



上海并购金融集聚区
Shanghai M&A Financial Agglomeration District

蓝发钦 宣子岳 编著

Cases of merger an acquisition in Chinese
stock market in 2019

中国证券市场典型并购 2019

记录、总结、点评上市公司并购重组典型案例
解密最创新的并购技巧、最大胆的融资方式、最成功的改制结果

图书在版编目(CIP)数据

中国证券市场典型并购. 2019 / 蓝发钦, 宣子岳编著. —上海: 上海远东出版社, 2020
ISBN 978-7-5476-1657-4

I. ①中… II. ①蓝… ②宣… III. ①证券公司—企业合并—案例—中国 IV. ①F832.39

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2020)第 172938 号

责任编辑 程云琦

封面设计 李廉

中国证券市场典型并购 2019

蓝发钦 宣子岳 编著

出版 上海远东出版社

(200235 中国上海市钦州南路 81 号)

发行 上海人民出版社发行中心

印刷 上海锦佳印刷有限公司

开本 710×1000 1/16

印张 23

插页 1

字数 380,000

版次 2020 年 10 月第 1 版

印次 2020 年 10 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5476-1657-4/F·663

定价 88.00 元

前言

收购兼并作为企业较高层次的经营方式,其意义不仅体现在企业规模的迅速扩张,而且还体现在企业资产质量的快速提升,这在海内外跨国企业的发展史中得到了充分印证。中国企业此轮并购重组浪潮开始于2013年,主阵地选择在中国证券市场。此轮浪潮一开始就体现出典型的两大特征:其一是自发性,上市公司自发的纯市场行为;其二是市值管理的痕迹明显,通过并购重组,尤其是跨界并购互联网资产、文化传媒资产、健康医疗资产等进军热门概念行业,实现公司市值的快速提高。2016年9月,中国证监会推出了“史上最严”的重组新规,2017年一系列针对并购重组市场的监管新规陆续出台,再融资新政、减持新规、信息披露新规一系列重拳组合对忽悠式、跟风式及盲目跨界重组均采取了高压态势,中国证券市场并购重组开始进入常态化。

进入2019年,中国并购重组政策环境有所改变,如6月,中国证监会发布了《上市公司重大资产重组管理办法》(征求意见稿),10月发布了《关于修改〈上市公司重大资产重组管理方法〉的决定》,重组新规的出台使得审批进程加快、并购重组大幅松绑;再如2019年12月中国证监会发布《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》,标志着上市公司分拆上市从“边缘地带”移到了“阳光地带”之下,为企业并购方式的设计提供了更多的选择。然而在外部的中美贸易摩擦和内部结构性失调的双重压力下,我国证券市场情绪仍不乐观,2019年的并购宗数和并购规模较2018年明显减少。

本书选取2019年发生在中国证券市场的45宗典型并购案例,分国企重组并购、产业链整合并购、借壳上市、科技并购、投票权委托并购、跨境并购、“一带一路”并购、其他典型并购八个部分呈现。每个案例的写作过程切实体现两个特点:一是在精简案例的同时提高案例本身的还原度,本书的每个案例都精确地介绍并购交易相关方、并购事件发生时间表、并购方案主要手段和重点,高度还

原了并购交易的本身；二是深度挖掘案例特点，从政策法规、时代背景、并购手段、并购主旨、并购前景等方面对并购交易进行解读和述评，与市场关注点和业界讨论面实现了完美的对接。

此外，为了让读者更确切地了解 2019 年中国证券市场并购重组的整体特点和发展变化，本书在 45 宗并购典型案例之前提供了一份《中国证券市场 2019 年并购市场报告》，该报告根据 2019 年中国证券市场的特点，对上市公司并购交易活动进行统计和描述，具体从交易规模、并购溢价、并购监管、并购产业、主体性质、行业分布、地区分布、海外并购和热点标的等维度，系统全面地展示中国证券市场并购交易的整体特点以及与 2015—2018 年相比的发展变化。

本书作为华东师范大学与上海市普陀区人民政府联合成立的上海并购金融研究院的研究成果之一，编写工作得到了上海科技金融产业集聚区、普陀区金融办的大力支持，在此深表感谢！同时，华东师范大学金融专业博士研究生国文婷，硕士研究生张鹤、陈思佳、杨姗姗、黄露禾、华稼凯、王思淇、杜树杰、万乐、王一珺、许锦川、余臻、付梦阳、黎剑伶、严翰文、王慧等参与了案例的编写工作，在此一并感谢！

目录

contents

前言 / I

导论 / 1

第一辑 国企重组并购 / 37

- 000538 云南白药：吸收合并，精简管理层级 / 38
- 000651 格力电器：国企混改，“管资产”变为“管资本” / 44
- 000708 中信特钢(原大冶特钢)：“蛇吞象”，特钢整体上市 / 49
- 600470 六国化工：间接收购，漫漫国企混改收官 / 58
- 600764 中国海防：整体上市，打造水下电信系统巨头 / 67
- 601989 中国重工：牵手研发，集团内业务整合 / 76

第二辑 产业链整合并购 / 81

- 000895 双汇发展：整体上市，“协同”集团产业一条龙 / 82
- 002602 世纪华通：同行并购，游戏产业做大做强 / 90
- 600030 中信证券：强者恒强，布局华南版图 / 100
- 600362 江西铜业：强强联合，铜业“A吃A” / 107
- 600482 中国动力：“南北船”合并，“航空母舰”横空出世 / 111
- 603501 韦尔股份：重金收购，打造中国芯片第一股 / 120

第三辑 借壳上市 / 129

- 000785 居然之家(原武汉中商)：借壳上市，国企跨界混改 / 130
- 002015 协鑫能科(原霞客环保)：三度尝试，中概股终回归 / 141
- 002459 晶澳科技(原天业通联)：“蛇吞象”，壳公司焕发新春 / 148

- 002552 宝鼎科技：借壳民企，国资优化重组 / 160
- 600556 天下秀(原 ST 慧球)：借壳上市，“妖股”涅槃重生 / 165
- 600732 爱旭股份(原 ST 新梅)：借壳上市，民企光伏以金钱换时间 / 173

第四辑 科技并购 / 179

- 002592 八菱科技：一波三折，布局生物科技 / 180
- 300324 旋极信息：房产和技术深度融合，布局智慧城市建设 / 187
- 300494 盛天网络：外延并购，拓展移动网游 / 195
- 300682 朗新科技：“技术+资源”协同，丰富生态网络 / 201
- 600143 金发科技：纵向并购，打通生产全链条 / 210
- 600318 新力金融：科技并购，新金融焕发新春 / 215
- 600745 闻泰科技：跨境科技并购，半导体产业链纵向协同 / 220
- 601858 中国科传：并购海外平台，中国文化“走出去” / 226

第五辑 投票权委托并购 / 231

- 000972 ST 中基：零元租壳，买壳上市新范式 / 232
- 000995 ST 皇台：另类混改，表决权转让保壳 / 237
- 002336 * ST 人乐：易主保壳，国资布局“文旅”产业链 / 243
- 002712 思美传媒：委托式收购，实现低成本控股 / 252
- 300131 英唐智控：低价控股，国资纾困民企 / 257

第六辑 跨境并购 / 261

- 000935 四川双马：可转债并购，巧设并购风险防火墙 / 262
- 002738 中矿资源：收购铯榴石矿，控制海外铯资源 / 269
- 600900 长江电力：银团贷款，跨境收购电力巨头 / 275
- 601598 中国外运：SPV 跨境并购，布局海外网络 / 280
- 601899 紫金矿业：持续海外扩张，打造全球黄金霸主 / 286
- 603127 昭衍新药：强强联合，发力 CRO 国际市场 / 293

第七辑 “一带一路”并购 / 299

- 300577 开润股份：“一带一路”并购，完善海外供应链 / 300
- 601390 中国中铁：失而复得，中铁重启大马城 / 306

- 603993 洛阳钼业：“一带一路”并购，打造国际矿企巨头 / 311

第八辑 其他典型并购 / 319

- 002024 苏宁易购：强强联手，打造零售帝国 / 320
- 300629 新劲刚：复杂支付方式，军工联姻电子信息 / 325
- 603639 海利尔：“重拾旧爱”，吃下高价“后悔药” / 332
- 603885 吉祥航空：背靠大树好乘凉，吉祥示好东航 / 339
- 603986 兆易创新：“回炉重审”，罕见二次过会 / 348

公司并购^①(merger & acquisition)是企业实现规模经济的有效手段,是低成本获得被低估资产、快速拥有核心技术的途径。纵观历史上五次并购浪潮,从早期的横向并购、纵向并购,再到中期的混合并购和杠杆并购,以及当前阶段的跨境混合并购,并购规模不断扩大、涉及范围持续扩张,企业并购步伐也从单一的区域选择拓展至全球范畴下的主要国家和经济体。

2015年以来,中国经济进入新阶段,主要经济指标之间的联动性出现背离,如经济增长持续下行、CPI指数持续走低,居民收入有所增加但企业利润率显著下滑;与此同时,宏观调控层面货币政策效果不彰,经济结构性分化渐趋明显。为适应这种变化,迫切需要改善供给侧环境、优化供给侧机制,激发微观经济主体活力,增强经济长期稳定发展的动力。事实上,微观企业主体的兼并收购正是整合企业资源、实施产业结构调整的一大重器,中国资本市场也自此于2015至2016年呈现出有史以来最为活跃的并购态势。但持续性的疯狂扩张会引起资本市场的变质,因此2017年中国证监会相继发布若干政策监管指导意见,如再融资新政、并购重组监管新规等,严控并购重组中的交易风险。所以2017年以来中国证券市场并购重组开始趋于理性,小额交易成为当年并购重组的代名词。2018年下半年随着多项利好政策的推出,市场并购热度温和反弹,但受到2017年再融资新政、减持新规、信息披露新规等政策制度,以及严控并购融资、加大打击“忽悠式、跟风式”重组监管力度等的影响,2018年中国证券市场并购活动延

^① 本书对是否发生并购的判断依据为:公司的实际控制权是否发生转移,以及是否达到控制或共同控制。本书从新浪财经、巨潮资讯、同花顺等公开披露上市公司信息的渠道手动收集2015年、2016年、2017年、2018年和2019年中国主板、中小板及创业板的上市公司成功完成并购交易的相关数据。成功完成并购交易的判断标准为:④重大资产重组需证监会审核的情形,经证监会审核批准;⑤非重大资产重组不需证监会审核的情形,以股东大会表决通过为准;⑥不需股东大会投票表决情形,以董事会表决通过为准。

续了2017年小额并购的风格。

2019年并购重组新政频出,如6月,中国证监会发布了《上市公司重大资产重组管理办法》(征求意见稿),10月发布了《关于修改〈上市公司重大资产重组管理方法〉的决定》,重组新规的出台使得审批进程加快、并购重组大幅松绑;再如2019年12月中国证监会发布《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》,标志着上市公司分拆上市从“边缘地带”移到了“阳光地带”之下,为企业并购方式的设计提供了更多的选择。

然而在外部中美贸易摩擦和内部结构性失调的双重压力下,我国证券市场情绪仍不乐观,2019年的并购宗数和并购规模较2018年明显减少。就并购规模而言,单笔并购金额有所上升,但依然延续小额并购的风格,“蛇吞象”的并购案例有所上升,百亿元级并购交易回暖;就失败并购案例而言,由于政策的松绑,失败案例明显减少,交易双方未能达成一致意见仍是并购失利的首要原因,市场、政策变化及监管因素对并购成败的影响持续加码;就并购支付方式而言,现金支付占主导地位,整体并购溢价仍趋于理性;就并购类型来看,横向并购仍为我国证券市场的主流,并且在传统行业转型和技术发展得到国家大力支持的机遇下,延续2018年的发展趋势,以制造业和科学研究与技术服务业的企业为标的公司的混合并购势头不减;就并购行业和产业而言,制造业依旧领跑,租赁和商业服务业热度上升;就并购地区而言,以江浙沪为代表的东部沿海地区仍引领并购,中部地区并购呈现回暖态势;就跨国并购而言,受贸易摩擦的影响,海外并购的节奏放慢,亚洲和北美洲为减速的主要区域;就热点并购而言,科技并购、“互联网+”等仍是并购资本追逐的对象,医疗健康行业作为并购的宠儿,大额并购案例频发。

本报告将根据中国上市公司并购交易活动的统计,从上市公司并购规模、并购溢价倍数、并购失利原因、并购产业布局、并购主体性质、并购行业分布、并购地区划分、海外并购浪潮和并购热点行业等九个维度全面地剖析2019年中国证券市场并购交易的特点。

一、并购市场总体降温,百亿元级并购回暖

2019年中国并购重组市场延续2018年的降温趋势,交易宗数和交易规模继续下降。2019年中国证券市场共完成并购交易708起,涉及交易规模达6587.31亿元,相比2018年的1024起并购事件、7664.20亿元并购规模,交易宗

数和并购规模整体下降。从单宗交易金额上看,2019年单宗规模为9.3亿元,较2018年的7.48亿元/宗增长24.31%,相比2018年的增幅9.52%有了更迅速的增长,但仍延续2017年、2018年小额并购交易的风格。

主板上市公司相比中小板上市公司有更大的资金和资产规模的优势,因此在并购交易的数量和规模上占比更高。从发生并购交易的上市公司所处板块来看,2019年主板上市公司完成428起并购交易,占全年并购宗数的60.45%,涉及金额为4937.72亿元,占全年并购规模的74.96%;中小板上市公司成功实施170起并购交易,涉及金额达1322.54亿元,分别占全年并购宗数的24.01%、并购规模的20.08%;创业板上市公司全年共完成110起并购交易,占2019年并购总数的15.54%,涉及金额为327.05亿元,占2019年总规模的4.96%(图a)。

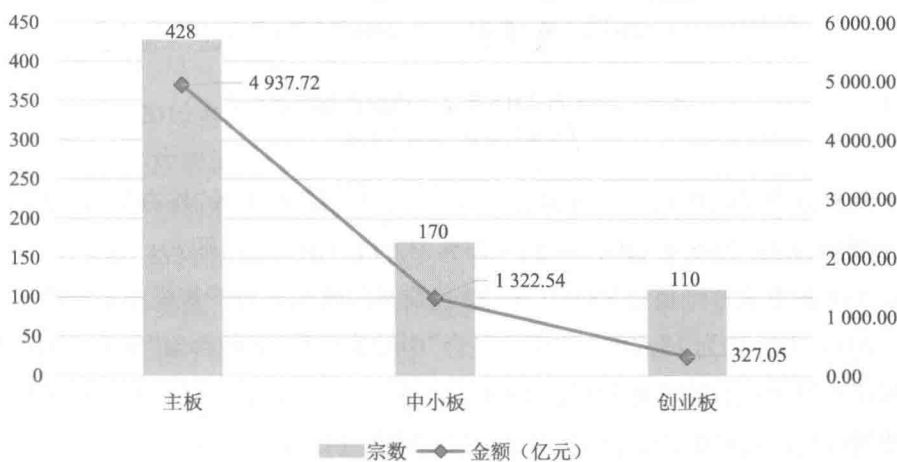


图 a 2019 年 A 股市场上市公司并购交易板块分布状况^①
(左轴为宗数、右轴为金额)

在并购市场总体降温的情况下,2019年各并购交易板块的并购宗数和规模均有不同程度的下降(图 b)。主板上市公司并购宗数较2018年减少了27.95%,但并购规模较2018年只减少了6.57%,单宗交易金额为11.54亿元,较2018年的7.48亿元/宗增长29.67%;中小板上市公司并购宗数较2018年减少近40%,减幅最为明显,但单宗交易金额较2018年有所上升;创业板上市公司并购宗数和并购规模较2018年分别下降了27.15%、44.64%,单宗交易金额仅为2.97亿

^① 数据来源:笔者搜集上市公司并购相关数据整理而来(下同)。

元,延续了 2018 年的小额并购风格。

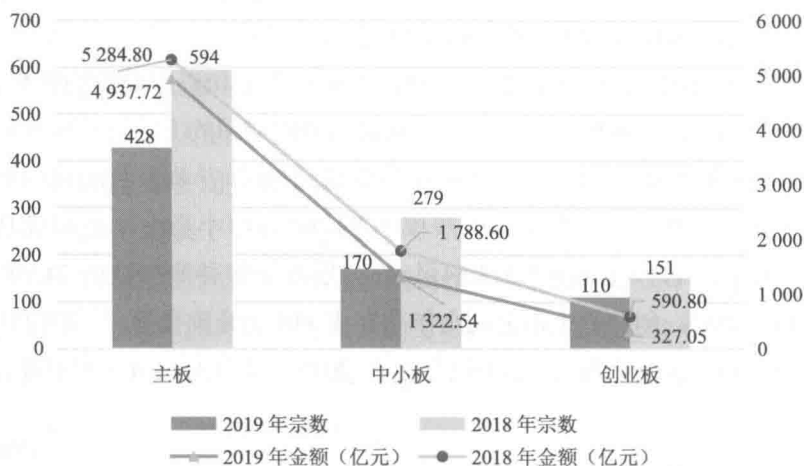


图 b 2019 与 2018 年上市板块并购情况对比
(左轴为宗数、右轴为金额)

从双方交易的相对资产规模来看,2019 年中国资本市场“蛇吞象”宗数占比为 5.78%,相比 2018 年、2017 年的 4.23%、3.69%有所上升(图 c)。在 2019 年发生的 161 起重大资产重组案例中,有 22 起交易的收购方资产规模小于被收购方资产规模,占比约为 13.67%。“国民融合”中较为典型的“蛇吞象”案例有国投智能科技有限公司收购美亚柏科(300188.SZ)的案例,尽管美亚柏科的资产规模是国投智能资产规模的四倍之多,但是国投智能属于国家的投资平台,背后资金实力雄厚,此次并购交易符合“国民共进”的市场战略导向,将电子取证这类涉及政府工作内容的行业龙头纳入国家的羽翼,既有利于为国资平台注入民企活力,又可以为电子取证领域的发展提供足量的资金支持和客户资源。霞客环保(002015.SZ)收购协鑫智慧能源股份有限公司是 2019 年民营企业并购中较为典型的“蛇吞象”案例,标的方资产规模约为收购方的 29.70 倍,此次并购中标的方向收购方注入以天然气发电等清洁能源为主的优质资产,置换了盈利能力较弱的资产,增强了上市公司整体的发展潜力。国有企业并购中较为典型的“蛇吞象”案例有东方能源(000958.SZ)收购国家电投集团资本控股有限公司,标的方资产超过收购方资产的 6 倍,此次并购交易预示着国家电投集团的资产改革进程加速,是国企改革的重要举措。

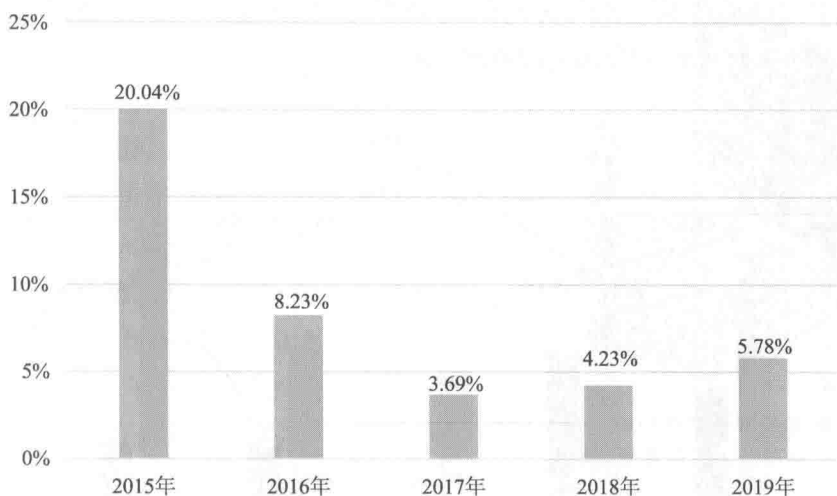


图 c 2015—2019 年中国证券市场“蛇吞象”并购交易宗数占比

一方面,2019 年外部环境的复杂性进一步凸显,来自国际环境的压力和国内经济速度的放缓使我国产业发展面临着转型升级的要求,打造科技强国、补齐产业链短板是当前的战略发展需求。另一方面,整体市场在经历了 2016 年供给侧改革、2017 年和 2018 年环保政策之后,龙头的优势愈发明显,通过整合市场、拓展市场不断提高市场集中度,优化资源配置。2019 年中国证券市场百亿元级的并购事件体现了内外环境的特点。

百亿元级并购交易在经历了 2017 年的回落之后开始逐渐回暖,2019 年中国证券市场共涉及 17 笔超百亿元的“航母级”并购,其中国企“航母级”并购发生 8 起,占比 47.06%,较 2018 年的 54.55%下降了 7.49%,民营企业的“航母级”并购略占上风(图 d)。例如,韦尔股份(603501.SH)斥资 130.23 亿元收购北京豪威科技有限公司,标的公司是世界排名前三的芯片研发设计和销售企业,此次收购是我国民营企业发展硬科技的典型案例,通过并购交易整合了产业资源,优势互补。2019 年半导体行业的最大收购案例是闻泰科技(600745.SH)作价 199.25 亿元收购 Nexperia Holding B.V.(安世集团),闻泰科技作为国内原始设计制造商的龙头,在此收购中引入较多资金方,包括云南城投集团。云南国资委以参与方的形式,可以为当地引入较为完整的集成电路产业链。标的方安世集团是国外优质的半导体企业,此次并购是贸易摩擦背景下弥足珍贵的收购海外芯片巨头的机会,有利于弥补我国在关键技术方面的短板。从 2015—2019 年中国证券

市场百亿元“航母级”并购趋势来看,除 2017 年外,国企百亿元级并购占比基本稳定在 50% 的水平,可见国企改革渐见成效。

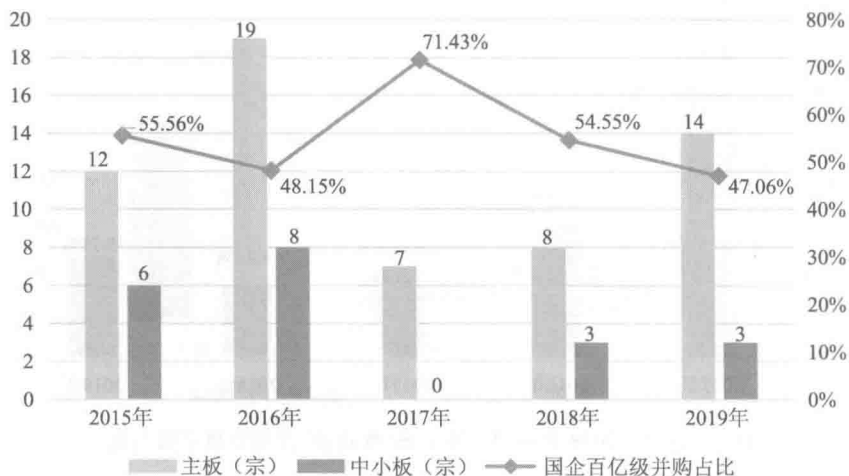


图 d 2015—2019 年中国资本市场百亿元级并购对比

二、并购溢价低位徘徊,各产业板块呈现新特征

合理的并购定价是保证并购成功的关键,并购溢价^①不仅可以反映标的公司本身的价值,还反映了交易双方对并购后企业价值的预期。2019 年上市公司并购市场总体溢价倍数低位徘徊,较 2018 年的 2.06 倍溢价略微增长,溢价倍数达到 2.15 倍。但是,2019 年溢价倍数仍未超过 2017 年的 2.68 倍,远低于 2016 年的 11.38 倍,可视为继 2016 年直线飙升后的市场理性延续,这与中国证监会从严监管并购重组的“三高”问题不无关系。

从并购交易板块分布来看,中小板上市公司平均愿意支付的溢价倍数最低,为 1.93 倍,其次是主板上市公司的 2.19 倍,创业板上市公司则愿意支付最高的溢价,溢价倍数为 2.60 倍(图 c)。对比 2016—2018 年的并购溢价倍数,三板并购溢价倍数的高低顺序有所改变,中小板并购溢价倍数创下最低纪录,而创业板的并购溢价倍数明显回调,但还是略低于 2017 年 3.07 倍的并购溢价倍数。其中,山东钢铁集团矿业有限公司以无偿划转的方式借壳收购净资产约 23.96 亿

^① 并购溢价:本报告以并购案例交易成交价格与并购主体应享有的交易标的净资产账面价值份额之比作为并购溢价倍数。

元的金岭矿业(000655.SZ),此类借壳案例不乏出现,使得即使在 2019 年并购政策宽松的环境下,总体溢价倍数依旧维持低位运行。

从并购交易涉及的产业分布来看,第三产业的并购溢价倍数最高,为 2.49 倍,较 2018 年增长最大,达 11.89%;其次是第一产业的 2.20 倍;第二产业的并购溢价倍数最低,为 1.98 倍。与 2017 年、2018 年并购溢价倍数相比,2019 年不同产业的收购方所愿意支付的并购溢价倍数的高低顺序有所改变,除第一产业外,数值较 2018 年均有所提升(表 a)。

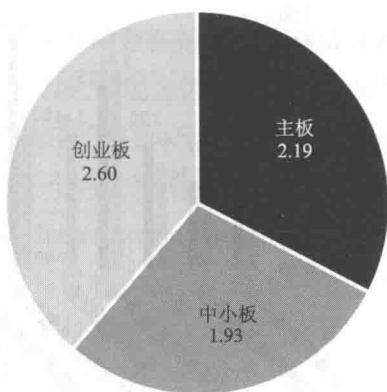


图 e 2019 年不同板块并购主体愿意支付的溢价倍数

表 a 2016—2019 年上市公司并购溢价倍数对比

	并购板块		并购行业			合计	
	主板	中小板	创业板	第一产业	第二产业		第三产业
2016 年	8.96	11.41	9.59	15.06	7.97	13.49	11.38
2017 年	2.28	4.48	3.07	3.65	2.33	3.02	2.68
2018 年	2.10	3.28	0.89	2.40	1.95	2.23	2.06
2019 年	2.19	1.93	2.60	2.20	1.98	2.49	2.15

从标的资产所处行业来看,标的方是否处于热点行业以及并购方对标的方所处行业的未来预期等因素都会直接影响并购方支付并购溢价的意愿。近年来,随着新晋父母受教育水平和对子女要求提高、居民收入水平增长以及教育需求向三四线城市下沉,叠加国家政策支持 and 供给端资本投资大量涌入等因素,教育行业呈现高速发展。其中,昂立教育(600661.SH)以高溢价方式收购负净资产上海凯顿信息科技有限公司的案例,显著抬升教育行业的并购溢价。2019 年教育行业并购方愿意支付的并购溢价最高,溢价倍数高达 412.59 倍,创自 2016 年以来的新高,是 2016 年教育行业溢价倍数 34.71 的 11.89 倍,更是 2019 年全年溢价倍数 2.15 的 191.90 倍。居于其次的是文化、体育和娱乐业的 3.98 倍以及居民服务、修理和其他服务业的 3.48 倍(图 f)。

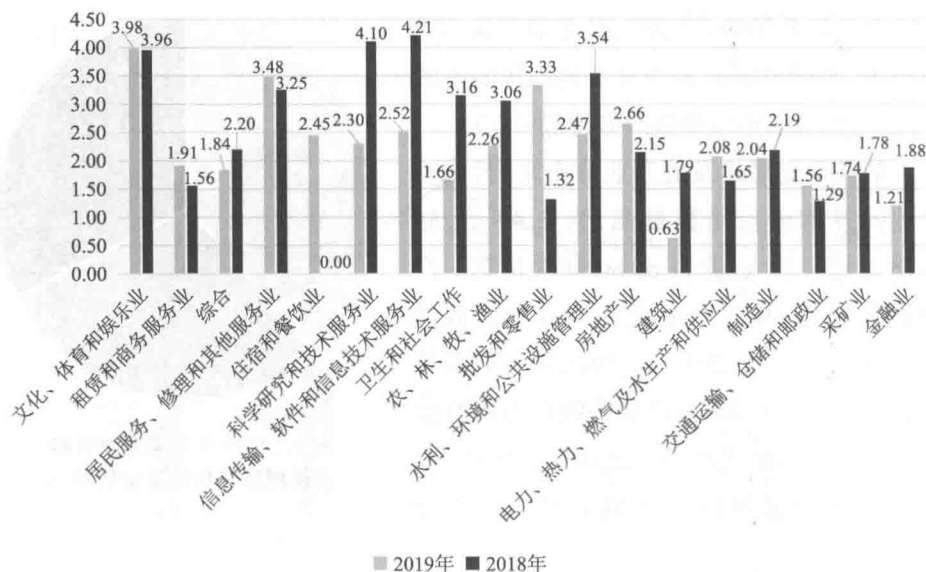


图 f 2019 和 2018 年不同标的行业并购溢价倍数对比

从 2019 年与 2018 年不同标的行业并购溢价倍数来看,2019 年有 9 类标的行业溢价倍数同比增加,有 10 类标的行业溢价倍数同比减少。其中,溢价倍数增长明显的标的行业有 2019 年溢价倍数为 412.59 倍的教育行业、3.33 倍的批发和零售业;溢价倍数减少明显的标的行业有 2019 年溢价倍数为 0.63 倍的建筑业、1.66 倍的卫生和社会工作。在国内经济下行压力持续增强下,内需消费带动经济增长作为有效手段,进一步提升对批发和零售业的愿景。

从并购方所选择的溢价支付方式来看,创新支付方式种类多样、组合多元,如资产置换、无偿划转、股权质押式回购等,但现金支付方式仍居主导地位。2019 年并购交易中单纯使用现金进行支付的案例数达 578 宗,占有交易数量的比例为 81.64%,交易金额约为 3 002.68 亿元,与 2018 年的交易金额相比增加 0.25%。2019 年现金支付方式所占比例与 2018 年相比保持一致,说明现金支付仍然是上市公司青睐的主要方式。其余 130 宗并购交易则采用一系列创新支付方式,包括股票、无偿划转、可转债转股、资产置换等,宗数占比为 18.36%,交易金额约为 3 584.63 亿元,与 2018 年的交易金额相比减少 23.22%。

在证监会对并购重组质量“从严监管”的政策背景下,上市公司尽可能回避监管底线,选择合适的支付方式。由于发行股份购买资产类等重组方案存在历时长、被否率较高、股权大幅缩水等风险,现金收购方式所具有的决策时间短、不

会造成收购方股权稀释等优势得以充分体现,也成为期望在短时间内完成并购的上市公司的不二之选。纵观 2019 年中国证券市场,以现金为支付手段的交易频繁出现,如昊志机电(300503.SZ)以 130.25 的高溢价倍数,斥资 2.21 亿元购买 Bleu Indim SA 的 100% 股权,成功实现历时约 1 个月的短期跨境并购;紫金矿业(601900.SH)斥资 26.52 亿元购买 CuAu International Holdings (BVI) Ltd.72% 的股权,实现“一带一路”跨境并购。但可以看到,占比 81.64% 的 578 宗现金交易涉及金额约为 3 002.68 亿元,仅占全年总金额的 45.58%,平均单笔交易金额仅为 5.19 亿元,远低于创新支付方式的 27.57 亿元。由于单纯使用现金支付不仅会占用上市公司的大量现金流,还容易给公司造成沉重的财务负担,因此也决定了以现金支付的并购交易规模会受到一定的限制。上市公司考虑到自身现金流的不足或巨额的并购交易,往往会借助于发行股份、发行可转债、资产置换或多种形式的组合来完成支付。

纵观 2019 年的并购交易事件,创新支付方式主要用于大额并购交易,或适用于设计较为复杂的并购交易中。整体来看,我国的并购支付手段创新度还不算高,股票支付以及现金与股票支付相结合的方式仍是并购交易最主要的创新支付工具,其他创新支付方式虽然继续存在,但使用主体仍然寥寥无几。总体而言,2019 年中国上市公司并购交易中以股票(包括现金与股票同时使用)方式支付的宗数共有 91 起,占创新支付总宗数的 70%;交易金额高达 3 431.91 亿元,高于纯现金交易总额的 3 002.68 亿元,占创新支付交易总金额的 95.74%,可见股票仍然是上市公司面对巨额收购最偏好的创新支付工具(图 g 和图 h)。如天业通联(002459.SZ)发行股份购买晶澳太阳能有限公司,实现成功换壳。

另外,资产置换方式被视作各类重组方式当中优化资产匹配最高效的一种,可以很快地盘活上市公司的不良资产,也经常被上市公司加以使用。2019 年中国证券市场涉及资产置换的并购交易共有 11 宗(包括资产置换与现金或股票的组合),其交易金额共计 70.70 亿元,占创新支付交易总金额的 1.97%,与股票(包括现金与股票同时使用)支付金额相加占比高达 97.71%(图 g 和图 h)。此外,发行可转债与股权质押式回购也在一定程度上丰富了多层次的支付方式,如协鑫智慧能源股份有限公司利用资产置换与发行股票的相结合的方式,借壳霞客环保(002015.SZ);雷科防务(002413.SZ)发行可转债,并结合现金与发行股票的方式分别收购了西安恒达微波技术开发有限公司和江苏恒达微波技术开发有

限公司 100% 的股权；成都国兴昌贸易有限公司通过股权质押式回购方式，收购 ST 斯太(000760.SZ)。

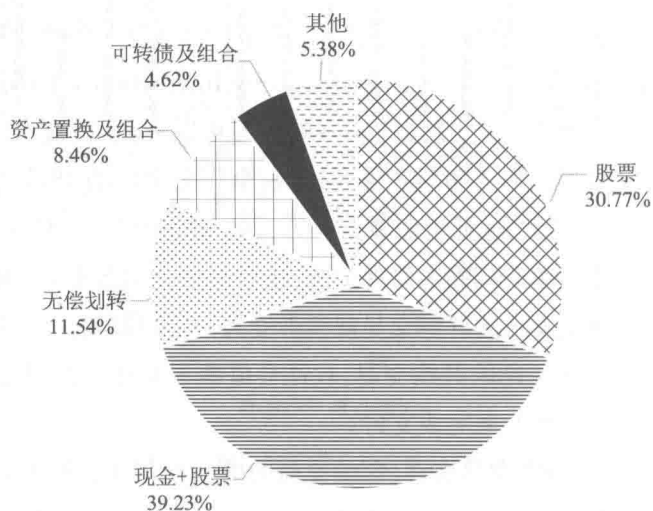


图 g 2019 年中国并购创新支付方式宗数占比

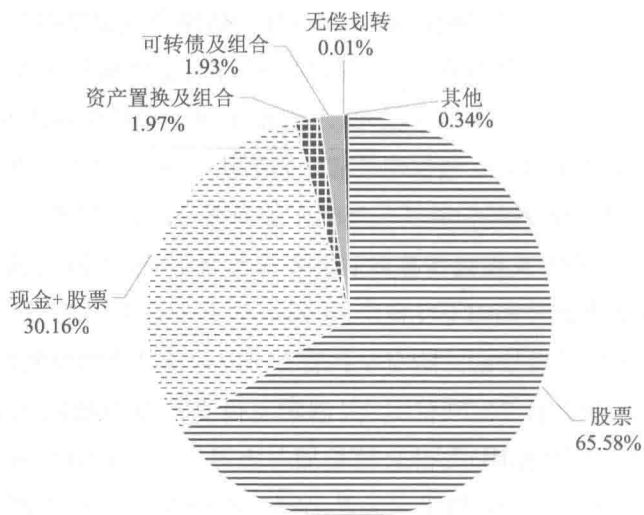


图 h 2018 年中国并购创新支付方式金额占比

在国企混合所有制改革的大浪潮下，无偿划转成为国企并购交易中常常采