

# 并购重组能否成为 A 股牛市的助推器？

2022 年度 A 股并购市场总结与 2023 年度展望



## 导语：心中有光，不负热爱

作为国内券商中为数不多的常年专注于 A 股并购重组的专业团队，联储证券投行并购团队（以下简称“我们”）服务 A 股上市公司并购业务近二十年。2018 年开始，我们集中团队力量，每年出版一份 A 股并购市场总结及形势预判的年度报告。这份报告有来自投行一线人员对市场独特视角、专业观点以及诚恳的建议，也得到了监管的肯定、上市公司及标的企业的认可、金融投资机构及同业的赞许、财经新闻媒体的支持以及社会广大读者的喜爱，我们也深受鼓舞。

不平凡的 2022 年，地缘政治危机、全球经济低迷、国内疫情反复无常等因素，我国经济在多重下行压力下增速放缓，A 股市场也经历顿挫波折。不过我们惊喜地看到，A 股上市公司并购市场活力重现，产业整合、头部聚集等特征都揭示着并购市场进入新篇章，我们耐心守护的并购微光逐渐放亮，期待多年的并购春天终于到来。

2022 年 A 股并购市场还呈现哪些特征？A 股迎来久违拐点，向牛行情下并购重组如何更好助推 A 股前行？重磅政策落地及经济修复进程推进，未来并购前景如何？敬待本报告为您一一揭晓。

# 目录

<b>第一章 并购重组有望成为 A 股牛市助推器</b> .....	<b>3</b>
一、 A 股并购市场显著活跃.....	3
二、 买方头部集中化加剧.....	5
三、 产业并购稳中有升.....	8
四、 相关建议.....	13
<b>第二章 重新定位借壳上市，避免牛市走向歧路</b> .....	<b>14</b>
一、 年度排名前十大牛股中有一半系“假重组”炒作.....	14
二、 四大借壳绯闻主体带坏市场.....	15
三、 真借壳的涨幅为零.....	17
四、 2022 年重组股涨幅明显拉升.....	18
五、 政策建议.....	18
<b>第三章 2022 年控制权交易市场的发现</b> .....	<b>20</b>
一、 协议收购数量大幅减少.....	20
二、 民营收购方占比有所提升.....	21
三、 溢价率提高，恐慌性抛售不再.....	21
四、 国资收购上市公司的后续表现不尽人意.....	22
五、 国资收购上市公司的新变化.....	24
<b>第四章 2022 年 A 股并购市场呈现的其他特征</b> .....	<b>26</b>
一、 创业板借壳仅有一例.....	26
二、 中小市值公司并购重组新模式.....	26
三、 上市公司破产重整受理难度加大.....	26
四、 上市公司重整收益与风险并存.....	27
五、 A 股上市公司首例破产清算诞生.....	28
<b>第五章 2023 年 A 股并购市场趋势预判及政策建议</b> .....	<b>29</b>
一、 并购重组将逐渐成为 PE 投资项目退出的主渠道.....	29
二、 A 股将进一步呈现分化行情，小市值股票风险更大.....	31
三、 为散户提供简易入市通道，体现中国股市的“人民属性”.....	31

# 第一章 并购重组有望成为 A 股牛市助推器

随着 2023 年初疫情影响逐渐消散，社会整体消费复苏、全力重回经济发展，A 股作为国民经济的晴雨表也正面临着历史性机遇。并购重组作为资本市场发展的重要一环，是否可以成为 A 股牛市的助推器？我们结合 2022 年 A 股并购市场特征做出如下分析。

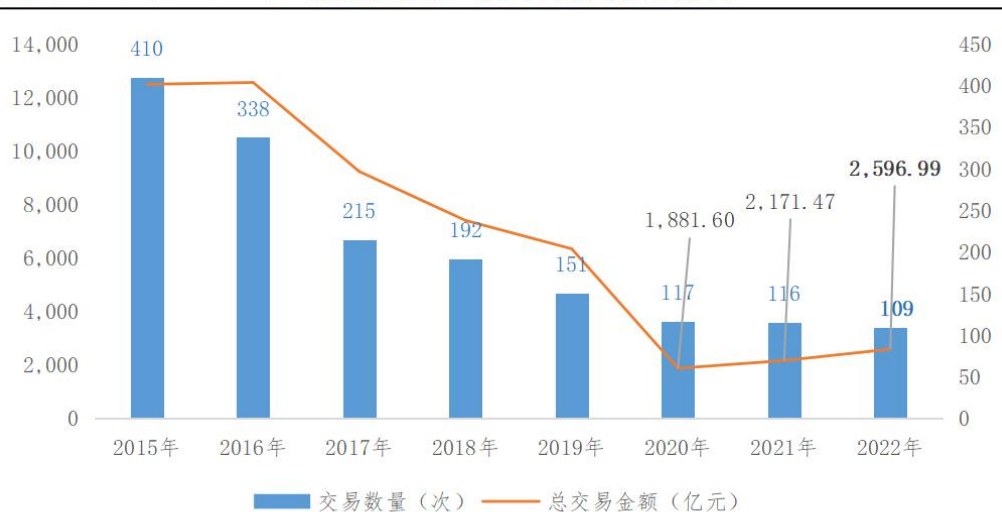
## 一、A 股并购市场显著活跃

### 1、重大资产收购数量下滑但金额增加

我们往年的并购报告中，一直是以 A 股上市公司首次披露且构成“重大资产重组”标准的资产收购交易（统称为“重大资产收购”）作为统计样本。按照此统计口径，2022 年 A 股上市公司重大资产收购累计 109 单，交易数量是自 2015 年以来的最低值，主要原因系近年来体量大、盈利佳的优质并购标的愈发稀缺。

但从交易规模看，109 单重大资产收购交易中有 59 单已披露交易金额，合计为 2,596.99 亿元，较 2021 年增长 19.6%；2022 年平均每单重大资产收购的交易金额为 44.02 亿元，较上年同比增长 33.79%，交易规模有显著增加。

图1：2015年-2022年A股重大资产收购交易变化情况



数据来源：同花顺iFinD，联储证券

据我们数据统计，2022 年上市公司重大资产收购的交易数量占上市公司资产收购交易总量的比例仅有 2.45%，可见仅以重大资产收购来衡量 A 股并购市场

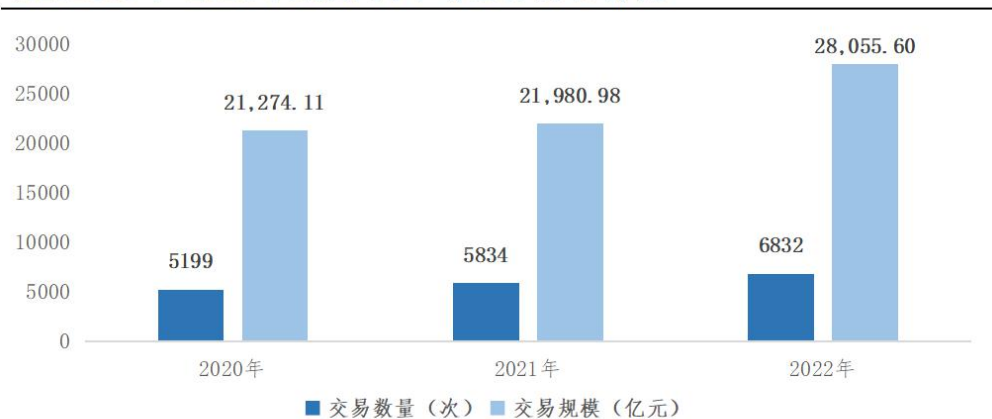
不再客观和全面。

因此，我们今年扩大了统计尺度，统计范围基本涵盖了 2022 年 A 股沪深两市上市公司并购重组各种交易类型，包括：（1）上市公司首次披露的重大、非重大所有资产收购交易；（2）上市公司首次披露的重大、非重大所有资产出售交易；（3）上市公司首次披露的上市公司权益变动 5%以上的交易。

## 2、A 股并购重组市场整体交易数量及金额双增长

整体来看，2022 年 A 股上市公司全年开展的并购重组交易共计 6,832 次，交易数量较 2021 年增长 17.11%，较处于市场冰点的 2020 年增长 31.41%，市场活跃度显著提高。2022 年 A 股并购重组市场整体的交易规模约 2.8 万亿元，较上年同比上涨 27.64%，市场明显回暖。

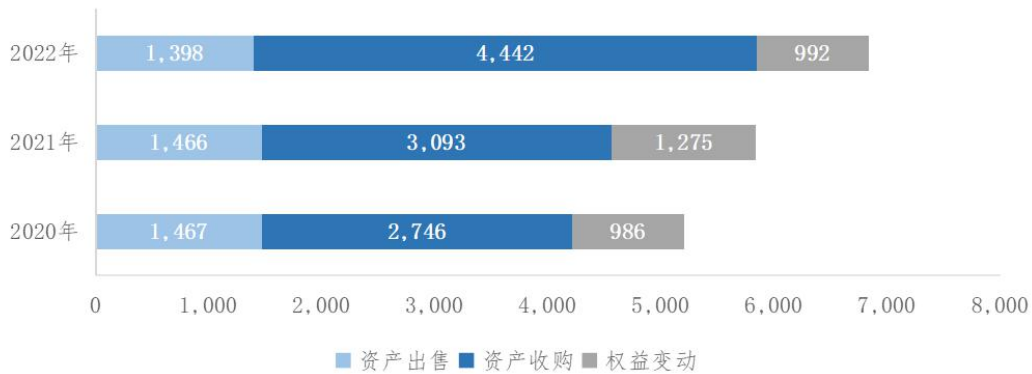
图2: 2020年-2022年A股并购市场整体变化情况



数据来源：同花顺iFinD，联储证券

从具体交易类型来看，在 2022 年 A 股上市公司发起的 6,832 次并购重组交易中，资产收购交易有 4,442 次，占总交易数量的 65.02%，较上年同期增加了 12 个百分点，上市公司并购的主观意愿增强。2022 年上市公司资产出售及权益变动的交易数量有小幅下滑，其中资产出售交易为 1,398 次、权益变动交易为 992 次，各自所占交易总量的比例较上年同比均减少了约 5 个百分点。

图3: 2020年-2022年A股并购市场交易类型 (单位: 起)

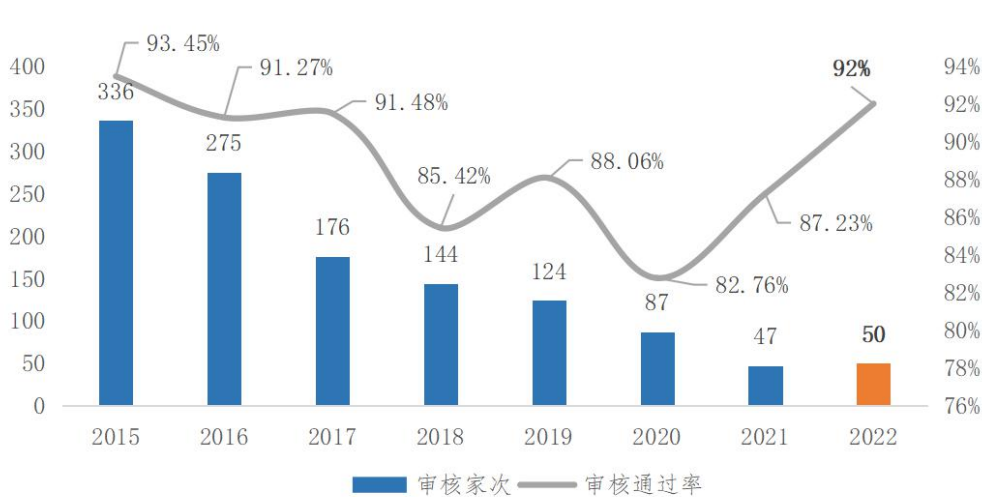


数据来源: 同花顺iFinD, 联储证券

### 3、重组审核数量及通过率均有提高

由于证券监管部门持续简政放权, 2022年上市公司并购重组需要行政审批的数量仍在历史底部, 全年共审核50起交易(已剔除同一交易重复上会的交易), 较2021年审核数量有所提高, 也是A股并购市场自2015年以来连续探底后的首次回升。2022年重组审核通过率为92%, 其中, 审核被否的4起交易均在A股主板, 主板审核通过率为90%; 创业板及科创板的审核通过率为100%。

图4: 2015-2022年A股并购重组审核数量及通过率



数据来源: 同花顺iFinD, 联储证券

## 二、买方头部集中化加剧

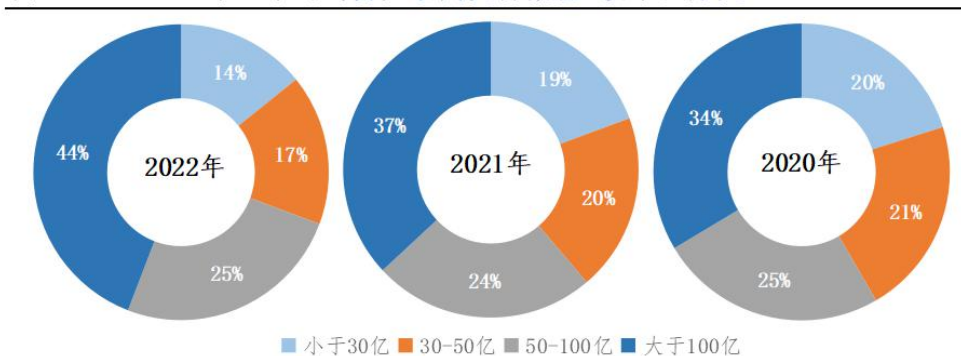
在今年风起云涌的并购市场中, 究竟谁的购买力最强? 我们对A股上市公司

全年发起的 4,442 起资产收购交易进行了买方画像分析,发现头部化的趋势明显。

## 1、大市值公司收购能力更强

根据统计结果,从交易数量上看,2022 年共有 1,961 起资产收购交易是由市值百亿以上的上市公司发起,占交易总数量的 44%,较上年同比增加了 11 个百分点,大市值上市公司角色越来越重要。

图5:2020-2022年上市公司资产收购交易数量-按市值分类

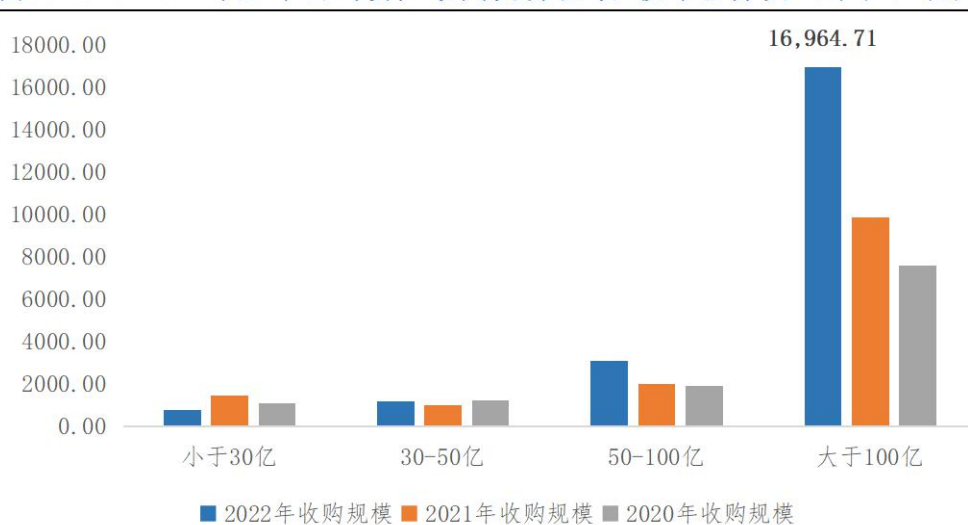


数据来源: 同花顺iFinD, 联储证券

上述 1,961 起资产收购是由 904 家百亿级上市公司发起的,904 家上市公司占 A 股市值百亿级上市公司总量的比例为 56%,对照 2021 年的同比数据 47%提高了 10 个百分点,进一步验证了头部集中化的趋势。

从交易金额上看,市值百亿上的上市公司主导的并购交易金额突破 1.6 万亿元,占总量比例超过七成,大市值上市公司无疑成为 A 股并购市场的“中流砥柱”。

图6:2020-2022年上市公司资产收购交易金额-按市值分类(单位:亿元)



数据来源: 同花顺iFinD, 联储证券

## 2、中小市值公司被边缘化

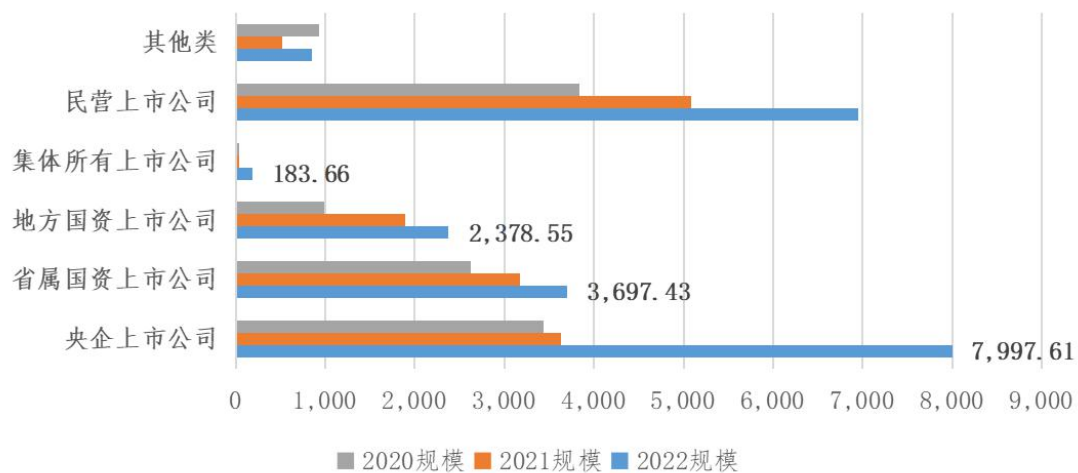
相对而言，处于市场腰部及尾部的上市公司产业并购资源的选择面有限，且自身资金压力较大，因此在产业并购盛行的市场中逐渐失去活跃度。

统计数据显示，2022年由市值50亿元以下的上市公司发起的资产收购交易共1,363起，仅占交易总数量的30%，由市值30亿元以下的上市公司发起的资产收购交易共631起，占交易总数量的14.21%。

## 3、国央企为主力军

在对买方画像的分析中，A股并购市场除了趋向大市值上市公司外，我们发现国央企成为市场主力军，2022年国有上市公司全年发起的资产收购交易规模达到1.43万亿元，占市场总额的65%。作为国企改革三年行动的收官之年，2022年从央企到地方国资并购交易均有明显提速，交易规模均达到了近三年的峰值。其中，央企上市公司并购交易规模有显著涨幅，从2021年的3,600亿元激增至8,000亿元，实现了翻倍。

图7: 2020-2022年上市公司资产收购交易金额-按买方类型分类(单位: 亿元)



数据来源: 同花顺iFinD, 联储证券

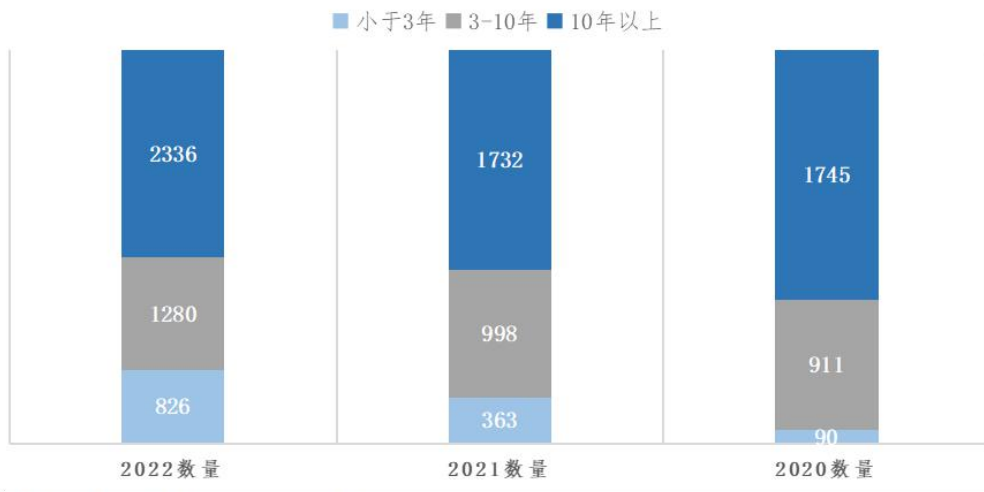
## 4、年轻新贵隆重登场

我们惊喜地发现，2022年上市时间不足3年的“年轻”上市公司发起的资产收购交易数量明显增多，全年共有826起交易，占交易总量的18.59%，达成



的交易规模接近 1,500 亿元，交易数量及规模较 2021 年呈翻倍式增长。

图8: 2020-2022年上市公司资产收购交易数量-按上市时间分类 (单位: 次)



数据来源: 同花顺iFinD, 联储证券

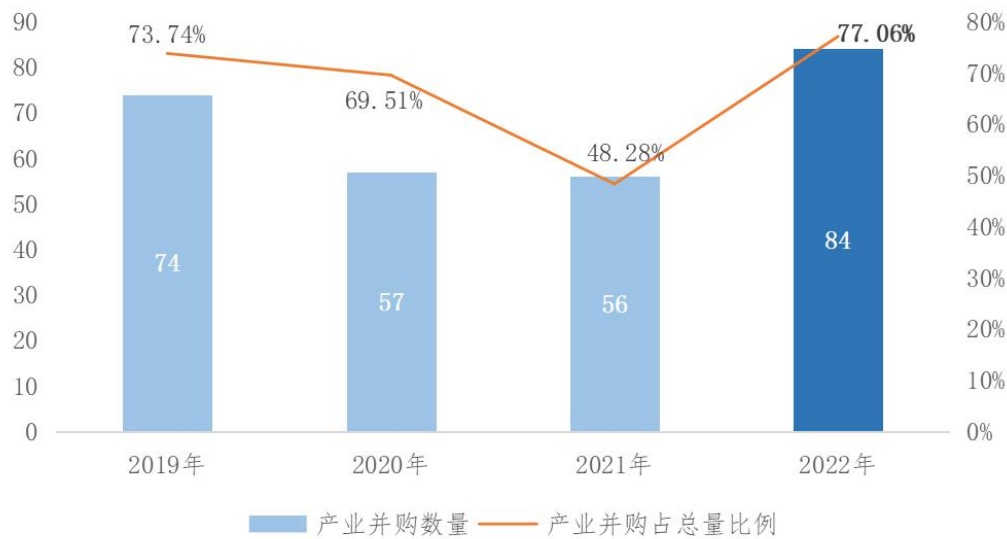
### 三、产业并购稳中有升

根据我们逐年对 A 股上市公司并购市场的研究，上市公司产业并购成为市场主流的趋势在 2019 年就已显现，2022 年产业化逻辑在并购市场进一步加深。为便于对交易案例逐一分析，此章节我们以 2022 年上市公司重大资产收购 109 起交易作为统计样本。

#### 1、7 成以上交易为产业并购

按照交易目的划分，2022 年以产业并购（具体包括同行业间的以及沿产业链上下游延伸的并购重组）为目的的交易有 84 起，占比高达 77.06%，该比例也成为 2019 年以来的最高值。

图9: 2019-2022年上市公司产业并购数量 (单位: 次)



数据来源: 同花顺iFinD, 联储证券

## 2、百亿级大型并购多为产业整合

2022年交易规模超过百亿的大型并购共有7单,除了中国交建以工程设计资产借壳祁连山以外,其余交易均是围绕上市公司主营业务进行的产业横向或纵向的专业化整合。我们进一步发现,这些百亿级交易的并购主体均是国有上市公司,这也进一步印证了上文中提及的国央企为主力军的观点。

表1: 2022年A股并购市场交易金额超过百亿的大型并购案例

上市公司	交易事项	交易总额	交易目的
中航电子	中航电子换股吸收合并中航机电	489.07亿元	产业整合
淮河能源	淮河能源吸收合并淮南矿业	409.34亿元	产业整合
祁连山	祁连山定增收购公规院,一公院,二公院的100%股权及西南院,东北院和能源院的100%股权	235.03亿元	借壳上市
中国船舶、中国动力	柴油机动力业务重组	224.94亿元	产业整合
中环装备	中环装备定增收购环境科技100%股权,中节能石家庄19%股权,中节能保定19%股权,中节能秦皇岛19%股权,中节能沧州19%股权和承德环能热电14%股权	111.64亿元	产业整合
*ST华源	华电能源定增收购锦兴能源51.00%股权	107.33亿元	产业整合
粤水电	粤水电定增收购建工集团100%股权	104.97亿元	产业整合

数据来源: 联储证券

### 3、“A吃A”成常态

我们曾在 2021 年度并购报告中预判：随着注册制的深入，A 股上市公司内涵的壳价值不断“贬值”，二级市场股价越来越能反映出上市公司真实的资产及产业价值，因此产品具有一定市场竞争力、资产质量不错的的中小市值上市公司就成为很好的并购标的，将优先受益，“A 吃 A”会成为常态。

2022 年的市场数据佐证了我们上述观点。数据显示，2022 年 A 股市场共披露 15 起“A 吃 A”交易，数量处于近五年高位。“A 吃 A”的底层逻辑就是通过产业并购彰显协同效应。

表2: 2020-2022年“A吃A”案例汇总

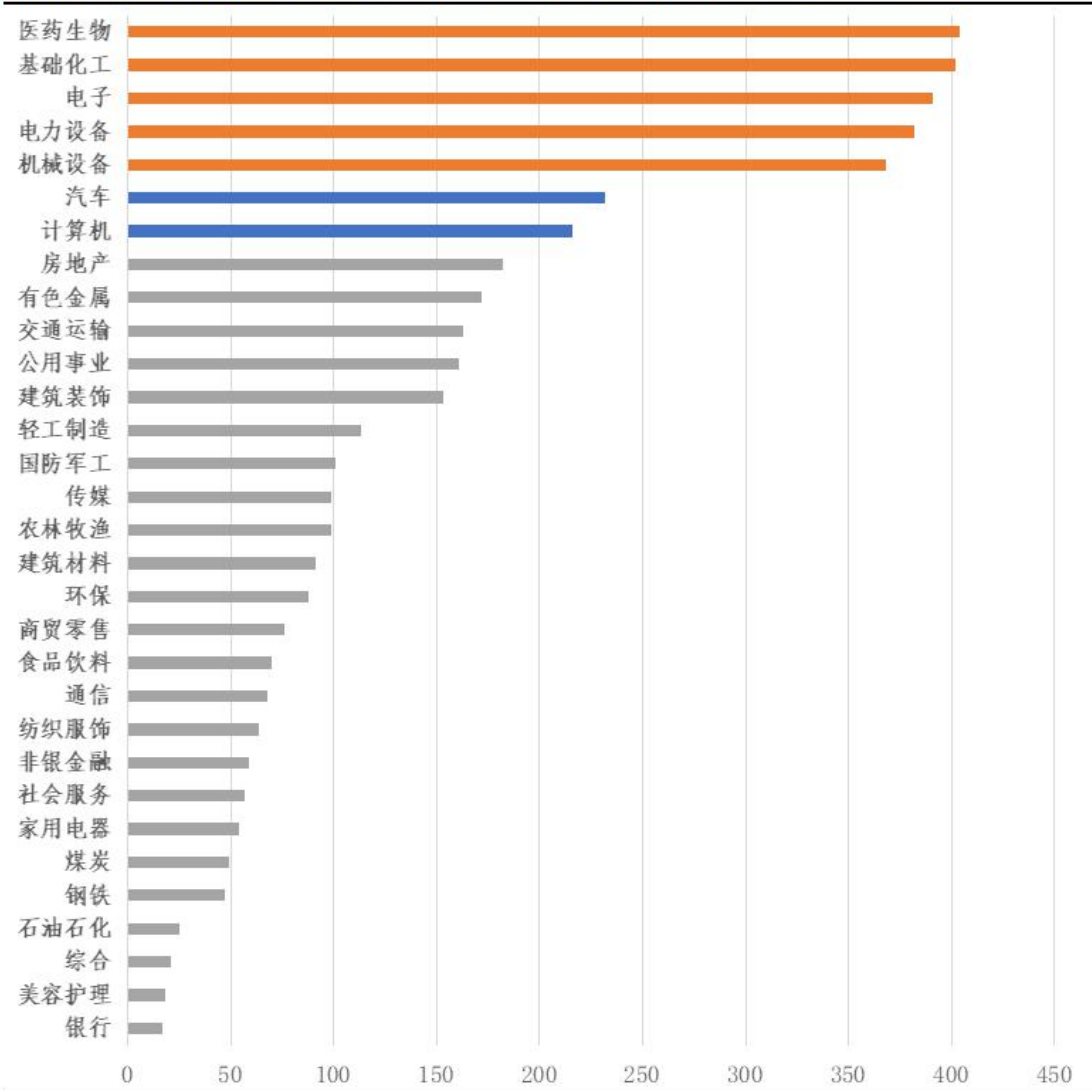
2020年度			2021年度			2022年度		
收购方	被收购方	进程	收购方	被收购方	进程	收购方	被收购方	进程
杭锅股份	中来股份	失败	美的集团	万东医疗	完成	物产中大	金轮蓝海	完成
大连港	营口港	完成	韦尔股份	共达电声	完成	中联重科	路畅科技	完成
浙数文化	ST 罗顿	完成	拉卡拉	蓝色光标	完成	长飞光纤	博创科技	完成
豫园文化	金徽酒	完成	卫宁健康	创业慧康	失败	海信视像	乾照光电	完成
国联证券	国金证券	失败	凯撒旅业	众信旅游	失败	宁夏建材	中建信息	进行中
格力地产	科华生物	完成	圣湘生物	科华生物	失败	华润三九	昆药集团	完成
美的集团	合康新能	完成	城发环境	启迪环境	失败	紫金矿业	ST龙净	完成
工业富联	鼎捷软件	完成	王府井	首商股份	完成	通策医疗	和仁科技	进行中
			豫园股份	舍得酒业	完成	美的集团	科陆电子	进行中
			格力电器	盾安环境	完成	中航电子	中航机电	进行中
			南钢股份	万盛股份	完成	广汇能源	合金投资	完成
			珠海港	秀强股份	完成	中国铝业	云铝股份	完成
			国恩股份	东宝生物	完成	京东方A	华灿光电	进行中
						浙能电力	中来股份	进行中
						正泰电器	通润装备	进行中

数据来源：联储证券

### 4、医药及传统行业的并购更加活跃

从 A 股上市公司并购重组交易的行业分布上看，生物医药行业的并购交易最为频繁，已连续三年蝉联榜首；基础化工、电力、电子设备和机械设备等传统行业表现愈发活跃。此外，2022 年共有 387 家上市公司发起设立产业并购基金，从基金的投资领域上看，除了市场追捧的新能源、半导体等行业外，集成电路、高端制造、大消费、汽车及零部件、基础设施建设等传统行业也是投资重点领域。

图10: 2022年A股上市公司并购交易的行业分布情况 (单位: 次)



数据来源: 同花顺iFinD, 联储证券

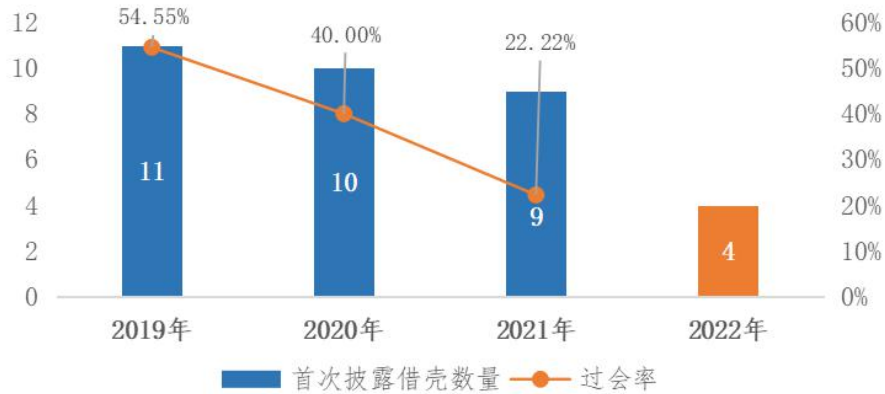
一直有志于成为世界级大健康产业龙头的稳健医疗在成功培育了“全棉时代”等C端品牌产品以后, 2022年度先后3次通过并购手段, 快速切入了多个医疗耗材领域, 进一步完善了自身战略布局, 堪称业内产业并购典范, 我们有幸作为财务顾问深度参与其中; 中国黄金龙头公司紫金矿业2022年度斥资346亿元共发起10起收购, 不仅大幅度提升了自身资源储备量, 而且使其资源储备的分布更加合理、抗风险能力更强大。

## 5、借壳上市被边缘化

产业并购稳中有升的同时, 借壳上市市场却持续低迷。2022年仅仅有4家上市公司首次披露借壳交易, 较2021年的9家进一步下滑。虽然2019年重组新规

已对借壳上市政策放宽限制，但时至今日借壳上市数量寥寥无几，已被市场边缘化。

图11: 2019-2022年A股借壳上市交易变化情况



数据来源：同花顺iFinD，联储证券

从过会率方面看，最新统计结果显示借壳上市过会率仅为 22.22%，审批难度大幅增加。2022 年首次披露的 4 例借壳交易中已有 2 例在预案后即宣告终止，另外两例仍在推进中。

表3: 2020-2022年“A吃A”案例汇总

序号	上市公司	交易标的	预案披露日	进度
1	ST热电	康辉新材料科技有限公司100%股权	2022/5/5	终止
2	祁连山	公规院100%股权、一公院100%股权、二公院100%股权和中国城乡持有的西南院100%股权、东北院100%股权、能源院100%股权	2022/5/12	草案阶段
3	山东华鹏	东营市赫邦化工有限公司100%股权	2022/10/24	预案阶段
4	同达创业	先锋绿能100%股权	2022/8/2	终止

数据来源：联储证券

从审批时长方面看，我们统计了在 2022 年成功过会的 3 例借壳上市交易（均为 2020-2021 年首次披露的）从董事会预案到取得证监会批文的时长，平均时长为 452 天，与 2022 年 IPO 过会平均时长 349 天相比，借壳上市不再具备审批效率优势。

## 四、相关建议

2022 年度以上特征均可显示，上市公司并购重组的积极意义在提升，有望成为 A 股 2023 年度以及未来年度的牛市助推器。为了进一步发挥并购重组的市场资源配置优势，为助推 A 股向牛市发展增加动力，我们提出如下建议：

### 1、再融资可以预留并购资金

目前上市公司再融资所募集的资金主要围绕募投项目的建设投资以及用于补充流动资金。为给上市公司增添并购重组动能，我们建议监管部门允许上市公司在再融资募集资金中保留一定比例（例如 30-40%）金额用于并购专项储备资金，专门用于上市公司未来的并购交易。在目前市场环境下，上市公司再融资的审批周期和可行性均存在重大不确定性，因此将现成的并购项目作为募投项目操作难度较大，因为交易对方往往不愿意承受以上各种不确定性风险。

### 2、北交所和新三板公司调整战略方向

2021 年北交所的设立给禁锢在新三板多年的挂牌公司一剂兴奋剂，掀起了精选层—北交所—转板创业板/科创板的上市热潮。但据我们数据统计，北交所在估值、流动性上远不及创业板/科创板，并且 2022 年底监管调高了两创板门槛，北交所无缝对接两创板的难度提高。

2022 年，一些新三板挂牌企业已经意识到以上现实问题，调整战略方向、选择被上市公司并购，例如天济草堂（871129.NQ）被创业板上市公司达嘉维康并购。我们认为新三板及北交所可以从 IPO 资源储备库扩展成为 A 股上市公司并购标的库，新三板公司可以将目标从北交所 IPO 转向成为行业龙头上市公司的并购标的。

## 第二章 重新定位借壳上市，避免牛市走向歧路

我们在第一章重点分析了并购重组有望成为 A 股健康发展的助推器，但从过去三十年 A 股发展历程看，并购重组对于 A 股行情走势一直是“双刃剑”，2022 年度也不例外。我们发现，在上市公司壳价值逐渐归零的趋势下，2022 年二级市场“赌重组、博借壳”的投机心态还很严重，这很容易让这列向“牛”行驶的 A 股列车走向歧路。

### 一、年度排名前十大牛股中有一半系“假重组”炒作

纵观 2022 年 A 股行情表现，在大盘走弱的背景之下重组概念带动个股“狂飙”。我们统计发现，在 2022 年按照年度区间涨幅排名（已剔除 2022 年发行上市的新股以及恢复上市的盈方微）的前十大牛股中竟有一半是“假重组”炒作登榜，令人颇为震惊。

表4：2022年A股涨幅排名前十股票

年度涨幅排名	上市公司	年度区间涨幅 (%)	涨幅原因
1	绿康生化	381.32	假重组：跨界收购光伏领域相关资产
2	西安饮食	329.28	假重组：西凤酒借壳传闻
3	宝明科技	313.56	新能源概念
4	人人乐	274.45	假重组：西凤酒借壳传闻
5	传艺科技	266.63	新能源概念
6	通润装备	233.81	重组概念：正泰电器收购控制权并开启资产重组
7	园城黄金	222.29	假重组：ST摘帽，炒作重组预期
8	中路股份	214.41	新能源概念
9	君亭酒店	208.44	消费复苏概念
10	英飞拓	201.61	假重组：荣耀借壳传闻

数据来源：联储证券

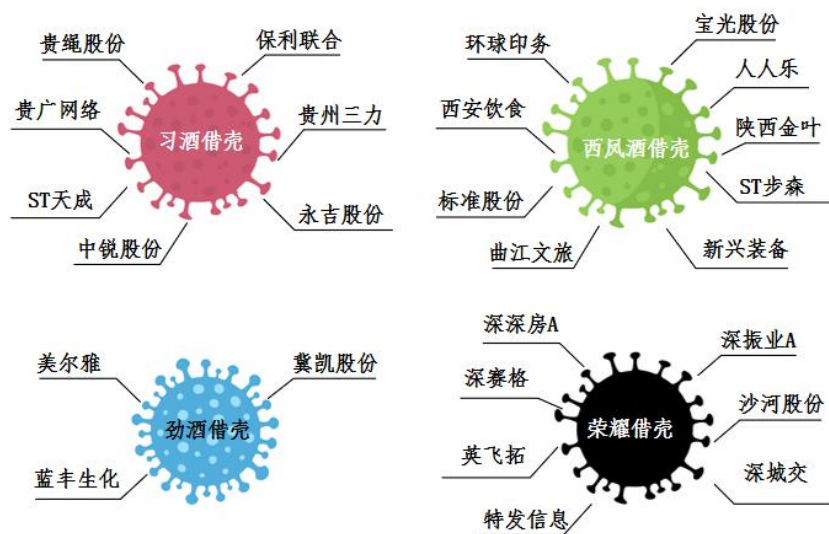
其中，排名第 2、第 4 和第 10 的西安饮食、人人乐、英飞拓是典型的依靠假借壳传闻对股价进行炒作，引发“海啸式”上涨。排名第 7 的圆城黄金则是市场惯常对绩差股炒重组预期的代表，股吧及投资者互动平台中关于上市公司资产重组的传闻声音不断，重组未到、股价先涨。

摘得榜首桂冠的绿康生化不是依靠“空穴来风”的重组传闻，而是有真实的

重组交易进行，但基于以下两点我们仍将其归类为“假重组”炒作行列，主要原因为：（1）上市公司市值涨幅与收购标的公司体量严重不匹配，绿康生化此次并购的交易对价仅为 9,500 万元，但上市公司市值却暴涨 60 亿元，且该标的公司连续三年亏损，资产负债率高达 95%，资产质量严重堪忧；（2）上市公司基本面并没有实质性改善，上市公司主营业务仍为兽药的生产销售，2022 年度扣非后净利润预计为亏损 8400 万元，较 2021 年净利润进一步下滑。

## 二、四大借壳绯闻主体带坏市场

2022 年，以“西凤酒借壳”、“习酒借壳”、“劲酒借壳”以及“荣耀借壳”为首的四大绯闻主体让一大批上市公司坐上“过山车”。发车前是资本讲的活灵活现的所谓“借壳内幕”，车上有上市公司的连续澄清和股民们的高位接盘，下车后只剩下了心跳和一地鸡毛。



统计发现，2022 年 A 股市场竟有 25 只股票被四大借壳绯闻主体炒作，其中习酒借壳炒作爆发在 7 月，并牵扯 7 只股票股价异常波动；荣耀借壳炒作集中在 9 月。根据监管要求，在股票连续 3 个交易日收盘价涨幅累计超过 20%时，上市公司需作出股价异常波动公告，我们按照此口径进行统计，具体情况如下：



**表5-1：四大借壳绯闻主体炒作情况**

借壳概念	序号	证券名称	借壳传闻开始大致时间	发布股价异常波动公告次数	传闻后三个月内股价区间涨幅	股价走势图
习酒借壳	1	贵绳股份	2022年7月	8次	63.35%	
	2	贵广网络	2022年7月	10次	80.09%	
	3	ST天成	2022年7月	7次	94.04%	
	4	保利联合	2022年7月	8次	18.45%	
	5	中锐股份	2022年7月	4次	9.98%	
	6	贵州三力	2022年7月	1次	30.14%	
	7	永吉股份	2022年7月	3次	20.08%	
西凤酒借壳	1	人人乐	2022年11月中下旬	5次	33.67%	
	2	环球印务	2022年8月底	3次	22.84%	
	3	ST步森	2022年6月底	1次	17.77%	
	4	西安饮食	2022年11月	9次	183.53%	
	5	标准股份	2022年11月	2次	23.63%	
	6	曲江文旅	2022年11月	6次	39.02%	
	7	宝光股份	2022年11月中下旬	1次	30.20%	
	8	陕西金叶	2022年12月	2次	18.13%	
	9	新兴装备	2022年12月	2次	25.85%	

数据来源：同花顺iFind，联储证券

表5-2：四大借壳绯闻主体炒作情况（续）

借壳概念	序号	证券名称	借壳传闻开始大致时间	发布股价异常波动公告次数	传闻后三个月内股价区间涨幅	股价走势图
劲酒借壳	1	美尔雅	2022年8月	2次	31.47%	
	2	蓝丰生化	2022年8月	2次	11.18%	
	3	冀凯股份	2022年8月	1次	18.60%	
荣耀借壳	1	深深房A	2022年11月	4次	34.13%	
	2	深赛格	2022年11月	1次	25.09%	
	3	英飞拓	2022年11月	14次	148.86%	
	4	深振业A	2022年11月	3次	57.65%	
	5	沙河股份	2022年11月	3次	30.68%	
	6	深城交	2022年11月	2次	24.05%	
	7	特发信息	2022年11月	1次	34.54%	

数据来源：同花顺iFind，联储证券

### 三、真借壳的涨幅为零

假借壳在二级市场炒的火热，我们转头看一下真正的借壳市场，可谓冰火两重天。我们将2022年首次披露的4起借壳上市的股价变动进行分析，以停牌前1日至预案披露后10个交易日来衡量短期股价涨跌情况，以预案披露日至2022年最后1个交易日来衡量长期股价涨跌情况，统计发现不论短期或是长期，真借壳的区间涨幅平均下来均为零，实在令人大跌眼镜。

表6：2022年A股“真借壳”股价涨幅情况

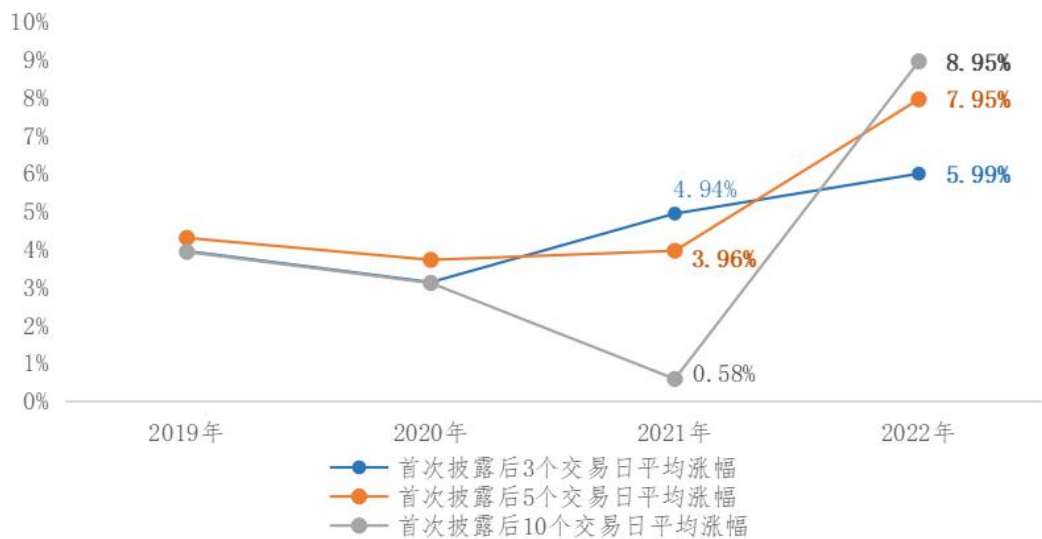
上市公司	预案披露日	进度	停牌前1日至预案后10日的区间涨跌幅	预案披露日至年底区间涨跌幅
ST热电	2022/5/5	终止	-1.44%	27.96%
祁连山	2022/5/12	草案阶段	26.92%	-15.63%
山东华鹏	2022/10/24	预案阶段	4.25%	-3.86%
同达创业	2022/8/2	终止	-16.15%	-45.06%

数据来源：联储证券

## 四、2022 年重组股涨幅明显拉升

我们对 2022 年 42 起上市公司控制权协议转让的交易案例进行股价分析，发现二级市场对重组股炒作现象与前两年相比有明显升温态势。2022 年上市公司首次披露控制权协议转让后的 3 个、5 个及 10 个交易日的平均涨幅为 5.99%、7.95%、8.98%，较 2021 年的 4.94%、3.96%、0.58%显著增长。

图12: 2022年A股控制权转让交易首次披露后股价涨幅情况



数据来源：同花顺iFinD，联储证券

## 五、政策建议

随着主板 IPO 红绿灯制度的逐步到位，如果酒企、家电、食品等 IPO 受阻的拟上市公司选择与行业内优质上市公司有机整合方式进入资本市场，则 A 股市场的资源配置效率将大为提高，各方均可以实现共赢；但如果这些公司被二级市场庄家利用，与 ST 等绩差公司“眉来眼去”，则 A 股市场“炒小、炒差”的恶习将卷土重来，可能将 A 股行情引向歧路。为了避免出现此类情况，我们有如下政策建议：

### 1、正式宣布借壳完成历史使命，彻底关闭借壳上市通道

在 IPO 注册制全面落地的今天，企业直接上市已非常顺畅并且高效；相反，借壳上市谈判难度大、综合成本比 IPO 还要高，借壳上市作为优质资产上市通道

的价值日渐消散。但对于一级市场发展趋势不熟悉的广大中小投资者仍旧将借壳上市视为众多绩差公司规避退市、起死回生的“灵丹妙药”而大为追捧，庄家利用朦胧的借壳上市题材进行二级市场炒作几乎屡试不爽，因此我们建议监管部门正式宣布借壳上市完成历史使命，彻底关闭借壳上市通道，与境外成熟市场的监管规则进一步接轨。这样不仅可以实现上市公司壳价值彻底归零，阻断“投机者”的炒作念想，还可以让二级市场估值回归到上市公司内在的资产和业务价值，理顺长期困扰 A 股市场的估值混乱问题，进而推动资本市场的良性发展。

## 2、修改借壳上市的认定标准，做到宽严并济

为了最低限度减少政策调整的负面影响，在关闭借壳上市通道的同时，我们建议对于借壳上市的认定标准进行调整。例如可对同行业或者有产业上下游关联性的资产注入行为适当放宽借壳上市的认定标准。近期市场刚完成的易普力借壳南岭民爆，易普力及南岭民爆均从事民爆行业，重组完成后上市公司确立了国内民爆行业龙头地位，对于这种产业类重组，我们认为应视为一般性质的产业并购快速放行，不必认定为借壳上市。相反，对于交易双方业务毫无关联性，且上市公司在购入资产的同时出售主要经营性资产的（即所谓“净壳重组”）要严加监管，即使拟购入资产规模没有达到所谓的借壳上市标准，监管部门也有权根据“实质大于形式”的原则将其认定为借壳上市。一旦该交易被认定为借壳上市，则该上市公司要么选择终止交易，要么选择走监管部门规定的 IPO 通道。

## 3、引导巨头企业重组实行先退后上

近期市值 2,000 亿元的成飞集团借壳中航电测的交易引爆市场，自 2023 年 1 月 12 日中航电测首次披露筹划重组至今，中航电测股价已暴增超过 400%。对于标的公司体量规模、盈利等方面都显著大于上市公司的（以下统称“巨头企业”），在其拟重组上市时，我们建议可借鉴美国等成熟的资本市场经验，监管部门引导并支持上市公司先私有化退市，巨头企业与上市公司在场外进行并购重组，完成后再一起重新上市。这样一来可以避免股价疯狂上抬导致发行定价过高、影响交易双方利益，二来可以防范内幕交易。目前市场中关于价值千亿的荣耀手机等巨头企业借壳的风声不断，我们认为监管部门明确加以引导是很有必要的。

## 第三章 2022 年控制权交易市场的发现

从完成控制权变更的总量来看，2022 年上市公司控制权交易市场热度依旧。在剔除通过无偿划转、离婚/继承、董事会改选等非交易性方式完成控制权变更的案例后，2022 年 A 股沪深两市上市公司完成的控制权变更共有 126 家，较 2021 年的 106 家增长 18.87%。回看我们往年对上市公司控制权交易市场的统计并对照分析时，我们发现有以下几个特征需要关注。

### 一、协议收购数量大幅减少

协议转让或协议转让加表决权委托/一致行动协议/定增等组合方式（以下统称为“协议收购”）作为往年控制权交易市场中最主要的交易方式，在 2022 年“风光不再”，2022 年通过协议收购完成控制权变更的仅有 42 家，占控制权变更总数的 33.33%，较上年同比下降约 17 个百分点。

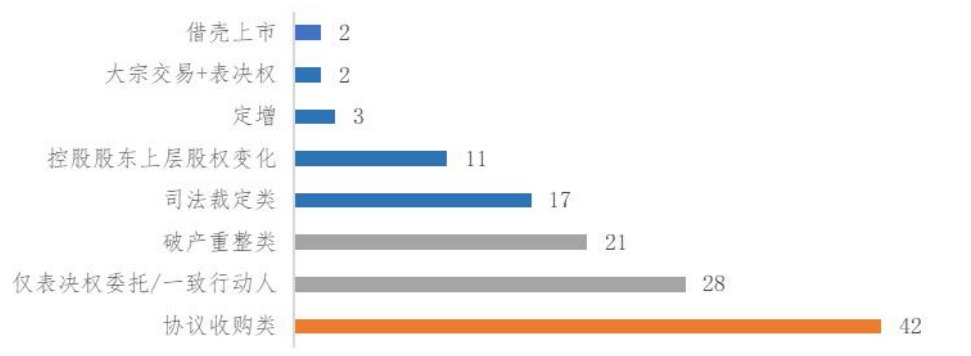
图 13: 2018-2022 年 A 股上市公司控制权变更变化情况（单位：家）



数据来源：同花顺 iFind，联储证券

从 2022 年上市公司控制权变更的具体方式来看，通过司法裁定及破产重整方式完成控制权变更的数量大幅增加，共计 38 家占总数的比例为 30.16%。仅通过表决权或一致行动人安排导致的控制权变更的上市公司有 28 家，较 2021 年 18 家有明显增长，主要原因为 2019 年 IPO 的上市公司自然人大股东一致行动人到期解除关系，为后续减持做准备。

图14: 2022年A股上市公司控制权变更数量-按交易方式分类 (单位: 家)

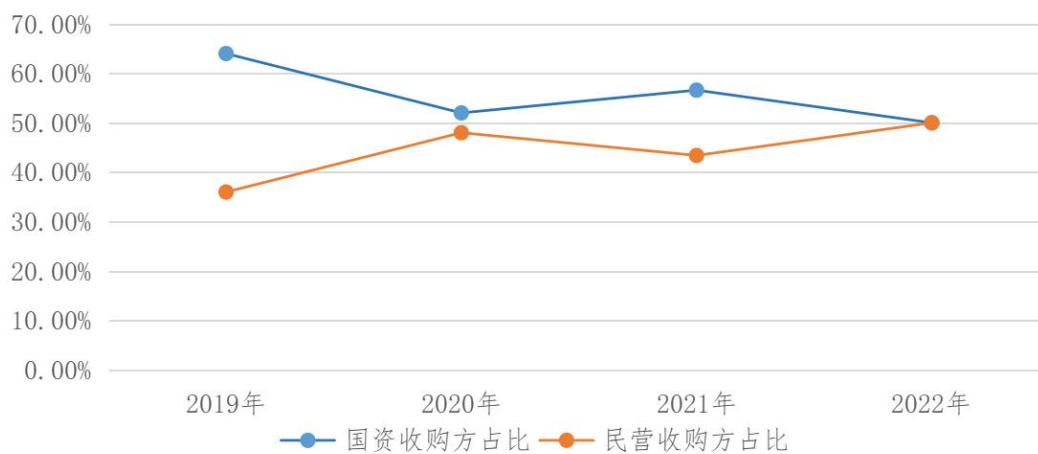


数据来源: 同花顺iFinD, 联储证券

## 二、民营收购方占比有所提升

由于民营经济出现流动性危机, 在 A 股 2018 年下半年以来涌现的一大批上市公司控制权交易中, 国资开始成为收购上市公司控制权的主力。根据我们历年数据统计, 2019 年至 2021 年国资收购方占比一直在 50% 以上, 其中 2019 年占比最高约 62%, 而当年民营收购方的占比仅为 38%。2022 年, 我们发现 42 家协议收购中民营收购方有 21 家, 占比提高到 50%, 这意味着民营企业有钱且有动力收购上市公司控制权开展资本活动, 说明民营企业流动性危机有所缓解。

图15: 2019-2022年上市公司控制权转让收购方类型占比变化 (单位:%)



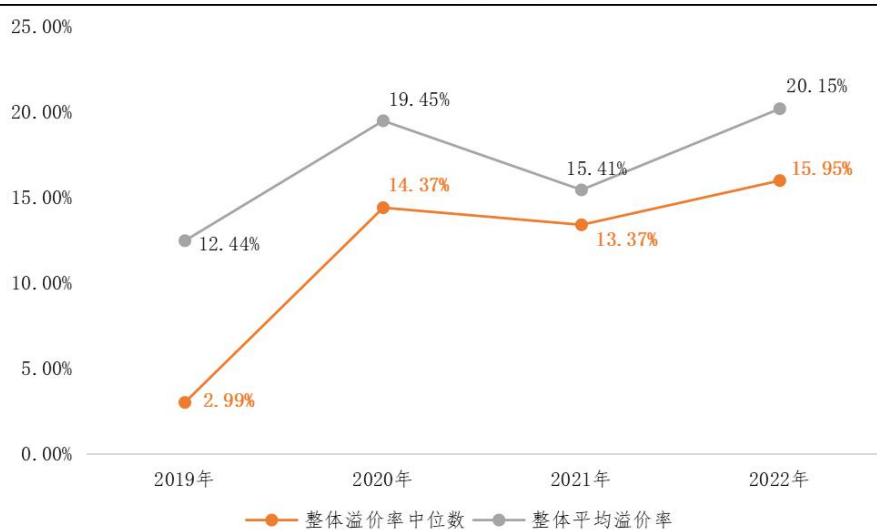
数据来源: 同花顺iFinD, 联储证券

## 三、溢价率提高, 恐慌性抛售不再

过去几年上市公司控制权转让市场持续爆发, 绝大部分为民营控股上市公司,

其背后重要原因系民营上市公司及大股东的流动性危机加剧，而交易溢价率的普遍走低更是能反映出民营出售的迫切性、议价能力大幅削弱。2019年A股控制权转让的整体平均溢价率为12.44%，溢价率中位数仅为2.99%。而2022年，上市公司控制权转让的整体平均溢价率为20.15%，较2019年增加近8个百分点，溢价率中位数为15.95%，是2019年水平的5倍。数据对比之下可以看出，交易溢价率明显提升，民营上市公司及大股东恐慌性抛售不再。

图16: 2019-2022年上市公司控制权转让交易溢价率变化（单位：%）



数据来源：同花顺iFinD，联储证券

## 四、国资收购上市公司的后续表现不尽人意

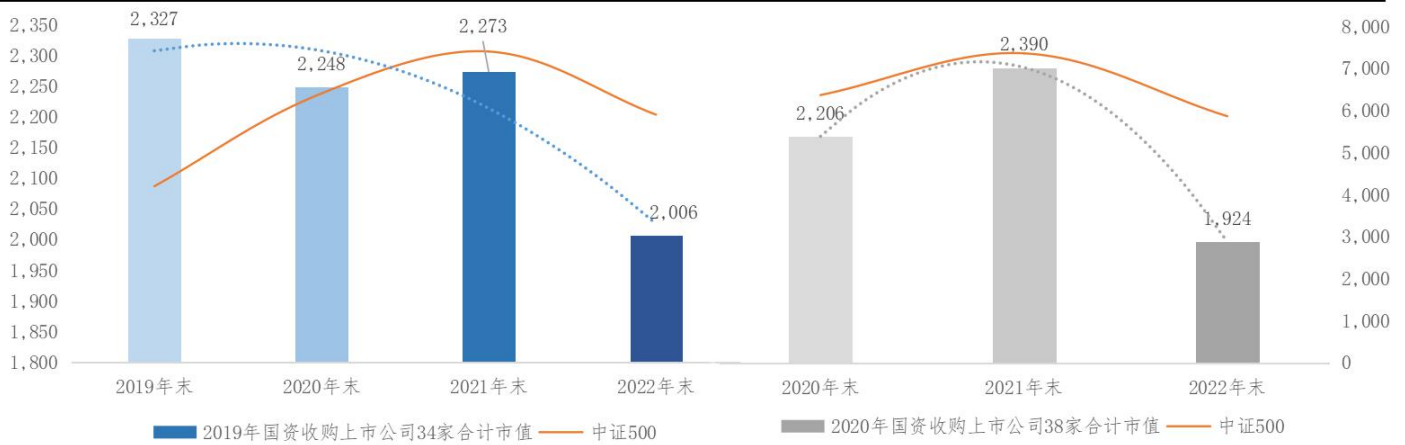
我们对2018年至今国资收购上市公司交易进行“温故知新”，发现国资在A股市场大肆扫货后已出现明显的消化不良现象。为了方便考察国资收购上市公司后上市公司的中长期表现，我们选取了2019年被国资以协议转让方式完成收购的34家上市公司以及2020年同口径的38家上市公司进行分析。

### 1、合计市值涨幅不及市场平均水平

分析发现，2019年34家上市公司合计市值从2019年末的2,327亿元下降至2022年末的2,006亿元，下降13.79%，而同期中证500指数是增涨40.70%。2020年38家上市公司合计市值从2020年末的2,206亿元下滑至2022年末的1,924亿元，合计市值下降12.8%，也明显低于同期中证500指数的跌幅7.89%。由此可见，国资收购上市公司后并且已运行两年多的时间，但上市公司的市值表

现仍然不及市场平均水平。

图17: 2019年及2020年国资收购上市公司合计市值变化



数据来源：联储证券

## 2、经营业绩未达预期

营业收入方面，2019年国资收购的34家上市公司营业收入平均值从2019年度49.22亿元增长至2021年度的57.11亿元，增幅16.03%，但远不及中证500同期、同口径的34.72%增幅。2020年国资收购的38家上市公司营业收入平均值从2020年度27.07亿元增长至2021年度的32.37亿元，增幅19.58%，但相较中证500同期、同口径的34.72%增幅仍有一定差距。

净利润方面，2019年国资收购的34家上市公司中有14家上市公司2021年度净利润较2019年下滑，其中有11家上市公司的净利润下跌超过50%。2020年国资收购的38家上市公司中有半数上市公司2021年度净利润较2020年下滑，其中有7家上市公司的净利润由盈利变为亏损。

## 3、国资踩雷事件频繁发生

潍坊国资2018年至今通过协议方式已入主7家上市公司，但从上市公司后续表现看，潍坊国资已踩雷3家，其中巴安水务暴雷最大。2021年初巴安水务流动性危机加剧原实控人迫切出售股权，潍坊国资火速赶来充当“白衣骑士”，在尚未完全面尽调的情况下立即支付8,000万元预付款解燃眉之急。随后不久，巴安水务因违规担保、资金占用等问题被立案调查，潍坊国资除了花费3.37亿元股权收购款外，还向上市公司提供了约5亿元的财务支持，但至今都无法扭转



上市公司巨额亏损、负债累累的局面。并且，潍坊国资与原实控人矛盾爆发已诉至法院。

国资踩的最大的雷无疑是接盘后即退市。2020年云南国资收购易见股份控制权，一年后就被曝出上市公司过往6年虚增560亿元收入并且存在原控股股东资金占用情形，易见股份最终于2022年退市。2019年四川国资收购东方网力控制权后，被爆出东方网力存在巨额对外担保、资金占用等违规情形，最终走向退市。四川国资不仅是投资损失惨重，相关高管也因涉嫌职务违法犯罪被有关部门调查，可谓“竹篮打水一场空”。

结合我们的市场经验，认为国资频繁踩雷的主要原因有：（1）很多国资收购上市公司系完成上级的行政命令和任务指标，没有明确的产业战略及资本运作规划，盲目投资较多，甚至为在规定时间内完成任务省略了前期必要的尽职调查环节。（2）大多数国资本身就缺乏A股资本运作经验，然后又受招投标程序及预算限制，很难支付合理的价格聘请到有丰富经验的专业团队担任财务顾问，严重降低了决策质量。（3）在收购上市公司的巨大利益面前相关人员容易失去理智，走向贪污、权钱交易的歧路，我们建议国资及监管部门全面总结经验吸取教训，避免重蹈覆辙。

## 五、国资收购上市公司的新变化

### 1、国资愈发青睐带产业的上市公司

2022年国资买方协议收购上市公司控制权的有21家，上市公司平均市值为60.98亿元，是自2019年以来的最高值。从被收购的上市公司市值分布情况看，2022年国资收购的上市公司市值在50亿元以上的占比为42.86%，较2019年同口径的36.84%有明显提高，可以看出国资更加青睐大市值的上市公司，而非小市值纯壳。

表7：2019年-2022年国资收购上市公司市值分布情况

收购年份	国资收购上市公司数量	平均市值	市值50亿以上的占比
2019年	34	57.90亿元	36.84%
2020年	38	53.33亿元	34.21%
2021年	27	49.62亿元	37.04%
2022年	21	60.98亿元	42.86%

数据来源：联储证券

此外，从被收购的上市公司营业收入情况看，2022年国资收购的21家上市公司在收购前完整会计年度，即2021年的营业收入平均值为43.09亿元、中位数为14.62亿元，相较2021年国资收购的27家上市公司上年度营业收入平均值21.35亿元、中位数12.86亿元，2022年国资显著更倾向收购业务规模大、带产业的上市公司。

## 2、国资收购上市公司的新模式

我们发现2018年以来，国资收购上市公司的收购主体普遍为城投及金控平台，而2022年收购主体发生了新变化，有6起交易的收购主体为国资作为LP与外部资本共同设立的基金。这种变化的主要原因有：（1）国资可以降低收购中的交易风险，获得专业资本机构的全程指导；（2）国资旗下没有现成的适合证券化的资产，通过与外部资本的合作，将可以在收购完成后为上市公司引入优质资产，提高收购后上市公司的产业整合及经营效率。

表8：2022年国资联合外部资本成立基金收购上市公司控制权案例

上市公司	收购方	实际控制人	收购完成时间	收购方式
旗天科技	盐城市盐南兴路产业投资基金（有限合伙）	盐城市人民政府	2022/2/16	表决权委托
中威电子	新乡市新投产业并购投资基金壹号合伙企业（有限合伙）	新乡市人民政府	2022/5/23	表决权委托
鑫湖股份	泉州水务鼎晟股权投资合伙企业（有限合伙）	泉州市人民政府国有资产监督管理委员会	2022/7/12	协议收购
博深股份	铁投（济南）股权投资基金合伙企业（有限合伙）	山东省人民政府国有资产监督管理委员会	2022/8/30	协议收购
江化微	淄博星恒途松控股有限公司	淄博市财政局	2022/11/29	协议收购+定增
中达安	济南历控帝森股权投资合伙企业（有限合伙）	济南市历城区财政局	2023/1/3	协议收购+表决权委托

数据来源：联储证券

## 第四章 2022 年 A 股并购市场呈现的其他特征

### 一、创业板借壳仅有一例

自 2019 年监管对创业板借壳上市政策解禁以来，仅有润泽科技于 2022 年成功完成借壳普丽盛，成为首个也是唯一一个创业板借壳成功的交易。此外，2021 年以来市场没有其他创业板上市公司披露拟进行借壳上市，寡淡的现实与当初政策松绑的预期形成鲜明对比。

### 二、中小市值公司并购重组新模式

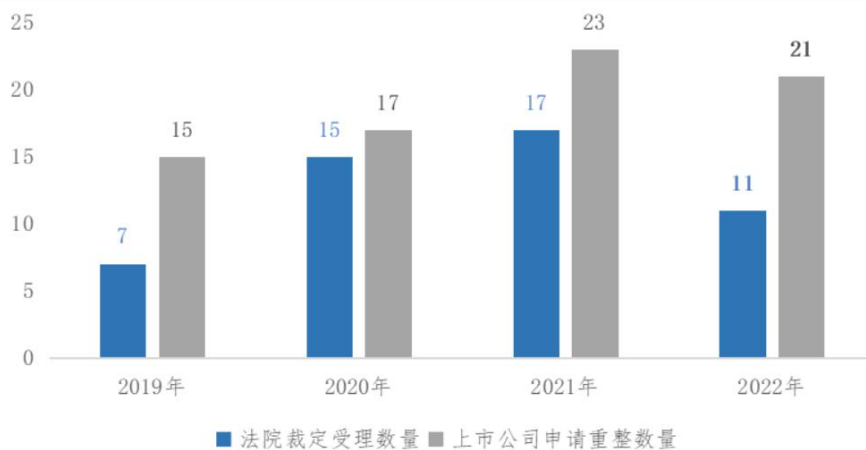
如本报告第一章所述，并购重组市场上，中小市值上市公司正逐渐被边缘化，它们很难物色到产业价值货真价实，又有一定利润规模的并购标的。但这些中小市值公司往往不甘沉沦，努力探索破局之道，并形成了一种看似新潮的交易方式——“PE 入驻+跨界投资”，例如棒杰股份、风范股份等。

实际上，“PE 入驻+跨界投资”并不是创新模式，而是早些年间以硅谷天堂、中植系为代表的资本机构善用的运作手法。过去中植系通过此类资本运作模式在巅峰时期曾控股 10 家上市公司，但从业绩表现看，多家上市公司爆发经营风险，宝德股份因业绩亏损于 2022 年退市，ST 天山也同样面临退市危机。2022 年初我们担任收购方财务顾问帮助上市公司管理层收购美尔雅控制权，这也使得美尔雅成为自解直锟离世之后第一家从中植系手中收回控制权的上市公司。

### 三、上市公司破产重整受理难度加大

2022 年，A 股共计有 21 家上市公司向法院申请或被申请重整并发布相关公告，数量与 2021 年的 23 家基本相当。但从当年法院裁定受理重整的口径进行统计，我们发现 2022 年仅有 11 家上市公司的破产重整申请被法院裁定受理，较 2021 年法院裁定受理数量下降 35%，破产重整的受理难度明显加大。

图18: 2019-2022年A股上市公司破产重整数量变化情况（单位：家）



数据来源：同花顺iFinD，联储证券

更有很多上市公司在预重整阶段就败下阵来。\*ST 奇信曾于 2022 年 7 月启动预重整，预重整时间一再延期之下，2023 年 1 月法院下达不予受理重整的裁定书，根本原因系上市公司未能在预重整期限内解决原实际控制人非经营性资金占用问题。\*ST 文化曾于 2022 年 9 月启动预重整，按在预重整期限届满时仍未就重整方案达成一致，法院不再受理重整。上述两家上市公司均深陷经营困境，如今破产重整之路无法走通，只能面对退市危机。

#### 四、上市公司重整收益与风险并存

上市公司破产重整往往给重整投资人带来不菲的投资收益，2022 年也不例外，截至 2022 年最后一个交易日收盘，11 家被法院裁定受理的上市公司破产重整中，重整投资人的平均收益率高达 126.98%。虽然重整投资人受让股份有锁定期，但基于重整投资人入股成本明显低于股票市场价，未来股份解禁后仍有较高的收益空间。

**表9：2022年法院裁定受理重整的投资收益情况**

上市公司	重整投资人受让均价 (元/股)	2022/12/30收盘价 (元/股)	收益率
*ST瑞德	1.03	2.39	132.04%
*ST博天	3.04	4.75	56.25%
*ST雪莱	1.2	2.43	102.50%
*ST尤夫	2.74	6.65	142.70%
*ST中安	1.5	2.54	69.33%
天马股份	1	3.12	212.00%
*ST方科	1.6	2.63	64.38%
*ST安控	2.77	2.49	-10.11%
*ST海核	2.14	5.14	140.19%
ST星星	0.75	2.83	277.33%
*ST恒康	1.27	3.94	210.24%
<b>平均值</b>			<b>126.98%</b>

数据来源：联储证券

不过重整投资并非保本无忧，重整后的上市公司仍然面临退市风险，例如\*ST德奥、天翔环境这些完成破产重整的上市公司，最终仍会走向退市。我们一度担任\*ST德奥的恢复上市保荐机构，但由于其经营业绩在申报期间没有实质性好转，股东之间矛盾复杂，再加上后期暴露的历史违规担保问题，我们只好忍痛割爱选择主动退出保荐。\*ST德奥退市后，2019年以真金白银参与破产重整股权收购的股东几乎血本无归。

## 五、A股上市公司首例破产清算诞生

曾经红极一时的光伏第一股海润光伏在2022年初正式完成清算实施工作，成为我国资本市场30多年以来首家最终走向破产清算的上市公司，开辟了中国证券发展历史的先河。海润光伏曾于2011年借壳ST申龙登陆A股市场，但由于连续业绩暴雷以及高管违规减持等，于2019年从主板退市转入新三板交易。2021年江阴市人民法院裁定宣告海润光伏正式破产，8.83亿元市值股票一夜归零，中小投资者领会到了股票投资的终极风险。我们相信，随着A股注册制的深入发展，将会出现更多的上市公司最终走向破产清算，而不是费尽周折的破产重整，希望广大中小投资者自觉远离绩差股，更不要去新三板“沙里淘金”。

## 第五章 2023 年 A 股并购市场趋势预判及政策建议

### 一、并购重组将逐渐成为 PE 投资项目退出的主渠道

到目前为止，成功实现 IPO 仍是众多 PE 投资项目的终极梦想，但随着注册制改革的深入，并购重组必将成为 PE 机构投资项目退出的主要渠道之一，PE 机构及其投资的项目公司都应该早做准备。

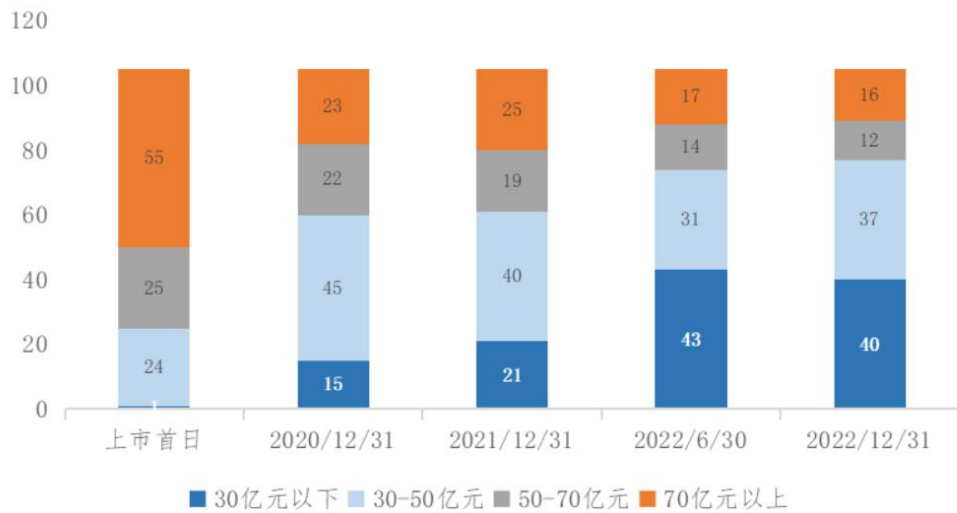
#### 理由 1、IPO 红绿灯制度有望逐步落地

注册制并不是意味着没有上市门槛，泛滥的 IPO 必然是在浪费证券市场的宝贵资源。随着 IPO 红绿灯规则逐步到位，从事学科类培训、白酒、类金融、殡葬等类型公司被“亮红灯”，企业 IPO 上市已被实质性禁止，因此参与并购是该等企业进入 A 股资本市场的唯一出路。食品、家电、家具、服装鞋帽、餐饮连锁等行业中的销售规模小、缺乏经营特色的公司应该属于“黄灯”范畴，该等企业的 IPO 难度必然进一步增大，选择被行业内优质上市公司并购整合进入资本市场将是更好的出路。这样不仅可以将宝贵的上市资源让位于国家重点扶持的战略新兴产业，还可以促进众多传统产业的优化重组，实现社会整体资源的优化配置。

#### 理由 2、IPO 估值优势进一步萎缩，并购重组的吸引力在增强

在去年并购报告中，为了能准确衡量企业 IPO 与并购的估值差异水平，我们按照 2020 年注册制 IPO 上市且 2020 年度扣非后净利润区间在 0.5-1.5 亿元的标准，筛选出全部 105 家上市公司作为统计样本进行分析。本年报告，我们沿用这一样本并分析其至 2022 年末的市值变化情况。整体来看，上市首日市值在 70 亿元以上的有 55 家，至 2022 年末市值仍保持在 70 亿元以上的仅剩 16 家；上市首日市值在 30 亿元以下的有 1 家，至 2022 年末下降至 30 亿元以下的竟然有 40 家，IPO 之后总体估值下降的趋势一直在延续。

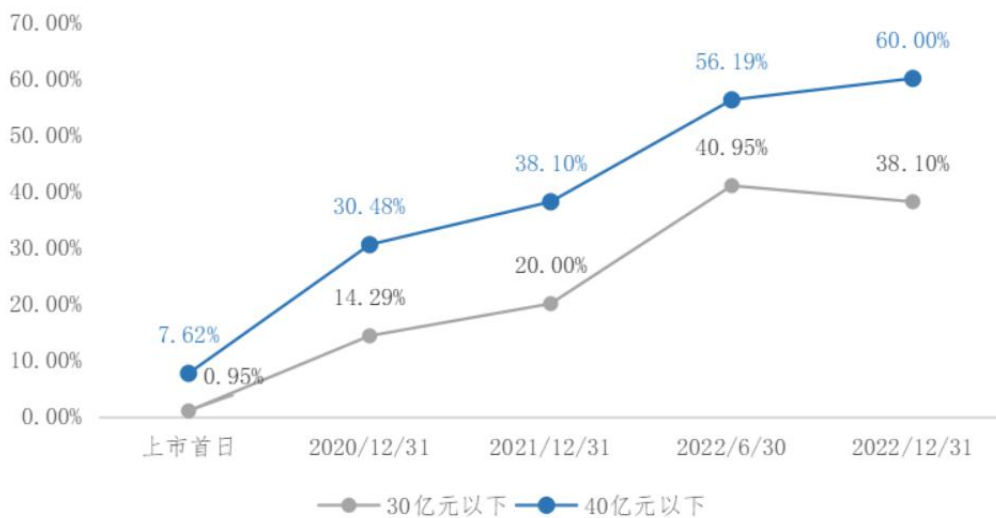
图19: 105家2020年IPO的上市公司市值区间变化 (单位: 家)



数据来源: 联储证券

我们发现, 随着时间的推移, 越来越多的上市公司市值下跌并回落到 40 亿元以下区间, IPO 估值进一步萎缩。下图可直观看出, 市值低于 40 亿元的上市公司占比从上市首日的 7.62% 激增至 60%, 市值低于 30 亿元的上市公司占比从上市首日的 0.95% 增加至 38.1%。

图20: 105家2020年IPO的上市公司小市值占比变化 (单位: %)



数据来源: 联储证券

虽然以上 105 家上市公司的估值一直往下, 但我们发现其盈利能力是一直处于上升趋势。由于截至本报告发布日上市公司尚未披露 2022 年度财务数据, 我们仅分析上市前完整会计年度 (即 2019 年) 至 2021 年的净利润变化, 整体来看,

105 家上市公司的扣非后净利润总额从 2019 年的 85.09 亿元增长至 2021 年的 101.07 亿元，增长幅度为 18.77%。假设以上 105 家公司 2023 年度净利润为 1.5 亿元，按照 20 倍并购市盈率计算，其平均并购价格也可以达到 30 亿元左右，可见并购退出的绝对估值水平与 IPO 退出已经没有实质性差异。

### 理由 3、IPO 发行失败有望成为现实

据我们数据统计，在 2022 年 428 家 IPO 新股上市后中共有 121 家上市公司在挂牌首日破发，占比近 30%；很长时间内，北交所挂牌公司首日破发率几乎为 100%。以上情况说明，随着注册制的深入发展，A 股投资人的定价能力在提升，不再盲目迷信新股。假以时日，A 股投资人的市场理性就会逐步体现在新股发行定价环节，少数没有投资价值或存在财务造假嫌疑的拟上市公司可能在新股发行定价环节遭受投资人的集体抛弃，从而被迫离开 IPO 市场。但是 IPO 不成功的企业并不意味着没有并购价值，或许可以成为行业龙头公司的生产基地或销售渠道等。

## 二、A 股将进一步呈现分化行情，小市值股票风险更大

综合本报告的各项分析可以看出，大市值公司或行业龙头公司可以获得更多的并购资源，未来发展的空间可能更加宽阔，尤其是“红灯、黄灯”覆盖的行业龙头上市公司更是优先成为受益对象：不仅选择并购对象更加主动，而且低端产能重复建设的可能性进一步降低，因为大多数公司发行上市后还是选择与主营业务相关的项目进行投资。

相反，小市值公司、尤其是以 ST 为代表的绩差公司股票进一步下跌风险很大。它们在并购市场获得资源的难度在日益增加，“乌鸡变凤凰”的机会更是在逐步消失，必然要再次踏入漫漫的价值回归之路，中小投资者务必要提高警惕，不要贪图股价便宜、试图获取反弹收益。

## 三、为散户提供简易入市通道，体现中国股市的“人民属性”

如果 A 股持续出现绩优股、大盘股行情，则很快就会带动大盘指数的上升，随后中小散户的入市热情就会逐步高涨起来。长期受制于渠道和规模的公募基金



们必然会再次复制过去的历史：在散户热情高涨起来以后，大规模发行各种题材的基金，散户积极认购；公募基金在高位建仓，再次推高大盘指数，市场热情持续放大；在监管部门的持续警告之下或出现某种突发事件以后，大盘开始暴跌，然后进入漫漫熊市，高位入市的基民损失惨重。如果监管部门不提前采取措施，我们相信这次也不会例外，因为目前公募基金产品数量已经超过 1 万只，不要说普通的散户，连我们这些长期从业的证券专业人员也无法识别哪些公募基金具备长期托付价值，因此只有等到大盘指数起来以后，公募基金才特别容易销售出去。

为了有效打破以上循环，国家金融监管部门可以借鉴国家社保基金委托管理以及个人养老金投资入市制度，有限度地利用行政力量，为中小散户量身定做容易理解和操作的“简易入市通道”，既可以实现中小散户有序入场，避免一哄而上；也可以让中小散户在无需过多专业知识的情况下获得国家级金融机构的专业服务。毕竟，一个长期让绝大部分中小散户亏钱、让少数机构获利的市场是不可持续的，也不符合社会主义共同富裕的目标。

国家金融监管部门可以按照一定的标准，遴选出 10 家左右合格的、有实力的金融机构（包括银行、证券、保险、信托、公募基金等）；为了便于识别，每家机构仅推出一只专供散户认购的公募 FOF 基金，且冠以机构名称，例如联储证券 FOF 基金、中国银行 FOF 基金等；该 FOF 基金的主要投向均为权益类公募基金，投资风格上不再区分；该 FOF 基金只允许个人认购，不接受机构申购，且每一个自然人设定认购上限，例如 50 万元；监管部门要求中国市场所有金融机构对以上 10 只 FOF 基金尽可能开通“一键直达”渠道功能，便于散户操作认购；证券监管部门可以在指定官方网站上定期公布以上 10 只 FOF 基金的净值变化，确保基金运作信息透明公开；每年考核一次，实行末位淘汰，由新的金融机构等额替补。为了避免某些金融机构管理的 FOF 基金规模过于巨大，造成市场结构的失衡，监管部门可以事先约定，当某只基金规模达到程度（例如 1,000 亿元）以后就自动停止接受申购。

管理好以上专门为散户量身定做的 FOF 基金，既是大型金融机构的社会责任，也是自身拓展理财业务的绝佳机会。我们相信每一家大型金融机构都会视以上基金为自身品牌的荣誉产品，全心全意加以维护，这样中国的中小散户就有机会获

得与机构大户类似的专业理财服务，不至于长期沦为任人宰割的“韭菜”，中国资本市场的生态环境也将随之发生深刻变化。

**联储证券 并购业务部**

**2023年3月**