

上市公司并购重组现状及趋势分析

谢刚凯* 张永卫**

摘要:“史上最严”重组规定下,中国证监会第六届上市公司并购重组审核委员会作为近两年上市公司并购重组项目审核机构,项目审核意见反映了上市公司并购重组的现状,体现了上市公司并购重组的趋势。笔者通过分析中国证监会第六届上市公司并购重组审核委员会审核项目审核情况,尤其是审核未获通过项目情况,着重分析了上市公司并购重组审核关注点、支持的领域和发展趋势。

关键词:上市公司 并购重组 现状及趋势

2016年6月17日,中国证监会就修改《上市公司重大资产重组管理办法》公开征求意见,主要修改之处在于细化了关于上市公司“控制权变更”的认定标准,取消了重组上市的配套融资,延长了相关股东股份锁定期,严管中介机构等内容。2016年9月9日,这一新规正式落地,被称作“史上最严”重组规定。

自2016年7月20日开始,中国证监会第六届上市公司并购重组审核委员会(以下简称证监会第六届并购重组委)正式开始审核上市公司并购重组项目,至2018年5月30日止,证监会第六届并购重组委共召开了161次重组委会议,审核了共369家上市企业的重大资产重组项目。

在新的《上市公司重大资产重组管理办法》实施以来,证监会第六届并购重组委审核项目意见反映了上市公司并购重组的方向。

* 上海东州资产评估有限公司项目经理。

** 上海东州资产评估有限公司副总裁、首席评估师、合伙人。

一、证监会第六届并购重组委审核项目情况

(一) 并购重组审核总体概况

从审核结果来看,369个重组项目中审核获通过的有337个,未通过的有32个,审核通过率达91.33%,其中无条件通过项目有207个,通过率为56.10%,有条件通过项目为130个,通过率为35.23%,未通过率为8.67%。^①

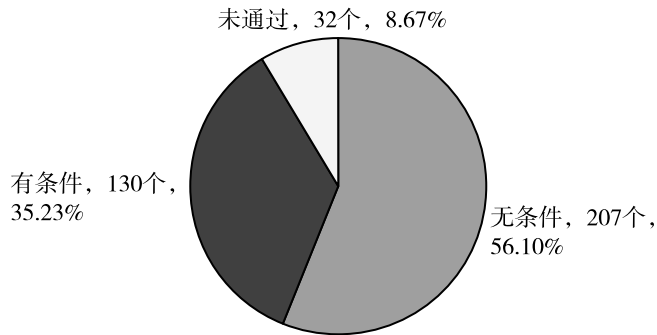


图1 证监会第六届并购重组委审核项目情况

证监会第五届并购重组委共审核606个重组项目,审核获通过的有570个,未通过的有36个,审核通过率达94.06%,其中无条件通过项目298个,通过率为49.17%,有条件通过项目272个,通过率为44.88%,未通过率为5.94%。

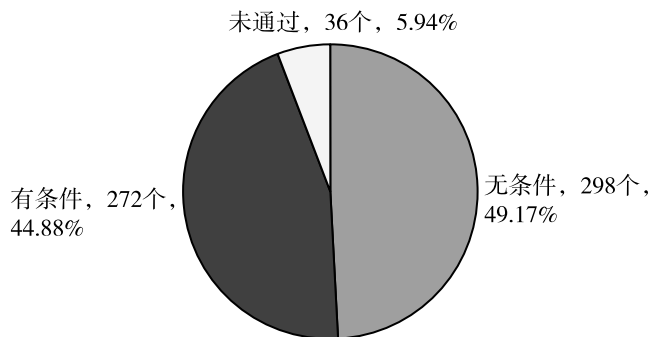


图2 证监会第五届并购重组委审核项目情况

^① 参见中国证券监督管理委员会上市公司监管部:《重组委公告》,载中国证券监督管理委员会官网:<http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/ssgsjgb/bgczwgg/>,最后访问日期:2018年6月6日。

总体来看,证监会第六届并购重组委审核项目较证监会第五届并购重组委审核项目数量大幅度下降,通过率有所降低。

(二) 并购重组标的的行业分布情况

剔除吸收合并涉及的5个项目后,将证监会第六届并购重组委审核项目按照所属证监会行业大类统计如下。^①

表1 审核项目行业分类

所属行业	交易数量(个)	交易数量占比(%)	交易金额(亿元)	交易金额占比(%)
制造业	228	38.71	4656.85	37.48
信息传输、软件和信息技术服务	109	18.51	1821.57	14.66
房地产	44	7.47	726.08	5.84
批发与零售业	32	5.43	546.11	4.40
交通运输、仓储和邮政业	27	4.58	1119.47	9.01
电力、热力、燃气及水生产和供应业	24	4.07	649.22	5.23
租赁和商务服务业	19	3.23	213.86	1.72
采矿业	15	2.55	402.82	3.24
建筑	15	2.55	460.61	3.71
水利、环境和公共设施管理业	15	2.55	135.37	1.09
金融	14	2.38	1257.41	10.12
科学研究和技术服务	12	2.04	88.52	0.71
文化、体育和娱乐业	11	1.87	190.36	1.53
卫生和社会工作	9	1.53	45.51	0.37
农林牧渔	8	1.36	63.89	0.51
教育	7	1.19	45.66	0.37
合计	589	100.00	12,423.31	100.00

从数量分布来看,制造业(228个,占比38.71%)、信息传输、软件和信息技术服务(109个,占比18.51%)、房地产(44个,占比7.47%)、批发与零售业(32个,占比5.43%)、交通运输、仓储和邮政业(27个,占比4.58%)、电力、热力、燃气及水生产和供应业(24个,占比4.07%)等行业分布的标的较多,交易比较活跃,资源配置灵活。^②

^① 参见中国证券监督管理委员会上市公司监管部:《并购重组行政许可核准》,载中国证券监督管理委员会官网:<http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/ssgsjgb/ssbgczxzkxz/>,最后访问日期:2018年6月6日。

^② 参见巨潮资讯:《上市公司公告》,载巨潮资讯网:<http://www.cninfo.com.cn/cninfo-new/index#>,最后访问日期:2018年6月6日。

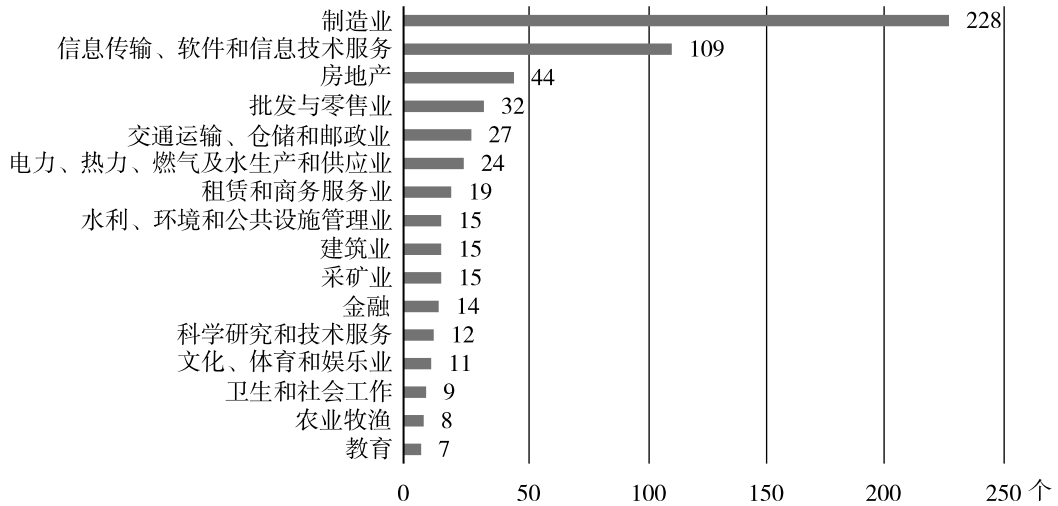


图3 证监会第六届并购重组委审核项目行业分布

从交易金额来看,标的主要集中于制造业(4656.85亿元,占比37.48%)、信息传输、软件和信息技术服务(1821.57亿元,占比14.66%)、金融(1257.41亿元,占比10.12%),交通运输、仓储和邮政业(1119.47亿元,占比9.01%)、房地产(726.08亿元,占比5.84%)、电力、热力、燃气及水生产和供应业(649.22亿元,占比5.23%)和批发与零售业(546.11亿元,占比4.40%)。

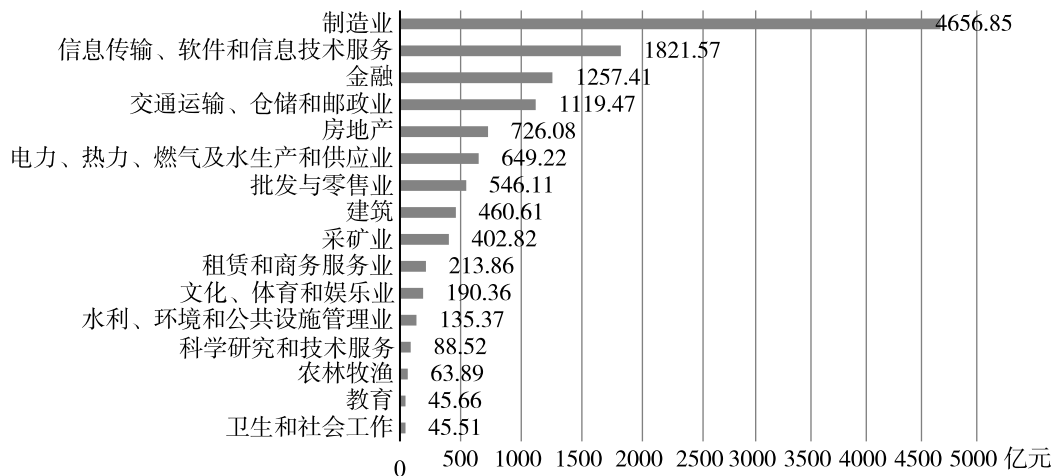


图4 证监会第六届并购重组委审核项目行业分布

(三) 并购重组审核未获通过项目分析

1. 并购重组审核未获通过原因分类

证监会第六届并购重组委审核项目未获通过 32 个, 审核意见及分类如下:

表 2 未通过项目审核意见汇总

序号	公司	分类	审核意见
1	宁波华翔	信息披露不足, 定价不公允	申请材料未充分披露本次交易标的公司两次作价差异的合理性, 不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第 11 条相关规定
2	电光科技	盈利能力或持续盈利能力具有不确定性	申请材料显示本次交易标的公司未来持续盈利能力存在重大不确定性, 不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第 11 条、第 43 条相关规定
3	* ST 商城	信息披露不足, 盈利能力或持续盈利能力具有不确定性	申请材料显示上市公司权益存在被控股股东或实际控制人严重损害且尚未解除情形, 且标的公司的持续盈利能力具有重大不确定性, 不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第 43 条相关规定
4	新文化	信息披露不足	申请材料关于标的公司经营模式及盈利预测的披露不充分, 不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第 4 条的相关规定
5	申科股份	信息披露不足, 定价不公允	申请材料显示, 本次交易完成后上市公司实际控制人认定依据披露不充分, 标的公司本次交易作价与历次股权转让定价差异合理性披露不充分, 不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第 4 条的相关规定
6	金刚玻璃	盈利能力或持续盈利能力具有不确定性	申请材料显示, 标的公司盈利预测可实现性及评估参数预测合理性披露不充分, 不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第 4 条相关规定
7	国发股份	盈利能力或持续盈利能力具有不确定性	根据申请材料, 标的公司持续经营能力和持续盈利能力存在重大不确定性, 不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第 11 条第 5 款和第 43 条第 1 款的规定
8	奥维通信	盈利能力或持续盈利能力具有不确定性	申请材料显示, 本次交易标的公司未来盈利预测依据不充分, 预测收益实现不确定性较大, 不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第 11 条的相关规定
9	神农基因	盈利能力或持续盈利能力具有不确定性	申请材料显示, 标的公司未来持续盈利能力具有重大不确定性, 不利于提高上市公司资产质量、改善财务状况、增强持续盈利能力, 不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第 43 条规定

续表

序号	公司	分类	审核意见
10	南通锻压	信息披露不足, 盈利能力或持续盈利能力具有不确定性	申请材料未充分披露上市公司和标的公司实际控制结构及法人治理结构, 标的资产的持续盈利能力存在不确定性, 不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第 11 条第 7 款和第 43 条第 1 款的规定
11	明家联合	盈利能力或持续盈利能力具有不确定性	1. 申请材料关于标的资产未来持续盈利能力的披露不充分, 不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第 43 条第 1 款的规定。 2. 申请材料披露的关于标的公司的重要数据不准确、不完整, 不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第 4 条的相关规定
12	长城动漫	盈利能力或持续盈利能力具有不确定性	申请材料关于标的资产盈利预测的信息披露不充分, 不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第 4 条的规定
13	巨龙管业	信息披露不足	申请材料关于标的资产未来盈利能力的持续性与稳定性披露不充分, 不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第 43 条第 1 款的规定
14	方大化工	信息披露不足	申请材料对交易完成后维持上市公司控制权稳定性的披露不充分, 上市公司控制权存在不确定性, 不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第 11 条的相关规定
15	先锋新材	盈利能力或持续盈利能力具有不确定性	申请材料显示, 标的资产未来盈利能力有较大的不确定性, 不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第 43 条的相关规定
16	金利科技	定价不公允	申请材料显示, 标的资产定价的公允性以及盈利预测的主要业绩指标缺乏合理依据, 不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第 11 条和第 43 条的相关规定
17	宁波热电	盈利能力或持续盈利能力具有不确定性	申请材料显示, 标的资产的持续盈利能力存在不确定性, 不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第 43 条第 1 款第 1 项和第 4 项的规定
18	九洲电气	信息披露不足	申请材料关于上市公司与标的公司之间 EPC 合同履行情况的披露不及时、不充分, 不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第 4 条的有关规定
19	北部湾港	盈利能力或持续盈利能力具有不确定性	申请材料显示, 本次交易标的公司的资产权属及持续盈利能力披露不充分, 不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第 43 条的相关规定
20	浙江东日	盈利能力或持续盈利能力具有不确定性	申请材料显示, 本次交易标的资产未来盈利能力具有重大不确定性, 不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第 43 条的相关规定

续表

序号	公司	分类	审核意见
21	山西焦化	中介机构资质	申请材料显示,本次重组资产交易定价以资产评估结果为依据,其中介机构资格不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第17条的相关规定,有关信息披露不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第4条的规定
22	山东地矿	上市公司持续营利性	申请材料显示,标的资产目前仅取得采矿权证,尚未取得项目立项批复等生产经营所必需的审批许可,按期达产存在不确定性,且建设期持续亏损,不利于上市公司改善财务状况和增强持续盈利能力,不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第43条的相关规定
23	中通国脉	信息披露不足	标的公司未来年度预测毛利率的合理性披露不充分,不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第4条的规定
24	恒力股份	盈利能力或持续盈利能力具有不确定性	标的资产持续盈利能力的稳定性和合理性披露不充分,不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第43条相关规定。 本次发行股份购买资产与申请人前次重组上市的承诺不一致,不符合上市公司监管指引第4号的相关规定
25	东方市场	经营模式变化	本次交易标的资产在报告期内经营模式发生重大变化,且交易前后存在大量关联交易,不符合《首次公开发行股票并上市管理办法》第37条和《上市公司重大资产重组管理办法》第43条相关规定
26	海普瑞	盈利能力或持续盈利能力具有不确定性	本次交易标的资产盈利能力存在较大不确定性,不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第43条规定
27	新宏泰	盈利能力或持续盈利能力具有不确定性	标的资产生产经营用房被没收及未办理环评报批手续对标的资产持续经营能力的影响披露不充分,不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第11条的规定
28	国旅联合	盈利能力或持续盈利能力具有不确定性	申请材料对标的公司持续盈利能力披露不充分,不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第43条的规定
29	长城影视	盈利能力或持续盈利能力具有不确定性	申请材料显示,标的资产会计核算基础薄弱,持续盈利能力具有不确定性,且重组完成后上市公司关联交易增加,不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第11条和第43条相关规定
30	中环股份	盈利能力或持续盈利能力具有不确定性	申请材料显示,标的资产未来持续盈利能力具有不确定性,不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第43条相关规定

续表

序号	公司	分类	审核意见
31	神州信息	盈利能力或持续盈利能力具有不确定性	标的资产预测期收入具有较大不确定性,不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第43条相关规定
32	沃施股份	信息披露不足	申请文件关于标的资产后续股权收购对上市公司控制权稳定性的影响披露不充分,不符合《上市公司重大资产重组管理办法》第11条相关规定。 申请人前次募集资金使用情况不符合《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》第11条相关规定

证监会第六届并购重组委审核未获通过项目涉及交易标的及所属行业分布如表3所示。

表3 未通过项目涉及的交易标的及所属行业

序号	公司	交易标的	标的行业
1	宁波华翔	宁波劳伦斯汽车内饰件有限公司	制造业
		上海戈冉泊精模科技有限公司	制造业
2	电光科技	上海雅力信息科技有限公司	教育
		上海乐迪网络科技有限公司	教育
3	*ST 商城	宜租(深圳)车联网科技有限公司	租赁和商务服务业
4	新文化	上海千足文化传播有限公司	信息传输、软件和信息技术服务
5	申科股份	紫博蓝网络科技(北京)股份有限公司	信息传输、软件和信息技术服务
6	金刚玻璃	ONWARDS MEDIA GROUP PTE. LTD.	信息传输、软件和信息技术服务
7	国发股份	河南德宝恒生医疗器械有限公司	批发与零售业
8	奥维通信	上海雪鲤鱼计算机科技有限公司	信息传输、软件和信息技术服务
9	神农基因	海南波莲水稻基因科技有限公司	农林牧渔
10	南通锻压	北京亿家晶视传媒有限公司	信息传输、软件和信息技术服务
		北京维卓网络科技有限公司	信息传输、软件和信息技术服务
11	明家联合	北京小子科技有限公司	信息传输、软件和信息技术服务
		无锡线上线下网络技术有限公司	信息传输、软件和信息技术服务
12	长城动漫	西安灵境科技有限公司	租赁和商务服务业
		北京迷你世界文化交流有限公司	租赁和商务服务业
13	巨龙管业	杭州搜影科技有限公司	信息传输、软件和信息技术服务
		北京拇指玩科技有限公司	信息传输、软件和信息技术服务

续表

序号	公司	交易标的	标的行业
14	方大化工	长沙韶光半导体有限公司	制造业
		威科电子模块(深圳)有限公司	制造业
		成都创新达微波电子有限公司	制造业
15	先锋新材	香港四明投资有限公司	农林牧渔
		宁波梵帝国际贸易有限公司	农林牧渔
16	金利科技	微屏软件科技(上海)有限公司	信息传输、软件和信息技术服务
17	宁波热电	宁波能源集团有限公司	电力、热力、燃气及水生产和供应业
		宁波明州热电有限公司	电力、热力、燃气及水生产和供应业
		宁波科丰燃机热电有限公司	电力、热力、燃气及水生产和供应业
		宁波长丰热电有限公司	电力、热力、燃气及水生产和供应业
		宁波明州生物质发电有限公司	电力、热力、燃气及水生产和供应业
18	九洲电气	七台河万龙风力发电有限公司	电力、热力、燃气及水生产和供应业
		七台河佳兴风力发电有限公司	电力、热力、燃气及水生产和供应业
19	北部湾港	广西钦州保税港区盛港码头有限公司	交通运输、仓储和邮政业
		北海港兴码头经营有限公司	交通运输、仓储和邮政业
		防城港胜港码头有限公司	交通运输、仓储和邮政业
20	浙江东日	农贸城一期资产	租赁和商务服务业
		冷链物流中心项目资产	租赁和商务服务业
21	山西焦化	山西中煤华晋能源有限责任公司	采矿业
22	山东地矿	莱州金盛矿业投资有限公司	采矿业
23	中通国脉	上海共创信息技术股份有限公司	信息传输、软件和信息技术服务
24	恒力股份	恒力投资(大连)有限公司	制造业
		恒力石化(大连)炼化有限公司	制造业
25	东方市场	江苏国望高科纤维有限公司	制造业
26	海普瑞	深圳市多普乐实业发展有限公司	制造业
27	新宏泰	北京天宜上佳新材料股份有限公司	制造业
28	国旅联合	上海度势体育文化传播有限公司	信息传输、软件和信息技术服务
29	长城影视	北京首映时代文化传媒有限责任公司	文化、体育和娱乐业
30	中环股份	国电光伏有限公司部分资产	制造业
31	神州信息	恒鸿达科技有限公司	信息传输、软件和信息技术服务
32	沃施股份	北京中海沃邦能源投资有限公司	采矿业

证监会第六届并购重组委审核未获通过项目按照交易标的所属行业和交易金额统计情况如表4所示。

表4 未通过项目所属行业及交易金额统计

审核未获通过项目交易标的所属行业	标的数量(个)	交易金额(亿元)
信息传输、软件和信息技术服务	14	174.51
制造业	11	354.93
电力、热力、燃气及水生产和供应业	7	22.76
租赁和商务服务业	5	33.59
采矿业	3	86.88
交通运输、仓储和邮政业	3	19.55
农林牧渔	3	18.83
教育	2	2.05
批发与零售业	1	6.50
文化、体育和娱乐业	1	10.59
合计	50	730.19

从审核未获通过项目的审核意见来看,证监会第六届并购重组委审核的几个重点关注点如下。

(1)并购重组标的的未来的盈利能力或持续盈利能力存在不确定性,成为审核未获通过的主要及核心原因,关注并购重组标的的持续盈利能力,对并购重组项目能否获审核通过具有至关重要的意义。

(2)影视、游戏、互联网广告推广行业成为审核未获通过的主要行业。2013年至2014年是影视、游戏、互联网广告推广行业并购重组的最活跃年度,大量的上市公司为了寻求业务转型或者多元化战略,在这3个行业展开了近乎疯狂的并购重组行为。此类标的公司大多具有成立时间短、经营模式未经市场充分检验、业绩增长远超其他传统行业、高毛利高业绩承诺高估值等特点,其持续盈利能力很快就受到普遍质疑,成为未获审核通过的主要行业。证监会第六届并购重组委审核未获通过项目中,就涉及多个影视、游戏、互联网广告推广行业的标的公司。

(3)地方国资注入资产质量问题。随着中央国企改革战略部署,各地方国资将大量资产注入上市公司,而注入资产的质量则对项目审核通过与否起着决定性作用。证监会第六届并购重组委审核未获通过的项目中,涉及地方国资注入的有5个。

表 5 未通过项目中涉及地方国资注入的情况

序号	公司	交易标的	标的行业
1	宁波热电	宁波能源集团有限公司	电力、热力、燃气及水生产和供应业
		宁波明州热电有限公司	电力、热力、燃气及水生产和供应业
		宁波科丰燃机热电有限公司	电力、热力、燃气及水生产和供应业
		宁波长丰热电有限公司	电力、热力、燃气及水生产和供应业
		宁波明州生物质发电有限公司	电力、热力、燃气及水生产和供应业
2	北部湾港	广西钦州保税港区盛港码头有限公司	交通运输、仓储和邮政业
		北海港兴码头经营有限公司	交通运输、仓储和邮政业
		防城港胜港码头有限公司	交通运输、仓储和邮政业
3	浙江东日	农贸城一期资产	租赁和商务服务业
		冷链物流中心项目资产	租赁和商务服务业
4	山西焦化	山西中煤华晋能源有限责任公司	采矿业
5	山东地矿	莱州金盛矿业投资有限公司	采矿业

其中,宁波热电项目,标的资产及其子公司分别涉及热电、新能源、发电、运输、工业气体等板块约 20 家公司,其中大部分公司在报告期呈现业绩下滑,部分公司报告期内持续亏损,甚至部分公司即将停产。

北部湾港项目,标的资产中部分泊位仍处于在建状态,后续需要大量资金投入,且标的资产属于划转资产,相应权属变更尚未完成。

浙江东日项目,标的资产中的土地使用权设定借款抵押,农贸城项目已竣工,但尚未投入运营。冷链物流中心项目处于建设施工阶段,未投入运营。

山东地矿项目,标的资产仅取得采矿权证,尚未取得项目立项批复等生产经营所必需的审批许可,按期达产存在不确定性。

(4)保持上市公司控制权稳定以及拥有足够的并购整合能力。保持上市公司控制权稳定有利于上市公司的发展和保护中小股东的利益,证监会第六届并购重组委审核未获通过的重组案例中,方大化工和沃施股份均因交易方案对保持上市公司控制权稳定具有不确定性而被未获审核通过。

上市公司并购从横向和纵向来看,分别属于多元化战略和行业整合两个方向,并购后整合能力尤其是跨界并购项目,对上市公司的未来经营具有重要意义。近年来,并购后整合失败的情况并不鲜见,比如,新日恒力子公司拒绝接受年度审计,先锋新材发现子公司盖世汽车网财务异常,在对子公司做正常审计时遭遇暴力阻挠等。黄

河旋风中“其2015年并购标的上海明匠,2017年的审计工作不能正常进行,公司已失去对上海明匠的控制”的公告发布,导致黄河旋风连续两天跌停,市值蒸发20亿元人民币。

(5)并购重组支持国家战略,支持实体经济。除了上述关注重点外,本届重组委对于服务于实体经济的并购,特别是具有协同效应的实体类资产并购重组审核通过率非常高,体现了资本市场对实体经济的支持。

2. 影响并购重组标的持续盈利能力因素

通过梳理分析证监会第六届并购重组委审核未获通过案例,上市公司并购重组项目可以从以下五个方面考量标的资产的持续盈利能力。^①

(1) 法律层面

① 标的资产权属或产权瑕疵问题

资产权属清晰,是对资产进行定价和交易的前提。并购重组标的资产是否存在权属或产权瑕疵,标的资产主要经营性资产是否可控,是否存在抵押、担保等可能会影响企业未来经营的事项发生,均可能导致企业未来盈利具有不确定性,严重情况下还可能会影响企业的持续经营能力。

比如,新宏泰项目中,标的资产的主要生产经营用房、用地被没收,权属存在瑕疵。

浙江东日项目,标的资产中的土地使用权设定借款抵押,权属存在潜在风险。

② 标的资产盈利能力尚未形成

标的资产盈利能力尚未形成主要包括两个方面:一方面是标的资产存在重要项目在建,尚需建设周期较长,按期达产具有不确定性。

如北部湾港项目,标的资产中部分泊位仍处于在建状态,未来盈利具有较大的不确定性。

浙江东日项目,农贸城项目已竣工,但尚未投入运营,冷链物流中心项目仍处于建设施工阶段,未投入运营。

另一方面则是标的资产需要完成大量的行政审批程序之后才能生产经营,实现盈利,而行政审批流程是否能够完成以及何时完成,均不受标的公司主观控制,按期达产实现盈利具有不确定性。

^① 参见蒋晓:《企业价值评估中持续盈利能力的判断》,载《中国资产评估》2017年第7期。

如山东地矿项目,标的资产目前仅取得采矿权证,尚未取得项目立项批复等生产经营所必需的审批许可,按期达产存在不确定性。

(2) 国家政策层面

商业经营受国家政策的影响很大,同样可以从两个方面来考虑,一方面是标的资产报告期是否存在大量财政补贴,对财务指标的影响是否重大,未来财政补贴对企业盈利的影响程度,如政府税收返还,高新技术企业所得税优惠,西部大开发所得税优惠,光伏和新能源汽车财政补贴等。通常而言,财政补贴具有条件性和时效性,未来一旦国家政策发生变化,企业的持续盈利能力将受到影响。

另一方面则是标的资产主营业务是否属于国家鼓励发展的产业,所处行业是否处于朝阳产业。落后产业终将会被淘汰,企业的持续盈利能力必然受到影响。

如宁波热电项目,标的资产受国家政策影响就较大。涉及电力体制改革、上网电价政策变化、光伏补贴政策变化等情况,未来国家政策变化对标的资产持续盈利将产生重大影响。

(3) 行业及市场层面

从行业整体角度来看,行业的竞争格局和市场容量对标的资产的市场占有率影响很大,如果行业已经产能过剩,市场供大于求,企业很难保证获取足够的市场份额,以至于未来的持续盈利能力将受到较大影响。

如恒力股份项目,恒力投资主营业务为 PTA 的生产与销售,PTA 行业在经历了 2010 年至 2014 年大幅扩张后增速放缓,2015 年以后部分竞争力较弱的生产厂商由于生产成本较高,在市场竞争中长期处于关停状态,因此,我国 PTA 行业存在部分长期闲置产能,行业市场容量供大于求,标的资产的持续盈利能力具有较大不确定性。

(4) 企业经营层面

① 标的企业控制权问题

正如前文提到的,对标的企业的控制权,主要是经营整合能力。上市公司并购重组不能只是单纯的资产并购,堆积财务报表,而应该重点关注业务整合。由于大部分并购重组项目均签署了业绩承诺对赌条款,一般情况下在业绩承诺期内上市公司对并购标的的整合趋于谨慎,因此对标的企业实际控制能力可能出现問題,如若不能掌控标的企业的控制权,整合可能无法如期完成,前文提到的新日恒力、先锋新材和黄河旋风类似的案例可能继续出现,持续盈利能力必然受到影响。

②企业是否能够以现有经营状态保持持续盈利能力

对于报告期存在亏损的企业,从亏损原因来看,一般为三种情况:一是企业处于发展的初期,尚未进入平稳的生产经营状态,前期亏损是为后续盈利做准备,未来能否实现持续盈利,主要来自对企业投资产业的判断,但判断本身具有很大的不确定性,因此,其未来是否能够持续盈利也具有不确定性。

二是企业所处的行业具有明显的周期性特征,企业由于处于周期性的“谷底”而出现的暂时性亏损,这时判断企业能否持续的标准主要是看企业历史的累积能否支持企业“迈过寒冬”,或者企业的融资能力(包括向股东或第三方进行融资两种情形)能否帮助企业坚持到周期中实现盈利的阶段,同样,上述情况也具有一定的不确定性,未来是否能够持续盈利也具有不确定性。

三是企业由于自身经营管理能力或行业整体的下行趋势导致企业目前的亏损状态在未来可预见的时期内都无法扭转,显然未来是否能够持续盈利具有不确定性。

如宁波热电项目,标的资产及其子公司分别涉及热电、新能源、发电、运输、工业气体等板块约20家公司,其中大部分公司在报告期内呈现业绩下滑,部分公司报告期处于亏损,甚至部分公司即将停产,很难判断企业是否能够以现有经营状态保持今后持续盈利能力。

③企业能否以现有盈利水平持续经营

企业经营永远是变动的,盈利水平受到众多因素的影响,包括管理、技术、资金以及市场等。标的企业报告期的盈利水平只是未来盈利的参考,但不是盈利的保证,尤其是当市场和技术发生重大变化时,企业的盈利能力将发生重大变化。

新经济时代下,部分企业由于更早地进入了某一领域而获得超额收益,这种超额收益主要来自对新技术的掌握或者对新市场的占有,这种企业获得超额收益的一个重要特征就是现阶段企业产品有很高的毛利率或净利率。理论上讲,当企业毛利远高于市场的平均回报率时,在充分竞争的经济环境中,各类资源会从收益率较低的行业进入收益率较高的行业中,循环往复中使各行业的收益率长期来看会逐步趋于平衡,即标的资产很难以一个较高的毛利保持持续盈利。

比如,游戏和互联网广告营销行业,前些年,在拥有互联网人口红利的情况下,游戏和互联网广告营销企业的毛利甚至能够达到80%~90%,而近几年,由于竞争的加剧,流量成本飙升,游戏和互联网广告营销企业的毛利率能够保持50%的已经是一个较为成功的企业。

(5) 商业模式层面

企业与企业之间,企业的部门之间,乃至与顾客之间、与渠道之间都存在各种各样的交易关系和联结方式,其通常被称为商业模式。企业现有的商业模式是否具有持续能力是在微观层面判断企业是否具有持续盈利能力的一个重要因素。最为常见的是作为股东的核心员工放弃收入或降低收入对企业持续盈利能力的影响。

这种商业模式在越来越多的项目中已经出现,作为股东的核心员工为了提高公司的利润水平,放弃收入或降低收入,而是通过股东分红获得收益。不考虑税收等因素影响,标的公司的净利润将直接增大,不是市场公允价值下实现的净利润。一旦上述员工离职,公司必然需要支付新员工更高的人力成本,在不考虑其他因素的情况下,必然导致企业的盈利水平下降。由此可见,这种商业模式是不具备持续性的。

另一种是公司的核心员工掌握了核心商业资源,创造了大部分的商业价值,公司的经营对核心员工的依赖极大。尤其是影视类企业,一般情况下,明星人物既是公司股东又是公司员工,公司的盈利基本上是由明星人物创作的产品来实现的,这对企业经营而言具有巨大的风险,一方面,明星人物的演艺生涯具有生命周期,一般而言,其价值创造能力是无法长久持续的,即便通过培养新的明星人物来做替代,也具有很大的不确定性,且无论是否一定能够成功,巨大的培育成本是必然将发生的,未来持续盈利能力显然不可控;另一方面,一旦明星人物发生无法预计的风险或者离开公司,公司将基本无法创造价值。比如最近刷爆朋友圈的“阴阳合同”,无论最终结论如何,目前来看导致的直接后果就是华谊兄弟跌停,A股影视板块100多亿元市值消失。

二、上市公司并购重组趋势分析

从证监会第六届并购重组委目前审核情况来看,上市公司并购重组主要有如下趋势。

1. 产业并购占据主流

从证监会第六届并购重组委审核项目情况来看,并购重组的行业集中在制造业、信息传输、软件和信息技术服务、金融、交通运输、仓储和邮政业和批发与零售业等与国民经济息息相关的产业。产业并购始终是上市公司并购重组的主旋律,大多数并购交易目的仍以横向并购为主导,通过产生协同效应来获取规模经济,具体表现为通

过并购同类型固定资产、产品、生产技术等达到充分释放产能的目的,通过并购销售渠道达到加强产品市场控制力的目的。

同时,也注意到上市公司积极实施纵向收购和跨行业收购,企业通过纵向并购,以期企业降低成本,塑造产业链优势,提升企业综合竞争优势。通过跨行业收购,以期实现业务转型或多主业经营,培育新的业绩增长点。

从发展来看,未来产业并购仍将是主流,纵向并购和多元化战略也将进一步发展。

2. 并购重组支持《中国制造 2025》国家战略

并购重组对国家重点行业的支持明显。2013 年根据 12 部委出台的《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》,证监会将重大资产重组申请(含发行股份购买资产、重大资产购买出售、合并分立)划分为豁免/快速、正常、审慎三条审核通道,其中,进入“豁免/快速”通道、不涉及发行股份的项目豁免审核,由证监会直接核准;涉及发行股份的,实行快速审核,取消预审环节,直接提请并购重组委审议。

并购重组方案进入“豁免/快速”通道,除上市公司信息披露和规范运作水平及财务顾问执业质量评价均为 A 类外,还需要遵循以下三个条件:一是重组项目属于国家确立的“汽车、钢铁、水泥、船舶、电解铝、稀土、电子信息、医药、农业产业化龙头企业”等 9 个推进兼并重组重点行业;二是交易类型属于同行业或上下游并购;三是不构成重组上市。

2017 年 TCL 集团收购华星光电少数股权项目,成为第一个进入证监会第六届并购重组委“快速通道”审核的项目,从报会到过会仅用了 27 天。

3. 并购重组促进技术升级,推动战略性新兴产业发展

并购重组项目中,新一代信息技术、高端装备制造、节能环保、新能源、新材料、服务业新业态等战略性新兴产业上市公司较多。如江南嘉捷重组三六零成功转型信息安全行业,北汽新能源注入 S * ST 前锋,上市公司成功由亏损企业转型高端装备制造行业,申通快递、圆通速递、顺丰控股和韵达快递重组上市(借壳),上市公司从传统行业转型为综合物流服务行业等。

4. 并购重组助推国有企业改革,支持国有企业做优做强

比如宝钢吸收合并武钢,合并成立的宝武钢铁集团成为中国第一、全球第二的特大型钢铁企业,有助于减少恶性竞争,提高行业集中度化解过剩产能,提高市场竞争力。招商公路吸收合并华北高速,有利于加强公司内部管理和成本控制,加快公司主营业务发展,提高公司盈利能力等。

5. 并购重组支持军民融合

军民融合发展是国家战略,中央高度重视,近年来,各地积极推动军民融合产业发展,如江南红箭并购星波通信、中国海防并购长城电子、太阳鸟并购亚光电子、长城电脑换股合并长城信息并收购资产等,提升了军工业务的综合实力等。显然,未来军民融合仍将持续发展。

6. 并购重组支持海外并购,促进产业升级

近年来,海外并购项目数量越来越多,方案越来越成熟。仅2018年1~5月,证监会第六届并购重组委审核海外并购项目就有9个,涉及标的金额达288亿元,行业主要集中在生物医药、集成电路半导体促进产业升级以及金矿等对国家战略具有重大意义的行业。