成关联交易。同时，公司拟向控股股东白云集团等不超过10名特定投资者发行股份

4.2.4 化学纤维制造业并购

浙江省是全国化纤行业的主要聚集地之一，有着良好的发展基础和发展前景，但也面临着向高技术、高附加值纤维开发的转型压力。2019年，浙江省发布《加快新材料产业发展行动计划（2019-2022年）》，布局建设化工新材料、高性能纤维及复合材料两大千亿级新材料产业集群，为化纤行业发展提供了政策支持。

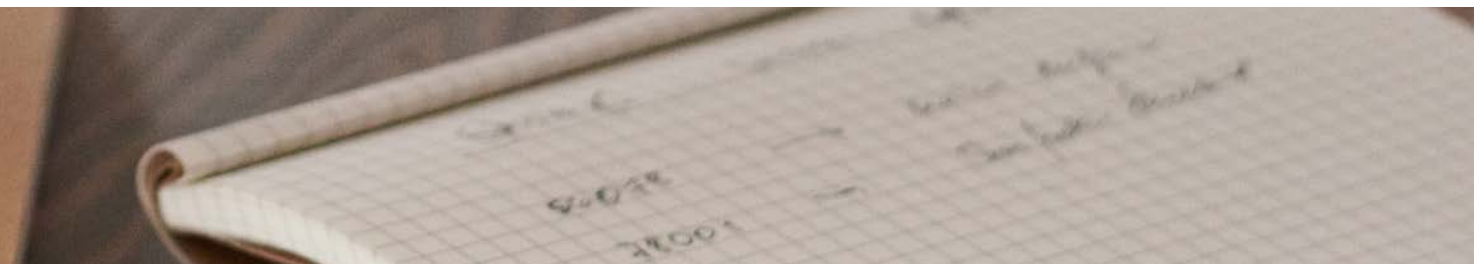
（1）现状：大额并购为先，聚焦战略合作

不超过2240万股，募集配套资金不超4亿元用于支付交易的现金对价，发行价格调整为21.40元/股，相比目前公司股价，相当于折价29.26%。

本次交易前，中欣氟材主要从事氟精细化学品的研发、生产、销售，其产品应用于含氟医药、含氟农药、新材料与电子化学品等三大领域。高宝矿业是一家专注从事氢氟酸、硫酸产品的生产、制造及销售的企业，硫酸以自用为主。

本次收购对双方公司均可实现优势互补，发挥协同效应。高宝矿业和公司同属于氟化工行业，主要产品为无水氢氟酸，位于我国萤石资源集中的福建省北部地区，生产原料成本远低于市场水平。高宝矿业所在地清流县氟化氢行业受政府支持，产业集群效应能带来一定的规模化优势。此外，高宝矿业在工艺流程上有一定的创新，产品品质较好、竞争力较强。此次收购完成后，高宝矿业在研发、融资、管理上将得到中欣氟材平台的支持，可以持续提升产品的竞争力以及盈利能力。氢氟酸为中欣氟材主要产品的基础原材料之一，对高宝矿业的收购完成使公司获得一定的基础原材料支持，有助于保障公司上游产品的供给，降低原材料价格波动风险。

2019年，浙江省化纤行业新发起1起并购，并购交易金额达120亿元，历时8个月在当年成功完成并购。该大额并购的并购目的为战略合作，以收益法评估资产价值，并选择股权加现金的支付方式。可以说，这一起大额并购是近几年来化纤行业发生的最大规模的并购事件，是上市公司拓宽业务领域，实现长期可持续发展的重要举措，也为浙江省内其他化纤行业通过并购重组实现发展进行了示范。



（2）未来：产量基础雄厚，政策支持升级

根据国家统计局数据显示，我国化纤行业主要聚集在浙江、江苏、福建三省。其中浙江省的化纤产量位居全国第一，2018年产量占全国的45.5%，达到2282.3万吨，2019年产量占全国的47.2%，增加至2822.84万吨。随着经济快速发展，人们对化学纤维的需求将日益增加，对化学纤维的类别也有了进一步的需求，为使我国步入化纤强国的行列，需要加大对具有高技术、高附加值的纤维开发力度，生产多功能、高差别化的化学纤维，以适应市场需求。

在此背景下，2019年，浙江省发布《浙江省加快新材料产业发展行动计划（2019-2022年）》，浙江省新材料产业以重点主攻一批关键战略材料，着力提升一批先进基础材料以及提前布局一批前沿新材料为重点发展方向。其中，高端树脂、特种橡胶及工程塑料等先进化工材料，高性能化学纤维等先进纺织材料是其中基础材料的发展重点。并提出几个目标：一是到2022年，新材料产业年产值突破1万亿元，比2018年增长53%以上，年均增长11.2%，产业规模稳居全国前4位；综合竞争力进一步提升，在我省经济社会发展中的地位更加突出。二是在高性能玻纤、化纤、有色金属合金及高端化工材料领域，培育8家以上国际一流大企业、大集团。三是依托传统基础材料产业优势，布局建设化工新材料、高性能纤维及复合材料两大千亿级新材料产业集群，做大做强先进基础材料。这为省内化纤行业的发展提供了强有力的政策支持和增长动力。

（3）案例：华峰氨纶收购华峰新材，整合聚氨酯产业链

2019年4月，华峰氨纶（002064.SZ）披露重组预案，拟作价120亿元，收购公司控股股东及实控人尤小平等旗下资产华峰新材，其中90%的对价金额以发行股份方

式支付（即108亿元），剩余10%（即12亿元）以现金方式支付。同时，本次交易拟发行定增不超过3.35亿股，募集配套资金不超过20亿元。高溢价往往对应高业绩承诺，华峰集团、尤小平、尤金焕、尤小华4名业绩承诺补偿方承诺，此次交易完成后，华峰新材2019年、2020年和2021年实现的净利润分别不低于9.75亿元、12.45亿元和14.1亿元，合计36.3亿元。

此次交易前，上市公司华峰氨纶主要从事氨纶产品的研发、生产和销售，标的公司华峰新材主要从事聚氨酯原液、聚酯多元醇和己二酸的研发、生产和销售。此次交易是华峰氨纶拓宽业务领域，实现长期可持续发展的重要举措，通过收购华峰新材，华峰氨纶实现产业链整合延伸，进入聚氨酯行业中的聚氨酯制品材料制造领域以及基础化工原料行业的己二酸制造领域，丰富了华峰氨纶业务类型和产品线，华峰氨纶将向下打通聚氨酯产业链，以纯MDI为原料，形成从原材料统一采购、中间体加工到产成品销售的一体化体系，成为国内聚氨酯下游龙头。交易双方可充分发挥协同效应，利用各自在供应链、销售渠道、技术研发、生产管理等方面积累的优势和经验，有效降低采购和生产成本，提升运营效率，扩大整体市场份额，增加业务收入，形成良好的协同发展效应。

值得注意的是，华峰氨纶和华峰新材的母公司同为华峰集团。从成立时间上看，华峰氨纶是华峰新材的“兄长”，该公司登陆A股市场一年后华峰新材才注册成立。乍一看，这是一起“兄长”将“小弟”收于麾下的并购交易，但实际上却是一桩“蛇吞象”并购。2018年华峰氨纶营收44.36亿元，净利4.41亿元；当年，华峰新材的营收为106.65亿元，净利为15.25亿元。但交易完成后，华峰氨纶控股股东仍为华峰集团，实际控制人还是尤小平，规避了借壳上市的相关流程。

4.3 浙江重点地区分析

2019年，浙江省各地积极响应“凤凰行动”，不断挖掘并购潜力、增强并购实力，其中，杭州市已经积累了相当的并购基础，形成了一定的并购集群效应，台州市和温州市则依托自身产业、政策优势，积极推动并购发展，本节对此三市的并购情况进行分析。

4.3.1 区域并购概况

从新发起并购来看（见表4-4），2019年，杭州市、台州市和宁波市这三个城市的新发起并购交易金额位列全省前三，交易金额分别为672亿元、447亿元和186亿元，占全省交易金额的76.3%，成为省内并购交易的重要培育地。其中，杭州市无论在发起数量还是交易金额上均稳居全省第一；台州市和温州市在2019年增长较快，台州市较去年上升4位至第2名，温州市较去年增长7位至第4名，地区并购交易活跃度有所提高。

表4-4 2019年浙江省各市新发起并购排名情况（起，亿元，并购方视角）

排名	城市	2019年		2018年		2017年	
		发起数	金额	发起数	金额	发起数	金额
1	杭州市	198	672	286	618	294	580
2	台州市	28	447	39	110	44	63
3	宁波市	102	186	158	428	167	266
4	温州市	12	132	20	4	33	160
5	嘉兴市	37	86	52	135	48	53
TOP5占全省比例		77.9%	89.0%	78.7%	62.7%	80.9%	73.5%
6	绍兴市	46	75	52	579	50	169
7	丽水市	11	46	11	6	4	25
8	湖州市	24	46	38	115	39	96
9	金华市	20	13	31	42	38	59
10	衢州市	4	8	9	21	4	53
11	舟山市	2	0	9	7	3	4
TOP11汇总		484	1711	705	2063	724	1527

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

从已成功完成的并购来看（见表4-5），2019年，绍兴市、杭州市和宁波市分别以546亿元、484亿元和251亿元位居全省前三，占全省已完成并购交易总额的79.4%，高于去年13.3个百分点，地区集中度进一步提高。其中，绍兴市的表现十分亮眼，从2018年的第4名跃升至2019年榜首，首次在已完成并购金额上取代杭州市成为第一名。

表4-5 2019年浙江省各市已完成并购排名情况（起，亿元，并购方视角）

排名	城市	2019年		2018年		2017年	
		发起数	金额	发起数	金额	发起数	金额
1	绍兴市	50	546	32	134	33	130
2	杭州市	186	484	160	462	137	306
3	宁波市	96	251	57	205	97	177
4	温州市	13	132	12	144	19	15
5	台州市	23	80	31	49	30	71
TOP5占全省比例		78.6%	92.5%	47.8%	80.2%	81.1%	45.4%
6	嘉兴市	40	54	24	42	32	37
7	湖州市	25	35	22	73	20	55
8	金华市	18	12	19	53	31	38
9	衢州市	4	9	5	62	1	-
10	丽水市	8	7	1	0	2	1
11	舟山市	5	3	1	0	3	5
TOP11汇总		468	1612	364	1224	405	833

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

从已完成并购平均时长看（见表4-6），2019年，前五大城市的平均并购时长为238.9天，较2018年增加了63天，特别是台州市和温州市，平均并购时长增加超100天，达112.5天和123.1天。而绍兴市是前五大城市中唯一一个并购时长减少的地区，较上一年减少了71.6天至201.7天，这一并购时长仅次于丽水市的136.5天。

表4-6 2019年浙江省各市已完成并购平均时长排名情况（天，并购方视角）

排名	城市	2019并购时长	2018并购时长
1	绍兴市	202	273
2	杭州市	240	183
3	宁波市	247	152
4	温州市	218	106
5	台州市	288	165
6	嘉兴市	241	267
7	湖州市	258	168
8	金华市	206	118
9	衢州市	253	154
10	丽水市	137	33
11	舟山市	212	318

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

4.3.2 杭州市并购：经济发展领跑，金融科技带动

2019年，杭州新发起并购198起，同比减少88起，新发起并购金额达671.5亿元，较2018年增长8.74%。其中，并购金额超10亿元的并购事件有18起，占并购总数的9.1%。从已完成并购来看，2019年杭州市已完成并购交易186起，较上年增加26起，并购交易金额483.5亿元，同比增加4.7%；其中，超10亿元的并购有14起，占并购

总数的7.5%。杭州凭借良好的发展基础，不断推动全市经济和金融的快速发展，各类金融人才和国际高端人才汇聚于此。同时，金融科技作为杭州近年来的优势和核心竞争力所在，推动了各类数字经济产业的发展，叠加政策效应，为杭州资本市场的做大做强提供了强大的动力，也为当地企业的上市和并购提供了有力的支持。

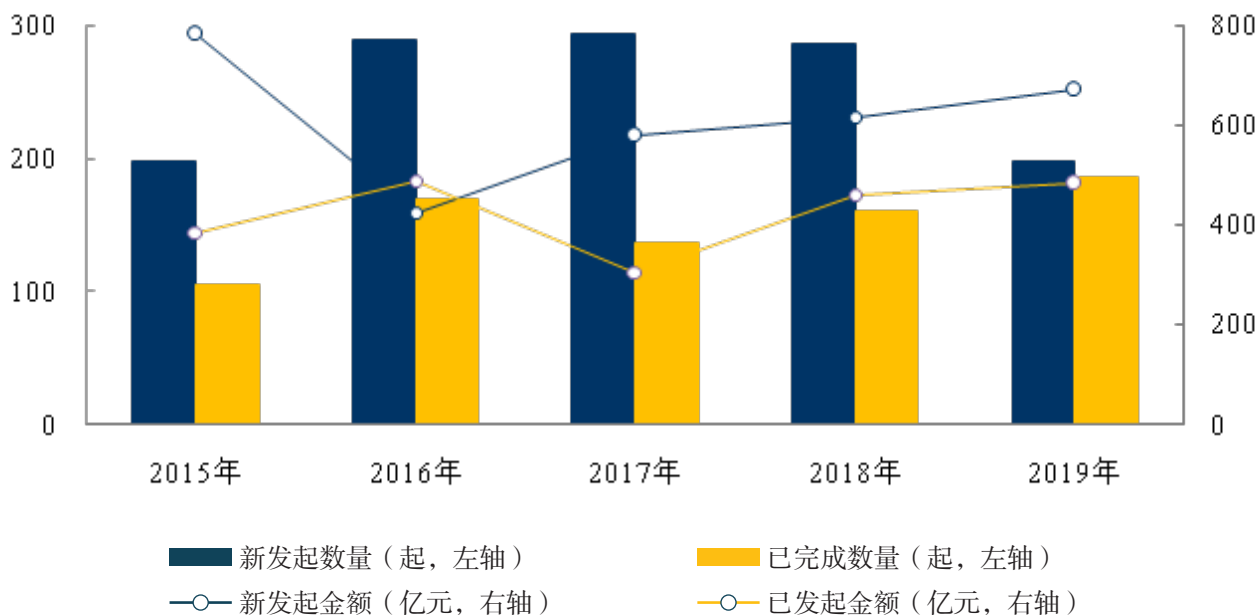


图4-8 2015~2019年杭州市新发起和已完成并购情况（并购方视角）

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

（1）金融行业领跑发展，人才集聚效应显现

2019年，杭州市经济运行稳中有升，全市实现地区生产总值15373亿元，同比增长6.7%，位居全省首位。全年金融业实现增加值1037亿元，同比增长9.3%，增速位居全国各大城市第五，高于本市GDP增速2.6个百分点，占比达9.9%，较上年末提升1个百分点；与此相对，截至9月末，不良率持续下降至0.99%。在金融行业提速发展的同时，杭州加速推动钱塘江金融港湾建设，人才集聚效应正在不断显现。以玉皇山南基金小镇为代表的五个金融特色小镇为例，至今已招引集聚了各类金融人才近万名，初步呈现出国际高端金融人才汇集的态势，更加丰富与多元的金融人才为杭州并购活动提供了保障。

（2）金融科技带动并购，数字经济成为热点

2019年5月，杭州市政府发布《杭州国际金融科技中心建设专项规划》，明确了杭州打造国际金融科技中心的目标定位、主要任务、空间布局及政策支持。金融科技是杭州金融业的优势与核心竞争力所在，近年来，杭州充分发挥自身数字经济先行、金融机构集聚的优势，促进金融与科技深度融合，2019年初杭州市金融办与上海市地方金融监督管理局拟订合作意向框架，助推金融科技要素配置、产业服务、标准体系、平台发展一体化。此外，2019年，杭州数字经济核心产业实现增加值3795亿元，增长15.1%，比上年提高0.1个百分点，高于GDP增速8.3个百分点。其中，数字内容产业增加值增长16.3%，软件与信息

服务产业增加值增长15.7%，这也推动了相关产业的并购发展，2019年，杭州新发起的并购中，来自商务服务业和软件和信息技术服务业两大行业的并购交易金额达263.14亿元和120.45亿元。

（3）做强资本“杭州板块”，政策积极添砖加瓦

2019年，杭州市新增上市公司13家，其中5家在科创板上市，占全省科创板上市总数的62.5%，是省内科创板上市的主力军。为了进一步做强做大资本市场的“杭州板块”，杭州建立了以科创企业为重点的拟上市企业发现机制，将科创企业优先纳入凤凰行动计划重点拟上市企业培育序列。截至目前，已确定重点拟上市企业115家、后备企业217家。同时，2019年5月，杭州市政府出台《关于进一步推动企业兼并重组的实施意见》，提出包括加强产业政策引导、加大财税支持、提升金融服务等积极措施，对上市公司完成符合监管部门规定重大资产重组的，将给予150万元的一次性奖励，这也将提升杭州地区并购活动的积极性。

4.3.3 台州市并购：产业结构优化，海外并购加快

尽管2019年台州市并购数量持续走低，但其并购金额却迎来新的高峰。2019年，台州市新发起并购数量28起，较上年减少11起，并购交易金额447亿元，与2018年相比大幅增长了305.7%，跃升至全省第二名。新发起并购金额的大幅增加得益于大型并购的出现，如新界泵业和东音股份这两起并购的交易金额便占到了并购总金额的84.3%。从已完成并购来看，2019年，台州市已完成并购交易23起，较上年减少8起，交易金额79亿元，同比增长62.3%，为近五年来的新高。

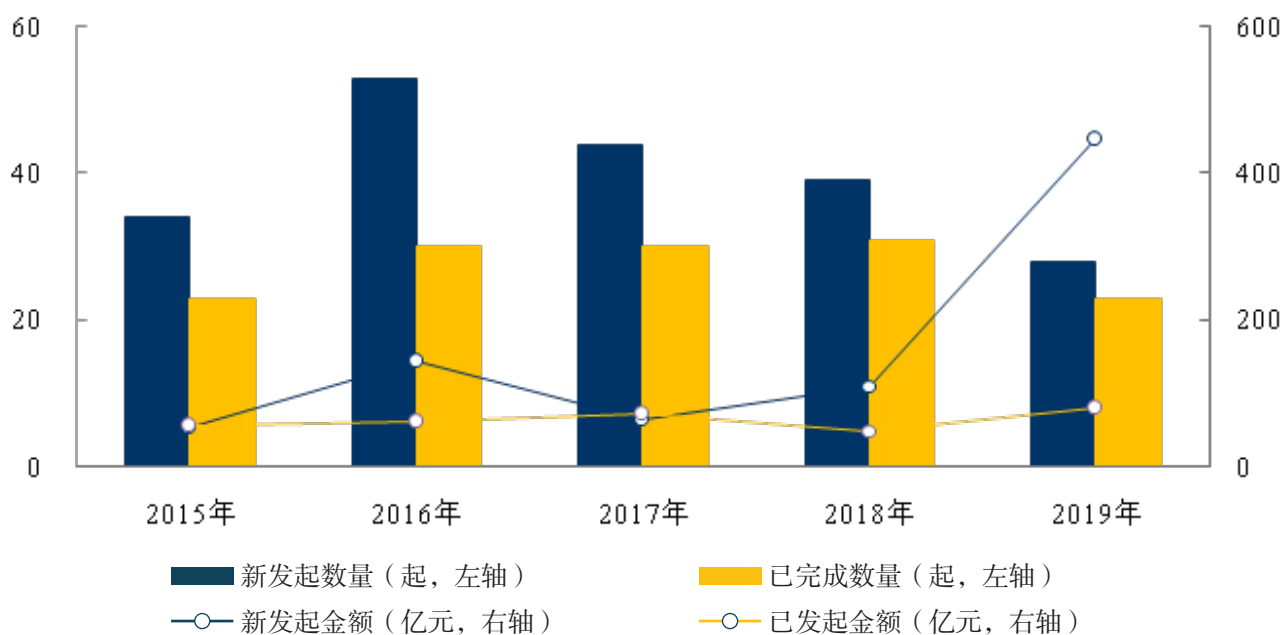


图4-9 2015-2019年台州市新发起和已完成并购情况（并购方视角）

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

（1）经济发展稳中承压，打造小微“台州模式”

2019年前三季度，台州市经济发展受到多重压力，包括中美贸易摩擦带来的外贸出口压力，以及产业政策调整带来的行业洗牌加速等，地区生产总值（GDP）同比增长4.1%，总体呈现“高开低走”态势；全市实现规上工业增加值826.9亿元，同比增长0.5%。民营和小微企业是台州经济的“绝对主力”，在全市60万家市场主体中占比超过99%，在经济发展承压的情况下，如何更好地服务和帮助小微企业尤为重要。2019年，台州获批了2019年度财政支持深化民营和小微企业金融服务综合改革试点，在钱塘江论坛发布会上发布了小微企业金融服务“台州模式”，完成了三季度小微金融指数的发布，在改革实践中形成了一套特色鲜明、行之有效的小微金融服务机制和体系，为全国提供了一个可以借鉴的“台州模式”。

（2）产业结构持续优化，并购重组不断助力

2019年，台州市新发起的并购事件主要发生在通用设备制造业、医药制造业和科技推广和应用服务业，分别占总交易金额的84.6%、8.3%和4.3%，这得益于台州市产业结构的持续优化以及新旧动能的接续转换。前三季度，台州市规上高技术制造业、高新技术产业、战略性新兴产业增加值分别增长3.5%、1.7%、9.4%，均高于全部规上工业增速（0.5%）；八大产业中，规上节能环保制造业和规上健康产品制造业增加值增长较快，分别增长11.3%、8.0%。2019年1~11月，主导产业中，医药制造业实现增加值104.92亿元，增长9.0%。在台州市经济结构不断优化、第三产业不断发展壮大的趋势下，台州市政府出台了《关于2019年市级企业兼并重组专项资金申报指南的通知》，鼓励和支持台州上市公司、龙头企业、优质企业开展跨地区、跨行业兼并重组，拓展延伸产业链，拓宽业务领域，促进产业转型升级，完成收购兼并重组标的企业且收购规模达2000万元以上的重大企业兼并重组项目，受益财政按实际发生收购规模2%的额度给予奖励，奖励金额不超过300万元。

（3）海外并购步伐加快，助推制造行业升级

长久以来，台州制造业外向型特征明显，经济外向度长期保持在50%以上，与全球215个国家和地区有着经贸往来，境外投资已经成为台州企业新的发展思路。根据台州市商务局数据，截至2019年9月底，台州企业境外并购实际共45起，其中注销2起，剩余43家，实际中方投资额26.93亿美元。境外并购标的主要分布在欧美发达经济体中，并购行业则聚焦医药医化、汽车及零部件、缝制设备等台州“七大千亿”产业。与此同时，台州市商务局积极支持台企的境外投资，于2019年1月举办了台州企业境外投资高峰论坛，强化并购产业政策引导，鼓励细分行业龙头企业围绕扩大全球市场份额开展兼并重组，向行业全球领先的目标发展；鼓励汽车及零部件、通用航空、模具与塑料、医药医化、智能马桶、缝制设备、泵与电机等台州“七大千亿”产业企业围绕国际产能与装备制造合作开展兼并重组，促进台州制造转型升级。

4.3.4 温州市并购：营商环境优化，大型并购显现

2015~2019年，温州市并购市场起伏明显（见图4-10）。从新发起并购来看，温州市并购交易金额在2015年、2017年达到高点后回落，并于2019年有所回升。2019年，温州新发起并购数量12起，较上年减少8起，新发起并购交易金额从2018年的4亿元增加至132亿元，但距2017年的峰值160亿元还有一定差距。从已完成并购来看，也存在一定的高低谷，2019年已完成并购事件13起，较上年增加1起，但交易金额同比下降8.2%至132亿元。

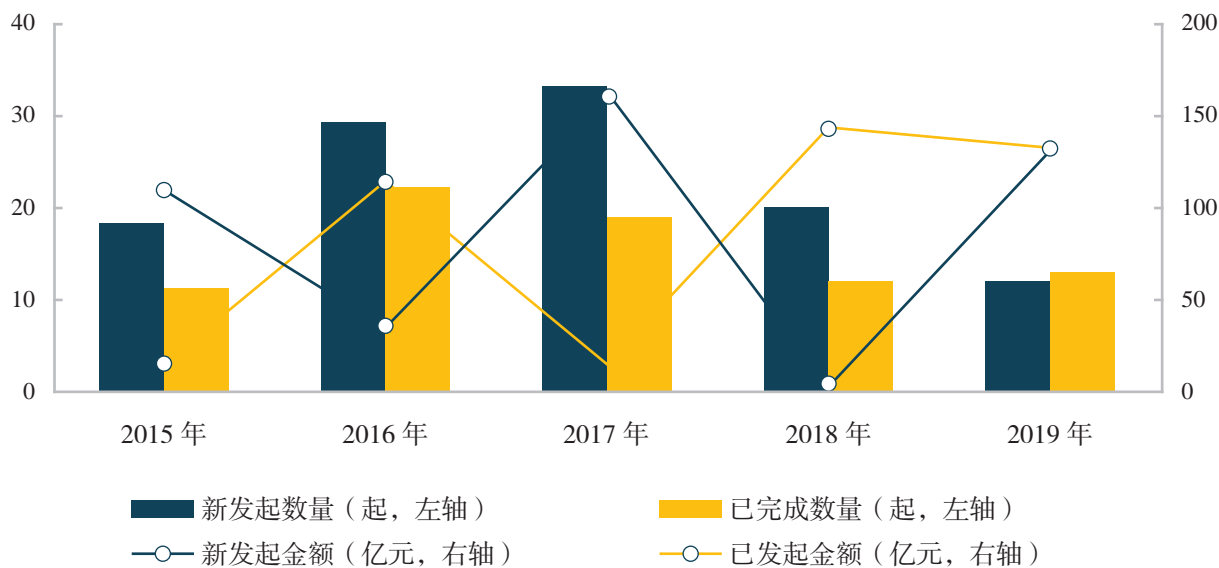


图4-10 2015-2019年温州市新发起和已完成并购情况（并购方视角）
资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

（1）第三产业较快增长，推动制造业高质量发展

2019年，温州市实现生产总值6606.1亿元，同比增长8.2%，增速分别高于全国和全省2.1和1.4个百分点，居浙江省第3位，经济发展水平不断提高。三大产业中，第三产业增加值3641.9亿元，同比增长10.1%，高于第二产业6.1%和第一产业2.1%的增长率。2019年，温州市出台《传统制造业重塑计划》，打出八大行动组合拳，重构传统制造业新活力，提出“力争到2021年，五大传统制造业实现总产值5000亿元以上，规上工业增加值年均增长8%左右，智能电气产业打造成为世界级产业集群”的目标。2019年温州市引进亿元以上数字经济项目57个，实施智能化技改项目519个，新增省级数字化车间13个、上云企业10808家；数字经济发展指数已跃升至全省第三位，较上一年前进一位；数字经济核心产业制造业增加值同比增长9.1%，高于全市规上工业增加值1.5个百分点。

（2）营商环境加速优化，民营经济改革创新

2019年，温州市经信局制定《温州市优化营商环境办法》，出台《关于全面推行涉企柔性执法打造一流营商环境的指导意见》和《重大涉企案件风险报告制度（试行）》，建立民营经济咨询团，上线“帮企云”企业问题在线化解平台。一系列优化营商环境的措施增强了企业投

资信心，2019年温州市固定资产投资同比增长10.3%，项目投资增长16.7%，工业增长11.0%，民间项目投资增长19.5%，投资保持平稳增长。温州民营经济较为发达，全市规上工业中民营企业实现增加值939.2亿元，占全部规上工业的84.7%，同比增长7.7%，增速高于规上工业0.1个百分点。2019年，温州在民营经济的改革创新方面有着不俗的成果，成功获批建立全省唯一“互联网+民营经济”统计研究基地，助力温州打造民营经济新高地，且温州市局在全国率先探索出台民营经济健康发展评价指标体系，并取得阶段性成果。

（3）扎实推动上市工作，大型并购逐渐显现

2019年，温州市做实上市工作基础，全年新增上市报会企业14家，其中新增上市公司5家；中介机构签约企业累计达到159家，2019年新增38家；浙江证监局上市辅导备案企业累计达到17家，2019年新增14家；报会待审企业累计达到11家。此外，温州市深入梳理上市后备企业“五张清单”，遴选确定两批共64家企业，作为近两年上市重点目标对象。在一系列工作推动下，温州并购市场头部效应明显，单笔并购金额均值达10.97亿元，仅次于台州市的15.97亿元，其中，华峰氨纶收购华峰新材的并购金额便占温州市2019年新发起并购金额的91.2%。

第五章

中国并购市场展望与建议

CHAPTER V PROSPECTS AND SUGGESTIONS FOR CHINA'S M&A MARKET

2019年，国际并购市场态势低迷，中国并购市场涨跌互现。2020年，我国将持续优化营商环境、扩大改革开放、放宽市场准入、扩大对外投资，这些方针的作用效果将在并购市场上进一步显露。

5.1 并购展望

自2019年开局以来，国家政策监管的逐渐明朗使得我国并购市场持续保持活力，在原有龙头企业持续兼并重组的同时，新兴产业异军突起，产业动能轮换加速。与此同时，新型冠状病毒（COVID-19）爆发、全球并购市场收缩也使得2020年的中国并购市场充满挑战。

（1）新兴产业异军突起，产业动能轮换加速

随着科技力量迅猛发展，2020年人工智能、大数据、智能制造等前沿科技产业将面临洗牌加剧的局面，其产业内促成资源整合的并购交易数量有望增加。例如，AI主要在人脸识别上全面开花，智能化时代，设计集成度更高，芯片设计投入更大，融合设计将会成为发展方向；而5G等新兴领域陆续实现商用量产，成为产业发展的主要推动力，也促进了手机及周边应用芯片研发的火爆发展。这些变化在创造出高成长性市场需求的同时，也助力了相关领域并购逐步回暖。

此外，以互联网、传媒、医疗、消费等为代表的新兴产业蓬勃发展，也在一定程度上加快了传统制造业开展并购的脚步。例如，大量财务投资者开始着眼于越来越注重研发创新的新兴医疗行业。拥有强大的研发

创新能力是医疗行业向好发展的重要决定因素，但目前国内传统制药企业分布呈现小、散、乱的特征，不利于“集中精力办大事”推进新型医疗的研发创新。为保证足够的创新能力，新型医疗行业的并购整合、融合发展将成为大势所趋。

（2）新冠疫情冲击市场，资本寻觅“抄底”并购

2020年伊始，突如其来的新冠疫情在全球范围内不断扩散，全球各国以疫为敌，迅速投入到全民抗疫的战斗之中，形成了真正的“人类命运共同体”。在威胁全人类生命安全的同时，疫情对世界经济也造成了较大冲击，其对并购市场的冲击作用也在逐步显现。

受疫情影响，中国并购市场在年初遇冷，整体规模较去年同期缩小七成。对比2020年1月和2月的并购市场数据可以发现，中国境内并购交易金额较去年同期下降超73%，市场规模收缩明显，为抗疫停产停工导致当面沟通和入场尽调等环节难以执行，拖累并购交易推进节奏。年初至今，国内并购交易主要集中在制造、金融、医药行业，消费升级、传媒互联网等新经济行业的交易也比较活跃。

表5-1 2020年1月-2月中国境内并购交易数量与金额及其变动情况

	交易数量（起）	交易金额（亿元）	交易金额同比变动
2020年1月	160	1089	-73.2%
2020年2月	70	329	-73.4%

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、CV Source

疫情所带来的金融市场恐慌直接导致了全球股市风暴式波动，美股多次熔断、各地央行开闸放水利率下降、全球产业链和供应链受挫，多家上市公司在进行并购时，开始强化与疫情有关的信息披露监管，新冠肺炎疫情对资产重组的冲击开始逐步显现。

对于企业而言，疫情影响主要体现在影响并购交易推进速度和增加企业并购意愿上。一方面，部分企业经营状况恶化，其中涉足餐饮、旅游业、零售商超、交通运输等线下商业形态的企业成为重灾区，导致一些正在进行的并购活动进度放缓甚至搁浅；另一方面，由于疫情所迫企业现金流吃紧，不确定性上升，企业业绩承压后出售意愿增强，中短期内或将有大量优质资产进入市场，增加并购市场的活跃度，这些受影响较大的线下商业企业有相当一部分是异常优质的资产，值得现金储备充沛的资金方重点关注。再者，随着新冠肺炎疫情全球肆虐，部分市场人士预测海外资产或将更加“便宜”，是优质企业寻求海外并购的良好机会。

对于资金方而言，政策松绑和优质标的增加或将疫情危机转为其进入并购市场的机会。一方面，再融资政策松绑利好资金方，上市公司迎来并购整合产业链的良机；另一方面，并购基金或将作为重要的参与主体迎来难得的市场机遇。

（3）跨境并购触底反弹，“一带一路”持续升温

2019年中国全球对外并购总额为570亿美元（同比下降29%），为六年来最低水平，其中在欧洲和北美地区的投资降幅最大。2019年中国对欧投资下滑40%，对北美投资下降27%，与2017年1070亿美元的峰值相比下降83%¹。在中美贸易摩擦及中国经济增长放缓的背景下，中国对外投资持续受到美国和欧洲对外国投资监管审查加强、欧盟内新投资审查框架调整、英国脱欧等一系列因素影响，并购市场在2020年可能会持续降温。此外，疫情导致全球经济不确定性持续增加，2020年全球并购交易或仍将处于停滞状态。

失之东隅收之桑榆，中国企业正在将

¹ 数据来源：贝克·麦坚时国际律师事务所与荣鼎咨询合作发布年度调查。

² 数据来源：CV source。

目光从欧洲转向亚洲及“一带一路”沿线国家。随着“一带一路”倡议的持续推进，“一带一路”沿线国家/地区将逐渐成为中国企业对外直接投资、跨国并购的重点区域。2018年，我国企业对“一带一路”沿线非金融类直接投资达156.4亿美元，同比增长8.9%，占同期总额的13%；与“一带一路”沿线国家的跨国并购交易数量为160起，相比2017年上涨18.5%，相比2016年上涨了627.3%，并购交易总金额亦是从小2016年的19亿美元上升到2018年的140亿美元。²随着“一带一路”相关合作的稳步推进，可以预见2020年我国企业对该地区的并购投资将持续加速，且不同于在发达国家的并购主要以高新技术、知名品牌、成熟销售网络为目标，中资企业在“一带一路”国家和地区多是通过收购现有特定领域（如消费、能源电力、金融、基础设施建设等）的存量资产，发挥资金、技术和管理优势，进一步拓展市场空间。

（4）从严监管趋势未改，业绩承诺或为重点

并购市场监管从严为大势所趋，并购市场正走向重

“量”更重“质”的规范化发展之路。2019年，证监会着重提高并购重组制度的适应性和包容性，激发市场参与主体活力，丰富并购重组交易工具和融资选择。2018年修改发布的《上市公司重大资产重组管理办法》，突出重组上市作为市场工具的中心地位，简化重组上市认定标准，取消“净利润”认定指标；允许符合国家战略的高新技术产业和战略新兴产业资产在创业板重组上市；恢复重组上市配套融资。可以认为，以上政策优化将更好发挥资本市场吐故纳新、提高质量的功能。

在促进市场活跃度提升的同时，监管层或将继续大力支持新兴产业并购重组。2019年在原有支持产业的基础上，证监会进一步新增并购重组审核分道制“豁免/快速”通道产业适用类型，部分战略新兴产业并购交易，特别是其中的“同行业、上下游”产业并购形成了良好的示范效应。在2020年，利用资本市场推动战略新兴产业发展的策略或将持续，新兴产业有望得到政策加码的持续支持。

5.2 并购建议

在上述背景下，本报告将针对政府相关部门与参与并购的企业分别提出对应建议，以期提供有益参考。

5.1.1 政府：推动市场发展，加强合规监管

（1）疫情之下强化金融支持，保障实体经济平稳过渡

在疫情对中国经济的负面影响下，实体经济受到了较大影响，对其提供充分金融支持非常必要。在2020年初，中国政府已从新冠疫情带来的经济现状入手，逐步落实并强化金融支持。2020年2月1日，中国人民银行、财政部、银保监会、证监会、外汇局联合发文，要求进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情，重点包括保持流动性合理充裕、合理调度金融资源，保障金融基础设施安全，维护金融市场平稳有序运行等，并建立绿色通道，切

实提高外汇及跨境人民币业务办理效率。

并购重组不仅是资本市场优化存量资源配置的重要方式，也是保障实体经济平稳过渡、经济结构调整和促进产业升级的重要平台。因此，持续推进这些举措将在一定程度上维持并购市场的稳定，为并购市场的复苏争取时间，为达成资本市场帮助实体经济平稳过关的目标提供有力保障。此外，应当进一步提升审核效率、提高并购市场的市场化程度，从而显著降低企业并购重组成本，减少上市公司并购重组不确定性，促进并购活跃度提升。

（2）鼓励拓宽并购新思路，加大力度促进产业整合

随着中国并购市场发展逐步走向深水区，政府需要鼓励国内企业拓宽并购标的和方式的选择范围，持续推动并购市场，促进产业整合。从拓宽并购思路的角度看，应鼓励企业从横向和纵向两个方面寻找并购标的，而非仅考虑



同业范围并购；从提升并购效率的角度看，应鼓励企业在“先代管后兼并”的同时，平行创新试验“兼并代管”二合一，甚至在面对人员配置、资源配置不合理的并购标的时尝试实行“先破产后兼并”的做法，加快兼并速度和力度，促进产业重组整合。

（3）完善投资者保护制度，进一步完善监管职能

2019年，我国已初步落实投资者保护制度，其中，常态化检查机制、信息披露质量、投资者风险自主选择权、投资者公平交易权、投资者持股行权、投资者回报意识、投资者自我维权、投资者行使监督权等方面得到有效完善。

2020年3月1日，新《证券法》正式实施。在此基础上，政府应帮助民众正确厘清证券法实现投资者保护的机理思路，推动企业完善其文本设计上针对投资者保护的相关规定，唤起整个市场对投资者保护的关注，增加投资者的法律意识，威慑损害投资者的行为，完善投资者的权益保护机制。同时，应当借鉴其他国家投资者保护制度，收放有度，建立起适合我国现状的特有投资者保护制度，确立专门的投资者保护机构，提高投资者维权意识的同时，将市场力量集中化、组织化，让市场监管部门深入全面地加强对中小投资者的保护。

5.1.2 企业：结合公司战略，谨慎参与并购

（1）抓住历史契机，选择较优并购

新冠疫情之下，大量实体经济企业提前进入衰退期，导致优势和劣势行业的两极分化，此时正是“抄底”并购的好时机。优势企业在关注本企业并购同时，应当用战略眼光审视同类型产业链上企业寻找合适并购机遇，力求通过并购获得规模和效益的提升。因此，企业需着眼于未来发展，确定并购的长远战略目标，并详细考虑并购项目是否符合公司的整体战略，综合自身资金、人才和抗风险能力，审慎选择跨行业和非主业投资，并通过建立科学的投资并购体系或者聘请外部专家，科学理性地分析国内并购或跨境并购标的的具体情况。而劣势企业应该审时度势，

在分析当前形势的基础上，选择能给自身带来长远化发展的优势企业，配合并购，引导资源的合理配置，有效减少人才、土地等的浪费。

（2）拥抱多维度并购，关注“新基建”热点

企业需不断寻找并购机会，而“新基建”或将成为经济增长放缓时的新增长点。新基建全称为新型基础设施建设，指以5G、人工智能、工业互联网、物联网为代表的新型基础设施，本质上是信息数字化的基础设施。中共中央政治局常务委员会3月4日召开会议，会议强调加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。要选好投资项目，加强用地、用能、资金等政策配套，加快推进国家规划已明确的重大工程和基础设施建设。

由于经济下行压力叠加疫情短期冲击，需要新老基建投资齐发力稳增长。同时，新基建投资不仅关乎短期经济增长，更是未来创新驱动型发展的基础。这就要求企业进行多维度投资，扩展新的投资领域、新的投资区域、新的投资主体与融资模式、新的配套政策与制度保障。基础设施建设最终服务于人口和产业，企业在进行新基建投资时应紧密结合未来人口流动和产业发展趋势，关注将会成为未来发展重点的城市群和都市圈，聚焦与人类生活息息相关的高新技术领域、公共卫生领域以及新型城镇化领域，打好有准备的战役。

（3）放眼海外市场，走好“一带一路”

当前，由于发达国家对法律政策的完善程度较高，中国企业达到其标准存在一定的难度，而发展中国家尤其是“一带一路”沿线国家对中国企业信任度较高，在“一带一路”国家中进行并购可以有效带动企业的发展和沿线国家企业的创新升级。此外，“一带一路”沿线国家人口红利较高，部分国家政府宣布了一系列有利于中国企业并购的法律文案，极大程度上保护了中国投资者的权益。当然，在进行跨境并购时，企业仍应认真研究相关法律法规及政策，加强对其政策的风险量化评估，关注其经济金融状况、债务违约水平、政治稳定性以及法律环境的变化，以保证较高的成功率。



第六章 专题：医疗健康产业并购分析

CHAPTER VI SPECIAL TOPICS: ANALYSIS OF M&A IN HEALTH CARE INDUSTRY

当前，全球人口正加速步入老龄化阶段，世界上几乎每个国家的老龄人口数量和比例均在增加。联合国发布的《World Population Aging 2019》报告显示，2019年全球人口为77.5亿，老年人口7亿（65岁以上），到2050年，预计全球人口将达97亿，而老龄人口将翻番达15.5亿。在此背景下，医疗健康产业的发展备受人们关注，其并购趋势也值得研究与探讨。

6.1 全球医疗健康产业并购现状

2019年，全球医药行业交易并购达650多起，规模最大的10起并购金额合计达1809亿美元¹。德勤发布《2020全球医疗行业展望》指出，在生命科学领域，中国2019年前三季度并购数量（并购411起，被并购382起）仅次于美国（并购480起，被并购537起），排名全球第二（见图6-1）。

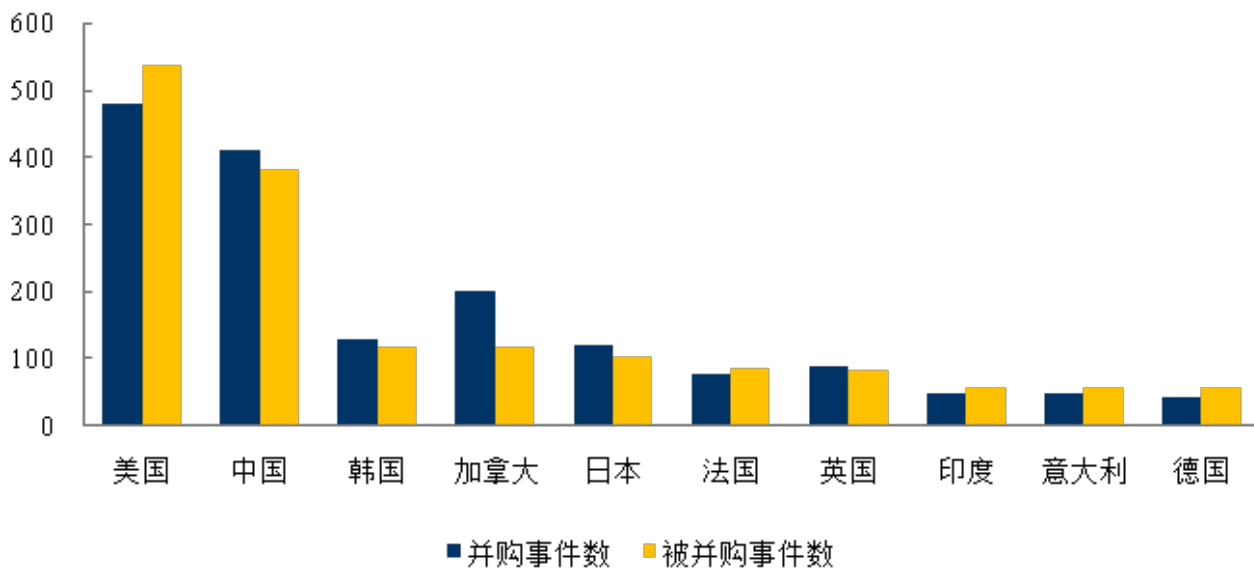


图6-1 2019年全球生命科学并购数量TOP10国家
资料来源：德勤《2020全球医疗行业展望》

¹ 数据来源：医药魔方 InvestGo。

受高技术门槛和长研发周期的影响，医疗健康产业往往具有极高的门槛，而并购则为企业提供了一个迅速改善短期盈利能力、保持市场领先地位的上佳选择，因此，医疗健康产业的头部企业始终对并购这一活动青睐有加。2019年，全球生命科学领域最大一起并购案是美国制药巨头百时美施贵宝（Bristol-Myers Squibb Company）收购新基制药（Celgene），而新基制药本身也是医药界的收购“达人”：其在过去10年中，签下了91笔并购交易，2018年更是以90亿美元收购了CAR-T“三巨头”之一Juno Therapeutics公司；自2002年以来，新基已经进行了超过240亿美元的收购，购买了11家生物技术公司。

尽管医疗健康产业随着人口老龄化的趋势正在逐渐受到重视，但2019年末新型冠状病毒（COVID-19）这只黑天鹅的突然来袭，仍反映出该产业发展不足的事实。与此同时，在肺炎疫情的影响下，医疗健康产业的并购活动在短期内将受到市场动荡和经济衰退的影响。不过，从长期来看，随着云计算、5G、人工智能、自然语言处理以及3D打印等通用技术的日益成熟，以及下一代基因测序技术、免疫疗法、生物传感器和跟踪、医疗互联网等专业技术的不断革新，医疗健康产业格局将发生巨大变化，未来3~5年内或将迎来投资并购黄金时期。

6.2 中国医疗健康产业并购现状

近十年来，中国医疗健康产业也在持续发展中。以医药制造业相关并购为例，2019年，新发起并购206起，总金额达401亿元；已完成并购175起，总金额高达1310亿元。并购完成情况与2018年（完成数量206起，交易金额

351亿）相比，数量减少15%，但金额增长173%，金额的大幅增长主要受到万华化学收购万华化工、云南白药收购白药控股等几起大型并购的影响，大多数并购交易金额仍在亿元以下。

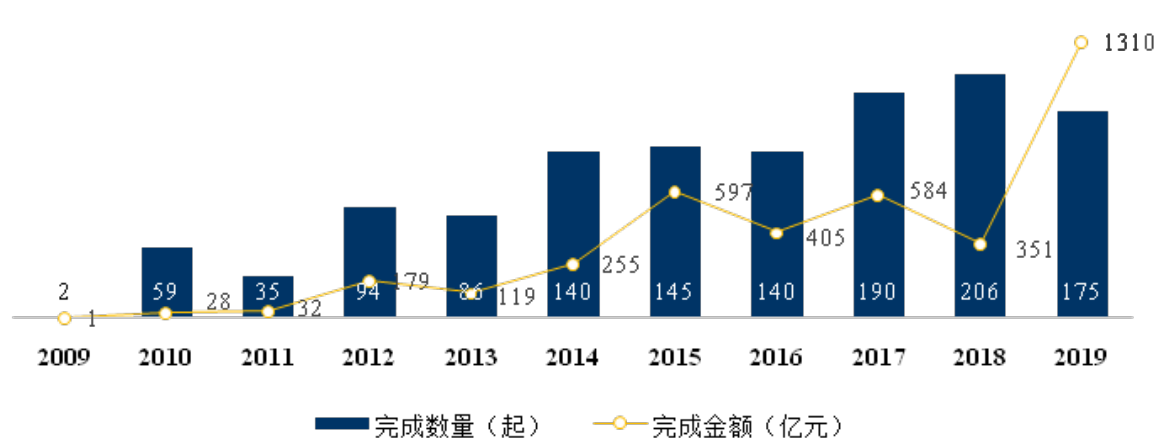


图6-2 2009~2019年中国医药生物上市公司相关并购情况

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺



6.2.1 政策环境

近年来，我国医疗健康产业政策逐渐细化，对行业集中度提升起到了强有力的促进作用。过往医药行业粗放式的发展已面临较大压力，药品注册审评制度、仿制药一致性评价、“两票制”、带量采购等政策的推行，迫使上市公司借助并购完成品种拓展和自身产业链延伸。2019年6月20日，国家卫健委公布了《第一批鼓励仿制药品目录建议清单》，共计34种药品。随着仿制药一致性评价的落实以及药品带量采购的进一步推进，行业优胜劣汰的竞争格局将更加明显，龙头企业市场份额将持续提高。

首先，仿制药一致性评价要求，对已经批准上市的仿制药，按与原研药品质量和疗效一致的原则，分期分批进行质量一致性评价，即仿制药需在质量与药效上达到与原研药一致的水平。一般而言，仿制药一致性评价需要投入大量人力和资金，单次费用便高达400~500万元，从申报到最终审批也需等待22个月，对大多数小企业而言，昂贵的资金与时间成本将成为其难以跨越的门槛。

其次，两票制的推行将有效减少药品从药厂到医院的流通环节，在提高效率的同时保证了用药安全，但对药品流通企业的资金使用将带来很大影响。在此之前，药品流通企业可以通过多次开票的方式减少资金占用，延后付款时间，降低企业的资金运转压力。实施两票制后，医药流通企业必须在药品购买时垫付大量资金，承担资金垫付的风险，且分销营利将大幅削减，这将推动医药商业龙头们“大鱼吃小鱼”的兼并高潮。

最后，带量采购的推出将促使药店逐步加大对具有政策优势药品的采购，通过药品种类的新布局 and 利润平衡等多种方式深度参与到政策红利中。

6.2.2 行业特点

2019年，在中国上市公司医疗健康领域的相关并购中，并购方主要集中在医药制造业（45.8%）和商务服务业（13.2%），而标的方主要分布于医药制造业（48.3%）和卫生事业（17.82%）（见表6-1）。

表6-1 中国医疗健康领域相关并购行业分布（起）

被并购方	医药制造业	卫生	批发业	研究和试验发展	商务服务业	科技推广和应用服务业	专业技术服务业	化学原料和化学制品制造业	农业	专用设备制造业	房地产业	广播电视、电影和音像制作业	黑色金属冶炼和压延加工业	货币金融服务	建筑安装业	零售业	农副食品加工业	其他采矿业	软件和信息技术服务业	食品制造业	通用设备制造业	土木工程建筑业	医药生物—化学制药	合计
医药制造业	28	1	11	8	5	5	4	3	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	80
商务服务业	15	8																						23
卫生	7	7	1	1	3	1	1												1					14
科技推广和应用服务业	7	2																						9
化学原料和化学制品制造业	6	1																					1	8
批发业	6	2																						8
资本市场服务	2	3																						5
零售业	1	3																						4
其他金融业	4																							4
房地产业	2																							2
计算机、通信和其他电子设备制造业	2																							2
软件和信息技术服务业	1	1																						2
研究和试验发展		2																						2

续表

被并购方	医药制造业	卫生	批发业	研究和试验发展	商务服务业	科技推广和应用服务业	专业技术服务业	化学原料和化学制品制造业	农业	专用设备制造业	房地产业	广播、电视、电影和录音制作业	黑色金属冶炼和压延加工业	货币金融服务	建筑安装业	零售业	农副食品加工业	其他采矿业	软件和信息技术服务业	食品制造业	通用设备制造业	土木工程建筑业	医药生物—化学制药	合计	
并购方	1																							1	
电气机械和器材制造业																									1
纺织业																									1
公共设施管理业				1																					1
化工—化学制品				1																					1
农副食品加工业				1																					1
农林牧渔—农业服务				1																					1
通用设备制造业				1																					1
医药生物—医疗器械服务				1																					1
有色金属—有色冶炼加工				1																					1
专业技术服务业				1																					1
专用设备制造业				1																					1
合计	84	31	12	9	8	5	5	3	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	174

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF并购研究室、摩西信息科技有限公司、同花顺

从行业跨度来看，医药制造业横向并购数量最多，占医疗健康产业所有并购数量的16.1%，主要表现为生态圈内的战略性重组，如亚洲最大的私募股权投资管理集团之一太盟以约38.28亿元收购海正药业旗下海正博锐58%的股权。亦有企业通过收购填补上市公司业绩，如众生药业以4.2亿元收购逸舒制药80.5%股权。

并购数量排名第二的为商务服务业企业收购医药制造业企业，占比达8.6%，主要表现为各地方国资旗下投资平台接盘经营绩效不佳的上市公司。如曲江新区管委会旗下天授大健康以11.5亿元接收华仁药业20%股份。上市公司通过引入国资，不仅可以在当前市场流动性收缩、股市不断下跌、股票质押爆仓风险加大的背景下缓解流动性压力，还可以帮助企业补充资金。对国有资本而言，积极入驻此类价格低廉且安全边际较高的上市公司，也有利于推动国有企业改革，有望在未来形成新的发力点。

医药制造业企业并购批发业企业的并购数量占比达

6.3%，主要表现为制药企业对下游渠道及品牌的整合，如江中药业通过控股桑海制药实现在品牌、产品、终端等方面的广泛协同和资源整合；莱美药业通过收购莱美德济，获取地缘优势以及其营销网络，进而形成协同效应。通过并购整合下游渠道，传统药企能够在政策变革中保障自身的市场份额，同时推动生产效能、业务协同和品牌价值的不断提升，进一步做大做强公司品牌工业，提升公司盈利能力。

此外，医药制造业与研究及试验发展行业、商务服务业与卫生事业的混并购也较为突出。一方面，仿制药激烈的竞争迫使企业投入更多研发力量，收购具有潜力的研发企业能够加速产品市场化速度。另一方面，在2016年国务院印发《加快剥离国有企业办社会职能和解决历史遗留问题工作方案的通知》以来，在国有企业剥离医疗机构的同时，各类医疗健康投资机构纷纷布局医院终端资源，试图打通医药行业全供应链。

6.2.3 区域分布

从并购方视角来看，2019年，浙江省共完成20起医疗健康领域并购，位居全国第一，广东省与山东省分别以17、16起排名第二至三位。从被并购方视角来看，2019

年医疗健康领域的已完成并购中，标的位于浙江省的有22起，排名第一，山东省与广东省同为16起，并列第二。从披露交易金额来看，山东省则以571亿元远超其他省份。

表6-2 医疗健康产业并购TOP10省份

排名	省份	并购	被并购	省内并购	交易数量	披露金额（亿元）
1	浙江省	20	22	11	31	58
2	山东省	16	16	10	22	571
3	广东省	17	16	12	21	24
4	江苏省	11	11	4	18	14
5	上海市	14	3	1	16	19
6	北京市	12	4	1	15	34
7	四川省	10	9	7	12	22
8	河北省	4	8	3	9	6
9	湖北省	8	4	3	9	9
10	重庆市	5	6	2	9	7

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

总体来看，浙江省在医疗健康领域并购最为活跃，这源于浙江省政府的高度重视。2012年，浙江省提出“健康浙江”的发展战略；2013年出台《关于促进健康服务业发展的实施意见》，将健康产业列入八大万亿级别产业之一。2015年12月，在浙江省发展和改革委员会的指导下，浙江省健康产业联合会正式成立，并致力于整合省内外健康产业资源，打造模式创新、技术创新、服务创新、标准创新、交流创新、支撑创新的健康产业平台。2017年初，迪安诊断、通策医疗、创业软件等三家浙江上市公司共同发起设立“浙江大健康产业基金”（总规模100亿元），并入驻白沙泉金融并购小镇，成为了国内首支由浙江省医疗健康行业上市公司联合发起的、专注于大健康产业的投资并购型基金，这将有利于推动浙江省大健康产业的行业整合、加速创新企业的发展。

6.2.4 跨国并购

2019年，中国医疗健康产业上市公司相关跨国并购共11起，其中已完成7起，4起仍在进行中，相比于2018年略有增长，但相较于2017年峰值存在较大降幅。2019年并购金额共10.04亿，相较于2018年下降70%。

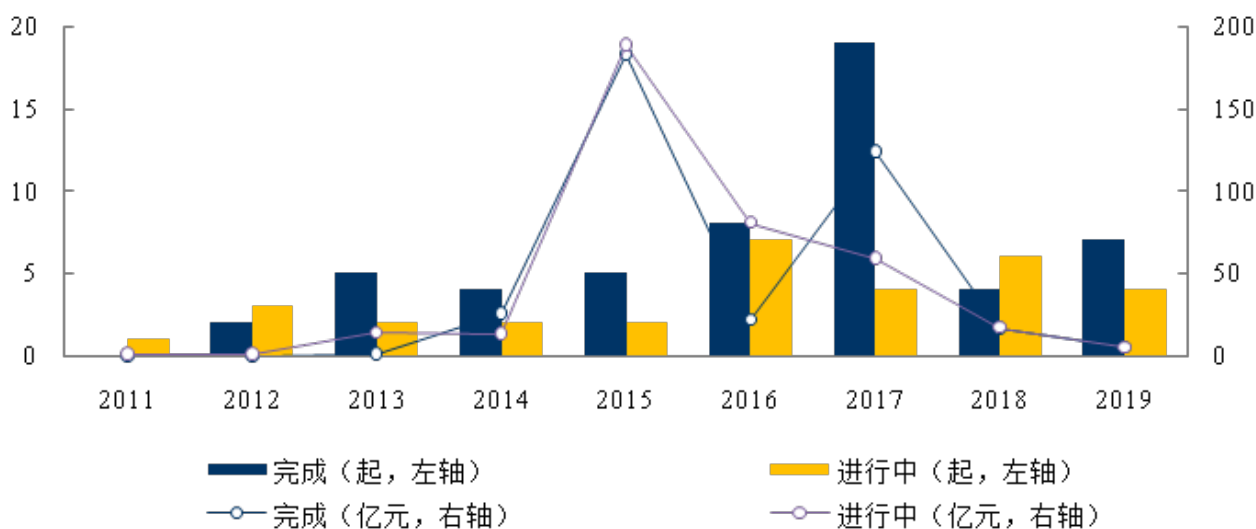


图6-3 2011~2019年中国上市公司医疗健康产业跨国并购情况（并购方视角）
资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

从标的区域分布来看，2019年美国标的占总数的63.6%，其余标的则位于韩国、瑞士、新加坡以及意大利。可以发现，近年来中国医疗健康企业多青睐美国标的，尽管在2017年后受中美贸易摩擦和逆全球化的影响并购活动有所减少，但以蓝帆医疗、爱尔眼科等为代表的医疗企业仍然在努力开拓全球市场。

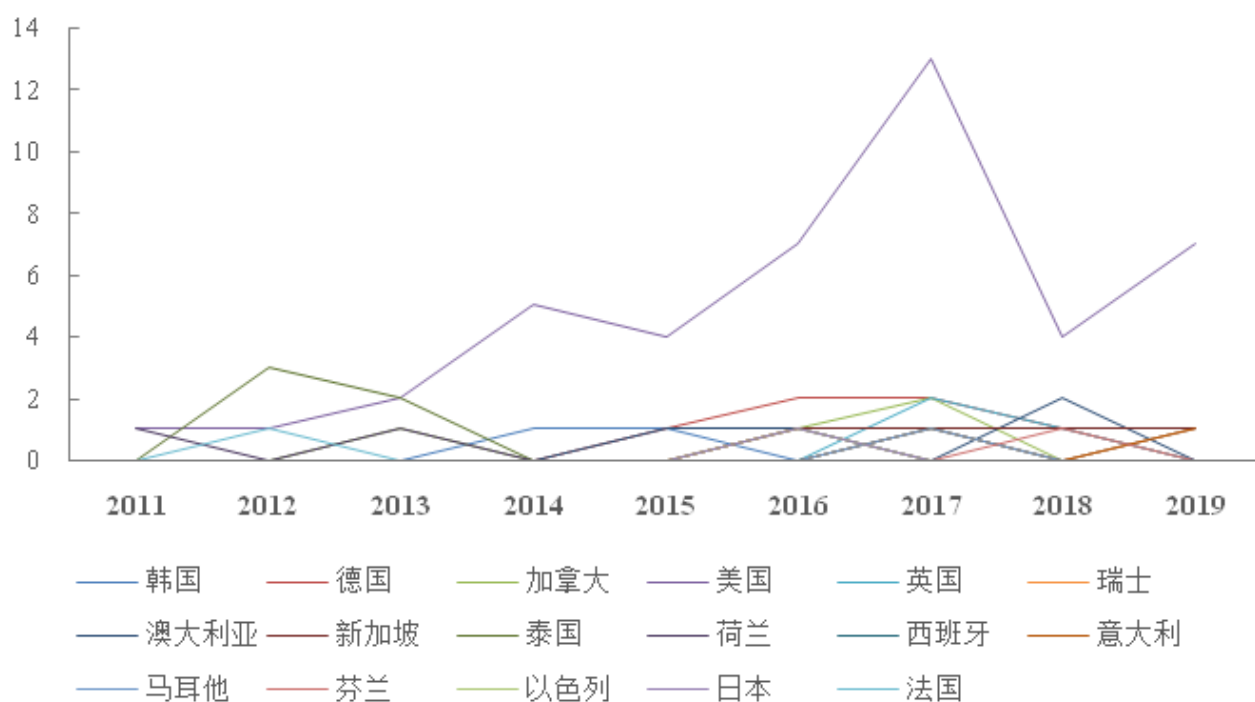


图6-4 2011~2019年中国上市公司医疗健康企业跨国并购标的分布
资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

爱尔眼科收购东南亚国际眼科中心集团35%股份

爱尔眼科的前身为2003年成立的长沙爱尔眼科医院，以中国老龄化造成的眼部疾病与青少年眼部健康问题为主要研究对象，成长迅速，于2009年实现上市。自上市以来，爱尔眼科并购标的超60个，总交易金额超过110亿元。该企业提出“公司+产业基金双轮驱动”模式，在并购前实行严格的调查和筛选，并购后进行全面的整合与融入，总体上保障了并购项目的发展与预期相符。

2019年，爱尔眼科收购东南亚国际眼科中心（ISECHealthcareLtd.）35%的股份。东南亚国际眼科中心在东南亚地区极具知名度，屈光手术水平在亚洲处于领先地位。通过与本次收购，爱尔眼科可以把先进技术引入到中国，在中国打造高端眼科医疗中心；并把爱尔的经营与工艺模式输出到东南亚。2017年，爱尔眼科已成功完成对欧洲最大连锁眼科医疗上市机构——巴伐利亚眼科的收购，本次收购完成后，该企业的服务区域将覆盖亚、美、欧三大洲，辐射人口逾30亿。

6.3 医疗健康产业并购展望

2019年底，新冠肺炎来袭，危与机同步而来。2020年2月，德勤对104名来自全球医疗企业的管理人员进行调查，结果显示，约40%的受访者认为疫情将对公司2020年发展目标的实现造成影响，诸如工厂产能无法满足业务指标、物流限制导致产品无法抵达终端、研发活动面临中断等众多挑战正困扰着医疗健康企业的发展。而除短期疫情冲击外，中期政策引导以及长期医疗技术变革也将为医疗健康产业的并购带来变化。

6.3.1 企业跨界并购，进驻医疗产业

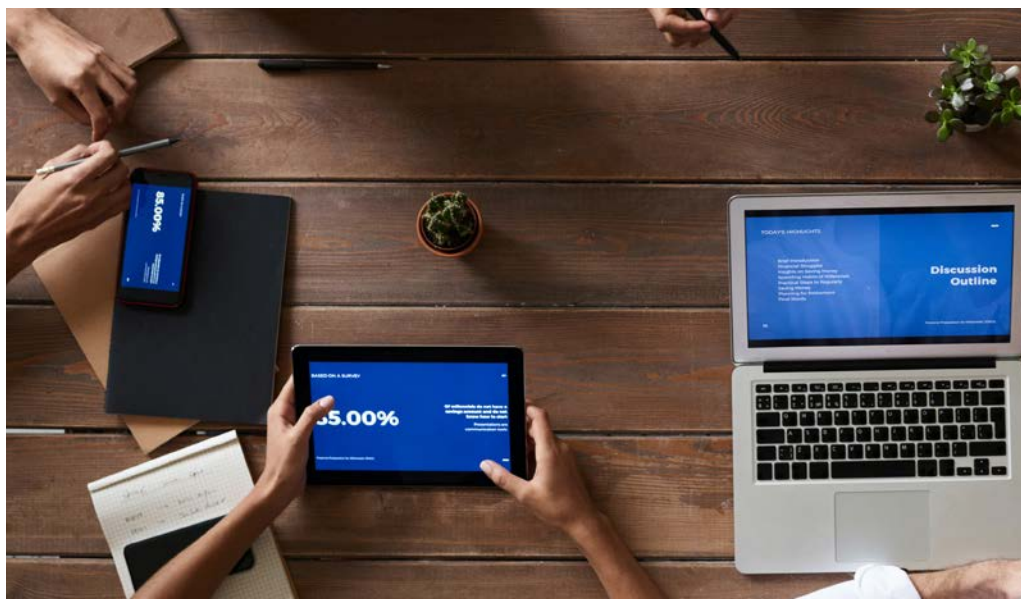
新冠疫情的发展导致医疗健康产业倍受关注，在经济下行的预期下，该产业抗周期性的特点将吸引大量其他行业资本进入。

一方面，传统制造业或将通过收购高端医疗技术企业，利用自身供应链以及渠道优势，迅速进入更具增长潜力和利润率较高的医疗健康领域。

另一方面，地产集团也将积极布局医

疗健康产业。当前地产行业正在积极转型，一是从产品竞争向服务竞争转变，二是由地产开发向社区运营转型，三是由单一地产业务向整合创新型社区平台业务延伸。在此趋势下，已有房地产企业尝试投身医疗健康产业，希望为企业带来新的业绩增长点。同时，一些地产集团也希望推动旗下各大业态形成完整资源生态系统，搭建产业链闭环，发挥协同效应。

此外，互联网企业将全面渗透医疗健康行业。在抗击新冠肺炎疫情期间，国家卫健委连续发布通知，鼓励各级医疗机构拓展线上医疗服务空间，缓解线下门诊压力。各互联网医疗平台也快速响应，在线上诊疗、信息传递、供应保障等方面发挥了积极作用，用较低的成本完成了较好的用户教育，惠及患者、医生、政府三方。有研究表明，预计到2026年，我国互联网医疗行业市场规模将接近2000亿元，医疗健康产业已经成为BAT互联网巨头争抢的投资赛道，诸多互联网医疗企业成为并购标的。





6.3.2 业内整合加速，龙头企业集中

尽管医疗健康相关企业在新冠肺炎疫情的影响下受到了部分冲击，但眼科、口腔等医疗服务可以择期消费，用户被压抑的一些就诊需求可能在疫情结束后出现爆发性反弹。再加上带量采购、一致性评价等政策的不断深化，医疗健康龙头企业将迎来兼并收购的窗口期。

一方面，相关政策将推动业内整合加速。“4+7”带量采购推动一批药品降价，对仿制药市场将产生重大影响，以肿瘤等为代表的慢性疾病的创新药物将更具市场空间。但目前仿制药仍然占据我国药品终端市场的80%以上，因而创新药企业需要快速形成稳定、低成本的供货能力，并购则是其最佳选择之一。

另一方面，国际市场低迷将促进国内企业的跨国并购。随着我国医药市场竞争日趋激烈，且全球疫情导致企业估值下降，开展跨境医药并购正迎来良机。通过加速海外投资布局，国内医药企业可以在全球范围内寻找优势标的，通过并购提升自身实力，弥补技术差距，扩张全球市

场，实现企业转型升级。

6.3.3 投资热情高涨，助推并购高潮

近年来，国家以及各省市纷纷支持生物医药行业的发展。2018年，山东省设立总规模100亿元的医疗健康产业母基金扶持相关项目发展；福建省要求省新兴产业创投引导基金互联网经济子基金优先支持“互联网+医疗健康”项目；2020年1月，广州市通过了《广州市加快生物医药产业发展若干规定》，扶持生物医药企业，最高支持金额达1.5亿元。

此外，高瓴资本、晨兴资本、弘晖资本、IDG等一大批顶级投资机构也陆续加大了对医疗健康领域的投资，如高瓴资本深度布局医疗健康领域，不仅参与构建围绕患者的院前、院中、院后健康服务体系，而且还参投药物研发企业、医院、药店、医疗人工智能等领域。并购往往是此类投资机构的退出方式之一，可以预见，未来3~5年医疗健康领域或将迎来企业并购潮，相应产业格局也将发生深刻变化。

第七章

专题：典型并购案例分析

CHAPTER VII
SPECIAL TOPICS: ANALYSIS OF TYPICAL M&A CASES



7.1 国企混改：珠海明骏收购格力电器

7.1.1 交易简介

(1) 交易卖方

本次交易卖方为珠海格力集团有限公司（以下简称：格力集团），系珠海市人民政府国有资产监督管理委员会独资控股子公司。格力集团于1985年3月创立，现已成长为珠海市规模最大、实力最强的国有龙头企业，主体资信评级达AAA级。其奠定的“一个核心，四大支柱”战略性新兴产业布局，涵盖了制造业、金融投资、建设投资、建筑安装、现代服务等多个领域。该集团旗下核心制造企业——格力电器，已成为享誉全国的著名品牌，家用空调产销量连续14年领跑全球，产品远销160多个国家和地区，在2006年荣获“世界名牌”称号，纳税金额连续16年位居中国家电行业榜首。

(2) 交易买方

本次交易买方为珠海明骏投资合伙企业（有限合伙）（以下简称：珠海明骏），公司成立于2017年5月，经营范围为股权投资，合伙人出资情况如下表所示。

表7-1 珠海明骏合伙人出资情况

序号	有限合伙人	出资比例（%）
1	珠海博韬至恒企业管理咨询中心（以下简称：珠海博韬）	77.07
2	深圳高领瀚盈投资咨询中心（以下简称：高领瀚盈）	12.83
3	珠海格臻投资管理合伙企业（以下简称：格臻投资）	6.37
4	珠海熠辉投资管理合伙企业（以下简称：珠海熠辉）	3.65
5	珠海贤盈股权投资合伙企业（以下简称：珠海贤盈）	0.06

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技

其中，作为珠海明骏有限合伙人之一的格臻投资，为珠海格力电器股份有限公司的董事长、董事、总裁、执行总裁、副总裁等18名高管的持股平台。其余机构背后则均有知名财团——高瓴资本的身影，因此，珠海明骏的实际控制人为高瓴资本。

高瓴资本是一家专注于长期结构性价值投资的投资公司，现为亚洲地区资产管理规模最大的投资基金之一，帮助30多家公司成功上市。高瓴资本受托管理的资金主要来自于全球性机构投资者，包括大学捐赠基金、养老基金、主权财富基金及家族基金等。高瓴资本目前已在消费与零售、科技创新、生命健康，金融科技、企业服务及先进制造等领域内投资了如百度、腾讯、京东、携程、去哪儿、Airbnb、Uber等一大批国内外企业。

（3）交易标的

本次交易标的为珠海格力电器股份有限公司（以下简称：

格力电器）15%的股份。格力电器成立于1991年，1996年11月在深交所挂牌上市。公司成立初期，主要业务为组装生产家用空调，现已发展成为多元化、科技型的全球工业集团，产业覆盖空调、生活电器、高端装备、通信设备等领域，产品远销160多个国家和地区。本次交易前公司第一大股东为格力集团，拥有公司18.22%的股权，即公司为格力集团下属控股子公司，为国有控股股份制企业。

截至交易前，格力电器拥有包含1.4万名研发人员和3万多名技术人员在内的9万多名员工，在珠海、长沙、杭州、南京、巴西、巴基斯坦等14个地区设有生产基地，同时建有长沙、郑州、石家庄、芜湖、天津等5个再生资源基地，覆盖了从上游生产到下游回收的家电全产业链。2018年，公司营业总收入2000.24亿元，净利润262.03亿元，纳税160.23亿元。

背后的高瓴资本作为战略投资者入主格力电器，而格力电器也不再是珠海国资控股的地方国企，事实上，在完成股权转让后，格力电器已无实际控制人。2019年底，珠海市人民政府批准高瓴资本收购格力电器这一并购案。

7.1.2 交易特点

2019年4月1日，格力电器发布公告，称格力集团拟转让所持有的格力电器15%的股权。10月28日，公司披露格力电器15%股权的受让方为珠海明骏，此次交易完成后其将一举成为格力电器第一大股东，这一并购使得珠海明骏

表7-2 格力电器并购交易相关公告

披露时间	公告主要内容
2019.4.1	格力电器公告收到控股股东格力集团通知，格力集团正筹划转让所持有的格力电器15%的股权，涉及公司控制权变动，并于当日开市起停牌
2019.10.28	格力电器公告珠海明骏成为格力电器15%股权的受让方
2019.12.13	珠海市人民政府批准高瓴资本收购格力电器，买卖双方约定的生效条件得到满足，合同正式生效

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技有限公司、相关公告



（1）国企混改，从“管企业”走向“管资本”

本次珠海明骏收购格力集团旗下格力电器的部分股权，反映了国有企业混合所有制改革已进一步深化步入3.0阶段。在国企混改1.0阶段，改革仅限于央企子公司层面，国有独资企业在引入非公、民企、外资的同时，仍保有绝对控股地位。在2.0阶段，混改对象提升至上市公司层面，以联通混改为代表，国有股权逐步降到50%以下，国有股东董事会席位也降至半数之下，但仍然是第一大股东和实际控制人。而在本次格力电器的混改中，国有大股东格力集团所持18.22%的股权受让15%后，实际控制人已不再是国有资本。

格力电器从国有控股变更为无实际控制人是近年来国企混改从“管企业”到“管资本”的典型缩影。国有资本的适度退出将有助于引进和培育一批又一批的优质企业，助力“二次创业”。

（2）产融结合，助推实体经济创新升级

在本次并购前，格力电器曾发布公告，称控股股东格力集团拟通过公开征集受让方的方式协议转让格力集团持有的格力电器总股本15%的股权，而受让方需为格力电器引入有效的技术、市场及产业协同等战略资源。珠海明骏的实际控制人高瓴资本基本符合这一需求，该企业早在2006年便投资了格力电器，长久以来注重服务实体经济，推动创新与技术改造。

此外，高瓴资本的一贯风格是坚持以原有管理层为主导，在企业原有核心竞争力的基础上提升业务增量，从而为企业创造稳健且有活力的发展前景。因此，并购完成后，格力电器有望朝着更加市场化的方向发展，

公司治理结构将更趋合理，科技型、创新型、多元化、全球化布局战略有望进一步推进。

而对于希望推动“二次创业”的珠海来说，在完成此次股转转让后，格力集团也将有足够的资金引进和培育优质新兴企业，加快推进珠海产业整合和升级，做大高端制造产业集群，助力珠海经济结构调整。

（3）利益保护，原管理层权力得以保留

一方面，珠海明骏背后的高瓴资本在并购活动中多会保留原有管理层，已实现对并购标的的持续稳定管理，本次也通过协议承诺格力电器原管理层团队位置和权力不变，高瓴资本不谋求格力电器的控制权。

另一方面，本次交易后，原有管理层仍保有相当的持股比例和决策权。以董明珠为例，虽然格臻投资公司对珠海明骏的出资比例仅为6.37%，但身为珠海明骏执行合伙人的珠海贤盈，其普通合伙人 and 执行事务合伙人是珠海毓秀，负责对珠海贤盈和珠海明骏的重大事项作决策。换句话说，珠海明骏作为格力电器的第一大股东，在股东大会上做出何决策，是由珠海毓秀董事会决定的。而董明珠控股95%的格臻投资对于珠海毓秀的持股比例高达41%，因此，在涉及由珠海明骏作为格力电器股东行使表决权的决定时，格臻投资实际上对珠海明骏的重大决议具有一票否决权。在珠海明骏受让格力电器15%的股份之后，董明珠在珠海毓秀的董事会席位对应着5%的格力电器股份，考虑到格力电器经销商联合体河北京海担保所持有的格力电器8.91%的股份以及董明珠个人所持有的0.74%的格力电器股份，可以发现，董明珠背后所代表股份已达到14.65%。

7.2 借壳上市：武汉中商收购居然新零售

7.2.1 交易简介

(1) 交易卖方

本次交易卖方为原北京居然之家家居新零售连锁集团有限公司（以下简称：居然新零售）的24名股东。其中，持股5%及以上的股东情况如下表所示。

表7-3 持有居然之家5%及以上股权的股东情况

序号	股东名称/姓名	持股比例 (%)
1	北京居然之家投资控股集团有限公司(以下简称：居然控股)	43.90
2	霍尔果斯慧鑫达建材有限公司(以下简称：慧鑫达建材)	13.26
3	阿里巴巴(中国)网络技术有限公司(以下简称：阿里巴巴)	10.00
4	汪林朋	6.84
5	杭州瀚云新领股权投资基金合伙企业(以下简称：瀚云新领)	5.00
6	上海云锋五新投资中心(以下简称：云锋五新)	5.00
	合计	74.00

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、相关公告

在表7-3展示的主要股东中，居然控股成立于1999年3月份，控股股东为北京种田基业投资管理有限公司，最终受益人为汪林朋；慧鑫达建材的实际控制人和最终受益人同样也是汪林朋；因此，在并购前，居然新零售实际控制人为汪林朋。

(2) 交易买方

本次交易买方为武汉中商集团股份有限公司（以下简称：武汉中商），于1997年7月在深圳证券交易所挂牌上市。截至交易前，该企业控股股东为武汉商联（持股41.25%），而武汉商联的控股股东为武汉国资公司（持股94.18%）。因此，武汉国资公司为武汉中商的实际控制人。

武汉中商主要从事零售业务，同时涉足商业物业开发、电商服务等产业，主营业态包括现代百货、购物中心、超市等。公司网点发源并主要布局于湖北省，2003年起实行跨省连锁经营。截至交易前公司拥有9家现代百货店、1家购物中心、40家各类超市，主要分布于武汉、荆州、咸宁等10个湖北主要城市。营业总面积逾60万平方米。旗下拥有中南商业大楼、中商广场购物中心、中商徐东平价广场、武汉销品茂等国内知名的零售卖场。

武汉中商的业务在2011年前保持较高速度增长，2001~2011年营业收入年均增长率达11.49%，近年来趋于稳定。2018年公司营业总收入40.44亿元，实现归母公司净利润6636.24万元，规模和利润率在零售业上市公司中均处于中游水平。2019年12月，在完成了对居然新零售的合并之后，武汉中商更名为居然之家新零售集团股份有限公司。

(3) 交易标的

本次交易标的为居然新零售的100%股份。居然新零售成立于2015年4月，是以家居为主业，大消费为平台，主营业务包含家居卖场经营管理、设计装修和建材零售服务等领域的大型商业连锁集团公司。

居然新零售的业务架构和主要子公司图7-1所示。截至2019年底，居然之家完成了110家线下智慧门店的改造，门店网络遍布全国30个省（市）自治区、220个城市，签约门店数量达660家，累计开店数量达到380家，年销售总额超过850亿元，是中国家居行业龙头和中国商业流通领域的知名品牌。公司提供的其他服务与家居零售业务形成了产业链上下游高度融合、“大家居”与“大消费”高度融合、线上线下高度融合的生态圈。截至交易前，居然新零售智慧物流服务已签约全国五个智慧物流园项目，为厂商提供一体化供应链。2020年1月，居然新零售更名为北京居然之家家居连锁有限公司（以下简称：居然之家）。

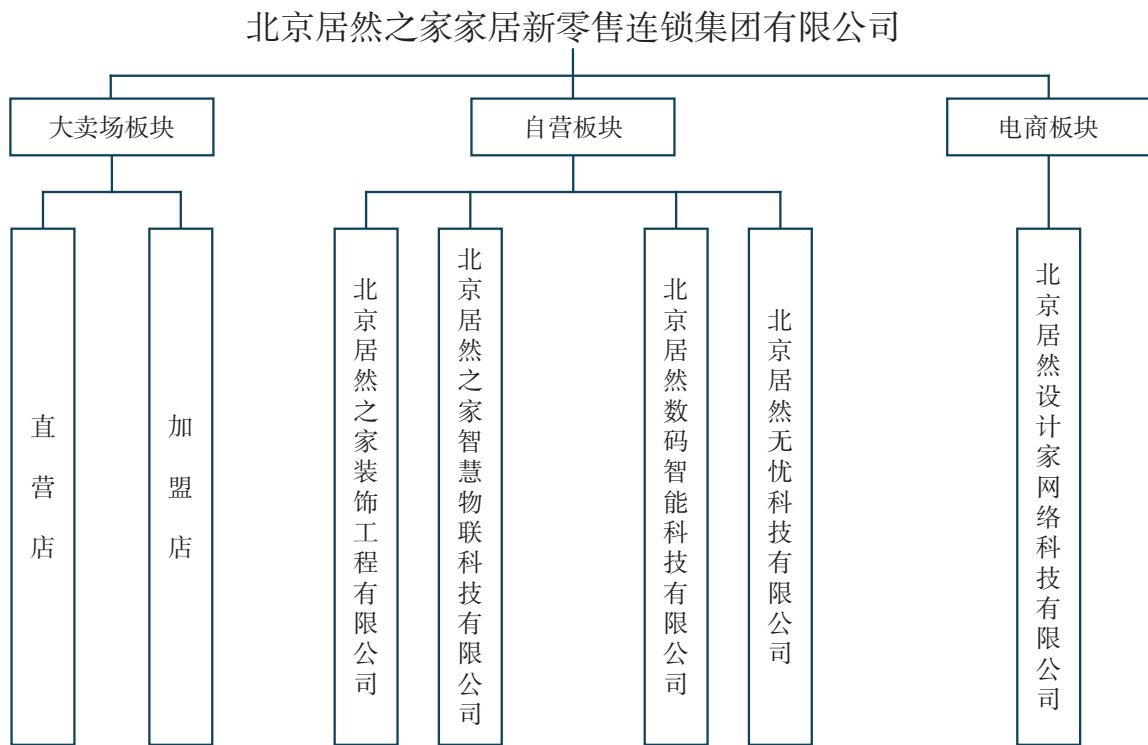


图7-1 居然新零售业务架构情况

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、相关公告

7.2.2 交易特点

2019年1月，武汉中商发布公告称，正在筹划以发行股份购买居然新零售全体股东合计持有的居然新零售100%股权，交易总价356.5亿元，按照6.18元/股的发行价格计算，共计向22名交易对手方支付57.69亿股。此次交易完成后，居然新零售将成为武汉中商的全资子公司，武汉中商的控股股东将变更为居然控股，居然控股将直接持有上市公司42.60%的股份。上市公司实际控制人将变更为汪林朋，其与一致行动人合计控制上市公司61.86%股份（见表7-4）。

表7-4 居然之家并购交易相关公告

披露时间	公告内容
2019.1.9	武汉中商筹划以发行股份购买居然新零售24位股东合计持有的居然新零售100%股权，并于10日起停牌
2019.1.24	通过交易预案，股票开始复牌交易
2019.2.13	披露交易预案修订稿
2019.4.12	工银投资将其持有的居然新零售全部出资转让给居然控股，不再作为本次交易对方参与交易。
2019.6.3	通过交易报告书，拟发行股份购买居然控股、阿里巴巴等23名交易对方持有的居然新零售100%股权，交易价格为356.5亿元，本次交易构成重组上市
2019.6.27	证监会受理此次交易
2019.7.25	收到证监会出具的反馈意见，就武汉中商发行股份收购居然之家的交易进行审查
2019.9.26	居然控股所持居然新零售的股权被辽宁省大连市中级人民法院冻结，冻结起始日为2019年9月24日
2019.10.8	以现金置换大连中益置业的保全查封，解除冻结股份，公司继续推进重大资产重组事项
2019.10.16	东亚实业将持有的居然新零售的0.08%股权转让给居然控股，后续不再作为交易对手方
2019.11.29	并购案由证监会核准，同日《武汉中商集团股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书》正式发布
2019.12.6	资产过户完成
2019.12.7	武汉中商正式更名为居然集团，对应证券简称由武汉中商更名为居然之家
2019.12.19	通过上市报告书，新增股份上市时间为2019年12月20日

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、相关公告



（1）借壳上市，居然之家进驻A股市场

原武汉中商的实际控制人为武汉市国资委，交易完成后，上市公司控股股东由武汉国资委控股子公司变更为居然控股，直接持有上市公司42.60%的股份，居然之家成功实现借壳上市。此外，本次交易中居然新零售（即居然之家）最终作价为356.50亿元，而武汉中商的A股整体市值仅为30亿元左右，与居然之家的估值相去甚远，可谓一场“蛇吞象”式的并购。

（2）跨界联合，零售百货共推业态转型

对武汉中商而言，与居然新零售的牵手有利于实现原有的传统百货业态和新零售家居业态的整合，借助居然新零售和阿里巴巴在新零售领域的创新经验，其原有的传统百货经营模式有望实现业态转型升级，为公司未来发展带来新的增长点。

对居然新零售而言，武汉中商原有的线下商场业务也可以为传统的家居零售业提供支持。在武汉中商原有零售业务基础上注入盈利能力较强、发展前景广阔的家居卖场、家居建材超市等业务，有利于改善公司经营

状况和资产质量，提高公司盈利能力和可持续发展能力。此外，武汉中商的平台也部分解决了居然新零售长期以来面临的线下门店经营面积不足的问题，有望提高其与红星美凯龙等行业龙头竞争的实力。

（3）业绩对赌，苛刻条件引投资者观望

2019年12月19日并购正式结束当天，居然之家二级市场股价大涨10.05%收于11.06元/股，此后股价一度到达11.49元，但短暂狂热后股价很快回落至10元/股左右，这与居然之家在并购时签署的《盈利预测补偿协议》不无相关。居然之家在协议中承诺，在资产重组实施完毕后，2019年度、2020年度和2021年度实现年度扣非净利润不低于20.6亿元、24.2亿元和27.2亿元。考虑到居然之家2017年、2018年、2019年前三季度的营业收入分别为74.04亿元、84.17亿元和64.16亿元，归母净利润分别为12.23亿元、19.52亿元和22.53亿元。居然之家正处于业绩承诺边缘，且后续业绩增长要求较高，对赌条件可谓苛刻，因而受到二级市场质疑也在所难免。

7.3 业内整合：中信证券收购广州证券

7.3.1 交易简介

（1）交易卖方

本次交易卖方为广州越秀金融控股集团股份有限公司（以下简称：越秀金控）及其全资子公司广州越秀金融控股集团有限公司（以下简称：金控有限）。越秀金控控股股东为广州越秀集团有限公司，实际控制人为

广州市国资委。

越秀金控，原名广州友谊集团有限公司，于2000年在深圳证券交易所主板上市。2014年公司开启重组转型，通过并入金融业务实现“金融+百货”的双主业模式，整体盈利能力有所回升。2016年4月，

公司非公开发行股票募集100亿元资金收购金控有限100%股权。2016年8月1日，企业证券简称变更为“越秀金控”，成为国内首个地方金控上市平台，同时也是广东省第一家国有控股金融类A股上市企业，获得中诚信AAA评级。越秀金控拥有广州证券、越秀租赁、广州资产、越秀产业基金、广州担保、越秀小额贷款、越秀金融科技等金融业务平台，基本形成了综合金融控股发展格局，金融业务网络遍布以珠三角为核心的全国绝大多数省份和重要城市。

（2）交易买方

本次交易买方为中信证券股份有限公司（以下简称：中信证券），前身为中信证券有限责任公司，成立于1995年10月，于1999年10月成为中国证监会批准的首批综合类证券公司之一，1999年12月完成增资扩股工作、改制为中信证券股份有限公司。中信证券于2003年和2011年分别在上海证券交易所和香港联合交易所挂牌上市交易，成为中国第一家A+H股上市的证券公司。

中信证券主要业务包括投资银行、财富管理、固定收益、资产管理等，2019上半年，除经纪业务收入排名行业第六位外，其余各项业务收入排名均处行业前五。截至交

7.3.2 交易特点

2019年初，中信证券公告以发行股份购买资产的方式，向越秀金控及其全资子公司金控有限购买剥离广州期货和金鹰基金股权后的广州证券100%股权。其中，向越秀金控发行股份购买其持有的广州证券32.765%股权，向金控有限发行股份购买其持有的广州证券67.235%股权。本次交易标的资产的交易价格为134.60亿元。交

易前，中信证券拥有207家批准设立并已开业的证券营业部及33家分公司，零售客户超过800万户，境内企业与机构客户3.5万家。2018年末，中信证券总资产达6531.33亿元，2018年实现营业收入372.21亿元，归母净利润93.90亿元。

（3）交易标的

本次交易标的为剥离广州期货99.03%股份和金鹰基金24.01%股权后的广州证券100%股权。广州证券成立于1988年，是全国最早设立的证券公司之一，2018年10月，成为金控有限的全资子公司，实际控制人为广州国资委。截至2018年底，广州证券共有分公司35家、营业部135家及分支机构170家。

证券经纪业务作为广州证券最主要的收入来源之一，占比超过50%，其中华南地区对其经纪业务收入贡献最大，超过65%。截至交易前，广州证券在华南地区经纪业务开户客户数量达79.9万个，是中信证券两倍有余。此外，广州证券2016~2018年度营收分别为29.45亿元、17.43亿元和25.80亿元，净利润为分别为9.65亿元、2.41亿元和-2.60亿元，营业收入和净利润双双下滑，甚至出现亏损。

易完成后，中信证券将持有广州证券99.9%的股份（其余0.1%为中证投持股），广州证券成为中信证券的全资子公司。中信证券第一大股东仍为中国中信有限公司，持股将下降至15.47%，越秀金控及其子公司金控有限合计持股6.26%，成为中信证券第二大股东。

表7-5 中信证券并购交易相关公告

披露时间	公告内容
2018.12.25	筹划发行股份购买广州证券100%股份，并2018年12月25日开市时起停牌
2019.1.9	董事会通过《发行股份购买资产暨关联交易预案》，公司股票于2019年1月10日开市起复牌
2019.1.15	收到上交所问询函
2019.1.22	对问询函回复进行披露
2019.1.22	通过《发行股份购买资产暨关联交易预案（修订稿）》
2019.3.5	第六届董事会第三十七次会议决议获得通过，标的资产拟定为134.6亿元
2019.3.5	《发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）》披露相关交易方案或事项已获国资委和越秀集团批准，资产评估等事项已完成。
2019.10.31	此次交易获中国证监会并购重组委审核无条件通过
2020.1.15	广州证券分别将其所持金鹰基金股权、广州期货股份转让予越秀金控，完成工商变更登记
2020.1.15	广州证券更名为中信证券华南股份有限公司，其100%股份已过户至公司及公司全资子公司中信证券投资有限公司名下，标的资产过户登记手续已完成

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、相关公告

（1）落子华南，紧抓粤港澳发展机遇

珠三角是中国高净值客户最为集中的三大区域之一，同时随着国家对粤港澳大湾区利好政策的释放，该区域基础设施建设与新兴产业投融资需求进一步激发，将为券商带来巨大机遇。此次收购广州证券，是中信证券在粤港澳大湾区建设发展的大背景下对华南地区的重新布局。

中信证券2018年华南地区总营业收入为1.88亿元，仅占营收总额的0.51%。作为行业领先地位的证券公司，中信证券在粤证券经纪业务存在较大提升空间。而经纪业务板块则是广州证券最主要的收入来源，主要分布于华南地区、东北地区、华北地区以及华东地区，其中华南地区占比超65%。广东省证券经纪业务总量在全国首屈一指，一直是中信证券力求突破并深入发展的重点区域，而立足广州、深耕珠三角市场，是广州

证券的一大优势，两者互补性极强。本次收购后，中信证券华南公司营业网点数将由21家增至59家，经纪业务收入增幅有望超过100%。中信证券在广东地区、粤港澳大湾区以及整个华南地区的客户覆盖度将大幅提升，将进一步改善华南地区业务布局，深入参与“粤港澳大湾区”的金融合作，抓住国家战略政策带来的历史性机遇，获得华南地区业务持续发力带来的长期盈利能力提升。

（2）资源新配，推进供给侧改革深化

证券行业自2016年呈现出分化趋势，随着政策与业务突破、市场体量增速放缓、金融监管趋严，行业竞争明显加剧。以中信证券为代表的头部券商凭借资本实力、业务能力、客户资源、人才储备以及渠道布局方面的优势，已进入战略发展期。2018年，我国注册证券公司数量达131家，前十大券商营业收入占全行业43.58%，净利润占全

行业70.72%，同比提高20个百分点，行业集中度显著提升。在此背景下，大中型券商积累了充足的资本金，小型券商则表现惨淡，行业间收购价值凸显，先后诞生了方正证券收购民族证券、申银万国收购宏源证券、国泰君安收购上海证券、中金公司收购中投证券等并购案例。

本次中信证券收购广州证券，也正是如此。本次收购将广州证券全部股权注入中信证券，有助于中信证券发挥头部券商的资本、专业、人才和风险管理等方面优势，避免同质化竞争带来的资源低效利用问题，因此本次收购是落实证券行业“供给侧改革”、提升券商服务实体经济的综合能力的有效实践。

(3) 逆周期并购，抵御行业低迷影响
我国证券业周期性明显，而“逆周期

收购，顺周期融资”是中信证券一贯的战略选择，其通常会选择宏观环境下行、行业低迷，标的公司业绩不佳、资金紧张之时作为并购的交易节点。如2004年底收购万通证券、2005年8月联手建银投资重组华夏证券、2006年收购金通证券、2011年收购里昂证券等，均是中信证券逆周期并购战略的体现。

对越秀金控而言，在中小券商业绩持续承压的市场环境下，越秀金控不但未能通过收购广州证券少数股权提升上市公司持续盈利能力的愿景，甚至拖累业绩。因此，借此次收购，越秀金控成功换仓中信证券，抗风险能力增强、收益更加稳定。在出售广州证券后，越秀金控有望将资源聚焦于不良资产管理、资本运营、融资租赁等更具优势的主营业务，加快推动全面战略转型。

7.4 业务重组：一汽轿车收购一汽解放

7.4.1 交易简介

(1) 交易卖方

本次交易卖方为中国第一汽车股份有限公司（以下简称：一汽股份），一汽股份是中国第一汽车集团有限公司（以下简称：中国一汽）乘用车业务的上市平台和控股子公司，实际控制人为国务院国资委。公司成立于2011年6月28日，主要经营范围为汽车制造及再制造、新能源汽车制造等，拥有分公司8个、全资子公司14个，控股子公司12个，参股子公司8个。旗下全资子公司包括一汽解放汽车有限公司、一汽吉林汽车有限公司、一汽客车有限公司等行业知名品牌。

一汽股份的母公司中国一汽前身为第一汽车制造厂，于1953年动工兴建，业务覆盖“红旗”、“解放”、“奔腾”、合资合作、新兴业务、海外业务和生态业务等七大板块。总部直接运营“红旗”，对其他业务

进行战略或财务管控，形成了面向市场、直达客户的全新运营和管控模式。该公司的红旗L系列是国家重大活动指定用车，解放中重型卡车是国内商用车领域的领航者，以红旗E-HS3纯电动轿车等为首的新能源汽车也已量产并投放市场。2019年，中国一汽实现整车销售346.4万辆，同比增长1.3%，高出行业10个百分点；营业收入6200亿元，同比增长4.4%；利润440.5亿元，同比增长2.2%，位居《财富》世界500强第87位。

(2) 交易买方

本次交易买方为一汽轿车股份有限公司（以下简称：一汽轿车），于1997年6月10日在长春高新技术产业开发区成立，同年6月18日在深交所上市，是中国轿车制造业第一家股份制上市公司。

一汽轿车与一汽股份属于兄弟公司，也是中国一汽的控股子公司，是中国一汽发展自主品牌乘用车的主要企业之一。2019年，一汽轿车全年产量33.20万辆，同比增长46.8%，再创历史新高。在产量提高的同时，业公司业绩预告显示，当年预计实现归属于上市公司股东的净利润3600~5400万元，同比下降73.45%~82.30%。

(3) 交易标的

本次交易标的为一汽解放汽车有限公司（以下简称：一汽解放），系一汽股份的全资子公司。2003年，中国一汽对中重型卡车核心业务进行重组，成立一汽解放。一汽解放成立后，推了解放第五代和第六代重卡产品，于2014年向轻型车领域拓展，实现了以重型车为主，中型、重型、轻型发展并举的产品格局。目前，一汽解放拥有牵引、载货、自卸、专用四大产品系列，覆盖重中轻三大领域。员工近2.48万人，整车年生产能力31万辆。

一汽解放是中国唯一掌握世界级整车及三大动力总成核心技术的商用车企业，在商用车特别是重卡领域拥有全产业链布局，包括整车、发动机、变速箱、车桥商用车核心零部件的生产等。一汽解放已连续数年蝉联国内重卡销量冠军，2016~2018年在重卡市场的份额分别为20.2%、21.6%、22.7%。2019年，重、中、轻型卡车累计销量335713辆，创下中重卡连续3年行业第一、重卡连续4年行业第一的记录。

7.4.2 交易特点

2019年3月，一汽轿车发布《关于筹划重大资产重组的停牌公告》，公司拟以资产置换、发行股份等方式购买一汽股份持有的一汽解放100%股权。一汽轿车将其所拥有的一汽奔腾轿车有限公司（以下简称：轿车有限）的100%股权作为置出资产，作价50.88亿元，与作价270.09亿元的一汽解放进行资产置换，差额部分（219.21亿元）中的199.21亿元将通过定向发行股份的形式予以补齐，其余20亿元以现金支付。

表7-6 一汽轿车并购交易相关公告

披露时间	公告主要内容
2019.3.28	一汽轿车拟以资产置换、发行股份等方式购买一汽股份持有的一汽解放股权并募集配套资金，并于当日开市起停牌
2019.4.12	一汽轿车将拥有的除一汽财务有限公司、鑫安汽车保险股份有限公司的股权及部分保留资产以外的全部资产和负债转入轿车有限
2019.8.31	置入资产一汽解放100%股权，作价270.09亿元；置出资产轿车有限100%股权作价，50.88亿元；差额部分，199.21亿元对价将通过定向发行股份的形式予以补齐，其余20亿元以现金支付
2019.9.28	获国务院国资委批复，同意公司本次资产重组和配套融资的总体方案
2019.11.29	调整重组方案，拟取消本次交易方案中35亿元配套募资，相关对价由公司用自有现金支付
2020.3.12	270亿元重大资产重组获证监会核准

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、相关公告



（1）业务重组，解决同业竞争问题

2011年，中国一汽正式拉开主业重组改制的大幕，并成立一汽股份，将其持有的一汽轿车和一汽夏利的股份注入一汽股份。但经营范围皆为乘用车的一汽轿车和一汽夏利在实质上构成了同业竞争。在监管部门要求下，一汽股份曾作出承诺，在5年内解决一汽轿车与一汽夏利的同业竞争问题。但直至2016年承诺期满后，受宏观经济形势、管理层变动等影响，一汽股份仍未解决这一问题，只得向股东大会再度申请3年的过渡期。而一汽轿车收购一汽解放便意味着解决方案的正式落地。若此次并购最终完成，一汽轿车的主营范围将由乘用车转变为商用车，与主营乘用车的一汽夏利区分开来，不再构成同业竞争关系，最终兑现其八年前许下的承诺。

（2）优质先行，筹谋集团整体上市

尽管一汽解放是一汽集团旗下的优质资产，但其上市依然要经历重重审批程序，通过本次并购，可以将一汽解放的优质资产整体注入上市公司（即一汽轿车），实现一汽

解放商用车上市的目的。

与此同时，在同为国企的上汽集团、广汽集团均已实现整体上市的当下，中国一汽虽已布局多年，其整体上市计划依然尚未明朗，本次并购则可能成为中国一汽整体上市的前奏。作为优质资产的一汽解放注入一汽轿车，将有望提振上市公司业绩，为后续中国一汽其他业务的注入与整合埋下伏笔。

（3）多方影响，助力一汽夏利重组

一汽轿车发布此次重组并购公告后，一汽股份旗下的一汽夏利股价也涨停数日，为连年亏损的一汽夏利保持上市地位创造了有利条件。2019年12月6日，一汽夏利发布公告，将筹划重大资产重组事宜。一汽夏利的重大资产重组将分为三个部分，首先，一汽股份将持有的一汽夏利控股权无偿划转至中国铁路物资股份有限公司（以下简称：铁路股份）；其次，一汽夏利将现有全部资产、负债置出予一汽股份指定的子公司；同时，一汽夏利通过发行股份购买资产的方式购买中铁物晟科技发展有限公司（以下简称：中铁物晟）的控股权。

7.5 民企纾困：多喜爱收购浙建集团

7.5.1 交易简介

（1）交易卖方

本次交易卖方为浙江省建设投资集团有

限公司（以下简称：浙建集团）全体股东，其具体名单及持股比例情况如下表所示。

表7-7 浙建集团股东持股情况

股东名称	持股比例 (%)
浙江省国有资本运营有限公司 (以下简称: 浙江国资)	45.95
中国信达资产管理股份有限公司 (以下简称: 中国信达)	13.54
工银金融资产投资有限公司 (以下简称: 工银投资)	13.54
浙江建阳投资股份有限公司 (以下简称: 浙江建阳)	7.29
迪臣发展国际集团投资有限公司 (以下简称: 迪臣发展)	7.29
鸿运建筑有限公司 (以下简称: 鸿运建筑)	7.29
浙江省财务开发公司 (以下简称: 浙江财务)	5.10
合计	100

资料来源: 白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技有限公司、相关公告

浙江国资前身为浙江省综合资产经营有限公司,是由浙江省国资委履行出资人职责的国有独资公司,经营范围为投资与投资管理以及咨询服务、资产管理与处置、股权管理、股权投资基金管理以及金融信息服务等。中国信达前身为中国信达资产管理公司,成立于1999年4月,是经国务院批准成立的首家金融资产管理公司。工银投资中国工商银行的全资子公司,是经银监会批准设立的全国首批试点银行债转股实施机构,为目前注册资本金最大的商业银行债转股实施机构之一。浙江建阳为浙建集团员工持股平台。迪臣发展和鸿运建筑均为在香港注册设立的公司,迪臣发展无实际生产经营业务,而鸿运建筑主要从事香港地区的建筑工程业务。浙江财务由浙江省财政厅全资控股,系浙江省人民政府后备资金的管理公司。

(2) 交易买方

本次交易买方为多喜爱集团股份有限公司(以下简称:多喜爱),于2006年12月21日成立,2015年6月10日,在深交所上市。

多喜爱的主营业务为枕套、被芯、床单等家纺用品的研发设计生产、委托加工、品牌推广、渠道建设和销售,基本定位为以二三线城市为主市场的区域性中端家纺生产商。近年来,家纺行业呈持续低迷状态,加之行业进入门槛低、竞争激烈,多喜爱发展前景不甚明朗。截至2018年底,多喜爱原大股东所持股份全部被质押,持续盈利能力存在较大不确定性。

截至交易前,多喜爱的控股股东和实际控制人均为陈军、黄娅妮。交易完成后,浙建集团以29.83%的持股比例成为第一大股东,陈军、黄娅妮合计持股20.01%。



(3) 交易标的

本次交易标的为浙建集团100%股份。浙建集团前身为浙江建筑公司，成立于1949年7月，有70年的发展历史。浙建集团系浙江省省属国企，国资运营公司及其一致行动人合计持有浙建集团72.92%的股权，实际控制人为浙江省国资委。

浙建集团主要从事建筑施工业务，同时从事与建筑主业产业链相配套的工业制造、工程服务、基础设施投资运营等业务。2016~2018年，该集团分别实现营业收入558.46亿元、563.91亿元及656.75亿元，净利润分别为5.25亿元、6.84亿元及8.2亿元，具有较强盈利能力。2018年末，浙建集团总资产648.67亿元，资产负债率高于行业平均水平。

7.5.2 交易特点

2019年4月12日，多喜爱发布公告，称浙建集团与陈军、黄娅妮签署《股份转让协议》，并购正式开始。本次交易可分为两大步骤：

第一，浙建集团通过协议转让成为多喜爱公司第一大股东。浙建集团受让取得陈军、黄娅妮所持有的多喜爱公司29.83%的股份，成为上市公司第一大股东。陈军、黄娅妮仍持有多喜爱20.01%的股份。

第二，上市公司注入浙建集团资产，同时浙建集团注销。2019年7月多喜爱拟通过资产置换及发行股份的方式吸收合并浙建集团100%股权。

本次交易完成后，浙建集团将注销法人资格，浙建集团的全体股东将成为多喜爱公司的股东，国资运营公司及其一致行动人将合计持股上市公司总股本的60.86%，多喜爱公司的控股股东将变更为国资运营公司，实际控制人将变更为浙江省国资委。同时，多喜爱的主营业务将变更为建筑施工、基础设施投资运营、工业制造及工程服务业等。

表7-8 浙建集团并购交易相关公告

披露时间	公告主要内容
2019.4.12	浙建集团与陈军、黄娅妮签署《股份转让协议》
2019.5.10	完成股份转让过户手续
2019.7.6	多喜爱拟通过资产置换及发行股份的方式吸收合并浙建集团100%股权
2019.7.28	证监会有条件通过本次交易。
2019.11.29	多喜爱重大资产置换及换股吸收合并浙建集团暨关联交易获证监会核准批复
2019.12.26	各交易对方完成工商变更登记，浙建集团的公司形式变更为有限责任公司
2019.12.26	完成工商变更，重大资产重组完毕

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、相关公告

(1) 借壳上市，响应浙江凤凰计划

此次借壳交易完成后，浙建集团将成为浙江省第二家整体上市的省属企业，有助于其拓展融资渠道、蓄力后续发展，这也是响应浙江省“凤凰计划”、促进浙江省国有企业经济转型升级的重要举措。与此同时，多喜爱原实控人成功出清股权，解决了高质押率风险，本次并购亦有纾困民企之效。

此外，本次交易采用了先买壳再借壳的独特设计，具有上市公司与浙建集团、上市公司与浙建集团股东两层交易关系。在向上市公司置入标的资产后，浙建集团同时注销，以吸收合并方式解决了交叉持股的问题。

(2) 成本转移，财务风险仍需警惕

本次并购大量依赖外部有息负债，交易完成后，浙建集团的原7家股东合计持有上市公司83.92%股份，让渡了16.08%股权，小股东将一并承担大额外部债务的偿还责任，浙建集团借壳上市成本被有效转嫁给中小股东。这一做法虽提高了国资运营公司的资金利用效率，但也提高了浙建集团的财务风险，这也是该重组预案第一次上会未能获通过的原因：标的资产的资产负债率高、经营性现金流和投资性现金流持续为负，在这样的交易设计之下，浙建集团的流动性恐更存疑。

7.6 纵向收购：紫光国微收购紫光联盛

7.6.1 交易简介

(1) 交易卖方

本次交易卖方为北京紫光联盛科技有限公司（以下简称：紫光联盛）的全体股东，其具体名单及持股比例情况如表所示。

表7-9 紫光联盛股东持股情况

序号	股东名称	持股比例 (%)
1	西藏紫光神彩投资有限公司（以下简称：紫光神彩）	75.00
2	西藏紫锦海阔科技发展有限公司（以下简称：紫锦海阔）	8.33
3	西藏紫锦海跃电子科技有限公司（以下简称：紫锦海跃）	8.33
4	红枫资本投资管理有限公司（以下简称：红枫资本）	5.56
5	宁波梅山保税港区鑫铎股权投资管理有限公司（以下简称：鑫铎投资）	2.78
	合计	100

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、相关公告

紫光神彩于2015年3月由紫光资本发起设立，由紫光资本持有其100%股权，是紫光集团有限公司（以下简称：紫光集团）控制的企业；紫锦海阔和紫锦海跃是西藏伟涛电子科技有限公司的全资子公司，均为紫光集团关联人赵伟国控制的企业；鑫铎投资是紫光集团间接参股49.00%、具有重大影响的企业。因此在本次交易的5名卖方中，紫光神彩、紫锦海阔、紫锦海跃、鑫铎投资均为交易买方的关联方。

紫光集团前身是清华大学科技开发总公司，成立于1988年，是清华大学为加速科技成果产业化成立的第一家综合性校办企业。目前，紫光集团控股股东为清华控股有限公司。近年来，紫光集团逐步形成以集成电路为主导，从“芯”到“云”的高科技产业生态链，在全球信息产业中强势崛起。作为国内最大的综合性集成电路企业，紫光集团的芯片业务主要包括三大领域，一是以长江存储为主的存储芯片，二是以紫光展锐为主的手机芯片，三是安全芯片。

（2）交易买方

紫光国芯微电子股份有限公司（以下简称：紫光国微），前身是成立于2001年的唐山晶源裕丰电子股份有限公司，于2005年在深交所中小板上市。目前，紫光国微控股股东为西藏紫光春华投资有限公司（以下简称：紫光春华），持股36.77%，紫光春华系紫光集团旗下紫光资本的全资子公司，与交易卖方属于关联关系。

近年来，紫光国微通过并购不断扩大业务领域：2011年紫光国微收购北京同方微电子100%股份，布局智能安全芯片领域；2012年收购深圳国微电子100%股份进军特种集成电路领域；2013年成立紫光同创涉足FPGA领域；2015年以来先后收购西安紫光国芯76%和24%股权发展存储器芯片业务。如今，紫光国微是紫光集团旗下唯一的芯片上市平台，也是国内最大的集成电路设计上市公司之一，主营业务为集成电路芯片设计和销售及晶体业务，主要产品包括智能安全芯片、特种集成电路、存储器芯片及部分晶体元器件等。

（3）交易标的

本次交易标的为北京紫光联盛科技有限公司（以下简称：紫光联盛）100%股权。紫光联盛为控股型公司，是为收购Linxens集团而于2018年在境内设立的特殊目的公司，其依次通过紫光盛耀（香港）、卢森堡SPV、紫光控股（法国）间接控制着旗下核心资产Linxens集团。

Linxens集团成立于1979年，总部位于法国，主营业务为微连接器、RFID 嵌体及天线等产品的研发、设计、生产、封测和销售，在智能安全芯片卡微连接器等多个细分领域具有技术领先优势，是全球销售规模最大的智能安全芯片组件生产厂商之一，2018年营收达近5亿欧元。作为全球领先的高科技企业，Linxens集团拥有坐落在欧洲及亚洲的六大研发中心与七个生产基地，在中、法、德、新加坡、泰等国家设有运营实体，主要客户覆盖电信、金融、交通、酒店、电子政务和物联网等诸多行业，国际化销售网络业已建立。

7.6.2 交易特点

2019年6月2日，紫光国微发布重大资产重组预案，拟向紫光集团旗下公司等股东以发行股份方式购买紫光联盛100%股权，交易作价180亿元。本次交易完成后，紫光国微将通过持有紫光联盛100%股权控制Linxens集团，并间接持有Linxens集团95.43%的股权。紫光联盛原控股股东紫光神彩则将成为紫光国微的控股股东，持股63.02%。

表7-10 紫光国微并购交易过程

披露时间	公告主要内容
2019.6.2	紫光国微发布重大资产重组预案，拟向紫光集团旗下公司等股东以发行股份方式购买紫光联盛100%股权
2019.12.23	获得财政部批复

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、相关公告

（1）提升自主，打造智能安全芯片

随着中美贸易摩擦的升级，核心器件的信息安全及其自主可控将成为长期趋势。紫光国微本次并购启动于华为事件硝烟未泯、“国产芯片实现自主可控”呼声高涨的背景之下，受到了社会的广泛关注。收购预案公布后开盘即涨停，体现出二级市场对紫光集团半导体产业深广布局的高度认可。

近些年，中国智能安全芯片卡市场增长较快，2014~2018年复合增速达到11.8%，实现自主可控的智能安全芯片模组是我国集成电路产业发展攻坚期的重要诉求。根据工信部《2019年1-3月份通信业经济运行情况》，截至2019年3月末，国内三家基础电信企业的移动电话用户总数达15.97亿户，同比增长8.6%；其中，4G用户规模为12.04亿户，占移动电话用户的75.4%，较上年末提高1个百分点。按照工信部的部署，我国将于2020年实现5G商用，届时新的迁移需求将为移动通信智能安全芯片带来新的增长机遇。本次垂直整合为我国该产业拥抱自主可控提供了良好契机，在一定程度上将促进我国提高集成电路自给率，为国内政府机构、国有企业和关键领域提供安全保障。

（2）多维协同，促进并购联动双赢

一是产业链协同。智能安全芯片的产业链包括上游的芯片生产商、微连接器生产商，中游的模组生产商、制卡商和下游的发卡机构。紫光国微的核心业务智能安全芯片与Linxens的智能安全芯片微连接器业务属产业链上下游，具有很强的协同效应。通过此次并购可进一步确保微

连接器产品大批量供货的稳定性和安全性，有助于紫光国微打通安全芯片、微连接器、嵌体天线等多个产业链核心环节，完善“安全芯片+智能连接”的产业链布局。

二是技术研发协同。此次并购是双方加强技术互补的有利时机，紫光国微将获得Linxens集团领先的创新研发能力，分享其技术工艺积累。Linxens在智能安全芯片微连接器、RFID嵌体及天线领域拥有大量技术储备，并且创新性将生物识别和动态密码技术融入智能安全芯片，双方的技术研发协同有望进一步提升智能卡安全性，为客户提供更好的解决方案。

三是市场品牌协同。紫光国微可借助Linxens集团在全球的销售网络，开拓境外销售渠道，获得境外优质终端客户，提升其市场份额和全球竞争力，Linxens则可借助上市公司平台，获得资金支持，扩大中国市场业务，成功实现Linxens集团品牌“引进来”、紫光国微品牌“走出去”。

（3）战略安排，减少企业关联交易

标的公司紫光联盛和紫光国微属于同一控制下企业，构成关联关系。2018年度，紫光国微向标的公司旗下Linxens采购智能安全芯片微连接器、委托制作模组等业务构成关联交易。本次交易完成后，标的公司将成为上市公司全资子公司，可以有效减少上市公司与实际控制人之间的关联交易。事实上，2018年紫光联盛设立的目的便是为了收购Linxens集团，而此次紫光国微收购紫光联盛是紫光集团追求整体业务协同性、将优质资产注入上市公司战略目标的体现。



7.7 国企改革：大冶特钢收购兴澄特钢

7.7.1 交易简介

(1) 交易卖方

本次交易卖方为原江阴兴澄特种钢铁有限公司（以下简称：兴澄特钢）的六名股东（见表7-11），其中，泰富投资作为兴澄特钢原最大股东，仅转让其持有的90%股份中76.5%的股份。

表7-11 兴澄特钢股东出资情况

序号	股东名称	持股比例（%）
1	中信泰富特钢投资有限公司（以下简称：泰富投资）	90.00
2	江阴信泰投资企业（有限合伙）（以下简称：江阴信泰）	4.48
3	江阴冶泰投资企业（有限合伙）（以下简称：江阴冶泰）	1.64
4	江阴扬泰投资企业（有限合伙）（以下简称：江阴扬泰）	1.54
5	江阴青泰投资企业（有限合伙）（以下简称：江阴青泰）	1.38
6	江阴信富投资企业（有限合伙）（以下简称：江阴信富）	0.96
	合计	100

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、相关公告



泰富投资是中信集团下属特钢业务板块的统一投资平台，其主要业务为经营贸易和对外投资。截至交易开始时，其最大股东为香港私人股份有限公司长越投资有限公司，实际控制人为中信集团，公司法人代表兼董事长俞亚鹏同时也是本次交易买方大冶特殊钢股份有限公司的法人兼董事长。其余交易卖方均为兴澄特钢核心员工的持股平台，其中江阴信泰和江阴冶泰持股股东包含大冶特殊钢股份有限公司（买房）的部分高管，与后者存在关联关系。

(2) 交易买方

本次交易买方为大冶特殊钢股份有限公司（以下简称：大冶特钢）。公司成立于1993年5月，前身为中央人民政府重工业部钢铁工业管理局华中钢铁公司大冶钢厂。1994年实施公司制改制，由大冶钢厂（现冶钢集团有限公司）作为主要发起人，联合东风汽车公司、襄阳轴承厂（现襄阳汽车轴承股份有限公司）以定向募集方式设立大冶特钢。1997年，大冶特钢在A股深交所上市。2004年，香港中信

泰富投资组建湖北新东方钢铁有限公司（后更名为湖北新冶钢有限公司，以下简称：新冶钢），并通过新冶钢控股大冶特钢。

公司主要业务范围为钢铁冶炼、钢材轧制、金属改制、压延加工、钢铁材料检测，主要产品包括齿轮钢、轴承钢、弹簧钢、工模具钢、高温合金钢、高速工具钢等特种钢材。近年来公司业绩增长显著，2016~2018年归母净利润分别为2.93亿元、3.95亿元和5.10亿元。截至并购开始时，公司实际控制人为中信集团，与卖方存在关联关系，公司完成并购交易后更名为中信泰富特钢集团股份有限公司。

（3）交易标的

本次交易标的为兴澄特钢86.50%股权。兴澄特钢成立于1994年11月，前身为江阴县钢厂，由江阴钢厂与中信泰富全资附属公司万富投资合资设立。公司主营业务为

特殊钢及其辅助材料的研发、生产和销售。主要产品包括轴承钢、齿轮钢、弹簧钢、系泊链钢、帘线钢、特厚板、容器钢、管线钢、高强耐磨钢等特殊钢材，拥有常规品种3000多个，规格5000多种。

目前，兴澄特钢拥有8500多名员工，具备年产铁500万吨、钢690万吨、坯材660万吨的生产规模，被《国家钢铁工业“十二五”规划》列为四大特钢产业基地之一。根据国泰君安研报，截至2018年底，其主要产品汽车高端零部件用钢连续11年全国销量第一；高端轴承钢材全球市占率达到80%以上，连续9年全球销量第一；兴澄特钢汽车零部件用钢国内产销量第一，高端汽车钢国内市场占有率65%以上；高端海洋系泊链用钢的国内市场占有率超过90%，是国内最具影响力的特种钢材生产企业。

7.7.2 交易特点

2018年12月25日，大冶特钢发布重组预案，拟发行股份作价231.82亿元收购兴澄特钢86.5%股权。交易完成后，泰富投资

将持有大冶特钢75.05%的股权，代替新冶钢成为大冶特钢的控股股东。

表7-12 大冶特钢并购交易公告主要内容

披露时间	公告主要内容
2018.12.25	大冶特钢发布重组预案，拟发行股份作价231.82亿元收购兴澄特钢86.5%股权，公司股票即日起停牌
2019.5.30	证监会正式受理本次交易
2019.7.28	证监会有条件通过本次交易
2019.8.22	证监会正式发布《关于核准大冶特殊钢股份有限公司向中信泰富特钢投资有限公司等发行股份购买资产的批复》，核准本次交易，同日大冶特钢发布关联交易报告书正式版
2019.8.26	交易标的资产过户完成
2019.9.23	公司完成工商变更登记，更名为中信特钢
2019.10.11	相应证券简称更名为中信特钢

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技有限公司、相关公告

（1）整体上市，形成最大特钢企业

本次交易标的兴澄特钢规模庞大，实力雄厚，拥有从原材料资源到产品、产品延伸加工、终端服务介入的完整特钢产业链。合并后的中信特钢旗下企业包括江阴兴澄特种钢铁有限公司、大冶特殊钢有限公司等8个钢铁行业相关公司，具备年产1300多万吨特殊钢的生产能力，将成为全球规模最大、品种规格最全的专业化特殊钢制造集团。

（2）低价收购，实为集团内部整合

截至2018年10月31日，兴澄特钢的净资产为211.33亿元，231.82亿元的交易对价增值率仅为9.7%。但从中信集团的角度来看，利用现有的大冶特钢上市公司进行重

组比让兴澄特钢单独上市要更为划算，因而，本次大冶特钢低价收购兴澄特钢实质上是中信集团的一次内部整合。

（3）提升活力，深化国有企业改革

中信集团通过特钢板块资产在A股市场上市，进一步加快了国企改革步伐。一方面大幅提升了行业资产证券化水平，提高了资产市场化水平和流动性，为后续引入非国有资本，提升国企活力打下坚实基础。另一方面，并购后，利用资产、品牌、渠道资源及经营管理的有效协同，可以充分激发经营潜力，进一步提升利润水平，有利于实现国有资产保值增值的目标。

7.8 分拆上市：中航善达收购招商物业

7.8.1 交易简介

（1）交易卖方

本次交易卖方招商局蛇口工业区控股股份有限公司（以下简称：招商蛇口）和深圳招商房地产有限公司（以下简称：深圳招商地产）。

招商蛇口是招商局集团有限公司（以下简称：招商集团）旗下城市综合开发运营板块的旗舰企业，于1979年在深圳创立。2015年12月，招商蛇口吸收合并招商地产在深圳证券交易所重组上市，打造了国企改革的典范和中国资本市场创新标杆。公司定位于“中国城市及园区综合开发与运营服务商”，主营业务主要分为三大板块：园区开发与运营业务、社区开发与运营业务、邮轮产业建设与运营业务，并配套提供多元化的、覆盖全生命周期的产品与服务，为城市发展与产业升级提供综合性的解决方案。

深圳招商地产于1984年在深圳成立，原名招商局蛇口工业区房地产公司，1997年改组为有限责任公司，更名为深圳招商地产，为招商蛇口的全资子公司。公司主营业务为房地产开发，主要布局于深圳市和东莞市。

（2）交易买方

交易买方为中航善达股份有限公司（以下简称：中航善达）。中航善达最早前身为深圳航空大厦实业有限公司，成立于1985年，1994年公司在深圳证券交易所上市，后经多次更名于2018年5月29日正式确定为中航善达。

中航善达上市之初为多元化经营企业，后逐步转型为综合性房地产开发企业。2016年12月，公司向保利地产两家全资子公司转让房地产开发业务相关的资产与负债，将公司战略聚焦于物业资产管理业务，主营业务变更为房地产、物业管理和其他楼宇工程。近三年来，公司经营稳定，各产品营业收入发展均衡，2016-2018年公司归母净利润分别为16,147.68万元、15,058.78万元和85,661.34万元。

（3）交易标的

本次交易标的资产为招商局物业管理有限公司（以下简称：招商物业）100%股权。招商物业成立于1998年5月，是招商集团旗下唯一一家从事物业管理与服务的企业，运营管理总部位于深圳，是国内最早以产权为纽带、以资产管理为核心的规模化、品牌化和集团化物业服务企业。招商物业主营业务是为客户社区居家、商业办公以及城市公共空间等提供综合配套服务，业务服务范围覆盖居民生活、企业机构、城市公共三大类，包含20多种业态。服务对象包括中央及地方公权机构、金融机构、国内知名企业、跨国集团等，是中国领先的物业管理企业。

截至2018年底，招商物业已在全国48座城市进行业务布局，总资产16.98亿元。得益于近年来新售商品房及新增商办业态的快速增长，公司2016~2018年间发展迅速，管理面积由4345万平方米增加至7292万平方米，拥有下

属机构61家（全资子公司12家、分公司44家、合资公司5家）。截至本次交易前，招商蛇口直接持有招商物业90%股权并通过深圳招商地产间接持有招商物业10%股权，公司实际控制人为招商集团。

7.8.2 交易特点

2019年4月15日，中航善达公告重大资产重组，开启收购招商物业的步伐。本次交易前，招商蛇口持有中航善达 22.35%的股份，为中航善达第一大股东，但中航善达无控股股东及实际控制人。交易完成后，中航善达的控股股东将变更为招商蛇口，实际控制人将变更为招商局集团。从某种意义上说，这相当于招商物业借壳上市，招商蛇口再添一家“资本运作平台”。

表7-13 中航善达并购交易公告主要内容

披露时间	公告主要内容
2019.4.15	中航善达因重大资产重组事项停牌
2019.4.26	通过公司发行股份购买资产暨关联交易预案并复牌
2019.10.22	证监会审核通过此次并购交易
2019.12.4	完成工商变更，公司更名为招商积余

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、相关公告

（1）分拆上市，开创A股市场先河

2019年8月23日，证监会对《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》公开征求意见，并在年底公布最终规则。文件规范了上市公司将部分业务或资产以其直接或间接控制的子公司的形式在境内证券市场首次公开发行股票上市或实现重组上市的行为。以此份文件发布为标志，A股上市公司分拆子公司上市的做法正式被允许。

本次交易招商蛇口将其所持物业板块资产分拆后重组上市，在A股历史上堪称破冰式的跨越。交易在2019年4月即公告了预案，早于境内分拆上市规则征求意见的时间，且被证监会最终于2019年10月放行，又早于规则最终公布的时间，具有相当的预见性和前瞻性。

（2）聚焦物业，打造专业管理平台

本次交易响应了国资委有关“瘦身健体、聚焦主业、提质增效”的要求，有助于中航集团对其主业的聚焦和招商局集团主业的做大做强，有助于提高国有资产运营效率，增强国有企业抗风险能力，实现国有资产的增值保值。

本次并购完成后，招商物业成为第二家登陆A股主板的物业服务公司，实现了两大央企集团优质物业管理业务的整合，激发了两者的协同发展活力，进一步打开了物业管理战略业务的未来发展空间，在央企体系内打造了一个更加专业化的物业综合管理平台，全面提升了公司在物业管理领域影响力和竞争力。

7.9 零售转型：苏宁国际收购家乐福中国

7.9.1 交易简介

(1) 交易卖方

本次交易卖方为Carrefour S.A.（以下简称：家乐福集团）。家乐福集团成立于1959年，是大型超级市场（hypermarket）概念的创始者，于1963年在法国开设了世界上第一家大型超市。1999年8月30日家乐福集团兼并普罗莫代斯组成世界第二大零售集团。如今家乐福集团已发展成为欧洲最大、全球第二大的零售商，在世界上31个国家和地区拥有一万多家销售网点，涉及的零售业态包括大卖场、超级市场、折扣店、便利店、仓储式商店与电子商务。2018年，集团销售额同比增长1.4%至850亿欧元，利润提升4.6%，在2018年法国500强企业排名第4。

(2) 交易买方

本次交易买方为Suning International Group Co., Limited（以下简称：苏宁国际）。苏宁国际于2009年3月在香港注册成立，是苏宁易购集团股份有限公司（以下简称：苏宁易购）的全资子公司，是苏宁易购的海外持股和经营平台。

苏宁易购的前身是成立于1996年5月15日的江苏苏宁交家电有限公司，最初从事家用、商用空调的批发、零售、工程业务和售后服务。2000年，为顺应市场变化，公司开始转型为综合家电的连锁经营。2004年7月成功上市，经营商品涵盖传统家电、消费电子、百货、日用品、图书、虚拟产品等综合品类。

随着电子商务的深入发展，苏宁易购积极发展线上销售渠道，持续推进智慧零售和线上线下融合战略，全品类经营、全渠

道运营、全球化拓展，开放物流云、数据云和金融云，通过门店端、PC端、移动端和家庭端的四端协同，实现一站式服务体验。截至2018年底，苏宁易购线下连锁网络覆盖海内外，拥有苏宁易购广场、苏宁云店、苏鲜生、苏宁极物、苏宁易购直营店、苏宁小店等业态，自营创新互联网门店和网点超11000家，稳居国内线下连锁前列；苏宁易购线上通过自营、开放和跨平台运营，跻身中国B2C市场前三，且在主流电商中增速领先。2018年，公司实现全渠道销售规模达3367亿元，同比增长38.39%，归属于上市公司股东的净利润133.28亿元，同比增长216.38%。

(3) 交易标的

本次交易标的为Carrefour China Holdings N.V.（以下简称：家乐福中国）。1995年，成立36年的家乐福首次将商业版图扩张到中国，并经过10年的发展，在中国设立超过100家门店，成为外资零售在华企业中的第一人。但随着价格欺诈门、3.15晚会过期食品曝光案等事件的曝出，家乐福中国的发展转入低谷。2009年，家乐福中国在华大卖场的领导者地位被大润发超过；2010年，家乐福在华门店数被最大竞争对手沃尔玛超过；2010年7月，家乐福西安小寨店关门，这是家乐福第一次关闭在中国的门店。之后，电商平台如雨后春笋般崛起，中国正式进入互联网时代，属于家乐福的时代红利已消失殆尽。家乐福中国的业绩和利润以每年以超过10%的幅度一路倾颓，2018年，其营业利润为-4.12亿元，归属于母公司所有者的净利润为-5.78亿元。



7.9.2 交易特点

2019年6月22日，苏宁易购发布公告称，公司全资子公司苏宁国际与Carrefour Nederland B.V.及Carrefour S.A.签订《股份购买协议》，苏宁国际向转让方以现金48亿元人民币等值欧元收购家乐福中国80%股份。2019年8月26日，此次交易通过国家市场监督管理总局的经营者集中反垄断审查。9月26日，苏宁国际支付完毕全部转让对价，苏宁国际与转让方完成家乐福中国80%股份的交割手续。

（1）优势互补，搭建全场景零售布局

对家乐福中国而言，尽管其近年来致力于建设网上商城，其线上优势并不明显，仍然属于较为传统的零售企业。通过本次并购，可以借助苏宁易购丰富的线上销售经验，获得大数据、金融、物流等技术加持，打通其线上销路。

对苏宁易购而言，其从家电零售到全品类零售的转型早已全面铺开，零售网络遍及线上、零售小店，但唯独缺失大型超市卖场，而家乐福在中国拥有逾两百家门店。此外，苏宁易购收购家乐福中国，不仅是单纯接手其线下门店，也将同时引进其国际化的供应链体系，有助于降低采购和物流成本，并推动全场景零售布局的最终建立。

（2）零售博弈，苏宁以并购入局

中国零售业当下正处于整合调整的关键时期。早在2017年，阿里入股高鑫零售（大润发、欧尚）、腾讯入股

永辉超市便已显露出对线下战场的争夺。苏宁易购此次并购家乐福中国，期望通过坐落于大城市核心商圈的家乐福和渗透于社区末端的苏宁小店的融合打通，产生1+1>2的效果，在线下市场激发出更强的竞争力，进而加码线下市场的博弈。

苏宁易购通过收购家乐福中国80%的股份取得了家乐福中国的绝对控股权，并与家乐福集团签署投资协议，明确规定对方不参与任何具体经营，从而更好地应对中国市场的快速变化。在人事方面，苏宁易购副总裁田睿出任苏宁家乐福CEO，但尽量保持家乐福中国原有团队。可以看出，此次苏宁易购并购家乐福中国意图并不仅仅止步于吸收与借鉴，而是通过取得控股权与独立经营的方式，推动家乐福与苏宁快消的全面融合。

（3）转型加速，从家电零售到综合零售

十年前电商兴起，已经称霸线下的苏宁遭遇新秀京东，被迫转向线上。如今互联网流量增速放缓、风头减弱，线上线下的概念被全渠道替代。尽管苏宁易购在此之前已展开向综合零售的转型，但其主要业务仍集中在3C、家电等领域，快消领域仍存在短板与较大的提升空间。因而，此次并购家乐福中国不仅是苏宁易购全渠道发展战略的体现，也是其加快从家电零售商向综合零售转型的战略部署。

7.10 吸收合并：双汇发展收购双汇集团

7.10.1 交易简介

（1）交易卖方

本次交易卖方为罗特克斯有限公司（以下简称：罗特克斯），截至交易前，其持有河南省漯河市双汇实业

集团有限责任公司（即标的公司，以下简称：双汇集团）100%股权，持有河南双汇投资发展股份有限公司（即交易买方，以下简称：双汇发展）13.98%的股权，为双汇



发展的第二大股东。

罗特克斯成立于2006年2月28日，是一家为参与双汇集团股权转让而在香港注册成立的持股公司，控股股东为Glorious Link，实际控制人是万洲国际，最终控制人为兴泰集团。

万洲国际，原名双汇国际控股有限公司，成立于2007年，总部设在香港。2014年8月5日，万洲国际在港交所上市，是全球最大的猪肉食品跨国公司，万洲国际拥有中国“双汇”、美国“Smithfield”等产品和品牌，双汇牌冷鲜肉、双汇王中王在中国家喻户晓，Smithfield品牌享誉欧美市场。万洲国际产品销往全球40多个国家，是全球规模最大、布局最广、产业链最完善、最具竞争力的猪肉食品企业。2016年，万洲国际进入《财富》世界500强。2017年，万洲国际股票入选香港恒生指数成份股，成为港股大蓝筹。2019年销售额1600多亿元，是全球最大猪肉食品跨国公司。

（2）交易买方

本次交易买方为双汇发展，而双汇发展同时也是并购标的的子公司。双汇发展于1998年10月15日在河南省工商行政管理局登记成立，目前是我国肉类行业内规模最大、实力最强的龙头企业，是中国肉制品加工行业最具影响力的品牌之一。公司业务涉及猪肉产业链中的各个方面，包括上游的饲料、生猪养殖，中游的生猪屠宰及生鲜冻品、肉制品加工，以及下游的商业零售等。目前，双汇发展在全国18个省（市）建有30个现代化肉类加工基地和

7.10.2 交易特点

2019年1月20日，双汇发展公告筹划发行股份购买资产并停牌。25日，董事会通过吸收合并双汇集团的预案，自此双汇发展开始吸收合并控股股东双汇集团。此次交易具体方案为双汇发展以20.34元/股向控股股东双汇集团的唯一股东罗特克斯发行19.75亿股，对双汇集团实施

配套产业，形成了饲料、养殖、屠宰、肉制品加工、新材料包装、冷链物流、连锁商业等完善的产业链，年产销肉类产品近400万吨，拥有100多万个销售终端，每天有1万多吨产品销往全国各地。

（3）交易标的

本次交易标的为双汇集团的100%股权。双汇集团前身为漯河市冷冻厂，始建于1958年7月，1977年4月漯河市冷冻厂名称变更为河南省漯河肉类联合加工厂。1994年8月24日，漯河市人民政府以河南省漯河肉类联合加工厂和漯河罐头食品股份有限公司的国有资产为注册资本，成立双汇集团。2006年4月，漯河市政府决定将漯河市国资委持有的双汇集团100%股权对外转让，公司由国有企业变更为外资企业，罗特克斯成为其100%控股股东。

双汇集团系持股型公司，不直接从事具体的生产经营业务，其业务主要通过相关子公司来开展，包括肉制品加工、调味料和软件开发等业务。双汇集团除控股双汇发展外，还有四家控股或参股公司，分别是漯河双汇海樱调味料食品有限公司、漯河双汇意科生物环保有限公司、漯河双汇计算机软件有限责任公司和河南双汇集团财务有限公司。近年来，双汇集团及其子公司双汇发展生产规模稳步增长，市场地位进一步稳固，综合实力逐步增强。“双汇”商标是“中国驰名商标”，双汇高温肉制品、低温肉制品和鲜冻分割猪肉是“中国名牌产品”。

吸收合并，交易对价约为402亿元。本次交易前，罗特克斯直接持有双汇集团100%的股权，双汇集团直接持有双汇发展59.27%股权，罗特克斯直接和间接持有双汇发展73.25%的股权。本次交易完成后，罗特克斯持有双汇发展73.41%的股权，而双汇集团则被注销。

表7-14 双汇发展并购交易相关公告

披露时间	公告相关内容
2019.1.20	筹划发行股份购买资产并停牌
2019.1.25	董事会通过公司吸收双汇集团的方案议案
2019.5.31	发布吸收合并双汇集团的交易报告书（修订稿）
2019.7.11	此次交易获证监会审核有条件通过
2019.7.15	对交易报告书（修订稿）进行补充披露
2019.9.12	发布公告披露资产过户情况
2019.9.25	发布公告注销持有的双汇集团股份
2019.9.25	发布《吸收合并河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司暨关联交易之实施情况暨新增股份上市公告书》

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、相关公告

（1）吸收合并，增强双汇发展品牌

本次重组完成后，双汇发展将完成对双汇集团的吸收合并，双汇发展将成为万洲国际在中国境内唯一的肉业平台。一方面更有利于提升双汇发展在行业中的地位，增强在产业升级和整合中的竞争力及话语权；另一方面也有利于双汇发展进一步整合体系内优势资源。未来双汇发展将聚焦肉业主业，通过对产业链的整合强化领先优势，通过对产品的持续创新优化引领产业的转型升级，打造具备核心竞争力的肉业产业上市平台。

（2）厘清关系，优化公司治理结构

从本质上来看，双汇集团只是夹在实际控制人和上市公司之间的一个虚设层级，本次合并可以压缩管理层级，厘清双汇发展的股权结构，提升上市公司的决策效率。交易完成后，双汇发展的组织架构进一步精简，利于激发公司的运营活力。

此外，本次吸收合并双汇集团，将更好地避免双汇发展与控股股东、实际控制人之间在中国境内的同业竞争，消除双汇发展与双汇集团在调味料业务、软件开发等方面的关联交易，有助于降低双汇发展整体关联交易的规模，有利于进一步优化上市公司的治理结构。

（3）吸收相关协同业务，助力双汇发展

本次吸收双汇集团的主要包括三类：一是调味料业务，该业务的注入将有利于实现双汇发展产品结构升级，增强产品创新优化能力，以创新促转型。二是软件开发业务，该业务将为双汇发展的信息智能化提供技术支持，促进工业信息化、大数据平台建设以及渠道网络的扩大，支持双汇发展在生产、管理以及市场开拓方面的全面升级。三是财务公司，其将成为双汇发展的全资子公司，为下属企业日常经营及战略发展提供支持，促进各业务板块资源配置更加合理，提升资金使用效率，并在后续发展过程中以金融服务为依托，为上下游企业提供支持，带动整个产业链的发展，在扩大规模同时保持经营的稳定，提升自身盈利水平。

总体来看，双汇发展将以本次重组为契机，发挥产业链核心的优势带动行业创新转型，利用信息化服务提升全产业链的信息化、智能化水平，利用金融服务提升公司自

身以及全产业链的运营效率，打造更具优势的肉业相关产业链，更好地落实“调结构、扩网络、促转型、上规模”的发展战略。

7.11 跨境发展：亿帆医药收购佰通公司

7.11.1 交易简介

(1) 交易卖方

本次交易卖方为宁波保税区东人投资有限公司（以下简称：宁波东人）以及 Kelipond Investment Limited（以下简称：Kelipond公司）。宁波东人成立于2015年6月，主营业务为实业投资、资产管理、企业管理及相关咨询服务等，该公司持有 Dongren Singapore Pte.Ltd（即交易标的之一，以下简称：新加坡东人）100%股权。Kelipond公司成立于2016年11月，主营业务为医药医疗股权投资等，该公司持有 Perfect Trend Ventures Ltd.（即交易标的之一，以下简称：Perfect Trend）100%股权。

(2) 交易买方

本次交易买方为亿帆医药股份有限公司（以下简称：亿帆医药），于2000年11月10日在浙江省工商行政管理局登记成立，并于2004年7月13日在深交所上市。亿帆医药是一家集药品、医药原料药及高分子材料研发、生产与销售于一体的创新型企业，主导产品为泛酸系列产品。其中，医药产品主要有血液肿瘤类、妇科类、儿科类、皮肤类、

骨科类等药品；原料药主要为维生素B5及原B5等产品；高分子材料主要包括PBS、PVB产品。亿帆医药是医药创新型研发生产企业，设有国家级博士后科研工作站、省级企业技术中心（研发中心），旗下拥有多家高新技术企业，现有药学相关专业硕士、博士近百名。2017~2019年，亿帆医药分别实现营业收入43.7亿元、46.3亿元及51.9亿元，同比增长24.8%、5.9%以及12.0%，净利润则分别为13.1亿元、7.4亿元和9.0亿元，具有较强盈利能力。

(3) 交易标的

本次交易的直接标的为新加坡东人和 Perfect Trend两家公司的100%股权。其中，新加坡东人是为完成本次交易于2019年1月设立的企业，无其他实体经营与投资业务，持有 Bioton S.A.（以下简称：佰通公司）19.79%股权。Perfect Trend主要从事对糖尿病药品公司的股权投资，截至交易前除持有佰通公司11.86%的股权外，无其他投资经营活动。因此，本次交易最终标的为佰通公司31.65%的股权。



表7-15 佰通公司股东出资情况

序号	股东名称	持股比例 (%)
1	Dongren Singapore Pte.Ltd	19.79
2	Perfect Trend Ventures Ltd.	11.86
3	Troqueera Rnterprises Ltd.	9.88
4	Basolma Holding Ltd.	7.16
5	AIS Investment 2 Sp. Z o.o.	6.00
6	UniApekS.A.	5.00
7	持股小于5%的股东	40.31
	合计	100.00

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、相关公告

佰通公司于1989年8月成立，是一家在波兰华沙证券交易所挂牌上市的波兰生物科技公司，是全球第四家上市的重组人胰岛素制造商，也是波兰第二大综合性医药企业，拥有从大规模发酵重组人胰岛素的原料药到胰岛素制剂产品的整个生产链，每年可生产原料药约2吨、制剂超过1亿支。2008年，佰通公司胰岛素产品进入中国市场，商品名“重和林”。在中国，佰通公司拥有1个原料药的注册文号、18个重组人胰岛素的制剂文号以及1个注射用笔医疗器械文号，形成了胰岛素产品的全覆盖。多年来，佰通公司以生产安全、有效的医药产品和高质量的生物活性物为己任，引入了符合欧盟 EMA 和美国FDA药品生产质量管理规范（GMP）的全套质量体系以及成熟的大规模生产胰岛素以及类似物的生产体系。2018年，佰通公司实现收入4.4亿元，净利润为4766万元。

7.11.2 交易特点

亿帆医药于2019年8月30日召开的第七届董事会第五次（临时）会议审议通过了《公司拟通过现金收购Perfect Trend Ventures Ltd100%股权及Dongren Singapore Pte Ltd100%股权方式间接收购Bioton S.A.31.65%股权的议案》，并于2019年9月2日正式发布公告。

公告显示，亿帆医药于2019年8月30日分别与宁波东人、Kelipond公司签署了《关于Dongren Singapore Pte.Ltd现金购买资产协议》，以及《关于Perfect Trend Ventures Ltd现金购买资产协议》，约定以现金人民币44790万元购买宁波东人持有的新加坡东人100%股权，以现金人民币26840万元购买Kelipond公司持有的Perfect Trend100%股权。交易完成后，公司将以合计人民币71630万元最终取得佰通公司31.65%的股权，成为佰通公司第一大股东。

表7-16 亿帆医药并购相关公告

披露时间	公告主要内容
2019.8.30	亿帆医药第七届董事会第五次（临时）会议审议通过《公司拟通过现金收购Perfect Trend Ventures Ltd100%股权及Dongren Singapore Pte Ltd100%股权方式间接收购Bioton S.A.31.65%股权的议案》
2019.8.30	亿帆医药分别与宁波东人/Kelipond公司签署《关于Dongren Singapore Pte.Ltd现金购买资产协议》和《关于Perfect Trend Ventures Ltd现金购买资产协议》
2019.9.2	亿帆医药正式发布《公司拟通过现金收购Perfect Trend Ventures Ltd100%股权及Dongren Singapore Pte Ltd100%股权方式间接收购Bioton S.A.31.65%股权的公告》
2019.11.1	亿帆医药通过持有新加坡东人、Perfect Trend 公司 100%股权间接持有佰通公司 31.65%的股权，股权变更登记工作全部办理完毕

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技有限公司、相关公告

（1）跨境收购，降低基地建设成本

根据亿帆医药2018年年报，该公司第三代胰岛素正处于放大试生产及技术验证阶段，需要成熟的胰岛素生产线及生产基地进行放大生产试验。但生物制品对生产基地的筹建时间、投资成本、质量标准及GMP认证具有非常高的要求，例如，通化东宝曾在2018年推出“重组人胰岛素建设项目”，计划建设一个年产胰岛素原料药3吨、重组人胰岛素注射剂2.25亿支且符合国际GMP标准的生产基地，需要投资超过24.7亿元，建设周期长达4年。亿帆医药通过本次跨境收购，仅用7.16亿便获得了拥有国际GMP认证及国际销售网络、且产能较高的生产基地，大幅降低了建设成本。

（2）面向全球，推进三代胰岛素研发

亿帆医药长期坚持国际化的发展战略，已形成覆盖欧洲、北美、亚太、北非和中东等40余个主要国家及地区的销售网络，布局全球制剂市场。而此次收购佰通公司股权亦是公司药品制剂国际化战略的重要举措，有利于丰富公司产品制剂生产能力，提升公司的全球市场竞争力，完善公司的全球药品制剂业务布局。

此外，2018年7月，亿帆医药与佰通公司

签订了《三代胰岛素加工服务协议》，本次并购的实施不仅能够保证亿帆医药三代胰岛素在研发及后续上市阶段的生产供应，同时可以借助佰通公司在重组人胰岛素领域的研发、临床试验、注册法规、质量控制、生产能力及与胰岛素相关的人力资源的经验与优势，加速公司在研三代胰岛素项目的研发以及相关产品的入场进度。

（3）协同发展，加深战略合作关系

此次交易是基于亿帆制药在胰岛素市场领域的布局展开的，在取得相对控制权的基础上，保证了双方战略合作的稳定性。

亿帆医药早在2018年3月便与佰通公司签订了《全球产品代理协议》，成为佰通公司重组人胰岛素国际销售的唯一代理商。同年4月，亿帆医药购买SUMMITBIOTECK公司的三个三代胰岛素平台技术，并确定佰通公司作为合作方开发以上三个产品的研发场地以及上市后的长期生产场地，为其提供CMO服务。因此，亿帆制药与佰通公司具有较好的合作基础。并购完成后，亿帆医药将成为佰通公司第一大股东，有利于提高双方产品合作的稳定性，在糖尿病领域形成长期战略伙伴关系。

7.12 “科技+”：杭钢股份收购云数据公司

7.12.1 交易简介

(1) 交易卖方

本次交易卖方为杭州钢铁集团有限公司（以下简称：杭钢集团）和富春有限公司（以下简称：富春公司）。其中杭钢集团持有买方——杭州钢铁股份有限公司（以下简称：杭钢股份）15.14亿股，占总股本的44.84%，为控股股东。同时，杭钢集团持有富春公司100%股权。截至交易前，杭钢集团和富春公司分别持有标的公司55%和45%的股权。

杭钢集团于1957年在杭州创建，经过60多年的发展，已成为一家以钢铁制造及金属贸易、节能环保为核心主业，以数字经济、技术创新服务为培育主业的“2+2”产业格局的大型现代企业集团，现由浙江省人民政府国有资产监督管理委员会管理。截至2019年底，杭钢集团拥有全资及控股子公司38家，其中上市公司2家，分别为杭钢股份和浙江菲达环保科技股份有限公司。同年，公司资产总额727.59亿元，营业收入1068.29亿元，利润总额20.25亿元。

富春公司成立于1986年，是一家注册在香港的私人股份有限公司。其主要业务为一般贸易、持有物业作出租用途及投资控股公司，截至2018年底，富春公司总资产68亿元，当年营业收入129.7亿元，亏损2194.6万元。

(2) 交易买方

本次交易买方为杭钢股份，成立于1998年2月，是由杭钢集团作为独家发起人，以其所属的焦化厂、炼铁厂、转炉炼钢厂、中型轧钢厂、热轧带钢厂等八个生产厂和杭

钢集团部分管理部门等经营性资产投入，采用募集方式设立的股份有限公司。公司于1998年3月在上海证券交易所挂牌上市。

截至交易前，公司以宁波钢铁所从事的钢铁业务为主，以部分环保业务为辅。宁波钢铁毗邻北仑港，交通较为便利，能有效降低大宗原材料的物流成本以及物料损耗。此外，宁波钢铁位于产钢量小、需求较大的浙江省，70%以上的产品销售在省内完成，销售半径小、交付周期短，区位优势明显。在环保业务层面，杭钢股份控股子公司紫光环保具备丰富的技术储备与行业实施经验，拥有集投资、咨询、设计、工程、运营为一体的环保产业链。

(3) 交易标的

本次交易标的为杭州杭钢云计算数据中心有限公司（以下简称：云数据公司）100%股权，云数据公司原名杭州紫金实业有限公司，于2018年9月20日完成名称变更。公司原先主要从事高强度机械用钢生产加工、钢铁轧制、金属压延业务，自杭钢集团半山基地2015年底关停后，该公司处于转型状态。

截至交易前，云数据公司正处于互联网数据中心（IDC）项目建设过程中，尚未正式开展实际经营。杭钢股份对其收购并增资完成后，云数据公司将主要从事IDC业务，即通过自建机房、购置机架、空调、网络等设备，以及向电信运营商采购的网络资源，为客户提供出租机架、网络接入及机架运行维护等基础业务；同时提供云服务、增值服务以及大数据服务等。

7.12.2 交易特点

2019年7月18日，杭钢股份第七届监事会第二十次会议决议审议通过《关于变更部分募集资金投向收购杭州杭钢云计算数据中心有限公司100%股权并增资的关联交易议案》，并发布《关于收购杭州杭钢云计算数据中心有限公司100%股权并增资的关联交易公告》，自此杭钢股份正式开始收购云数据公司。

杭钢股份将原本投向“金属材料交易平台项目”的9.5亿元募集资金用于收购母公司杭钢集团和姊妹公司富春公司共同持有的云数据公司并进行增资。其中7.26亿元

用于收购云数据公司100%股权，其余2.24亿元用于对云数据公司增资，增资用来投资建设运营杭钢云计算数据中心项目一期。

本次交易完成后，云数据公司将成为上市公司的全资子公司，上市公司将以云数据公司为实施主体，建设并运营IDC项目。公司收购云数据公司后，可充分利用自身及云数据公司的国企背景优势、资源能耗优势及区位优势（近用户、近产业链、近人才）等有利条件建设并运营该项目。

表7-17 杭钢股份并购相关公告

披露时间	公告主要内容
2019.7.18	杭钢股份披露拟变更部分募集资金投向用于收购云计算公司100%股权并对其增资
2019.10.30	杭钢股份三季度报告披露现金收购云计算公司交易完成
2019.12.21	披露《募集资金专户存储四方监管协议》及募集资金使用情况

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、相关公告



(1) 共谋数字化，双方联手布局IDC

由于互联网及移动互联网业务的高速发展，我国IDC业务正处在快速发展阶段。“中国IDC圈”最新发布的《2018-2019年中国IDC产业发展研究报告》显示，2018年中国IDC市场规模已达1228亿元，同比增长29.8%；预计2019~2021年，我国IDC市场规模将继续保持较快增长，三年平均增长率31%，到2021年，我国IDC市场规模将接近2700亿元。

杭钢股份在IDC产业的发展上具有一定的优势。网络延迟和稳定性是IDC行业的两个重要指标，影响这两个指标的重要因素分别是地理位置和能源保障。而从项目用地到能源供应，杭钢都拥有巨大的资源优势，为顺利推进IDC项目提供了有效保障。一方面，杭钢股份在土地资源紧缺的浙江省会杭州拥有1700余亩可用地及众多大跨工业厂房等丰富资源，周边地区具有大批量潜在的用户群体。另一方面，杭钢股份已有的变电站可为数据中心提供3路独立电源，供电的可靠性和安全性更高；附近的一座天然气母站距离数据中心项目仅800米，完全可以满足实施分布式能源对天然气的需求。

(2) 响应号召，助力国家产业建设

近年来，国务院及相关部门发布了一系列促进云计算、大数据产业发展的政策文件。浙江省也先后出台《杭州市建设全国云计算和大数据产业中心三年行动计划》、《浙江省促进大数据发展实施计划》等一系列文件，对云计算和大数据产业重点工作做出了部署。2018年9月发布的《浙江省数字经济五年倍增计划》中，明确提出要力争数字经济核心产业增加值年均增长15%左右，着力培育数字安防、云计算大数据和电子商务3个世界级产业集群，在云计算、大数据、物联网、人工智能等领域形成一批创新成果和行业解决方案。

杭钢股份的并购立足区位优势，将以实时应用为主的中小型数据中心灵活部署在靠近用户所在地、电力保障稳定的地区，符合国家的重点支持类型，是积极相应国家产业政策的一大举措，对促进大数据技术及应用的研发和产业化有着相当的助力作用。

附录 1

BMI 编制

APPENDIX I BMI COMPILATION

BMI编制

BMI是一组由主指数（中国并购指数）和子指数（行业并购指数、省份并购指数、城市并购指数）共同构成、相互补充、每周更新的系列指数，以2010年1月1日为基期，主指数每日取近30日并购数据进行计算并每周更新，

行业、省份、城市并购指数每周计算并更新。此外，同步推出的新锐指数通过计算并购指数周增长率展现当期成长性最优的行业与地区。

BMI核心特色

第一，百万级数据。BMI的基础数据源于同花顺、天眼查等众多并购及企业数据库，通过计算机API数据接口的形式，从数据库中自动调取数据信息并进行交叉验证与整合，确保并购数据的覆盖广度、来源多样及实时更新。BMI建立以来，相关数据量已累积至百万级别，并持续增长。

第二，科学化编制。BMI的指标框架设计在全面考察国内外现有并购指数的基础上，从并购数量、金额、进程、成功率等因素对并购活跃性进行综合考量。指标赋权与计算依托浙大AIF团队相关专利，利用机器学习方法判断指标及各类别数据之间的相对重要程度，结合数百位专

家建议，实现科学赋权。

第三，自动化更新。BMI数据库具备自动化采集功能，通过API接口增量式获取各类数据库的实时数据，进行自动化数据采集、清洗、验证与集成，配合自动化指数计算、分析、管理系统，实现指数的自动化更新，并保持指数背后每笔并购交易的可追溯性。

第四，形象化展示。BMI的最新成果保持每周自动更新，白沙泉并购金融展示馆内大屏、蓝血并购官网均同步更新，为并购人及时获取并购市场动态提供了便利。同时，本年报亦是BMI众多成果之一，结合指数表现，深挖并购数据，分析并购市场，研判并购走势。

BMI计算方法

BMI在综合考量各类并购活跃因素的基础上建立指标体系，从宏观（并购市场）、微观（并购事件）和效果

（并购结果）等多个维度综合展现并购市场的活跃情况。计算方法如下：

（1）BMI主指数（中国并购指数）：

以并购方视角反映中国并购市场活跃度，每日更新，取近30日并购数据进行计算，BMI值越高，代表中国并购市场越活跃。

$$\text{BMI主指数} = 1000 \times \left(\beta_n \times \frac{\sum w_i \times N_i}{\sum w_i \times N_{bi}} + \beta_m \times \frac{\sum w_i \times M_i}{\sum w_i \times M_{bi}} \right)$$

其中， β_n ：并购数量权重

β_m ：并购金额权重

ω_i ：阶段i活跃调节系数

N_i ：近30天阶段i并购数量

M_i ：近30天阶段i并购金额

N_{bi} ：基期近30天阶段i并购数量

M_{bi} ：基期近30天阶段i并购金额

阶段i包括：新发起、进行中、已完成、失败

(2) BMI子指数(行业/省份/城市并购指数):

以并购方视角反映不同行业/省级行政区/地级行政区并购活跃度,每周计算并更新,BMI值越高,代表该行业/省份/城市并购越活跃。

$$\text{BMI子指数}=100\times\left(\beta_n\times\frac{\sum w_i\times N_i}{\frac{1}{n}\sum w_i\times N_{bi}}+\beta_m\times\frac{\sum w_i\times M_i}{\frac{1}{n}\sum w_i\times M_{bi}}\right)$$

其中, β_n : 并购数量权重

β_m : 并购金额权重

ω_i : 阶段i活跃调节系数

N_i : 近30天阶段i并购数量

M_i : 近30天阶段i并购金额

N_{bi} : 基期近30天阶段i并购数量

M_{bi} : 基期近30天阶段i并购金额

n: 参与基期计算的全国行业、省级行政区、地级行政区数量

阶段i包括: 新发起、进行中、已完成、失败

(3) BMI新锐指数:

以并购方视角反映不同行业/省级行政区/地级行政区并购活跃度的增长情况,每周计算并更新,新锐值越高,代表该行业/省份/城市并购活跃度增长幅度越大。

$$\text{BMI新锐指数}=100\times\frac{\text{BMI}_i-\text{BMI}_{i-1}}{\text{BMI}_{i-1}}$$

其中, BMI_i : 本周BMI子指数i

BMI_{i-1} : 上周BMI子指数i

BMI_i 子指数i包括: 行业并购指数、省份并购指数、城市并购指数

需要强调的是,为合理描绘并购事件不同时期对并购市场活跃度的不同影响,即使是相同阶段,其活跃度调节系数也非定值,而是采用相应函数模型进行拟合,以准确反映并购事件在一段时间内对并购市场活跃性的影响。

BMI数据处理

BMI的基础数据来源于同花顺iFinD、天眼查等被广泛应用的数据库,为保证指数的科学性与严谨性,我们对数据进行了相应处理,说明如下:

(1) 中国上市企业相关数据: 为保证并购信息的准确性与有效性, BMI选择同花顺数据库中上市企业相关并购数据进行指数计算与分析,其结果主要反映中国上市企业相关并购活跃度情况。

(2) 国民经济行业分类: 为保证行业分类标准的官方性与权威性, BMI采用国民经济行业分类标准对相关企业进行分类,共涉及89个行业类型。

(3) 省/地级行政区: 为全面覆盖中国各地并购市场

数据, BMI以最新省/地级行政区划为基准,对各地并购活跃度进行测算,共涉及34个省级行政区、340个地级行政区。

(4) 数据筛选: 为保证指数结果的客观性与准确性, BMI剔除了并购金额、发起时间等部分指标缺省或异常的数据。

需要明确的是, BMI是开放且保持动态调整的。考虑到信息公告与数据库收录等延迟因素, BMI的相关数据与指数结果也将随着并购信息的补充与完善进行追溯调整,以期不断贴近真实市场状态。与此同时,在日后的研究中, BMI体系也将不断优化,力求更加准确地追踪市场。

附录 2

2019 年白沙泉中国并购指数 (BMI) 行业排名表

APPENDIX II

BAISHAQUAN CHINA M&A INDEX (BMI) INDUSTRY RANKING TABLE 2019

排名	行业
1	商务服务业
2	批发业
3	资本市场服务
4	科技推广和应用服务业
5	软件和信息技术服务业
6	房地产业
7	研究和试验发展
8	电气机械和器材制造业
9	计算机、通信和其他电子设备制造业
10	化学原料和化学制品制造业
11	零售业
12	专业技术服务业
13	电力、热力生产和供应业
14	通用设备制造业
15	医药制造业
16	专用设备制造业
17	非金属矿物制品业
18	汽车制造业
19	其他金融业
20	土木工程建筑业
21	有色金属矿采选业
22	农副食品加工业
23	黑色金属冶炼和压延加工业
24	道路运输业
25	橡胶和塑料制品业
26	水上运输业
27	货币金融服务

续 表

排名	行业
28	金属制品业
29	建筑装饰和其他建筑业
30	生态保护和环境治理业
31	仪器仪表制造业
32	有色金属冶炼和压延加工业
33	装卸搬运和运输代理业
34	文化艺术业
35	食品制造业
36	房屋建筑业
37	互联网和相关服务
38	广播、电视、电影和影视录音制作业
39	文教、工美、体育和娱乐用品制造业
40	保险业
41	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业
42	煤炭开采和洗选业
43	其他制造业
44	纺织服装、服饰业
45	公共设施管理业
46	纺织业
47	畜牧业
48	农业
49	造纸和纸制品业
50	印刷和记录媒介复制业
51	其他服务业
52	燃气生产和供应业
53	租赁业
54	农、林、牧、渔服务业
55	卫生
56	航空运输业
57	化学纤维制造业
58	建筑安装业
59	水的生产和供应业

续 表

排名	行业
60	管道运输业
61	家具制造业
62	电信、广播电视和卫星传输服务
63	酒、饮料和精制茶制造业
64	体育
65	石油和天然气开采业
66	铁路运输业
67	渔业
68	新闻和出版业
69	居民服务业
70	金属制品、机械和设备修理业
71	教育
72	林业
73	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业
74	机动车、电子产品和日用产品修理业
75	仓储业
76	住宿业
77	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业
78	其他采矿业
79	娱乐业
80	开采辅助活动
81	石油加工、炼焦和核燃料加工业
82	餐饮业
83	废弃资源综合利用业
84	非金属矿采选业
85	邮政业
86	社会工作
87	黑色金属矿采选业
88	水利管理业
89	烟草制品业

注：本表排名通过对2019年52周BMI行业并购指数排名加权平均得到，并购方视角。

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

附录 3

2019 年白沙泉中国并购指数 (BMI) 城市排名表

APPENDIX III

BAISHAQUAN CHINA M&A INDEX (BMI) RANKING OF CITIES IN 2019

排名	城市	排名	城市	排名	城市
BMI城市并购指数1~120名					
1	北京市	41	太原市	81	开封市
2	上海市	42	石家庄市	82	九江市
3	深圳市	43	乌鲁木齐市	83	株洲市
4	香港特别行政区	44	南宁市	84	昌吉回族自治州
5	杭州市	45	潍坊市	85	丽水市
6	苏州市	46	中山市	86	威海市
7	广州市	47	鄂尔多斯市	87	菏泽市
8	成都市	48	黄石市	88	东营市
9	南京市	49	洛阳市	89	秦皇岛市
10	天津市	50	保定市	90	岳阳市
11	宁波市	51	惠州市	91	鹰潭市
12	武汉市	52	长春市	92	梅州市
13	重庆市	53	芜湖市	93	济宁市
14	长沙市	54	淄博市	94	连云港市
15	厦门市	55	哈尔滨市	95	德州市
16	昆明市	56	漯河市	96	铜陵市
17	珠海市	57	盐城市	97	伊犁哈萨克自治州
18	无锡市	58	汕头市	98	马鞍山市
19	福州市	59	兰州市	99	营口市
20	西安市	60	温州市	100	通化市
21	济南市	61	扬州市	101	淮安市
22	合肥市	62	西宁市	102	许昌市
23	绍兴市	63	金华市	103	宿迁市
24	郑州市	64	徐州市	104	柳州市
25	青岛市	65	镇江市	105	常德市
26	常州市	66	漳州市	106	揭阳市
27	佛山市	67	宜昌市	107	乌海市

续 表

排名	城市	排名	城市	排名	城市
28	南昌市	68	北海市	108	荆门市
29	拉萨市	69	焦作市	109	宜春市
30	嘉兴市	70	吉林市	110	泰州市
31	台州市	71	江门市	111	肇庆市
32	贵阳市	72	泉州市	112	衢州市
33	廊坊市	73	银川市	113	赣州市
34	东莞市	74	呼和浩特市	114	沧州市
35	沈阳市	75	大同市	115	晋中市
36	南通市	76	湘潭市	116	南平市
37	烟台市	77	滨州市	117	邯郸市
38	唐山市	78	新余市	118	荆州市
39	大连市	79	绵阳市	119	赤峰市
40	湖州市	80	龙岩市	120	盘锦市
BMI城市并购指数121~240名					
121	伊春市	161	大庆市	201	乌兰察布市
122	克拉玛依市	162	宣城市	202	莆田市
123	白银市	163	林芝市	203	晋城市
124	玉林市	164	三亚市	204	张掖市
125	湛江市	165	朔州市	205	十堰市
126	襄阳市	166	上饶市	206	乐山市
127	安庆市	167	锦州市	207	怀化市
128	商丘市	168	博尔塔拉蒙古自治州	208	曲靖市
129	桂林市	169	益阳市	209	辽阳市
130	喀什地区	170	宿州市	210	阿坝藏族羌族自治州
131	黄山市	171	濮阳市	211	阜阳市
132	宁德市	172	泸州市	212	武威市
133	延边朝鲜族自治州	173	鞍山市	213	吕梁市
134	延安市	174	运城市	214	山南市
135	齐齐哈尔市	175	衡阳市	215	防城港市
136	舟山市	176	安顺市	216	天水市
137	梧州市	177	萍乡市	217	三明市
138	淮北市	178	黄冈市	218	绥化市

续 表

排名	城市	排名	城市	排名	城市
139	蚌埠市	179	通辽市	219	鄂州市
140	德阳市	180	滁州市	220	铜川市
141	宝鸡市	181	商洛市	221	郴州市
142	南阳市	182	阿克苏地区	222	邢台市
143	汉中市	183	包头市	223	葫芦岛市
144	自贡市	184	安阳市	224	枣庄市
145	巴音郭楞蒙古自治州	185	吉安市	225	广安市
146	新乡市	186	凉山彝族自治州	226	雅安市
147	景德镇市	187	周口市	227	张家界市
148	贺州市	188	内江市	228	云浮市
149	淮南市	189	海西蒙古族藏族自治州	229	韶关市
150	六安市	190	信阳市	230	抚顺市
151	平顶山市	191	泰安市	231	咸阳市
152	临沂市	192	孝感市	232	河源市
153	遂宁市	193	渭南市	233	和田地区
154	锡林郭勒盟	194	莱芜市	234	张家口市
155	宜宾市	195	临汾市	235	咸宁市
156	酒泉市	196	中卫市	236	佳木斯市
157	聊城市	197	阿拉善盟	237	衡水市
158	吴忠市	198	丹东市	238	石嘴山市
159	南充市	199	鹤壁市	239	鹤岗市
160	阳泉市	200	遵义市	240	广元市
BMI城市并购指数241~308名					
241	黔东南苗族侗族自治州	275	呼伦贝尔市	308	邵阳市
242	巴彦淖尔市	276	榆林市	308	汕尾市
243	潮州市	277	随州市	308	阜新市
244	白山市	278	阿里地区	308	三沙市
245	玉溪市	279	百色市	308	海东市
246	甘孜藏族自治州	280	安康市	308	德宏傣族景颇族自治州
247	资阳市	281	永州市	308	昭通市
248	儋州市	282	文山壮族苗族自治州	308	临沧市

续 表

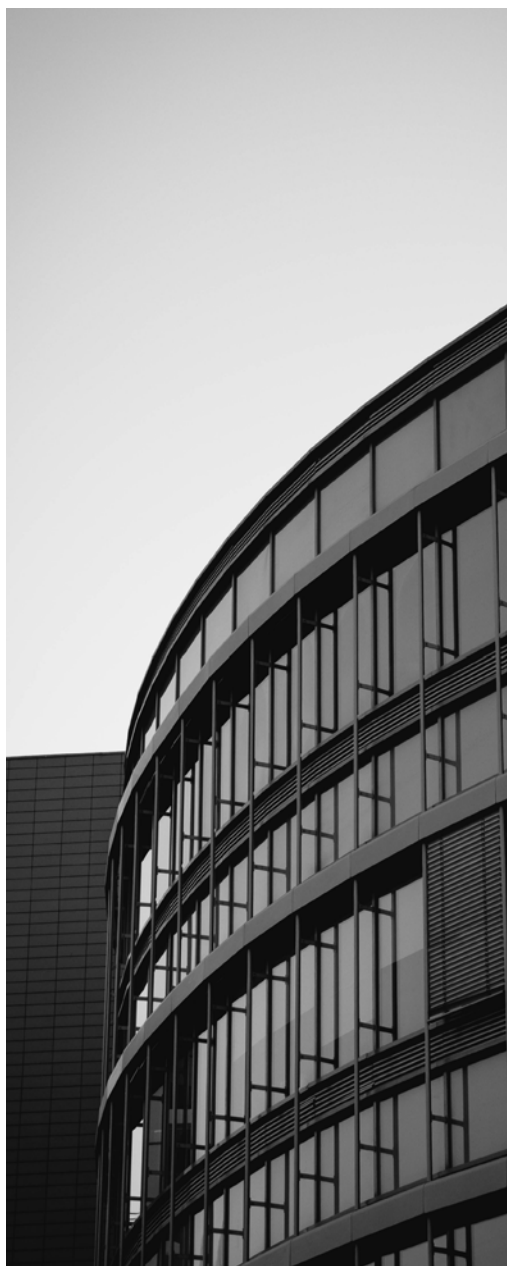
排名	城市	排名	城市	排名	城市
249	亳州市	283	丽江市	308	澳门特别行政区
250	铜仁市	284	定西市	308	来宾市
251	娄底市	285	阳江市	308	海北藏族自治州
252	甘南藏族自治州	286	清远市	308	黄南藏族自治州
253	七台河市	287	本溪市	308	庆阳市
254	池州市	288	大兴安岭地区	308	双鸭山市
255	日照市	289	克孜勒苏柯尔克孜自治州	308	果洛藏族自治州
256	朝阳市	290	白城市	308	那曲市
257	昌都市	291	松原市	308	保山市
258	巴中市	292	毕节市	308	大理白族自治州
259	长治市	293	玉树藏族自治州	308	六盘水市
260	阿勒泰地区	294	四平市	308	海南藏族自治州
261	黔西南布依族苗族自治州	295	铁岭市	308	海口市
262	贵港市	296	塔城地区	308	辽源市
263	攀枝花市	297	鸡西市	308	金昌市
264	嘉峪关市	298	恩施土家族苗族自治州	308	平凉市
265	三门峡市	299	眉山市	308	怒江傈僳族自治州
266	哈密市	300	湘西土家族苗族自治州	308	楚雄彝族自治州
267	吐鲁番市	301	西双版纳傣族自治州	308	驻马店市
268	迪庆藏族自治州	302	钦州市	308	临夏回族自治州
269	抚州市	303	日喀则市	308	黔南布依族苗族自治州
270	牡丹江市	304	承德市	308	黑河市
271	河池市	305	兴安盟	308	崇左市
272	忻州市	306	茂名市	308	固原市
273	红河哈尼族彝族自治州	307	普洱市	308	达州市
274	陇南市				

注：本表排名通过对2019年52周BMI城市并购指数排名加权平均得到，并购方视角。后33个城市并列第308名。

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

后 记

POSTSCRIPT



继2018年11月白沙泉中国并购指数（Baishaquan China M&A Index，简称BMI）正式发布后，BMI系列的第二期成果——《2020白沙泉中国并购年报》也终于和各位读者朋友见面了。

在供给侧结构性改革进一步推进、新旧动能转化不断提速的背景下，并购活动已成为企业战略转型、产业内部整合的重要方式之一，并逐步成为助推产业升级、赋能实体经济的重要力量。并购市场的健康有序发展需要对市场动态的及时把握以及对并购趋势的深入洞悉，并在此基础上加强监督管理、支持有序竞争、促进创新发展。鉴于此，白沙泉并购金融街区、浙江省并购联合会、白沙泉并购金融研究院和浙江大学互联网金融研究院（浙大AIF）司南研究室在BMI的基础上，共同组织了本次报告的研究与撰写工作。

本报告的顺利完成与发布，得益于浙大AIF司南研究室与白沙泉并购金融研究院全体成员的通力合作，也离不开专家团队的悉心指导。由浙江大学管理学院教授、国际联合商学院院长、互联网金融研究院院长贲圣林教授，浙江省并购联合会执行会长兼秘书长、白沙泉并购金融街区联合创始人、白沙泉并购金融研究院创始院长龚小林，浙江省并购联合会副秘书长、白沙泉并购金融研究院执行院长陈汉聪等相关专家组成的专家团队为本次报告的研究提供了专业化的指导，并提出了若干建设性意见。

此外，来自浙大AIF司南研究室的顾月、胡康、罗丹、吕佳敏、朱沂、寿焯磊、章鑫、朱昀朗、俞力嘉、王烨诚、陈漪娴、黄泽楠、张蓓蕾以及来自白沙泉并购金融研究院的章俨、李少佳、钟鑫民等项目组成员也对本报告的撰写、数据搜集、资料整理贡献了力量。

值此报告付梓之际，谨代表全体项目成员，对报告指导专家、以及对本次研究提供支持的其他单位与个人表示诚挚的感谢！

浙大AIF司南研究室
白沙泉并购金融研究院

2020年5月

关于我们

ABOUT US

白沙泉并购金融街区

白沙泉并购金融街区位于黄龙国际商圈、世界文化遗产西湖风景区内，是浙江省唯一以并购金融为主题的特色街区，聚集了300多家以上市公司、金融机构、投资机构、中介机构及专业服务机构为代表的并购产业链五大类相关机构，为企业并购重组提供项目配对、投资融资、专业咨询等一站式服务，致力于构建并购金融全要素生态圈，打造成为全球并购价值链的浙江高地。

截至2020年4月底，街区共有注册企业476家，注册资金超190亿元，基金管理规模超1800亿元。代表性入驻机构包括：国药控股、浙江能源、物产元通、巴九灵、天堂硅谷、财通资本、金杜律所以及浙银招新丝路能源基金、浙江大健康产业基金等多个百亿基金。

浙江省并购联合会

浙江省并购联合会是由浙江省政府推动组建的全国首个省级并购重组专业服务平台，业务主管单位为浙江省地方金融监管局。联合会由浙江省上市公司协会、浙江省民营企业发展联合会、浙江省股权投资行业协会、浙江省律师协会以及浙民投、浙江股交中心、宁波股交中心等10家行业协会和机构共同发起设立。截至2019年，联合会共有上市公司、金融机构、投资机构及中介机构会员近300家，其中包括以正泰集团、巨星科技、浙江龙盛等为代表的200多家上市公司会员；以建设银行浙江省分行、杭州银行、财通证券、浙商证券为代表的金融机构会员；以浙民投、天堂硅谷、浙商资产为代表的投资机构会员；以天册律所、金杜律所、安永会所、天健会所为代表的中介机

白沙泉并购金融街区通过建设并购资本集聚中心、并购需求信息中心、并购项目配对中心、并购服务配套中心、并购人才交流中心等“五大中心”，每年举办“全球并购白沙泉峰会”及数十场各类分享沙龙、政策解读、投资洽谈、项目对接会及各类路演活动，定期发布白沙泉中国并购指数等，正在成为浙江省内乃至全国的并购业务福地、并购人才圣地和并购理论高地。

作为《浙江省新兴金融中心建设行动方案》大力倡导发展的并购金融集聚平台，白沙泉并购金融街区诚挚欢迎各类优质并购金融要素机构入驻与集聚，欢迎投资并购专业人士及各界精英携手并进，共创辉煌！

构会员数十家。

联合会秉承“联合浙江力量，对接全球资源，通过投资并购，实现浙商群体成长”的宗旨，通过打造线上并购信息服务平台、开展线下对接及各类并购主题活动，着力构建一个市场化、专业化的第三方投资并购综合服务平台，为上市公司、投资机构及相关企业提供战略规划、标的筛选、融资方案、交易执行及并购整合等并购全流程一站式服务；着力开展“推广并购理念、传播并购资讯、开展并购研究、促进并购并易、培养并购人才”等工作，致力于促成一批国内外有影响力的并购案例，促进浙江企业全球化进程，助力浙江经济的高质量发展。

白沙泉并购金融研究院

白沙泉并购金融研究院是国内以IPO/并购视角赋能企业发展的先行者，同时也是政府产业规划的专业智库。研究院以客观、精深专业能力及严谨、务实的研究精神，通过对企业从初创发展到上市并购的全流程跟踪研究，为企业提供战略咨询、资本筹划、并购整合等一站式服务，为政府提供专业性、系统性、前瞻性产业规划服务。

近年来，研究院编撰出版了《中国上

市公司并购重组案例精编（上下卷）》，主导创建了省内目前唯一一个以并购为主题的金融展示馆；参与策划前三届全球并购白沙泉峰会。完成了阿里巴巴某重大收购项目的整合模式咨询，提供了众多外贸、医药、教育、电商等企业的商业计划书咨询服务、资本筹划顾问服务以及公司投融资对接服务和上市公司战略分析等。

浙江大学互联网金融研究院

浙江大学互联网金融研究院（Academy of Internet Finance, 以下简称“浙大AIF”）成立于2015年4月，秉承“综合型，开放式”的理念，聚焦“跨学科”、“国际化”、“政产学研创”一体化战略，是中国首个立足于学科体系发展的互联网金融研究院。

浙大AIF汇聚浙江大学经济、法学、管理、数学科学、计算机科学与技术、公共管理、国际联合商学院等学院的研究力量，开展跨学科研究，致力于成为引领国际的中国新金融智库和培养互联网金融人才的世界级基地。

浙大AIF在互联网与金融创新、互联网发展、互联网金融法律、互联网金融技术及互联网金融数学五个创始研究中心的基础上，成立了杭州研究中心、司南研究室、金融国际化研究室、观智国际金融科技研究室等多个专题研究室，并牵头建设浙江大学雄安发展研究中心金融科技实验室。

浙大AIF实行全球化战略布局，先后在北京、上海、贵阳成立分院，并重点拓展与伦敦、硅谷、印尼等地合作。

自建院以来，浙大AIF先后与中国金融出版社、清华大学出版社、浙江大学出

版社、Springer出版社合作，陆续出版银行国际化系列、金融科技教材系列、区块链技术 & 法律监管系列等20余本专著；并陆续推出银行国际化指数（BII）、中国金融科技中心指数（FHI）、全球金融科技中心指数（GFHI）、白沙泉（中国）并购指数（BMI）、中小银行金融科技创新指数等9个系列，共20余项指数产品。

浙大AIF与杭州市江干区人民政府合作共建浙大AIF（江干）产研中心，打造全国首个政产学研金融科技孵化基地，围绕金融科技、大数据、人工智能、区块链、云计算等项目进行科研与孵化，推动相关产业的创新、升级和杭州市江干区相关创新企业的发展。

此外，作为浙江互联网金融联合会的联合理事长单位和全国金融标准化技术委员会互联网金融标准工作组的首批成员单位，浙大AIF积极助力金融科技行业健康发展。

浙大AIF司南研究室立志于成为轻量级的指数智库，为政府部门、金融机构及其他商业公司提供经济理论与计算机技术深度融合的大数据指数方案，以严谨科学的指标维度和化繁为简的灵动数值，洞悉市场风向，跟踪变化趋势，提升决策效力。

敬请联系

PLEASE CONTACT

浙大 AIF 司南研究室

吕佳敏

电 话 : 0571-88208901

电 邮 : lvjiamin411@zju.edu.cn

白沙泉并购金融研究院

李少佳

电 话 : 18767145860

电 邮 : lisj@wingasset.com