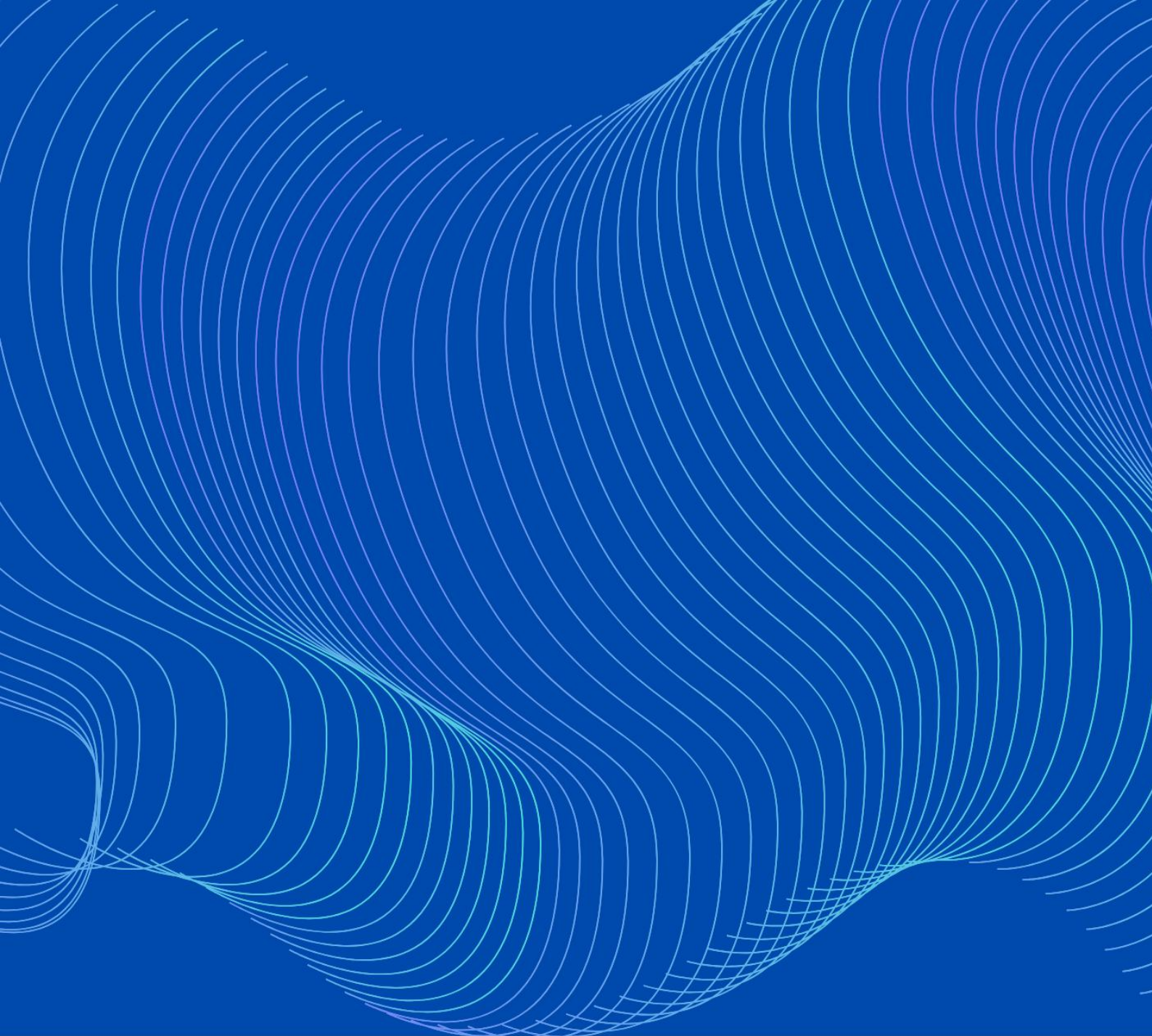




A股产业并购 何时春暖花开？

— 2024年A股并购市场总结与2025年展望

导语：行稳致远，共绘新篇

联储证券投行并购团队（以下简称“我们”）作为 A 股市场中深耕上市公司并购重组业务的先锋力量，自 2018 年起连续多年发布 A 股并购市场年度报告，以一线投行人员的独特洞察和专业分析，为市场参与者提供有价值的参考。这份报告得到了监管机构、主流媒体、上市公司、投资机构及广大读者的认可，让我们深感责任重大。

2024 年，中国经济在高质量发展的主旋律下稳步前行，新质生产力的崛起为资本市场注入了新动能。尽管全球经济环境依然复杂多变，国内经济也面临结构性挑战，但 A 股并购市场在政策暖风的吹拂下，正焕发出新的活力。尤其是 2024 年 9 月底开始，金融监管部门密集出台了一系列鼓励并购重组的政策措施，为市场注入了巨大的信心与动力。

在政策红利持续释放的背景下，2024 年的 A 股并购市场呈现出哪些新趋势与新特征？面对新的市场环境，我们又该如何进一步完善政策建议？从并购视角预判 2025 年 A 股市场走势，有何新观点及新启发？本报告将围绕这些问题展开深入分析，为您揭示 A 股并购市场的新图景。

证券市场作为最活跃的要素配置市场，既涉及诸多传统产业的整合和发展，又涉及新质生产力的培育和壮大。在中美博弈的大背景下，A 股市场如何走上健康、可持续发展之路显得尤为紧迫，我们渴望为此贡献自己的绵薄之力。

目录

导语：行稳致远，共绘新篇	1
目录	2
第一章 2024 年 A 股并购市场整体扫描	3
一、 市场整体交易数量下滑	3
二、 重大资产收购量价双增	4
三、 监管审核数量再探新低	5
四、 借壳上市趋近于零	6
五、 “A 吃 A” 交易回温	6
六、 头部大市值上市公司仍是主力军	7
七、 经济发达地区并购更加活跃	8
八、 医药等行业并购热度持续高涨	9
第二章 924 并购新政的喜与忧	11
一、 并购新政带来的市场积极变化	11
二、 并购新政实施中暗含的风险	13
第三章 上市公司控制权交易的市场特征	17
一、 协议收购数量持续减少	17
二、 控制权转让溢价率有所回升	17
三、 半数属于“壳交易”	18
四、 被收购上市公司市值水平创新高	19
五、 敌意的要约收购再现江湖	19
六、 924 并购新政后的二级市场反应更强烈	20
第四章 上市公司并购估值水平分析	22
一、 收益法与资产基础法齐头并进	22
二、 并购估值水平长期 10 倍左右	23
三、 业绩对赌并非“放心丸”	24
四、 差异化定价安排	25
五、 支付方式	26
第五章 上市公司破产重整持续异化	27
一、 重整受理难度加大	27
二、 成为上市公司规避退市的“避风港”	28
三、 债权人与股权人利益严重失衡	30
四、 除权制度执行不严肃	31
五、 关于严格实施除权制度的建议	34
第六章 退市公司名单中的新发现	35
一、 面值退市的杀伤性强	35
二、 面值退市公司全部为民营企业	36
三、 面值退市有明显“错杀”的公司	36
四、 关于完善面值退市制度的建议	37
五、 退市公司“大换血”比例高	37
第七章 从并购视角预判 2025 年市场热点	39
一、 如果并购与 IPO 估值差得以大幅压缩，则产业并购将呈井喷之势	39
二、 如果市场噪音得以屏蔽，则回购增持板块有望成为市场长期热点	42

第一章 2024 年 A 股并购市场整体扫描

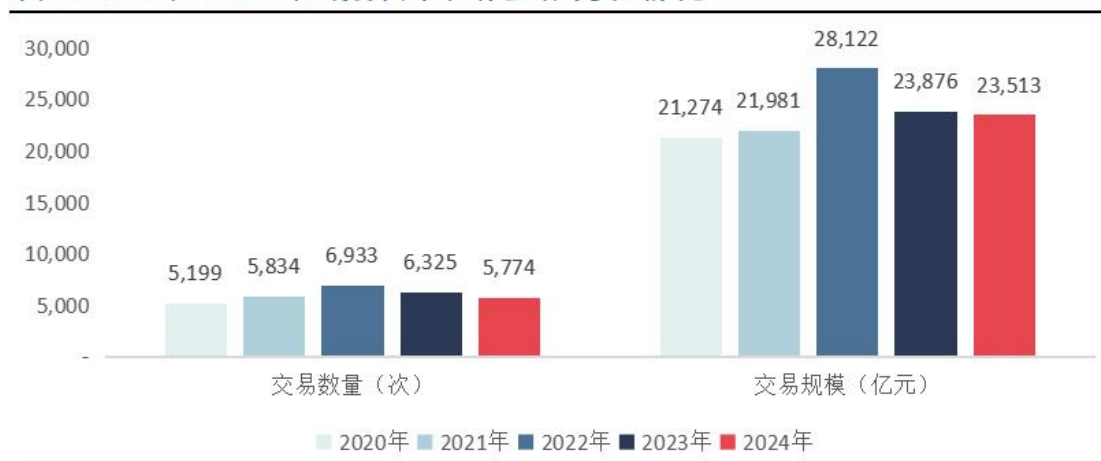
2024 年，A 股并购市场在宏观经济复苏承压、资本市场改革深化等多重背景下，呈现出“总量收缩、结构分化”的总体特征，但 9 月底开启了“百花齐放”式的大繁荣局面。

一、市场整体交易数量下滑

为掌握 A 股并购市场的宏观变化情况，我们将 2024 年沪深北交易所上市公司并购交易进行统计并分析，交易类型包括如下三类：（1）上市公司年内首次公告的重大、非重大资产收购交易；（2）上市公司年内首次公告的重大、非重大资产出售交易；（3）上市公司年内首次公告的 5% 以上股份变动交易及股东层面股权变动交易（以下统称为“上市公司股份变动”）。

据统计，A 股上市公司 2024 年全年开展的并购交易数量共计 5,774 起，较 2023 年同期下滑 8.71%。虽然交易数量略有下滑，但从截至目前披露的交易金额来看，2024 年总交易金额为 2.35 万亿元，与 2023 年市场水平基本相当。

图1：2020年-2024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 A 股上市公司 2024 年发起的 5,774 起并购重组交易中，上市公司出售资产的交易共 1,257 起，收购资产的交易共 3,561 起，这两类交易均较 2023 年同期有小幅下滑；2024 年上市公司股份变动的交易共计 956 起，较上年同期增加约 11%。

图2：2020年-2024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

从各类型的交易规模来看，2024年，A股上市公司披露交易金额的资产出售规模共计3,454.13亿元，较上年同期增长14.48%；A股上市公司披露交易金额的资产收购规模共计1.72万亿元，较上年同期下滑3.76%；A股上市公司披露交易金额的股份变动规模共计2,861.44亿元，较上年同期下滑4.38%。

图3：2020年-2024年A股并购市各交易类型的交易金额（单位：亿元）



数据来源：同花顺iFinD，联储证券

二、重大资产收购量价双增

尽管2024年并购市场整体规模在下行趋势中，但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”）数量及金额均较2023年有明显提升。2024年A股上市公司发起的重大资产收购交易累计95起，其中披露交易金额的交易有32起，合计交易金额为2,617.06亿元，较上年同期增长约135%。交易金额能有翻倍式增长的其中一个因素在于，2024年9月中国船舶公告拟吸收合并中国重工，涉及交易金额1,151.5亿元。不过在剔除这起“天量”交易后，2024

年重大资产收购金额也较 2023 年有所增长。

图4: 2015年-2024年上市公司首次披露重大资产收购的交易数量及金额



数据来源：同花顺iFinD，联储证券

三、监管审核数量再探新低

受从严审核以及融资端口政策收紧的影响，2024 年并购重组委审核的重组交易数量急剧萎缩，仅有 15 起交易，较 2023 年下滑 42.31%，成为 A 股并购市场近 10 年来的最低值。我们发现，2024 年上半年并购重组委只召开了 2 次会议，在 924 并购新政颁布之后审核速度有明显提升，单 12 月份就召开了 3 次会议。2024 年重组审核通过率为 93.33%，15 起交易中仅有宁夏建材吸收合并中建信息这一起交易被否，其余均审核通过。

图5: 2015年-2024年上市公司重大资产收购审核数量及通过率



数据来源：同花顺iFinD，联储证券

四、借壳上市趋近于零

按照《重大资产重组管理办法》之规定，近年来上市公司资产重组构成借壳上市标准的日渐减少，2024 年 A 股市场仅有 2 家上市公司首次披露借壳上市交易，分别为招商轮船分拆子公司借安通控股上市以及海联讯吸收合并 B 股杭汽轮。值得注意的是，这两起借壳上市交易均属于同一国资体系内的资源整合，安通控股与招商轮船同属于招商系，海联讯与杭汽轮同属于杭州市国资；由第三方借壳的市场化交易在 2024 年并未出现。我们回顾了過去两年，即 2022-2023 年 A 股市场发起的共 6 起借壳上市交易，仅有中交设计借壳祁连山这 1 起交易成功落地，该交易也属于央企重组，剩余 5 起交易均为市场化借壳，但最终均以失败告终。由此可见，近年来 A 股市场无一例市场化借壳成功的案例。

不过，“借壳上市”的减少，并不代表市场上的“壳交易”变少，反而由于“借壳上市”等同 IPO 审核的“高标准”，“借壳”行为变得越来越隐蔽，打着“转型”、“整合”等旗号的“壳交易”、“壳炒作”更加猖獗，后文我们将详细介绍。

表 1：2022 年-2024 年 A 股借壳上市交易完成情况

序号	预案披露时间	上市公司	借壳资产	进展
1	2022/5/12	祁连山	中国交建下属的公规院、一公院等资产	完成
2	2022/8/2	同达创业	西藏先锋绿能环保科技有限公司	终止
3	2022/10/22	山东华鹏	东营市赫邦化工有限公司	终止
4	2023/2/6	路畅科技	中联重科智能高空作业机械有限公司	终止
5	2023/5/16	日播时尚	上海锦源晟新能源材料有限公司	终止
6	2023/7/5	大连热电	康辉新材料科技有限公司	终止
7	2024/6/13	安通控股	中外运集装箱运输有限公司及广州招商滚装运输有限公司	进行中
8	2024/11/11	海联讯	杭州汽轮动力集团股份有限公司	进行中

数据来源：同花顺 iFind，联储证券

五、“A 吃 A” 交易回温

我们将 A 股上市公司通过市场化方式收购另一家 A 股上市公司控股权交易简称为“A 吃 A”。2024 年 A 股市场共披露 8 起“A 吃 A”交易，相较 2023 年的仅 2 起有所回温。其中，迈瑞医疗以超过 30% 的溢价率协议收购惠泰医疗控制权，成为科创板开市以来首例“A 吃 A”交易；中国船舶吸收合并中国重工、国泰君

安吸收合并海通证券成为 2024 年 A 股两笔并购规模最大的交易。

表2：2024年“A吃A”交易汇总

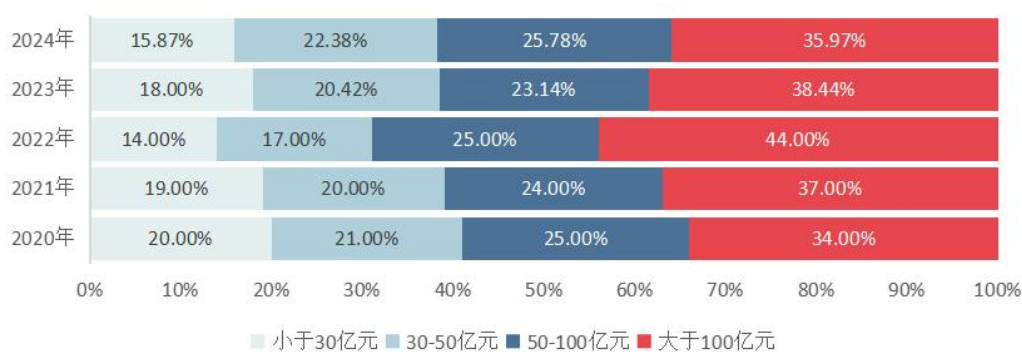
序号	收购方	被收购方	交易方式	进程
1	迈瑞医疗	惠泰医疗	协议收购	完成
2	万华化学	安纳达	协议收购	完成
3	中国电信	国盾量子	定向增发	进行中
4	广东宏大	雪峰科技	协议收购	进行中
5	华润三九	天士力	协议收购	进行中
6	中国船舶	中国重工	吸收合并	进行中
7	国泰君安	海通证券	吸收合并	完成
8	阳光电源	泰禾智能	协议收购	完成

数据来源：同花顺iFinD，联储证券

六、头部大市值上市公司仍是主力军

延续往年报告对并购方画像的分析，我们将 2024 年 A 股上市公司发起的 3,561 起资产收购交易按照 2024 年 1 月 1 日的市值进行归类。统计发现，从交易数量上看，市值百亿以上的上市公司共发起资产收购交易 1,281 起，占资产收购交易总数的 35.97%；市值 50-100 亿元的上市公司共发起资产收购交易 918 起，占资产收购交易总数的 25.78%，2024 并购交易按市值分布情况与 2023 年同比水平基本相当。

图6：2020年-2024年上市公司资产收购交易数量占比-按市值分类



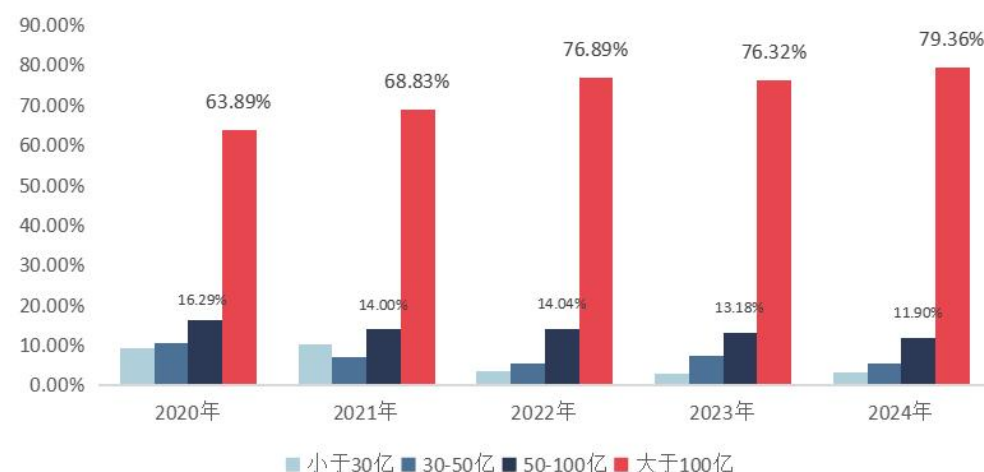
数据来源：同花顺iFinD，联储证券

从交易金额上看，市值百亿以上的上市公司全年合计收购规模为 1.36 万亿元，占上市公司收购资产总规模的 79.36%，相较 2023 年同比的 76.32% 有进一步提高；市值 50-100 亿元的上市公司合计收购规模为 2,046.62 亿元，占上市公司

收购资产总规模的 11.90%。

无论是收购数量还是交易金额，行业龙头的大市值上市公司具备更强的资源整合能力及资金实力，持续多年成为 A 股并购市场的中流砥柱。

图7：2020年-2024年上市公司资产收购交易金额占比-按市值分类



数据来源：同花顺iFind，联储证券

七、经济发达地区并购更加活跃

从实施收购资产的上市公司所属地域来看，经济发达的东南沿海地区在收购数量和规模上排名居前。2024 年，上市公司资产收购交易数量最多的省份为广东省，合计发起 572 起交易，合计收购规模约 2,375 亿元；资产收购交易规模最大的为北京市，交易数量为 297 起，交易规模超过 3,700 亿元。

图8: 2024年上市公司资产收购交易数量及规模-按省份分类

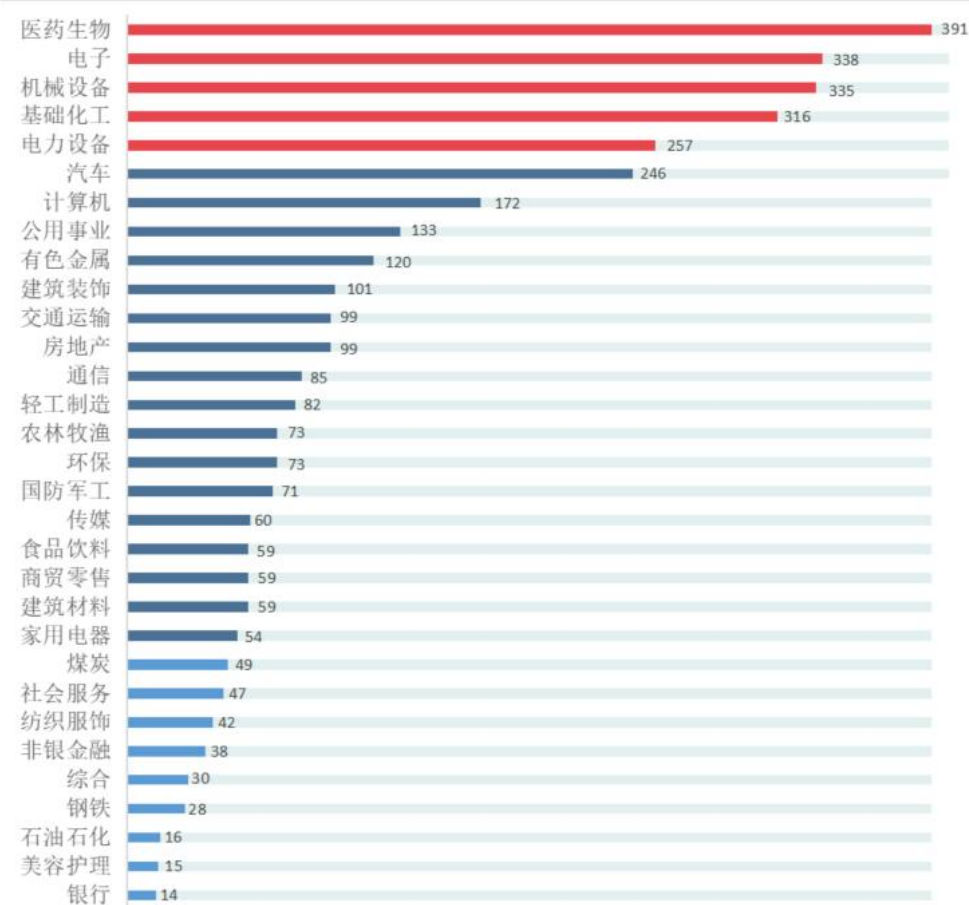


数据来源: 同花顺iFinD, 联储证券

八、医药等行业并购热度持续高涨

通过分析 2024 年披露的 3,561 起资产收购交易所涉上市公司的行业分布情况,发现医药生物、电子、机械设备、基础化工、电力设备、汽车行业的并购活跃度居前,其中医药生物行业 2024 年发起近 400 起资产收购交易,占总量约 11%,并且已经连续 5 年蝉联榜首。

图9: 2024年上市公司资产收购交易数量及规模-按行业分类



数据来源: 同花顺iFinD, 联储证券

第二章 924 并购新政的喜与忧

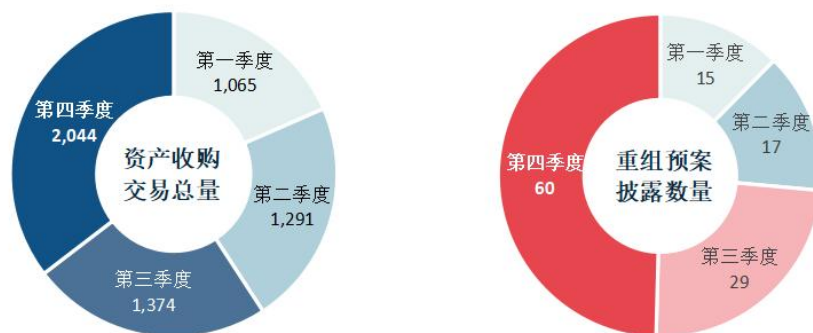
2024 年 9 月底以来，证监会等经济主管部门以及各地方政府都相继出台了支持上市公司并购重组的政策举措，其中包括《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（即“并购六条”）、央行推行股票回购增持再贷款、上海深圳等多地出台的支持本地上市公司并购重组行动方案等（以上政策组合统称为“924 并购新政”）。924 并购新政在鼓励上市公司产业整合的基础上，特别提出上市公司可以结合发展新质生产力的需求，适度开展跨界并购。一系列的并购新政快速激发了市场热情，同时市场也暴露出一些潜在风险。

一、并购新政带来的市场积极变化

1、交易活跃度显著提升，重组预案披露量激增

924 并购新政后，上市公司开展各类并购交易数量为 2,044 起，占全年总数 5,774 起的比例为 35.4%。其中，上市公司披露重组预案（指所有发行股份购买资产的交易以及构成重大的资产收购现金交易）数量变化更为明显，并购新政后共披露了 60 起此类交易，占 2024 年全年同口径的 121 起交易的一半；上市公司披露重组预案数量从之前平均每个月 6 单，激增至并购新政后平均每个月 20 单左右。上述指标均指向并购新政后 A 股并购市场快速升温，市场活跃度明显增强。

图10: 上市公司资产收购及重组预案披露数量-按季度分类（单位：起）



注：第三季度指2024年7月、8月及9月24日前；第四季度指2024/9/25至2024/12/31

数据来源：同花顺iFinD，联储证券

2、产业整合仍是主线，跨界并购聚焦新质生产力方向

924 并购新政颁布后，A 股并购市场继续保持着以产业并购为主旋律，上述

60 起披露重组预案的交易中有 44 起属于产业并购，占比为 73.33%。剩余 16 起交易系跨界并购，占 2024 年全年同口径的 25 起的 6 成，可见在并购新政的刺激下，上市公司开展跨界并购的步伐有所加快。通过分析标的公司所属行业发现，16 起跨界并购都属于新质生产力范畴，半导体、新能源、人工智能等领域的标的成为上市公司转型的“香饽饽”。

表3：924并购新政后的跨界并购交易汇总

序号	上市公司	上市公司所属行业	标的所属行业
1	海天股份	环保	光伏
2	威尔泰	仪器仪表	新能源
3	哈森股份	纺织服饰	消费电子
4	云维股份	贸易	电力能源
5	富煌钢构	建筑装饰	高速视觉
6	友阿股份	商贸零售	半导体
7	永安行	摩托车	农机无人驾驶
8	世茂能源	热力	半导体
9	南京化纤	化学纤维	高端装备
10	阳谷华泰	基础化工	半导体
11	至正股份	基础化工	半导体
12	日播时尚	纺织服饰	锂电池
13	松发股份	陶瓷	船舶高端制造
14	南华仪器	仪器仪表	智能化
15	远达环保	环保	新能源
16	光智科技	光学器件	半导体

数据来源：联储证券

3、越来越多拟 IPO 企业转向并购

自 2023 年 8 月 IPO 及再融资政策收紧后，大批 IPO 申报企业撤回申请材料，成为上市公司优质的并购标的库。据统计，2024 年共 34 起上市公司开展并购或参股 IPO 撤回/被否企业的交易，其中 2024 年 1-9 月共计 13 起，在 924 并购新政后，IPO 撤回/被否企业选择被上市公司并购的案例明显增多，有 21 起，远超 2023 年全年 14 起同类交易的数量，并购作为新的退出路径局面正在打开。

表4：2024年上市公司开展并购或参股IPO撤否企业案例汇总

序号	上市公司	首次公告日期	标的资产	标的公司拟IPO所属板块
1	中核科技	2024/12/30	西安中核核仪器股份有限公司71.9650%股权	科创板
2	海亮股份	2024/12/30	金龙精密铜管集团股份有限公司部分股权	主板
3	南京公用	2024/12/27	杭州宇谷科技股份有限公司部分股权	创业板
4	冠城新材	2024/12/21	大通(福建)新材料股份有限公司19.35%股权	主板
5	威尔泰	2024/12/18	上海紫江新材料科技股份有限公司40%股权	创业板
6	温氏股份	2024/12/14	筠诚和瑞环境科技集团股份有限公司91.38%股权	创业板
7	江南化工	2024/12/11	陕西红旗民爆集团股份有限公司33.8755%股权	主板
8	博杰股份	2024/12/7	珠海广浩捷科技股份有限公司25.00%股权	创业板
9	高凌信息	2024/12/6	上海欣诺通信技术股份有限公司100%股权	科创板
10	煌上煌	2024/12/3	广东展翠食品股份有限公司部分股权	主板
11	国风新材	2024/12/2	太湖金张科技股份有限公司58.33%股权	创业板
12	友阿股份	2024/11/27	深圳尚阳通科技股份有限公司100%股权	科创板
13	永安行	2024/11/21	上海联适导航技术股份有限公司65%股权	科创板
14	ST金一	2024/11/13	北京开科唯识技术股份有限公司部分股权	创业板
15	淮北矿业	2024/11/9	淮北矿业股份有限公司部分股权	主板
16	兆易创新	2024/11/6	苏州赛芯电子科技股份有限公司70%股权	科创板
17	佛塑科技	2024/11/1	河北金力新能源科技股份有限公司100%股权	科创板
18	佛山照明	2024/10/29	青岛易来智能科技股份有限公司部分股权	科创板
19	粤传媒	2024/10/26	万联证券股份有限公司9.04%股权	主板
20	郑煤机	2024/10/15	郑州恒达智控科技股份有限公司14.4728%股权	科创板
21	万盛股份	2024/10/9	广州熵能创新材料股份有限公司59.33%股权	创业板
22	思林杰	2024/9/7	青岛科凯电子研究所股份有限公司71%股权	创业板
23	莫高股份	2024/8/29	甘肃皓天科技股份有限公司51%股权	科创板
24	双成药业	2024/8/28	宁波奥拉半导体股份有限公司100%股权	科创板
25	航天智造	2024/8/27	成都航天模塑有限责任公司部分股权	创业板
26	通威股份	2024/8/14	江苏润阳新能源科技股份有限公司部分股权	创业板
27	江南化工	2024/8/7	陕西红旗民爆集团股份有限公司35.9721%股权	主板
28	万盛股份	2024/7/24	广州熵能创新材料股份有限公司部分股权	创业板
29	永达股份	2024/7/20	江苏金源高端装备股份有限公司51%股权	主板
30	亚通精工	2024/5/14	日照兴业汽车配件股份有限公司55%股权	主板
31	登云股份	2024/4/15	速度科技股份有限公司74.97%股权	创业板
32	硅宝科技	2024/2/20	江苏嘉好热熔胶股份有限公司39.09%股权	创业板
33	盛航股份	2024/1/26	深圳市海昌华海运股份有限公司70.1441%股权	主板
34	赛微电子	2024/1/17	武汉光谷信息技术股份有限公司10.72%股权	北证

数据来源：联储证券

二、并购新政实施中暗含的风险

1、市场化并购成色不足

并购新政后，虽然市场活跃度明显提升，但通过对披露重组预案的60起交易深入分析后，发现有32家上市公司的并购标的资产来源于上市公司控股股东或实际控制人等关联方，或是属于国央企的并购整合，占比为53.33%，而真正来源于无关联第三方的市场化并购交易数量占比并不高。

2、“A吃A”急剧萎缩

“A吃A”被认为是国内资本市场产业整合和资源优化配置最具代表性的标志事件。我们发现 2024 年 1-9 月共有 7 起，但在 924 并购新政发布后仅有 1 起交易，“A吃A”交易数量下滑明显。这 1 起交易为阳光电源收购泰禾智能，经过我们多维度深入分析认为，这个交易的本质竟然还是“买壳”。可见，924 新政虽然让并购市场交易总量上了一个台阶，但对于上市公司产业整合及证券市场资源配置功能的改善提升效果有待进一步观察。

我们判断阳光电源收购泰和智能的主要目的是买壳而不是产业整合，主要依据如下：首先，阳光电源主营光伏逆变器及光伏电站开发运营，而泰禾智能主营 AI 视觉识别智能装备，双方产业协同性不高。其次，本次收购的交易价格溢价率竟然高达 110%，远远高于 2024 年控制权交易平均溢价率 17.15%，同时也远超产业并购的正常定价水平，而泰禾智能的毛利率、净利率水平连续三年下降且扣非后净利润为负，其资产质量与上述高溢价严重不匹配，溢价部分只能解释为“壳价值”。最后，2023 年末阳光电源曾公告拟分拆光伏电站开发运营相关资产独立 IPO，并在 2024 年初还完成了两轮融资，合计融资额为 8.47 亿元，但在新“国九条”颁布之后，A 股分拆上市进程整体遇阻，阳光电源的分拆计划也不例外，因此具备将上述拟分拆资产借壳上市的动力。

3、二级市场非理性炒作热情高涨

并购重组对于 A 股行情走势一直是把“双刃剑”，虽然 924 并购新政后并购热潮渐起，但同时也引发了中小投资者对于跨界重组及借壳概念的不理性炒作问题。据统计，924 并购新政后开展跨界并购的 16 家上市公司，其股价都经历了“井喷式”上涨，从复牌后至 2024 年年末股价的最高涨幅平均值为 125.78%。其中，光智科技、松发股份等涨幅居前。

其中，光智科技公告重组预案复牌后连拉 8 个涨停(创业板单日涨幅为 20%)，股价从停牌时的 21.28 元/股飙涨至最高 115.55 元/股，翻了超过 5 倍。松发股份公告重组预案并复牌后收获连续 14 个涨停板，股价从停牌时的 14.35 元/股拉涨到最高 54.53 元/股，翻了近 4 倍。9 月 11 日公布重组方案的双成药业，借助

924 新政激发起来的市场热情，在重组复牌之后的 2 个月之内累计收获 24 个涨停板，股价从停牌时的 5.22 元/股一路上涨到 40.98 元/股，最高涨幅达 8 倍。

表5：924并购新政后16家跨界并购上市公司股价涨幅情况

序号	上市公司	停牌日期/重组首次披露日	停牌前一日收盘价	复牌至年末盘中最高价	涨幅
1	海天股份	2024-12-31	8.82元/股	9.70元/股	9.98%
2	威尔泰	2024-12-18	13.79元/股	18.36元/股	33.14%
3	哈森股份	2024-12-13	13.50元/股	21.75元/股	61.11%
4	云维股份	2024-12-07	3.76元/股	5.47元/股	45.48%
5	富煌钢构	2024-12-06	6.97元/股	8.74元/股	25.39%
6	友阿股份	2024-11-27	3.36元/股	7.93元/股	136.01%
7	永安行	2024-11-21	15.26元/股	23.01元/股	50.79%
8	世茂能源	2024-11-12	19.24元/股	26.00元/股	35.14%
9	南京化纤	2024-11-02	6.62元/股	27.27元/股	311.93%
10	阳谷华泰	2024-10-25	11.17元/股	20.78元/股	86.03%
11	至正股份	2024-10-24	66.01元/股	106.32元/股	61.07%
12	日播时尚	2024-10-18	10.53元/股	20.67元/股	96.30%
13	松发股份	2024-10-17	14.35元/股	54.53元/股	280.00%
14	南华仪器	2024-10-11	10.35元/股	17.00元/股	64.25%
15	远达环保	2024-10-01	5.31元/股	19.80元/股	272.88%
16	光智科技	2024-09-30	21.28元/股	115.55元/股	443.00%

数据来源：联储证券

为进一步探明 924 并购新政对股价的影响，我们对 2024 年 1-9 月共 9 家跨界并购的上市公司的股价涨幅情况进行统计，发现重组披露日至 924 并购新政前，股价涨幅并不高，像登云股份、*ST 金时、*ST 通州等股价还有所下滑。但在 924 新政颁布后，所有跨界并购上市公司股价均被快速拉升。其中最典型的罗博特科，2024 年 2 月份公告重组报告书后，股价从 50 元/股左右经历一段上涨，到 9 月 24 日收盘价为 84.79 元/股。并购新政颁布后，罗博特科股价开始新一轮飞涨，最高涨到 255 元/股，涨幅为 200.74%。

4、上市公司壳价值凸显

2024 年 4 月国务院颁布的新“国九条”最大的亮点之一就是明确提出“进一步削减壳资源价值”，但我们发现 924 并购新政之后，上市公司壳价值通过各种隐蔽方式“满血复活”。为此，我们专门深入分析了上述涨幅最大的三家上市公司本次资产重组的交易本质。

光智科技的主营业务为红外光学器件，虽然与本次拟注入资产—先导电科有一定的产业相关性，但先导电科总资产超过 100 亿元，最后一轮估值达到 200 亿元，2024 年 2 月已经完成 IPO 辅导备案，而光智科技重组前的市值不足 30 亿元，净资产仅 5 亿元，其控股权是先导电科实际控制人在 2019 年收购而来，因此借壳上市的动机非常明显。

松发股份的控制权是恒力集团于 2018 年以协议收购方式取得，本次重组方案是将上市公司现有的陶瓷生产资产全部置出，置入资产变为恒力集团通过破产拍卖取得的船舶制造业务。虽然由于恒力集团持有上市公司时间超过三年而不构成法律意义上的借壳上市，但其交易实质与标准意义上的借壳上市没有差异。双成药业在重组预案中明确表示，在奥拉半导体成为上市公司主营业务后将剥离现有的全部药业资产，因此奥拉半导体看中的仅是双成药业的壳资源。

通过以上分析，我们发现在上述三个案例中，资产持有方将其资产注入上市公司的主要动机就是“借壳上市”，他们看中的是上市公司“壳资源”，与上市公司现有产业的发展状态和盈利能力都没有关联。

5、规避退市等嫌疑

如果不出意外，松发股份、双成药业在 2024 年年报公布之后都将面临退市风险警示，本次重组是否构成规避退市值得探讨。此外，奥拉半导体 2022 年 11 月申报科创板上市，经历了 3 轮问询，监管部门对于盈利能力、清仓式分红、客户结构单一等方面予以重点关注，迫使其于 2024 年 5 月撤回 IPO 申请；松发股份拟注入的造船资产在盈利能力和稳定性等方面均不符合主板市场的 IPO 定位，上述重组是否损害了 IPO 规则的严肃性也是值得探讨的问题。

第三章 上市公司控制权交易的市场特征

剔除以继承/离婚/家族内部安排、无偿划转、改选董事会等被动方式实现控制权变更的案例后，2024 年度 A 股上市公司共有 140 家完成控制权变更（以工商登记变更日为统计标准），成为最近 5 年最高值。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，我们发现 2024 年 A 股控制权交易市场呈现一些新特征。

一、协议收购数量持续减少

协议转让或协议转让加表决权/一致行动人安排等组合方式（以下统称为“协议收购”）作为“真金白银式”交易最具有代表性。2024 年仅有 34 家上市公司通过此方式完成控制权变更，较 2023 年的 41 家有明显下滑，创近 5 年新低。相较而言，仅通过表决权/一致行动人安排实现控制权变更的上市公司数量较 2023 年明显增多，破产重整及司法裁定也成为上市公司控制权变更的重要方式。

图11: 2020年-2024年上市公司控制权交易数量（单位：家）



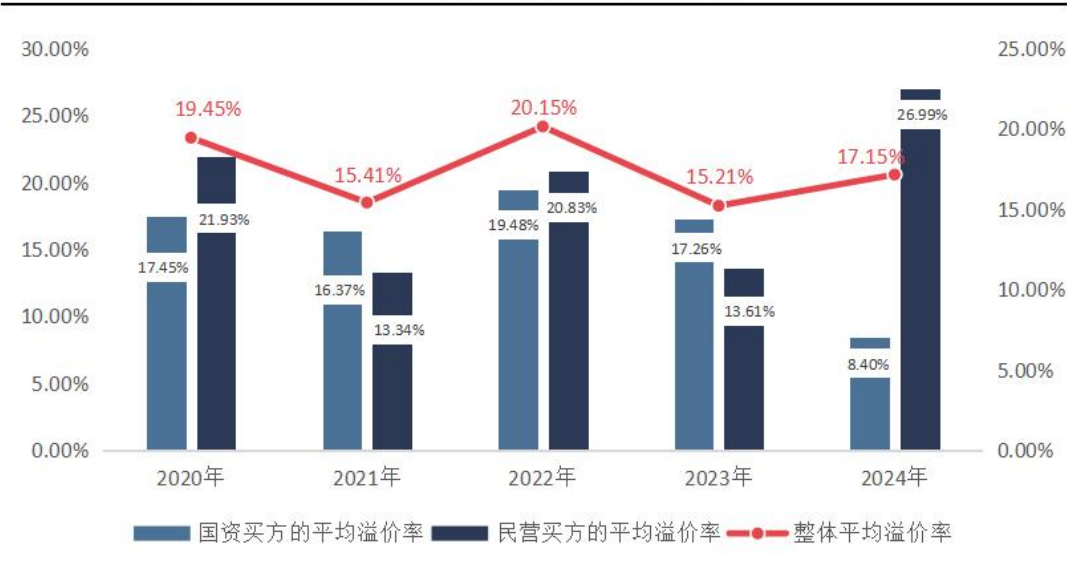
数据来源：同花顺iFinD，联储证券

二、控制权转让溢价率有所回升

上述 34 家以协议收购取得上市公司控制权的平均溢价率为 17.15%，溢价率

中位数为 13.36%，两项指标均较 2023 年的数值水平有所提高。其中，相较 2023 年有超过半数均为平价及折价收购，2024 年平价及折价收购的数量大幅减少，仅有 8 起，剩下的 26 起交易均为溢价收购。34 家出让控制权交易中绝大多数为民营，国资上市公司仅有 3 家，结合 2024 年平均溢价率的提高，可以看出民营企业流动性变得相对宽松，大股东不再像前几年那样恐慌性抛售。

图12：2020年-2024年上市公司协议收购溢价率变化



数据来源：同花顺iFind，联储证券

从买方结构分析，34 家协议收购案例中有 18 家的买方是民营企业，民营买方取得上市公司控制权的平均溢价率达到了最近 5 年的最高值，为 26.99%，说明民营企业的购买力大幅增强；16 家国资买方的平均溢价率系最近 5 年的最低值，仅 8.4%。

三、半数属于“壳交易”

我们从被收购的上市公司主营业务竞争力、交易双方业务相关性等角度对上述 34 起控制权交易进行逐一甄别，发现其中一半的交易（17 起）的买方收购上市公司控制权是出于“买壳”的动机。我们进一步追溯了 2023 年 A 股以协议转让方式完成控制权变更的 41 起案例，发现其中有 21 起属于“壳交易”，由此看来，2024 年买方收购上市公司控制权的产业并购动机并没有明显改善。

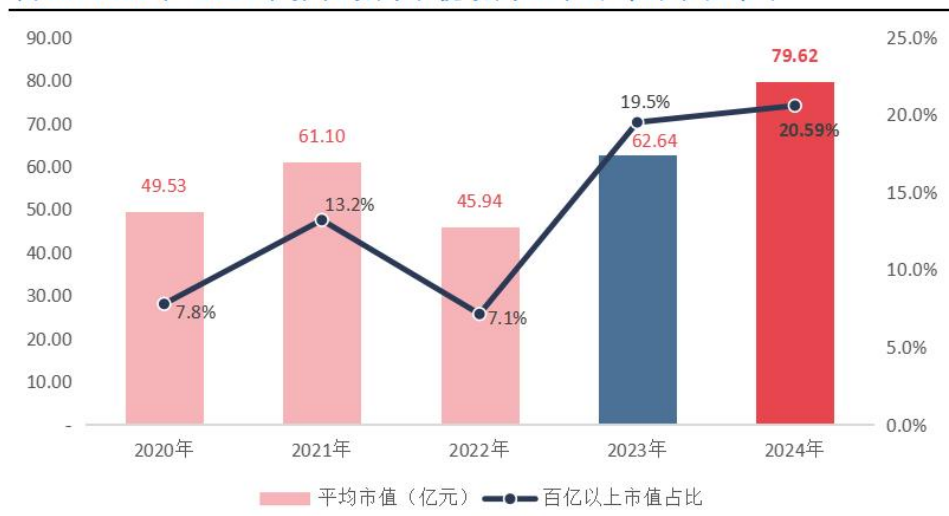
2024 年年末，某知名投资机构收购天迈科技控制权的交易颇受市场瞩目，

但经我们分析判断，这笔交易的本质大概率还是“买壳”：天迈科技最近三年连续亏损，预计 2024 年营业收入仅在 1.5-1.75 亿元之间，扣非后将亏损 5,000-6,500 万元；主营业务缺乏竞争力且市场空间有限，因此该知名机构看中该上市公司内在投资价值的可能性极低。相反，天迈科技作为一家信息技术类公司，资产轻、负债相对少，比较适合作为“壳资源”进行运作。

四、被收购上市公司市值水平创新高

从被收购的上市公司市值情况分析，按照控制权转让协议签署日前一日收盘市值进行统计，2024 年 34 家协议收购案例中被收购上市公司的平均市值为 79.62 亿元，继 2023 年之后再创新高。其中，被收购上市公司市值在 100 亿元及以上的有 7 家，占总数比例约 21%，且大多数为国资收购方，这说明国资愈发青睐大市值、有优质产业的上市公司。

图13: 2020年-2024年协议收购中被收购上市公司的市值水平



数据来源：同花顺 iFind，联储证券

五、敌意的要约收购再现江湖

2024 年 A 股市场再现久违的敌意要约收购案例，海信集团下属的海信网能通过要约收购强行取得科林电气控制权。2024 年 3 月上旬，海信网能先悄悄通过集中竞价方式增持了科林电气 4.97% 股份，3 月 15 日，海信网能通过协议收购科林电气部分管理层所持老股及表决权委托方式继续增持科林电气股份，合计取得 19.64% 的表决权，超过了科林电气第一大股东张成锁 11.07% 的表决权，威胁

控制权。张成锁立即作出反收购回击，4月1日与3名管理层高管形成“反收购联盟”并签订一致行动协议，合计持有上市公司17.31%股权，暂时稳住控制地位。

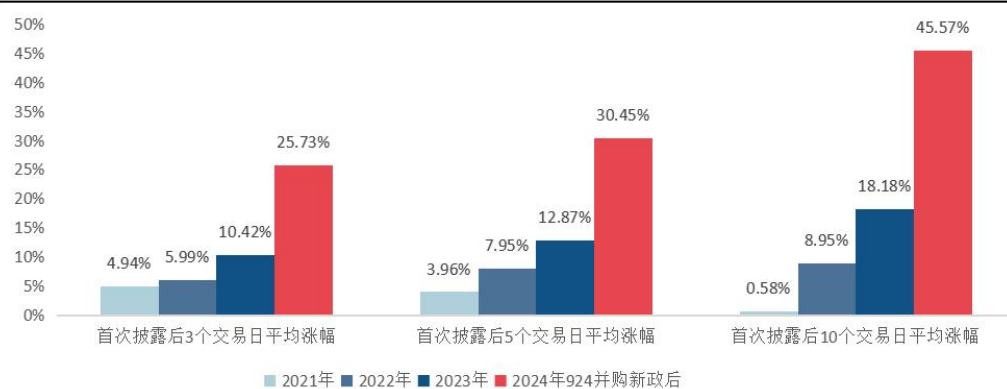
海信网能志在必得，5月中旬发布了要约收购报告书，其中有两大亮点：一是要约价格较公告前一日的收盘价溢价15%，足够高的要约价格使得科林电气股价也一路攀升，这就大大提升了反收购方的增持成本；二是要约收购比例设定为20%，这就意味着如果要约成功，科林电气的非社会公众股比例将达到74.51%，已非常接近维持上市地位的75%非社会公众股东比例的临界值，留给反收购方的增持空间不多。经过一番较量之后，最终于6月28日公布要约收购结果，海信网能要约收购后合计持有了科林电气34.94%股权，掌握44.51%的表决权，一剑封喉。2024年8月底，海信网能最终通过改选董事会坐实对科林电气的控制权。

我国资本市场中的敌意收购本来就不常见，通过要约方式成功实施敌意收购更是十分罕见，上一次成功的敌意要约收购交易还是2017年浙民投收购派林生物控制权，当时联储证券并购团队作为浙民投的财务顾问深度参与其中。另外一次敌意要约收购发生在2018年，当时宁波太平鸟集团趁徐翔入狱之机，打算通过要约方式偷袭宁波中百，但在联储并购团队的及时协助下，宁波中百最终有惊无险，太平鸟集团的敌意要约收购铩羽而归。

六、924 并购新政后的二级市场反应更强烈

我们以924并购新政后发起的共28起上市公司控制权协议转让交易作为观察重组股热度的样本，分析发现2024年上市公司首次披露控制权变更消息后的3个、5个及10个交易日的平均涨幅为25.73%、30.45%以及45.57%，对照2020-2023年数据，控制权交易对股价的短期刺激程度已发生质变，可以见得并购新政后二级市场对并购重组的热情明显升温。

图14:上市公司首次披露控制权转让交易后股价涨幅变化



数据来源：联储证券

第四章 上市公司并购估值水平分析

2023 年 8 月以来，大量 IPO 遇阻公司被上市公司收购的进度一直达不到市场预期，我们认为其中最大障碍就是交易双方关于估值预期的差异。为了让交易各方能够建立理性预期，本章节将就评估方法选择、评估增值率、市盈率、市净率、业绩对赌、支付方式等影响定价的重要因素进行统计分析。基于同花顺并购事件数据库，以首次公告日在 2022-2024 年并完成的重大资产重组为准，剔除重大资产出售及重大资产置换案例，并且剔除交易标的为 A/H 股上市公司及收购方式为主要收购、吸收合并的情形后，筛选出共计 41 起上市公司重大资产购买案例。

一、收益法与资产基础法齐头并进

据我们统计，41 起重大资产购买案例中对标的资产均采用资产评估结果作为定价依据，最终选择的评估方法有收益法与资产基础法两种。其中，选择收益法作为定价依据的有 23 起，占比 56.10%；选择资产基础法作为定价依据的有 18 起，占比 43.90%。

从评估增值率观察，41 起重大资产购买案例合计平均评估增值率为 259.22%，选用收益法、资产基础法的平均增值率分别为 414.87%、60.35%；41 起重大资产购买案例合计评估增值率中位数为 98.56%，选用收益法、资产基础法的评估增值率中位数分别为 225.23%、41.30%。

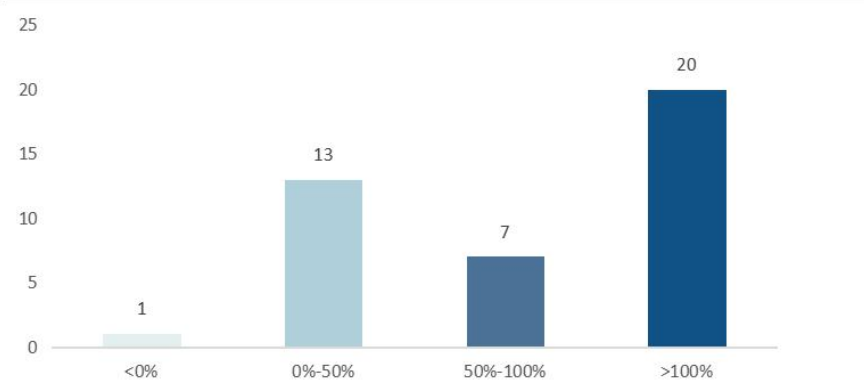
表6：41起重大资产购买案例中各评估方法的评估增值率情况

评估方法	均值	中位数
收益法	414.87%	225.23%
资产基础法	60.35%	41.30%
两种定价方法合计	259.22%	98.56%

数据来源：联储证券

41 起重大资产购买案例中，标的资产评估增值率超过 100%的有 20 起交易，占比 48.78%；评估增值率处于区间 50%-100%、0-50%的分别有 7 起、13 起交易，评估增值率低于 0 即发生评估减值情形的有 1 起交易。

图15: 41起重大资产购买案例的评估增值率分布情况（单位：起）



数据来源：联储证券

二、并购估值水平长期 10 倍左右

在本报告统计的 2022-2024 年完成的 41 起重大资产购买样本中，静态市盈率为 5.8-26.79 倍，均值、中位数分别为 14.02 倍、13.33 倍；动态市盈率为 5.77-16.68 倍，均值、中位数分别为 11.59 倍、10.91 倍。

表7：并购标的资产的静态、动态市盈率统计

指标	均值	中位数	最大值	最小值
静态P/E	14.02	13.33	26.79	5.8
动态P/E	11.59	10.91	16.68	5.77

注：计算静态P/E时，剔除1起标的资产亏损的交易；计算动态P/E时，剔除20起未做业绩承诺及部分资产做业绩承诺、部分资产未作业绩承诺的交易。

数据来源：联储证券

在本报告统计的 41 起重大资产购买样本中，标的资产市净率 (P/B) 范围为 0.51-23.13 倍，均值、中位数分别为 3.75 倍、2.3 倍。其中，仅有一起评估减值案例，即江天化学收购的三大雅精细化学品（南通）有限公司，评估减值率为 48.28%。

表8：资产基础法下标的资产市净率统计

指标	均值	中位数	最大值	最小值
P/B	3.75	2.3	23.13	0.51

数据来源：联储证券

进一步按年份观察并购估值水平的变化情况，从最核心的市盈率指标看，2022 年、2023 年、2024 年，上市公司购买重大资产的标的资产静态市盈率均值

分别为 15.92 倍、13.38 倍和 13.07 倍。因此，近年并购市盈率的估值均值水平都在十来倍，且近两年有所下滑，与 IPO 新股估值天壤之别。

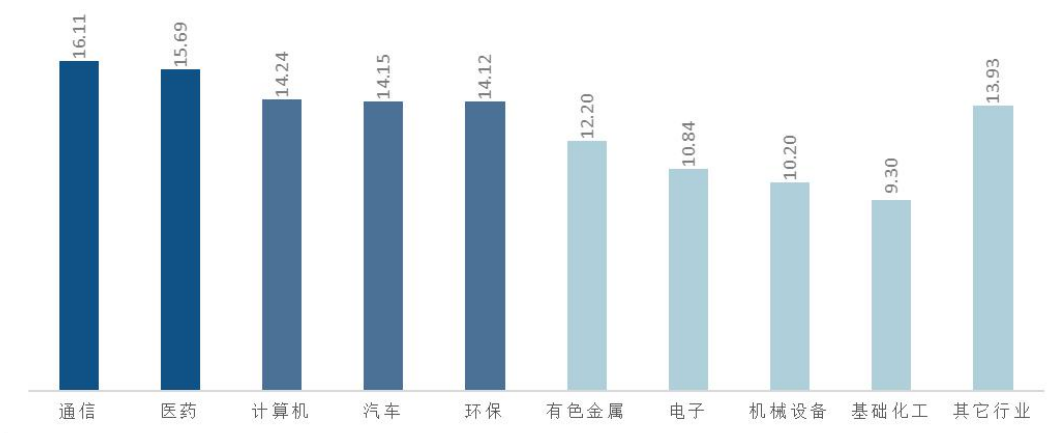
表9：2022年-2024年并购标的资产市盈率倍数情况

年份	静态PE均值	静态PE中位数	动态PE均值	动态PE中位数
2022	15.92	16.85	11.04	10.9
2023	13.38	11.66	11.84	11.19
2024	13.07	13.68	12.45	12.41

数据来源：联储证券

分行业观察，按照科创板和创业板支持的行业为新兴行业，其他行业为传统行业，并剔除两起并购市盈率偏高的交易后对 39 起重大资产购买进行计算。其中，属于新兴行业的标的资产为 19 家，静态市盈率均值为 13.56 倍；属于传统行业的标的资产为 20 家，静态市盈率均值为 12.85 倍。因此，无论是收购传统行业资产还是新兴行业资产，并购估值的市盈率水平均是十来倍，估值差异不大。

图16：并购标的资产市盈率倍数-按行业划分



数据来源：联储证券

三、业绩对赌并非“放心丸”

以资产基础法和收益法为定价方法的交易在定价逻辑、业绩对赌等影响估值定价的核心因素考量上存在显著差异。《重大资产重组管理办法》第三十五条对需要强制进行利润补偿的情况做了详细规定，“采取收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的方法对拟购买资产进行评估或者估值并作为定价参考依据的，交易对方应当与上市公司就相关资产实际盈利数不足利润预测数的情况签订

明确可行的补偿协议；上市公司向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象购买资产且未导致控制权发生变更的，上市公司与交易对方可以根据市场化原则，自主协商是否采取业绩补偿和每股收益填补措施及相关具体安排。”

因此，上市公司收购标的资产若属于非关联交易，可以不设置业绩对赌安排。但是根据我们实际操作中的体会和对大量案例的统计分析，上市公司收购资产实际设置对赌的情况远超监管的明文要求。

据我们统计，41 起重大资产购买案例中，选择收益法作为定价依据的交易 23 起。其中 16 起交易设置了业绩承诺，占比 70%，业绩承诺期范围为 2-5 年，普遍承诺期为 3 年；7 起交易未设置业绩承诺；选择资产基础法为定价方法的 18 起交易中，其中 6 起交易设置了业绩承诺，12 起未设置业绩承诺。

我们曾在 2018 年并购报告《上市公司并购是馅饼还是陷阱？》中，对发生在 2014-2015 年的上一轮并购热潮中标的资产业绩承诺完成情况进行了深入研究。虽然只有三成左右的标的公司未完成业绩承诺，其余七成标的公司看似按照约定完成了业绩承诺，但在这些完成业绩承诺的公司中，在业绩承诺期满后的第一年（即 2018 年）标的资产业绩出现下滑的比例高达 75%，其中下滑超 30% 的交易占比 53%。一般来说，标的公司业绩下滑就意味着需要计提商誉减值，两项叠加就很容易导致上市公司业绩出现大幅下滑，甚至出现亏损。原本作为安全保障的业绩承诺很容易成为交易“陷阱”，我们建议收购方不要过度依赖所谓的“业绩承诺”。

四、差异化定价安排

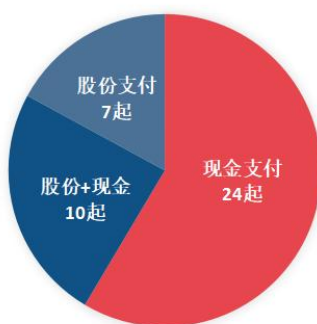
41 起重大资产购买案例中，有 1 起使用了差异化定价，即新五丰收购天心种业等 11 家标的资产。具体差异化定价原因及方式如下：天心种业 24 名自然人股东不参与业绩承诺，该等业绩承诺及补偿义务由现代农业集团承担。因此，24 名自然人股东持有天心种业股权不参与业绩承诺部分的对价按照 12.61% 折扣率进行打折定价，折扣部分对应的金额为 685.99 万元；而由于现代农业集团承担额外的业绩承诺义务，取得相对应金额的溢价 685.99 万元。

除了上述因承担不同业绩承诺义务而导致差异化定价的天心种业并购案例情形，实践中另外一种较常见的差异化定价情形是，标的公司的评估值低于前期财务投资人增资时的投后估值时，标的公司控股股东/实际控制人在整体作价不变的情况下对其股权作价有所折让，例如创新新材收购创新金属、熙菱信息收购北京资采、思瑞浦收购创芯微等。

五、支付方式

从支付方式看，41 起重大资产购买案例中，24 起交易采用全现金支付，占比 58.54%；10 起交易采用“股份+现金”方式支付，占比 24.39%；剩余 7 起交易采用股份支付，占比 17.07%。

图17: 41起重大资产购买案例支付方式统计



数据来源：联储证券

值得注意的是，尽管定向可转债作为并购支付工具推出多年，但是 41 起重大资产购买中无一例使用这一工具，并购贷款也处于类似境地。从多年的实践观察，上市公司使用定向可转债、并购贷款等多元化支付工具的意愿并不强。我们认为，目前制约并购市场发展的原因并不是支付工具问题，交易双方对标的资产估值的巨大预期差异才是真正的障碍（具体分析详见第七章之“一、如果并购与 IPO 估值差得以大幅压缩，则产业并购将呈井喷之势”）。

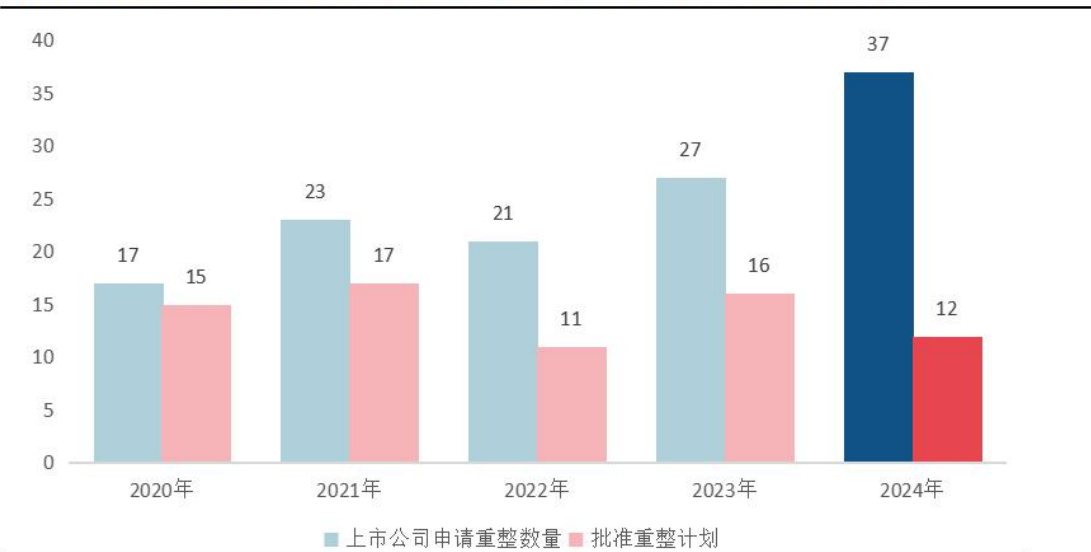
第五章 上市公司破产重整持续异化

近年来，上市公司破产重整作为资本市场风险化解的重要工具，其功能与初衷却在实践中逐渐偏离，呈现出明显的“异化”趋势。这一现象在我们去年的报告中已深入剖析，内容引起了新华社等权威媒体的关注，监管部门对此也高度重视，2024 年底最高法与证监会联合发布了《关于切实审理好上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》，且证监会就《上市公司监管指引第 11 号——上市公司破产重整相关事项（征求意见稿）》向社会公开征求意见。虽然政策导向更加明确，但 2024 年市场实际运作情况与 2023 年相比并未发生显著变化，“变味”的趋势依然存在。

一、重整受理难度加大

在去年并购报告中，我们曾统计 2023 年共有 27 家上市公司向法院申请或被申请重整，申请数量是我国引入破产重整制度有史以来的最高值。而 2024 年，A 股共有 37 家上市公司向法院申请或被申请重整并发布相关公告，申请数量再创新高。但 2024 年仅有 12 家上市公司拿到证监会“路条”，其重整计划得到法院最终批准，重整受理率仅有 32.43%，相较 2023 年的 60% 有大幅下滑，可见“僧多粥少”，上市公司破产重整难度明显加大。

图18: 2020年-2024年上市公司破产重整数量变化情况（单位：起）



数据来源：联储证券

截至目前,上述 12 家被法院裁定受理重整的上市公司中已有 11 家执行完毕,以下我们将对这 11 家上市公司重整情况进行深入分析。

二、成为上市公司规避退市的“避风港”

从理论上说,破产重整应该用于挽救有产业发展前景、暂时陷入流动性危机的上市公司,但在实践中我们发现,破产重整主要用于挽救那些严重资不抵债、即将面临退市风险的上市公司,具体表现在如下方面:

1、集中在 12 月底“卡点”执行完毕

*ST 步高的破产重整时间跨度较长,早在 2023 年 10 月被法院裁定受理,重整计划于 2024 年 6 月被批准,这也成为 2024 年前三季度法院批准重整计划的唯一一家。除此之外,其余上市公司的重整申请均是在 9 月之后被法院裁定受理,并购新政后法院受理节奏明显加快。

从最终执行完毕时间上看,所有破产重整的上市公司均集中在 12 月份执行完毕,卡点在年底最后两个交易日执行完毕的就有 6 家。除*ST 步高外,10 家上市公司从受理申请到重整执行完毕的平均用时仅 64 天,各司法环节的配合、衔接可谓“天衣无缝”。

表 10: 2024 年上市公司破产重整时间节点

序号	上市公司	法院裁定受理日	重整计划批准日	执行完毕公告日
1	*ST 合泰	2024/11/22	2024/12/23	2024/12/31
2	*ST 东园	2024/11/22	2024/12/23	2024/12/30
3	*ST 中利	2024/11/8	2024/12/11	2024/12/27
4	*ST 汉马	2024/11/8	2024/12/11	2024/12/30
5	*ST 傲农	2024/11/5	2024/12/9	2024/12/26
6	*ST 通脉	2024/10/23	2024/12/10	2024/12/30
7	*ST 文投	2024/10/21	2024/11/25	2024/12/20
8	*ST 有树	2024/9/30	2024/12/5	2024/12/25
9	*ST 红阳	2024/9/13	2024/11/1	2024/12/6
10	*ST 花王	2024/9/9	2024/11/15	2024/12/30
11	*ST 步高	2023/10/26	2024/6/30	2024/12/30

数据来源: 联储证券

2、消除退市风险的最终手段

我们进一步发现，上述 11 家上市公司中有 7 家出现严重的资不抵债，需要通过破产重整将净资产回正，挽救退市危机。例如*ST 合泰，截至 2023 年末的归母净资产为-65.17 亿元，其重整计划于 2024 年 12 月 31 日执行完毕，根据上市公司近日发布的业绩预告，2024 年末其归母净资产预计达到 12-18 亿元。

表11：2024年7家破产上市公司主要财务数据（单位：亿元）

序号	上市公司	2023/12/31归母净资产	2023年营业收入	2023年净利润
1	*ST合泰	-65.17	46.30	-125.72
2	*ST东园	-1.97	5.69	-51.84
3	*ST中利	-5.58	40.51	-14.99
4	*ST汉马	-8.15	38.77	-9.67
5	*ST傲农	-9.63	194.58	-37.69
6	*ST文投	-10.37	6.09	-17.13
7	*ST有树	-4.07	4.64	-4.91

数据来源：联储证券

另外 4 家上市公司也面临着各自的困境，同样需要通过破产重整来化解。*ST 红阳、*ST 花王存在被控股股东及关联方非经营性资金占用的情形，2023 年的内部控制审计报告均被出具否定意见，通过引入重整投资人以现金补足等方式将“窟窿”成功填上。*ST 通脉及*ST 步高则是连续三年未实现盈利，且 2023 年审计报告显示公司持续盈利能力存在不确定性，急需重整为公司补充流动性，并且引入产业投资人调整经营策略，进而提升持续经营能力。

表12：2024年4家破产上市公司情况汇总

序号	上市公司	2023年审计报告意见	2023年内部控制审计报告意见	净利润（亿元）			备注
				2021年	2022年	2023年	
1	*ST红阳	保留意见	否定意见	-37.62	7.27	-3.87	被控股股东及关联方资金占用 28.84亿元
2	*ST花王	带强调事项段的无保留意见	否定意见	-6.44	-2.5	-1.95	被控股股东及关联方资金占用 9,598.96万元
3	*ST通脉	无法表示意见	否定意见	-3.60	-1.55	-2.42	主要银行账户被冻结
4	*ST步高	带强调事项段的无保留意见	标准意见	-1.66	-25.2	-18.82	-

数据来源：联储证券

三、债权人与股权人利益严重失衡

1、债权人利益被严重稀释

债权人如往年一样以畸高的价格获得上市公司股份，据统计，2024 年 11 家被法院裁定受理重整且已执行完毕的上市公司中，债权人以股抵债的价格较重整协议签署日收盘价的溢价率平均值为 114.62%，虽然相较 2023 年统计的平均值 210.23%有大幅下降，但仍然远高于市场价，债权人承担了破产重整的主要风险。

表13：2024年家破产上市公司债权人以股抵债价格

序号	股票名称	债权人以股抵债价格 (元/股)	重整协议签署日收盘价 (元/股)	债权人溢价率
1	*ST合泰	6.67	2.54	162.60%
2	*ST东园	3.96	2.45	61.63%
3	*ST中利	12.85	2.44	426.64%
4	*ST汉马	8.00	7.56	5.82%
5	*ST傲农	12.00	3.55	238.03%
6	*ST通脉	15.00	13.57	10.54%
7	*ST文投	2.50	2.29	9.17%
8	*ST有树	10.00	6.41	56.01%
9	*ST红阳	28.00	9.41	197.56%
10	*ST花王	10.00	17.36	-42.40%
11	*ST步高	9.69	4.12	135.19%

数据来源：联储证券

2、重整投资人收益愈发丰厚

2024 年上市公司破产重整中，产业投资人受让上市公司转增股份的价格大多数在 1 元/股左右，较重整协议签署日收盘价的溢价率平均值为-66.14%，财务投资人的平均溢价率为-55.84%。相比 2023 年统计的数值，2024 年产业投资人及财务投资人的平均溢价率分别下降 4 个百分点和 2 个百分点，这表明重整投资人受让转增股份的价格进一步降低，利益倾斜趋势愈发明显。

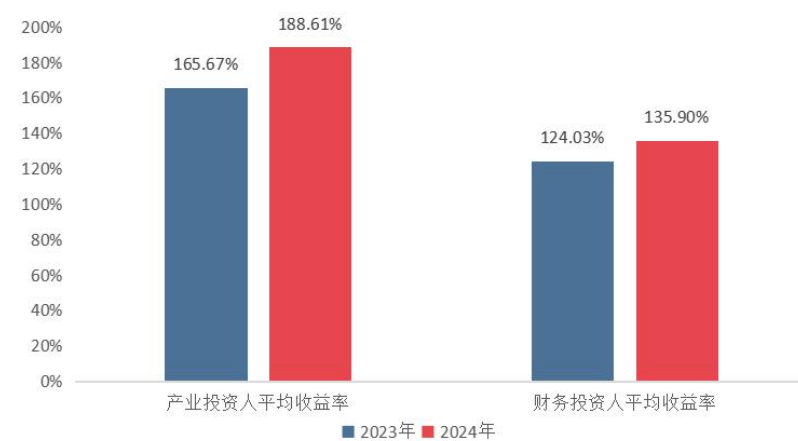
表14：2024年破产上市公司债权人以股抵债价格

序号	股票名称	产业投资人受让 价格（元/股）	财务投资人受让 价格（元/股）	重整协议签署日 收盘价（元/股）	产业投资人 溢价率	财务投资人 溢价率
1	*ST合泰	0.90	1.30	2.54	-64.57%	-48.82%
2	*ST东园	0.66	1.00	2.45	-73.06%	-59.18%
3	*ST中利	0.79	0.80	2.44	-67.62%	-67.21%
4	*ST汉马	3.00	3.60	7.56	-60.32%	-52.38%
5	*ST傲农	1.70	1.70	3.55	-52.11%	-52.11%
6	*ST通脉	3.05	4.58	13.57	-77.52%	-66.25%
7	*ST文投	1.00	1.30	2.29	-56.33%	-43.23%
8	*ST有树	1.95	3.15	6.41	-69.58%	-50.86%
9	*ST红阳	4.30	5.40	9.41	-54.30%	-42.61%
10	*ST花王	1.35	1.35	17.36	-92.22%	-92.22%
11	*ST步高	1.65	2.50	4.12	-59.95%	-39.32%
平均值					-66.14%	-55.84%

数据来源：联储证券

更低的成本意味着更高的潜在收益。通过比较重整投资人转增股份的受让价格与2024年最后一个交易日收盘价，2024年上市公司破产重整中产业投资人的平均收益率高达188.61%，较2023年统计的平均值增加23个百分点；2024年财务投资人的平均收益率为135.9%，较2023年统计的平均值也有大幅增加。

图19：2023年-2024年重整投资人收益率变化情况



数据来源：联储证券

四、除权制度执行不严肃

上市公司在破产重整过程中普遍采用大比例的资本公积转增股本方案，但不同于上市公司分红、送股等情形下股票要做强制除权处理，重整过程中的除权机

制留有“特事特办”的空间。经我们深入研究发现，A股史上首例调整除权参考价格计算公式的是在2017年重庆钢铁破产重整中，作为当时国内涉及资产及债务规模最大的国有控股上市公司（A+H股）重整，交易所将此作为“特别重大无先例”进行特殊处理，但不料口子一开，后续重整的上市公司纷纷效仿。

1、重整中的除权自由发挥空间大

2024年11家被法院裁定受理重整且已执行完毕的上市公司中，有5家上市公司没有进行除权，虽然是符合现行的“如权益调整方案约定的转增股份价格高于上市公司股票价格的，可以不对上市公司股票作除权（息）处理”这一规定，但如果结合这5家的以股抵债价格就不难发现，其实是通过大幅度虚增以股抵债价格方式，使得转增股份的平均价格高于该公司停牌前的股票价格，从而实现了资本公积转增但股价不除权的目标。

表15：2024年5家破产上市公司未进行除权

序号	股票简称	以股抵债价格	较重整协议签署 日收盘价溢价率	转增股本平均出 让价	权益登记日前 收盘价	是否除权
1	*ST步高	9.69元/股	1.35	4.78元/股	3.20元/股	否
2	*ST傲农	12.00元/股	2.38	6.05元/股	3.78元/股	否
3	*ST中利	12.85元/股	4.27	3.63元/股	2.44元/股	否
4	*ST东园	3.96元/股	0.62	2.05元/股	2.05元/股	否
5	*ST合泰	6.67元/股	1.63	3.55元/股	2.51元/股	否

数据来源：联储证券

其余6家上市公司重整后虽然对股价进行了除权，但其除权比例与转增股本的比例相比差异悬殊，除权非常不充分。这6家除权的上市公司除权价格的平均折扣率仅为20%左右，相较于转增股数平均为每10股转增13.38股，除权比例微不足道。

表16：2024年6家破产上市公司除权状况

序号	股票简称	每10股转增股数	权益登记日前收盘价	转增股本平均出让价	除权价格	除权折扣率	是否除权
1	*ST红阳	12.35	10.10元/股	8.23元/股	9.07元/股	-10.20%	是
2	*ST花王	11.55	15.39元/股	2.12元/股	8.28元/股	-46.20%	是
3	*ST文投	11.89	2.45元/股	1.85元/股	2.12元/股	-13.47%	是
4	*ST有树	12.00	6.29元/股	3.54元/股	4.79元/股	-23.85%	是
5	*ST通脉	18.00	10.83元/股	5.62元/股	7.48元/股	-30.93%	是
6	*ST汉马	14.50	6.14元/股	5.51元/股	5.77元/股	-6.03%	是

数据来源：联储证券

2、直接导致重整后市值跃升

对于境外成熟市场来说，上市公司转增股本之后是否强制除权的意义不大，上市公司总估值不会因为股本的转增或合并而同步变化。但对于散户占较大比例的A股市场来说，股本转增后是否强制除权对于上市公司总估值的影响就大得多。

对比上述11家上市公司破产重整前后（即2024年年初与年末）的市值水平，不难发现这些上市公司重整后的市值均呈现翻倍式增长，平均涨幅高达167.28%，较2023年统计的数值还要高出20个百分点。除了市场追逐概念的因素外，造成市值跃升的重要原因就在于破产重整中除权不够充分。

表17：2024年破产上市公司市值涨幅情况

序号	股票简称	总市值（亿元）		市值涨幅
		2024.01.01	2024.12.31	
1	*ST合泰	84.77	178.76	110.88%
2	*ST东园	51.83	112.79	117.61%
3	*ST中利	24.58	73.39	198.51%
4	*ST汉马	39.59	88.33	123.13%
5	*ST傲农	52.83	92.24	74.61%
6	*ST通脉	11.29	36.44	222.64%
7	*ST文投	49.15	91.35	85.84%
8	*ST有树	11.82	50.24	325.07%
9	*ST红阳	49.54	77.49	56.42%
10	*ST花王	20.95	88.22	321.11%
11	*ST步高	34.90	106.20	204.29%
平均值				167.28%

数据来源：联储证券

3、充分除权后将面临退市风险

我们做简单测算，如果所有上市公司均严格按照股份转增比例进行除权，则充分除权后大部分公司的股价将低于 1 元，从而触发面值退市风险。像*ST 中利、*ST 东园、*ST 合泰等公司，除权前的股价在 2 元/股左右，充分除权后的股价更是惨不忍睹。

五、关于严格实施除权制度的建议

我们跟踪研究发现，上市公司破产重整过程中的不合理除权制度衍生出很多市场乱象。例如，上市公司破产重整指标“一票难求”，耗时一年以上是家常便饭；对于上市公司现有股东来说，破产重整原本应该是“灭顶之灾”，现在反而成为了二级市场炙手可热的炒作题材；挤进上市公司破产重整的股权投资人队伍成为很多股权投资机构的“荣幸”等。其根源都可以追溯到不合理的除权制度设计。

多年来，破产重整上市公司是否需要除权的论证逻辑以及除权价格的计算过程都比较混乱，很多中介机构随意发挥。例如将严重虚高的以股抵债价格作为新增股份的市场价值，用以论证不除权的“合理性”；将严重资不抵债公司的债务减免当作股东的权益性投入，与上市公司原有市值简单相加，用以计算股份转增以后的“公允除权价格”。看似逻辑严密的数学计算公式，实则毫无内在逻辑。

为了遏制上市公司破产重整制度的滥用，也为了避免中小股东误入歧途，同时保持退市制度的严肃性，我们建议监管部门应该明确要求，上市公司凡在破产重整过程中涉及转增股份的，一律按照转增比例进行股价除权，不接受任何例外解释。

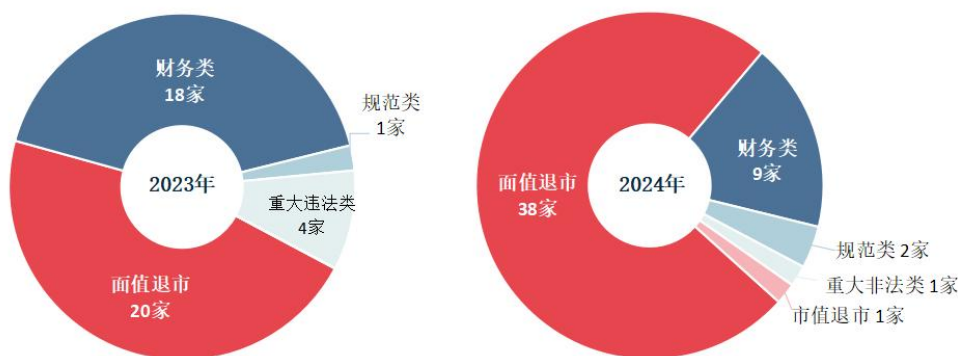
第六章 退市公司名单中的新发现

近年来 A 股新陈代谢逐步加快，退市公司数量逐年增加，我们今年对 2023 年及 2024 年的退市上市公司进行梳理分析，发现以下特征。

一、面值退市的杀伤性强

面值退市作为交易类强制退市的重要指标之一，从最近两年数据来看确实加速了 A 股市场优胜劣汰的进程：2023 年 A 股上市公司被强制退市的共 43 家，其中 20 家属于面值退市，占比 46.51%；2024 年 A 股上市公司被强制退市的共 51 家，其中面值退市有 38 家，占比上升到 74.51%。面值退市的杀伤性日渐增强的同时，也引发了“错杀”的担忧。

图20: 2023年-2024年强制退市上市公司按退市原因分类情况



数据来源：同花顺iFind，联储证券

2023 年共 20 家面值退市公司，其中集中在 2023 年 6-8 月份退市的有 16 家，此时间段内上证指数从 3,400 点附近下挫到 3,000 点；2024 年共 38 家面值退市公司，其中集中在 2024 年 7-9 月份退市的有 27 家，此时间段内上证指数从 3,100 点一路下跌至 2,700 点左右。从以上数据不难发现，在市场整体下跌的背景下，流动性匮乏会加剧股价下跌螺旋，并且投资者在此行情下对低价股倾向于规避，一系列因素都导致面值退市规则在二级市场下行时的加速器效应，难免误伤到一大批企业。

图21: 2023年-2024年强制退市数量及上证指数变化情况-按月份



数据来源：同花顺iFinD

二、面值退市公司全部为民营企业

2023-2024 年合计 58 家面值退市的上市公司中，除了 7 家无实际控制人外，其余 51 家实控人性质均为民营。相比国资，民营企业融资成本高、抗风险能力弱，大股东和上市公司难以通过增持或回购在短期内直接提升股价；民营上市公司的资源整合等方面的能力也不及国资，难以通过并购重组、破产重整等方式实现自救。因此，在市场行情下行周期中，民营上市公司更容易陷入困境。

三、面值退市有明显“错杀”的公司

2024 年 A 股市场出现了 5 家未实施退市风险警示的（非 ST 股）上市公司触发面值退市的案例，包括正源股份、中银绒业、广汇汽车、鹏都农牧及海印股份。这些公司并非传统意义上的壳公司，但因市场情绪或行业周期性等因素导致股价持续低于 1 元，被面值退市无情“错杀”，最终被迫退市。

表18：2024年退市公司中“非ST”股汇总

序号	名称	退市日期	2023年净资产（亿元）	2023年营业收入（亿元）	2023年净利润（亿元）
1	正源股份	2024/6/27	14.44	8.02	-1.26
2	中银绒业	2024/8/12	11.18	5.00	-1.41
3	广汇汽车	2024/8/28	424.01	1,379.98	6.29
4	鹏都农牧	2024/8/30	52.84	174.49	-10.00
5	海印股份	2024/9/18	31.51	9.32	-1.79

数据来源：联储证券

四、关于完善面值退市制度的建议

为了让面值退市制度更好地激发资本市场优胜劣汰功能，同时减少“误伤”的可能性，我们提出以下两个建议：一是，建议将现行规则中连续 20 个交易日的每日股票收盘价均低于 1 元”，调整至“连续 60 个交易日的每日股票收盘价均低于 1 元”，可以让上市公司尽可能避免短期极端行情的影响，拥有更充裕的自救时间；二是允许上市公司通过缩股方式进行自救，同时以司法解释等方式明确：只要上市公司缩股行为不导致公司净资产减少的，就无需提前征求债权人意见。虽然上市公司缩股可在一定程度上化解面值退市风险，但对于上市公司现有股东来说，大比例缩股也是一次重大利益损失和市场警示，同样可以起到引导理性投资的效果。此外，退市规则中还有“连续 20 个交易日总市值不得低于 5 亿元（科创板、创业板 3 亿元）”的要求，因此经营不善的上市公司无法长期通过缩股操作规避退市惩罚。

五、退市公司“大换血”比例高

A 股市场中的中小投资者一直喜欢追逐资产重组概念，尤其是对于那些将上市公司老资产全部腾空、置入全新资产和业务的所谓“借壳上市”概念更是趋之若鹜。但是我们对 2023-2024 年 A 股共 94 家强制退市的公司进行逐一识别分析后发现，在上述 94 家退市公司中，有 75 家公司在退市前经历过重大资产置换或变更了新的控股股东；在上述 75 家公司，又有 42 家公司在退市前既完成了控股股权的变更，也实施了资产和业务的“大换血”，占退市公司总数量的将近一半。但事实证明，控股股东的变更以及业务和资产的“大换血”都无法挽救这些公司最终走向退市的命运，因此中小投资者对于上市公司所谓的资产重组、甚至“借壳上市”概念应该始终保持一份清醒，务必不能盲目跟风。

表 19：2023 年-2024 退市公司中 42 家曾经历“大换血”

序号	公司名称		控股股东名称		主营业务变更情况
	上市时	退市时	上市时	退市时	
1	贵人鸟	ST 贵人	贵人鸟集团(香港)有限公司	黑龙江泰富金谷网络科技有限公司	运动鞋服=>粮食
2	民丰实业	退市辅仁	香港金礼发展有限公司	辅仁药业集团有限公司	棉纺织品销售=>医疗工业
3	运盛实业	退市运盛	香港运盛有限公司	华耘合信(海南)投资合伙企业(有限合伙)	房地产=>医疗信息化
4	烟台华联	退市园城	烟台市国有资产经营公司	天津天机同升科技有限公司	黄金产品销售=>算力
5	新亚快餐	退市同达	上海新亚(集团)股份有限公司	信达投资有限公司	房地产=>绿建全流程解决方案
6	华阳科技	退市未来	山东华阳农药化工集团有限公司	上海晶茨投资管理有限公司	黑色金属采选业=>医疗服务业
7	迪康药业	*ST 蓝光	四川迪康集团股份有限公司	蓝光投资控股集团有限公司	药品销售=>房地产
8	荣华实业	*ST 荣华	甘肃省武威淀粉厂	武威荣华工贸集团有限公司	淀粉、地膜=>黄金
9	苏福马	*ST 华仪	苏州林业机械厂	乐清市聚华股权投资合伙企业(有限合伙)	砂光机、人造板机械=>风电
10	华龙集团	退市中昌	阳江市长发实业公司	上海三盛宏业投资(集团)有限责任公司	房地产=>精准营销
11	东方电工	*ST 西源	德阳市国有资产经营公司	北京美通联合贸易有限公司	汽车制造与销售=>金融业
12	宏图高科	*ST 宏图	江苏宏图电子信息集团有限公司	三胞集团有限公司	电子商贸=>光电线缆业务
13	精工集团	*ST 宋都	铁岭市国有资产管理局	杭州幸福健康控股有限公司	电子通讯=>房地产
14	吉艾科技	吉艾退	高怀雪, 黄文帆, 徐博	山高速香榆企业管理(上海)合伙企业(有限合伙)	油井=>AMC 资产管理
15	坚瑞消防	*ST 保力	郭鸿宝	常德新中喆企业管理中心(有限合伙)	消防产业=>锂离子电池
16	长城集团	文化退	蔡廷祥及其配偶吴淡珠	-	陶瓷类产品=>教育培训
17	大连三垒	*ST 美吉	俞建模	珠海融诚投资中心(有限合伙)	工业制造业=>教育服务业
18	大康牧业	鹏都农牧	陈黎明	上海鹏欣(集团)有限公司	畜牧养殖业+农副产品加工=>农林牧渔业
19	东光微电	*ST 弘高	沈建平	北京弘高慧目投资有限公司	可控硅=>装饰装修
20	骅威股份	ST 鼎龙	郭祥彬	杭州鼎龙企业管理有限公司	文教体育用品制造业=>文化教育及娱乐
21	科林环保	科林退	宋七棣	杭州明函投资管理有限公司	冶金行业(除尘设备)=>技术研发服务
22	三元达	深南退	黄国英, 郑文海, 张有兴, 黄海峰, 林大春	周世平	通讯设备制造=>系统集成
23	九九久	必康退	周新基	新沂必康新医药产业综合体投资有限公司	医药中间体=>医药流通
24	威创股份	*ST 威创	维尔京群岛威创投资有限公司	台州市中数威科股权投资合伙企业(有限合伙)	电子视像+超高分辨率数字拼接墙系统=>儿童教育服务+超高分辨率数字拼接墙系统
25	新世纪	ST 联络	陆燕	何志清	计算机应用服务=>电商
26	天润发展	*ST 天润	湖南省岳阳市财政局	广东恒润华创实业发展有限公司	游戏运维及推广=>跨境电商平台销售
27	圣雪绒	中银绒业	宁夏圣雪绒国际企业集团有限公司	恒天金石投资管理有限公司	纺织业=>新能源
28	春晖股份	*ST 华铁	开滦集团	拉萨经济技术开发区泰通投资合伙企业(有限合伙), 青岛兆盈瑞通投资合伙企业(有限合伙)	合成纤维制造业=>高铁配件制造与销售
29	湖北迈亚	*ST 高升	湖北仙桃毛纺集团有限公司	天津百若克医药生物技术有限责任公司	纺织=>IDC 服务+通信设计
30	亚华种业	*ST 嘉凯	湖南省农业集团有限公司	深圳市华建控股有限公司	房屋销售=>影视放映分部
31	茂化永业	海印股份	茂名市国有资产管理办公室	广州海印实业集团有限公司	橡胶+非金属采矿=>主营商业业务
32	福建三农	ST 泰禾	福建省三明市国有资产管理局	泰禾投资集团有限公司	农药=>房地产
33	石狮新发	ST 阳光城	福建省新湖集团公司	福建阳光集团有限公司	无纺布、酒店=>房地产
34	昆明五华	ST 美置	昆明市五华区国有资产管理局	美好未来企业管理集团有限公司	商品流通=>房地产
35	大连渤海	*ST 海投	大连渤海饭店集团公司	海航资本集团有限公司	酒店业=>养老
36	青海明胶	顺利退	青海制胶总公司	-	医药辅料=>企业互联网服务
37	光明家具	*ST 金洲	光明集团公司	深圳前海九五企业集团有限公司	家具=>黄金
38	黔中天 A	*ST 中天	贵阳市国有资产管理办公室	金世旗国际控股股份有限公司	房地产=>保险
39	青岛国货	*ST 民控	青岛市商业总公司	中国泛海控股集团有限公司	保健品销售=>典当
40	麦科特	*ST 宜康	麦科特集团有限公司	宜华企业(集团)有限公司	房地产销售=>医院经营业务
41	深大通 A	大通退	香港益通投资有限公司	-	房地产开发=>广告传媒=>供应链管理
42	深原野 A	ST 星源	香港中国投资有限公司	(香港)中国投资有限公司	酒店经营、房地产开发=>环保

数据来源：联储证券

第七章 从并购视角预判 2025 年市场热点

一、如果并购与 IPO 估值差得以大幅压缩,则产业并购将呈井喷之势

自 2023 年 8 月 A 股市场 IPO 速度明显降速开始,市场各方均乐观预计并购交易将大幅活跃起来,尤其是大批拟 IPO 公司将踊跃转向并购市场,但现实情况却是,2024 年 9 月之前的并购市场交易规模呈现持续萎缩状态。虽然 2024 年最后一个季度在系列政策的刺激下,并购重组市场一度出现井喷行情,但市场化并购的成色并不突出(请参考本报告第三章“924 并购新政的喜与忧”相关内容)。对此,我们认为,核心问题在于并购市场估值与 IPO 估值存在巨大落差。

本报告第四章“上市公司并购估值水平分析”第二节“标的资产估值与对赌”的统计结果显示,我国上市公司实施重大资产购买的市盈率长期保持在十倍左右,且近两年并购估值水平还有所下滑,与此鲜明对比的是 A 股 IPO 估值的居高不下。IPO 估值主要体现在新股发行和挂牌首日的市场涨跌两个部分。据我们统计,2024 年 A 股全年首发上市 100 家公司,发行市盈率均值为 21.71 倍,上市首日股价涨幅均值为 252.76% (即上市首日市盈率又在发行市盈率的基础上平均再增加约 2.5 倍),上市首日市盈率均值为 76.64 倍。2025 年 1 月共计 12 只新股上市,发行市盈率均值约 22.52 倍,上市首日股价涨幅均值达 268.37%,上市首日收盘市盈率均值高达 82.96 倍。

表 20: 2024 年 A/H 新股发行及上市首日市场表现统计

所属市场	新股样本数量	发行市盈率(倍)		上市首日股价涨幅(%)		上市首日市盈率(倍)	
		均值	中位数	均值	中位数	均值	中位数
A 股	100	21.71	19.11	252.76	166.67	76.64	50.8
H 股	42	26.54	15.79	15.63	5.5	30.69	17.07
A 股市场并购市盈率						12.82	12.84

注: 2024 年, H 股新股上市数量合计 70 家, 剔除亏损上市的上市公司后为 42 家。

数据来源: 联储证券

我们进一步观察了 H 股的新股发行及市场表现。从上表中不难发现, 2024 年 A 股与 H 股新股在发行市盈率上差异不大, 但是在上市首日的表现上有天壤之别。其中, A 股新股上市首日股价涨幅均值、中位数分别为 252.76%、166.67%,

H 股新股上市首日涨幅均值、中位数仅为 15.63%、5.5%。此外，2024 年，A 股上市首日出现下跌的新股仅有 1 家，占比 1%；H 股上市首日出现下跌的新股多达 26 家，占比 37.14%。

通过以上数据，我们不难发现，A 股 IPO 与并购估值的巨大差异主要体现在二级市场方面，因此压缩并购与 IPO 的估值差也需要从治理二级市场入手：

建议一：监管三箭齐发，尽快让二级市场估值逻辑统一起来

长期以来，A 股上市公司二级市场存在两种截然不同的估值逻辑：对于业绩好、股本大的上市公司主要按照上市公司资产和业务的盈利能力进行估值；对于业绩差、股本小的公司主要按照其重组预期，尤其是潜在的卖壳预期进行估值，其估值水平与现有资产和业务的盈利能力几乎完全无关，这就是 A 股市场特有的所谓“壳价值”。

已上市公司在二级市场的错误估值很容易导致 IPO 的高估值：首先，当很多没有任何盈利能力的小盘股能够获得 20-30 亿元的稳定估值，那么税后利润 3-5 千万元的新上市公司获得 40-50 亿元的估值也就顺理成章了，因为新上市公司的市场形象总体更加光鲜，也没有太多的历史包袱；其次，有借壳上市、跨界并购两大“利器”保驾护航，任何基本面普通的新上市公司都存在一夜之间“乌鸡变凤凰”的机会，这样绝大部分新股发行阶段的申购者以及随后参与次新股炒作的机构与个人均可以“有恃无恐”，无需过度在意这些新上市公司的内在资产质量。

为了尽快统一上市公司二级市场的估值逻辑，最有效措施就是严格执行 2024 年新“国九条”的有关精神，实现“三箭齐发”：1) 严格阻止没有产业逻辑的借壳上市申请，让上市公司壳价值尽快归零，对没有产业逻辑的借壳上市申请，监管部门可要求他们严格遵守 IPO 的程序与标准，该辅导就辅导，该排队就排队，不允许有任何监管套利行为，包括香港联交所在内的成熟资本市场早就对反向收购（类似国内的借壳上市）执行比 IPO 更为苛刻的上市条件；2) 从严监管上市公司的盲目跨界并购，让概念炒作逐步收敛，虽然上市公司产业转型确实需要跨界并购，但当前 A 股上市公司跨界并购中的绝大部分都是以二级市场股票炒作为主要目的，还有部分跨界并购实际上是完整借壳上市流程的前奏曲，因此

从严监管是非常有必要的；3）严格执行退市政策，做到“应退就退”。

建议二：让二级市场参与者充分知晓监管政策的力度和刚性

上述三支监管之箭不仅需要让一级市场参与者充分知晓，更应该通过媒体的广泛宣导，让二级市场参与者深刻领会监管政策的力度与刚性，从而促使他们全面放弃炒作借壳上市、跨界投资等幻想。自 2019 年以来，虽然真正意义上的借壳上市案例日渐稀少，但二级市场上的借壳上市概念依然此起彼伏，很多中小投资者跟风炒作的热情依然高涨。我们出品的 2022 年并购报告曾统计，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令 25 家上市公司的股价被反复炒作；在 2024 年 6 月前后二级市场极度低迷时期，市场也在反复炒作长江存储、蚂蚁金服、荣耀等借壳上市故事。

经过以上步骤的治理与调整，IPO 的系统性高估值有望成为历史，IPO 的总体估值将逐步接近于并购重组。届时，我们有充分理由相信，A 股市场的产业并购将迎来井喷式行情，主要理由包括：1）经过近年来国内外市场的反复教育，中国企业家已经普遍意识到，低水平的产能扩张已经没有发展前途，抱团取暖已经成为很多人的共识，只要 IPO 没有显著的价格优势，大量的拟 IPO 公司就会主动选择被行业龙头公司收购整合；2）大量的 PE 投资机构将成为促进并购重组的主力军；3）很多民营企业家的子女接班意愿不强，出售控股权可能是老一代创始人的最佳选择。我们一手促成的海尔集团收购汽车之家项目成功的重要基础就是交易价格公平合理。

很多世界 500 强公司都是通过并购重组实现持续发展的，尤其是医药、医疗器械、矿山开采等行业龙头公司，并购重组更是其持续发展的“不二法门”。如果并购重组成为国内绝大部分拟上市公司的第一选择，则 A 股市场将诞生更多、更强、具备全球竞争力的行业龙头公司，引领美股长期走势的所谓“七朵金花”也将有望在 A 股市场出现。

二、如果市场噪音得以屏蔽,则回购增持板块有望成为市场长期热点

2024年10月18日,央行推出了稳定股市的新货币政策工具——股票回购增持再贷款。21家金融机构向上市公司和主要股东发放股票回购增持贷款的,可向央行申请再贷款,首期额度为3,000亿元,年利率1.75%,期限1年,可视情况展期,金融机构发放专项贷款利率原则上不超过2.25%。2024年12月,为进一步加快回购增持贷款投放、更大力度支持提振股市的政策导向,央行对回购增持再贷款政策进行了调整优化:将申请股票回购贷款需承担的最低自有资金比例从30%降到10%,同时将融资期限从1年延长至3年,使得该货币政策工具更具市场吸引力。

1、新政策工具未达预期的原因探讨

首批23家上市公司在2024年10月20日或当日晚间披露了使用专项贷款进行回购或增持的计划,涉及贷款金额上限为111亿元。2024年10月21日,这些公司股价集体飘红,平均涨幅达5.17%,显著高于同期大盘涨幅,新政策工具成功实现了“开门红”。但据我们统计,2024年10月20日-2025年1月31日,共计324家上市公司公告打算要申请股票回购增持专项贷款,贷款金额的上限合计662.5亿元,仅占股票回购增持再贷款首期总额度(3,000亿元)的22%,上市公司后续跟进速度未能达到市场和监管的预期。

我们认为,回购增持再贷款政策工具没有达到预期的主要原因在于2024年九月底以后的二级市场噪音太大,让新政策工具的“魅力”无法充分展示出来。首先,大盘指数从2024年9月24日起步,市场交易量急剧放大,且各板块走势分化严重,至2024年11月8日,北证50指数涨幅129.31%,科创50指数涨幅58.19%,代表大盘蓝筹的上证指数涨幅仅26.15%;其次,部分重组题材的个股连续涨停,如双成药业、松发股份等股票的最大涨幅分别达到8倍、4倍(请参考本报告第二章“924并购新政的喜与忧”)。在日进斗金的狂热气氛中,不管是散户投资人还是机构投资者都对新政策工具透露出来的“和风细雨”视而不见;既然二级市场投资者不关注回购增持股票,大股东或上市公司管理层也就没有兴

趣继续申请专项贷款了，新政策工具就这样“淹没在一片噪音之中”，没有形成有效的正反馈效应。

图22: 2024年9月24日-11月8日A股重要指数涨幅情况



2、A股上市公司回购增持潜力巨大

第一，上市公司回购和大股东增持不仅可以通过“真金白银”向市场传递“公司股价被低估”这一强烈信号，而且股票回购注销还可以提高每股收益和净资产收益率（ROE），改善上市公司估值水平。这些指标的改善又与大股东及管理层的利益高度契合，因此具备充分的市场内在动力。

第二，当前阶段很多行业出现产能过剩，上市公司投资新项目的难度越来越大，很多上市公司每年的税后利润和固定资产折旧都能带来大量的富余现金，这些现金理论上都可以用于回购注销自家股票。目前国家对上市公司回购增持支持力度很大，专项贷款利率平均 2% 左右，已低于部分上市公司的分红回报率，因此只要回购增持与二级市场股价形成“正反馈”效应，后续资金来源将是非常充沛的。

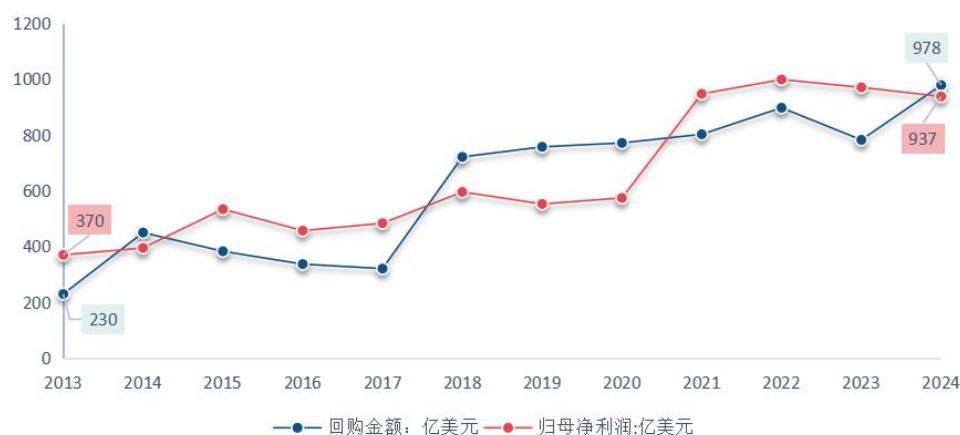
第三，上市公司回购是欧美股市长期牛市的重要法宝。股票回购和增持是国际通用的上市公司市值管理方法。股票回购最早起源于美国，美国股市持续上涨了近十几年，除了科技公司利润强劲增长以及美国上市的企业大比例分红以外，另一个重要的原因就是美国上市的企业热衷于股票回购注销，并由此形成一个“回购-上涨-再回购-再上涨”的正循环。

3、股票回购是美股牛市的重要支柱

据统计，2015-2024 年十年间全部美股（不含 OTC）合计回购金额 320 万亿美元。其中，2024 年，全部美股股票回购规模达到 1.3 万亿美元，仅比 2022 年创下的纪录水平低 35 亿美元。2024 年末，美股总市值接近 64 万亿美元，全年股票回购规模占总市值比例为 2%。

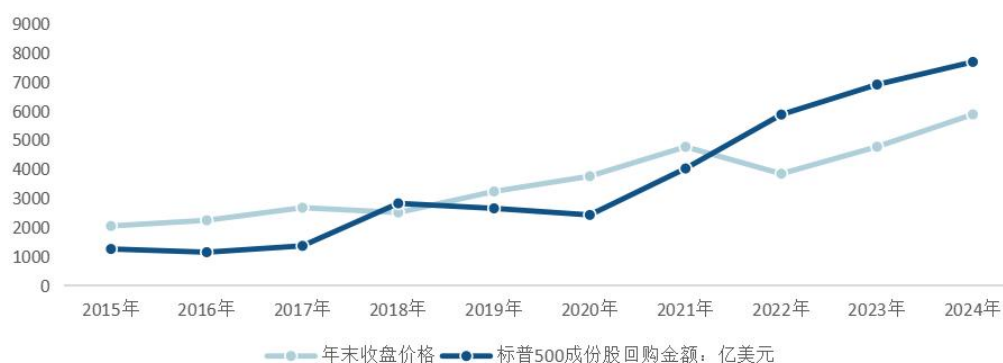
在美股市场，不论是消费类股例如沃尔玛、星巴克，还是新兴科技巨头如英伟达、谷歌、苹果、Meta 等“华尔街七姐妹”，都热衷于回购和分红，以此来提升自身在投资者眼中的吸引力。持续的大规模股票回购给很多美股上市公司带来了账面净资产转为负值的有趣现象，例如全球知名蓝筹股星巴克、波音、戴尔、惠普等公司的 2024 年财年账面净资产就是负值，因而市净率也是负值，看起来失去了估值意义。

以众所周知的苹果公司为例，公司于 1980 年上市，在上市后的 30 年间公司并未启动大规模回购。从 2013 年开始，苹果公司连续 12 年进行大规模回购，合计回购金额与其 12 年创造的净利润之和相当，其中 5 个年份的回购金额超过了当年净利润。实际上，苹果从回购开启的 2013 年开始，利润增速中枢就在不断下移，尤其是近年在产品创新及更新迭代上没有大的突破，公司业绩表现不佳且增长乏力。其归母净利润从 2013 年的 370 亿美元增长至 2024 年 937 亿美元，合计增幅为 153%，年复合增长率（CAGR）为 8.82%。与其业绩增幅表现不符的是市值不断的大幅增长，苹果公司市值从回购启动前的 2013 年初的 5,000 亿美元到 2024 年末直逼 4 万亿美元大关，市值涨幅合计高达 700%，年复合增长率达 20.81%。因此不难判断出，苹果公司市值持续十年的大幅增长主要归功于持续的大规模回购。同时，由于其持续不断的大规模回购，外国机构投资者最看重的选股指标之一——净资产收益率 ROE（摊薄）最高接近 200%，而 A 股最受关注的龙头上市公司贵州茅台 ROE（摊薄）最高也才 35%。

图23: 2013-2024年苹果公司回购金额与净利润情况


数据来源: wind

美股上市公司回购规模如此庞大，使得回购已经成为推动美股上涨的关键“助推器”。以标普 500 指数为例，2015-2024 年，十年间标普 500 指数成份股合计回购金额 3.6 万亿美元；该指数从 2015 年初的 2,058 点持续上涨至 2024 年末的 5,882 点。从下图可以看出，标普 500 指数的上涨走势与成份股的合计回购规模具有一定同步性，成份股上市公司持续回购股票是标普 500 指数持续攀升的重要推动力之一。此外，早在 2012 年，标普道琼斯便发布了标普回购指数，该指数的成份股囊括标普 500 成份股中最近一年回购比例最高的 100 只股票。多年以来，标普回购指数的涨势明显高于标普 500 指数。因此，回购是推动美股长牛的“法宝”。

图24: 标普500指数表现与回购规模呈现同步性


数据来源: wind

从以上分析可以总结出，回购可以对股市的长期稳定上涨提供足够的动力。反观 A 股市场的回购情况，据统计，2024 年完成回购的 A 股上市公司共支付金

额 1,413 亿元，占年末 A 股总市值（94 万亿元）的比例约为 0.15%，与美股回购市场同期占比（2%）相差甚远。

4、关于提升回购增持板块市场吸引力的政策建议

从美国证券市场的成功经验以及国内资本市场的实际情况看，只要采取合理措施抑制市场噪音，央行再贷款支持下的 A 股上市公司回购增持板块一定能够成为值得投资者长期关注的市场热点。为此，我们提出如下政策建议：

建议一，严格阻止没有产业逻辑的借壳、从严监管盲目跨界并购、严格执行退市政策等监管三箭齐发，在努力统一 A 股估值逻辑的同时，持续性降低中小投资者的收益预期。很多中小投资者以博彩的心理选择股票，希望自己押中的股票在短期内股价翻番；还有不少中小投资者幻想能够踏准一次牛市行情，从而实现人生的财富自由。只有通过持续加大监管工作力度，让这些抱有不切实际幻想的中小投资者逐步回归理性，市场投资者才会认真研究关注回购增持等板块的长期投资价值。

建议二，切实优化公募基金的市场生态，大幅提升机构投资者的市场号召力。2024 年 9 月底以来，以公募基金为代表的机构投资者的市场号召力明显不足，不能及时将投资者高涨的热情有效转化为推动股市理性上涨的持续动力。造成以上困局的根源在于公募基金自身：目前仅权益类公募基金的数量就达到了九千多只，而当前上市公司数量还不足 5,400 家，对于普通投资者来说，选择基金的难度远远超过了选择股票的难度，使得公募基金营销获客难度越来越大；很多基金经理热衷于赛道股，搞赌博式投资，不能通过长期稳定的绝对收益获得市场的广泛认可。如果以公募基金为代表的机构投资者能够尽快弥补自身短板、发挥市场引领作用，则回购增持板块的市场价值就有望很快被发现；尤其是在当前人民币资产被国际资本重新估值的大背景下，A 股回购增持板块的长期价值就更容易显现出来，甚至成为 A 股长期牛市的重要支撑。