

# 2018

# 中国金融发展报告

## 并购重组市场概览

上海财经大学明德并购重组研究中心

上海财经大学金融学院



Annual Report  
on China's  
Financial Development  
2018

# 2018

# 中国金融发展报告

## ——并购重组市场概览

上海财经大学明德并购重组研究中心  
上海财经大学金融学院



上海财经大学出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

2018 中国金融发展报告/上海财经大学明德并购重组研究中心,上海财经大学金融学院编. —上海:上海财经大学出版社,2018. 10

ISBN 978-7-5642-3128-6/F · 3128

I. ①2… II. ①上… ②上… III. ①金融事业-经济发展-研究报告-中国-2018 IV. ①F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 226319 号

□ 责任编辑 柳萍萍

□ 封面设计 张克瑶

## 2018 中国金融发展报告

——并购重组市场概览

上海财经大学明德并购重组研究中心  
上海财经大学金融学院

---

上海财经大学出版社出版发行  
(上海市中山北一路 369 号 邮编 200083)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: [webmaster@sufep.com](mailto:webmaster@sufep.com)

全国新华书店经销

江苏凤凰数码印务有限公司印刷装订

2018 年 10 月第 1 版 2018 年 10 月第 1 次印刷

---

710mm×960mm 1/16 29.5 印张 452 千字

定价: 89.00 元

# 前 言

一年一度的《中国金融发展报告》，走到了 2018 年。本次发展报告的主题是中国企业的并购重组。

资本市场的重要功能是融资功能和资源配置功能，并购重组是实现资源配置/再配置的主要机制，因此，资本市场要发挥自身的功能，就必须借助并购重组的作用。在整个资本市场乃至金融体系的舞台上，并购重组自然而然地成为最重要的主角之一。

并购和重组是有区别的两个概念。并购是指公司控制权转让、两家企业为协同利益进行合并；而重组从广义上说是公司的资产、负债和资本进行重新调整，包括股票和债券的发行、股票回购、员工/经理持股、债务重组、债转股、资产剥离、公司分立等，并购也可以纳入重组的范畴之中。狭义上企业重组主要是指困境企业的资产、债务和资本调整，特别是公司重整和破产。

在我国经济结构转型、经济增长速度下调、前期积累债务化解等所谓三个矛盾叠加的时期，如何把握中国经济前进的方向、如何使得中国经济的大船稳健前行，无疑是一个巨大的挑战。通过并购，整合行业生产能力、提高生产效率，实现经济结构升级，寻找新的增长点、新的市场；通过重组，化解债务压力、去杠杆，降低企业资本成本，对“僵尸企业”实行破产重整……在新的时代，并购重组正爆发出巨大的拓展能力和空间，中国第一次真正市场化的并购重组大戏正在迅速地拉开帷幕。

其实，我国的并购市场，从改革开放初期的 20 世纪 80 年代就已经出现。在城市经济体制改革开展以后，国有企业、集体企业的并购案例，在河北、辽宁、湖北、山东等地都曾出现。到了 20 世纪 90 年代，从广义上讲，建立股票和

债券市场、实现融资功能,本质上也是实现了企业重组。随着资本市场的建立和发展,深宝安收购延中实业,猛然推开了控制权市场的大门。90年代后期,伴随国有企业改革催生了一波资产重组的浪潮。21世纪初,我国加入了WTO,完成股权分置改革,发展公募基金、企业年金、QFII等机构投资者,利率市场化、国有大型银行改组上市,各方面的制度改革取得重大进展,并购重组的市场也一直在稳步发展。

2013年中共十八大以来,中国经济面临前所未有的转型压力,压力之下,真正出现了第一波完全由市场要素推动的并购重组浪潮,如股票市场中的产业收购和整合、经理和员工普遍持股、市场化的股票回购频发、控制权转让市场活跃、并购贷款等金融工具开始发展、股权投资基金(PE/VC)爆发性增长、中国企业走出国门前往欧美发达国家收购高技术或者消费类资产、在“一带一路”沿线国家加快基础设施建设和并购投资等。

但并购重组远非一番坦途,由内幕信息引发的市场操纵、内幕交易不止;在并购重组方案中损害中小股东、债权人等利益相关者的利益;股权激励方案设计中存在道德风险;并购重组后企业只是翻牌,缺乏整合能力;盲目自大地进行行业滚卷式收购、负债过度而失败;企业海外并购以购买消费资产(电影院、游乐场、高档酒店等)为主,不利于国家产业升级;保险公司借助万能险等工具进行盲目融资,再去资本市场购买公司控制权,实行纯粹的财务并购;股权投资基金缺乏真正的价值增值能力,只是为了博取Pre-IPO的制度利益;企业盲目走向海外、缺乏周密谋划,扩大了我国的外债规模并引发东道国所谓新殖民主义抵制……并购重组之路坎坷跌宕,绝非平坦。

在新的时代,如何找准方向、把握策略,走出具有中国社会主义市场经济特色的并购重组之路,实在是需要理论和实践的大思路、大智慧。

《中国金融发展报告》,是上海财经大学金融学院的一个品牌成果,体现了高校学者长期潜心学术积累和对现实经济生活的热切关注,是学院构建思想库的雄心的具体体现。十多年来,《中国金融发展报告》的主题包括中国的银行信贷市场、信用体系建设、千村调查成果和农村金融发展、资本市场与制度创新、中小企业金融、保险市场发展等,几乎涵盖了金融制度、金融体系、金融

机构、金融产品等各个方面。为了撰写一本新的发展报告,只有不重复选择的问题,并购重组进入我们的视野。

这里,还必须增加对一位校友和明德并购重组研究中心的介绍。2017年12月16日,上海财经大学明德并购重组研究中心成立。上海财经大学金融学院校友——武飞先生在中国的并购行业坚持了20年,大概是国内固守在并购行业阵地时间最长的人。“机遇总是垂青那些有准备的人”。今天,武飞校友的成功就来自他在并购领域长期的坚持、来自他的执着和韧劲。在支持科学探索、回馈母校的理念之下,武飞校友为上海财经大学做出大额捐赠,其中一项使命就是创办明德中心。

明德中心由上海财经大学金融学院王能院长亲自担任名誉主任,由笔者任执行主任,并得到金融学院刘莉亚书记、柳永明常务副院长、陈选娟科研副院长等的大力支持。中心目前拥有笔者、邓辛、沈蓓蓓等研究人员,以及海外特聘专家——加拿大女王大学的王伟教授。上海财经大学明德并购重组中心有志于建成国内高校中有理论权威、学术高度、思想深度、政策前瞻、技术含量的并购重组领域的专业研究机构,为境内外并购重组提供数据、案例及方向方法的指导。

此次,《2018中国金融发展报告——并购重组市场概览》也是明德中心成立以来的一项成果。

按照学院的要求,本次报告由笔者负责编写提纲,由博硕士研究生负责整理初稿材料,之后由笔者组织大家讨论和修改。全书分“概况、专题、成功案例、失败案例、理论文献、趋势展望”等6篇13章,参与初稿编写和讨论的人员如下:孙越(第一、二、五章)、杨刚(第一、三章)、李柏岩(第四章)、钱晓洁(第六、七章)、蒋思慧(第八章)、刘阳(第九、十一章)、谷文臣(第十二、十三章),同时所有人员参与了第十章初稿的撰写。最终由笔者进行修改、编撰、定稿。

本书的几个特色是:

1. 总结了2017年以来我国企业并购市场的重大进展、重要事件、主要特征,具有鲜明的时代特色。

2. 综述并讨论了2016年以来并购重组领域的重要学术文献。关于中文

文献,检索了《经济研究》《管理世界》《金融研究》等国内重要的经济金融学术期刊;关于英文文献,主要借助 SSRN、Google 学术等通过关键词进行检索,以近两年发表在西方重要经济、管理类期刊上的文章为选择范围。可以说,对于并购重组领域的最新中外文献,进行了较好的总结与分析。

3. 对并购重组领域的数据、信息等引用了 Wind、清科私募通、普华永道、Mergerstat 等众多的数据和信息。

当然,本书还存在着不少缺点。第一,对并购重组领域问题的分析,缺乏我们自身的深入剖析,很多观点、数据都还来自他人文献和资料,这说明我们对此领域的研究还不深入;第二,数据库、案例库等需要不断建设,有了自己的数据、案例、资料等,才能有独立的分析见解。

这些不足之处,只有留待未来进一步的完善。欢迎读者提出批评指正意见,联系方式:liyao@mail.shufe.edu.cn。期待《中国金融发展报告》再次轮回到并购重组的主题时,我们能拿出更上一层楼的作品。

李 曜

2018年9月19日

(作为富布莱特学者访学期间,于美国波士顿)

# 目 录

## 第一部分 概况篇

### 第一章 2017~2018 年中国企业并购重组的宏观经济环境/003

- 一、宏观经济背景之一：经济新常态下推进供给侧改革/003
- 二、宏观经济背景之二：国有企业改革提供并购重组契机/011
- 三、宏观经济背景之三：“一带一路”倡议推动海外并购/016
- 四、宏观经济背景之四：资本市场开辟了并购融资渠道/018
- 五、政策法规背景之一：加强并购重组监管/021
- 六、政策法规背景之二：积极支持并购重组/024

### 第二章 中国企业并购重组的市场概况/030

- 一、中国境内并购市场/030
- 二、中国境外并购市场/037

### 第三章 中国企业并购重组的发展特征/049

- 一、中国企业海外并购趋于多元化/049
- 二、非理性海外投资得到遏制/056
- 三、“一带一路”沿线国家成为新的并购增长点/063
- 四、并购重组审核趋严和效率提升/067

## 第二部分 专题篇

### 第四章 中国并购重组的行业分析/077

- 一、2017 年我国并购重组市场各行业的整体表现/077
- 二、互联网行业及其并购分析/081
- 三、房地产行业及其并购分析/088
- 四、物流行业及其并购分析/098

### 第五章 并购融资/106

- 一、并购融资方式分类/107
- 二、具有创新意义的并购融资方式/114

### 第六章 新三板市场企业的并购/134

- 一、新三板市场的发展历程/134
- 二、新三板并购的类型、动因与策略/141
- 三、新三板并购重组的现状/145
- 四、新三板企业并购重组的未来趋势/157

### 第七章 PE/VC 参与并购/159

- 一、PE/VC 参与并购的理论分析/159
- 二、2017 年 PE 参与并购的统计分析/175

## 第三部分 经典案例篇

### 第八章 并购重组的经典案例分析/187

- 一、三六零借壳江南嘉捷回归 A 股/187

- 二、浙民投天弘要约收购 ST 生化/205
- 三、昆百大 A 合并我爱我家/218
- 四、融创中国收购万达文旅和酒店项目/230
- 五、兖州煤业创新融资收购联合煤炭/243
- 六、美的集团收购库卡集团/257
- 七、中国化工收购先正达/269
- 八、万科等中资财团收购物流巨头普洛斯/280
- 九、银亿股份间接收购邦奇集团/294
- 十、圆通速递战略并购先达国际/306

## 第四部分 失败案例篇

### 第九章 并购重组失败及案例分析/321

- 一、2017 年并购重组审核结果统计与分析/321
- 二、2017 年并购重组部分被否案例分析/326
- 三、2017 年中资海外并购失败案例/346

## 第五部分 理论文献篇

### 第十章 并购重组领域的国内前沿文献(2016~2017 年)/365

- 一、公司治理与并购/365
- 二、并购决策/366
- 三、并购支付对价/367
- 四、并购绩效/368
- 五、困境企业的并购整合/372
- 六、跨国并购/372
- 七、风险投资/私募股权与企业并购/379
- 八、深度案例研究/379

九、并购领域的文献综述研究/381

## 第十一章 并购重组领域的国外前沿文献(2016~2017 年)/385

一、并购动机、战略与公司治理/385

二、并购风险与管理/397

三、跨境并购/401

四、风险投资、私募股权与并购/408

五、并购绩效/411

## 第六部分 趋势展望篇

## 第十二章 全球并购市场及其重要特征/421

一、全球并购市场概览/421

二、全球重要并购交易市场介绍/427

三、全球股东积极主义行动的兴起/429

四、全球特大型并购的理论与案例分析/431

## 第十三章 中国及全球企业并购重组市场展望(2018~2023 年)/441

一、未来五年的中国企业并购重组市场展望/441

二、未来五年的全球企业并购重组市场展望/449

## 参考文献/456

# 第一部分

---

## 概况篇





## 第一章

# 2017~2018 年中国企业并购 重组的宏观经济环境

### 一、宏观经济背景之一：经济新常态下推进供给侧改革

#### (一) 优势积累——经济发展成果显著，产业结构优化升级

我国经济在改革开放的前 30 年中取得了举世瞩目的成就，经济实力持续跃升，GDP 增速曾经高达 14%，综合国力和国际影响力显著提高。2010 年，我国的 GDP 产值超过 40 万亿元，总量超过日本，正式成为全球第二大经济体。2013~2017 年，国内生产总值年均增长 7.1%，对世界经济增长的贡献率超过 30%，经济总量稳居世界第二。2014 年，我国制造业产值占全球制造业产值的份额上升至 25%，为世界第一制造大国，在世界 500 种主要工业品中，我国有 220 种产品产量位居世界第一。

在经济体量增加的同时，我国产业结构也不断调整升级。从三大产业的 GDP 占比来看，经济增长由第一、二产业拉动变成由第二、三产业拉动，第三产业逐渐成为拉动经济增长的首要力量，产业结构的比重基本维持“三二一”的稳定形态。如表 1-1 所示，2007 年，我国第二、三产业的 GDP 贡献比例为

50.1%；47.3%，2015 年，第三产业对 GDP 的贡献率第一次突破 50%，到 2016 年，第二、三产业的 GDP 贡献比例调整为 38.2%：57.5%。10 年间，第三产业对 GDP 的贡献率增加了 20%，第二产业对 GDP 的贡献率下降了 12%。从三大产业增速来看，从 2013 年开始，第三产业的增速超过第二产业，且增速差距呈扩大趋势(见图 1-1)。随着经济发展和产业结构的优化升级，第三产业对国民经济的贡献率还将进一步提高。

表 1-1                      2007~2016 年我国三大产业对 GDP 的贡献率

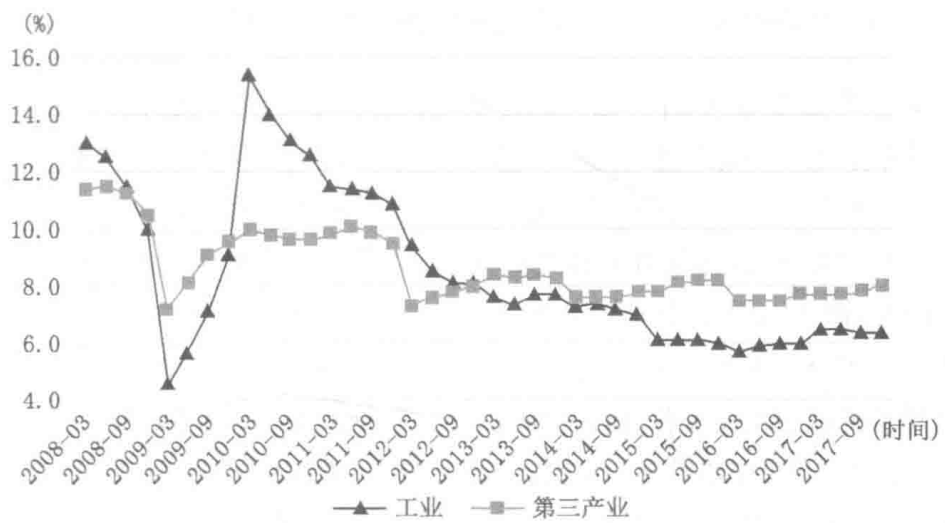
| 年份     | 第一产业对 GDP 的贡献率(%) | 第二产业对 GDP 的贡献率(%) | 第三产业对 GDP 的贡献率(%) |
|--------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 2007 年 | 2.7               | 50.1              | 47.3              |
| 2008 年 | 5.2               | 48.6              | 46.2              |
| 2009 年 | 4                 | 52.3              | 43.7              |
| 2010 年 | 3.6               | 57.4              | 39                |
| 2011 年 | 4.2               | 52                | 43.8              |
| 2012 年 | 5.2               | 49.9              | 44.9              |
| 2013 年 | 4.3               | 48.5              | 47.2              |
| 2014 年 | 4.7               | 47.8              | 47.5              |
| 2015 年 | 4.6               | 42.4              | 52.9              |
| 2016 年 | 4.3               | 38.2              | 57.5              |

注：个别年份数字加总不为 100%，是数字四舍五入的原因。

数据来源：国家统计局。

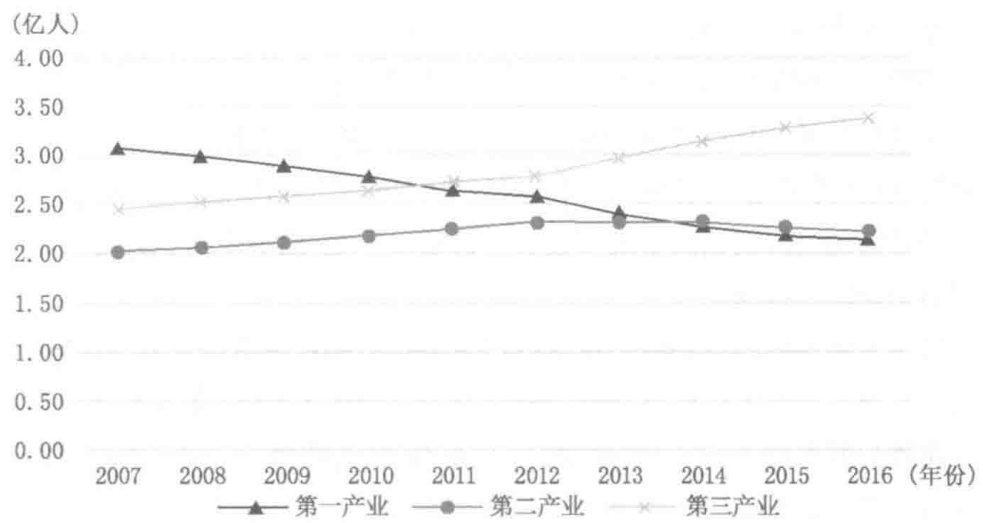
从三大产业的从业人数来看，2007~2016 年十年间，第三产业从业人数从 2.5 亿人增加至近 3.5 亿人(见图 1-2)，第一产业从业人数逐年减少。2013 年之前，第二产业从业人数小幅增加，但在 2013 年之后开始减少。2007 年，第一产业从业人数占比高达 41%，第三产业从业人数仅为 32%，到 2016 年，第一产业从业人数占比下降至 27.7%，第三产业从业人数占比上升至 43.5%。

因此，无论从三大产业 GDP 占比还是从业人数占比来看，产业结构由工业主导向服务业主导转变的趋势彰显。



数据来源:国家统计局, Wind 资讯。

图 1-1 2008~2017 年工业、第三产业 GDP 累计同比增长率 (%)



数据来源:国家统计局。

图 1-2 2007~2016 年我国第一、二、三产业的从业人数变化

## (二)面临的困难——中低端制造业产能过剩,创新不足

2008 年金融危机之后,世界经济缓慢复苏。后危机时代的第一阶段,发达国家经济进入动荡调整期,美国、欧盟、日本等国纷纷采取极度宽松的货币政策提振经济。这一时期我国经济迅速增长,发展成就世界瞩目,无论是经济总量还是产业结构,都取得了较大的突破,为世界经济复苏做出了极大的贡献,不仅贡献了 30% 的全球经济增长,经济总量跃居世界第二,也为美国、欧洲等发达国家带来了巨额的生产订单。后危机时代的第二阶段,发达国家初步从增长低谷中微弱复苏,但诸如中国、巴西、俄罗斯等新兴国家经济增长放缓,国际大宗商品价格跳水,外部需求增长乏力,在国内产业结构增长单一等因素的综合作用下,经济增长出现疲软趋势。在一定程度上而言,新兴国家在高速增长之后陷入发展困境,我国也不例外,现阶段要把“蛋糕”做大越来越难。在高速发展的背后,产业结构矛盾日渐明显。

一方面,我国经济在经历 GDP 增速超过 10% 的快速增长阶段之后,从 2010 年开始 GDP 增速一路下滑,如图 1—3 所示,到 2015 年 GDP 同比增长 6.8%,创 25 年新低。与欧美发达国家 2% 左右的 GDP 增速相比,我国 6.5%~7% 的增速已经非常快了,但依赖传统的制造业实现经济快速发展的方案,已经不再切实可行,依靠传统经济发展模式拉动经济增长明显乏力,旧动能已然无法带动我国经济实现又好又快的发展。经济增长动力不足,改革来到了关键时期,进入新旧动能的转换期。

另一方面,统计数据显示,我国的产业结构正朝着发达国家的产业结构方向优化升级。虽然方向明确,但是我国的产业结构与美国等发达国家之间仍然存在较大的差距。2008 年美国第三产业 GDP 占比为 78.9%,2016 年第三产业占比高达 81%,而 2008 年我国第三产业 GDP 占比仅为 46.2%,2016 年为 57.9%。而且,产业结构内部质量不高的问题无法回避。就第二产业而言,我国是制造业大国,但整体创新能力不足是不可否认的现实。与日本、韩国等国相比,我国企业创新能力也较低。2017 年我国研发经费投入强度(研发经费与国内生产总值之比)达 2.12%,同一指标韩国为 4.23%、日本 3.42%、以色列 4.25%,企业在研发投入和创新转型方面仍存在完善空间。