



IPO估值优势下降 并购市场春天可期

——A股并购市场2021年总结及2022年预判

【数据支持】21资本-联储并购研究中心 粤港澳大湾区(广东)财经数据中心

【出品】南方财经全媒体集团 21世纪资本研究院 联储证券联合发布

【监制】陈晨星 尹中余

【策划】李新江

【统筹】21资本-联储并购研究中心

【研究员/撰写】21资本-联储并购研究中心 杨坪

【设计统筹】林军明 林潢

【设计】陈国丽

【校对】强燕

2022年7月

IPO 估值优势下降 并购市场春天可期

——A 股并购市场 2021 年总结及 2022 年预判



CONTENTS

导语	3
第一章 A股重大资产收购止跌企稳	4
一、重大资产重组仍在历史底部	5
二、触底反弹迹象明显	7
第二章 上市公司控制权变更的新变化和后续效果	9
一、2021年控制权变更新变化	10
二、上市公司协议转让的后续效果	13
第三章 A股上市公司破产重整再创新高	17
一、上市公司破产重整数量连续三年创新高	18
二、破产重整不再是“灵丹妙药”	20
第四章 相关政策建议	23
一、放宽战略投资者认定标准	24
二、放宽上市公司并购重组对赌要求	24
三、严禁退市公司借壳重组	25
四、从严监管上市公司控制权的频繁转让	25
五、国资收购上市公司应该更加慎重	25
第五章 2022 年A股并购趋势预判: A股并购春天即将到来	27
一、IPO估值优势下降, 拟上市公司开始主动寻求并购	28
二、壳价贬值, “A吃A” 将成常态	30

2021 年是具有里程碑意义的一年，作为“十四五”开局之年并站在“两个一百年”的历史交汇点，国民经济在后疫情时代稳定恢复、稳中加固、稳中向好，资本市场也在跌宕起伏中砥砺前行。

作为一线投行人员，联储证券深刻体会到资本市场的“变”无止境，也有幸深度参与其中一个重要环节——并购重组。联储证券自 2018 年以来，每年都会撰写一份兼具专业深度及真实观点的年度并购报告，也受到了监管、媒体、市场等广泛关注。在 2018 年度报告中，联储证券统计了 200 多家上市公司、长达四年的数据，独家发现并购项目暴雷的时间集中在并购完成后的第四年，且绝大部分跨界并购以失败告终；在 2019 年度报告中，联储证券首次揭露了创业板借壳重组零成交的现实，从上市公司控制权持续火爆、破产重整集中涌现等资本市场角度成功预言了民营经济的流动性危机尚未过去。

2021 年，21 世纪资本研究院与联储证券正式合作搭建并购研究中心（下称：21 资本－联储并购研究中心），致力于并购重组市场的研究资源搭建和平台运营。当年 5 月，21 资本－联储并购研究中心发布《2020 年 A 股并购市场报告》，率先披露了二级市场对于上市公司控制权转让、重大资产收购等热点题材已经不再追捧，并以此为成功预见了 IPO 新股挂牌首日连续破发这一历史性时刻的到来。

为了不辜负广大读者的热情与厚爱，21 资本－联储并购研究中心在本次 2021 年度报告中将继续呈现有深度的专业大餐，并通过 21 世纪经济报道媒体矩阵分章节对 2021 年并购趋势进行详细拆解和深度挖掘。

在第一章中，我们通过一系列的数据回答了并购重组市场是否触底反弹以及 2021 年度监管部门否决收购项目的理由主要集中在哪些方面；在第二章中，我们揭示了 2021 年度上市公司控制权变更呈现哪些新变化、上市公司控制权发生变动后的市值和经营情况是否有实质性改善，尤其是民营控股股东将上市公司控股权转让给国有资本以后的是否取得了预期效果更加令人关注；在第三章中，我们利用一系列动态数据揭示了“破产重整不再是上市公司的灵丹妙药”这一大家不愿面对的现实，为市场参与者提前敲响了警钟；在第四章中，我们建议尽快明确退市公司不可借壳重组这一红线。在上述章节分析判断的基础上，本报告将首次明确发表 IPO 估值优势已经逐渐下降这一历史性趋势，大胆预测 A 股并购春天即将到来（详见第五章内容）。

CHAPTER 1

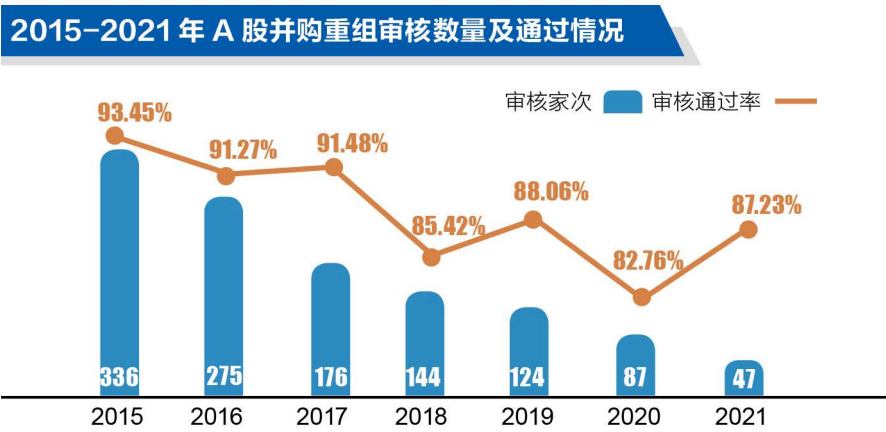
A股重大资产收购 止跌企稳

2015 年和 2016 年, 是 A 股上市公司重大资产收购交易规模突破万亿规模的“唯二之年”。此后五年间, A 股上市公司主动发起的重大资产收购活跃度不断下降, 至 2020 年已跌至不足 2000 亿元规模的“冰点”。我们在 2020 年的并购报告《A 股注册制的光辉何时照进并购市场?》曾预测到“A 股并购市场有望在 2021 年开启触底反弹之路”, 我们统计的最新数据显示“2021 年 A 股重大资产收购规模虽然仍处于低位, 但开始止跌企稳”。

一、重大资产重组仍在历史底部

1. 重组审核数量创新低

A 股并购重组审核通过率曾在 2020 年创下历史新低，2021 年的通过率重新回升至 85% 以上，但在并购审核大力实施简政放权及 A 股重大并购交易仍位于低谷的背景下，并购重组审核数量创下新低。2021 年，A 股并购重组审核数量仅有 47 家次，同比下降约 45.35%，较最高峰的 2015 年下降 86%，创下新低。



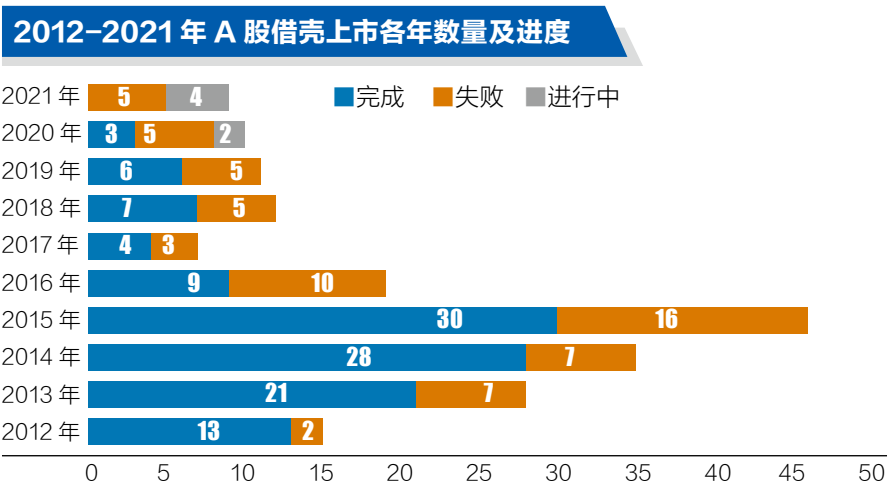
我们进一步发现，2021 年 A 股并购重组被否的 6 单交易未通过审核的原因主要集中在持续盈利能力、业绩预测合理性、商誉占比较大等，归根结底均是因为并购资产的持续盈利能力不佳，这也反映了优质并购资产资源的稀缺。在注册制稳步实施，

上市公司	收购标的	重组被否原因
瑞泰科技	武汉耐材 / 瑞泰马钢	未能充分披露本次交易有利于减少关联交易、避免同业竞争、增强上市公司独立性和持续盈利能力，不符合《重组办法》第四一三条相关规定。
京城股份	青岛北洋天青	未充分披露标的资产的持续盈利能力及业绩预测的合理性，不符合《重组办法》第四十三条的规定。
沙钢股份	苏州卿峰	未能充分披露标的资产海外政策风险和核心竞争力，盈利能力存在较大不确定性，不符合《重组办法》第四十三条的相关规定。
奥赛康	江苏唯德康医疗	未能充分披露境内外行业政策变动对标的资产的影响，未来盈利能力存在较大不确定性，不符合《重组办法》第四十三条的规定。
宇顺电子	深圳前海首科	未能充分说明标的资产的核心竞争力，交易完成后商誉占比较大，不利于提高上市公司质量，不符合《重组办法》第四十二条的规定。
乐通股份	浙江启臣科技	未充分披露本次交易标的资产定价的公允性，未充分说明本次交易有利于提高上市公司资产质量、增强持续盈利能力，不符合《重组办法》第十一条和第四十三条的规定。

北交所正式开板的背景下, 优质资产往往会首选 IPO, 导致上市公司可并购资产范围越来越有限, 可供选择的标的的质量越来越差, 并购资产的盈利能力问题日益凸显。

2、借壳寡淡, 创业板借壳截至报告编制时零成功

自 2016 年出台史上最严重重组上市（俗称“借壳”）新规以来, A 股借壳自当年开始大幅下滑。2019 年 10 月, 证监会发布新版《上市公司重大资产重组管理办法》, 对主板重组上市进行大幅松绑并放开创业板借壳禁区, 但回暖并未如期出现。本报告按照首次披露日期口径统计, 2017-2021 年, A 股上市公司首次披露借壳数量分别 7 单、12 单、11 单、10 单和 9 单, 其中成功完成借壳的数量分别为 4 单、7 单、6 单、3 单和 0 单, 显示自 2016 年最严重重组上市新规以来的 5 年里 A 股借壳长期处于低谷且越来越难以成功, 2021 年首次披露借壳的 9 家上市公司 5 家已经失败, 截至 2022 年 3 月 15 日剩余 4 家的状态均为股东大会通过或证监会反馈意见, 无一家成功完成。（注: 6 月 2 日, 证监会官网显示, 润泽科技“借壳”普丽盛获得注册批文, 创业板首单“借壳”诞生）



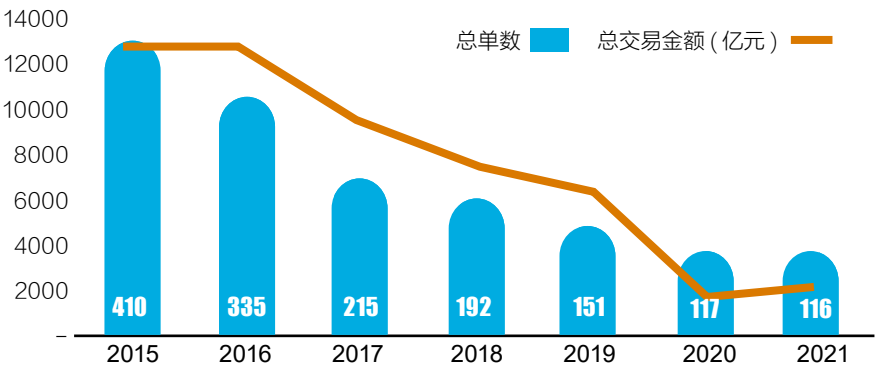
值得关注的是, 创业板自 2019 年 10 月放开借壳至 2021 年末仅有两家创业板上市公司试图尝下重组上市“头啖汤”, 但至今没有一家修成正果。创业板上市公司普丽盛和爱司凯均于 2020 年披露了重大资产重组方案, 但截至 2022 年 3 月 15 日的最新状态均是“股东大会通过”。其中, “创业板借壳第一股”爱司凯的重组上市之路非常曲折, 最早于 2020 年 5 月公告拟实施重大资产重组, 目前重组报告书已经历 4 次修订稿, 2021 年 11 月下旬爱司凯向交易所提交了撤回申请且交易所已经决定终止审核, 2021 年 12 月 2 日很快又就召开董事会监事会决定继续推进。在以上两家上市公司以后, 2021 年度再也没有新的创业板上市公司披露重组上市方案了。

二、触底反弹迹象明显

1、交易规模回升

以首次披露日期为统计口径，2021 年，A 股上市公司主动发起的重大资产收购累计 116 单，与 2020 年（117 单）基本相当。从交易规模看，已披露交易金额的 66 单合计交易金额为 2,171.47 亿元，同比增长 15.41%；平均每单重大资产收购交易金额为 32.9 亿元人民币，同比增加 20.65%，亦有所回升。

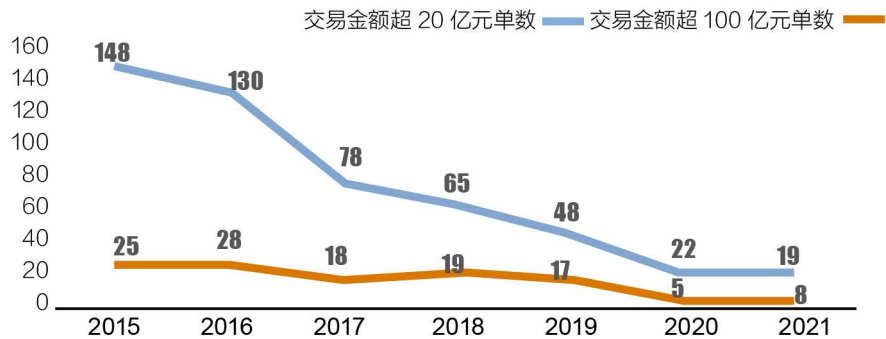
2015-2021 年 A 股重大资产收购规模变动情况



2、百亿级重大资产收购明显回暖

2021 年，交易金额超过 20 亿元的重大资产收购数量为 19 单，同比下降 13.64%，跌幅明显收敛；超过 100 亿元的大型交易 8 单，同比增加 60%，较 2020 年有明显回升，主要得益于国企改革、产业整合为目的的大型收购有所增加，例如徐工机械 387 亿吸收合并徐工有限、上海机场 191 亿收购虹桥公司 100% 股权、东方

2015-2021 年 A 股中大型重大资产收购情况



盛虹 144 亿收购斯尔邦 100% 股权等。

3、“A 吃 A” 数量创新高

我们曾在 2020 年并购报告中预测“A 吃 A”将频繁出现，且主要是产业并购，2021 年的并购市场也进一步验证了我们的预测。数据显示，2021 年，A 股上市公司收购上市公司的新披露案例达到 13 起，创下新高，2018-2020 年分别有 3 起、11 起和 8 起，普遍属于产业并购，交易方式主要为协议转让、定增、换股吸收合并等。我们预计，未来随着注册制下壳价值的进一步缩水，上市公司的估值不断步入合理区间，我们预计“A 吃 A”会成为常态。

2018-2021 年新披露“A 吃 A”案例汇总

2018 年度			2019 年度			2020 年度			2021 年度		
收购方	被收购方	进程	收购方	被收购方	进程	收购方	被收购方	进程	收购方	被收购方	进程
美的集团	小天鹅	完成	顾家家居	喜临门	失败	杭锅股份	中来股份	失败	美的集团	万东医疗	完成
上海电气	天沃科技	完成	时代传媒	盛通股份	失败	大连港	营口港	完成	韦尔股份	共达电声	完成
华邦健康	丽江旅游	失败	永辉超市	中百集团	失败	浙数文化	ST 罗顿	完成	拉卡拉	蓝色光标	完成
			招商蛇口	中航善达	完成	豫园文化	金徽酒	完成	卫宁健康	创业慧康	失败
			浙数文化	迅游科技	失败	国联证券	国金证券	失败	凯撒旅业	众信旅游	失败
			中国人寿	万达信息	完成	格力地产	科华生物	完成	圣湘生物	科华生物	失败
			上海电气	赢合科技	完成	美的集团	合康新能	完成	城发环境	启迪环境	进行中
			云内动力	蓝海化腾	失败	工业富联	鼎捷软件	完成	王府井	首商股份	完成
			德展健康	金城医药	失败				以豫园股份	舍得酒业	完成
			江西铜业	恒邦股份	完成				格力电器	盾安环境	进行中
			龙蟠佰利	东方锆业	完成				南钢股份	万盛股份	进行中
									珠海港	秀强股份	完成
									国恩股份	东宝生物	完成

CHAPTER 2

上市公司控制权变更 的新变化和后续效果

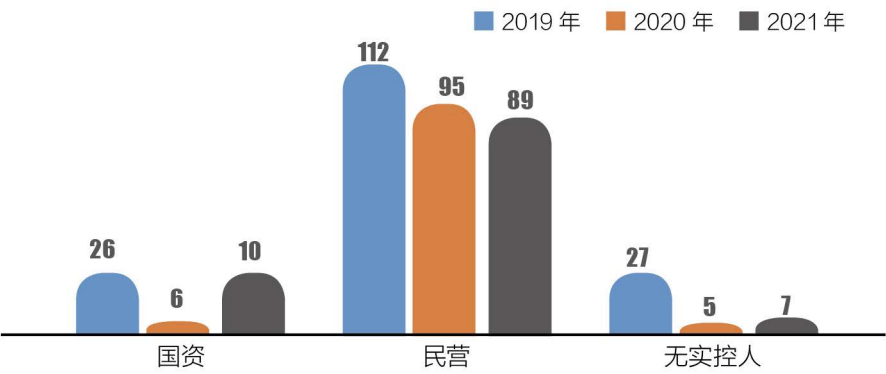
自 2018 年中期以来，受国内外经济下行、行业周期性波动、经营管理不善、新冠疫情等因素影响，A 股不少上市公司爆发经营性危机和流动性危机，控制权变更数量一直居高不下。我们在历年并购报告中都对控制权转让进行了详尽统计及分析，在纵深分析控制权变更的整体情况时，我们统计发现，2021 年度上市公司控制权变更途径、“真金白银”使用意愿、实控人属性等相比过去几年出现了几点较大新变化。

此外，近年控制权转让后的效果如何？市值、经营情况等核心指标是否能够获得较大改善？这些问题一直未有人深度关注及统计分析。鉴于此，在本年度报告中，我们对 2019-2021 年控制权转让的后续效果进一步统计发现，协议转让概念股不仅短期走势归于平淡，中长期走势也不及预期。

一、2021 年控制权变更新变化

经统计，剔除无偿划转、继承 / 家族内部安排、被动减持等被动行为导致的控制权变更后，2021 年完成控制权变更的上市公司有 106 家，较 2020 年微增 4.95%。自 2018 年下半年控制权交易爆发以来，涉及控制权变更的上市公司 80% 以上为民营（无实控人的也基本为民营企业）。2021 年，被收购标的为民营、国资、无实控人的上市公司分别为 89 家、10 家和 7 家，占比分别为 83.96%、9.43% 和 6.6%，民营上市公司控制权变更的比例仍然居高不下。

2019-2021 年控制权变更前上市公司实控人属性



我们曾在 2019 年度并购报告《并购重组新规影响几何？》之第四章“从并购市场看民营流动性危机的发展趋势”中指出，2019 年，上市公司控制权变更、破产重整均超过了过往年份，且八成以上是民营企业。我们认为，民营经济的流动性危机还未过去，2020 年突如其来的疫情也令民营经济雪上加霜，因此政策仍需加大力度扶持。目前看，该预测仍然适用于 2022 年。

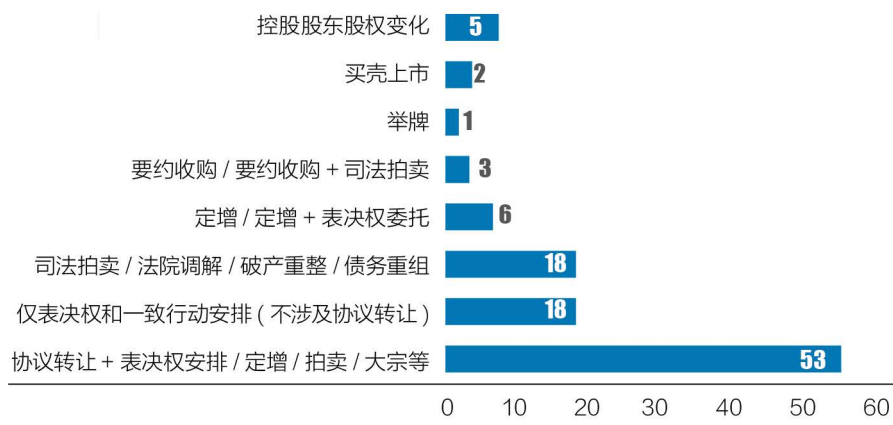
在纵深分析控制权变更的整体情况时，我们进一步研究发现，2021 年上市公司控制权变更途径、“真金白银”使用意愿、实控人属性等相比过去几年出现了几点较大新变化，故单独列出加以区别和提示。

新变化之一：控制权变更途径明显多样化

我们将通过协议转让、协议转让加表决权委托 / 一致行动协议 / 定增等组合方式导致控制权变更的情形统称为“协议转让”。在控制权交易活跃的 2018 年、2019 年、2020 年，协议转让是主流交易方式，这类模式均需要收购方支付“真金白银”。而 2021 年，控制权转让的数量和占比出现大幅下降，不涉及协议转让的仅表决权和一致行动安排、司法拍卖 / 法院调解 / 破产重整 / 债务重组成为控制权变

更的两股“新变量”。

2021 年上市公司控制权变更情况及途径统计



统计显示，2021 年 A 股通过协议转让完成控制权变更的上市公司家数为 53 家，占上市公司控制权变更总数的比例为 50%，较 2020 年同比减少约 27 个百分点。2021 年采用不含协议转让的仅表决权和一致行动安排、司法拍卖 / 法院调解 / 破产重整 / 债务重组的方式完成控制权变更的交易增多均为 18 家较 2020 年有显著变化。

新变化之二：大量收购方不愿用“真金白银”控制上市公司

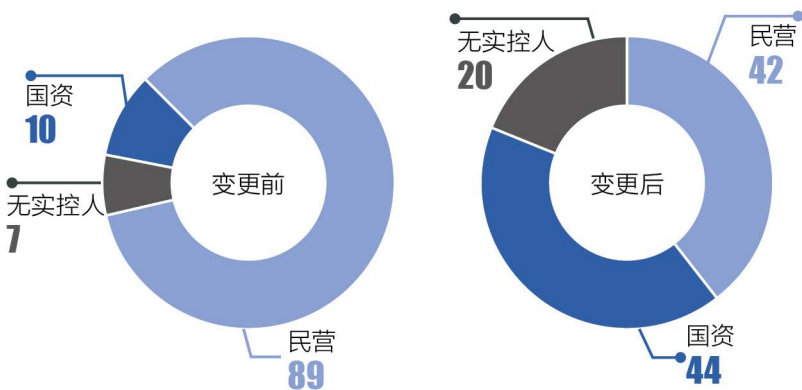
我们进一步分析发现，2021 年不含协议转让的仅表决权和一致行动安排导致的控制权变更的 18 家上市公司（2019 年和 2020 年分别为 11 家和 7 家），多为 ST 公司、业绩较差、存在监管调查风险、退市风险、大股东破产风险的公司（例如 ST 柏龙、ST 银河、ST 博信等）。这也意味着越来越多的买家不愿意动用“真金白银”去购买存在较大风险的上市公司，而是采用灵活的表决权安排先行介入上市公司，等深度了解公司或风险警报解除后再行决定下一步动作。

采用上述模式的收购方既有国资也有民营公司。我们认为，在这种模式下，最大的优点是如果上市公司退市或是其他重大风险事件爆发，收购方可以通过终止表决权委托、解除一致行动协议等方式实现快速退出，把损失降到最低，但是也给上市公司控制权稳定性及公司治理带来不利影响。

新变化之三：大量上市公司变更为无实控人

2021 年，控制权变更出现的另一个新变化是：大量上市公司变成了无实控人。106 家控制权变更的上市公司中，变更后成为无实控人的公司多达 20 家，占比约 19%，较 2019 年（8 家）和 2020 年（4 家）大幅上升。

2021 年 106 家上市公司控制权变更前后实控人属性分布



进一步分析发现,导致无实控人现象大量出现的主要原因集中在司法拍卖/破产重整(例如爱迪尔、ST 中珠、ST 康美、ST 冠福、亚太药业等)、控股股东混改(例如中新药业、津膜科技、郑煤机等)、协议转让(例如苏宁易购、智云股份、纳川股份等)。

新变化之四: 溢价率企稳, 恐慌性抛售不再

2018 年和 2019 年期间, 民营上市公司及大股东陷入流动性危机是导致控制权转让爆发的重要原因, 出售的迫切性也直接导致出售溢价率普遍较低, 2019 年控制权转让整体溢价率中位数仅有 2.99%, 2020 年和 2021 年则大幅回升至 10% 以上, 分别为 14.37% 和 13.37%。此外, 统计显示, 2021 年, 控制权转让整体溢价率平均数为 15.41%, 同比下降约 4 个百分点。其中, 民企收购平均溢价率为 14.34%, 国企收购平均溢价率为 16.37%。值得关注的是, 近年民企收购上市公司的平均溢价率高于国企收购的平均溢价率, 而 2021 年民企收购上市公司的平均溢价率略低于国企收购平均溢价率, 主要原因系上市公司变更为无实控人的案例中大多为民企收购, 该部分收购溢价率明显较低。这也侧面反映出, 在注册制背景下 A 股壳价值不断缩水, 控制权交易经过前几年集中爆发后, 溢价率企稳, 恐慌性抛售不再, 收购方也愈来愈理性。

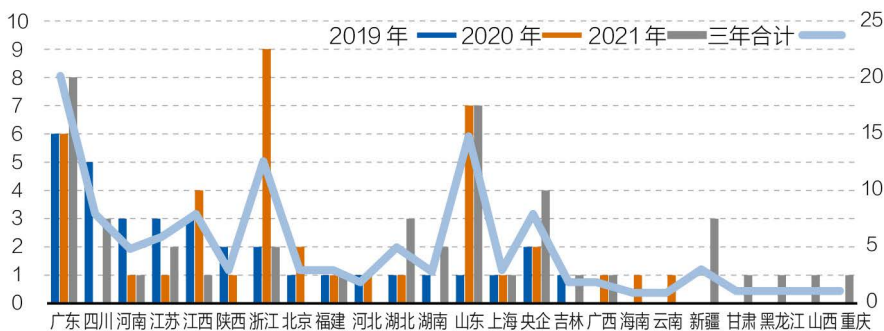
溢价情况	2019 年	2020 年	2021 年
整体溢价率中位数	2.99%	14.37%	13.37%
整体平均溢价率	12.44%	19.45%	15.41%
国企收购平均溢价率	8.41%	17.45%	16.37%
民企收购平均溢价率	18.67%	21.93%	14.34%

注: 上表中, 纳入统计的可计算出溢价率的控制权转让(包括协议转让及其组合模式)完成家数分别为: 2019 年 56 家, 2020 年 67 家, 2021 年 53 家。以下涉及控制权转让的计算纳入统计家数均与此同。

新变化之五：粤鲁浙收购上市公司领先，中西部发力

2019-2021 年，多地国资加入收购上市公司的大潮，其中广东、山东、浙江等三省的国资是本轮收购上市公司的“先锋队”，三年合计收购上市公司均超过 10 家。按照市一级国资划分，收购上市公司数量领先的城市基本都来自粤鲁浙三省，例如珠海、广州、深圳、青岛、济南、潍坊、杭州等。2021 年，西部省份的国资开始发力，例如四川、新疆国资均出手收购了 3 家上市公司，不过他们收购的其中 2 家均为当地上市公司（四川早已有之，可以考虑：收购主体依然集中在少数国资）。

2019-2021 年各地国资收购上市公司情况



二、上市公司协议转让的后续效果

近年来，上市公司控制权变更案例大量出现，其中协议转让成为 A 股一类颇受关注的交易模式，二级市场上也较容易受到资金追捧。转让后短期和中长期效果如何？市值、经营情况等核心指标是否能够获得较大改善？这些问题一直未有人深度关注及统计分析。我们在历年并购报告中均对协议转让进行了详尽统计及分析，鉴于此，在本年度报告中，我们对 2019-2021 年控制权转让的后续效果进一步统计分析，以供大家参考。

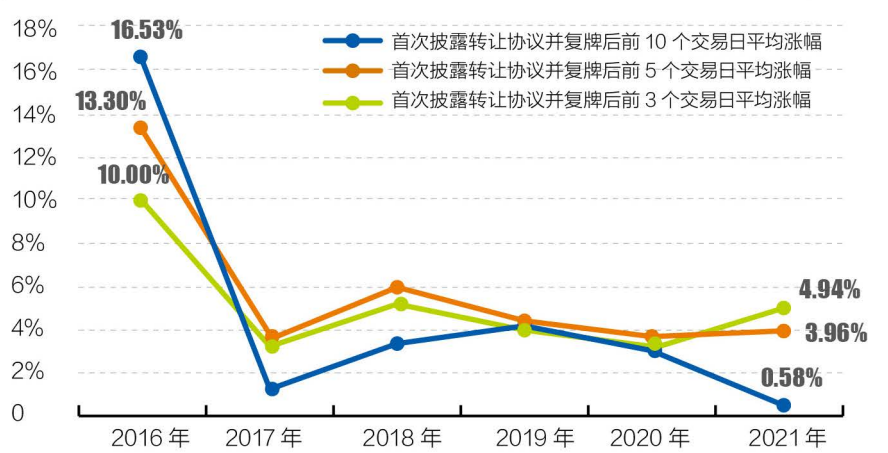
本章节纳入统计的为披露具体协议转让（包括协议转让及其组合模式）交易价格并且完成转让的上市公司，分别为：2019 年 56 家，2020 年 67 家，2021 年 53 家。由于协议转让的上市公司多为中小市值，故我们选择中证 500 指数作为比较基准。

1、短期股价刺激归于平淡

多年以来，协议转让是股价的一个“催化剂”。我们统计了协议转让协议首次披露后的前 3 个、5 个、10 个交易日的平均涨跌幅，此前在 2020 年度并购报告中对此

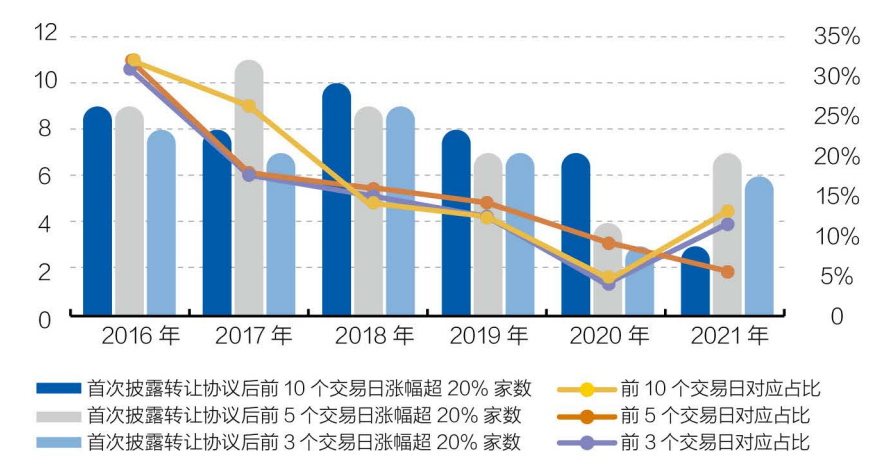
也进行了统计分析。最新统计结果显示，2021 年，53 家通过协议转让完成控制权变更的上市公司在转让协议首次披露后的前 3 个 5 个 10 个交易日的平均涨幅为 4.94%、3.96% 和 0.58%，较 2016 年的（10%、13.3% 和 16.53%）分别下滑 50.6%、70.23% 和 96.49%。

2016-2021 年控制权转让完成上市公司首次披露转让协议并复牌后短期股价效应



此外，从协议转让概念股的累计涨幅看，2021 年也比较低。2021 年通过协议转让完成控制权变更的 53 家上市公司中，转让协议首次披露后的前 3 个、5 个、10 个交易日里涨幅超过 20% 的分别仅有 6 家、7 家和 3 家，分别占比 11.32%、13.21.7% 和 5.66%。2021 年，前 3 个和 5 个交易日里涨幅 20% 的数量较 2020 年有所上升主要原因系创业板的涨跌幅限制放宽到 20%。

2016-2021 年控制权转让概念股短期股价涨幅超 20% 的分布情况



2、中长期表现不及预期

为了方便考察已完成控制权转让的上市公司中长期表现,我们选取了2019年转让完成的且披露具体协议转让价格的56家上市公司,距今已经在新股东的掌管下运行了两年多。

(1) 合计市值涨幅不及中证500指数涨幅的50%

统计显示,2019年,披露具体协议转让(包括协议转让及其组合模式)交易价格并且完成转让的上市公司共计56家,2019年末市值合计约为3202亿元。2021年末,这56家上市公司的合计市值为3797亿元,较2019年末总市值增加18.58%,而2021年末的中证500指数较2019年末增幅39.71%。

进一步分析,2019年控制权转让完成的56家上市公司中,2021年末总市值较转让协议签署前一日上涨、下跌的家数分别有32家(57.14%)、24家(42.86%),其中涨幅超过50%、跌幅超过50%的分别为16家和4家,最大涨幅为472.45%,最大跌幅为73.3%。不过,进一步跟中证500指数相比,仅有14家上市公司跑赢同期中证500指数,占比25%。

(2) 整体经营业绩未达预期

营业收入方面,上述2019年完成转让的56家上市公司2019年度的主营业务收入合计为2039亿元,算术均值和中值分别为36.58亿元、16.25亿元;其2020年度主营收入合计为2386亿元,同比增加17.02%,算术均值和中值分别为42.81亿元、14亿元,同比变化17.02%、-13.68%。其中,2020年营业收入中值同比与中证500(2.82%)存在一定差距。

统计指标	2019年	2020年	2020年同比变化
主营收入合计	2,039	2,386	17.02%
主营收入算术均值	36.42	42.61	17.02%
中证500 主营收入算术均值	184.79	199.62	8.03%
主营收入中值	16.08	13.88	-13.6%
中证500 主营收入中值	83.54	85.9	2.82%

单位:亿元

净利润方面,上述56家上市公司2019年度净利润合计为-97.3亿元,算术均值和中值分别为-1.74亿元、0.4亿元;2020年度净利润合计为-87.67亿元,同比变化9.89%,算术均值和中值分别为-1.57亿元、0.37亿元,同比变化9.89%、-7.5%,

而同期中证 500 的变化幅度为 3.47% 和 9.27%。

统计指标	2019 年	2020 年	2020 年同比变化
净利润合计	-97.3	-87.67	9.89%
净利润算术均值	-1.74	-1.57	9.89%
中证 500 净利润算术均值	11.82	12.23	3.47%
净利润入中值	0.4	0.37	-7.50%
中证 500 净利润中值	7.66	8.37	9.27%

单位：亿元

其中，2020 年亏损金额超过 10 亿元的有 *ST 星星、新研股份、跨境通、恒泰艾普等 7 家上市公司，其中 5 家上市公司是 2019 年和 2020 年连续两年每年亏损超过 10 亿元。

3、国资收购概念股表现同样不尽如人意

近年，国资是收购上市公司的主力军，我们进一步分析了国资收购的上市公司中长期表现，选取的统计标的为 2019 年协议转让完成的被国资收购的上市公司。在 2019 年上述 56 家协议转让完成的上市公司中，被国资收购的为 34 家，2019 年末市值合计为 2327 亿元 2021 年末的市值合计为 2273 亿元较 2019 年末变化 -2.32%，这一变化大幅低于中证 500 指数的增幅 39.71%。从市值下降幅度看，国资收购的上市公司市值下降幅度较大的为东方网力、跨境通、汉鼎宇佑、东方园林、山东华鹏等，行业主要集中在近两年暴雷较多的互联网营销、跨境电商、环保、电子等。

上述 34 家国资收购的上市公司 2020 年净利润合计为 -50.44 亿元，较 2019 年的 -71.39 亿元有明显提升，但距离扭亏尚有不小的距离。值得关注的是，2019 年国资收购的上市公司有不少已经“暴雷”，比如 *ST 星星、跨境通、思美传媒、合众思壮、汉鼎宇佑、东方网力等多家上市公司在 2020 年亏损超过 5 亿元，2020 年资产减值损失超过 5 亿元的上市公司为 5 家，其中思美传媒、*ST 星星资产减值损失超过 10 亿元，2021 年前三季度 *ST 星星再度减值 6.84 亿元；收购后被立案调查的有 *ST 星星、东方网力，其中 *ST 星星已进入预重整阶段。

CHAPTER 3

A股上市公司破产重整 再创新高

2022年1月4日,为完善破产重整信息披露制度,健全多元化退出渠道,保护投资者合法权益,进一步提高上市公司质量,沪深证券交易所双双发布了《上海证券交易所上市公司自律监管指引第13号——破产重整等事项》和《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第14号——破产重整等事项》(以下简称“重整新规”)向社会公开征求意见,目前征求意见阶段已经结束,有望近期出台相关正式文件。未来在重整新规之下,预重整和重整的相关信息披露、重整投资人的选拔、经营方案制定和落实等会越来越规范和严格,我们预计上市公司破产重整的难度将越来越大,破产重整可能不再是上市公司获得再生的“灵丹妙药”。

一、上市公司破产重整数量连续三年创新高

1、2021 年再创新高

自 2019 年以来，A 股上市公司的破产重整数量不断创下新高。以当年法院裁定受理重整申请为统计口径，2015-2021 年裁定受理重整的上市公司数量合计为 48 家，其中 2015-2018 年每年维持在 2-3 家，到了 2019 年-2021 年，该数量逐年创新高，分别为 7 家、15 家和 17 家。



2021 年，法院受理重整申请的上市公司数量达到 17 家，创下历年新高。其中，16 家上市公司的重整计划被法院批准，仅有 *ST 恒康的重整计划尚未被法院批准。截至 2021 年 12 月 31 日，11 家上市公司的重整计划被裁定执行完毕。

2021 年法院受理重整申请上市公司的具体进展							
证券代码	证券简称	实控人属性 重整申请日	被申请重整日 / 收到法院通知	法院同意预重整 / 收到法院通知	法院受理重整 / 收到法院通知	法院批准 重整计划	裁定重整计划 执行完毕
600221.SH	*ST 海航	其他	2021/1/29		2021/2/10	2021/10/31	2021/12/31
000564.SZ	*ST 大集	其他	2021/1/29		2021/2/10	2021/10/31	2021/12/31
600515.SH	*ST 基础	其他	2021/1/29		2021/2/10	2021/10/31	2021/12/31
600225.SH	*ST 松江	地方国资委	2021/3/26		2021/4/20	2021/11/15	
002323.SZ	*ST 雅博	民营	2020/6/18		2021/4/25	2021/9/30	
600518.SH	*ST 康美	民营	2021/4/22		2021/6/4	2021/11/26	2021/12/29
000980.SZ	*ST 众泰	民营	2020/10/10	2020/9/21	2021/6/9	2021/11/30	2021/12/28
002219.SZ	*ST 恒康	民营	2020/8/24		2021/7/8		
000523.SZ	*ST 浪奇	地方国资委	2021/6/3	2021/4/6	2021/9/29	2021/11/11	2021/12/23
002175.SZ	*ST 东网	无实控人	2021/6/25	2021/5/26	2021/10/27	2021/11/30	2021/12/31

(接上表)

证券代码	证券简称	实控人属性 重整申请日	被申请重整日 收到法院通知	法院同意预重整 收到法院通知	法院受理重整 收到法院通知	法院批准 重整计划	裁定重整计 划执行完毕
300371.SZ	*ST 嘉信	民营	2021/3/8	2021/3/26	2021/10/28	2021/12/16	2021/12/31
002072.SZ	ST 凯瑞	无实控人	2020/12/11	2021/10/15	2021/11/5	2021/12/8	2021/12/31
300278.SZ	*ST 华昌	无实控人	2021/6/4	2021/6/25	2021/11/18	2021/12/20	
002321.SZ	*ST 华英	地方政府	2021/5/12	2021/6/5	2021/11/20	2021/12/22	
600734.SH	ST 实达	地方政府	2021/2/9	2021/3/31	2021/11/26	2021/12/21	
002766.SZ	*ST 索菱	民营	2020/8/21	2020/12/15	2021/11/26	2021/12/27	2021/12/31
002356.SZ	*ST 赫美	无实控人	2020/12/21	2021/2/3	2021/11/29	2021/12/29	2021/12/31

2、预重整成标配“神器”

值得关注的是，为加快公司重整的工作进度，提高重整成功率，预重整成为重整“神器”被众多上市公司采用。在 2021 年被法院裁定受理重整的 17 家上市公司中，有 10 家实施了预重整，占比近六成。我们进一步统计出，2021 年，法院合计同意 21 家上市公司实施预重整，部分最终被法院裁定受理实施重整，少数则被法院裁定不予受理重整申请，剩余还未公布受理结果。我们预计，未来会有越来越多的上市公司采用预重整。

2021 年 A 股上市公司申请预重整情况

证券简称	实控人属性	法院同意 预重整	法院裁定受理 重整情况	法院裁定受理重整日 / 公告日
*ST 赫美	无实控人	2021/2/3	受理	2021/11/29
*ST 众泰	民营	2020/9/21	受理	2021/6/9
*ST 嘉信	民营	2021/3/26	受理	2021/10/28
ST 实达	地方政府	2021/3/31	受理	2021/11/26
*ST 浪奇	地方国资委	2021/4/6	受理	2021/9/29
*ST 东网	无实控人	2021/5/26	受理	2021/10/27
*ST 华英	地方政府	2021/6/5	受理	2021/11/20
*ST 德威	民营	2021/6/10		
ST 尤夫	其他	2021/6/18		
*ST 华昌	无实控人	2021/6/25		2021/11/18
*ST 腾邦	民营	2021/7/13	不予受理	2021/12/15
*ST 众应	民营	2021/7/21	不予受理	
*ST 华讯	民营	2021/7/28	不予受理	2021/10/20
*ST 猛狮	民营	2021/8/4		2021/12/3
ST 安控	民营	2021/8/5		
*ST 长动	民营	2021/8/12		
*ST 星星	地方政府	2021/8/16		
*ST 中新	民营	2021/8/20		
*ST 新光	民营	2021/9/17		
*ST 凯瑞	无实控人	2021/10/15	受理	2021/11/5
爱迪尔	无实控人	2021/11/26		

2020 年, 联储证券投行团队深度参与了某上市公司破产重整并恢复上市项目。该上市公司在克服了新冠疫情不利影响下, 从受理重整申请到重整计划执行完毕, 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。

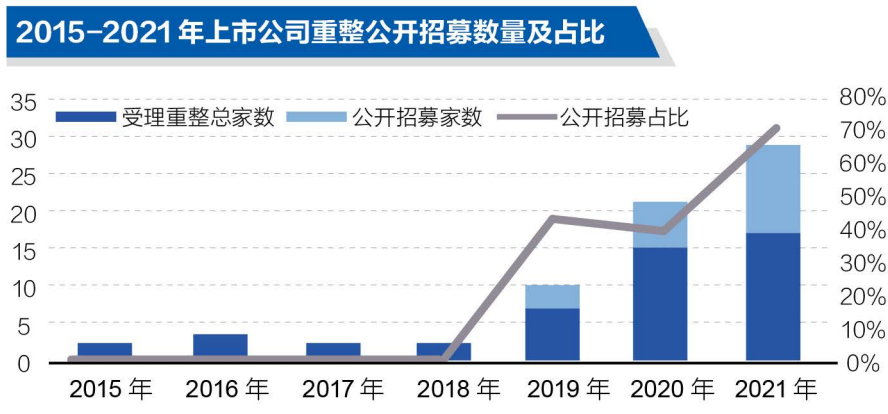
二、破产重整不再是“灵丹妙药”

注册制背景下, 壳价值不断缩水, 上市公司破产重整难度日益增加, 主要表现为: 越来越多的上市公司公开招募重整投资人, 有业务协同的产业投资人越来越难寻找, 重整耗时大幅增加。未来在重整新规之下, 我们预计上市公司重整的难度将越来越大。

1、七成上市公司公开招募重整投资人

我们查阅了 2007 年至今的上市公司破产重整案例发现, 2019 年以前, 绝大部分上市公司不需要公开招募就能在较短时间内找到合适的投资人。而 2019 年以来, 公开招募这一方式被越来越多的上市公司使用, 2021 年共有 12 家被受理重整的上市公司公开招募重整投资人, 占当年被受理重整上市公司总家数的 70.59%, 意味着七成被受理重整的上市公司公开招募投资人, 较 2020 年和 2019 年大幅上升。

值得关注的是, 近年有多家上市公司遭遇招募期满未有意向者报名或者没有招募到合适投资人而不得不延期的情况, 另有不少上市公司在招募期满后仅有唯一一名意向者报名。比如 *ST 银亿公开招募重整投资人截止日期满后又延期了半个月; 2020 年 9 月, *ST 众泰在预重整期间第一次招募投资人期满后没有有意向投资人报名, 直到 2021 年 6 月公司的重整申请被受理后, 公司进行第二次公开招募才招到意



向投资人；此外，*ST 东网、*ST 浪奇、*ST 贵人、*ST 安通、*ST 力帆等多家上市公司在招募期间仅有唯一一名意向报名者。

2、寻找有业务协同的产业投资人越来越难

我们统计后还发现，近年上市公司引进的重整投资人出现了越来越多的无业务协同的非产业投资人，令其重整后的新生效果大打折扣。数据显示，2019-2021 年，法院受理重整的上市公司合计有 39 家，剔除 3 家未引进重整投资人的上市公司（系资本公积金转增股本形成的部分股份用以清偿债务）后，36 家中仅有 9 家上市公司引进的重整投资人是具有业务协同的产业投资人，剩余 27 家上市公司引进的重整投资人要么为地方国资接盘、要么是资产管理和投资类公司。未来在重整新规下，对重整投资人的选拔也将越来越规范，更加大了寻找重整投资人的难度。

此外，即使招募到了重整投资人，但也存在付款进度严重违约、中途更换重整投资人等情形。比如嘉兴梓禾瑾芯股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“梓禾瑾芯”）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 亿元的重整投资款分两期支付，结果第一期投资款到期部分未支付构成违约，截至 2020 年 12 月 31 日剩余投资款 25.34 亿元已全部逾期未支付构成违约，后签署补充协议将剩余投资款的支付时间延迟至 2021 年 3 月 31 日。截至 2021 年 3 月 31 日，梓禾瑾芯仅累计支付人民币 15 亿元，剩余投资款、利息及违约金仍未支付，已构成严重违约。直到 2021 年 12 月 23 日，梓禾瑾芯才累计支付全部投资款人民币 32 亿元至管理人账户。延迟了近一年的付款进度严重拖延了 *ST 银亿的重整进度，直到 2022 年 3 月中旬重整计划还未执行完毕。

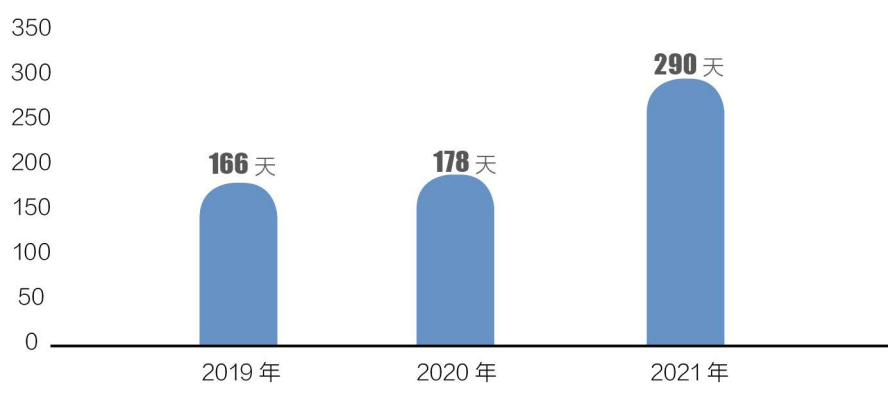
天海防务的重整过程更加曲折、离奇。虽然上海丁果是公开招募过程中唯一愿意支付保证金的重整投资人，但上海丁果在支付保证金并获得重整投资人资格以后就不再愿意投入真金白银了，而是将自己获得的重整投资人权利“转包”给厦门信达及冯翠英等 13 名自然人，同时与他们签署了收益分成协议，上海丁果似乎成为了上市公司重整过程中的“掮客”。为此，深交所专门下发了措辞严厉的关注函，要求上市公司回答上海丁果是否符合当初的招募条件等一系列问题。

3、重整平均耗时大幅增加

破产事项涉及破产申请、法院裁定受理、召开债权人会议、召开出资人组会议、实施重整计划等多个环节，程序链条长、时间跨度大。近三年，A 股上市公司破产重

整数量虽然在增多,但是耗时越来越长,意味着重整难度实际上在增加。数据显示,2019-2021 年被受理重整申请的上市公司合计为 39 家,其中 32 家已经执行完毕重整计划。按照法院受理重整申请或批准预重整之日为开始日至重整计划执行完毕日计算重整耗时,上述 32 家执行完毕重整计划的上市公司平均耗时为 214 天。分年度看,2019 年、2020 年、2021 年的平均耗时分别为 166 天、178 天和 290 天,呈逐年上升趋势且 2021 年同比上升高达 63%。

2019-2021 年上市公司破产重整平均耗时情况



值得关注的是,未来在重整新规之下,预重整也将纳入指引范围履行信息披露业务,且各关键环节都将进一步细化规范,并且更加重视经营方案的制定和落实,注重恢复经营能力,对重整投资人的要求更高。更为关键的是,如果重整投资人受让上市公司股份的价格低于公司股票在投资协议签署当日收盘价百分之八十的,则上市公司或者管理人应当聘请财务顾问出具专项意见并予以披露,这一条将显著压缩重整投资人的获利空间。因此,未来上市公司重整难度将越来越大。

4、重整后仍会面临退市风险

更为糟糕的是,即使破产重整好不容易耗费巨大人力、财力实施成功了或者推至关键阶段,如果重整投资人没有使上市公司经营状况获得明显改善或者重整期间未彻底解决重大潜在风险,那么仍然很快会面临退市风险。比如,*ST 德奥于 2020 年 6 月重整计划执行完毕,并于 2020 年 7 月提交恢复上市申请,期间突发违规担保导致的农商行巨额索赔诉讼,2022 年 2 月其公告了深圳证券交易所发出的《关于不同意德奥通用航空股份有限公司股票恢复上市申请的决定》;2022 年 3 月,破产重整后的 *ST 新亿正式进入强制退市程序,“光荣”成为 2022 年度退市第一股。

CHAPTER 4

相关政策建议

一、放宽战略投资者认定标准

自2020年3月证监会对上市公司再融资战投认定标准收紧以来，符合战投标准的投资人可谓“凤毛麟角”，上市公司通过锁价发行方式成功引入战略投资者的案例屈指可数。

过去由于A股市场的价格形成机制不成熟，锁价发行可能存在较大的套利空间，监管部门对于引入战略投资者采取谨慎监管的态度可以理解。现如今随着注册制的深入推行，中国资本市场已经具备较好的市场定价功能，尤其是我们在近几年的并购报告中持续发现，二级市场股价对于上市公司并购重组、控股权转让等重大事件的反应日趋理性，因此战略投资者拟通过锁价定增套利的空间日趋减小。在这种情况下，我们建议监管部门可以考虑放宽战略投资者认定标准，让更多的上市公司可以通过引入战投发挥互补与促进作用，提升上市公司质量。

一般来说，上市公司锁价发行的目的不仅在于确保再融资的成功发行，而且还往往具有多方面积极意义。例如在“阳光系”暴雷的形势下，龙净环保(600388.SH)于2022年2月底发布的公告将引入紫金矿业(601899.SH)作为战略投资者，从而打开公司在节能环保及新能源领域的想象空间，同时减弱投资者对控股股东可能发生变更的担忧。

二、放宽上市公司并购重组对赌要求

在上一轮并购牛市中，大量的上市公司在三年业绩对赌期满后出现“暴雷”，主要原因在于高额的业绩承诺，导致标的公司不接受上市公司接管，加剧了上市公司与标的公司间管理割裂，阻碍了对标的公司的产业整合，更有甚者在完不成高业绩承诺时，不得不铤而走险选择业绩造假，严重影响了证券市场生态，坑害了广大的中小股民。在经历过这一轮惨烈的“暴雷”洗礼后，市场开始深刻反思，越来越多的上市公司将并购后如何与标的公司整合，以及如何服务于上市公司长远发展战略作为出发点，选择更加市场化的并购方式，不再强行要求卖方业绩对赌。因此，我们建议监管部门可以适当放宽上市公司并购重组的业绩对赌要求，引导更加市场化的并购行为。联储证券在多年的海外并购实践中发现，绝大多数海外并购的出售方都是不承诺标的公司未来业绩的，收购方只能通过事前尽调判断并购标的的价值。

三、严禁退市公司借壳重组

我们曾在 2020 年的并购报告中建议地方政府或司法部门顺应市场趋势，允许上市公司重整失败并破产清算，目前该建议已经被监管部门采纳，体现在 2022 年 2 月公布的《关于完善上市公司退市后监管工作的指导意见》（征求意见稿）中，但该指导意见没有明确退市公司是否可以通过卖壳方式完成资产重组并提出重新上市的申请。

为了保证 IPO 标准的统一性，也为了维护退市制度的严肃性，我们呼吁监管部门应该尽快明确，虽然退市公司有权实施资产重组，但不得通过卖壳方式完成重组；如果退市公司的资产重组触及了《上市公司重大资产重组管理办法》规定的“重组上市标准”，就只能按照 IPO 的流程和标准报送材料，不能按照沪深交易所公布的有关重新上市的标准和流程走“简易”上市通道。

按照退市制度的设立初衷，上市公司退市以后就是普通公司，不能再享有任何上市公司的壳资源价值，重新上市时应该按照普通公司一样，按照 IPO 标准和流程进行，否则这样的退市公司就不是真正意义上的退市公司，只能算是“暂停上市”。2021 年 8 月汇绿生态重新上市的信息公布后的第二天，退市公司股票几乎全部涨停，为退市公司的股票炒作提供了强劲动力。在退市公司依然具备壳资源价值的情况下，任何地方政府和退市公司股东都不愿意走到破产清算的这一步，A 股上市公司的破产清算只能停留在理论层面。

四、从严监管上市公司控制权的频繁转让

如第二章“上市公司控制权变更新变化和后续效果”所述，上市公司控制权转让对改善企业经营的效果并不明显，且容易诱发无实际控制人等不利趋势。我们建议监管部门从严监管在上市公司控制权频繁转让问题，以防止上市公司成为资本玩家手中的道具。例如要求收购方财务顾问对三年内第二次转让控制权的上市公司延长持续督导时间、加强督导责任；对五年内三次转让控制权的上市公司列入强行退市范围等。

五、国资收购上市公司应该更加慎重

如第二章“上市公司控制权变更新变化和后续效果”所述，近年来国资收购上市

公司的地域性集中性非常明显，其背后应该与地方政府的统一安排紧密有关，很容易诱发国有资本的盲目投资；从统计数据看，国资收购上市公司以后的市值表现以及被收购上市公司的业绩情况都没有达到市场预期水平，甚至有不少上市公司在被国资收购以后出现业绩暴雷或控制权争夺等问题。鉴于此，我们建议国有资本在收购上市公司之前，应该切实做好产业战略分析，选择真正符合当地未来发展规划的标的公司，尤其是应该聘请有实际操作经验的券商团队做好尽职调查、方案设计等基础工作，理性、审慎地开展上市公司收购工作。

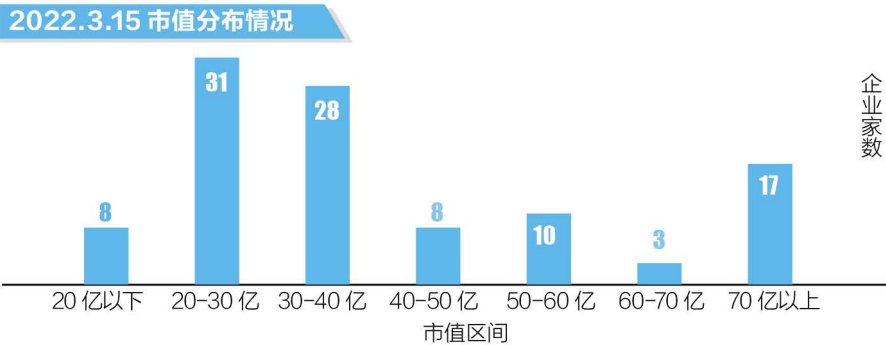
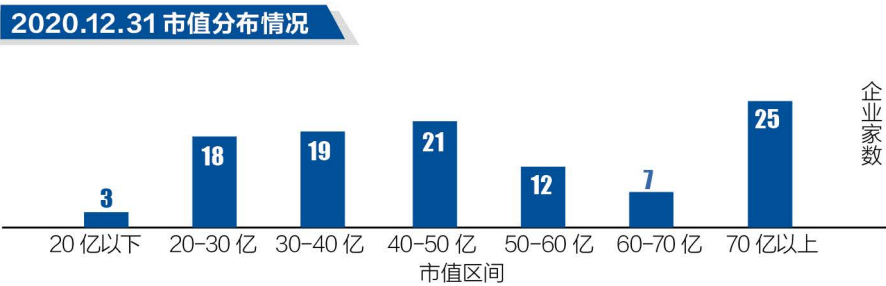
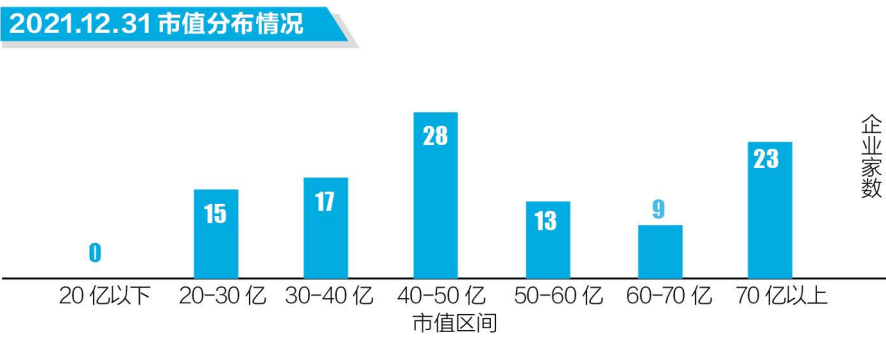
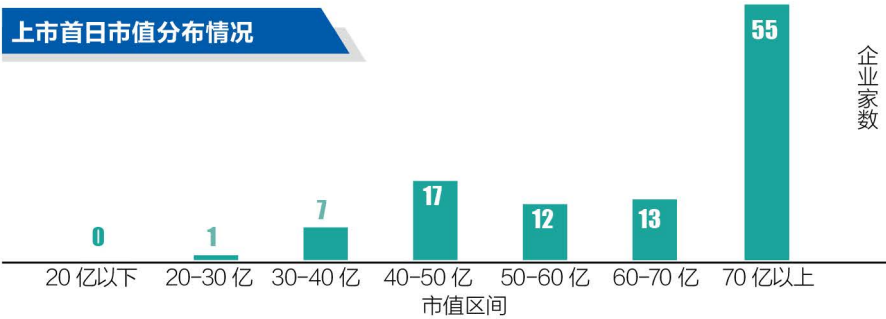
CHAPTER 5

2022年A股并购趋势预判： A股并购春天即将到来

2021 年 11 月开始，A 股开始出现大面积的挂牌首日破发潮，不仅涉及科创板，也涉及沪深主板，这与我们在 2020 年的并购报告《A 股注册制的光辉何时照进并购市场？》曾预测的“新股股价表现分化日益明显，新股破发会越来越常见”表现基本一致。在 2021 年预期的市场“拐点”出现后，我们进一步预测 2022 年 A 股并购春天即将到来，具体依据在以下两个方面：

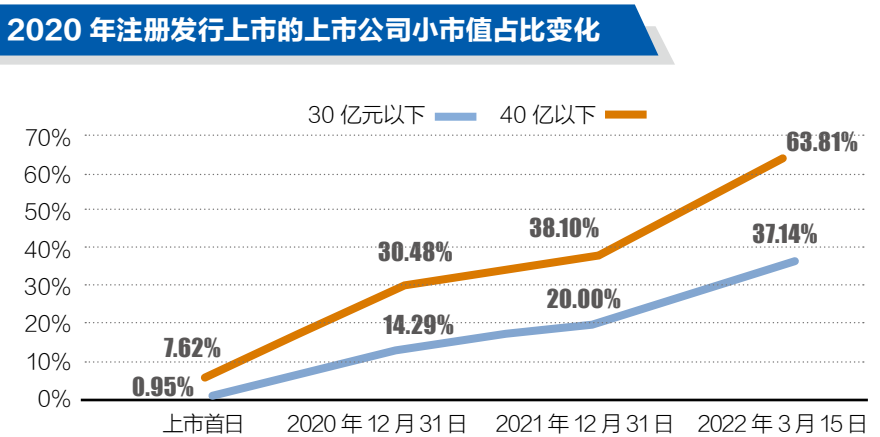
一、IPO 估值优势下降, 拟上市公司开始主动寻求并购

随着注册制的深入推进, 我们发现 IPO 红利正逐渐褪去, IPO 估值的优势已明显下降。为了能准确衡量企业 IPO 与并购的估值差异水平, 我们筛选出 105 家上市公司作为统计样本 (以 2020 年注册制方式发行上市且 2020 年度扣除非经常性损益后的净利润区间在 0.5-1.5 亿元为样本筛选标准) 进行综合分析, 具体如下图所示:



我们发现，这 105 家上市公司从 IPO 至今三年间的市值表现令人唏嘘，下跌程度简直超乎意料。整体来看，上市首日市值在 40 亿元以下的上市公司仅有 8 家，但到 2022 年 3 月 15 日收盘时该区间的上市公司竟然高达 67 家；上市首日市值在 70 亿元以上的上市公司有 55 家，但到 2022 年 3 月 15 日收盘时该区间的上市公司仅剩 17 家，上市公司市值回落明显。

为更好展现这 105 家上市公司市值下跌的变化趋势，我们绘制了上市时市值在 30 亿以下和 40 亿以下上市公司数量的变化趋势，具体如下：



上图可直观看出，市值低于 30 亿元的上市公司在上市首日、上市当年末（即 2020 年 12 月 31 日）、上市第二年末（即 2021 年 12 月 31 日）以及 2022 年 3 月 15 日收盘时的数量占比分别为 0.95%、14.29%、20% 及 37.14%；市值低于 40 亿元的上市公司在上市首日、上市当年末（即 2020 年 12 月 31 日）、上市第二年末（即 2021 年 12 月 31 日）以及 2022 年 3 月 15 日收盘时的数量占比分别为 7.62%、30.48%、38.10% 及 63.81%，随着时间推移越来越多的上市公司市值下跌。

根据以上统计数据，我们认为，小市值企业选择 IPO 上市与选择并购在估值上已经没有实质性差异。假设企业有 1.5 亿净利润且按照 20 倍市盈率估值，其选择并购的整体估值也可达到 30 亿元，此时若无需进行业绩对赌则股东可直接获利退出，尤其对于机构投资者来讲，选择并购不但可以节约 IPO 以后 1-3 年限售的时间成本，还不用承担未来市值进一步下跌的风险。

我们最近半年内操刀的几个并购案例也印证了上述观点，尽管企业符合独自 IPO 的标准，有的甚至估值超过了 30 亿，但企业实控人考虑到并购估值与 IPO 并无明显差别，且通过并购引入新的实际控制人有利于企业尽快做大做强、有利于家族第二代拥有更大的事业舞台，纷纷主动选择了并购重组，而不是 IPO。

二、壳价贬值，“A 吃 A” 将成常态

随着注册制的深入，A 股上市公司内涵的壳资源价值逐步减少，二级市场股价越来越反应其内在的资产价值和产业价值，很多有核心竞争力的中小规模上市公司的 PB 倍数已经小于 1，因此这些上市公司本身就可以作为行业龙头企业的并购标的，例如京东物流巨资收购德邦物流看中的就是德邦物流在大件货物运输中的不可替代地位，与京东物流存在显著的产业整合效应；中联重科收购路畅科技看中的是路畅科技在智能驾驶方面的技术积累，可以有效提升中联重科主要产品的市场竞争力。

基于以上两方面的分析以及注册制全面推开的大背景，我们乐观预计 2022 年有望成为中国资本市场上并购重组春暖花开的元年，很多细分行业龙头上市公司将有望成为该趋势的受益方，中国资本市场的生态环境有望进一步改善，为中国经济的发展做出更大的贡献。

联储证券并购业务部

21 资本 - 联储并购研究中心

2022 年 4 月



21st Century Capital Institute
21世纪资本研究院



联储证券 联合发布
LC Securities

数据支持：21资本-联储并购研究中心 粤港澳大湾区（广东）财经数据中心