A股注册制的光辉 何时照进并购市场?

2020年A股并购市场总结及2021年预判







质量的意见,资本市场对外开放亦稳步推进。实施;这一年,国务院发布进一步提高上市公司板改革、健全退市机制等一批标志改革政策落地雨前行。这一年,创业板改革并试点注册制、新三来的严峻考验,A股资本市场也在巨大考验中风2020年,面对全球流行的疫情和复杂形势带

作为一线投行人员,我们有幸见证了资本市场正作为一线投行人员,我们有幸见证了资本市场正常和之变。这一年,PD与并购重组的『跷跷板』效应彰显得淋漓尽致:PD募资规模创下了,实验落低谷。2020年初,联储证券并购团队在2019年度并购报告《并购市场则连续5年下滑跌落低谷。2020年初,联储证券并购团队在2019年度并购报告《并购重组新规影响几何?》曾经预判,未来的『借壳市场继续寡淡』、『上市公司扩张式并购依然难活跃』等均在了自己。在获得应验,更多具体内容详见本报告第一章之『A股并购市场要具体内容详见本报告第一章之『A股并购市场最高值,并购市场继续寡淡』、「和之政策、以及证明的,是一个人员,我们有幸见证了资本市场正常,是一个人员,我们有幸见证了资本市场正常,是一个人员,我们有幸见证了资本市场正常,是一个人员,我们有幸见证了资本市场正常,是一个人员,我们有幸见证了资本市场正常,是一个人员,我们有幸见证了资本市场正常,是一个人员,我们有幸见证了资本市场正常,就可以证明的。

退市与破产重整上市公司数量创新高』。之『上市公司控制权交易依然火爆』及第四章之『难还是有所改善?具体内容详见本报告第三章2020年度中国民营上市公司的处境依然艰场角度深入分析了中国民营经济的流动性危机,在2019年度并购报告中,我们从A股并购市

『2021年A股并购市场趋势预判』)。展开(详见第五章之『相关政策建议』,第六章之的快速发展以及中国股市的慢牛行情何时有望了注册制改革在什么情况下有望促进并购市场在上述章节分析判断的基础上,本报告最后预测

野语 The Preface





第一章 Chapter I

A股并购市场步入 冰河期 **Entering the Ice Age**

2020年,IPO与并购的"跷跷板"效应发挥到了极致。这一年,在注册制的稳步推 进下,A股IPO数量和融资规模双双创下近年来新高,IPO成为优质资产的优选通道, 次优但体量较大的资产也陆续从并购市场转投IPO。因此,优质资产供给端的日益匮 乏导致并购市场尤其是重大资产收购愈加冷清,一连串的冰冷数字昭示着并购市场 步入了冰河期。





☑ 一、重大资产收购连续五年下滑

近年来,A股上市公司主动发起的重大资产收购活跃度不断下降。经统计,2020年A股上市公司主动发起的重大资产收购累计117单,同比减少22.52%,已是第五年下滑。从交易规模看,其中48单未披露交易金额,已披露交易金额的69单重大资产收购合计交易金额为1881.6亿元,亦是第五年下滑。

近6年A股重大资产收购规模变动情况

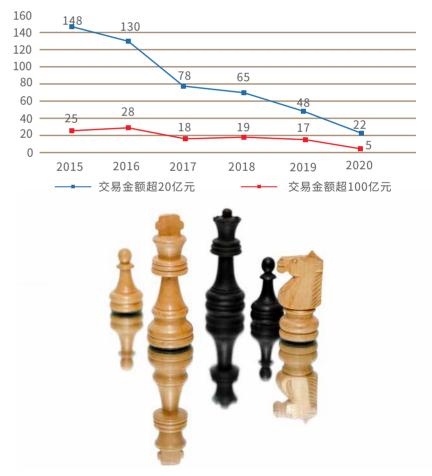


统计数据显示,2020年新发起的重大资产收购交易总金额仅是并购巅峰之年——2015年和2016年的一个"零头"。究其原因,主要是在注册制大背景下,企业上市热情在短期内进一步激发,优质并购标的稀缺性问题愈发加剧,优质资产的供给显著不足;其次,证监会近年严控"忽悠式"重组和跨界并购,严管"三高"交易,使得投机性并购锐减;第三,近几年经济下行压力加大,很多上市公司及大股东爆发流动性危机,导致他们陷入疲于还债的状态中,无心也无力进一步通过外延式并购扩大主业,而自身情况较为稳定的上市公司也出于求稳心态更加谨慎地对待并购;第四,国际政治经济关系的波动和新冠疫情的影响对部分上市公司的跨境并购活动产生了不利影响。

🔀 二、交易金额超20亿元的项目数量遭遇"滑铁卢"

2020年,平均每单重大资产收购交易金额为27.27亿元人民币,同比减少43.7%。交易金额超过20亿元的重大资产收购数量为22单,同比下降54.17%,超过100亿元的大型交易仅5单,同比减少70.59%,显示注册制下优质并购标的匮乏进一步加剧。

近6年超20亿元中大型并购交易情况



≥ 三、重组审核通过率创史上最低

2020年,并购重组审核情况也透着浓浓的"寒意"。这一年,共有87单并购重组申请上会,同比下降约30%,连续5年下滑;审核通过率为82.76%,创下历史新低。下表为2015-2020年A股重大资产重组审核情况:



进一步分析发现,在2020年15单重组被否案例中,被否的原因主要集中在标的资产质量问题、业绩预测合理性、定价公允性以及交易对上市公司后续的影响等。具体情况如下:

上市公司	标的公司	审核意见
华凯创意	易佰网络	标的资产持续盈利能力存在重大不确定性
博雅生物	罗益生物	未充分披露标的资产报告期业绩大幅增长 的原因和合理性,未充分披露业绩预测依据 的合理性
三房巷	海伦石化	未充分说明并披露本次交易有利于改善上 市公司财务状况和增强持续盈利能力
宁波联合	盛元房产	未能充分说明并披露本次交易有利于提高 上市公司资产质量、改善财务状况和增强持 续盈利能力

上市公司	标的公司	审核意见
宁波联合	盛元房产	未能充分说明并披露本次交易有利于提高上市公司资产质量、改善财务状况和增强持续盈利能力
亿利洁能	亿利生态	标的资产持续盈利能力存在较大不确定性
中再资环	山东环科	未能充分披露标的资产盈利预测的可实现性
亿通科技	华网信息	未能充分披露标的资产的行业地位和核心竞争力,持续盈利能力存在重大不确定性,且未能充分披露定价的公允性
江丰电子	Silverac Stel	未能充分披露标的资产定价的公允性,未能充分披露商誉减值风险对上市公司未来盈利能力的影响
紫光国微	Linxens	标的资产权属存在瑕疵,标的资产商誉金额占比较大,未能充分说明本次交易有利于提高上市公司资产质量
普利特	启东金美	未能充分披露标的资产的核心竞争力,盈利能力存在重大不确定性
铭普光磁	克莱微波	未能充分披露标的资产的核心竞争力,以及本次交易估值合理性和定价公允性
风范股份	澳丰源	未能充分披露标的资产的核心竞争力,本次交易估值合理性,未充分披露本次交易有利于提高上市公司资产质量
联明股份	联明包装	未能充分披露标的资产的核心竞争力,本次交易估值合理性,未充分披露本次交易有利于提高上市公司资产质量
德新交运	致宏精密	未能充分披露标的资产的核心竞争力,本次交易估值合理性,未充分披露本次交易有利于提高上市公司资产质量
宝钢包装	武汉包装等	关于交易对手最终出资人披露不完整

对2020年重组审核通过率创新低这一现象,我们认为,这并不完全是监管风向收紧的信号,更主要是优质并购资产已出现枯竭的直接体现。随着注册制的平稳推进,优质资产更加倾向于IPO,选择通过重组实现证券化的资产大多不能满足IPO要求,或多或少在某些重要方面存在瑕疵,2020年审核被否的案例也主要集中在标的资产核心竞争力与持续盈利能力等根本问题。

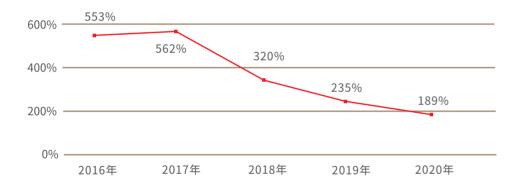




一、平均评估溢价率连续三年下降

经统计,剔除已宣告失败的重大资产收购交易,2020年上市公司重大资产收购交易的平均评估溢价率为189%,同比减少20%,已连续三年下降。

2016年至2020年重大资产收购平均评估溢价率



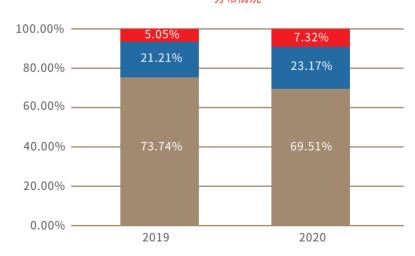
值得注意的是,数项溢价率超过10倍的并购交易以失败告终,显示监管层依旧高度关注上市公司的高溢价收购,尤其是高溢价收购导致的高商誉问题依旧被监管层纳入严格控制。比如江丰电子14.6亿元收购Silverac Stella因未能充分披露标的资产定价的公允性,未能充分披露商誉减值风险对上市公司未来盈利能力的影响,被证监会并购重组委否决。

🔀 二、产业并购成为主流

2020年,剔除已宣告失败的重大资产收购案例,正在实施和已成功(包括发审委通过及过户完成,下同)的重大资产收购合计82单。从交易目的划分,产业整合为57单,占比69.51%(2019年为73.74%),意味着以产业整合为目的的重大资产收购连续两年占比约七成。

产业并购深入人心的同时,跨界并购进入低谷期。在2020年正在实施和已成功的82单重大资产收购中,属于跨界重大资产收购的交易数量为19单,占比23.17%,与2019年基本持平,但是交易金额几乎腰斩。前述19单跨界的重大资产收购对应交易金额为211.55亿元,同比下降48.75%。

2019年及2020年上市公司重大资产收购目的分布情况



■产业整合数量占比 ■产业整合数量占比 ■产业整合数量占比



进一步统计显示,2020年失败的跨界重大资产收购多达15单,而2020 年成功的跨界并购仅为5单,跨界重大资产收购失败率高达75%,失败的原 因除了交易双方就关键条款协商不一致、市场环境变化、股东大会未通过等 显性因素,另外,部分跨界收购失败也来自干监管压力。我们认为,即使不考 虑注册制的影响,上市公司也应该尽量避免跨界,搞跨界实际是一个伪命题, 除非上市公司本身是控股型公司,并且有高超的整合与管理能力,否则跨界 只能失败。

近年,监管层一方面重拳对上市公司跨界并购、"三高"交易进行严控, 另一方面鼓励上市公司对符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业 相关资产进行产业并购,并在审批环节给予一定的倾斜。以闻泰科技收购安 世半导体为例,该交易为闻泰科技带来237亿元巨额商誉但没有业绩承诺, 交易完成后闻泰科技债务负担陡增,商誉是净资产的5倍多,然而此次交易 仅用约3个月时间便取得证监会的有条件通过。该交易之所以会获得各方支 持主要是闻泰科技通过本次交易成功向产业链上游延伸并打通产业链核心 环节,从而实现主要元器件的自主可控,对于填补我国在该领域内的高端芯 片及器件的技术空白有着重大意义。

2020年, A股并购市场正在向更优化的方向发展, 越来越多的上市公司 将关注主营业务相关的产业整合,追求"1+1>2"的并购。我们认为,产业并购 有望迎来期待已久的春天,引领并购重组回归其服务企业发展战略的本源。

区 三、"A吃A"兴起

2018-2020年新披露"A吃A"案例			
年份	收购方	被收购方	进程
2018	美的集团	小天鹅	已完成
2018	上海电气	天沃科技	已完成
2018	华邦健康	丽江旅游	失败
2019	顾家家居	喜临门	失败
2019	时代传媒	盛通股份	失败
2019	永辉超市	中百集团	失败
2019	招商蛇口	中航善达	已完成
2019	浙数文化	迅游科技	失败
2019	中国人寿	万达信息	已完成
2019	上海电气	赢合科技	已完成
2019	云内动力	蓝海化腾	进行中
2019	德展健康	金城医药	失败
2019	江西铜业	恒邦股份	已完成
2019	龙蟒佰利	东方锆业	已完成
2020	杭锅股份	中来股份	失败
2020	大连港	营口港	已完成
2020	浙数文化	ST罗顿	已完成
2020	豫园股份	金徽酒	已完成
2020	国联证券	国金证券	失败
2020	格力地产	科华生物	进行中
2020	美的集团	合康新能	已完成
2020	工业富联	鼎捷软件	已完成

近两年,上市公司间的市场化并购(以下简称"A吃A")大有兴起之势。经统计,2018-2020年新披露 "A吃A"案例分别有3起、11起和8起,普遍属于产业并购。

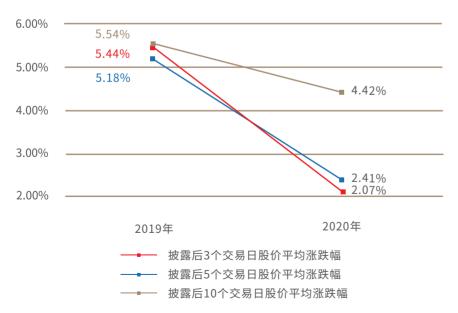


🔀 四、重大资产收购概念股涨幅显著下滑

过去多年,并购重组是股价的"催化剂"之一,股价动辄就会拉出几个甚至十几个涨停,就算在2015年股灾之后的2016年,实施重大资产收购的上市公司复牌后收获三个以上涨停的也有约30家,占比约20%。2020年,这一不理性的炒作现象获得较大改善。

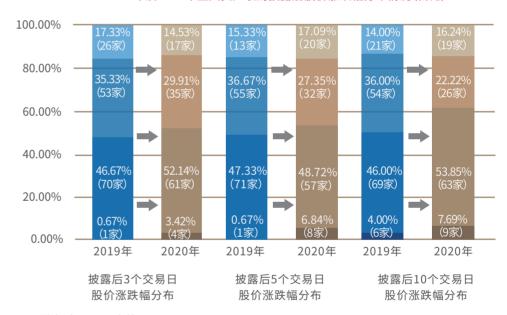
统计显示,2020年上市公司披露重大资产收购信息及复牌后前3个、5个、10个交易日(下称"三个交易期")的股价平均涨幅分别为2.07%、2.41%和4.42%,相比2019年分别下降61.95%、53.47%和20.22%,意味着二级市场投资者对重组概念股的炒作愈加理性。

2019年及2020年重大资产收购首次披露后股价平均涨跌幅情况



此外,2020年,重大资产收购披露及复牌后在三个交易期的上涨家数及占比下降也比较明显。以重组刺激作用最明显的前3个交易日为例,2020年上涨家数为52家,占当年总家数的44.44%,这也意味着不足一半的重组可以刺激股价上涨,且仅有14.53%的重组能令股价在3个交易日涨幅超过20%。再将交易时间拉长至5个交易日和10个交易日,2020年均不足一半的重组能令股价上涨。

2019年及2020年重大资产收购披露后股价涨跌幅分布情况(占比)



■■ 涨幅大于20%占比 ■■ 涨幅在0~20%占比 ■■ 跌幅在0~20%占比 ■■ 跌幅大于20%占比

以上数据表明,资本市场激荡三十年后,二级市场投资者对待重组概念股的态度趋于理性,随着注册制的稳步推进,优质资产被上市公司收购或借壳上市的动力严重不足,同时在过往并购不断暴雷的警示下,投资者不再单纯的一见重组便"买买买",而是更加看重收购资产的质量及对上市公司的实质影响。

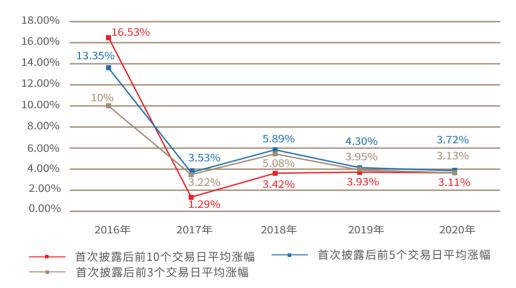


X

五、控制权转让概念股平均涨幅不足4%

近年,控制权转让是股价的另一个"催化剂"。2020年,对控制权转让概念股的不理性炒作现象获得较大改善。经统计,2020年,以协议转让及协议转让外加表决权委托/签署一致行动人/认购定增的方式导致控制权变更并完成过户(下文对此统称为"控制权转让")的有77家,信息首次披露后的前10个、5个、3个交易日(分别剔除停牌的上市公司,下同)的平均涨幅分别为3.13%、3.72%和3.11%,较2016年的(16.53%、13.3%和10%)分别下滑81.06%、72%和69%。

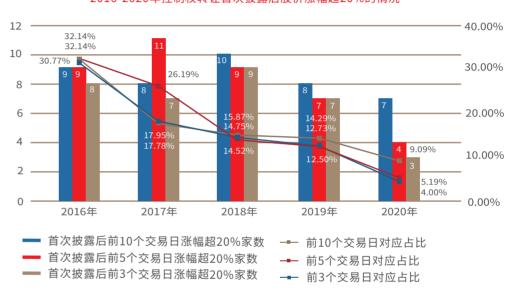
2016-2020年控制权转让首次披露后股价平均涨幅



从控制权转让概念股的累计涨幅看,2020年也有明显下滑。2020年,上述77家完成控制权转让的上市公司中,仅有3家上市公司在控制权转让首次披露后3个交易日里涨幅超20%,仅占4%(其中2家停牌,分母以75家计算),这一比例与2018年(14.75%)、2019年(12.73%)相比下降显著。

主要是因为不少上市公司股价"一日游",比如披露首日涨停,第二日便下跌或微涨,或者少数出现连续两日涨停,第三日就会遭遇大跌甚至跌停。2020年,控制权转让概念股首日披露后拉出3个以上连续涨停的仅有3家上市公司,其中*ST海源的涨停数量最多为7个,不过涨停结束后就拉出了3个跌停。

2016-2020年控制权转让首次披露后股价涨幅超20%的情况



在控制权转让股涨幅持续下滑的同时,首日披露后下跌的情况持续攀升。2020年,完成控制权转让的77家上市公司中,首次披露后前10个、5个、3个交易日跌幅超过10%的上市公司家数分别为14家、9家和7家,分别占剔除停牌的上市公司后总家数的18.18%、11.69%和9.33%,无论是数量还是占比均大幅超过了2019年。其中,2020年还出现了5家上市公司首日披露控制权转让便跌停的情况,其中星光农机遭遇了两个跌停。

以上数据表明,近两年投资者对控制权转让概念股的炒作趋于理性,我们在此也提醒收购方和大股东,若想通过控制权转让概念拉高股价进行投机炒作不仅难以实现股价大涨,反而面临着监管风险和市场风险,得不偿失。



第三章 Chapter III

上市公司控制权交易 依然火爆

Control Right Transactions Are Boosting 2020年,虽然并购市场步入低谷期,但上市公司控制权交易依然火爆。经统计,剔除国资划转、继承、二级市场减持、调整董事会、解除一致行动协议等被动行为导致的控制权变更后,2020年完成控制权变更的上市公司有101家,其中以协议转让及协议转让外加表决权委托/签署一致行动人/认购定增的方式导致控制权变更并完成过户(下文对此统称为"控制权转让")的有77家,同比上升45.28%,其中被转让的民营上市公司占比超过九成,国资仍是收购主力军。



- ① 2020年,共计77家上市公司完成控制权变更,从原实际控制人属性 看,其中72家为民营控制,占比93.51%,5家为央企/地方国企/大学控 制,占比6.49%。
- ②国资仍是买方主力军。国资买家为40家,占比51.95%,其中异地国 资收购30家。我们在2019年的并购报告中曾统计,当年控制权转让交 易中国企买家的占比超过六成。
- ③2020年,控制权转让平均溢价率为19.45%(剔除间接转让及表面 零成本的转让),较2018年(33.17%)下降显著。其中,国企收购的平 均溢价率为17.45%。
- ④分板块看, 主板、中小板和创业板的平均溢价率分别为27.54%、 23.17%和7.6%。创业板平均溢价率较低主要是因为2020年折价转让 较多。
- ⑤ 主板和中小板交易价格和溢价情况显著高于创业板主要与上市公 司质地有关。从营业收入平均指标看,主板和中小板的上市公司远远 高于创业板。从净利润平均指标看,主板上市公司的平均净利润是创 业板的2倍。中小板平均净利润低于创业板的主要原因是净利润最低 的*ST恒康(2019年亏损25亿元)和另外两单亏损超过5亿元的都属于 中小板。
- ⑥从交易的上市公司市值情况(协议签署日前一日)看,2020年,转让 的标的上市公司平均市值为49.48亿元,其中创业板平均市值较高主 要是因为当年转让的市值最高的两家上市公司碧水源和赢合科技均 为创业板上市公司;此外,市值在30亿元以下的上市公司有34家,占 比44%。

总案例数量	77
其中:	
民营上市公司	72
国资上市公司	5
所属板块情况	
主板	27
中小板	21
创业板	29
收购方情况	
国资	40
民营	37
其中:	
异地国资	30
广东国资	6
山东国资	7
浙江国资	9
江西国资	4
溢价率情况	
整体平均	
溢价率	19.45%
主板	27.54%
中小板	23.17%
创业板	7.6%
标的上市公司	2019年营收情况
整体平均营收	26.3亿元
主板	29.97亿元
中小板	32.5亿元
创业标	18 4亿元

元 创业板 18.4亿元 标的上市公司2019年利润情况 整体平均净利润 0.53亿元 主板 1.3亿元 中小板 -0.6亿元 创业板 0.66亿元 标的上市公司市值情况 整体平均市值 49.48亿元 主板 46.65亿元

40.03亿元

58.97亿元

中小板

创业板



≥ 二、定增新晋成为热门收购方式之一

从收购方式看,2020年,再融资新规后,锁价定增新晋成为收购的热门方式之一。经统计,2020年,共有13家A股上市公司通过定增的方式实现控制权变更,主要原因在于再融资新规下,以取得控制权为目的的定增价格可以提前锁定并打8折,可以显著降低总收购成本,此外通过定增的方式收购上市公司,资金不是用于被原大股东套现,而是直接进入上市公司体内,真正实现了"肥水不流外人田"。比较典型的案例为碧水源,其原实际控制人文剑平在2019年向中国城乡转让10.12%的股份,2020年其将持有的13.40%股权的表决权委托给中国城乡行使,并向中国城乡定向增发4.81亿股,募资37.16亿元,交易完成后中国城乡成为碧水源的控股股东,国务院国资委成为新的实际控制人。此外在航空城集团收购宝鹰股份、联发投资收购合诚股份等案例中均使用了定增。

早在2019年5月,即再融资新规出台前,联储证券根据对政策走势的预判,协助惠博普的收购方长沙水业大胆采用"协议转让+表决权委托+定增"的方式进行控制权收购,开创了 将锁价定增嵌入上市公司控制权转让的先河。目前惠博普锁价定增项目成功实施完毕,长沙水业成功入主惠博普。

值得关注的是,再融资新规虽激活了市场、放开了上市公司融资渠道,但在实际操作中,2020年市场中无一例战略投资者参与上市公司定增成功的案例,上市公司锁价发行成功的案例均是其控股股东及实际控制人认购,直到2021年2月德邦股份的锁价定增获得审核通过才令上市公司锁价定增引入战投"破冰"。战略投资者身份的难以认定,对上市公司引进真正有助产业发展的战投,以及对国有上市公司推进混改均造成一定影响。经系统性梳理近几年的国企混改案例,我们发现国资混改大多选择在上市公司控股股东层面进行,比如云南白药及重庆百货,均是以控股股东增资扩股形式引入民营资本。而这一现象在融资市场相对放开的2020年却并未减退,反而表现得更加明显。例如,江淮汽车引入大众汽车是通过其控股股东江淮集团的增资完成;天津市国资委通过出让天津医药集团控制权为上市公司天药股份引入上海国资及深圳民营两大力量。

联天下·储未来

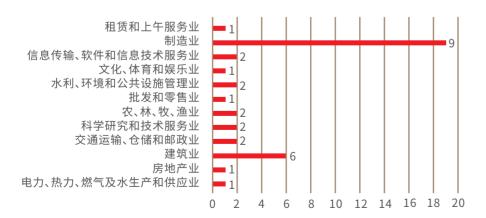


≥ 三、国资收购的理性与激进并存

2020年,国资收购上市公司依然比较火爆,且以异地扩张为主。在40单国资完成收购上市公司案例中,其中30单为异地国资收购,占比75%。从省份来看,广东、山东、浙江等三省的国资收购尤其活跃,分别有6单、7单和9单,此外江西国资也收获4单。从市区国资来看,2020年收购最活跃的为珠海国资,当年完成收购了4家上市公司,其次是完成收购3家上市公司的青岛国资,国资收购主体的地域集中性非常明显。

虽然国资收购上市公司依然火爆,但他们对标的公司的选取日趋谨慎和理性。首先,我们统计发现,在2020年国资收购的上市公司中,具有一定收入和利润规模的产业类的上市公司居多,而纯粹的壳公司占比较小。40单国资收购案例中,涉及的上市公司平均营业收入为32.31亿元,高于整体(77单)平均营业收入22.85%;平均净利润为1.51亿元,高于整体(77单)平均净利润184.9%。其次,从国资收购的上市公司行业分布看,几乎是清一色的传统行业,其中制造业高达19单,建筑业6单。下为国资收购上市公司所处行业分布图:

2020年国资收购的上市公司所处行业情况



此外,ST公司和亏损公司越来越难以获得国资的青睐。2020年,40单国资收购案例中,仅有一家ST公司被国资成功收购并过户;有7单收购涉及的上市公司为亏损,占比17.5%,且亏损额均在3亿元以下。

2020 年度国资收购上市公司也出现少数非正常案例,值得国资监管部门以及市场投资者的警惕。2019 年 7 月,某地国资下属投资平台通过表决权委托方式"零成本"获得了上市公司仁东控股的控制权。在公司基本面没有任何改善的情况下,仅借助某地国资入主的东风,仁东控股的二级市场股价就开始了井喷走势,收盘价从 2019 年 7 月 31 日的 17.77 元一路飙升到2020 年 11 月 19 日的 64.25 元,上市公司市值从 99.50 亿元飙升到最高 359.76 亿元。但沙滩上是垒不起高楼的,上市公司股价从 2020 年 11 月下旬开始持续下跌,在不到一个月时间内股价累计跌出 78.58%,其中包括了连续 13 个跌停板,二级市场投资者哀鸿遍野、惨不忍睹。事后我们查阅了各种资料,依然看不出任何某地国资真正履行过上市公司控股股东职责的有力证据,某地国资似乎仅是庄家有意请进来的"托儿"。如果损失惨重的投资者以此为理由要求财大气粗的某地国资赔偿二级市场损失,则某地国资可能"偷鸡不成反蚀一把米"。

同样,浙江东阳国资参与华懋科技控制权转让的案例也值得警惕。2020年10月,某名不见经传的投资机构通过协议转让的方式收购了业绩优良、行业地位突出的华懋科技控股权,收购使用的资金中有6.4亿元资金来源是东阳国投提前发行的公司债。该投资机构在入主上市公司不到两个月时间内就将上市公司巨额资金挪出体外,其中2.5亿元迅速流入东阳国投账户。





第四章 Chapter IV

退市与破产重整 上市公司数量创新高 Quantities Hit A Record High

2020年,在国内经济下行压力、新冠疫情、贸易战、融资环境 变化等多重不利因素叠加下,A股资本市场频频出现破产重整和退 市的案例,数量双双创下历史新高。



☑ 一、A股退市数量再创新高,并购退市更具价值

2020年,A股退市数量再创新高,达到16家,其中9家为面值退市。从退市公司主体 属性看, 这16家退市的上市公司均系民营公司。

2020年退市的上市公司			
代码	公司名称	退市时间	退市原因
000939.SZ	凯迪退	2020-12-17	连续三年亏损
300431.SZ	暴风退	2020-11-10	暂停上市后未披露定期报告
300216.SZ	千山退	2020-09-16	连续三年被出具无法表示意见审计报告
600069.SH	退市银鸽	2020-08-27	连续二十个交易日收盘价低于股票面值
300156.SZ	神雾退	2020-08-25	连续二十个交易日收盘价低于股票面值
300090.SZ	盛运退	2020-08-25	连续二十个交易日收盘价低于股票面值
600175.SH	退市美都	2020-08-14	连续二十个交易日收盘价低于股票面值
002220.SZ	天宝退	2020-08-11	连续二十个交易日收盘价低于股票面值
300028.SZ	金亚退	2020-08-03	连续三年亏损
300104.SZ	乐视退	2020-07-21	因净资产为负而被暂停上市后,法定披露期限 内披露的净利润、净资产仍为负
002509.SZ	天茂退	2020-07-20	连续二十个交易日收盘价低于股票面值
002604.SZ	龙力退	2020-07-15	连续四年亏损
601558.SH	退市锐电	2020-07-02	连续二十个交易日收盘价低于股票面值
600074.SH	退市保千	2020-06-02	因净资产为负而被暂停上市后,法定披露期限 内披露的净利润、净资产仍为负
600240.SH	退市华业	2020-02-05	连续二十个交易日收盘价低于股票面值
000018.SZ	神城A退	2020-01-07	连续二十个交易日收盘价低于股票面值

2020年12月31日,新修订的《上海证券交易所股票上市规 则》和《深圳证券交易所股票上市规则》正式实施,退市指标进一 步完善,退市流程进一步缩短。过去多年,A股很难见到市值10亿 元以下的上市公司,而截至2020年12月31日,市值在10亿元以 下的上市公司达到37家,市值在20亿元以下的上市公司高达355 家。不难预见,在退市新规和注册制之下,A股将会出现越来越多 的退市公司,资本市场"优胜劣汰"的出清速度必将加快,有利于 进一步提升上市公司质量,促进资本市场良性循环。





🔀 二、破产重整数量再创新高,但不再是"灵丹妙药"

近两年,越来越多的上市公司通过破产重整进行"格式化"求生。2020年,共计32家上市公司新披露公司、控股股东破产重整的相关公告,其中,17家是上市公司自身重整,15家是控股股东层面破产重整,继2019年后再创历年新高。

2015-2020年上市公司层面破产重整情况



下表为2020年A股上市公司破产重整的名单及具体进展:

代码	公司名称	申请破产重整时间	具体进展(截至2021年2月10)
600179	*ST安通	2020/3/25	法院于2020/11/4批准重整
002354	*ST天娱	2020/4/26	法院于2020/11/6批准重整
000595	*ST宝实	2020/3/20	法院于2020/11/13批准重整
601777	*ST力帆	2020/6/29	法院于2020/11/30批准重整
600157	*ST永泰	2020/8/26	法院于2020/12/16批准重整
002445	*ST中南	2020/5/25	法院于2020/12/25批准重整
603555	*ST贵人	2020/8/12	债权申报阶段
600595	*ST中孚	2020/8/20	债权申报阶段
002509	天茂退	2020/2/18	已被摘牌
000687	*ST华讯	2020/3/26	未受理
002220	天宝退	2020/5/14	已被摘牌
002323	*ST雅博	2020/6/18	未受理
002766	ST索菱	2020/8/21	未受理
002219	*ST恒康	2020/8/24	未受理
600687	退市刚泰	2020/9/15	退市整理期
000980	*ST众泰	2020/10/10	未受理
002072	ST凯瑞	2020/12/11	未受理



2020年,从破产重整的上市公司属性看,除了*ST宝实和*ST中南,剩余15家上市公司均是民企,占比高达88.24%,其中不乏知名民企。这也意味着,2020年的控制权转让、退市、破产重整三项重要指标中,涉及的民营上市公司占比均超过88%。我们在2019年并购报告《并购重组新规影响几何?》中曾用单独一个章节从并购市场角度看民营经济流动性危机的发展趋势,并指出民营经济的流动性危机还未过去,在突如其来的疫情下,他们的日子可更加艰难,因此政策仍需大力扶持,比如投入纾困资金、宽限股权质押时间、降低税负等。

2020年,联储证券投行团队深度参与了上市公司*ST德奥破产重整并恢复上市项目。*ST德奥在克服了新冠疫情不利影响下,从受理重整申请到终止重整程序,历时仅36天,是国内耗时最短的上市公司重整案例之一。其中一个关键操作是,通过提前预选管理人开展庭外重组及重整计划草案预表决工作,确保重整计划草案在第一次债权人会议即获表决通过。*ST德奥最终通过破产重整涅槃重生,5亿元债务获得平稳化解,主营业务小家电生产经营有序恢复,1100多名员工得到妥善安置,逾2.43万名中小股东的利益得到有效维护。

虽然破产重整具备了令困境公司"涅槃重生"的优势,但随着注册制的推进,上市公司壳价值不再受追捧,上市公司破产重整实施成功的难度日益增加,主要是有重组实力和重组意愿的重整投资人越来越难以寻找。我们查阅了2007年至今的上市公司破产重整案例发现,2020年以前,绝大部分上市公司未披露公开招募重整投资人的公告就能在较短时间内确定重整投资人。而2020年以来,公开招募这一方式被越来越多的上市公司使用,比如*ST中南、*ST银亿、*ST力帆、*ST安通、*ST众泰等均披露了公开招募重整投资人的公告。即便如此,也出现了部分上市公司在第一次招募期间遭遇了无意向投资人报名的尴尬,比如*ST众泰在招募公告报名截止日期内也未收到任何投资人的报名材料。

此外,我们还发现,2019年以前,上市公司的重整投资人主要为国资、上市公司原大股东以及有相关产业背景的机构,而2019年度开始,上市公司的破产重整出现了越来越多的无产业背景的投资机构,如天海防务的重整投资人隆海投资与上海丁果、*ST银亿重整投资人嘉兴梓禾瑾芯股权投资合伙企业(有限合伙)、*ST庞大重整投资人深圳市前海深商金融控股集团有限公司等。其中,嘉兴梓禾瑾芯股权投资合伙企业(有限合伙)作为*ST银亿的重整投资人,在支付重整投资款时存在违约和延期情形,总计32亿元的重整投资款仍有17亿元尚未支付,支付期限也被延至2021年3月31日。这也从侧面反映出,上市公司寻找合适且有实力的重整投资人的难度在加大,不得已降格以求后,投资人的整体质量会不断下滑,并可能直接导致重整不能成功。

更要命的是,即使破产重整环节成功了,如果重整投资人并未令上市公司经营状况获得明显改善,那么仍然很快会面临退市风险。比如,ST庞大虽然于2019年12月31日艰难完成破产重整,但是2021年1月5日其收盘价仅有0.94元/股,前20个交易日的平均股价仅为1.02元/股,再度濒临面值退市的风险。1月6日,其控股股东赶快抛出了5-10亿元的增持计划以稳定股价。





○ 一、允许上市公司破产重整失败并清算

如第四章"退市与破产重整上市公司数量创新高"所述,2020年以来,寻找合适的重整投资人成为上市公司破产重整的"一大难题"。虽然2020年度上市公司破产重整的数量创新高,但是上市公司破产清算仍未实现"零突破"。一般情况下,政府和法院对当地上市公司的破产重整都会大力支持并特殊照顾,导致目前上市公司破产重整没有一单失败的,这并非正常现象。因此,我们建议地方政府或司法部门应该顺应市场趋势,允许上市公司重整失败并破产清算。允许上市公司破产清算不仅符合自然规律,而且这对资本市场的制度建设有着不可替代的作用,可以让中小投资者充分体验什么是投资的"终极风险",促使中小盘股以及绩差股的市场估值早日回归理性轨道,为注册制在中国资本市场落地生根奠定基础。

二、建议对锁价发行中的战投政策尽早明确

目前,战略投资者的界定标准可操作性不强。2020年,绝大部分引入战投的定增方案要么终止,要么调整成了询价定增,直到2021年2月德邦股份的锁价定增获得审核通过才令上市公司锁价定增引入战投"破冰",这一案例中德邦股份的战投锁定期由18个月调整为36个月。通过此案例,我们建议对事先锁定战投的锁价发行不应停留在模糊阶段,应当明确标准提高可操作性。如果战略投资者身份难以认定,建议从锁定的时间维度考量,比如自愿锁定超过36个月的战略投资者可以享受锁价定增,如此明确标准后才能真正有利于上市公司引进战略投资者,也有利于如火如荼的国企混改。截至目前,国企混改大多选择在上市公司控股股东层面进行,造成这种"绕路"的重要原因之一就是锁价发行实际操作中战投身份难以认定通过。

🔀 三、建议按行业推进混改,为民营经济留一块"自留地"

近年国企混改的案例虽然不断涌现,但批评"国进民退"以及民营企业遭遇各种"玻璃门"的声音一直没有中断。如果某一经济领域同时存在国有企业和民营企业,则国有部门采购产品时必然首选国有企业,在同等利率的条件下银行也会优先将贷款分配给国有企业。但如果某一产业中全部为民营经济,则上述各种不平等待遇就会自然消失。因此我们认为,如果国企混改的推进模式稍作调整,按照国有资产所在行业分类推进,那么国企混改的社会效应就可以得到更好的显现。

在具体操作上,国务院可定期公布强制推进国企混改的行业名单,一旦某一行业被国家列入混改计划,则要求该行业内的所有国有企业或国有企业拥有的与该行业相关的经营性资产必须在限定的时间内完成混改任务。对于充分竞争且国有企业缺乏比较优势的行业、或者两种所有制企业冲突较为明显的行业,国家可统一要求国有资本在混改后不再拥有控股地位。为了充分积累改革经验、保持社会稳定,刚开始的1-2年国家可从若干个细分的小行业入手,然后再向国有资产分布广泛、社会影响力大的行业逐步推进,在一定范围内为民营经济的发展划一块没有国资干扰的"自留地"。

|四、建议司法部门对退市公司进行例行巡查

近两年,从A股退市的上市公司越来越多,基本上都是"带病退市",很多公司在退市前都存在通过虚假并购转移上市公司资产等隐形违法犯罪行为。虽然受到损害的中小股东可以向有关当事人提起索赔诉讼,但中小股东足额获赔的可能性很小,因为此时上市公司大股东及实际控制人早已资不抵债或逃之夭夭。为了避免上市公司退市成为少数不法分子逃避法律严惩的合法途径,我们建议有关部门应当尽快制定政策,明确规定上市公司退市后须经当地公检法部门进行例行检查,司法部门应该主动寻找违法犯罪的线索并及时提起公诉,这将会极大地提高退市制度的震慑力。



第六章 Chapter VI

2021 年A股并购市场 趋势预判 Market Prediction

2020年A股IPO和并购市场对比强烈,一边如火焰,一边如冰山。但在注册制的稳步推进下,IPO与并购的资本逻辑正发生着重大改变:第一,IPO供给端的大幅增多直接导致壳价值不断缩水;第二,在A股机构化不断提升的情况下,小盘股和绩差股的市场估值和流动性越来越萎缩;第三,在退市风险日益增加的情况下,上市公司保壳的投入和产出越来越不划算。如果有一天在上述各种因素的共同作用下,上市公司新股挂牌首日就出现破发且连续出现,则A股并购市场就会迎来"冰雪消融、春暖花开"的季节,同时各方期盼已久的"慢牛行情"有望在A股登场。基于上述逻辑,我们对A股2021年的并购市场判断如下。



🔀 一、A股并购市场有望在2021年开启触底反弹之路

拉尼娜现象的到来,令2020-2021年或成超级寒冬。在注册制、新冠疫情、企业普遍内外交困、并购理念转变等多重因素作用下,2020年的A股并购市场也像步入了"超级寒冬",详见第一章之"A股并购市场步入冰河期"。这些现象跟我们在2019年并购报告《并购重组新规影响几何?》结尾预测的"2020年的上市公司扩张式并购依然难活跃"表现基本一致。

我们结合当前经济环境、政策及丰富的一线投行并购经验判断,A股并购市场有望在2021年开启触底反弹之路,主要理由有两个:一是,上市公司重大资产收购规模和数量已经连续五年下滑,挤出了很多不理性的跨界收购、"三高"交易,已经处于跌无可跌的境地;二是,注册制时代下,新股股价表现分化日益明显,破发股越来越常见。随着注册制的稳步推进和资产质量的普遍下滑,IPO的估值将加速回归合理区间,跟并购的估值差距将逐步缩小。当2021年出现新股上市首日大面积破发时,IPO的估值优势将不再大幅领先并购,企业老板的心态也将发生转变,并购的新机会将会来临。

二、并购2.0时代,龙头股和有核心竞争力的企业将优先受益

我们判断,在上市公司并购理念和动机转变之下,并购带来的效果和亮点也跟 2013-2016年的那波热潮完全不一样,可以说,2021年将是A股并购2.0时代的起始之年。A股 进入并购2.0时代后,跨界并购数量将持续萎缩,产业并购将成为并购市场主流,有较高并购 整合能力尤其近年股价涨幅较高的行业龙头企业、有核心竞争力的企业将成为新一轮并购市场反弹后的优先受益者,将真正实现"1+1>2"的并购整合效果,"A吃A"现象将频繁出现。投资者可重点关注的医药、汽车零部件制造、食品等行业。

三、2021年,国企改革仍是资本市场的一大亮点

我们在2019年并购报告《并购重组新规影响几何?》中曾预测,2020年将是混改大年,事实上国企在2020年并购市场中的表现可谓亮眼。我们判断,作为三年行动方案中承上启下之年,2021年,国企改革仍然是资本市场市场的一大亮点,尤其是混改力度将继续加大,改革、创新、突破的案例将不断出现。主要理由在于:一方面,国企改革是地方政府的重要政治任务,他们有动力积极推进国企通过改革做大做强;另一方面,目前上市国企的市盈率普遍比较低,即便是母公司集团层面进行混改,价格也比较便宜。如果战略投资者的认定能够实际放开的话,将极大激发民营产业资本参与上市国企混改的积极性,届时上市国企的混改将会出现井喷式增长,改变过去混改多是在集团层面进行的现状。





🔀 四、后疫情时代,海外并购将复苏进入新篇章

经历过前几年的暴雷之后,很多上市公司对海外收购回归理性,采用原来估值差异的逻辑进行海外收购已不再能起到效果,未来海外收购的内在动力会发生变化,真正从弥补技术短板、市场短板等考虑去收购一些有品牌、有实力的优质资产。结合近期收到的很多企业提出的收购诉求,我们判断,后疫情时代,2021年海外收购市场有望进一步复苏,主要理由在于:第一,2020年5月以来,人民币汇率不断升值,国家不断出台政策鼓励有实力的企业通过跨国并购等方式"走出去";第二,2020年,我国签署了区域全面经济伙伴关系协定(RECP)和中欧全面投资协定(CAI)两份重要的国际合作协议,非常有利于中国企业对各成员国企业进行投资并购,但考虑到海外疫情因素,市场复苏的进度可能不会太快;第三,"一带一路"战略下,全球范围的国家战略级别的资源配置会继续深入推进。

☑ 五、僵尸公司重组保壳难度加大,建议投资者远离

过去多年,A股很难见到市值10亿元以下的上市公司,而截至2020年12月31日,市值在10亿元以下的上市公司达到37家,市值在20亿元以下的上市公司高达355家。不难预见,退市新规和注册制之下,A股将会出现越来越多的僵尸公司。长期以来,A股经常上演"乌鸡变凤凰"的戏码,壳公司通过重组成功改头换面,股价动辄十几个涨停。而今,注册制下优质资产会优先选择IPO,此外,随着定价的理性化,普通的重组题材和控股权转让很难令股价大幅上涨,大幅降低了并购动机。我们认为,在退市新规下,僵尸公司通过重组保壳的难度会越来越大,就算使出浑身解数仍难以摆脱退市命运,这在2021年将尤为明显。留给僵尸公司"自娱自乐"的时间不多了,建议投资者远离这类上市公司。

如果A股新股挂牌首日出现破发且持续发生,则说明中国资本市场已经具备较好的市场定价功能,价格调节机制开始发挥作用,市场资源将更多向具备核心竞争力的优势公司集中,大盘指数就具备了长期走好的市场基础。在垃圾上市公司难以获得市场资源的情况下,二级市场投机氛围有望全面降温,"疯牛"行情产生的概率将大幅降低。因此,我们有理由将上市公司新股挂牌首日出现持续破发视为中国资本市场的"成人礼"。

联储证券并购报告咨询及历年并购报告索取请联系 联储证券并购业务部安丽芬:18902333546(微信同号)



