

# 2019

## 白沙泉中国并购年报

Chinese M&A Market Report

遵养时晦 以待足下

## 版权声明

本报告是在白沙泉并购金融街区、浙江省并购联合会的支持下，由浙江大学互联网金融研究院司南研究室、白沙泉并购金融研究院具体执行的，于2019年5月正式发布的报告。报告分析内容基于“白沙泉中国并购指数（Baishaquan China M&A Index, BMI）”，指数每日计算、每周更新，详见浙江省并购交易服务平台官网（蓝血并购）。本报告中所有的文字、数据均受到中国法律知识产权相关条例的版权保护。未经书面许可，任何组织和个人不得将本报告的信息用于其他商业目的。



## 项目组成员

### ■ 主持人

- |     |  |
|-----|--|
| 贲圣林 | 浙江大学国际联合商学院院长<br>浙江大学互联网金融研究院（浙大AIF）院长           |
| 龚小林 | 浙江省并购联合会执行会长<br>白沙泉并购金融街区联合创始人<br>白沙泉并购金融研究院创始院长 |
| 陈汉聪 | 白沙泉并购金融研究院执行院长                                   |

### ■ 研究团队

- |     |            |
|-----|------------|
| 吕佳敏 | 浙大AIF司南研究室 |
| 顾月  | 浙大AIF司南研究室 |
| 李少佳 | 白沙泉并购金融研究院 |
| 郭腾  | 白沙泉并购金融研究院 |
| 罗丹  | 浙大AIF司南研究室 |
| 胡康  | 浙大AIF司南研究室 |
| 鲁兰心 | 浙大AIF司南研究室 |
| 金佳琛 | 浙大AIF司南研究室 |
| 张泽野 | 浙大AIF司南研究室 |
| 韩其中 | 浙大AIF司南研究室 |
| 陈希玺 | 浙大AIF司南研究室 |
| 黄泽楠 | 浙大AIF司南研究室 |
| 张蓓蕾 | 浙大AIF司南研究室 |
| 章俨  | 白沙泉并购金融研究院 |
| 邓建  | 白沙泉并购金融研究院 |
| 盛能  | 白沙泉并购金融研究院 |



## 序1

### 知行合一，打造并购市场指南针

作为现代企业发展的重要手段之一，并购在一次次的实践中找寻着“1+1>2”的最佳实现方式。自19世纪末至今，国际上已经出现六次大的并购浪潮，多数发生在经济发达、金融繁盛的西方国家，即使跨国并购在20世纪末逐渐流行开来，发展中国家依然主要承担着并购东道国的角色。改革开放后，随着中国经济实力的增强，中国的并购市场开始发展。2018年，仅与上市公司相关的新发起与已完成并购便分别达6000多起与3000多起，金额分别为1.8万亿元与1.2万亿元，中国并购市场的发展值得期待。

当前，供给侧结构性改革如火如荼，金融市场也在进一步深化改革开放，并购活动的适度活跃或许将成为推进社会资本合理配置、多层次资本市场尽快建立、中资企业“走出去”的重要手段。当然，真正有价值的并购一定是有利于企业健康发展的并购，可以促进企业协同、增加产业价值，实现金融服务实体经济的核心要求。正因如此，我们要研究并购市场、探索并购活动，推动并购各方主体的积极合作，引导并购市场的健康发展，而这需要理论研究者、规则制定者与其他市场参与者的共同努力。

行之力则知愈进，知之深则行愈达。我们对并购市场越了解，便越能抓住问题关键，推动改革优化。很高兴，在白沙泉并购金融街区、浙江省并购联合会的支持下，浙江大学互联网金融研究院司南研究室可以与白沙泉并购金融研究院携手，对中国并购市场的活跃性进行研究，并推出“白沙泉中国并购指数（BMI）”，成为监测并购日活跃度的第一个平台。当然，我们目前的研究仍然较为浅显，并购活动也以上市公司及相关企业为主，未来我们会努力做广、做深，拓展平台监测范围，增加微观分析视角，让我们的研究更加落地，惠及更多并购市场主体，也推动社会各界对中国并购市场的积极关注与讨论，从而促进中国资本市场的良性发展。

浙江大学国际联合商学院 院长  
浙江大学互联网金融研究院 院长

2019年5月



## 序2

### 雄关漫道真如铁，而今迈步从头越

长期以来，并购市场上一直缺乏一个能够系统反映我国并购活跃度的指标体系，为并购从业者提供系统完整、准确可靠、时效性强的并购市场数据信息，反映并购市场变化规律和发展趋势，从而发挥市场信息在指导并购行为、引导市场和服务决策中的作用。这一现状一直困扰着广大金融从业者们，更是并购人士普遍感到缺憾的地方。

为改变这一现状，浙江省并购联合会和白沙泉并购金融街区自成立以来，就一直谋划编制一个全国性并购指数。一方面，希望通过这一指数为国内外从事并购重组相关工作的上市公司及各类机构提供一个重要的行业风向标；另一方面，也意在更好地响应浙江省以并购重组为主题的“凤凰行动”计划，服务浙江省打造“并购理论高地”的奋斗目标。

然而，立志高远却举步维艰！白沙泉中国并购指数的编制是一项非常复杂和困难的工作。相比其他金融类指数的数据来源，并购事件发生的金额高、频率低、周期长，且并购数据标准化难度高、涉及的影响因素多，加上时间紧、任务重，使得指数的编制难关重重。为了能够使指数尽快面世、尽快解决行业资讯痛点，指数编制团队打磨模型、清洗数据、推敲形式、撰写文稿，夜以继日地攻克难关，终于推

出了指数1.0版本，反映了我国以上市公司作为买方的并购活跃度及分地区和行业的并购活跃度情况，基本达成了预期目标。

未来，我们希望能够把白沙泉中国并购指数打造成板块内容全、数据覆盖广、更新频率快和模型更科学的专业指数，形成包含我国整体并购活跃度、分省份、分城市和分行业一应俱全的完整体系。在发布方式上，我们将通过浙江省并购交易平台官网官微、白沙泉并购金融街区官微及新华网、普华永道等合作方渠道，以完整年度报告、热点报告等形式进行指数成果展示。

雄关漫道真如铁，而今迈步从头越。白沙泉中国并购指数虽然已经正式面世了，但或许还存在一定的不足之处。我们恳请大家对我们的工作提出宝贵意见和建议，共同为中国并购事业的发展添砖加瓦、贡献力量！

浙江省并购联合会 执行会长  
白沙泉并购金融街区 联合创始人  
白沙泉并购金融研究院 创始院长  
2019年5月



### 序3

## 中国并购市场的风向标

《2019白沙泉中国并购年报》的正式发布是一件值得庆贺的事。

2014年，中国政府正式提出“新常态”这一词语，来描述中国经济所进入的新发展阶段。同年底，中国证监会发布了修订后的《上市公司收购管理办法》及《上市公司重大资产重组管理办法》，进一步完善了资本市场的基础制度体系，为优化资源配置、提升市场效率扫除了障碍，也在近5年间，推动了中国资本市场并购重组业务的大发展。如今，在促进产业转型升级、推动经济高质量发展的宏观政策导向下，并购重组将作为企业外延式发展、资本市场发展乃至国民经济发展的一个重要抓手，继续发挥十分关键的作用。

作为全球领先的专业服务机构，普华永道自进入中国市场以来，一直看好中国企业的发展前景，并积极运用专业能力、自身经验和全球资源努力服务中国客户。我们从2010年起，定期发布《中国企业并购市场回顾及展望》半年报告，根据不同数据分析中国企业及私募股权基金作为投资者在国内外进行的并购交易，追踪热点行业，展望未来趋势。此外，我们还对热门行业的并购趋势进行深度研究、定期分享行业观点，包括但不限于房地产、医疗、消费品等领域，以便更快、更好地为客户提供最新的整体市场发展趋势分析和行业资讯。

如何为相关企业提供简单明了的参照系？如何为各市场主体提供科学合理的并购风向标？这是一直困扰行业的难题，也需要大量人力、物力、财力的投入。白沙泉并购金融街区联合浙江省并购联合会、白沙泉并购金融研究院、浙江大学互联网金融研究院等专家及专业团队的力量，通力协作，经过一年多时间的筹备和开发，于2018年11月16日第二届白沙泉全球并购峰会上正式发布白沙泉中国并购指数。白沙泉中国并购指数具备高度的编制专业性、数据覆盖面广、发布频率快、时效性强等特点，可以为中国并购行业提供重要的决策依据。

作为并购市场的积极参与者，我代表普华永道，感谢白沙泉并购金融街区及浙江省并购联合会、白沙泉并购金融研究院、浙江大学互联网金融研究院等相关机构的共同努力，并对这份并购指数报告的面世表示衷心的祝贺。今后，普华永道也希望能够与市场各方围绕并购的相关话题展开更加深入的探讨与合作。

普华永道亚太及大中华区 主席  
2019年5月

## 导 读

《2019白沙泉中国并购年报》是基于白沙泉并购指数（Baishaquan China M&A Index，简称BMI）的分析研究报告。BMI是一组由主指数（中国并购指数）和子指数（行业并购指数、省份并购指数、城市并购指数）共同构成、相互补充、每日计算、每周更新的系列指数，其目的为科学评估中国并购活跃情况，实时观测并购市场发展动向。而本报告则在BMI的数据基础上进行延伸，着重对2018年中国上市企业的相关并购活动进行分析，透视当前并购动向，把握未来并购趋势。

2018年，全球经济虽持续复苏，但风险犹存；中国经济下行压力不减，依然坚持供给侧改革。在此背景下，并购市场经历了政策从趋严向宽松的转变，活跃度虽不及2015~2016年的历史高点，但依然在高位波动，全年BMI主指数维持在4000点以上，最高达9243.58点。上市企业相关并购中，新发起并购6283起，金额超1.8万亿元（同比增长2.7%）；已完成并购3033起，金额近1.2万亿元（同比增长6.1%）；并购平均时长增长至177天，为近五年之最。从BMI行业排名来看，商务服务业、批发业、资本市场服务业位列三甲，科技推广和应用服务业、软件和信息技术服务业紧随其后，并购正成为助推产业升级的重要力量。从BMI地区排名来看，粤港澳、京津冀、长三角等地区并购最为活跃，BMI省份排名三甲——广东省、北京市和浙江省的并购事件与金额占全国并购事件与金额总量的10%以上，BMI前十省份并购数量与金额约占全国七成，并购市场地区集中度高。此外，浙江省并购活跃度位居全国第三，新发起和已完成并购交易较2017年量降价升，软件和信息技术服务业的整合、重工业整合与制造能力的升级成为2018年推动浙江并购市场发展的主要动力。

未来，国内外政治经济形势将愈加复杂，改革开放进一步深化，供给侧结构性改革持续推进，并购市场将面临更多的机遇与挑战。一方面，国内并购政策逐渐放宽，“一带一路”合作持续推进，并购成为中国产业升级、企业走出国门的积极选择；另一方面，各国贸易摩擦时有发生、对外资并购限制审核趋严，中国企业的跨国并购也或将遭遇更多阻碍。但无论如何，并购市场的各相关主体都应共同努力，在提升自身治理与服务能力的同时，推动市场的良性发展。

# Executive Summary

The 2019 Baishaquan Chinese M&A Market Report is based on the analysis of the Baishaquan China M&A Index (BMI), a series of indices consisting of a main index (China M&A Index) and a set of sub-indices (industry M&A index, provincial M&A index and city M&A index), both of which are mutually complementary, calculated and updated on daily and weekly basis, respectively. BMI strives to evaluate the activity of M&A transactions in China scientifically and observe the dynamics and trends of Chinese M&A market closely. Based on the BMI statistics constructed, this report further analyses the M&A activities of listed companies in China during 2018, so as to capture the current M&A status and shed light on the future M&A trends.

Although 2018 witnessed continuous recovery of the global economy, political uncertainties and economic risks never ceased to emerge and linger. Chinese economy suffered from persistent downward pressure while the supply-side structural reform sustained.

In this context, the M&A market experienced a period of policy shift from relatively tight to comparatively loose political control. Although the market activity was not as vigorous as its historical high in 2015–2016, it fluctuated around a high level. The main index of BMI 2018 remained above 4000 points and peaked at 243.58 points.

Among listed companies observed, there were 6283 newly initiated M&A transactions, corresponding to a market value of over 1.8 trillion RMB (a year-on-year rise of 2.7%), and 3033 completed M&A transactions, amounting nearly 1.2 trillion RMB (a year-on-year rise of 6.1%). The average duration of M&A activities increased to 177 days - the longest in the past five years.

Business services, wholesale and capital market services ranked as top three in the BMI industry ranking, followed closely by technology promotion and application services, as well as software and information technology services. Mergers and acquisitions had become a crucial force to boost industrial upgrading.

According to the BMI regional ranking, the M&A markets in the Greater Bay Area (Guangdong, Hong Kong and Macao), Beijing-Tianjin-Hebei Region, Yangtze River Delta Region, appeared to be the most active. The top 3 of BMI provincial ranking are Guangdong, Beijing and Zhejiang, the total of which were responsible for over 10% of the M&A turnover and monetary values within China,



while the top 10 provinces accounted for around 70% of market total, indicating a fairly high concentration of M&A market.

In addition, Zhejiang's M&A activity ranked the third nationally. Its newly launched and completed M&A transactions were lower in quantity but higher in value comparing to that of 2017. Its M&A market was mainly driven by the integration of software and information technology services, the upgrading of heavy industry integration and its manufacturing capacity in the past year.

In the foreseeable future, the political and economic situation at home and abroad tend to be even more complicated; the reform and opening up policies will be further strengthened; the supply-side structural reform might continue to advance, and the M&A market will be exposed with more opportunities as well as challenges. On one hand, domestic M&A policies are gradually loosening up while the "Belt and Road" initiative remains a national strategy, all of which seem to suggest M&A as a viable choice for China's industrial upgrading as well as enterprises going abroad. On the other hand, international trade frictions persist and supervisions on M&As involving foreign capital tend to be tighter, posing more obstacles to cross-border M&As by Chinese companies. The healthy development of M&A market calls for joint efforts from stakeholders at all levels and particular emphasis shall be placed on the management and services of the market.

# TITLE OF CONTENTS

引言	1
第一章 2018年并购市场概览	2
1.1 全球宏观经济环境变化	3
1.1.1 世界经济增速放缓，不稳定不确定因素明显增加	3
1.1.2 中国经济下行压力增大，但经济结构创新能力持续优化	3
1.2 并购市场概览	5
1.2.1 全球并购市场概览	5
1.2.2 中国并购市场概览	6
第二章 白沙泉中国并购指数分析	8
2.1 BMI编制	9
2.1.1 BMI核心特色	9
2.1.2 BMI计算方法	10
2.1.3 BMI数据处理	11
2.2 BMI全景	12
2.2.1 九年成长，螺旋上升	12
2.2.2 政策送暖，未来可期	13
2.3 BMI行业	14
2.4 BMI地区	17
2.5 BMI新锐	20
第三章 中国并购市场分析	23
3.1 中国并购市场活跃性	24
3.2 中国重点行业分析	28
3.2.1 商务服务业并购	30
3.2.2 批发业并购	33
3.2.3 资本市场服务业并购	35
3.3 中国重点地区分析	38
3.3.1 广东省并购：经济实力强劲，区位优势明显	39
3.3.2 北京市并购：总部经济发达，科创能力领先	43
3.3.3 上海市并购：金融生态多样，国际交流深入	46
第四章 浙江并购市场分析	49
4.1 浙江并购市场活跃性	50
4.1.1 宏观环境：经济相对领跑，政策持续加码	50

# TITLE OF CONTENTS

4.1.2 并购市场：延续螺旋上扬，头部效应明显	51
4.1.3 并购特征：阶段特征明显，私募股权助力	54
4.2 浙江重点行业分析	56
4.2.1 行业并购概况：整体百花齐放，信息产业亮眼	56
4.2.2 汽车制造业并购	59
4.2.3 软件和信息技术服务业并购	60
4.2.4 通用设备制造业并购	61
4.3 浙江重点地区分析	62
4.3.1 区域并购概况：杭甬甬表现突出，区域并购高地成型	62
4.3.2 杭州市并购：省会优势，科技主导	64
4.3.3 绍兴市并购：结构优化，头部成型	66
4.3.4 宁波市并购：经济支撑，开放为机	67
4.4 浙江并购案例分析	69
<b>第五章 中国并购市场展望与建议</b>	72
5.1 并购展望	73
5.2 并购建议	76
5.2.1 政府：推动市场发展，加强合规监管	76
5.2.2 企业：结合公司战略，谨慎参与并购	77
5.2.3 券商：提升专业水平，服务企业并购	79
<b>附 录</b>	80
附录1 2018年白沙泉中国并购指数（BMI）行业排名表	80
附录2 2018年白沙泉中国并购指数（BMI）城市排名表	82
附录3 2018年BMI行业TOP3典型案例	85
附录4 2018年BMI省份TOP4典型案例（不包括浙江省）	86
附录5 2018年浙江省十大并购交易案例	87
附录6 2018年浙江省重点行业典型并购案例	88
附录7 2018年浙江省重点地区典型并购案例	89
<b>后 记</b>	90
<b>关于 我们</b>	91

## 引言

新故相推，日生不滞。集企业之共美、创协同之效益的并购历来倍受各方关注，而自 21 世纪第六次并购浪潮以来，中国并购市场日渐繁荣，全球并购市场中出现了越来越多中国企业的身影。在过去一年，全球经济经历短暂复苏但却依旧充满不确定性，叠加逆全球化和保护主义抬头风险，使得全球并购市场活跃度受影响而有所下降。在此背景下，中国并购市场表现几何？未来又将何去何从？

2018 年 11 月，白沙泉并购金融街区、浙江省并购联合会、白沙泉并购金融研究院和浙大 AIF 司南研究室共同推出“白沙泉中国并购指数”（Baishaquan China M&A Index, 简称 BMI），力图科学反映中国并购活跃情况，实时观测并购市场发展。如今，《2019 白沙泉中国并购年报》依托于 BMI，力求全面勾勒 2018 年中国上市公司相关并购市场图景，多角度剖析市场现状，方向性点明未来趋势，以期为并购理论研究者、规则制定者与其他市场参与者等提供有益参考。

九层之台，起于累土。中国并购市场的日益活跃，将为实体经济健康发展、多层次资本市场完善、社会资源合理配置、“一带一路”等国家战略的有效实施提供有力支撑，为真正实现金融服务实体经济的要义提供助力。在全球经济形势变化莫测、尚不明朗的背景下，唯有不驰于空想、不骛于虚声，深入探索并购市场，明晰市场发展方向，才能备预不虞，转危为机，为中国并购市场的可持续发展提供有益助力。

# 第一章 2018年并购市场概览

1982年诺贝尔经济学奖得主乔治·斯蒂格勒曾提出：“没有一个美国大公司不是通过某种程度、某种方式的兼并而成长起来的。”自21世纪全球第六次并购浪潮兴起以来，中国并购市场日渐繁荣，越来越多的中国企业开始走向世界并购舞台，众多企业通过并购实现了自身的发展壮大，成为国内甚至国际行业龙头，对中国乃至世界经济格局产生了深远影响。本章将对2018年全球和中国的宏观经济环境变化和发展进行简要阐述，并在此基础上回顾2018年全球及中国并购市场主要特征。

## 1.1 全球宏观经济环境变化

2018 年全球宏观环境深刻变化，世界经济虽经历了短暂复苏却依旧动荡，经济全球化遇波折、多边主义受冲击、英国脱欧、美元加息、贸易摩擦等使得全球经济复苏的不确定性不断增强。在此背景下，中国也面临着多年少有的国内外复杂严峻形势，经济转型阵痛凸显，经济下行压力加大，但经济结构创新能力持续优化。

### 1.1.1 世界经济增速放缓，不稳定不确定因素明显增加

2018 年初，全球经济延续了 2017 年复苏态势，制造业景气度持续上升，大宗商品价格上涨，进出口增长加速，发达国家和主要新兴经济体进入了快速复苏与发展阶段。但随后全球经济持续遭遇各种不确定事件：首先，三月底美联储加息政策由温和的鸽派政策转变为强硬的鹰派政策，加息次数由三次变为四次，导致美元回流美国，汇率强势上涨，4~8 月美元汇率快速上涨 5%，而其他货币则出现较大幅度贬值，如人民币快速贬值 10%，日元、欧元贬值 5~7%，土耳其、阿根廷、南非和印尼等新兴经济体甚至出现货币危机。其次，中美贸易摩擦不断，美欧、美日贸易摩擦加剧，给一些企业生产经营、市场预期带来不利影响，全球市场信心受到强烈冲击。再者，英国脱欧谈判、美墨边境墙等事件的进展亦存在诸多不确定性因素。

受此影响，从 2018 年第二季度开始，全球大宗商品价格大幅回落，制造业发展由景气转为低迷，进出口增速掉头减速，全球消费者信心持续下降，欧洲、日本、中国和一些主要新兴经济体经济增速进一步下滑。

在此背景下，国际货币基金组织（IMF）在 2019 年 1 月发布的《世界经济展望》中再次下调了 2019 年和 2020 年全球经济增长率预期至 3.5%和 3.6%，分别较 2018 年 10 月的预期下调了 0.2 和 0.1 个百分点，表明不稳定不确定因素的影响进一步增强，全球经济复苏和持续发展面临严峻挑战。

### 1.1.2 中国经济下行压力增大，但经济结构创新能力持续优化

2018 年，我国面临着经济转型阵痛凸显的严峻挑战，新老矛盾交织，周期性、结构性问题叠加，两难多难问题增多，政策抉择和工作推进的难度明显加大，再加之中美经贸摩擦的影

响，经济下行压力加大。具体而言，一是 GDP 增速持续降低，GDP 增速从 2018 年第一季度的 6.8% 下滑至四季度的 6.4%，全年增速 6.6%。二是消费增速减慢，有效投资增长乏力，制造业增加值增速、社会零售总额增速、固定资产投资增速、社会融资和 M2 增速均创 2008 年金融危机以来历史新低。三是民营和小微企业融资难、融资贵问题尚未得到有效缓解，营商环境与市场主体期待还有较大差距，金融等领域风险隐患依然不少。

但是，我国坚持稳中求进工作总基调，统筹稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险，稳妥应对中美经贸摩擦，着力稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期，经济发展在高基数上总体平稳、稳中有进，社会大局保持稳定。

特别值得注意的是，在进一步深化供给侧结构性改革和落实创新驱动发展战略等的共同作用下，我国经济结构进一步优化，创新能力和效率进一步提升。具体来看，一方面，2018 年我国第一、二、三产业增加值分别较去年增长了 4.2%、10.0% 和 10.3%，服务业在国民经济中占比已经超过一半。在对全年 GDP 增长的贡献率中，第一产业的贡献率为 4.2%，第二产业为 36.1% 且高技术产业、装备制造业增速明显快于一般工业，第三产业对经济增长贡献率接近 60%，消费拉动经济增长作用进一步增强（见图 1-1）。

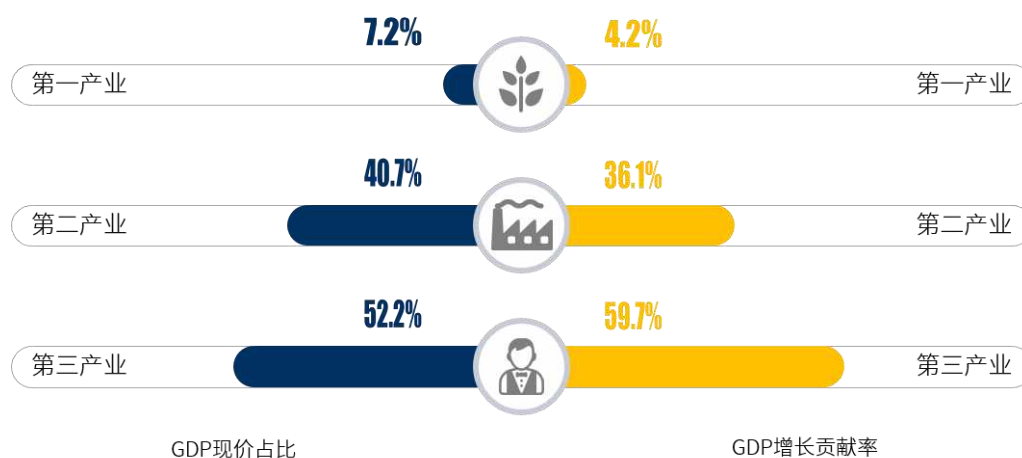


图 1-1 2018 年三产占 GDP 的比例与对 GDP 增长的贡献率

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、Wind

另一方面，我国发展新动能快速成长，创新能力不断增强，新兴产业蓬勃发展，大众创业万众创新深入推进，日均新设企业超过 1.8 万户，市场主体总量超过 1 亿户。技术合同成交额增长在 30% 以上，科技进步贡献率提高到了 58.5%。

综合分析国内外形势，2019 年我国发展面临的环境很可能更复杂更严峻，可以预料和难

以预料的风险挑战或更多更大，但是我国发展仍处于重要战略机遇期，拥有足够的韧性、巨大的潜力和不断迸发的创新活力，能够不断攻坚克难，塑造经济发展新优势。

## 1.2 并购市场概览

2018 年全球经济增速放缓，各并购市场的活跃度也出现了不同程度的下滑，但国内并购政策逐步送暖、并购生态日趋完善，新的并购趋势正逐渐显现。

### 1.2.1 全球并购市场概览

2018 年全球并购交易总体呈现量降价升的态势。一方面，全球并购数量从 2017 年的 19974 起跌至 2018 年的 19232 起，这也是并购数量自 2010 年以来出现的首次下降。另一方面，全球并购金额大幅上涨 16%，从 2017 年的 3.6 万亿美元上升到 4.1 万亿美元<sup>1</sup>，这在一定程度上源于多笔超级并购：如日本武田制药（Takeda Pharmaceutical）以 797 亿美元天价收购美国生物科技公司夏尔（Shire），Cigna Corporation 以 676 亿美元收购 Express Scripts 以及 T-Mobile 以 608 亿美元收购 Sprint Corporation 等。

从并购行业来看，科技行业与医疗健康行业并购增长较快，新兴行业表现突出。目前世界各国均把加大科技投入、鼓励科技创新、抢占技术制高点作为推动经济增长的主要策略。随着科技投入的持续增加，以大数据、人工智能、云计算、区块链、物联网、生物技术为代表的新兴技术不断成熟，新一轮科技革命加速孕育，给世界发展带来新的契机，数字化、智能化、无人化和跨领域协作等新特点逐渐显现，互联网信息、生物医疗、航天航空、先进制造、金融科技等新兴行业快速发展。为快速获取先进技术成果，提升科技能力，相关科技领域的并购在全球范围内大幅增加，过去 10 年，科技行业并购交易量占整体市场的份额已从 2007 年的 6% 显著提高至 2018 年的 17%。根据贝恩公司数据，在 2018 年交易额超过 10 亿美元的战略投资中，能力获取并购约占 15%，较 2015 年的 2% 增长超 7 倍，其中近三分之一的并购交易以获取数字化能力为主要目的。同时，一大批医疗健康企业也将发展目光瞄准了全球市场，纷纷出海圈地，2018 年科技行业与医疗健康行业跨境并购占全球交易量三分之一左右。

从跨境并购来看，2018 年跨境并购金额继续上升，但增长前景堪忧。随着全球化进程的

<sup>1</sup> 本节全球并购相关数据主要参考摩根大通《2019 年全球并购展望》和普华永道《2018 年中国企业并购市场回顾与 2019 年展望》。



推进，2018 年全球跨境并购总金额占全球并购市场总量的 30%。其中，中国市场份额排名世界第五（7.7%），位居美国（21.4%）、英国（11.3%）、日本（11.2%）、加拿大（8.4%）之后。然而，日趋复杂的国际环境已为全球投资与并购交易蒙上了一层阴影，美国调头退出“全球化”阵营、英国脱欧以及民粹主义抬头均已成为全球投资和并购活动面临的不利因素，跨境并购行为或将减少。以中国为例，2018 年中国跨境并购交易量同比大跌 23%，2018 年初美国外资投资委员（CFIUS）以美国国家安全为由拒绝通过中国企业蚂蚁金服对美国企业速汇金（MoneyGram）12 亿美元的收购案，而这已不是美国政府层面第一次以“威胁国家安全”为由阻止中美企业之间的并购交易，严苛的并购审查逐渐成为中国企业跨境并购总量下降的一个重要原因。

## 1.2.2 中国并购市场概览

中国并购市场活跃度在 2016 年达到巅峰后降温，2018 年市场活跃度在维持近三年较高水平的同时持续波动，但相比于 2017 年总体趋缓。与全球并购市场相似，2018 年中国并购交易也呈现量降价升的态势，全年新发起并购数量为 6283 起，已完成并购数量为 3033 起，均出现了近五年来的首次下降，相比于 2017 年分别下降了 6.7%与 15.8%；而全年新发起与已完成并购总金额分别为 18360 亿元人民币和 11922 亿元人民币，相比 2017 年分别上涨了 2.7%和 6.1%。

从并购行业来看，并购方视角下 2018 年商务服务业、批发业、资本市场服务业并购活跃度最高，科技推广和应用服务业以及软件和信息技术服务业紧随其后，且增长迅速；而在被并购方视角下，信息技术、生物技术/医疗健康、机械制造等行业最为活跃。随着技术成世界各国核心逐力点，以及创新中国战略和“中国制造 2025”行动的积极推进、大众创业万众创新的深入开展等，各行各业都积极通过并购方式获取专利、布局技术、抢占市场，期待抓住科技“风口”实现升级。

从跨境并购来看，2018 年中国跨境并购持续降温，创近三年新低。具体而言，中国大陆企业跨境并购数量和金额分别为 627 起和 941 亿美元，较 2017 年分别下降了 22.2%和 23.2%，在 2017 年跨境并购市场降温的基础上进一步下滑（见图 1-2）。

如前文分析所述，2018 年中国跨境并购持续降温主要受全球经济环境、中国外汇管制以及保护主义抬头等方面的影响。首先，2018 年，全球不稳定不确定因素逐渐增强，经济不达预期，各国投资者信心受挫。其次，美元加息导致人民币持续贬值，为了防止资本过度外流，

防范洗钱、逃税等违法行为，我国加强了外汇管制和资本外流，使得中国企业对外投资的难度变大。再者，在保护主义抬头的背景下，各国加强了对其他国家资本（尤其是中国）大举收购本国企业（尤其是科技型企业）的审查。例如，欧盟委员会批准的外国投资监管新法规生效；美国以“国家安全”为由出台《2018 外国投资风险评估现代化法案》，严格审查中国企业对美国科技型企业的收购等。当然，随着“一带一路”战略的深入推进和国内经济增速的放缓等，中资企业仍有出海寻找持续增长机会、获得先进技术和国际网络、提升品牌价值等的强大意愿和动力，中国跨境并购交易或仍将突破阻力继续前进，保持相对较高的活跃性。

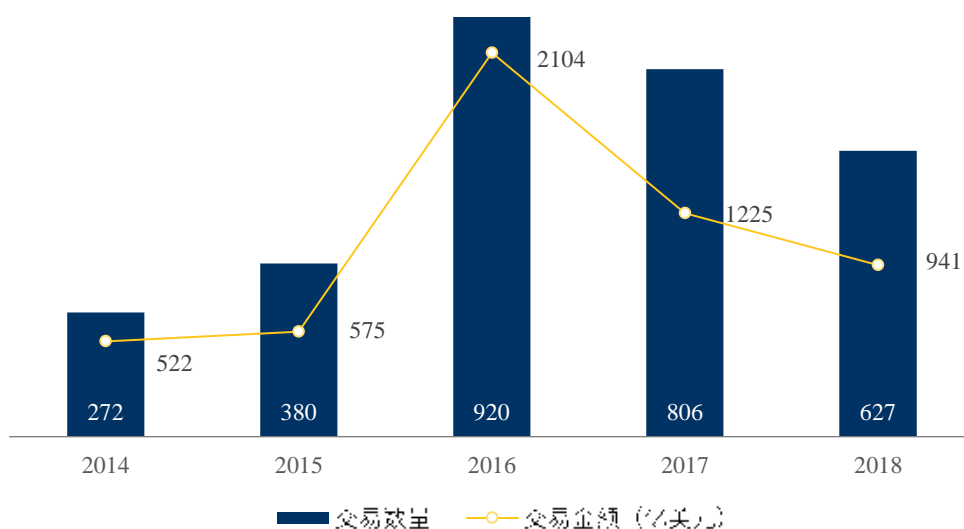


图 1-2 2014~2018 年中国大陆企业跨境并购情况

资料来源：普华永道《2018 年中国企业并购市场回顾与 2019 年展望》

## 第二章

# 白沙泉中国并购指数分析

并购是现代企业开拓市场、寻求发展、提升品牌价值的重要手段，这一行为不仅由企业战略所驱动，还受到国家相关政策、并购市场环境的极大影响，并购兴起、并购、震荡和调整时有发生，影响着经济社会的发展。因此，建立一套指数体系来观测并购市场、反映并购活跃动态是十分必要且意义重大的。在此背景下，白沙泉并购金融街区、浙江省并购联合会、白沙泉并购金融研究院和浙大AIF司南研究室于2018年11月首次推出“白沙泉中国并购指数（Baishaquan China M&A Index, BMI）”，实时反映中国并购市场活跃状况，以期助力市场参与者进行多维分析，引导并购市场资金合理配置。

## 2.1 BMI 编制

BMI 是一组由主指数（中国并购指数）和子指数（行业并购指数、省份并购指数、城市并购指数）共同构成、相互补充、每周更新的系列指数，以 2010 年 1 月 1 日为基期，主指数每日取近 30 日并购数据进行计算并每周更新，行业、省份、城市并购指数每周计算并更新。此外，同步推出的新锐指数通过计算并购指数周增长率展现当期成长性最优的行业与地区。

### 2.1.1 BMI 核心特色

BMI 的基础数据源于同花顺、天眼查等众多并购及企业数据库，通过计算机 API 数据接口的方式，从数据库中自动调取数据信息并进行交叉验证与整合，确保并购数据的覆盖广度、来源多样及实时更新。BMI 建立以来，相关数据量已累积至百万级别，并持续增长。

BMI 的指标框架设计在全面考察国内外现有并购指数的基础上，从并购数量、金额、进程、成功率等因素对并购活跃性进行综合考量。指标赋权与计算依托浙大 AIF 团队相关专利，利用机器学习方法判断指标及各类别数据之间的相对重要程度，结合数百位专家建议，实现科学赋权。



BMI 数据库具备自动化采集功能，通过 API 接口增量式获取各类数据库的实时数据，进行自动化数据采集、清洗、验证与集成，配合自动化指数计算、分析、管理系统，实现指数的自动化更新，并保持指数背后每笔并购交易的可追溯性。

BMI 的最新成果保持每周自动更新，白沙泉并购金融展示馆内大屏、益血并购官网均同步更新，为并购人及时获取并购市场动态提供了便利。同时，本年报亦是 BMI 众多成果之一，结合指数表现，深挖并购数据，分析并购市场，研判并购走势。

## 2.1.2 BMI 计算方法

BMI 在综合考量各类并购活跃因素的基础上建立指标体系，从宏观（并购市场）、微观（并购事件）和效果（并购结果）等多个维度综合展现并购市场的活跃情况。其计算方如下：

### (1) BMI 主指数（中国并购指数）：

以并购方视角反映中国并购市场活跃度，每日更新，取近 30 日并购数据进行计算，BMI 值越高，代表中国并购市场越活跃。

$$\text{BMI 主指数} = 1000 \times \left( \beta_n \times \frac{\sum \omega_i \times N_i}{\sum \omega_i \times N_{bi}} + \beta_m \times \frac{\sum \omega_i \times M_i}{\sum \omega_i \times M_{bi}} \right)$$

其中：

$\beta_n$ ：并购数量权重

$\beta_m$ ：并购金额权重

$\omega_i$ ：阶段*i*活跃调节系数

$N_i$ ：近 30 天阶段*i*并购数量

$M_i$ ：近 30 天阶段*i*并购金额

$N_{bi}$ ：基期近 30 天阶段*i*并购数量

$M_{bi}$ ：基期近 30 天阶段*i*并购金额

阶段*i*包括：新发起、进行中、已完成、失败

### (2) BMI 子指数（行业/省份/城市并购指数）：

以并购方视角反映不同行业/省级行政区/地级行政区并购活跃度，每周计算并更新，BMI 值越高，代表该行业/省份/城市并购越活跃。

$$\text{BMI 子指数} = 100 \times \left( \beta_n \times \frac{\sum \omega_i \times N_i}{\frac{1}{n} \sum \omega_i \times N_{bi}} + \beta_m \times \frac{\sum \omega_i \times M_i}{\frac{1}{n} \sum \omega_i \times M_{bi}} \right)$$

其中：

$\beta_n$ ：并购数量权重

$\beta_m$ ：并购金额权重

$\omega_i$ ：阶段*i*活跃调节系数

$N_i$ ：近 30 天阶段*i*并购数量

$M_i$ ：近 30 天阶段*i*并购金额

$N_{bi}$ ：基期近 30 天阶段*i*并购数量

$M_{bi}$ ：基期近 30 天阶段*i*并购金额

$n$ ：参与基期计算的全国行业、省级行政区、地级行政区数量

阶段*i*包括：新发起、进行中、已完成、失败

### (3) BMI 新锐指数：

以并购方视角反映不同行业/省级行政区/地级行政区并购活跃度的增长情况，每周计算并更新，新锐值越高，代表该行业/省份/城市并购活跃度增长幅度越大。

$$\text{BMI 新锐指数} = 100 \times \frac{\text{BMI}_i - \text{BMI}_{i-1}}{\text{BMI}_{i-1}}$$

其中：

$\text{BMI}_i$ ：本周 BMI 子指数*i*

$\text{BMI}_{i-1}$ ：上周 BMI 子指数*i*

BMI 子指数*i*包括：行业并购指数、省份并购指数、城市并购指数

需要强调的是，为合理描绘并购事件不同时期对并购市场活跃度的不同影响，即使是相同阶段，其活跃度调节系数也非定值，而是采用相应函数模型进行拟合，以准确反映并购事件在一段时间内对并购市场活跃性的影响。

## 2.1.3 BMI 数据处理

BMI 的基础数据来源于同花顺 iFinD、天眼查等被广泛应用的数据库，为保证指数的科学性与严谨性，我们对数据进行了相应处理，说明如下：

(1) **中国上市企业相关数据**：为保证并购信息的准确性与有效性，BMI 选择同花顺数据库中上市企业相关并购数据进行指数计算与分析，其结果主要反映中国上市企业相关并购活跃度情况。

(2) **国民经济行业分类**：为保证行业分类标准的官方性与权威性，BMI 采用国民经济行业分类标准对相关企业进行分类，共涉及 89 个行业类型。

(3) **省/地级行政区**：为全面覆盖中国各地并购市场数据，BMI 以最新省/地级行政区划为基准，对各地并购活跃度进行测算，共涉及 34 个省级行政区、340 个地级行政区。

(4) **数据筛选**：为保证指数结果的客观性与准确性，BMI 剔除了并购金额、发起时间等部分指标缺省或异常的数据。

需要明确的是，BMI 是开放且保持动态调整的。考虑到信息公告与数据库收录等延迟因素，BMI 的相关数据与指数结果也将随着并购信息的补充与完善进行追溯调整，以期不断贴近真实市场状态。与此同时，在日后的研究中，BMI 体系也将不断优化，力求更加准确地追踪市场。

## 2.2 BMI 全景

1984年7月，河北保定纺织机械厂和保定市锅炉厂以承担全部债权债务的形式分别兼并了保定市针织器材厂和保定市鼓风机厂，实现了改革开放以来国有企业兼并的先河，随后各类并购事件不断涌现，并随着资本市场的完善而逐渐丰富，跨境并购、杠杆并购均出现了“第一个吃螃蟹的人”。进入21世纪后，中国加入WTO，改革开放逐步深化，并购主力由国企转向民企，并购目的由国家战略需求转向企业市场选择，涉及行业、并购方式更是逐渐多元。BMI以2010年1月1日为基期，追溯近十年的并购足迹，直观展现并购市场的发展。

### 2.2.1 九年成长，螺旋上升

总体来看，中国并购市场从2010年开始便呈现螺旋上升状态，至2015年迎来大发展，达到历史高点，之后热度趋缓，进入平台波动期（见图2-1）。

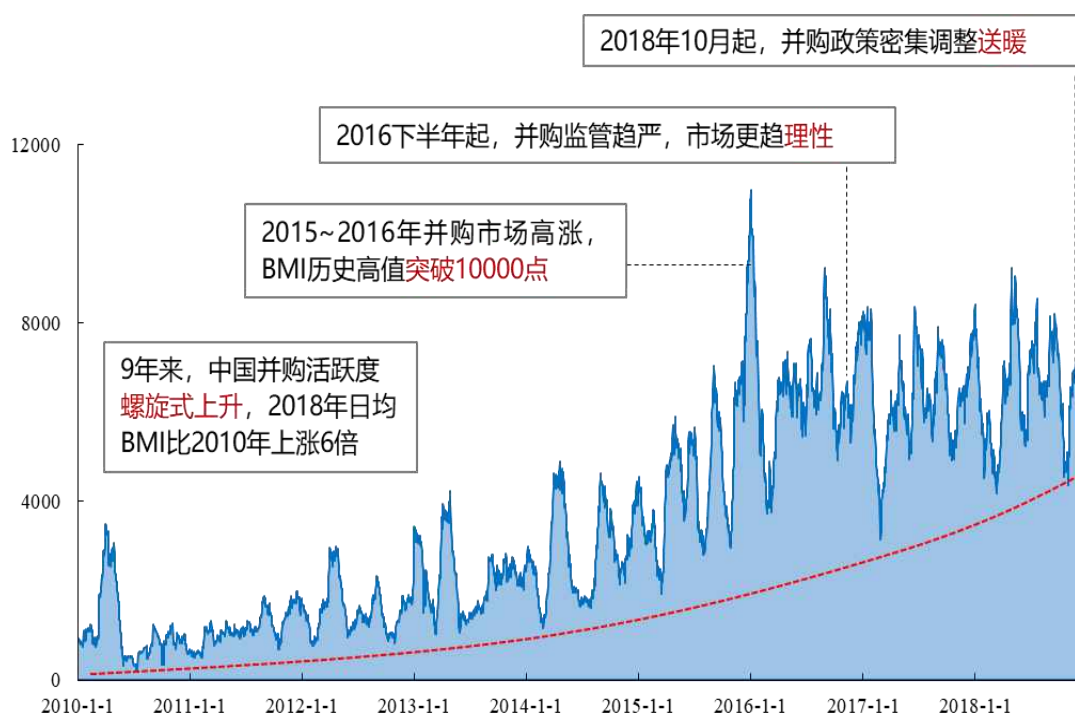


图 2-1 2010~2018 年 BMI 主指数波动情况

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

2010年以来的中国并购市场可以依据活跃度的不同分为三个发展阶段：



## 2.2.2 政策送暖，未来可期

表 2-1 列举了近三年较为重要的并购相关政策，可以看到，2016 年下半年来，并购政策趋紧；2018 年前三季度，政策依然延续从严态势，但进入 10 月份以后，并购政策密集送暖。并购市场活跃度受政策影响颇大，在当前政策限制放宽、监管水平提升的背景下，未来市场或将实现更优发展。

表 2-1 2016~2018 年并购政策概览

发布时间	发布单位	政策文件或措施	政策影响
2016-09	中国证监会	《中国证券监督管理委员会关于修改<上市公司重大资产重组管理办法>的决定》	完善借壳认定标准；取消未经上市的配套融资；加强对借壳的认定要求



发布时间	发布单位	政策文件或措施	政策影响
2016-11	中国人民银行 外汇管理局 发改委 商务部	加强海外投资审查力度	加强对外投资监督；密切关注非理性对外投资、大额非主业投资；防范取消境外投资和套汇交易
2017-02	中国证监会	《关于修改<上市公司非公开发行股票实施细则>的决定》	明确定价基准日为本次非公开发行股票发行期首日；禁止“炒概念”和套利好融资
2017-02	中国证监会	《发行监管问答—关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》	限制非公开发行规模和股权类再融资的发行频率
2018-09	中国证监会	《关于发行股份购买资产发行价格调整机制的相关问题与解答》	鼓励并购定价双向调整；进一步防止上市公司摆脱对停牌的功能依赖
2018-10	中国证监会	《关于并购重组“小额快速”审核适用情形的相关问题与解答》	推出小额快速审核机制；简化行政许可，压缩审核时间
2018-10	中国证监会	《关于上市公司发行股份购买资产同时募集配套资金的相关问题与解答（2018年修订）》	放宽对控制权变更认定；有助于不构成借壳的认定
2018-10	中国证监会	《关于并购重组审核分道制“豁免/快速通道”产业政策要求的相关问题与解答》	新增并购重组审核分道制豁免/快速通道产业类型；简化行政许可，压缩审核时间
2018-10	中国证监会	《关于IPO被否企业作为标的资产参与上市公司重组交易的相关问题与解答》	支持优质企业参与上市公司并购重组，将IPO被否企业筹划重组上市的可预期期从3年缩短为6个月
2018-11	中国证监会	《发行监管问答—关于引导规范上市公司融资行为的监管要求（修订版）》	明确使用募集资金补充流动资金和偿还债务的监管要求；增发、配股、定增间隔间隔缩短为6个月
2018-11	中国证监会	《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组（2018年修订）》	简化重组预案披露内容；缩短停牌时间

资料来源：各部门官网、白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技

## 2.3 BMI 行业

根据《2017年国民经济行业分类（GB/T4754-2017）》，国民经济行业共涉及20个门类、97个大类、473个中类、1381个小类，BMI行业并购指数以行业大类为基础，剔除公共管理、社会保障和社会组织及国际组织等门类中的相关行业，涵盖商务服务业、批发业、科技推广和应用服务业等89个大类行业（见表2-2）。

表 2-2 国民经济行业分类

分类级别	行业举例
门类	制造业、批发和零售业、租赁和商务服务业、科学研究和技术服务业等 20 个
大类	汽车制造业、批发业、商务服务业、软件和信息技术服务业等 97 个
中类	汽车整车制造、其他批发业、经纪管理服务、软件开发等 473 个
小类	新能源汽车整车制造、互联网批发、投资于资产管理、应用软件开发等 1381 个

资料来源：《2017 年国民经济行业分类（GB/T 4754-2017）》

BMI 行业并购指数每周更新，根据指数值可得每周行业并购排名榜。为更为全面、客观地展现不同行业并购活跃度的排名情况，本报告对每年 52 周的行业排名进行加权平均，得到近三年的行业并购活跃度排名（见表 2-3）。

表 2-3 2016~2018 年 BMI 行业并购指数排名

行业排名	2018 年	2017 年	2016 年
1	商务服务业	商务服务业	商务服务业
2	批发业	批发业	批发业
3	资本市场服务	科技推广和应用服务业	科技推广和应用服务业
4	科技推广和应用服务业	房地产业	资本市场服务
5	软件和信息技术服务业	软件和信息技术服务业	软件和信息技术服务业
6	房地产业	资本市场服务	房地产业
7	研究和试验发展	研究和试验发展	计算机、通信和其他电子设备制造业
8	计算机、通信和其他电子设备制造业	计算机、通信和其他电子设备制造业	电气机械和器材制造业
9	零售业	电气机械和器材制造业	研究和试验发展
10	电气机械和器材制造业	化学原料和化学制品制造业	电力、热力生产和供应业
11	化学原料和化学制品制造业	通用设备制造业	化学原料和化学制品制造业
12	专业技术服务业	专业技术服务业	零售业
13	通用设备制造业	零售业	通用设备制造业
14	医药制造业	电力、热力生产和供应业	专业技术服务业
15	电力、热力生产和供应业	医药制造业	医药制造业
16	专用设备制造业	专用设备制造业	专用设备制造业
17	汽车制造业	非金属矿物制品业	非金属矿物制品业
18	非金属矿物制品业	其他金融业	汽车制造业
19	其他金融业	汽车制造业	金属制品业

行业排名	2018年	2017年	2016年
20	橡胶和塑料制品业	道路运输业	广播、电视、电影和影视录音制作业
21	水上运输业	广播、电视、电影和影视录音制作业	其他金融业
22	纺织业	互联网和相关服务	互联网和相关服务
23	金属制品业	土木工程建筑业	水上运输业
24	生态保护和环境治理业	有色金属矿采选业	仪器仪表制造业
25	道路运输业	金属制品业	有色金属冶炼和压延加工业

注：本表排名通过对各年 52 周 BMI 行业并购指数排名加权平均得到，并购方视角。

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

2018 年，中国 GDP 增速降至 6.6%，供给侧结构性改革继续推进，并购毫无疑问是推动企业资源整合、产业转型升级的重要手段之一，并将持续发挥愈加重要的作用，BMI 视角下，2018 年中国各个产业在并购活动上各有特色：

### （1）第三产业<sup>1</sup>并购积极，前五行业排名稳定

2018 年商务服务业、批发业、资本市场服务、科技推动和应用服务业、软件和信息技术服务业等五大行业延续近三年的高并购活跃度，分列 BMI 行业排名 1~5 位，第三产业积极发起各类并购，产业规模逐步扩大。具体而言，在 BMI 行业周排名中，商务服务业全年 52 周有 51 周居于榜首，批发业则有 48 周均进入前三，科技推广和应用服务业以及软件和信息技术服务业表现同样不俗，BMI 行业排名均有 10 周进入前三，紧随资本市场服务业（18 周）。

### （2）并购活跃波动不大，产业升级尚待深化

2018 年，各个行业的并购活跃性相比前两年总体并无太大波动，个别行业有所变化，供给侧结构性改革效果尚未完全显现。一方面，在 2018 年的 BMI 行业前 25 名中，以各类设备制造为代表的传统产业仍然占据众多席位，且排名尚未有较大波动，传统产业的资本实力与并购整合意思不容小觑。另一方面，随着供给侧结构性改革政策的持续推进，部分行业的扩张与收缩也从并购活跃性上有所体现，如电力、热力生产和供应业 2018 年 BMI 排名第 15 位，相比 2016、2017 年（第 10、14 位）连续三年下降，而生态保护和环境治理业则首次进入 BMI 行业排名前 25 位，2017、2016 年则分别位于 27、39 位，BMI 排名已连续三年呈现上升态

<sup>1</sup> 第一产业是指农、林、牧、渔业（不含农、林、牧、渔服务业）。第二产业是指采矿业（不含开采辅助活动），制造业（不含金属制品、机械和设备修理业），电力、热力、燃气及水生产和供应业，建筑业。第三产业即服务业，是指除第一产业、第二产业以外的其他行业。

势。

此外，以浙江为代表的部分省份走在改革开放前列，产业结构升级成效显著，并购市场已有所表现，报告第四章将对此进行详述。当然，因为 BMI 以并购方为视角展示并购市场活跃度，其对被并购方的活跃特性展现便会有所欠缺，而更多的新型产业正处于发展初期，在并购活动中以被并购方的身份出现，并通过并购这一融资方式优化资源配置、加强业内整合，实现产业升级。

## 2.4 BMI 地区

与行业并购指数类似，BMI 省份并购指数与城市并购指数亦是每周更新，得每周省份与城市并购排名榜。本节对每年 52 周的地区排名进行加权平均，得各地近三年的省份（见表 2-4）与城市并购活跃度排名（见表 2-5）。

表 2-4 2016~2018 年 BMI 省份并购指数排名

省份排名	2018 年	2017 年	2016 年
1	广东省	广东省	北京市
2	北京市	北京市	广东省
3	浙江省	上海市	上海市
4	上海市	江苏省	浙江省
5	江苏省	浙江省	江苏省
6	山东省	香港特别行政区	香港特别行政区
7	香港特别行政区	福建省	山东省
8	福建省	山东省	福建省
9	四川省	安徽省	湖北省
10	湖北省	四川省	四川省
11	安徽省	湖北省	安徽省
12	河北省	湖南省	湖南省
13	湖南省	天津市	河南省
14	河南省	河北省	河北省
15	辽宁省	河南省	重庆市
16	天津市	辽宁省	辽宁省
17	重庆市	云南省	天津市
18	云南省	新疆维吾尔自治区	新疆维吾尔自治区
19	海南省	重庆市	陕西省
20	吉林省	江西省	江西省

省份排名	2018年	2017年	2016年
21	新疆维吾尔自治区	西藏自治区	海南省
22	陕西省	山西省	西藏自治区
23	内蒙古自治区	海南省	广西壮族自治区
24	山西省	陕西省	黑龙江省
25	贵州省	吉林省	内蒙古自治区
26	西藏自治区	广西壮族自治区	山西省
27	江西省	甘肃省	云南省
28	黑龙江省	内蒙古自治区	吉林省
29	广西壮族自治区	黑龙江省	甘肃省
30	青海省	贵州省	贵州省
31	宁夏回族自治区	青海省	青海省
32	甘肃省	宁夏回族自治区	宁夏回族自治区
33	台湾省	台湾省	台湾省
34	澳门特别行政区	澳门特别行政区	澳门特别行政区

注：本表排名通过对各年 52 周 BMI 省份并购指数排名加权平均得到，并购方视角。

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

表 2-5 2016~2018 年 BMI 城市并购指数排名

城市排名	2018年	2017年	2016年
1	北京市	北京市	北京市
2	上海市	上海市	上海市
3	深圳市	深圳市	深圳市
4	香港特别行政区	香港特别行政区	香港特别行政区
5	杭州市	杭州市	杭州市
6	广州市	广州市	广州市
7	苏州市	苏州市	苏州市
8	南京市	南京市	南京市
9	宁波市	宁波市	成都市
10	成都市	天津市	重庆市
11	天津市	无锡市	天津市
12	武汉市	成都市	宁波市
13	厦门市	重庆市	武汉市
14	长沙市	长沙市	长沙市
15	重庆市	福州市	无锡市
16	无锡市	武汉市	绍兴市
17	昆明市	厦门市	福州市
18	济南市	珠海市	大连市

城市排名	2018年	2017年	2016年
19	福州市	昆明市	厦门市
20	绍兴市	大连市	西安市
21	青岛市	绍兴市	南通市
22	合肥市	青岛市	珠海市
23	珠海市	佛山市	拉萨市
24	聊城市	东莞市	汕头市
25	嘉兴市	拉萨市	台州市
26	郑州市	合肥市	合肥市
27	台州市	济南市	青岛市
28	南通市	郑州市	郑州市
29	西安市	乌鲁木齐市	哈尔滨市
30	沈阳市	西安市	昆明市
31	湖州市	郑州市	嘉兴市
32	大连市	南通市	济南市
33	烟台市	台州市	郑州市
34	佛山市	嘉兴市	东莞市
35	东莞市	湖州市	佛山市
36	拉萨市	聊城市	金华市
37	乌鲁木齐市	南昌市	南昌市
38	汕头市	汕头市	湖州市
39	太原市	金华市	聊城市
40	哈尔滨市	太原市	烟台市

注：本表排名通过对各年 52 周 BMI 城市并购指数排名加权平均得到，并购方视角。

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

2018 年，BMI 区域差异明显，粤港澳、京津冀、长三角三大区域并购活跃度位居前列，引领中国并购市场发展。可以看到，政策优惠、资本充足、市场完善、企业众多的基础优势在推动三大区域经济发展的同时，也对其并购市场的快速成长提供了巨大助力，三大区域内的核心省市 BMI 长期稳居前茅。

### (1) 粤港澳：积极创新的开放前沿地

2017 年 7 月 1 日，《深化粤港澳合作推进大湾区建设框架协议》正式签署，粤港澳大湾区成为推动中国形成全面开放新格局的新举措。2018 年，深圳、香港、广州均进入 BMI 城市排名前三，广东省更是蝉联 BMI 省份排名榜首，并购市场十分活跃。作为中国对外开放的前沿阵地，粤港澳的并购市场带有更多国际色彩，众多跨境并购以香港为主要跳板，推动中国企

业迈出登上国际舞台的第一步。2019年2月18日，国务院印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》，粤港澳大湾区将要建成充满活力的世界级城市群、国际科技创新中心，成为“一带一路”建设的重要支撑、内地与港澳深度合作示范区，可以预见，未来的粤港澳不仅是中国企业跨境并购的首发地，也将成为创新产业整合资源、寻求发展的重要市场。

### (2) 京津冀：资源充足的首都经济圈

2018年，北京BMI省份排名蝉联第二，全年52周BMI周排名未曾低于前五，并购活性优势显著；河北省2018年BMI省份排名第12位，相比前两年（第14位）有所上升。2014年，习近平在北京主持召开座谈会，强调“实现京津冀协同发展……是一个重大国家战略”，北京政治资源丰富、总部资源汇集，为大量的并购活动提供了必要前提。2018年11月，国务院明确要求以疏解北京非首都功能为“牛鼻子”推动京津冀协同发展，这将更加有利于进一步提升首都经济圈的并购活性。

### (3) 长三角：市场活跃的科技城市群

2018年11月，习近平在首届中国国际进口博览会开幕式发表演讲时提到，将支持长江三角洲区域一体化发展上升为国家战略；根据浙大AIF司南研究室“2018全球金融科技中心指数”，作为全球唯一一个拥有两个国际级金融科技核心城市（上海、杭州）的区域，长三角金融科技整体发展水平已位居世界首位，已形成上海、杭州双核引领，其他城市协同发展的金融科技健康格局，未来长三角地区的并购市场，或将见到更多科技企业的身影。

## 2.5 BMI 新锐

BMI新锐指数是主指数的一个有益补充，并购市场的发展并非一日之功，对经济政策、资本力量、企业活力等均有较高要求，部分行业、地区可能长期居于BMI排名前列，而某些行业与地区则可能难以在活性上实现超越，鉴于此，我们同步编制了BMI新锐指数，以每周BMI指数的增长情况捕捉各行业或地区的并购新兴力量。同时，因为新锐指数波动较大，为更加直观地反映2018年不同行业、地区的并购增长情况，我们对全年51周<sup>1</sup>新锐指数榜首行业及地区进行了统计（见表2-6）。可以发现：

<sup>1</sup> BMI新锐指数反映行业、省份、城市了指数同比增长情况。因此2018年共有51周排名数据。

表 2-6 2018 年 BMI 新锐指数每周榜首

登顶新锐 榜首次数	行业	省份	城市
5	---	宁夏回族自治区	---
4	仓储业；家具制造业	青海省；台湾省	宿迁市
3	新闻和出版业	广西壮族自治区；贵州省；黑龙江省；辽宁省	---
2	黑色金属矿采选业；教育；酒、饮料和精制茶制造业；居民服务、修理业；社会工作；邮政业；住宿业；租赁业	福建省；甘肃省；吉林省；江西省；陕西省；西藏自治区；香港特别行政区；重庆市	荆门市
1	餐饮业；畜牧业；电信、广播电视和卫星传输服务；航空运输业；机动车、电子产品和日常产品修理业；金属制品、机械和设备修理业；金属制品业；开采辅助活动；木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业；农、林、牧、渔服务业；燃气生产和供应业；石油加工、炼焦和核燃料加工业；食品制造业；水利管理业；水上运输业；体育；铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业；铁路运输业；土木工程建筑业；医药制造业；有色金属矿采选业；娱乐业；渔业；专用设备制造业	安徽省；海南省；河北省；湖北省；湖南省；山东省；山西省；天津市；新疆维吾尔自治区；云南省	巴彦淖尔市；邯郸市；北海市；本溪市；沧州市；常德市；池州市；赤峰市；焦作市；定西市；鄂州市；哈密市；海西蒙古族藏族自治州；海口市；和田地区；河源市；衡水市；衡阳市；葫芦岛市；怀化市；淮安市；昆明市；开封市；开封市；吕梁市；茂名市；南阳市；七台河市；商洛市；商丘市；石嘴山市；四平市；通化市；铁岭市；乌兰察布市；吴忠市；襄阳市；邢台市；泰安市；延边朝鲜族自治州；营口市；榆林市；云浮市；湛江市；中山市

注：本表展示并购方视角。

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺



### **(1) 新锐排名波动频繁，新兴力量多点开花**

2018年，新锐指数排名波动较大，全年51周，共有35个行业、25个省份、47个城市登顶榜首，这一方面体现了弱活跃市场的并购特点：并购事件少，一旦出现（大额）并购将迅速拉升BMI指数，造成波动；另一方面也在一定程度上反映出中国并购不再局限于个别行业或地区，形成了新兴力量多点开花的积极局面。

### **(2) 制造行业低频高额，媒体服务并购渐增**

2018年，登顶新锐指数榜首的35个行业可以从两个维度进行解读：在仅登顶1次的24个行业中，制造业占据多数，说明其并购活跃性并不高但可能因为某起大额并购而推动周指数的大幅增长；在登顶次数超过2次的行业中，仓储、新闻媒体、教育等服务类行业均有出现，其并购活跃性间歇式增长，活跃度有所提升。

### **(3) 众多区域积极追赶，并购市场仍待发展**

2018年，宁夏、青海、台湾、广西、贵州、黑龙江、辽宁等7个省级行政区均至少3次登顶省份新锐榜首，但仅宿迁市1个地级行政区登顶城市新锐榜首三次以上，该市上市相关企业2018年共发起并购5起，完成并购4起，各起并购时间分布较为随机，且多有并购金额上亿。如2018年2月，宿迁市企业江苏京东邦能投资管理有限公司与步步高商业连锁股份有限公司签署《股份转让协议》，收购步步高无限售流通A股1700多万股，成为京东布局智慧零售、构筑“数字化”运营体系的重要一步。总体来看，尽管众多地区积极推动资本市场发展、促进并购活动，但并购地域集中度仍然较高，对于中国广大待发展地区而言，并购依然属于偶然事件。

## 第三章 中国并购市场分析

2018年中国并购市场活跃度维持近三年较高水平并持续波动，但相比于2017年有所降低，商务服务业、批发业和资本市场服务业成为支撑并购市场活跃度的主要力量。同时，受经济基本面向好、政策环境更优、企业数量众多等因素影响，广东省、北京市、浙江省和上海市成为中国并购活跃地区四强。本章基于BMI，对中国上市公司相关并购情况进行深入分析。

### 3.1 中国并购市场活跃性

在宏观经济和相关政策的影响下，2018年并购市场整体活跃度高位波动，基本维持近三年较高水平，但相比于2017年活跃度趋缓。以近五年上市公司相关并购来看，公告新发起并购数量从2014年起开始攀升，在2017年达到历史高点从3040起上升至6733起，而在2018年出现了6.7%的降幅；新发起并购金额则在经过三年的高速增长后，于2017年首次出现下降，并在2018年基本持平，总金额达18360亿元，相比2016年的巅峰时期下降了12.1%。

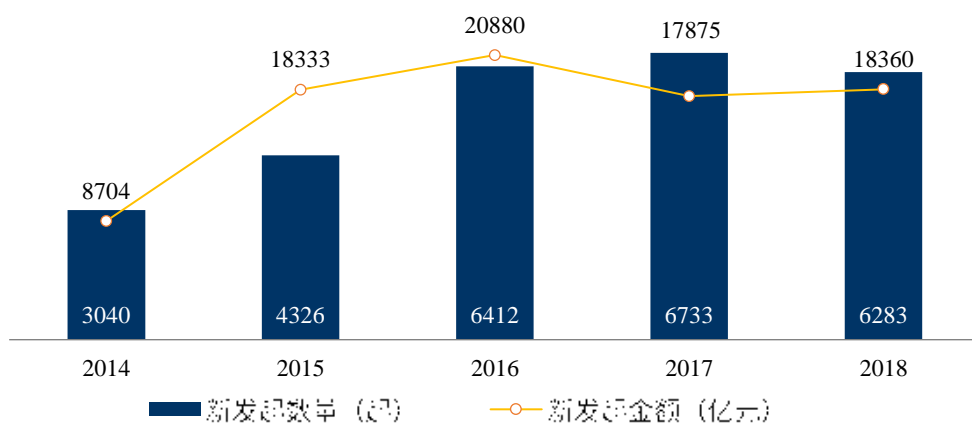


图 3-1 2014~2018 年中国上市企业相关并购数量和金额（新发起）

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

已完成的并购数量和金额走势与新发起较为接近。具体而言，从数量上来看，2014~2017年已完成并购数量呈现持续上涨态势，而在2018年出现下降，已完成并购仅为3033起，相比2017年下降15.8%；从金额上来看，已完成并购金额自2014年起经过三年高速增长后在2016年达到峰值，并于2017年开始回落，2018年相比于2017年基本保持稳定达11922亿元，但相比2016年仍是下降了13.9%（见图3-2）。

与此同时，受前三季度趋严的并购政策影响，2016年起并购失败率或失败事件数保持高位。其中，2018年失败并购高达342起，失败率为10.1%，失败率较2017年上升了1.5%，这在一定程度上使得2018年已完成并购数量出现下滑（见图3-3）。

就并购时长而言，2018年中国上市企业相关并购的平均完成时长快速增加，由2016年并购市场最活跃时的最低134天，逐年增加到2018年的177天，为最近五年新高。而一年

内完成率则由 2016 年的最高点 92.5%，持续下降到 2018 年的 86.8%，创五年内新低（见图 3-4）。

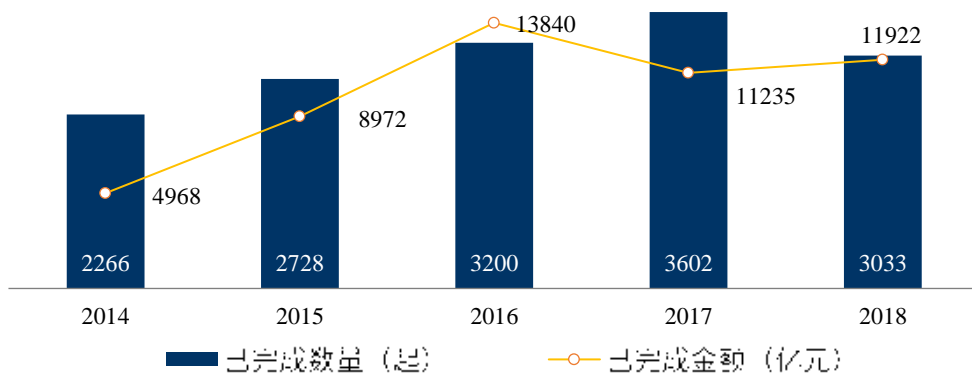


图 3-2 2014~2018 年中国上市企业相关并购数量和金额（已完成）

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技有限公司、同花顺

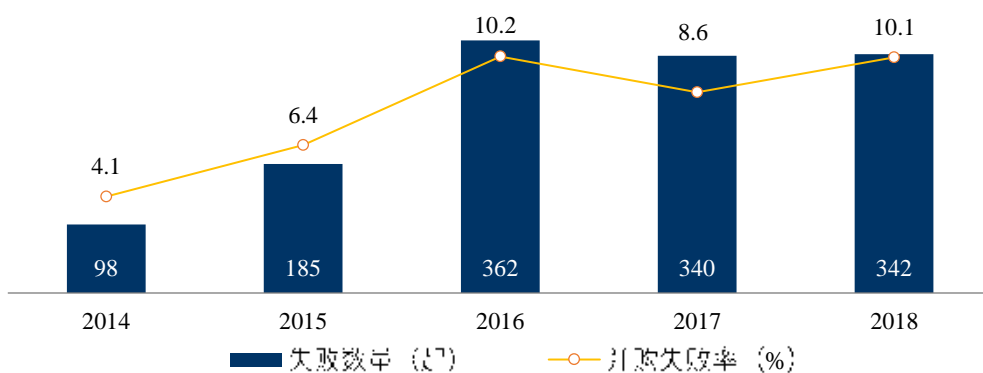


图 3-3 2014~2018 年中国上市企业相关并购失败事件数和失败率

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技有限公司、同花顺

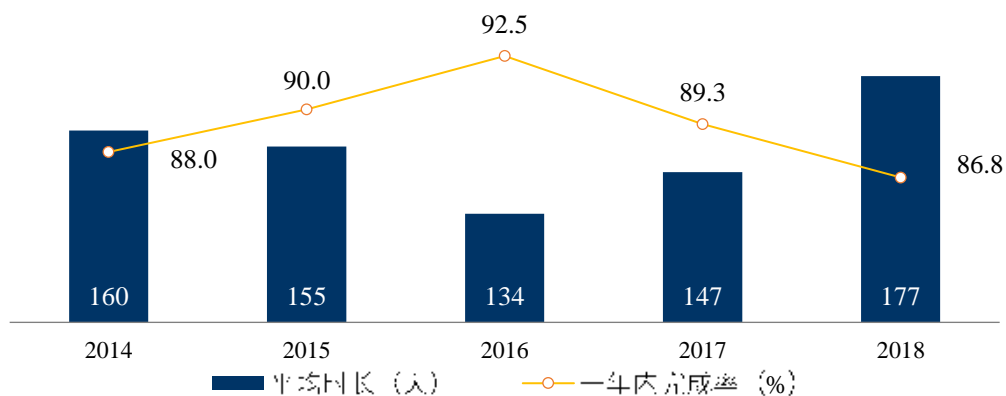


图 3-4 2014~2018 年中国上市企业相关并购完成平均时长和一年内完成率

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技有限公司、同花顺

但值得注意的是，从2018年第四季度起我国并购相关政策开始放宽，并购市场经过政策消化后逐渐活跃起来。从图3-5中可以看到，在相关政策出台之前，新发起并购保持相对低迷状态，但随着第四季度相关政策的出台，并购市场经过消化后，12月份新发起并购数量增幅明显，环比上升60.4%。这从2018年BMI主指数波动情况（见图2-1）中也可以得到更明显的印证：自2018年10月起，BMI出现上升态势，说明并购市场整体活跃度逐步回升，相关政策效果显现。

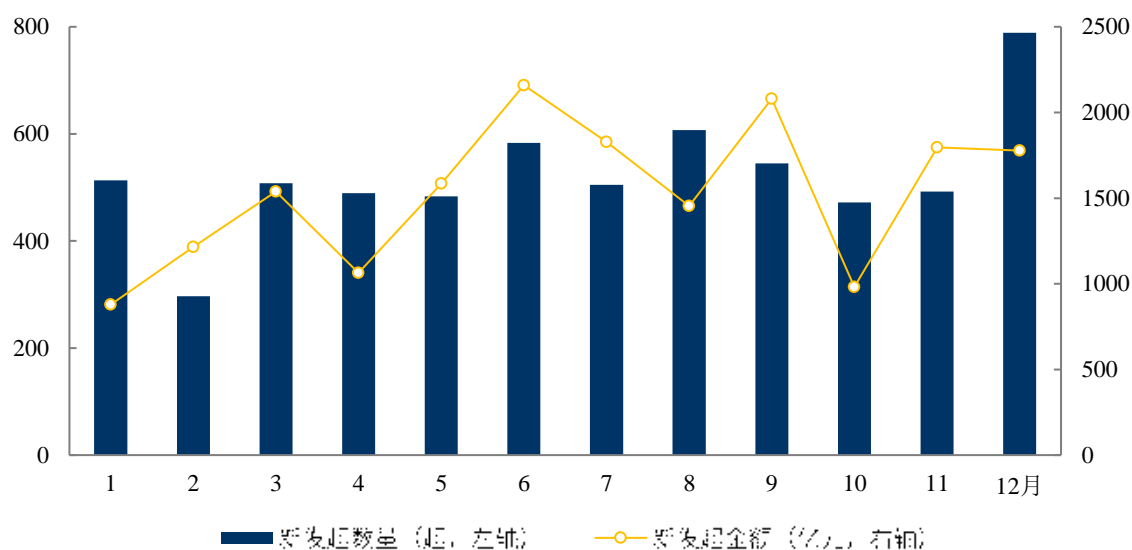


图 3-5 2018 年各月中国上市企业相关并购数量和金额（新发起）

资源来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

除此之外，大额事件对市场影响深远，而这也很大程度上使得2018年各月并购的新发起金额波动与数量波动不呈正相关（见图3-5）。表3-1汇总了2018年新发起金额最高的10起上市企业相关并购，这些并购事件发起时间随机分布在全年不同月份，主要受并购企业的发展战略影响。如2018年5月万华化学集团股份有限公司并购烟台万华化工有限公司，2018年9月招商局港口集团股份有限公司并购招商局港口控股有限公司，2018年11月云南白药集团股份有限公司并购云南白药控股有限公司……此类医药制造业和水上运输业相关的并购大多是各关联企业间为了整合和优化市场资源、避免过度竞争而实施的一体化整合措施。这些大额并购事件的发生在推动中国并购市场活跃度提升的同时，也对所在行业与地区产生了巨大影响，它们的动态值得持续跟踪与关注。

表 3-1 2018 年上市公司新发起并购金额 TOP10 案例表

排序	开始时间	2018年底状态	并购企业	并购方行业	并购方地区	被并购企业	被并购行业	被并购地区	并购金额
1	2018-5	进行中	九华化学集团股份有限公司	医药制造业	山东省	烟台万华化学二有限公司	化学原料和化学制品制造业	山东省	522.2 亿元
2	2018-11	进行中	中南制药集团股份有限公司	医药制造业	湖南省	湖南中药江联有限公司	医药制造业	湖南省	510.3 亿元
3	2018-9	进行中	浙江世纪华通集团股份有限公司	汽车制造业	浙江省	盛讯网络科技(上海)有限公司	软件和信息技术服务业	上海市	298.0 亿元
4	2018-6	完成	招商局港口集团股份有限公司	水上运输业	广东省	招商局港口控股有限公司	水上运输业	香港特别行政区	246.5 亿元
5	2018-6	完成	招商局技术装备有限公司	其他金融业	香港特别行政区	招商局港口集团股份有限公司	水上运输业	广东省	246.5 亿元
6	2018-3	欠账	贵阳金筑产业投资有限公司	资本市场服务	贵州省	贵州城投集团有限公司	房地产业	贵州省	246.0 亿元
7	2018-9	进行中	厦门紫金光学股份有限公司	教育	福建省	新疆生产建设兵团第八师天山信托股份有限公司	有色金属冶炼及压延加工业	新疆维吾尔自治区	236.0 亿元
8	2018-12	进行中	Earning Star Limited	资本市场服务	香港特别行政区	富通保险有限公司	保险业	香港特别行政区	215 亿港元
9	2018-7	进行中	星河互联控股集团股份有限公司	通用设备制造业	浙江省	长沙中联重科环境产业有限公司	专用设备制造业	湖南省	152.5 亿元
10	2018-3	进行中	人望城控股集团股份有限公司	房地产业	广东省	人望城房地产业开发有限公司	房地产业	香港特别行政区	144.5 亿元

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 并购研究室、摩西信息科技、同花顺

## 3.2 中国重点行业分析

2018年BMI行业TOP10的并购新发起数量和金额分别占全行业并购新发起数量和金额的66.99%和64.70%，完成并购数和金额占全行业的64.23%和61.85%，并购行业集中度较高。其中，商务服务业、批发业和资本市场服务业活跃度最高，其并购发起金额均超过1500亿元，远高于其他行业；而从已完成金额来看，仅商务服务业和批发业达1000亿元以上，资本市场服务业则相对逊色。具体而言，商务服务业BMI长期位列第一，远超其他行业，全年新发起和已完成并购数量分别达1472和617起，金额分别为4218.58和2773.76亿元，占全年并购总金额的22.98%和23.27%。批发业全年新发起和已完成并购分别达569和299起，涉及金额分别为1776.38和1162.73亿元。资本市场服务业全年新发起与已完成并购分别为262和95起，涉及金额分别为1760.54亿元和597.45亿元。除此之外，科技推广和应用服务业、软件和信息技术服务业、研究和试验发展和电气机械和器材制造业等行业并购呈现出“小额多起”的特点；而房地产新发起和已完成的并购平均单价为行业最高。

从新发起并购角度来看，2018年BMI行业TOP10新发起并购也呈现量降价升的态势，并购总量较2017年下滑了8.2%，为4209起。其中研究和实验发展业逆市而上，表现抢眼，其2018年新发起并购数量相比2017年上涨17.3%，达319起。而BMI行业TOP10新发并购金额则较2017年上涨3.9%，为11879.4亿元，这主要得益于商务服务业、资本市场服务、软件和信息技术服务业与零售业等行业并购金额的快速增加，尤其是资本市场服务业因并购单价快速上升而大涨90.0%。另外，房地产业的新发起并购金额较2017年大幅度下滑46.1%，主要是由于2018年房地产调控政策所导致的（见表3-2）。

表3-2 2018年BMI行业并购指数TOP10新发起情况（起，亿元，并购方视角）

排名	行业	2018年		2017年		2016年	
		发起数	金额	发起数	金额	发起数	金额
1	商务服务业	1472	4218.6	1619	3779.4	1339	4948.0
2	批发业	569	1776.4	645	2003.5	528	1295.7
3	资本市场服务	262	1760.5	316	926.4	331	1784.9
4	科技推广和应用服务业	510	613.4	571	677.6	620	1096.4
5	软件和信息技术服务业	421	971.3	438	750.1	453	1440.5
6	房地产业	209	872.2	243	1617.1	235	2019.8
7	研究和实验发展	319	439.9	272	501.7	248	237.0

排名	行业	2018年		2017年		2016年	
		发起数	金额	发起数	金额	发起数	金额
8	计算机、通信和其他电子设备制造业	156	334.8	189	496.6	202	699.3
9	零售业	142	542.3	127	291.2	148	439.0
10	电气机械和器材制造业	149	350.0	166	392.8	183	789.9
	TOP10 汇总	4209	11879.4	4586	11436.3	4287	14750.6
	TOP10 占比	67.0%	64.7%	68.1%	64.0%	66.9%	70.6%

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

从已完成并购角度来看，与新发起情况类似，2018年 BMI 行业 TOP10 已完成并购数量整体较 2017 年下滑了 18.6%，达 1948 起；金额为 7373.7 亿元，上涨 6.9%。特别值得注意的是，就完成数量而言，研究和实验发展业依旧逆势而上，大涨 26.0%；就完成金额而言，商务服务业、科技推广和应用服务业、软件和信息技术服务业、房地产业以及电气机械和器材制造业均出现了不同程度的下降，其中电气机械和器材制造业下降幅度最大，为 38.7%（见表 3-3）。

表 3-3 2018 年 BMI 行业并购指数 TOP10 已完成情况（起，亿元，并购方视角）

排名	行业	2018年		2017年		2016年	
		完成数	金额	完成	金额	完成数	金额
1	商务服务业	617	2773.8	882	2843.6	672	2944.9
2	批发业	299	1162.7	321	935.5	259	756.2
3	资本市场服务	95	597.4	144	170.1	194	618.4
4	科技推广和应用服务业	206	368.9	295	567.4	256	721.3
5	软件和信息技术服务业	202	500.0	217	622.6	200	637.3
6	房地产业	120	824.3	111	690.3	123	579.8
7	研究和实验发展	155	298.6	123	282.4	125	281.7
8	计算机、通信和其他电子设备制造业	105	438.4	116	282.4	116	308.0
9	零售业	74	270.2	71	145.3	75	625.3
10	电气机械和器材制造业	75	139.2	114	359.5	81	392.7
	TOP10 汇总	1948	7373.7	2394	6899.2	2101	7865.6
	TOP10 占比	64.2%	61.9%	66.5%	61.4%	65.7%	56.8%

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

本节下文选取了 BMI 表现最佳的三个行业进行分析，展现其并购现状、探索其并购动因、分析行业并购的发展趋势。



### 3.2.1 商务服务业并购

根据国家统计局《2017年国民经济行业分类（GB/T 4754-2017）》，商务服务业包含组织管理服务、综合管理服务、法律服务、咨询与调查、广告业、人力资源服务、安全保护服务、会议、展览及相关服务和其他商务服务业等9个中类、45个小类，是现代服务业和知识密集型服务业的典型代表。截止2018年底，商务服务业共有47家A股上市企业。

#### (1) 行业规模快速增加，推动并购发展需求

随着现代社会的不断发展，商务服务业的规模快速增加，为该行业并购的发展奠定了基础。据我国国家统计局数据显示，2018年，以商务服务业为主的租赁和商务服务业增加值为24427亿元，增长8.9%；租赁和商务服务业生产指数同比增长10.8%。商务服务业的快速增长也带来了着相关市场主体数量的大量增加，2014~2017年租赁和商务服务业内的法人单位数从116万家增加到了224万家，2017年增长率达26.8%，比第三产业法人单位数增长速度（20.3%）高出6.5个百分点，比批发和零售业（24.0%）高出2.8个百分点，增长速度是金融业（10.3%）的2.6倍。此外，商务服务业上市公司共47家，占上市公司总数的1.32%，占比连续三年上涨（2016占比1.25%，2017占比1.26%）。

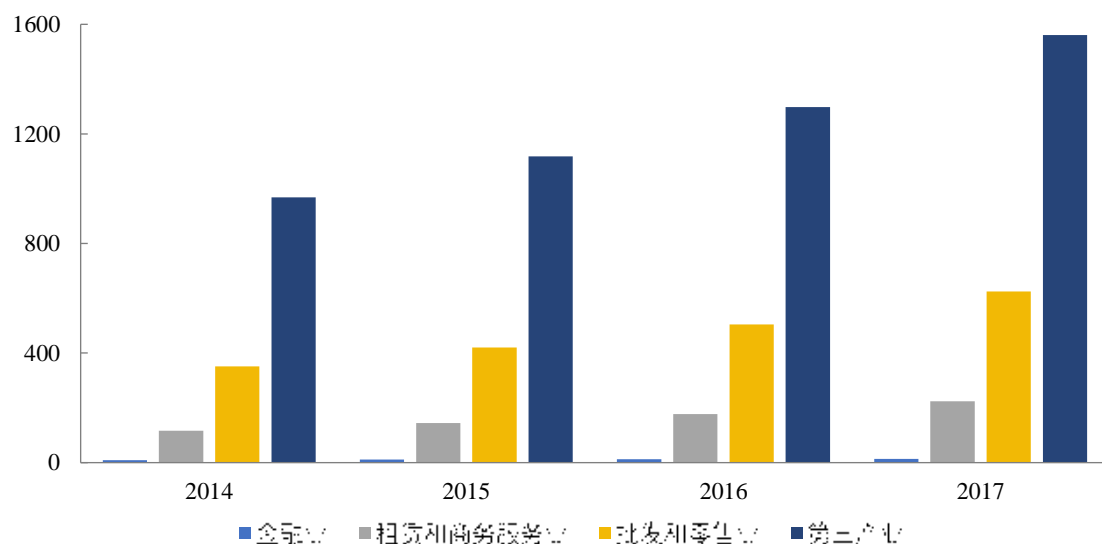


图 3-6 2014~2018 年租赁和商务服务业法人单位数（万家）<sup>1</sup>

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、Wind

<sup>1</sup> 金融业、租赁和商务服务业与批发和零售业都属于第三产业，且都为《2017年国民经济行业分类（GB/T 4754-2017）》的门类分类，而商务服务业为子类，属于租赁和商务服务业门类。

行业规模的扩大为商务服务业的并购提供了更多可能。近五年来，该行业发起的并购数量和金额长期稳居各行业首位。具体而言，商务服务业的并购活跃度从 2014 年开始快速升温，2014~2016 年其并购数量与金额均保持较快增长，此后，并购数量在 2017 年达到高峰后回落，并购金额则在 2017 年就出现较明显下降。从新发起视角看，2018 年新发起并购数量为 1472 起，比 2017 年的历史最高点降低了 9.1%；新发起并购金额为 4218.58 亿元，较 2016 年的高点下降了 15.3%。从已完成视角来看，与新发起相似，2018 年已完成并购数量为 617 起，较 2017 年的 882 起下降了 30.0%；已完成并购金额为 2773.8 亿元，较 2016 年历史高点下降 5.8%。

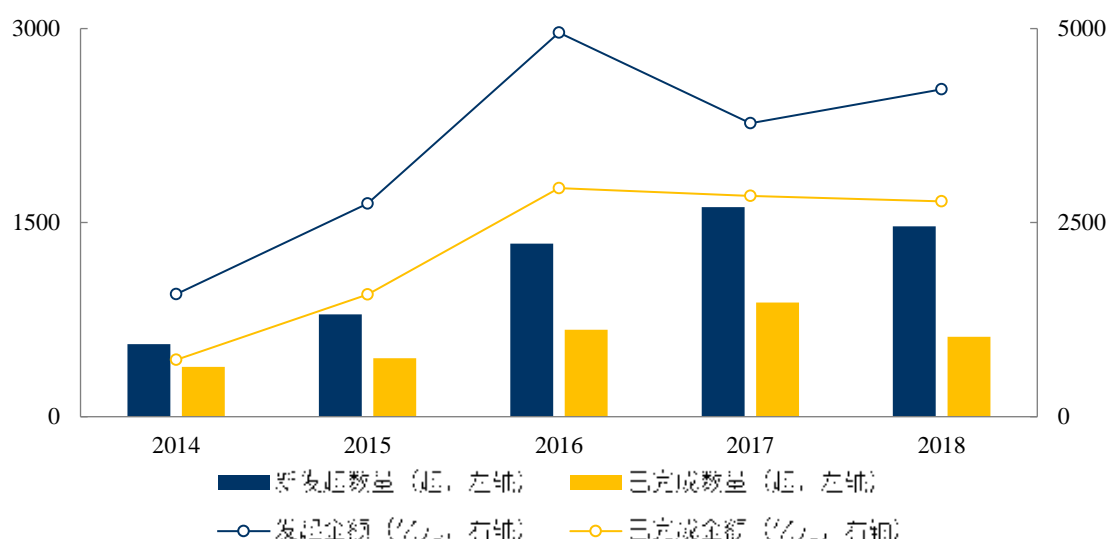


图 3-7 2014-2018 年商务服务业新发起和已完成并购情况（并购方视角）

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

## (2) 并购落脚大中城市，积极助力产业集聚

商务服务业具有强集聚性和辐射力，主要服务于其他产业并提高其生产效率，具有高人力资本和技术含量等特点。由于商务服务业具有促进专业化分工和社会资源配置、推动产业整体竞争力和完善区域高端服务等功能，该行业往往聚集于大型城市，这些城市具备人力资本优势，社会化分工更为细致，周边配套或相关产业完善，能够满足商务服务业快速发展的需求，而这也体现在了其并购的地域特征上：以 2018 年商务服务业为例，在商务服务业新发起并购数量前十的城市中，北京和上海遥遥领先，而杭州、宁波与深圳这三座排名前五的城市亦均为经济发达的城市。

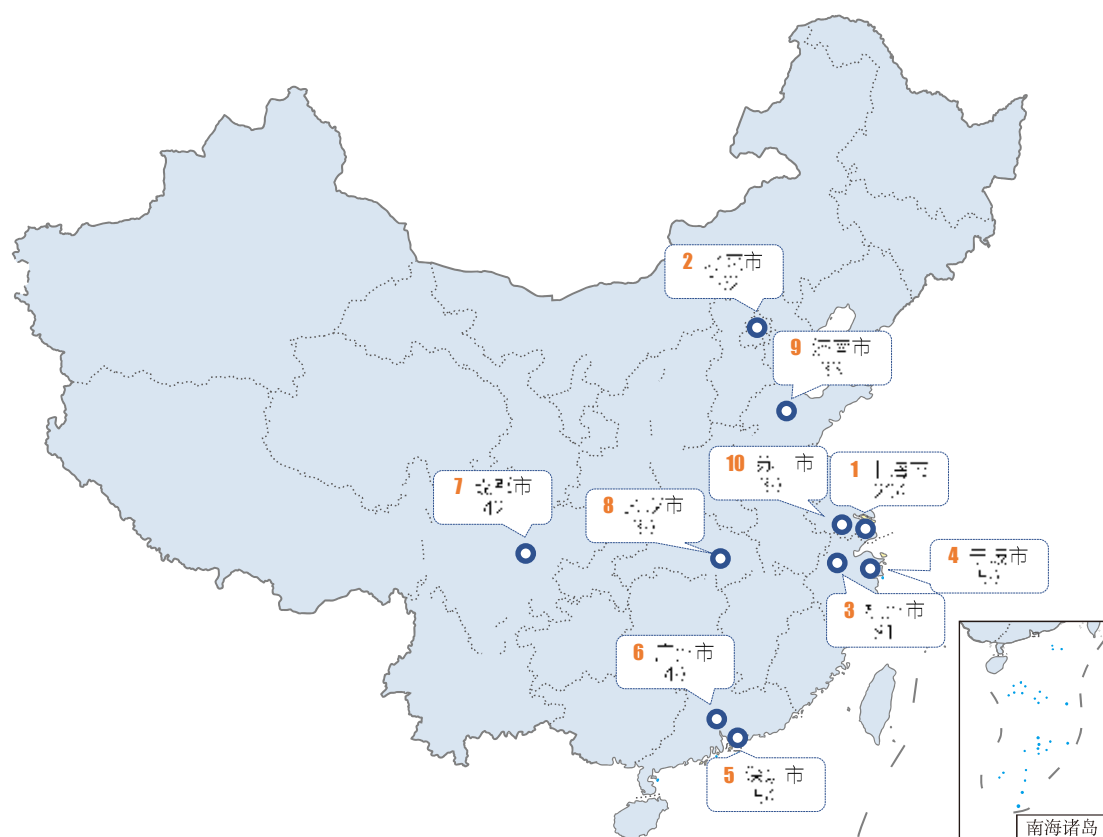


图 3-8 商务服务业并购发起数量城市 TOP10

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、匠花顺

### (3) 横向并购更为积极，集约发展成为趋势

尽管近些年我国商务服务业增长较快，但较西方发达国家而言总体规模仍然偏小，未来成长空间依然广阔。规模化、集约化、平台化是商务服务业未来发展的趋势，整个行业正面临着进一步整合的迫切需求。这一方面反映为商务服务业行业内的横向并购占据主导，头部企业正继续扩大规模、集聚发展，积极寻求行业内的一体化整合。另一方面，则表现在有越来越多的商务服务企业开始搭建资源、信息等平台，扩大对互联网信息技术等相关企业的整合。2018 年，商务服务企业对于软件和信息技术服务业以及科技推广和应用服务业的企业并购热情高涨，相关并购事件近 300 起，行业与科技的融合进一步加深（见图 3-9）。

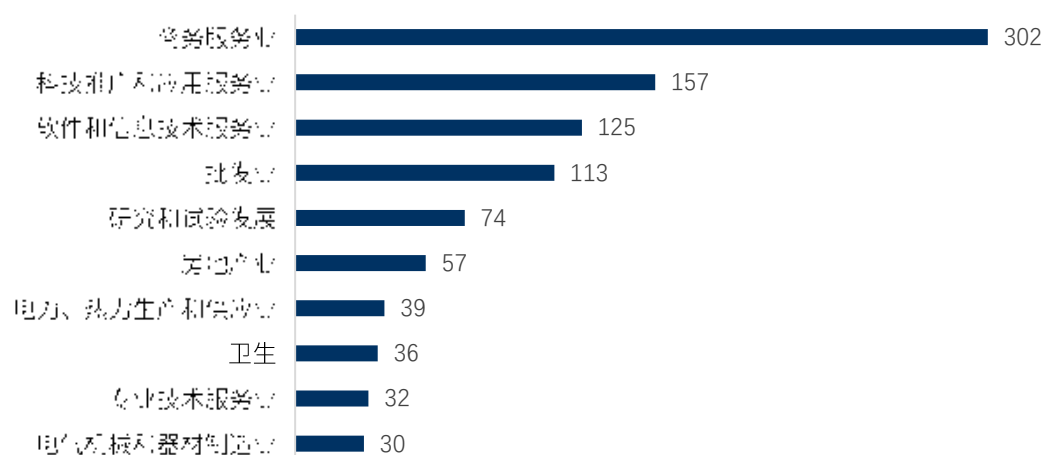


图 3-9 商务服务业新发起并购的标的企业所属行业 TOP10

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

### 3.2.2 批发业并购

批发业在《2017 年国民经济行业分类 (GB/T 4754-2017)》中包含 9 个中类、65 个小类，涉及从农、林、牧、渔等产品到各类工业制造品的批发再到贸易经纪与代理业务，是决定经济运行速度、质量和效益的重要力量，亦是市场主体较多且竞争最为激烈的行业之一。截止 2018 年底，批发业共有 78 家 A 股上市企业。

#### (1) 批发零售业增长放缓，并购市场波动发展

2016 年批发和零售业触底反弹，到 2017 年行业增加值同比增长 8.9%，创近四年新高，而到 2018 年又回落了 0.5 个百分点，达 8.4%。在国内经济增速换挡和社会总需求不振的背景下，批发和零售行业面临着生产放缓、销售减速的现实。而这也影响到了批发业和零售业在并购市场上的表现。

由图 3-10 可知，2014 年以来，批发业并购数量和金额有增有减，波动发展；2018 年行业并购活跃度位居全行业第二，但整体较 2017 年的高峰有所下降。具体而言，2018 年新发起并购数量和金额分别为 569 起和 1776.4 亿元，较 2017 年的历史高值（645 起和 2003.5 亿元）分别下降了 11.8% 和 11.3%；已完成并购数量较 2017 年（321 起）下降了 6.9%，为 299 起，但已完成并购金额在 2018 年达到近五年最高值 1162.7 亿元，同比增长 24.3%。

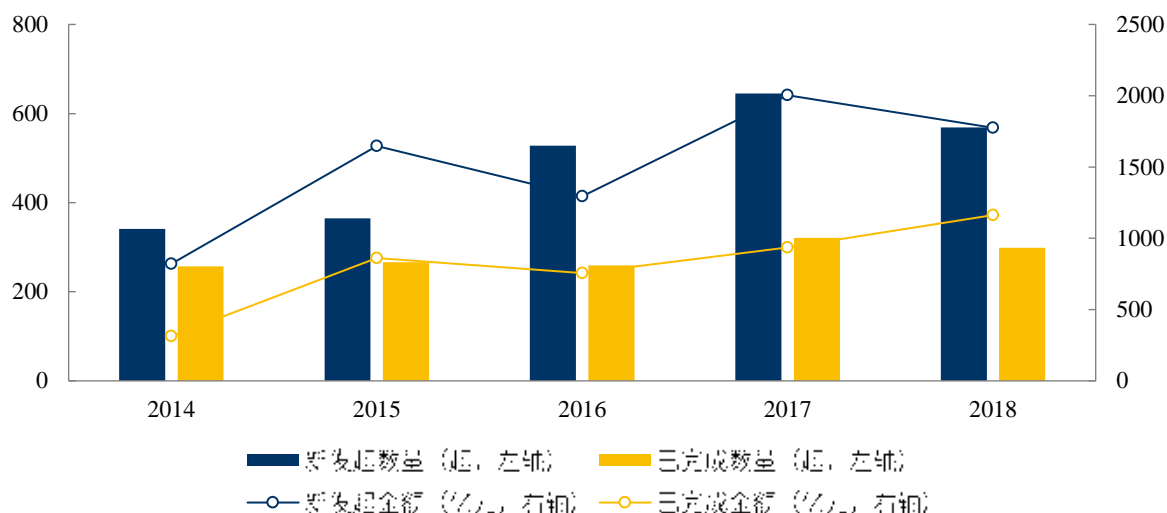


图 3-10 2014~2018 年批发业新发起和已完成并购情况（并购方视角）

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

### (2) 市场竞争较为激烈，业内整合成为主流

批发业是市场主体较多且竞争最为激烈的行业之一，在近些年行业利润下滑的背景下不断寻求突破，而其中，行业内的并购整合成为了其战略发展的重要手段（见图 3-11）。如在 2018 年批发业新发起并购中，以批发业企业为标的的并购事件达 116 起；其次是商务服务业，为 58 起。可见，行业内的横向并购整合仍是批发业保持或扩大市场份额、维持甚至提高利润的首要战略选择，而多元化（并购标的行业为商务服务业的数量排第二）和前向一体化并购（并购标的行业为零售业的数量排第三）也逐渐成为了批发业企业寻求发展的战略之一。

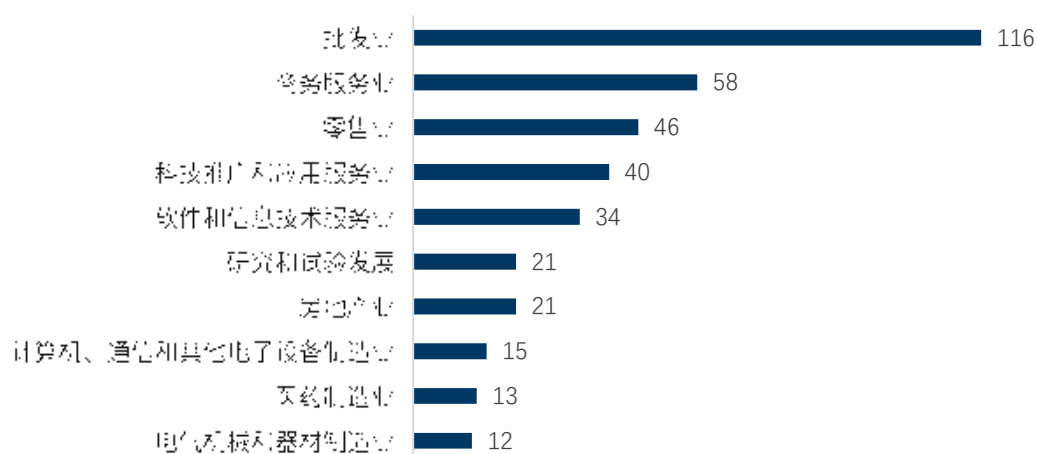


图 3-11 批发业新发起并购标的的所属行业 TOP10

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

### (3) 国际贸易持续发展，或有助于行业并购

根据中国海关总署数据，2018年中国外贸进出口总额达30.51万亿元，位居世界首位，同比增长9.7%，在全球贸易摩擦不断加剧的背景下展现了强劲的增长动能。其中，出口额16.42万亿元，同比增长7.1%；进口额14.09万亿元，同比增长12.9%。大量的进出口贸易助推了贸易经纪与代理以及各类产品流通业务的发展，从而推动了整个批发业的发展，对于批发业的并购也带来了积极的影响。

此外，《电子商务“十三五”发展规划》明确“支持电子商务与制造业、商贸流通业、生活服务业互动创新，融合发展；推进跨境电商综试区建设和产业链完善，积极参与电子商务国际规则制定”，随着跨境电商的不断发展，其占全球贸易比例逐年上升，也促使传统贸易流通或批发企业更加积极地布局跨境电商业务，整合并购或成为进入跨境电商领域的选择之一。

### (4) 政策支持产业升级，并购市场将更加活跃

批发业是我国消费品流通的重要组成部分，是贯穿生产、贸易与消费等各个环节的重要桥梁。然而，随着生产端和零售端向批发环节不断挤压以及行业自身利润不断下滑，批发业的转型升级势在必行。在此背景下，2016年9月我国商务部等出台《关于推进商品交易市场转型升级的指导意见》，明确了批发行业或市场转型升级的三个重点方向，即信息化应用、定制化服务和平台化发展。具体来说，就是以现代信息技术全面提升改造市场，提升市场价值和创新发展空间；大力推进定制化服务，促进市场由商品集散向服务集聚转变；加强供应链管理与服务，加快以市场为核心的平台经济发展。

随后政府各部门密集发布政策进一步支持批发物流业等流通行业的发展，如《国内贸易流通“十三五”发展规划》、《商贸物流发展“十三五”规划》、《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》等。在系列政策支持和引导下，我国批发业的并购活动或将更加活跃。

## 3.2.3 资本市场服务业并购

根据《2017年国民经济行业分类（GB/T 4754-2017）》，资本市场服务业包含证券市场服务、公开和非公开募集证券投资基金、期货市场服务和资本投资服务等7个中类、11个小类。截止2018年底，资本市场服务业共有44家A股上市公司，且以证券公司为主。

### (1) 金融行业高速增长，并购主体蓄势待发

近十年，随着我国金融市场的改革开放，金融业总体规模快速增长。2018年我国金融业增加值达6.9万亿元，占GDP的比重从2007年的5.73%提升至7.68%。与此同时，资本市场服务业在金融业的地位和比重持续上升，2018年资本市场服务业A股上市公司共44家，占金融业上市公司比例为48.35%，相比2017年的47.44%、2016年的43.94%，比例进一步提高。市场主体数量与实力的不断提升，推动了资本市场业务的快速扩张，如证券公司扩大一、二级市场业务并开设直投业务、投资公司加大投资、基金公司扩大基金发行份额等，均会对整个资本市场服务业的并购活跃度产生积极影响。2018年，资本市场服务业并购活跃度位居全行业第三，并购新发起和已完成数量虽延续下滑趋势，分别较2017年下滑17.1%和34.0%，达262起和95起；但并购新发起和已完成金额分别为1760.5亿元和597.4亿元，较2017年大幅上升90.0%和251.2%（见图3-12）。当然也需要指出的是，我国金融业包括资本市场服务业的发展应以服务实体经济为核心目标，优化实体经济资源配置，而非一味求快。

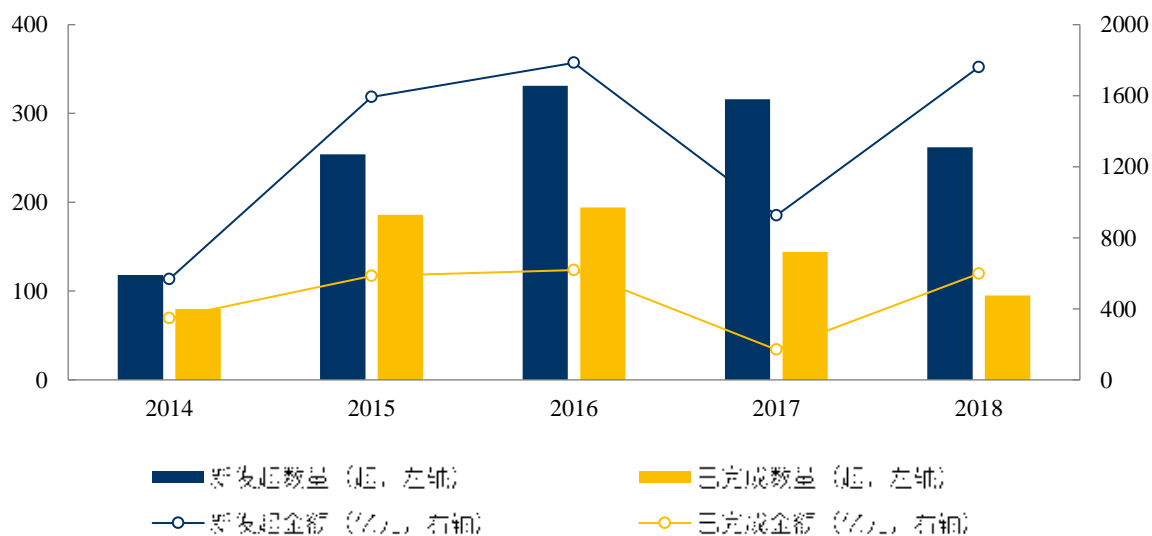


图 3-12 2014~2018 年资本市场服务新发起和已完成并购情况（并购方视角）

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

## (2) 市场马太效应初显，并购多见于头部企业

2018年，资本市场服务业并购的一大特征是单笔并购金额较2017年出现大幅度上升，马太效应初显：资本实力强、市场占有率越高的企业投资金额越大、标的企业质量较高、投资收益也越发丰硕，从而又进一步提高了资本市场服务业的市场集中度。以券商为例，2018年营收规模最大的5家上市券商市场份额占比合计43.68%，较2017年提高2.52个百分点；净

利润最高的5家上市券商市场份额占比为56.18%，较2017年提高6.96个百分点。从更长的周期来看，2011~2017年，营收规模最高的5家与10家上市券商的市场份额分别从29.12%、45.59%跃升至44.33%、63.79%。头部券商可以率先把握行业周期，增强自身实力，更好应对竞争激烈的市场，而中小型证券公司则由于缺乏规模经济优势、市场占有率低、专业服务水平较低等原因面临着较大的行业竞争压力。此外，越来越多的非金融行业企业单独或抱团成立产业基金，不仅单笔投资金额巨大，同时更关注于其主业相关的标的企业，致力于推动自身与标的企业并购效益的共同提升。

### **(3) 大力支持创新创业，资本服务持续优化**

大众创业、万众创新是深入实施创新驱动发展战略的重要支撑与推进供给侧结构性改革的重要途径。这两年，创业企业尤其是科技型创业企业的数量快速增长，离不开资本市场的支持，这一方面体现了资本市场服务业并购的活跃度，另一方面也助推了资本市场服务业并购的持续发展。而随着国家政策（如《关于推动创新创业高质量发展打造“双创”升级版的意见》）的积极落实，创新创业环境的持续改善，我国创新创业主体日益多元，各类支撑平台不断丰富，创新创业社会氛围更加浓厚，将使得资本市场服务业的发展空间进一步扩大。

### **(4) 资本追逐“互联网+”，并购仍需警惕风险**

随着“互联网+”逐步深入各行各业，各类新兴产业快速崛起，电商、O2O、金融科技、新零售、共享经济等概念层出不穷，相关企业也在资本的助力下迅速发展壮大甚至上市。尤其是2016~2017年，大量的资本和投资机构涌入互联网行业，行业整体资金面充裕、IPO数量增多、资本回报率上升，使得互联网投资步入高估值时代。但值得注意的是，盲目的资本将加大市场风险。2018年，部分互联网企业未找到合适的流量变现模式，却仍保持着大量融资、市场补贴等行为，在全球经济持续低迷，国内经济增速放缓和“资管新规”落实的背景下，一些互联网企业出现资金紧张，甚至资金链断裂的情况，斗鱼、知乎、京东等企业相继裁员，OFO、锤子等企业先后濒临破产或倒闭，互联网企业估值大幅度下滑。资本市场服务业高度关注互联网行业的投资虽助推了其发展，但存在的非理性投资也增加了互联网泡沫的破灭风险，一旦泡沫破灭将对资本市场服务业本身的并购市场发展带来负面影响，需特别警惕。



### 3.3 中国重点地区分析

2018年，我国并购最为活跃的省份为广东省，BMI居于榜首超过半年（31周），北京、浙江、上海、江苏则分列第2~5名，这些地区经济发达、资本充足、市场完善、企业众多，几乎长期包揽BMI地区排名前五。就城市而言，北京、上海、深圳作为一线城市，并购活跃度长期居于国内前三，香港则是中国企业进行跨境并购的首选之地。

从集中度来看，我国并购市场省份集中度较高。2018年，BMI省份并购指数前三甲——广东省、北京市和浙江省的并购事件数与金额总量超过全国10%，BMI省份前十名的并购发起数和金额占全国总量的75.5%和71.0%，完成数和金额占比分别为76.4%和77.4%。

从总量上来看，2018年BMI省份TOP10新发起并购数量和金额整体出现量价齐跌的态势，数量和金额均创近三年新低。具体而言，2018年全国新发起并购数量整体下降7.6%，至4746起；新发起并购金额微跌3.6%，为13037.4亿元。全国并购活跃度前十的省份中除山东省、福建省、四川省在新发起并购数量较上年小幅提升外，其他地区均出现不同程度回落，其中广东省发起数量虽仍然领先全国但较上年下降了16.2%；而新发起并购金额方面，广东、北京、上海、江苏较2017年下跌，其中江苏下降幅度高达37.6%（见表3-4）。

表 3-4 2018年BMI省份并购指数TOP10新发起情况（起，亿元，并购方视角）

排名	省级行政区	2018年		2017年		2016年	
		发起数	金额	发起数	金额	发起数	金额
1	广东省	971	2993.3	1159	3663.3	977	2904.4
2	北京市	798	1932.0	934	2345.0	920	2955.1
3	浙江省	688	1966.4	714	1521.0	682	2053.7
4	上海市	605	1589.3	685	1889.7	631	1832.5
5	江苏省	613	1218.9	624	1953.2	626	1813.2
6	山东省	303	1011.0	256	440.2	255	683.9
7	香港特别行政区	171	919.9	182	761.7	144	877.8
8	福建省	228	759.8	223	469.0	226	610.8
9	四川省	198	358.4	172	260.2	189	422.7
10	湖北省	171	288.3	187	223.3	163	704.8
	TOP10 汇总	4746	13037.4	5136	13526.5	4813	14858.9
	TOP10 占比	75.5%	71.0%	76.3%	75.7%	75.1%	71.2%

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技有限公司、同花顺

而从已完成并购来看（见表 3-5），2018 年全国并购活跃度前十的省份整体出现量跌价升的情形。具体表现在：已完成并购数量为 2318 起，较 2017 年下降 15.2%；而已完成金额则上涨 12.2%，与 2016 年高峰（9288 亿元）接近，达 9222 亿元。其中，除山东和香港和四川外，其他省份的已完成并购数量均出现回落，且北京降幅最大（30.5%）；而已完成并购金额方面，只有广东、江苏和福建出现下滑，其他省份都出现上涨，其中香港增幅高达 245.8%。值得注意的是，北京作为已完成并购数量降幅最高的地区，已完成并购金额反而上升了 6.4%，这主要由于 2018 年北京完成了较多大额并购事件（详见附录 4）。

表 3-5 2018 年 BMI 省份并购指数 TOP10 已完成情况（起，亿元，并购方视角）

排名	省级行政区	2018 年		2017 年		2016 年	
		完成数	金额	完成数	金额	完成数	金额
1	广东省	481	2245.0	623	2604.6	568	1620.0
2	北京市	317	1463.0	456	1375.6	444	2339.3
3	浙江省	338	1194.7	405	833.0	372	1640.5
4	上海市	305	1484.7	338	1110.6	298	1154.2
5	江苏省	320	878.4	358	1061.0	304	718.2
6	山东省	153	398.4	152	322.2	116	316.0
7	香港特别行政区	93	646.7	70	187.0	64	543.0
8	福建省	108	283.3	136	382.5	97	174.1
9	四川省	106	264.3	95	169.9	84	308.6
10	湖北省	97	363.6	99	173.0	80	475.2
	TOP10 汇总	2318	9222.0	2732	8219.4	2427	9288.9
	TOP10 占比	76.4%	77.4%	75.8%	73.2%	75.8%	67.1%

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

年报选择 BMI 省份排名前四名进行深入分析，其中本节以广东省、北京市、上海市为主要分析对象，它们在一定程度上代表了粤港澳、京津冀、长三角这三大经济圈的发展状态。浙江省的相关内容将在第四章进行具体展现。

### 3.3.1 广东省并购：经济实力强劲，区位优势明显

改革开放 40 年以来，广东省经济突飞猛进，取得了显著的成就，为该地区企业的并购提供了良好的经济环境。具体而言，广东省经济总量自 1989 年以来连续 30 年稳居全国省级行政区首位，并持续保持较高的增长速度。2018 年，广东省生产总值达 9.73 万亿元，较上年同比增长 6.8%，占全国 GDP 的 10.8%。

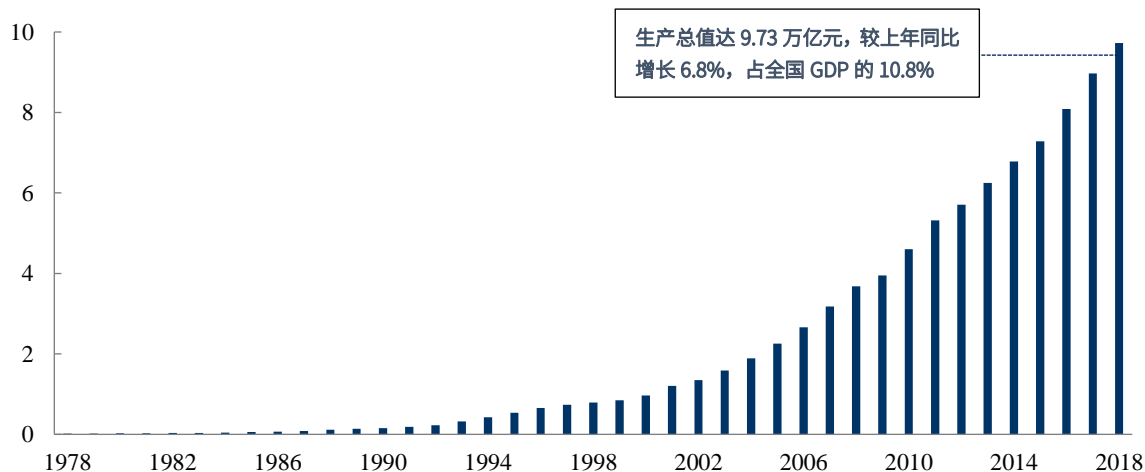


图 3-13 1978~2018 年广东省 GDP (万亿元)

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、Wind

同时，广东省正逐步实现经济结构的优化调整和产业的转型升级，经济发展的内生动力显著增强。如图 3-14 所示，2018 年，广东省三大产业结构比重为 4%、41.8%、54.2%，三大产业排序形成“三二一”结构，一、二、三产业对 GDP 增长的贡献率分别为 2.5%、36.3%和 61.2%，第三产业对 GDP 增长的贡献率高于全国平均值（59.7%）。

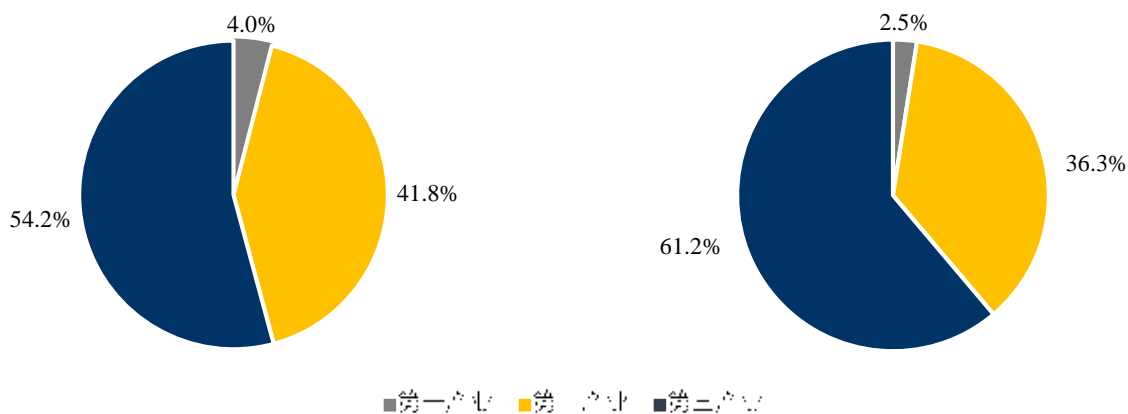


图 3-14 2018 年广东省三大产业占 GDP 的比例与及对 GDP 的贡献率

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、Wind

### (1) 并购活跃度居全国首位，跨境并购落点“一带一路”

广东省在并购市场上一直保持着很高的活跃度。2014~2018 年，并购数量及金额稳居全国首位，并在 2014~2017 年间维持较高增长速度。2018 年，广东省并购市场有所降温，并购数量及金额较上年出现下滑。其中，新发起并购数量为 971 起，较 2017 年下降 16.2%；新发起并购金额为 2993.3 亿元，较 2017 年下降 18.3%。已完成并购交易 481 起，较 2017 年回

落 22.8%；已完成并购金额在经历了四年的高速增长后回落至 2245.0 亿元，较 2017 年下跌 13.8%。

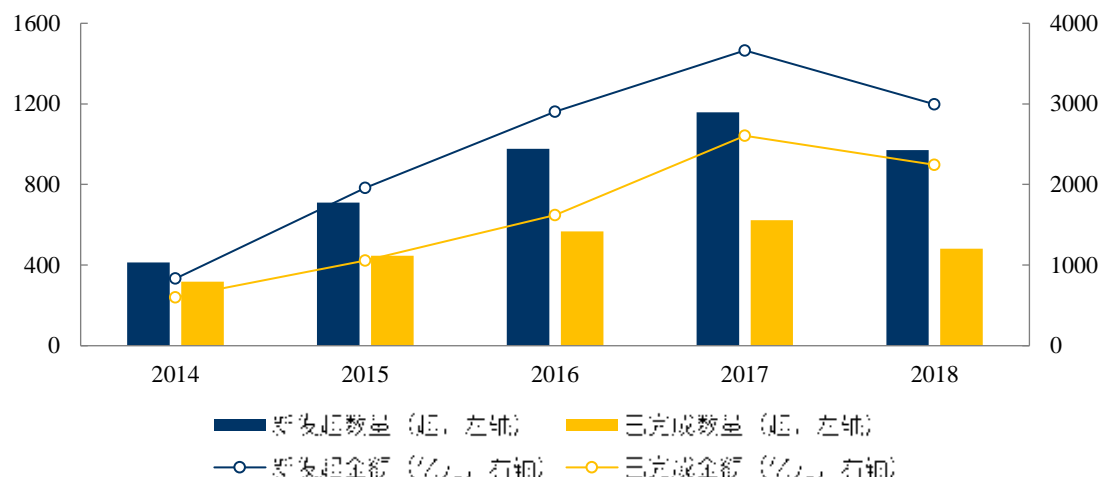


图 3-15 2014~2018 年广东省新发起和已完成并购情况（并购方视角）

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

此外，随着粤港澳大湾区与“一带一路”的持续推进，广东省的跨境并购表现优异。根据广东省商务厅数据，2018 年上半年，广东省与“一带一路”沿线国家进出口贸易额 7289.5 亿元人民币，同比增长 1.7%；在“一带一路”沿线国家设立企业（机构）90 家，实际投资 2.2 亿美元，同比增长 21.7%。广东省的众多企业正在积极扩大与“一带一路”沿线国家的贸易和投资并购合作，从而促进广东省并购市场的开放和持续发展。

## （2）商务服务业领跑并购市场，战略新兴产业释放并购需求

2018 年，广东省商务服务业、软件和信息技术服务业表现不俗，引领并购市场（见表 3-6）。其中，商务服务业新发起并购的数量和金额在所有行业中遥遥领先，而软件和信息技术服务业并购发起数量暂居第二，这表明广东省以知识密集型和现代服务业为主的并购热度较高，高端和新兴产业蓬勃发展。此外，水上运输业虽然并购发起数量较少，但涉及金额很高，这与行业特性有关：如招商局港口集团股份有限公司（曾名：深圳赤湾港航股份有限公司）对招商局港口控股有限公司的收购，涉及金额高达 246.5 亿元，该并购的完成不仅避免了过度竞争，有利于集团母公司的资源分配，实现利益最大化，同时在一定程度上对粤港澳大湾区战略的落实有所助益。

表 3-6 广东省新发起并购数量和金额 TOP5 行业情况（起，亿元，并购方视角）

排名	行业	数量	占比	行业	金额	占比
1	商务服务业	170	17.5%	商务服务业	701.4	23.4%
2	软件和信息技术服务业	103	10.6%	水上运输业	341.5	11.4%
3	批发业	84	8.7%	房地产业	254.2	8.0%
4	研究和试验发展	83	8.5%	资本市场服务	168.8	5.6%
5	计算机、通信和其他电子设备制造业	67	6.9%	软件和信息技术服务业	138.7	4.6%
	<b>TOP5 数量汇总</b>	<b>507</b>	<b>52.2%</b>	<b>TOP5 金额汇总</b>	<b>1604.6</b>	<b>53.6%</b>

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

此外，战略新兴产业正在成为广东经济发展的重要支柱。2018 年，广东先进制造业增加值占规模以上工业的比重为 55.7%，先进制造业和高技术制造业保持高于整体工业的增速，并形成移动通信、平板显示、高端软件、半导体照明、生物医药、智能制造装备、新材料等产值规模超千亿元的新兴产业集群，经济发展正在迈向中高端。先进制造业等战略新兴产业的快速集群发展正在释放新的并购需求，据工信部发布的《2018 年中国软件和信息技术服务业综合发展指数》报告显示，广东省软件和信息技术服务业发展指数连续两年居全国首位，飞速发展的软件和信息服务业给市场带来了更多的投资机会，有利于广东省并购市场的进一步繁荣。

### （3）众多因素助力并购发展，并购市场前景广阔

广东省并购市场的活跃是政策合理支持、金融生态发达、优质企业竞争等因素共同作用的结果，这也为其未来并购市场的持续活跃发展奠定了坚实的基础。首先，在政策上，广东省政府明确了 2020 年省属企业资产证券化率不低于 60%、2018 年底全面完成国家下达的淘汰落后产能任务等目标，并先后出台了《关于全面深化国有企业改革的意见》、《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的实施意见》等一系列支持政策，为并购市场发展提供了有利契机和广阔空间。此外，广东政府近年来大力支持和鼓励企业“走出去”，积极为“走出去”的企业创造良好的条件和环境，做好服务工作。随着《境外投资管理办法》、《关于构建开放型经济新体制的若干意见》、《关于支持企业开展跨国经营加快培育本土跨国公司的指导意见》等一系列投资自由化、便利化举措的出台，困扰本土跨国企业的有关资金出入境等主要问题在简化行政审批后

得到了明显改善。

其次，广东金融业不断发展壮大，多项金融指标连续多年位居全国首位，金融各要素不断集聚发展。目前不仅拥有全国性的股票交易所——深圳证券交易所，也有以广州产权交易所和深圳联合产权交易所为代表的区域性产权交易中心。深交所与港交所始终保持密切合作，“深港通”的开通不仅有利于两地资本流动，也提升了深交所的全球竞争力。同时以中信证券、国信证券、华泰联合证券为代表的一批优秀证券公司集聚于广东助推上市公司完成并购。2013~2017年间，广东省共获批6个国家级金融创新试点地区，每年约有4000家企业涌现区域性股权市场注册挂牌，每年诞生475家私募股权、创业投资基金管理机构。一系列金融要素的集聚发展说明广东省已形成了金融市场比较健全、金融体系不断完善、金融产品日益丰富、金融服务普惠性增强、金融改革有序推进、金融监管持续增强、金融运行平稳发展的格局，为广东省营造良好的并购生态注入了持久活力。

再者，广东省并购主体数量庞大，上市企业、高新企业等优质企业数量位居全国首位，推动其成为中国并购最活跃的地区。截至2018年底，广东省上市公司数量586家，占有A股上市企业数量的16.43%，比第二名浙江省（431家）和第三名江苏省（400家）多了100余家。此外，以华为、中兴、腾讯、美的、格力、广汽、比亚迪等为代表的高新企业茁壮成长，据广东省科技厅数据显示，2017年广东省高新技术企业已达3.3万家，同比增长66%，挂牌上市高新技术企业在数量规模、科技投入、科技产出和经营收入等指标上均居全国首位。

### 3.3.2 北京市并购：总部经济发达，科创能力领先

2018年，北京市经济运行平稳、稳中提质，生产总值达30320亿元，较上年增长6.6%（见图3-16）。其中，第一、二、三产业分别实现增加值118.7亿元、5647.7亿元、24553.6亿元，三大产业比重为0.4%、18.6%、81%。第三产业增加值较上年增长7.3%，高于地区生产总值增速0.7个百分点，对经济增长的贡献率达87.9%，远高于全国平均水平。

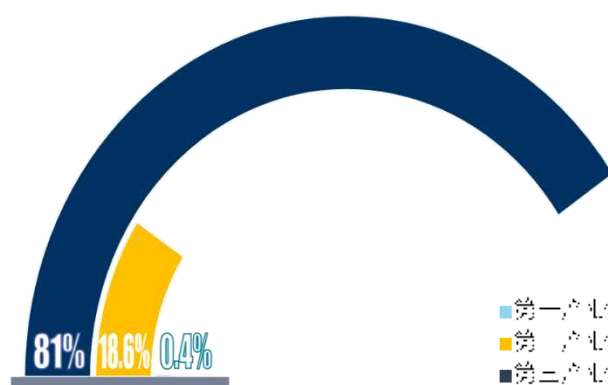


图3-16 2018年北京占三大产业占GDP的比例  
资料来源：白沙泉并购金融研究院、北大AIF研究院、某些信息科技、Wind

除此之外，北京市各产业均呈现“高精尖”发展趋势。其中，金融、科技服务、信息服务等优势行业在全市生产总值中的比重为40.1%，同比提高1.8个百分点；贡献率合计达到67%，同比提高12.9个百分点。金融业实现增加值5084.6亿元，增长7.2%；信息传输、软件和信息技术服务业实现增加值3859亿元，增长19%；科学研究和技术服务业实现增加值3223.9亿元，增长10.4%。产业结构的优化为并购活动提供了更多机会，并购的效益也有所提升。

### (1) 并购活跃度蝉联第二，优质并购项目众多

2014~2018年，北京市并购市场呈现先扬后抑走势。新发起并购数量在2014~2017年期间逐步上升，2016年增速高达61.4%，但在2018年下滑14.6%至798起；新发起并购金额则从2015年的历史高值3036.1亿元，一路下滑至2018年的1932.0亿元，降幅达36.4%。已完成并购数量在2014~2017年间呈现稳中向上的发展态势，但增速持续放缓，2018年完成并购317起，同比下降30.5%；已完成并购金额呈现波动上升趋势，在2016年达到最高点后下调回落，2018年已完成并购金额达1463.0亿元，较最高点下降37.5%（见图3-17）。

总体来看，2018年北京市BMI（省份）蝉联全国第二，并购活跃度在全国范围内仍然处于领先地位，优质企业并购众多。2018年，北京市共拥有总部企业4064家，其中世界500强企业达52家，总部企业资产较过去5年资产规模增长近5成，人均利润增长近三成，总部经济已经成为北京高质量现代经济体系的战略支撑。苹果、默沙东等知名跨国公司研发总部纷纷落户京城，微软创投加速器、中美创新中心、戴姆勒中国创新孵化器等国际顶级孵化器和创业服务平台在京聚集。基于规模庞大的优质企业，北京的并购重组需求或将会进一步扩大。

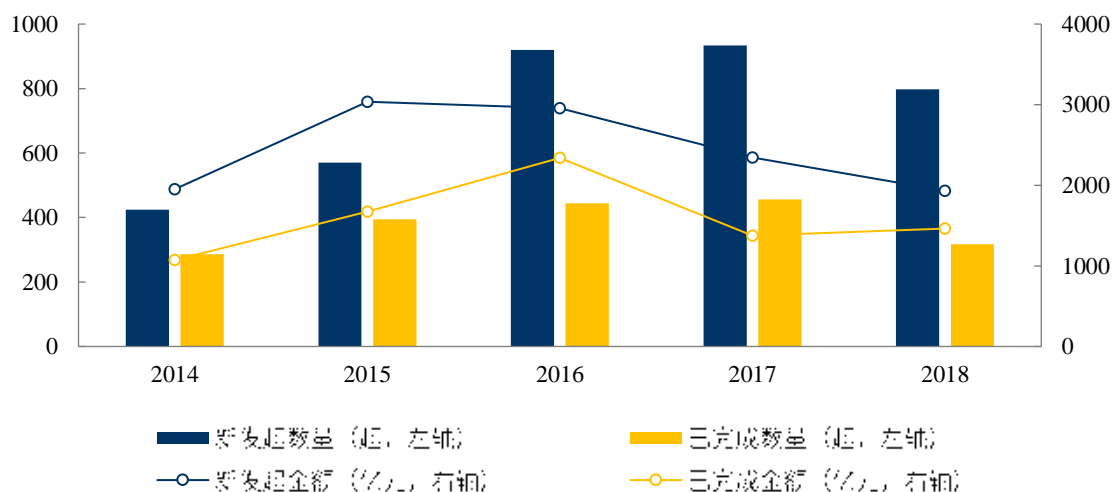


图 3-17 2014~2018 年北京市新发起和已完成并购情况（并购方视角）

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

总体来看，2018年北京市BMI（省份）蝉联全国第二，并购活跃度在全国范围内仍然处于领先地位，优质企业并购众多。2018年，北京市共拥有总部企业4064家，其中世界500强企业达52家，总部企业资产较过去5年资产规模增长近5成，人均利润增长近三成，总部经济已经成为北京高质量现代经济体系的战略支撑。苹果、默沙东等知名跨国公司研发总部纷纷落户京城，微软创投加速器、中美创新中心、戴姆勒中国创新孵化器等国际顶级孵化器和创业服务平台在京聚集。基于规模庞大的优质企业，北京的并购重组需求或将会进一步扩大。

## （2）科技服务业并购积极，科创能力不断加强

2018年，商务服务业与科技推广和应用服务业成为北京市并购的主要力量，在新发起并购的数量和金额上占据绝对优势，并购集中度很高（见表3-7），这与其较强的科创实力有着紧密联系。

表3-7 北京市新发起并购数量和金额TOP5行业情况（起，亿元，并购方视角）

排名	行业	数量	占比	行业	金额	占比
1	科技推广和应用服务业	308	38.6%	商务服务业	425.8	22.0%
2	商务服务业	195	24.4%	科技推广和应用服务业	413.9	21.4%
3	软件和信息技术服务业	32	4.0%	有色金属矿采选业	185.9	9.6%
4	文化艺术业	31	3.9%	土木工程建筑业	117.8	6.1%
5	批发业	26	3.3%	广播、电视、电影和影视录音制作业	109.9	5.7%
	数量TOP5 汇总	592	74.2%	金额TOP5 汇总	1253.2	64.9%

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技有限公司、同花顺

《中国城市科技创新发展报告2018》显示，北京位列全国城市科技创新发展首位，美国市场调研机构CBInsights发布的《全球科技中心报告》将北京评为高速成长的科技中心，科技创新已成为北京产业发展新引擎。而城市科创实力的增强往往离不开大量高新企业和科技型初创企业的发展以及背后资本的助推，大型企业对科技型企业的战略投资、资本对创业型企业的财务投资直接表现为并购活动的增加，北京科创实力强劲是其并购市场积极活跃的表现形式之一。

与此同时，北京市科技创新实力的不断加强，将进一步助推并购市场的发展。2018年，科技推广和应用服务业新发起并购达308起，涉及金额414亿元。此外，北京拥有第一个国家级高新技术产业开发区、国家自主创新示范区——中关村，2018年，中关村示范区总收入



保持两位数增长，在孕育一大批高新技术企业的同时，也逐渐成长为全国并购环境最优、交易最为活跃的并购高地。2018年前三季度，中关村的并购金额占全国并购总额的11.85%，中关村并购形势的变化已经成为判断中国乃至全球并购，尤其是高科技企业并购趋势的重要指标。

### (3) 政策环境持续完善，金融发展助力并购

一方面，政策环境的不断优化，将为企业并购重组活动的开展提供良好的环境，进一步助力北京并购市场的发展。为支持企业通过并购重组做大做强，北京市近年来出台了一系列政策以改善优化并购环境。2018年12月，北京市海淀区揭牌成立“中关村并购资本中心”，计划在3年左右的时间内，吸引聚集千亿元社会资本，并购境内外千个优质项目，激发数千亿规模的产出效能。同时，旨在促进中关村并购发展的“丰翼计划”自2017年发布以来取得了丰硕的成果，多家成员企业在高科技并购领域取得重大突破，其中安泰科技在德国的并购成为德国实行更严格的审查制度后首个获得放行的成功案例，其他多家企业如北斗星通、华米科技等都在海外并购领域屡有斩获。

另一方面，健全的金融要素是营造良好并购环境、助推北京市并购发展的重要基础。北京作为我国乃至全球最重要的金融中心之一，是“一行两会”、国家金融企业总部和重要金融基础设施所在地。此外，北京还拥有被视为中国金融业“大磁”的金融街，截至目前金融街的金融机构资产规模已达99.5万亿元，占全国金融机构资产规模的近40%。《新华国际金融中心发展指数2018》显示，北京金融发展程度位列全球前十。

### 3.3.3 上海市并购：金融生态多样，国际交流深入

2018年，上海市经济延续了总体平稳、稳中有进、稳中向好的发展态势，生产总值达3.26万亿元，按可比价格计算，较上年增长6.6%，位居全国城市GDP榜首。其中，三大产业增加值分别为104.4亿元、9732.5亿元、22843.0亿元，占GDP比重分别为0.3%、29.8%、69.9%（见图3-18）。第三产业增加值同比增长8.7%，高于上海GDP增速2.7个百分点，对经济增长的贡献率达到87.9%。

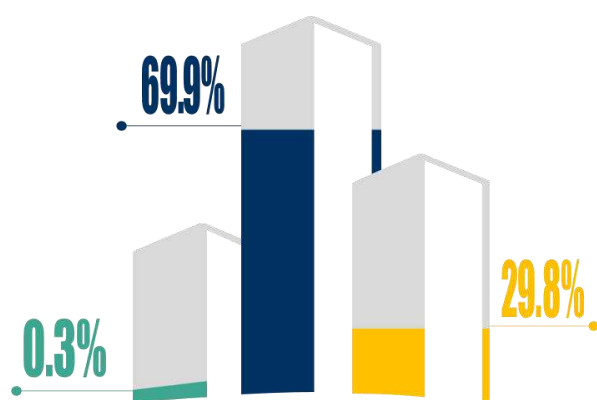


图3-18 2018年上海占三大产业占GDP的比例

资料来源：白沙泉并购金融研究院、光大AIF司库研究室、厚石信息科技、Wind

此外，上海拥有强大的产业基因，集聚了金融、航运物流、现代商贸、信息服务、文化创意、旅游会展等一批高端服务业，培育了汽车、电子信息、装备、钢铁、石化等一批先进制造业支柱产业。全年战略性新兴产业增加值 5461.91 亿元，比上年增长 8.2%，其中战略性新兴产业的制造业部分产值占工业总产值的比重提高了 6.8 个百分点，现代服务业为主体、战略性新兴产业为引领、先进制造业为支撑的现代产业体系正初步形成。

### (1) 完成并购金额大幅增长，市场活跃度总体良好

2018 年，上海市 BMI 排名全国省份第四，城市第二，市场活跃度较高。2014~2017 年间，上海新发起并购数量及金额连连攀升，数量从 339 起上升至 685 起，2018 年（605 起）首次出现 11.7% 的降幅，但较 2014 年仍然增长了 78.5%；新发起并购金额的走势与数量相似，在经历 2014~2017 年的连续增长后在 2018 年出现了 15.9% 的下滑，达 1589.3 亿元。特别值得注意的是，相比于广东、北京等地区，上海已完成并购数量在 2014~2017 年间呈现持续上升态势，2018 年仅有小幅下降；而已完成并购金额在近 5 年来呈现总体上升态势，尤其是在 2018 年同比增长高达 33.7%，总金额达 1484.7 亿元（见图 3-19）。

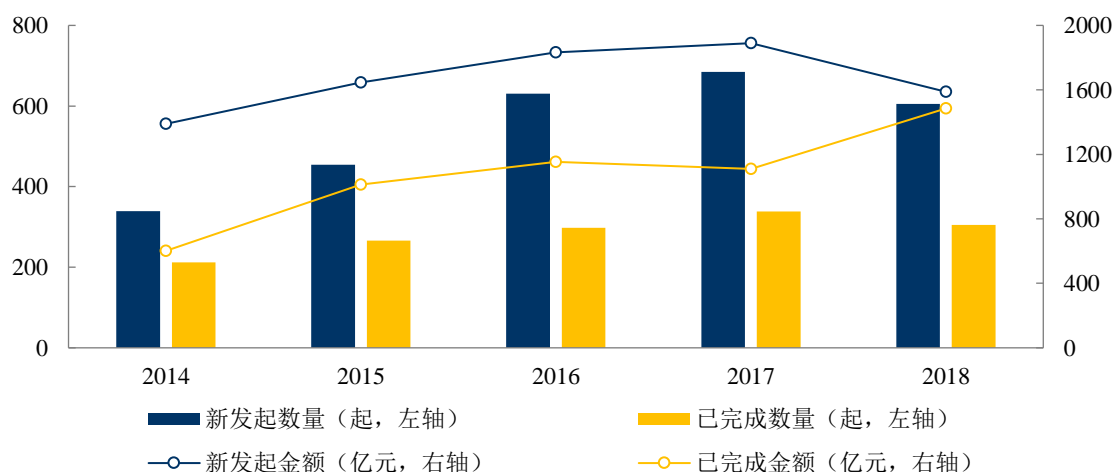


图 3-19 2014~2018 年上海市新发起和已完成并购情况（并购方视角）

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

上海市并购市场的活跃与其公司数量及规模的不断攀升不无关联。截至 2018 年 3 月，上海累计企业数量达 193.91 万，相当于每 1000 人拥有 77 户企业，企业密度位居全国首位，甚至超过伦敦、东京等城市。仅 2018 年，上海市经工商登记新设立各类市场主体 39.99 万户，比上年增长 13.2%。至 2018 年底，上海 A 股企业数量达 287 家。此外，中国大陆境内被国内外投资者和投机机构认可的 136 家“独角兽”企业中，总部位于上海的有 29 家，继北京之后位列全国第二。

## (2) 商务服务业具有绝对优势，多层次市场体系逐渐完善

从 2018 年新发起并购来看，商务服务业在数量和金额上全面引领上海市并购发展，分别达到 207 起和 515.5 亿元，占比超过并购总量三成。科技推广和应用服务业在新发起并购数量上亦表现抢眼，全年共发起并购 73 起，占比 12.1%。软件和信息技术服务业、仪器仪表制造业则在新发起并购金额方面表现突出，分别为 337.9 亿元和 189.1 亿元，占比为 21.3%和 11.9%，具备拉动上海并购市场活跃度的重大潜力（见表 3-8）。

表 3-8 上海市新发起并购数量和金额 TOP5 行业情况（起，亿元，并购方视角）

排名	行业	数量	占比	行业	金额	占比
1	商务服务业	207	34.2%	商务服务业	515.5	32.4%
2	科技推广和应用服务业	73	12.1%	软件和信息技术服务业	337.9	21.3%
3	批发业	55	9.1%	仪器仪表制造业	189.1	11.9%
4	软件和信息技术服务业	47	7.8%	批发业	62.4	3.9%
5	专业技术服务业	42	6.9%	专业技术服务业	60.9	3.8%
	数量TOP5 汇总	424	70.1%	金额TOP5 汇总	1165.7	73.3%

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技有限公司、同花顺

2018 年，第 24 期全球金融中心指数报告显示，上海位列全球第 5 位，在中国内地城市中排第一，正向着全球金融中心发展。目前，上海已建立起包括商业银行、证券公司、保险公司、基金管理公司、信托公司、期货公司、金融租赁公司、货币经纪公司、票据业务中心等在内的类型齐全的金融机构体系，成为我国中外资金融机构的最大聚集地。同时，上海已形成包括银行间同业拆借市场、银行间债券市场、银行间外汇市场、上海证券交易所、上海期货交易所和上海黄金交易所在内的多层次资本市场体系，为打造更加优质的并购生态奠定了基础，并购市场活跃性有望进一步提升。

## (3) 对外开放持续深化，跨境并购未来可期

2018 年，上海市货物进出口总额达 3.4 万亿元，同比增长 5.5%，超全国货物进出口总额的 20%。上海港集装箱吞吐量连续 8 年保持世界第一，成为全国第一个、全球第五个航空旅客年吞吐量突破 1 亿人次的城市。同时，上海自贸区的设立进一步扩大了上海对外开放的格局，不仅有利于提高上海贸易总额，同时也吸引了大量外资投资项目。自贸试验区建设 5 年以来，已累计新注册企业 5.7 万家，新设企业数是前 20 年同一区域企业数的 1.6 倍，累计办结境外投资项目超过 2200 个。可以预见，未来上海将迎来更多跨境尤其是外资入境的并购活动。

## 第四章 浙江并购市场分析

东南形胜，三吴都会，钱塘自古繁华。在2018年中国并购市场活跃度较2017年相对趋缓的背景下，浙江省并购交易市场活跃，头部效应明显。从行业来看，软件和信息技术服务业的整合、重工业的整合与制造能力的升级为2018年浙江并购市场的发展提供了重要推动力；从地区来看，杭州、绍兴、宁波等地并购市场最为活跃，已经展露出成为区域金融中心和并购金融高地的实力。本章以BMI数据为基础，对浙江省上市企业相关并购的基本情况进行分析。

## 4.1 浙江并购市场活跃性

2018年，浙江省经济发展状况优于全国平均水平，且随着科技创新力度的不断加大，经济结构持续优化，数字经济高速发展。在此背景下，浙江并购交易市场持续活跃，头部效应明显，高质量并购持续涌现。在政策举措层面，浙江省积极响应国家战略，政策持续加码支持企业并购重组。在资本市场层面，IPO遇冷和私募股权基金的优势凸显，推动浙江省并购市场持续活跃。

### 4.1.1 宏观环境：经济相对领跑，政策持续加码

#### (1) 经济增速高于全国，经济结构不断优化

2018年，浙江省经济增长平稳向好，为企业开展并购活动提供了良好的经济环境。2018年浙江省实现GDP56197亿元，稳居全国第4位，全年GDP增速7.1%，较全国高0.5个百分点。此外，浙江省经济结构不断优化，第三产业增长迅速，2018年浙江省第三产业增加值较2017年增长7.8%，远高于第一、第二产业（分别为1.9%、6.7%），且对全年GDP贡献率为54.7%（第一、第二产业分别为3.5%和41.8%），占比超过一半，可以看到，第三产业已经成为带动浙江省经济增长的主要引擎。在浙江省经济发展迈向中高端的大背景下，浙江企业正在积极引进先进技术和加快产业链整合，带来了巨大的潜在并购需求。

#### (2) 创新力度持续加大，数字经济高速发展

2018年，浙江省为强化实施创新驱动发展战略，出台《关于全面加快科技创新推动高质量发展的若干意见》等相关政策，大力实施科技新政、人才新政战略，取得了丰硕成果。从科技投入产出来看，浙江省全年R&D支出占GDP比重为2.5%，高于全国2017年平均水平（2.1%），同时科技进步贡献率为61.8%，比上年提高1.7个百分点。发展特色小镇成为浙江创新战略的重要举措，浙江已经形成了“培育一批、创建一批、验收命名一批”的特色小镇有序发展格局，将为并购市场注入新的活力。例如，玉皇山南基金小镇、南湖基金小镇等金融小镇可以为并购市场提供多层次资本市场的有力支持，梦想小镇、云栖小镇等以发展高端新兴产业的特色小镇则能够为市场提供优质并购标的。

在创新战略的支持下，数字经济的高速发展也成为了浙江经济发展的一大亮点。2018年，全省数字经济核心产业增加值5548亿元，比上年增长13.1%。在数字技术的推动下，浙江涌现出了一大批高新技术企业并处于高速发展阶段，企业规模不断扩张，并购需求旺盛。

### (3) 国家战略深入实施，多项举措支持并购

2018年，浙江省积极响应国家战略，纵深推进浙江省“一带一路”枢纽建设，把握“长三角一体化”战略机遇。一方面，发布《浙江省打造“一带一路”枢纽行动计划》，以境外经贸合作区为载体，以重大合作项目为支点，加快推进国际产业合作。另一方面，“长三角一体化”在2018年上升为国家战略，为浙江省发展带来了新的机遇，也为区域内企业并购提供了更多可能。以此为契机，2018年11月17日长三角产业创新峰会在上海开幕，会上签约成立了“长三角产业创新股权投资基金”，主要聚焦区域内龙头公司的并购重组、股权投资等，为区域并购市场提供资金支持。

与此同时，浙江省出台了一系列政策举措支持并购重组。2018年，浙江省出台《关于深入实施“凤凰行动”计划促进上市公司稳健发展的意见》，积极推动并购重组和产业整合，促进实体经济尽快实现转型升级。全国首个省级并购服务平台——浙江省并购联合会也在同年成立，浙江省并购交易平台——蓝血并购正式上线，为高质量并购精准对接项目和服务。此外，浙江省还通过实施“最多跑一次”改革、小微企业信贷“增氧”计划等政策优化营商环境，提高企业参与并购重组的积极性。

### (4) 资本市场 IPO 遭遇“寒冬”，私募股权基金支持并购重组

2018年，中国A股过会率仅为55.8%，为2015年以来最低点，并购重组成为企业进行资本市场运作的重点方式之一。浙江省全年仅有16家企业上市，较2017年减少了71家，而并购重组过会率却高达84.72%，并购重组已成为更受浙江企业青睐的资本市场运作方式。

与此同时，私募股权基金的高速发展为浙江企业并购重组提供了充足的资金支持。2014~2018年，各类私募股权投资机构在浙江投资项目超过7700个，投入资本超4500亿元人民币，浙江已成为私募股权基金的热土。其中，截至2018年6月，杭州私募基金管理资产规模位列全国第四（仅次于北京、上海、深圳三地），已成为中国第四大私募之城。

## 4.1.2 并购市场：延续螺旋上扬，头部效应明显

纵观2018年，浙江省并购市场头部效应显著，发展如火如荼，超越了全国平均水平。

### (1) 新发起与已完成并购交易量降价升，头部效应明显但失败率走高

2018年，浙江省新发起与已完成的并购交易与全国的发展态势基本一致——量降价升。从新发起并购看（见图4-1），在并购数量较上年减少28起至686起的同时，交易总额增长35.1%，至2055.7亿元，单笔并购平均金额增长42.9%，至3.0亿元，全省并购交易规模和活跃程度有所提升。世纪华通收购盛跃、阿里巴巴收购分众传媒等大额交易的频频出现是浙

江交易总额与均价接连攀升的重要原因。头部企业通过收购持续加码，在业务量、估值水平、资金实力上开始和竞争对手拉开距离，未来头部企业可能通过投资并购进一步实现行业整合，头部效应可能进一步加剧。

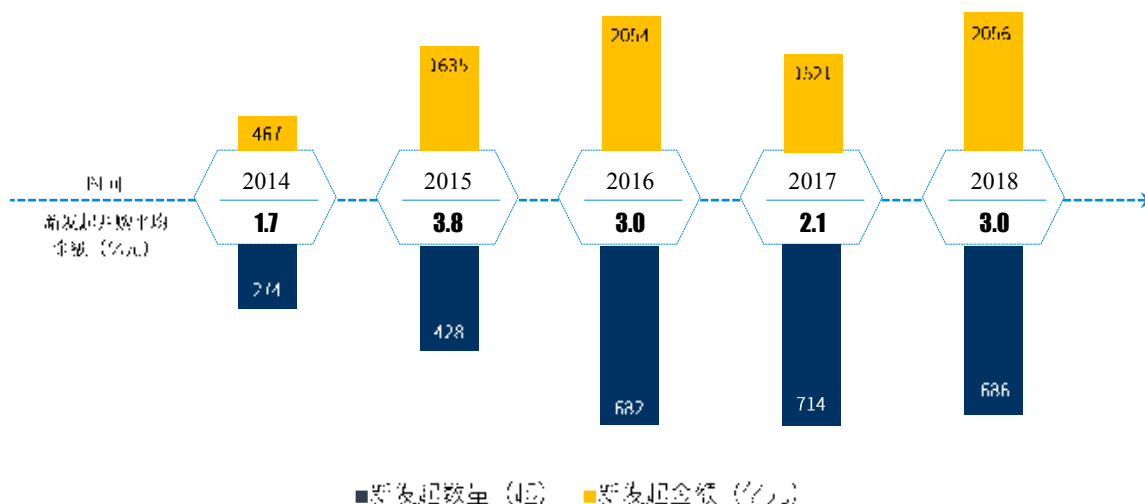


图 4-1 2014~2018 年浙江省上市企业相关并购数量和金额（新发起，并购方视角）

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技有限公司、同花顺

从已完成并购来看（见图 4-2），2018 年并购交易数量（338 起）虽较 2017 年小幅下降 16.5%，但平均并购金额及并购交易总额（1183.6 亿元）大幅上升，同样呈现出量降价升的态势，单笔并购平均金额达 3.5 亿元，较上年增长了 66.7%，远高于 26.0% 的全国整体水平，表明了浙江省并购市场的繁荣与高质量发展。

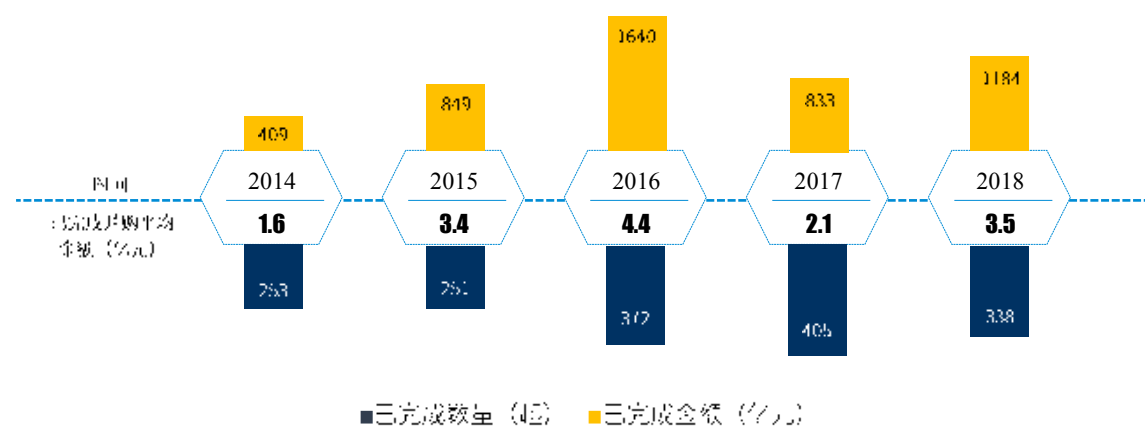


图 4-2 2014~2018 年浙江省上市企业相关并购数量和金额（已完成，并购方视角）

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技有限公司、同花顺

此外，2018年已完成并购事件平均并购时长达173天，较上年增长31.8%，创五年来新高（见图4-3）。这主要是由于平均并购金额上升导致并购过程更为繁杂，也在一定程度上反映出在宏观经济下行、并购审核整体严格之时完成并购交易变得更为困难。并购事件在一年内的完成率也进一步走低，有近35%的并购事件完成时间超过半年，13.3%的并购事件无法在一年内完成。

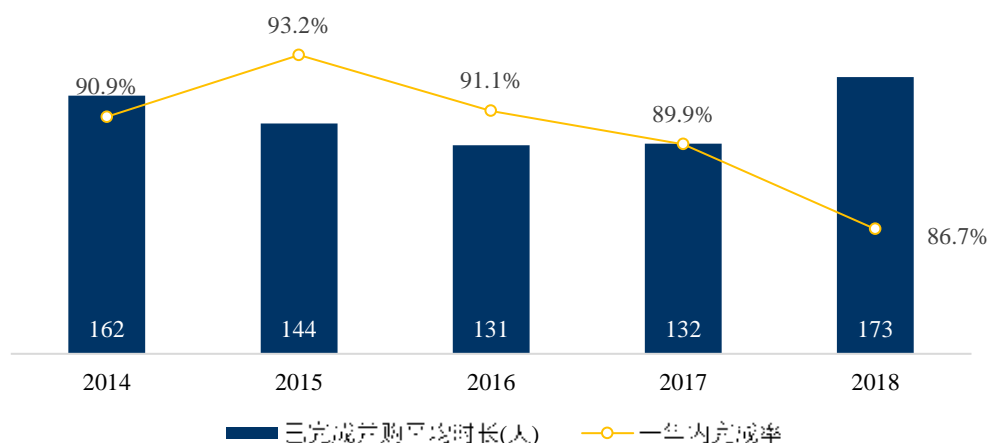


图 4-3 2014~2018 浙江省上市企业相关并购平均时长和一年内完成率（已完成，并购方视角）  
资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

从失败并购来看（见图4-4），2018年浙江省有40起上市企业相关并购交易失败，占总完成交易数量的10.6%，失败率创近5年来新高，盲目并购（尤其是跨界盲目并购）与协同效应陷阱成为失败主因。在40起失败并购中，逾期半年约有16起，占失败总数的40.0%。

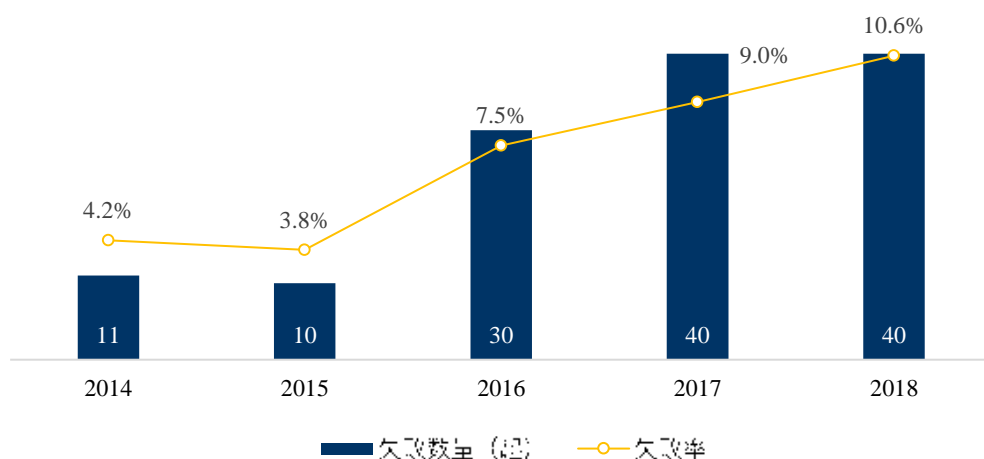


图 4-4 2014~2018 年浙江省上市企业相关并购失败数和失败率（并购方视角）  
资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺



## (2) 进行中并购数量金额持续走高，并购时间进一步拉长

从进行中并购看（见图 4-5），其数量和金额在近 5 年皆保持高速增长，2018 年进行中并购数量高达 1196 起，较 2014 年增长近六倍；并购总金额达 2044 亿元，是 2014 年的 5.5 倍。单笔并购平均金额近两年保持在 1.7 亿元，较往年略有降低。

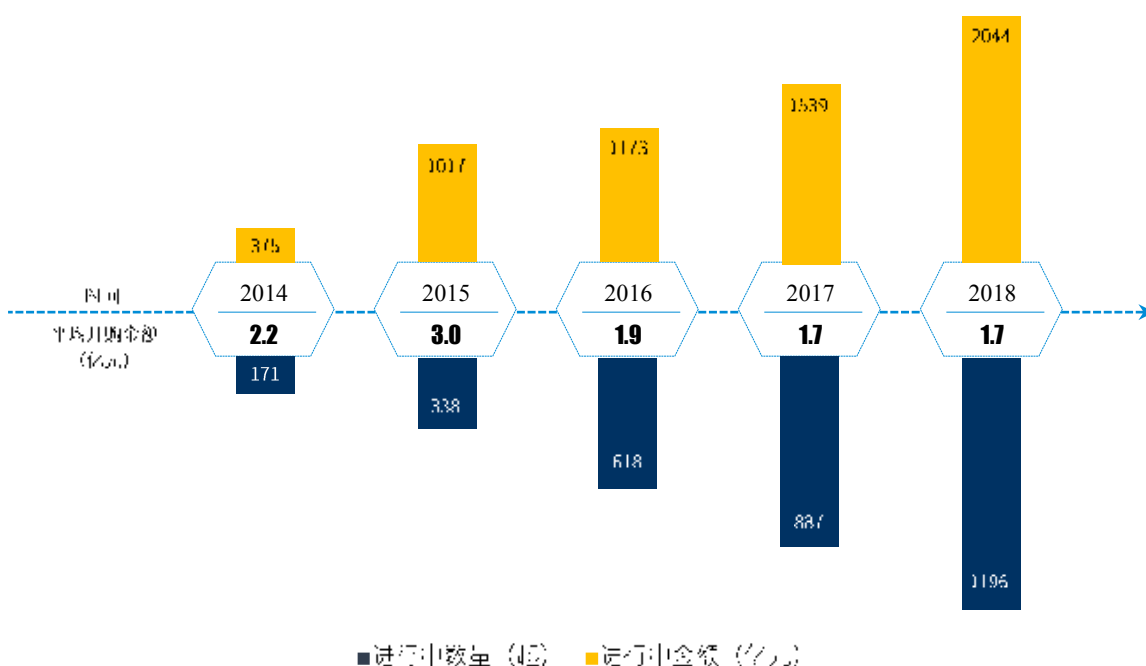


图 4-5 2014~2018 年浙江省上市企业相关并购数量和金额（进行中，并购方视角）

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

从并购时长看，持续时间在半年以内的并购数量在经历了 3 年的增长后，基本稳定，保持在 250 起左右，较 2014 年增长了 2.1 倍；其他不同长时的并购数量均有一定幅度的上升，其中已进行 2~3 年并购数量增幅最大。从并购金额看，持续时间在半年以内的并购金额在 5 年内波动较大，在经历了持续两年的下降之后，2018 年并购金额创新高，达 826 亿元，比 2015 年上涨 9.6%；已进行 0.5~1 年的并购金额略有下降，但较 2014 年仍有 5.2 倍的增幅；其他不同年限的并购金额总体呈现上涨趋势。

### 4.1.3 并购特征：阶段特征明显，私募股权助力

#### (1) 上半年海外并购亮点呈现，下半年“纾困式并购”逐渐增多

2018 年，浙江省大力实施“凤凰行动”计划，致力于营造并购环境和市场氛围，发挥上市公司独特资源平台优势，通过并购实现转型发展。随着“凤凰计划”的加速推动，全省上

市企业并购重组进入了新的加速期，将对浙江省大湾区建设，尤其是对长三角区域一体化建设产生持续的积极推动作用。

具体而言，2018年上半年，浙江省呈现海外并购热潮，一批龙头浙企通过海外并购获取品牌、技术、渠道等资源，加速嵌入全球产业链和价值链；与此同时，一批新股、次新股聚焦主业展开并购，出现了如杰克股份 2280 万欧元收购意大利牛仔服装自动化设备公司、铁流股份 3800 万欧元收购德国高精密金属零部件企业等典型并购交易。此类试水式并购虽然涉及金额不高，却体现了新增长点和利润点的重新布局。

2018年下半年，为缓解上市公司资金紧张问题，国资背景公司收购民营上市公司事件增多，“纾困式并购”成为并购市场的一大特点，出现了如浙商资产 5.06 亿元收购亿利达 15.23% 股权成为大股东、中国信达 7.3 亿元重组华友钴业旗下子公司债务（国内第一个市场化债权转股权项目）等等典型案例。由于一批高质押、高商誉的民营上市公司陷入经营困境和流动性危机，预计 2019 年“纾困式并购”潮还将持续。

## （2）并购目的日趋多样，私募股权推动提速

从并购目的来看，浙江省内上市公司并购交易日趋多元化。在浙江并购交易金额前 15 的并购事件中（占新发起并购交易总额的 58%），以横向整合为目的的并购事件有 6 起，在绝对数量上仍占据优势。但以多元化战略、资产调整、垂直整合、借壳上市等为目的的并购也多有发生（见图 4-6），存在较为明显的多样化趋势。此外，私募股权投资已经成为推动并购市场发展不可忽视的重要力量，其作为专业机构投资者，有效识别市场上有价值的并购机会，并为并购交易提供资金支持。在浙江交易额前 15 并购事件中，近三分之二的并购事件有私募股权参与其中。

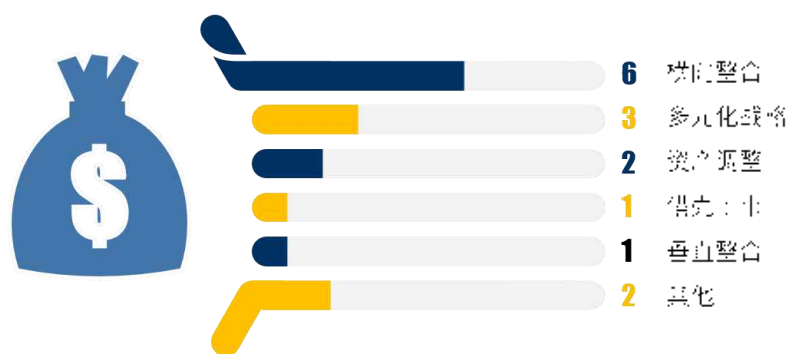


图 4-6 浙江交易额前 15 并购事件并购目的

数据来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

### (3) 收益法成为主流定价方法，协议收购占据主导地位

随着资产评估体系的逐步完善，收益法已逐渐成为省内并购主流定价方法，与发达国家逐步接轨。在浙江并购交易金额前 15 的并购事件中，超过一半采用收益法作为定价方法（见图 4-7），这一定价法可以较好体现未来企业因为经济收益流量的差异而形成的不同资产价值。此外，在浙江并购交易金额前 15 的并购事件中，绝大部分采用协议收购的并购模式，仅 1 起并购采用要约收购。协议收购指收购人与目标公司大股东采取私下协议方式进行并购，效率较高，交易费用低，对企业吸引力更大。而要约收购作为一种完全市场化的收购模式，虽然在保障全体股东尤其是中小股东的利益方面有明显优势，但在我国资本市场尚不完善的背景下，该收购模式并非主流。

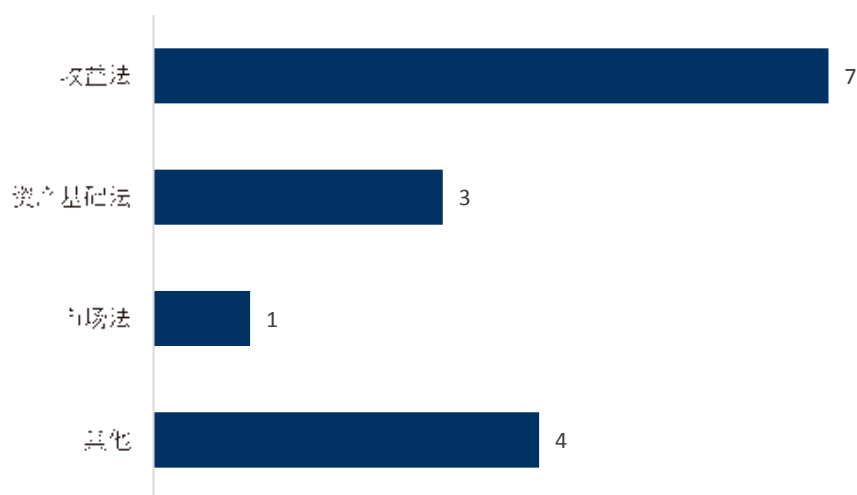


图 4-7 浙江交易额前 15 并购事件定价方法

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

## 4.2 浙江重点行业分析

2018 年，浙江省众多行业均活跃在并购重组市场上，其中以商务服务业、通用设备制造业、汽车制造业与软件和信息服务业等最为亮眼。根据行业并购交易总额、增长率及行业整体表现，本节重点对汽车制造业、软件和信息服务业、通用设备制造业这三个产业并购情况进行具体分析。

### 4.2.1 行业并购概况：整体百花齐放，信息产业亮眼

#### (1) 制造业升级助推浙江并购市场发展，软件与信息服务业表现亮眼

2018年，浙江省商务服务业、通用设备制造业蝉联并购热点行业，汽车制造业在并购市场表现抢眼，增长迅速。从新发起并购看（见表4-1），商务服务业以552.5亿元的并购交易总额位居榜首，汽车制造业、通用设备制造业、软件和信息技术服务业分列其后，分别以368.7亿元、206.2亿元、177.2亿元位居第二至四位，四大行业新发起的并购交易金额共占全部行业并购交易总额的78.8%。其中，汽车制造业近年呈现出了飞跃式的发展，较2016年增长了5.2倍。随着“中国制造2025浙江行动”的开展，软件和信息技术服务业的整合、重工业的整合与制造能力的升级为2018年浙江并购市场的发展提供了重要推动力。

表4-1 2018年浙江省新发起并购金额TOP10行业情况（起，亿元，并购方视角）

排名	行业	2018年		2017年		2016年	
		发起数	金额	发起数	金额	发起数	金额
1	商务服务业	217	552.5	256	424.2	157	865
2	汽车制造业	24	368.7	16	47.2	26	71.3
3	通用设备制造业	19	206.2	33	233.4	42	108.4
4	软件和信息技术服务业	54	177.2	42	44.1	60	99.3
5	电气机械和器材制造业	65	134.4	33	71.8	31	96.8
6	批发业	26	74.7	49	43.5	33	36
7	房地产业	20	53.8	18	103.8	16	63.8
8	纺织业	20	46	8	34.5	5	16.6
9	科技推广和应用服务业	24	30.6	19	122.5	40	64.9
10	研究和试验发展	28	11.4	21	97	12	2.4
TOP10 汇总		497	1655.5	495	1222	422	1422.5
TOP10 占比		72.3%	80.6%	69.3%	80.3%	61.9%	69.3%

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技、同花顺

从已完成并购看（见表4-2），通用设备制造业在并购金额上超越了汽车制造业，以173.8亿元位列第二，汽车制造业以14.6亿元的差距略逊于软件和信息技术服务业，排名第四，四大行业已完成的并购交易金额占全部行业并购交易总额七成有余。2016~2018年，商务服务业稳居榜首，而通用设备制造业、软件和信息技术服务业的并购金额持续增长，排名不断提升，也逐渐成为并购热点行业。

表 4-2 2018 年浙江省已完成并购金额 TOP10 行业情况（起，亿元，并购方视角）

排名	行业	2018 年		2017 年		2016 年	
		完成数	金额	完成数	金额	完成数	金额
1	商务服务业	92	314.1	140	295.8	85	675.8
2	通用设备制造业	8	173.8	21	64.7	18	43.6
3	软件和信息技术服务业	28	128.0	16	56.7	27	26.0
4	汽车制造业	14	113.4	7	17.3	17	63.7
5	科技推广和应用服务业	17	70.1	18	18.0	18	39.1
6	研究和试验发展	9	61.7	6	25.0	10	14.7
7	电气机械和器材制造业	16	48.4	20	75.9	14	103.8
8	纺织业	16	45.5	4	14.7	3	4.3
9	批发业	12	29.6	23	44.5	24	57.9
10	房地产业	12	21.8	7	18.7	15	36.7
	TOP10 汇总	224	1006.4	267	631.3	231	1082.6
	TOP10 占比	66.7%	82.4%	65.9%	75.8%	62.1%	66.0%

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

## （2）重点行业并购周期大幅缩短，政策加持提速行业并购进程

从已完成并购平均时长上看（见表 4-3），虽然 2018 年浙江总体已完成并购平均并购时长达 173 天，较 2017 年增长 31.8%，但是通用设备制造业、科技推广和应用服务业、软件和信息技术服务业等行业并购周期（平均时长）却大幅缩短。这主要得益于浙江省大力促进新兴科技产业发展，着力引进了一批投资强度大、带动能力强、技术水平高的重大产业项目，并支持有条件的企业通过并购引进行业知名品牌、先进技术和优秀人才。2017 年 9 月，省政府发布《浙江省培育发展战略新兴产业行动计划（2017—2020 年）》，其中明确提出要推动信息技术产业跨越发展，促进高端装备制造业突破发展。在政策加持下，以上重点行业的并购周期普遍有明显缩短，并购进程不断加速。

表 4-3 2018 年浙江省已完成并购平均时长 TOP10 行业情况（天，并购方视角）

排名	行业	平均时长	
		2018 年	2017 年
1	纺织业	361	187
2	汽车制造业	357	171
3	研究和试验发展	184	136
4	商务服务业	178	89
5	电气机械和器材制造业	174	186
6	批发业	154	71
7	通用设备制造业	132	174
8	科技推广和应用服务业	127	284
9	软件和信息技术服务业	126	135
10	零售业	53	161

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

## 4.2.2 汽车制造业并购

近年来，浙江汽车制造业快速发展，在浙江经济版图中占据越来越重要的地位。2018 年，该行业的并购大多为纵向并购，并购标的大多为汽车制造业上下游企业，产业链进一步整合。2019 年，随着浙江省政府先后在 1 月发布了《浙江省汽车产业高质量发展行动计划（2019—2022 年）》，在 4 月批复了设立杭州钱塘新区，提出浙江省未来将建设千亿级汽车产业平台，形成规模效益显著、创新能力突出的全球汽车产业高地，实现产业升级，并购重组有望持续活跃。

### （1）浙江第二大制造业，有望成为支柱产业

2018 年，浙江省汽车制造业规模以上工业增加值达到 1163.4 亿元，同比增长 9.4%（全国仅为 4.9%），占全部规模以上工业增加值的 7.9%，汽车制造业成为浙江仅次于电气机械和器材的第二大制造产业。与此同时，汽车行业正在经历技术上的重大变单，而浙江在新一轮汽车产业的变单中，已经具有了核心技术上的优势。如万向在电机、电池、电控三大核心技术领域均有深厚积累；吉利在收购沃尔沃、入股奔驰后，品牌知名度快速上升，技术实力显著提升，在中高端车型方面已经具有一定的品牌效益。

在此背景下，2019 年，浙江省提出要推动汽车产业高质量发展，推进整零协同，支持龙头企业强化浙江基地的核心地位，加快建设汽车产业强省，省委省政府正在谋划将汽车产业

作为未来支撑浙江发展的四大战略性支柱产业之一。

### (2) 并购重组模式转变，延长完善产业链

2018年，浙江省汽车制造行业（并购方）共计新发起并购事件24起，其中横向并购8起，占并购总数的33.3%；纵向并购13起，占比54.2%，如浙江万丰奥威汽轮股份有限公司仅用一个月便完成了对无锡雄伟精工科技有限公司的并购。而在2017年，横向并购在新发起的并购总数中占到了50.0%。

并购模式从横向并购到纵向并购的转变，表明了浙江省汽车行业正在不断扩充产业链，通过并购重组形成核心汽车制造企业，并以其为中心，向外辐射，带动上下游产业发展，进行合理的产业布局。而2019年1月浙江省发布的《浙江省汽车产业高质量发展行动计划（2019—2022年）》提出，未来将致力于构筑节能燃油汽车与新能源汽车高端产业链，也将为浙江汽车行业的纵向并购创造更为有利的市场环境，促进产业链上下游进一步整合。

## 4.2.3 软件和信息技术服务业并购

深入贯彻落实创新发展战略的浙江不断发力软件和信息技术服务业，力求抢占数字经济发展高地，这为其并购市场的活跃创造了条件。2018年，软件和信息技术服务业新发起并购金额位列各行业第四，较2017年上升了4位。同时，浙江省省长袁家军更是在会议上强调要大力推进数字经济“一号工程”，培育发展数字产业集群，做大做强高端软件、云计算、大数据等数字产业，培育若干世界级数字企业。

### (1) 行业保持高速增长，数字经济培育并购动能

根据工信部公布的《2018年（第2届）中国软件和信息技术服务业综合发展指数报告》，浙江软件和信息技术服务业发展指数位列全国第三。2018年，浙江省软件和信息技术服务业累计完成软件业务收入4555.5亿元，同比增长18.2%（全国同比增长14.2%）。前三季度，浙江数字经济核心产业增加值3856亿元，同比增长14.8%（现价计算），占GDP的9.7%，对GDP的贡献率达17.1%，良好的产业基础为并购发展提供了沃土。

需要特别指出的是，当前浙江省正以“数字产业化、产业数字化”为主线，全面实施数字经济“一号工程”，大力发展云计算、大数据、物联网、人工智能等新兴产业，积极布局区块链、量子信息等前沿产业，推进一批高规格的项目（平台）建设，如杭州国家“芯火”创新基地、杭州国际级软件名城等。这又将为全省软件和信息技术服务业的持续快速发展打了一剂强心剂，也将进一步促进并购动能的蓄力和爆发。

## (2) 纵向并购持续进行，蓄力拓宽业务渠道

2018年，浙江省软件和信息技术服务业（并购方）一共发起54起并购事件，其中纵向并购数量达29起，占比53.7%，较2017年的42.9%有所上升，行业内并购成为主流，反映出浙江省软件和信息技术服务业正在不断整合资源，提升企业技术，快速抢占市场份额。如杭州东原之方科技有限公司对深圳市创曙企业管理有限公司的收购。随着“智能+”的发展，相关企业与金融、制造、物流等行业进行纵向并购能够在一定程度上拓宽上市公司的重点业务领域，重塑业务系统和生产模式，驱动其他行业领域向数字化、智能化转型升级，挖掘隐性市场的巨大空间，更好地满足企业面向社会大众的服务需求，引领数字经济创新。

## 4.2.4 通用设备制造业并购

2018年，浙江省通用设备制造业新发起并购共计19起，金额达206.2亿元，较上年小幅下降。

### (1) 周期成长双轮驱动，行业迎来崛起良机

2018年，浙江省规模以上工业增加值同比增长7.6%，高于全国（6.3%）1.3个百分点，呈现出“好于预期、高于全国、领先东部”的态势。其中，通用设备制造业规模以上工业增加值增长9.5%，高于全省平均水平。从周期视角看，宏观经济推动制造业投资增长，微观主体也将提升通用设备需求，通用设备下游众多细分领域将直接受益。从成长视角看，通用设备制造业面临三大长期催化剂，一是作为工业强基核心有望获政策持续加码，二是在节能减排趋势加快时产业升级将增加需求，三是“一带一路”提速将使得海外需求稳步增长。

### (2) 大额交易以换股方式为主，多元化战略重组持续加码

2018年，全省通用设备制造业在新发起的并购交易中，超过10亿人民币的3起大额并购交易皆以发行股份购买资产的方式进行，如浙江日发精密机械股份有限公司全资收购日发捷航投资有限公司等。除了同行业并购之外，全省通用设备制造业的并购标的还涉及了批发业、商务服务业、研究和试验发展、专用设备制造业等行业。通过并购重组，上市公司产品及服务业务结构将更加多元化，能够迅速切入被并购方业务领域，成功实现经营规模的外延式扩张，满足上市公司多元化的业务渠道需求。

### (3) 借助“一带一路”东风，重整全球产业价值链

得益于“走出去”和“一带一路”的政策东风，未来浙江通用设备制造业有望通过并购重组获取一系列战略性资产，从“微笑曲线”的低端向两端移动，优化升级产业结构，从而



在国际分工中获得比较优势，重整全球产业价值链。

## 4.3 浙江重点地区分析

2018年，浙江省各地区均在并购市场上有独特表现，其中以杭州、绍兴、宁波等地最为活跃，已经展露出成为区域金融中心和并购金融高地的实力。本节便以这三个城市为分析主体，对其并购现状进行展现。

### 4.3.1 区域并购概况：杭越甬表现突出，区域并购高地成型

从新发起并购来看（见表4-4），2018年，杭州、绍兴、宁波分别以628.6亿元、556.8亿元和406.6亿元位列浙江新发起并购金额城市排名的前三位，占全省交易总额的76.4%，已经展露出成为区域金融中心和并购金融高地的实力。嘉兴和舟山较2017年各上升4位（从第8位到第4位、从第11位到第7位），并购市场活跃度提升相对显著。

表4-4 2018年浙江省各市新发起并购金额排名情况（起，亿元，并购方视角）

排名	城市	2018年		2017年		2016年	
		发起数	金额	发起数	金额	发起数	金额
1	杭州市	280	628.6	294	579.7	290	425.6
2	绍兴市	50	556.8	50	168.7	61	274
3	宁波市	154	406.6	159	260.9	107	387.6
4	嘉兴市	49	132.3	43	52.9	55	501.9
5	湖州市	33	121.1	39	95.5	31	207
TOP5 占全省总比例		83.0%	88.5%	82.6%	76.1%	79.8%	87.5%
6	台州市	39	110.3	42	63.2	53	143
7	舟山市	7	56.6	3	4.4	4	1.3
8	金华市	31	41.6	33	58.6	41	76
9	衢州市	9	20.6	4	52.5	7	0.3
10	丽水市	11	6.2	4	24.3	4	0.2
11	温州市	20	4	33	159.6	29	36.2
TOP11 汇总		688	2084.7	714	1520.8	682	2053.7

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF司南研究室、摩西信息科技有限公司、同花顺

从已完成并购来看（见表4-5），杭州、宁波、温州占据并购金额前三，地区集中度进一步提升。

表 4-5 2018 浙江省各市已完成并购金额排名情况（起，亿元，并购方视角）

排名	城市	2018年		2017年		2016年	
		完成数	金额	完成数	金额	完成数	金额
1	杭州市	150	495.1	137	305.6	169	489.4
2	宁波市	53	191.4	97	176.7	52	183
3	温州市	12	143.5	19	15	22	114.2
4	绍兴市	29	137.3	33	129.8	31	87.2
5	湖州市	17	64.6	20	54.7	16	139.6
top5 占全省总比例		77.2%	83.5%	75.6%	81.8%	78.0%	61.8%
6	衢州市	5	62.2	1	0	3	9.9
7	金华市	18	52.5	31	38.1	22	77.4
8	台州市	28	46.1	30	71.1	30	61.6
9	嘉兴市	24	42.4	32	36.8	25	477.9
10	舟山市	1	0.4	3	4.6	1	0
11	丽水市	1	0.2	2	0.7	1	0.2
TOP11 汇总		338	1235.7	405	833.1	372	1640.4

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

从进行中并购看（见表 4-6），杭州市连续两年在并购金额和数量中稳稳占据第一，成为浙江省并购当之无愧的头部地区，而 2018 年宁波进行中并购金额增长逾 18 倍，成为增长最强劲的区域。得益于“凤凰计划”和长三角区域一体化，地级城市的支撑作用得以有效发挥，以杭甬甬地区为代表的浙江省各地区正以上市公司为平台、以并购重组为手段，带动做强产业链，做深价值链，提高区域内产业集中度和核心竞争力。

表 4-6 2018 浙江省各市进行中并购金额排名情况（起，亿元，并购方视角）

排名	城市	2018年		2017年	
		数量	金额	数量	金额
1	杭州市	338	378	212	220.1
2	绍兴市	61	127.9	58	95.9
3	宁波市	121	81.6	17	4.2
4	嘉兴市	58	64.5	16	46.8
5	台州市	39	57.3	49	132.2
top5 占全省总比例		83.7%	89.4%	77.9%	87.1%

排名	城市	2018年		2017年	
		数量	金额	数量	金额
6	湖州市	35	48.4	40	40.3
7	金华市	36	16.6	28	16.2
8	温州市	29	14.2	16	13.4
9	舟山市	6	4.1	5	0.2
10	丽水市	6	0.3	5	3.8
11	衢州市	8	0.2	6	0.2
TOP11 汇总		137	193.1	152	173.3

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

### 4.3.2 杭州市并购：省会优势，科技主导

杭州在并购市场上一直保持着较高的活跃度，2014~2018 年其并购交易数量及金额均稳居全省首位，远高于其他省内城市。从新发起并购看（见图 4-8），2018 年，杭州新发起并购 280 起，较 2017 年下降 4.8%，新发起并购金额则在 2015 年达到峰值 783.2 亿元后在 2016 年有较大幅度的回落，之后稳步增长，2018 年达 628.6 亿元，较 2017 年上升 8.4%。从已完成并购看，2018 年已完成并购交易 150 起，较 2017 年上升 8.7%；已完成并购金额 495.1 亿元，较 2017 年上升 62.0%。

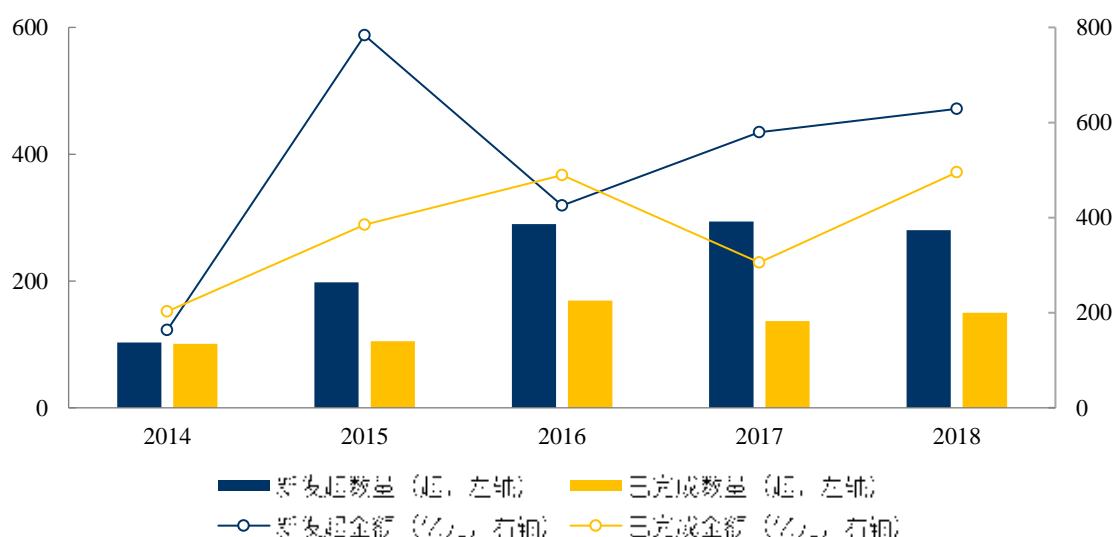


图 4-8 2014~2018 年杭州市新发起和已完成并购情况（并购方视角）

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

杭州依托其作为省会城市的经济与政治优势，正积极响应国家战略，深入实施创新驱动发展战略，打造良好的并购重组环境。在创新战略的引领下，数字经济成为杭州的一大名片，高新技术产业逐渐成为杭州经济增长的支柱，大量企业转型升级的需求激发了并购市场的活力。此外，杭州市通过出台并购相关政策，搭建并购平台，为企业开展并购活动保驾护航。

### **(1) 省会中心优势明显，创新创业氛围浓厚**

2018年全年，杭州市实现地区生产总值13467.78亿元，增长7%左右，稳居浙江首位。作为浙江省经济中心，杭州市的经济总量和企业数量高于其他城市，而并购事件的数量和金额也远高于其他城市；作为浙江省的政治中心，杭州市在国家战略的推进上也走在全省最前列。例如，杭州市响应长三角一体化战略与“一带一路”倡议，规划设立钱塘新区作为长三角地区产城融合发展示范区、浙江全省标志性战略性改革开放大平台，大大激发了杭州跨区域并购和跨国并购的活力。此外，杭州近年来以建设国家自主创新示范区为主抓手，深入实施创新驱动发展战略，推进大众创业、万众创新。“引资+引智”的国际化机制，“资助+投贷联动”的财政扶持机制，“互联网+”公共服务，自主创新示范区政策等一系列举措的出台和实施，为杭州打造了最优的双创环境。

### **(2) 数字经济领跑全省，高科技企业主导并购重组**

作为全国数字经济第一城，杭州在数字经济方面的发展领跑全省。杭州市2018年数字经济核心产业主营业务收入超过1万亿元，增加值3356亿元（较去年增长15%），占全市GDP比重达24.8%。从企业层面看，163家上市企业中数字经济领域企业占据半壁江山，92家独角兽和准独角兽企业几乎全部来自数字经济领域。电子商务、云计算与大数据、数字内容、软件与信息服务、移动互联网等五大数字经济产业，近年来一直保持着高速发展，已经成为杭州市经济增长的主引擎。数字经济的高速发展带来了高科技企业旺盛的并购需求，2018年杭州大量的并购事件由高科技企业主导，例如，阿里巴巴作为高科技企业中最典型的代表，在2018年发起了包括收购分众传媒在内的多起大额并购事件。

### **(3) “凤凰行动”贯彻落实，并购平台相继成立**

2018年4月23日，杭州出台《杭州市人民政府关于全面落实“凤凰行动”计划的实施意见》，在并购重组方面提出了明确的计划和目标，将“凤凰行动”真正落到实处，为企业开展并购重组活动提供政策层面的优待。此外，杭州市建立了一大批为企业并购服务的实体平台，成立了以杭州白沙泉并购金融街区、杭州市企业上市与并购促进会为首的信息中介平台和以玉皇山南基金小镇为首的资金融介平台。可以预见，杭州市未来的并购重组活跃度将进

一步提升。

### 4.3.3 绍兴市并购：结构优化，头部成型

从新发起并购来看，2014~2017年，绍兴市新发起并购数量和金额先扬后抑，总体保持较为稳定的态势。2018年，绍兴新发起并购数量为50起，与2017年持平；新发起并购金额为556.8亿元，较2017年大幅上升230.1%。绍兴市并购市场存在明显的头部效应，仅世纪华通和盈峰环境两起并购事件便占据了80%以上的并购发起金额。从已完成并购来看，2018年，绍兴市已完成并购交易29起，较2017年减少4起；已完成并购金额137.3亿元，较2017年上升5.8%。

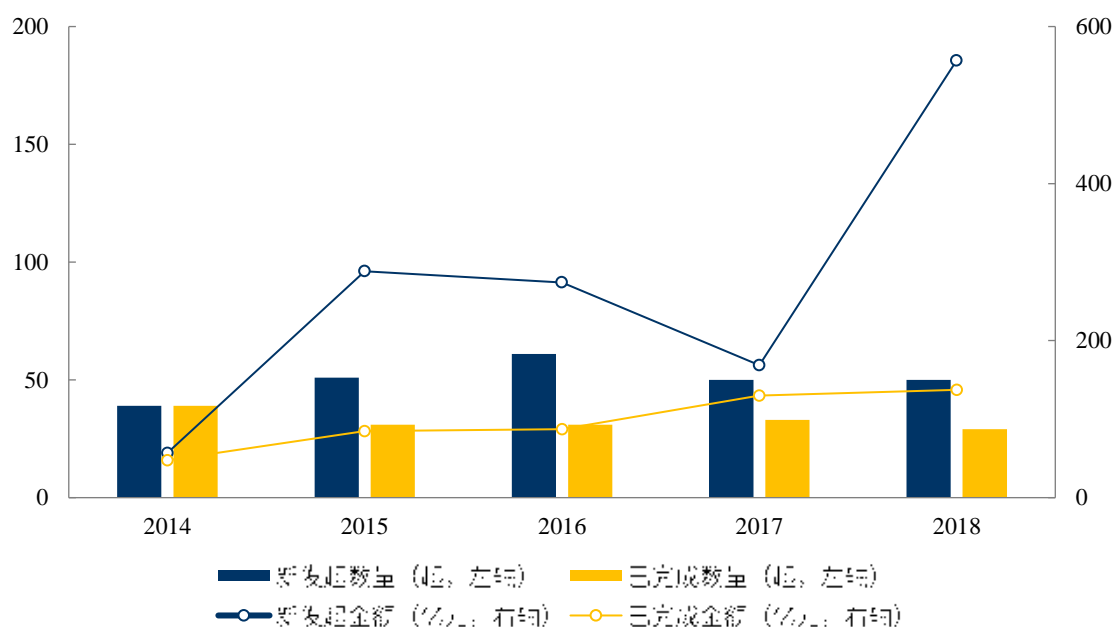


图 4-9 2014~2018 年绍兴市新发起和已完成并购情况（并购方视角）

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

绍兴市是浙江省民营经济最为发达的地区之一，且形成了独特的民营经济发展模式。打造行业龙头是许多绍兴民营企业的发展理念，这一特征催生出多笔大额并购交易，使得绍兴并购市场的头部效应尤为明显。绍兴市政府还鼓励支持开放型经济发展，在全省范围内先行建设境外并购产业园，跨国并购持续活跃，未来可期。

#### (1) 产业结构不断优化，民营经济尤为活跃

2018年，绍兴市实现地区生产总值5417亿元，同比增长7.1%，经济稳步提升，位居全

省第四。第三产业增加值增长7.7%，增速远大于第一、二产业，产业结构不断优化。此外，绍兴是浙江省民营经济最为活跃的地区之一，截至2018年底，绍兴市的民营企业中有75家上市公司，4500多家规模以上企业。

### (2) 并购头部效应明显，形成独特的“绍兴模式”

2018年，绍兴市的新发起并购金额远超宁波，仅次于杭州，但新发起并购数量却远远少于两市，并购市场头部效应显著。一直以来，绍兴的民营企业热衷于将企业发展成行业龙头，由此催生出了大量以横向整合为目的的并购重组活动。世纪华通收购盛大游戏、盈峰环境收购中联环境这两起重大并购事件便占据了2018年绍兴市新发起并购金额的80%，两起并购事件无一不是通过同一价值链层面的整合来扩大企业规模：世纪华通收购盛跃网络后，将成为A股最大的游戏公司；盈峰环境收购中联环境后，也将巩固其环卫装备龙头企业的地位。

### (3) 政府支持“走出去”，鼓励企业跨国并购

2018年7月27日，绍兴市人民政府印发《绍兴市鼓励支持开放型经济发展30条政策意见》，加大“走出去”支持力度，鼓励企业通过跨国并购掌握先进技术与著名商标，对跨国并购回归项目与技术按回归投资额度给予一定比例的奖励。此外，《浙江省人民政府关于以“一带一路”建设为统领构建全面开放新格局的意见》明确指出，“支持绍兴、台州等境外并购活跃的地区先行建设境外并购回归产业园”，2018年8月，新昌县跨国并购产业园（大明市新区）产业项目集中开工暨三花新能源热管理系统产业基地动工仪式在新昌工业园区举行，10个重点产业项目集中亮相开工，总投资182亿元，涵盖了智能装备、新型材料、生物医药、健康医疗等多个领域。在政府的大力支持下，未来绍兴企业的跨国并购需求会进一步加大。

## 4.3.4 宁波市并购：经济支撑，开放为机

2014~2018年，宁波市并购市场总体呈上升趋势。从新发起并购来看（见图4-10），数量和金额在2014~2016年间稳步增长，分别在2017年和2018年达到峰值，2018年新发起并购数量为154起，较上年减少5起；新发起并购金额为406.6亿元，较2017年上升55.8%。从已完成并购来看，并购完成数在2017年出现爆发式增长达到峰值97起，2018年下降45.4%至53起；已完成并购金额则持续增长，2018年为191.4亿元，较2017年上升8.3%。

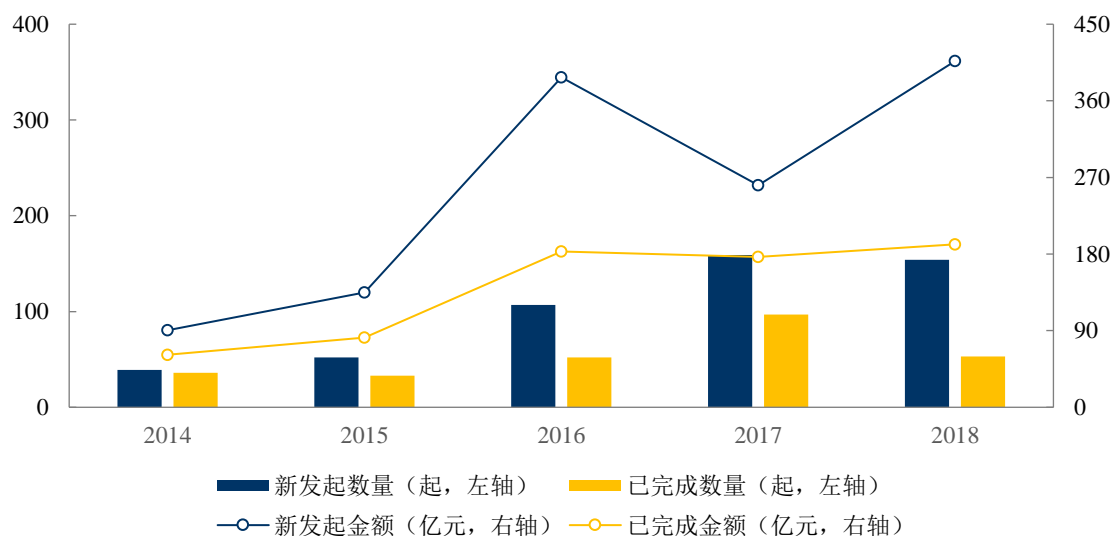


图 4-10 2014~2018 年宁波市新发起和已完成并购情况（并购方视角）

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、匠花顺

2018 年宁波市经济总量首破万亿，其中民营经济贡献巨大，民营企业活跃于并购市场。宁波经济的高速发展离不开其港口城市的优势，同时，政府大力发展外向型经济，建设“义甬舟开放大通道”，为宁波企业跨国并购带来契机。

### (1) 经济总量首破万亿，民营经济高速发展

2018 年宁波市经济运行稳中向好，稳居全省第二，全年实现地区生产总值 10745.5 亿元，同比增长 7.0%，增速快于全国 0.4 个百分点，成为全国第 15 个迈入“万亿俱乐部”的城市。宁波是一个民营经济发达的外向型城市，民营经济已成宁波经济发展主力军。目前，宁波民营经济贡献全市超过 70% 的 GDP 和出口、85% 的就业岗位、95% 以上的上市公司与高新技术企业，有 17 家甬企上榜 2018 中国民营企业 500 强，19 家甬企和 5 家甬企分别上榜 2018 中国民营企业制造业 500 强和 2018 中国民营企业服务业 100 强。民营企业与国有企业相比，激励机制更为灵活、风险厌恶程度更低、对高新技术资源的需求更为迫切、受政治因素影响少，这些因素使得民营企业往往具有较高的参与并购活动的自发动动力。

### (2) 多层次资本市场体系不断完善，新政出台支持并购

宁波股权交易中心的正式运营，为宁波企业进入资本市场增添了新的渠道，进一步完善了宁波的多层次资本市场体系，也吸引了越来越多的风投、中介辅导机构抢滩落户宁波。截至目前，宁波共有登记私募基金管理人 801 家，管理基金 2904 支，基金规模超三千亿元，为企业并购提供了丰富的资金支持。此外，宁波市还积极出台新政推动企业并购重组，2018

年2月13日《宁波市人民政府关于实施“凤凰行动”宁波计划推进企业上市和并购重组加快发展的意见》开始施行，旨在积极培育上市公司后备资源，多渠道推进企业挂牌上市和再融资，鼓励上市公司发挥龙头带动作用，强化企业上市和并购重组服务保障。

### (3) 港口优势得天独厚，对外开放前景广阔

宁波市是世界第三大港口城市，具有得天独厚的地理位置优势，是我国对外开放的重要窗口。2018年，宁波共核准境外企业和机构172家，核准中方投资额41.4亿美元，同比增长5.6%。目前，宁波市正在大力建设“义甬舟开放大通道”，未来与境外企业的合作将更加密切，开放程度将进一步提高。与其他城市相比，宁波市在对外开放程度上的显著优势将为其带来更多的跨国并购机会。

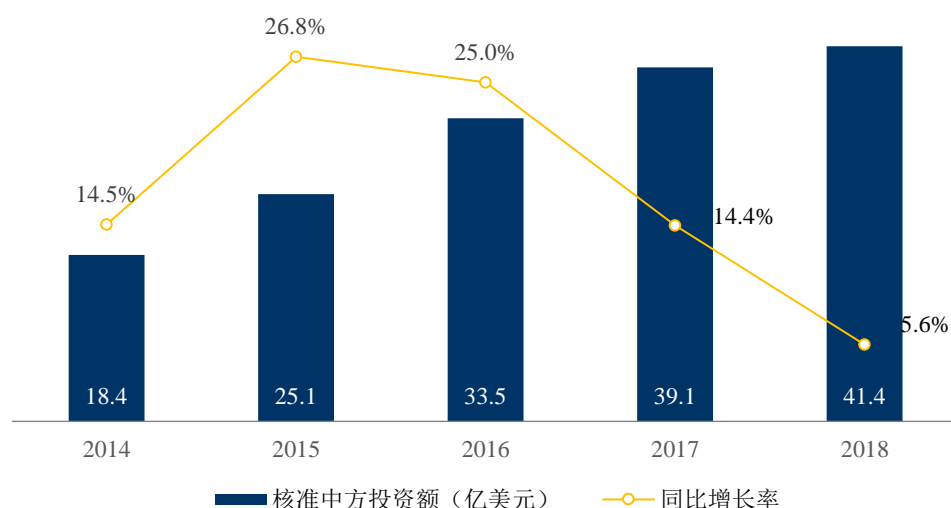


图 4-11 2014~2018 年宁波境外企业核准中方投资额（亿美元）

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

## 4.4 浙江并购案例分析

本节分别选取了上文所提到的浙江省三大重点行业中并购金额最大的案例，对其并购情况进行简要分析。

### (1) 世纪华通并购盛跃网络，跻身国内游戏龙头

2018年9月12日，A股上市公司世纪华通（002602.SZ）披露重组预案，公司拟向上海曜瞿如网络科技合伙企业（有限合伙）等29名交易对手方以发行股份及支付现金的方式购买其合计持有的盛跃网络科技（上海）有限公司（以下简称盛跃网络）100%股权，交易金



额初步定为 298 亿元。据了解，盛跃网络是盛大游戏的运营实体，这一并购事件引起了国内游戏行业的广泛关注，本次重组完成后，世纪华通将会成为 A 股市场规模最大的游戏公司。

世纪华通公司原本是一个单一制造业企业，主营业务为生产汽车空调等汽车零部件，其经营模式主要是依赖与大客户长期业务合作。但其单一的业务结构极易受到市场影响，自身经营风险较大。为此，在浙江省大力发展数字经济的背景下，世纪华通迎合政策导向，选择进军网络游戏产业，希望依靠多元化战略，降低企业风险，提升盈利能力。在收购盛跃网络之前，世纪华通公司先后收购了天游软件、七酷网络和点点互动等游戏公司，积极布局游戏产业。这次斥巨资收购盛跃网络，是世纪华通在游戏行业实现全产业链布局的重要一环。并购完成后的世纪华通，将彻底打通内部资源，增强 IP 储备。同时，盛跃网络优秀研运经验的注入，可以提升公司整体的游戏研发能力，并为世纪华通打造新游戏产业生态圈提供基础。

此外，此次并购案的并购方式值得关注。世纪华通通过控股股东分步收购盛跃网络，使其控制权保持不变，从而绕过了借壳上市的认定标准，使得审核难度大大降低。同时，在同一控制下合并使得高溢价形成的 181 亿元差额计入资本公积，从而避开了 181 亿的巨额商誉。

### **(2) 阿里巴巴收购分众传媒，加强新零售产业布局**

2018 年 7 月 18 日，楼宇电梯媒体分众传媒发布公告称，阿里巴巴集团及其关联方将以约 150 亿元人民币战略入股分众传媒，双方将共同探索新零售大趋势下数字营销的模式创新。

分众传媒是一家主营移动广告和渠道的企业，产品覆盖小区电梯、公交车、地铁等，号称中国最大户外广告商，在 2005 年远赴美股上市，后来以 26.46 亿美元私有化退市，以借壳 A 股上市公司七喜完成回归，登陆 A 股市场，并引发股价暴涨，市值一度高达 2600 亿以上，成为全球传媒巨头、中国传媒第一股。阿里巴巴本次收购入股分众传媒，致力于战略性强化双方在电梯等广告宣传方面的合作，辅助阿里巴巴在的产品广告宣传，进一步强化新零售的产业布局，实现线上、线下、物流、广告一条龙。分众传媒则需要与像阿里这样拥有强大数据能力和云计算能力的集团合作，建立基于数据和算法的精准广告分发系统。

### **(3) 盈峰环境并购中联环境，强化固废全产业链布局**

2018 年 7 月 17 日，盈峰环境公布《发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案）》，拟通过向宁波盈峰等 8 方股东发行股份的方式购买长沙中联重科环境产业有限公司（简称中联环境）100%股权，交易价格为 152.5 亿元。

通过本次交易，盈峰环境将强化固废全产业链的业务布局，将中联环境的环卫装备业务、

环卫一体化服务业务与盈峰环境的垃圾处置业务进行产业链上下游的协同串联，打造固废全产业链解决方案的智慧环卫业务体系，进一步提升盈峰环境在固废全产业链的平台化、专业化和智能化水平，拓展信息化、智能化、自动化的智慧环卫战略发展版图。

这次并购是典型的“蛇吞象”交易，盈峰环境的市值为 88.69 亿，收购标的估值是其市值的将近 2 倍之多。为了解决资金问题，盈峰控股实控人何剑锋凭借美的控股提供的担保向中国民生银行借入 44 亿元并购贷款，收购中联环境 80% 股权，其中 51% 股权由何剑锋实际控制的盈峰环境持有。最后盈峰环境收购中联环境 100% 股权，由于之前有锁定筹码的操作，所以即使是“蛇吞象”的交易，盈峰环境实控人不变，规避了借壳上市的相关流程。

## 第五章

# 中国并购市场展望与建议

未来，国内外政治经济形势将愈加复杂，而我国对外开放将进一步扩大，供给侧结构性改革亦将持续推进。2019中国并购市场将如何前进？会有什么新的趋势？并购参与方又该何去何从？

## 5.1 并购展望

尽管 2018 年中国并购市场活跃度出现放缓现象，但我们认为，2019 年，政策监管的逐渐明朗将使得我国并购市场持续保持活力，且新兴产业将加速崛起，助力产业转型升级。除此之外，我国并购主体逐步多元，将不断丰富并购生态；跨境并购或将降温，“一带一路”持续火热；并购服务龙头确立，头部效应不断加剧。2019 年的中国并购市场仍然充满变化与希望，也存在各类风险需要防范，值得期待。

### (1) 政策监管逐渐明朗，并购市场保持活力

近两年来，我国并购政策逐步放宽，监管规范逐步完善，鼓励并购发展并兼顾监管规范的思路进一步明朗，将持续为我国并购市场的发展奠定良好基础，保持市场活跃和可持续发展。从支持政策上来看（见表 5-1），自 2018 年四季度以来，政府积极鼓励产业类和实体类并购发展，证监会连续发文鼓励上市公司进行并购重组，从审核速度、可并购资产和方向、模糊地带监管和创新方案设计、信息披露、重大资产重组等方面对并购重组进行了详细规定。同时，证监会明确表示将创造条件支持各类企业通过并购重组优化资源配置，积极试点可转债用于并购。从监管政策上来看，自 2017 年下半年以来，我国对于跨境并购的监管政策日趋清晰，监管部门按“分类指导+负面清单”模式引导和规范企业境外投资方向，监管方式进一步全面和系统化，突出了境外投资的事中和事后监管。2018 年，发改委、商务部等部门相继出台规章制度，进一步明确国家支持方向，树立境外投资的良好政策预期，推进对外开放持续深化。

表 5-1 2017-2018 年跨境并购政策概览

发布时间	发布单位	文件名称
2017-1-18	国务院国有资产监督管理委员会	《中央企业境外投资监督管理办法》
2017-1-26	国家外汇管理局	《关于进一步推进外汇管理改革完善真实合规性审核的通知》
2017-8-18	国务院办公厅	《关于进一步引导和规范境外投资方向的指导意见》
2018-1-25	商务部等七部委	《对外投资备案（核准）报告暂行办法》
2018-1-31	发展和改革委员会	《境外投资敏感行业目录（2018年版）》
2018-3-1	发展和改革委员会	《企业境外投资管理办法（“11号令”）》

资料来源：各部门官网、白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技

除此之外，科创板这一重大的政策将显著增加上市并购需求和标的供给，有利于进一步

激发并购重组的活跃性。首先，科创板作为通畅的融资渠道，这有助于激发上板企业的并购需求；其次，上市企业的增加短期内增加一级市场并购标的供给，一、二级市场定价机制引发的问题将得到改观；最后，未来资本市场退市将向常态化发展，企业创始人与一级市场投资者对退出方式和估值会有更理性的认识，IPO 不再是唯一出路，在合适的时候被并购也不失为一个好的选择，壳价有望进一步下降，有利于激发并购重组，市场买壳或重组借壳将继续处于活跃状态。

### (2) 新兴产业加速崛起，助力产业转型升级

当前中国经济正处于结构调整的关键转型时期，以金融科技、互联网、传媒、医疗、消费等为代表的新兴产业经济蓬勃发展，其独特的估值体系为并购市场提供了很好的想象空间。从国内并购来看，超过七成的并购交易标的资产属于电子信息技术、生物医药、高端设备制造等战略新兴产业，且2018年A股市场重大资产重组亦集中在软件和信息服务业、计算机、通信和其他电子设备制造业通用和专用设备制造业等产业。从跨国并购来看，2018年超过半数交易涉及和半导体、传感器、机器人、新材料相关的高端制造领域。

2018年10月，证监会表示在原有支持产业的基础上，进一步高档数控机床和机器人、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶等11类产业新增为并购重组审核分道制豁免/快速通道产业类型，将进一步助力2019年成为新兴产业发展和产业转型升级的加速之年。但仍需要特别警惕泡沫风险，注意风险防控。

### (3) 并购主体逐步多元，并购生态日渐丰富

2018年我国并购市场主体多元化进一步发展，国有企业改革不断深化，民营企业发展壮大，外资积极参与国内投资。具体而言，国有企业通过并购重组化解过剩产能，整合优势产能，机制创新与技术升级同向发力，实现改革乘数效应最大化；民营企业利用并购重组促进自身发展的同时，正在深刻地改变着并购重组市场的生态结构。此外，2018年中国证监会发布了《外商投资证券公司管理办法》，允许外资持股比例最高可达51%，合格境外机构投资者(QFII)总额度由1500亿美元增加至3000亿美元，同时中国证监会明确表示，2019年要进一步提升资本市场对外开放水平，加快建设具有国际竞争力的综合性投资银行，优化沪深港通机制，将使得国外资本更多地参与到了中国并购活动中，并购生态更加丰富和完善。

### (4) 跨境并购或将降温，“一带一路”持续火热

2018年以来，美国、德国、澳大利亚等西方国家保护主义有所抬头，陆续出台限制外资并购本国企业的政策（见表5-2），跨境并购面临的国际监管政策进一步趋紧，这些国家对外国尤其是中国资本的监管将继续保持严格态势。再加上全球汇率波动、欧洲经济低迷、中美

贸易紧张等不利因素的影响，将大幅增加中国企业跨境并购的成本和风险，2019年我国跨境并购或将进一步降温。当然，随着国内经济增速的放缓，中资企业仍有出海寻找持续增长机会的强大意愿和动力，中国跨境并购交易或仍将突破阻力继续前进。

表 5-2 各国关于外资并购本国企业的相关政策

国家	政策规定
美国	CFIUS审查日趋严格，《外国投资风险评估现代化法案》生效，该法案进一步引入了CFIUS审查范围，加强了少数股权投资的审查，并增加对特定领域投资的强制性申报以及“特别关注国”名单。
德国	不断讨论并修订修改对外贸易条例，加强对外方在德国投资审查，降低德国政府介入审查关键领域外方投资的门槛，从之前的25%降至10%。
英国	发布《国家安全与投资白皮书》，建议政府干预门槛下调至100万英镑，适用行业扩大到先进技术、双重用途和军民用途等领域，且只要交易涉及50%的资产（含知识产权）出售或25%的股权转移，都应当接受政府审查。
澳大利亚	《外资并购法》规定，当外国投资者单独收购25%及以上澳大利亚公司股权或数个外国投资者合计收购40%及以上股权时，必须申请获得批准；对外国公司收购无论多小规模都必须获得批准；媒体、电信及交通业为审批敏感行业。

资料来源：联合国贸易和发展会议公布的《2018年世界投资报告》

与此同时，随着“一带一路”倡议的持续推进，“一带一路”沿线国家/地区将越来越成为中国企业对外直接投资、跨国并购的重点区域。2018年，我国企业对“一带一路”沿线非金融类直接投资达156.4亿美元，同比增长8.9%，占同期总额的13%；与“一带一路”沿线国家的跨国并购交易数量为160起，相比2017年上涨18.5%，相比2016年上涨了627.3%，并购交易总金额亦是从2016年的19亿美元上升到2018年的140亿美元<sup>1</sup>。随着“一带一路”相关合作的稳步推进，可以预见2019年我国企业对该地区的并购投资将持续加速，且不同于在发达国家的并购主要以高新技术、知名品牌、成熟销售网络为目标，中资企业在“一带一路”国家和地区多是通过收购现有特定领域（如消费、能源电力、金融、基础设施建设等）的存量资产，发挥资金、技术和管理优势，进一步拓展市场空间。

#### (5) 并购服务龙头确立，头部效应不断加剧

2018年，华泰联合证券、中信建投、中信证券三家券商并购重组项目数量合计占据市场份额的28%，并购重组市场中的龙头券商已然确立。未来的投行将不再局限于通道提供者的角色，而是向综合的产品服务商角色转型，为客户提供差异化、高附加值的服务将成为更加

<sup>1</sup>数据参考普华永道《2018年企业并购全景及2019年展望》

重要的竞争要素。而大型券商在综合服务能力优势显著，且监管部门也倾向于将高风险的新投行业务交由风控完善的大型券商。因此，2019年投行业务集中度将持续提升，并购财务顾问头部效应进一步加剧。

## 5.2 并购建议

在上述背景下，并购相关参与主体应当及时了解市场动态、理解并购背后动机、合理进行投资活动，本报告将针对政府相关部门、参与并购的企业以及券商分别提出对应建议。

### 5.2.1 政府：推动市场发展，加强合规监管

#### (1) 健全资本市场制度，改善并购生态环境

首先，持续推进市场化改革，推进多层次资本市场体系建设，完善企业融资渠道建设。持续深化和推进新股发行、并购重组、再融资、股份减持、停复牌等审批制度改革，大幅度取消和简化行政审批事项，激发市场活力。其次，加强金融风险监测监控基础设施建设，依托金融监管协调机制，强化部门沟通，统筹把握政策出台的时机、力度和节奏，保障资本市场平稳运行。强化交易所一线监管，推动建立“以监管会员为中心”的交易行为监管模式。引导证券期货行业回归本源，加强监管引导，促进行业回归主业。再者，逐步放开资本市场。大力支持中国企业“走出去”参与境外资本市场，推进与香港资本市场互联互通、交易所国际化、QFII、RQFII 试点工作、跨境审计监管合作，积极审慎做好证券资信评级行业对外开放等。

#### (2) 简化并购重组审批，助推产业重组整合

深化落实证监会等有关部门关于鼓励上市企业并购重组的政策文件，进一步实施简化并购重组审批程序、压缩审核时间、鼓励 IPO 被否企业重组上市、简化重组预案披露内容、缩短停牌时间等措施。创新和丰富并购重组融资支付方式，研究扩大定向可转债适用范围和发行规模，丰富并购重组融资渠道，助推产业重组整合。同时做好法制建设与监督工作，加强对违法违规行为的惩处力度，对于虚假重组、“忽悠式”重组、信息披露违规、内幕交易等并购重组市场乱象继续从严监管，从而切实提升上市公司重组并购的质量，保护好投资者权益。

#### (3) 拓展私募基金资金来源，完善股权投资退出机制

国内私募基金的募资渠道一般有四种：高净值个人客户、银行理财资金、母基金和政府产业基金。当前，由于二级市场的剧烈波动，高净值个人客户的出资意愿降低；“资管新规”的出台导致“非正规”融资断崖式下跌，银行理财资金和以银行出资为主的母基金渠道被迅

速压缩；政府产业基金受地方政府的影响往往资金的使用收到诸多限制。2018年，私募基金资金总额和投资数量急剧下降，投资市场遭遇寒冬。未来，应积极探索和学习西方私募基金融资渠道模式，扩大私募股权投资基金的资金来源，如扩大养老金进入市场比例、鼓励机构的捐赠等。

与此同时，进一步完善股权投资退出机制。目前，我国的私募基金退出方式主要是IPO，渠道较为单一，政府应完善私募股权投资的退出机制、增加投资退出渠道；进一步建立健全私募股权投资基金的法律法规体系，推动PE/VC行业健康发展，并积极提升私募投资等中介服务机构的专业能力等。

#### （4）加强“一带一路”支撑体系，为企业海外投资创造良好环境

目前，对“一带一路”沿线国家企业的跨境并购正如火如荼，建设海外并购支撑体系的必要性逐步加强。首先，应加强“一带一路”沿线国家的投资贸易风险披露和预警，国家发改委部门、商务部门及有关国家级智库应为“一带一路”沿线国家的投资贸易风险提供高质量、权威性的风险披露和预警报告。其次，加强基础数据统计和发布工作，建设数据口径一致、总量数据和结构数据齐全的“一带一路”数据库，并在建立数据统计发布机制条件下，及时更新、向社会公开发布有关数据。再者，加快建立跨境并购权益保护机制，面对他国对中国投资审查力度的加强，应该通过多举措应对审查，包括事前深入研究相关国家安全审查名录、在并购前与相关机构进行非正式磋商、与其加强沟通并要求其提高审查透明度等等。最后，加快建设国际化服务体系，进一步提升证券服务机构服务“一带一路”建设的水平与能力，在支持和引导证券经营机构“走出去”的同时，鼓励具备条件的会计师事务所、律师事务所、资产评估机构、资信评级机构也制定相应发展战略，更好地服务“一带一路”建设和中国企业“走出去”；提升证券服务机构专业能力和水平，推进本土化战略，深耕当地市场，积极开展特色跨境业务，创新金融合作模式。

## 5.2.2 企业：结合公司战略，谨慎参与并购

### （1）树立并购前、中、后统筹管理思维

并购是一项系统工程，涉及并购前、并购中和并购后三个不同的阶段。在并购前，企业必须首先确定并购的战略目标，并详细考虑并购项目是否符合公司的整体战略；其次应结合自身资金、人才和抗风险能力，审慎选择跨行业和非主业投资，并通过建立科学的投资并购体系或者聘请外部专家，科学理性地分析国内并购或跨境并购标的的具体情况；对于跨境并购还应认真研究相关法律法规及政策，并加强对其政策的风险量化评估，关注其经济金融状



况、债务违约水平、政治稳定性以及法律环境的变化。在并购中，企业要加强对目标企业的定价风险和融资风险的防范。并购后，企业要在组织设计和功能整合上高效调整，人事安排上要选派适宜的企业主管，并加强与经营人员的沟通，在适当保留目标企业文化优势的基础上，将优势企业的文化理念作为主导文化注入目标企业，不断加强企业管理能力，在并购完成的初期快速执行经营策略，做好企业的资金链管理和税务规划。

### (2) 以业务协同为准则选择标的企业

首先，通过对企业不同业务条线的全面梳理，梳理出目前现有业务条线的种类、在市场竞争中的地位与竞争格局、目前存在的优势与劣势等，从而为并购策略的选择奠定基础。其次，从现有业务条线出发，进行不同的并购组合，分别可从产业链的横向并购、纵向并购、多元化并购（包括相关与非相关多元化）、纵横连横等方向，进行多个并购策略的排列组合。再者，对不同并购策略组合方式进行分析，重点分析每个组合的“协同点”，即每个组合是否能够达到  $1+1>2$  的效果，以及达到该种效果的程度，其中，协同点可以关注盈利协同、客户资源协同、销售渠道互补、技术协同等多个方面。最后，设计符合企业自身的并购路径，实现并购。

### (3) 巧用可转债，创新并购支付方式

目前上市公司进行并购交易的支付手段主要为现金收购与换股收购。证监会 2018 年 11 月提出“试点定向可转债支持上市公司并购”，进一步推动了并购市场创新支付方式的脚步。可转债本身兼具了债权和股权的双重特性，定向可转债介于优先股和公司债之间，且与优先股一样，条款的设计由发行人与投资人私下协商确定，尤其是含权条款，可以根据发行人与投资人的多样化诉求进行设计。

当然，可转债的本质仍是债券（具有股性）。但相比公司债，可转债无需支付高额的利息和本金，发行成本也更低，但可转债具有潜在的股权稀释作用。相比优先股，可转债发行成本低，投资人承担的风险也更低，利息支出可以税前列支，具有税盾的作用，但存在一定的赎回压力。

上市公司在并购中引入定向可转债，一方面可以缓解收购公司的现金支付压力，降低财务压力，为许多因资金问题而无法实现的并购找寻新的出路；另一方面，可以避免因大量发行新股而摊薄当期每股收益，为公司发展提供了一个缓冲期。此外，定向可转债可以根据交易双方的具体要求设计交易条款，最大程度满足交易双方的需求，提高交易的成功率。

## 5.2.3 券商：提升专业水平，服务企业并购

### (1) 提升专业服务水平

2018年，并购市场中财务顾问业务头部效应明显，交易金额前十的券商占据了并购市场超六成的市场份额，其中前五名券商（中信证券、华泰联合证券、中金公司、中信建投、东方花旗证券）占市场份额的48.32%。这些头部券商资金实力、专业性、资源承揽能力较强，在分类评级上占据优势，对报审并购重组的项目会产生积极影响。所以加强业务的专业性是提升券商并购重组市场竞争力的关键影响因素，券商应积极向综合的产品服务商角色转型，为客户提供专业性、差异化和高附加值的服务，从以业务为中心转向以专业性和客户为中心的转型。

### (2) 加强跨境服务能力

“一带一路”倡议的持续推进将进一步加速中国企业的国际化进程，需要既有本土经验又有国际视野的金融机构提供全方位的金融服务。然而，目前中国企业“出海”并购的过程中，中国金融机构的服务主要集中在中资银行海外分支机构的贷款服务，一方面无法覆盖企业海外业务发展的融资规模，另一方面更无法满足企业的综合金融服务需求，导致中国企业的海外并购主要依靠外资投行进行。所以在未来，证券公司应努力提升跨境服务的能力，为“走出去”的中资企业提供并购交易及境外发债上市等投资银行业务，促成“走出去”企业与境外资本市场的直接对接，更好地为中资企业的国际化提供全方位的金融服务。

## 附录

附录 1 2018 年白沙泉中国并购指数 (BMI) 行业排名表

排名	行业	排名	行业
1	商务服务业	24	生态保护和环境治理业
2	批发业	25	道路运输业
3	资本市场服务	26	有色金属矿采选业
4	科技推广和应用服务业	27	货币金融服务
5	软件和信息技术服务业	28	土木工程建筑业
6	房地产业	29	互联网和相关服务
7	研究和试验发展	30	建筑装修和其他建筑业
8	计算机、通信和其他电子设备制造业	31	广播、电视、电影和影视录音制作业
9	零售业	32	农副食品加工业
10	电气机械和器材制造业	33	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业
11	化学原料和化学制品制造业	34	食品制造业
12	专业技术服务业	35	有色金属冶炼和压延加工业
13	通用设备制造业	36	仪器仪表制造业
14	医药制造业	37	文化艺术业
15	电力、热力生产和供应业	38	保险业
16	专用设备制造业	39	造纸和印刷业
17	汽车制造业	40	房屋建筑业
18	非金属矿物制品业	41	文教、工美、体育和娱乐用品制造业
19	其他金融业	42	其他制造业
20	橡胶和塑料制品业	43	农业
21	水上运输业	44	纺织服装、服饰业
22	纺织业	45	酒、饮料和精制茶制造业
23	金属制品业	46	印刷和记录媒介复制业

排名	行业	排名	行业
47	畜牧业	69	石油加工、炼焦和核燃料加工业
48	煤炭开采和洗选业	70	化学纤维制造业
49	装卸搬运和运输代理业	71	机动车、电子产品和日常产品修理业
50	公共设施管理业	72	住宿业
51	黑色金属冶炼和压延加工业	73	渔业
52	家具制造业	74	居民服务业
53	租赁业	75	娱乐业
54	电信、广播电视和卫星传输服务	76	仓储业
55	其他服务业	77	其他采矿业
56	卫生	78	新闻和出版业
57	教育	79	废弃资源综合利用业
58	管道运输业	80	餐饮业
59	水的生产和供应业	81	邮政业
60	燃气生产和供应业	82	开采辅助活动
61	航空运输业	83	非金属矿采选业
62	石油和天然气开采业	84	黑色金属矿采选业
63	建筑安装业	85	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业
64	金属制品、机械和设备修理业	86	铁路运输业
65	农、林、牧、渔业	87	水利管理业
66	林业	88	社会工作
67	体育	89	烟草制品业
68	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业		

注：本表排名通过对各年 52 周 BMI 行业并购指数排名加权平均得到，并购方视角。

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

附录2 2018年白沙泉中国并购指数（BMI）城市排名表

BMI 城市并购指数 1~120名					
排名	城市	排名	城市	排名	城市
1	北京市	41	石家庄市	81	泰州市
2	上海市	42	贵阳市	82	北海市
3	深圳市	43	常州市	83	伊犁哈萨克自治州
4	香港特别行政区	44	中山市	84	大同市
5	杭州市	45	南昌市	85	马鞍山市
6	广州市	46	长春市	86	大连市
7	苏州市	47	金华市	87	荆州市
8	南京市	48	潍坊市	88	焦作市
9	宁波市	49	宜昌市	89	淮安市
10	成都市	50	鄂尔多斯市	90	滨州市
11	天津市	51	昆明市	91	贵阳市
12	武汉市	52	淄博市	92	德州市
13	厦门市	53	南京市	93	东营市
14	长沙市	54	江门市	94	呼和浩特市
15	重庆市	55	惠州市	95	郑州市
16	无锡市	56	温州市	96	昌吉回族自治州
17	昆明市	57	唐山市	97	肇庆市
18	济南市	58	芜湖市	98	青岛市
19	福州市	59	广州市	99	沧州市
20	绍兴市	60	吉林省	100	绍兴市
21	青岛市	61	保定市	101	株洲市
22	合肥市	62	洛阳市	102	晋中市
23	珠海市	63	贵阳市	103	常德市
24	潍坊市	64	新乡市	104	龙岩市
25	嘉兴市	65	镇江市	105	湘潭市
26	郑州市	66	连云港市	106	宿迁市
27	台州市	67	通化市	107	揭阳市
28	南通市	68	徐州市	108	潍坊市
29	西安市	69	银川市	109	赤峰市
30	沈阳市	70	泉州市	110	延边朝鲜族自治州
31	湖州市	71	郑州市	111	九江市
32	大连市	72	济宁市	112	临沂市
33	烟台市	73	阜阳市	113	安庆市
34	佛山市	74	盐城市	114	开封市
35	东莞市	75	威海市	115	乌海市
36	拉萨市	76	扬州市	116	宜春市
37	乌鲁木齐市	77	蚌埠市	117	岳阳市
38	汕头市	78	荆门市	118	丽水市
39	太原市	79	福州市	119	玉林市
40	哈尔滨市	80	贵阳市	120	宜春市

BMI 城市并购指数 121~240 名

排名	城市	排名	城市	排名	城市
121	秦皇岛市	161	济南市	201	上饶市
122	沧州市	162	许昌市	202	酒泉市
123	承德市	163	张家口市	203	武威市
124	韶关市	164	新乡市	204	甘孜藏族自治州
125	铜陵市	165	孝感市	204	衡阳市
126	菏泽市	166	临汾市	206	防城港市
127	肇庆市	167	湖州市	207	梧州市
128	鄂州市	168	中卫市	208	本溪市
129	白银市	169	安阳市	209	雅安市
130	舟山市	170	宝鸡市	210	海口市
131	南平市	171	咸宁市	211	石嘴山市
132	郑州市	172	湛江市	212	宿州市
133	宣城市	173	聊城市	213	怀化市
134	通辽市	174	朔州市	214	绥化市
135	芜湖市	175	锡林郭勒盟	215	贵阳市
136	贺州市	176	宜宾市	216	十堰市
137	银川市	177	运城市	217	天水市
138	自贡市	178	喀什地区	218	信阳市
139	承德市	179	阿克苏地区	219	黄冈市
140	惠州市	180	六安市	220	邢台市
141	平顶山市	181	渭南市	221	张家界市
142	包头市	182	衡水市	222	白山市
143	乌兰察布市	183	邯郸市	223	黔东南州
144	齐齐哈尔市	184	玉溪市	224	泰安市
145	阳泉市	185	新乡市	225	三门峡市
146	德阳市	186	海北藏族自治州	226	辽阳市
147	芜湖市	187	汉中市	227	曲靖市
148	桂林市	188	黄冈市	228	咸阳市
149	昌吉回族自治州	189	大江市	229	和田地区
150	三明市	190	延安市	230	濮阳市
151	南阳市	191	博尔塔拉蒙古自治州	231	黔东南苗族侗族自治州
152	南充市	192	凉山彝族自治州	232	遵义市
153	漯河市	193	吉安市	233	鄂州市
154	鞍山市	194	鹤壁市	234	铜仁市
155	克拉玛依市	195	丹东市	235	嘉峪关市
156	安庆市	196	晋中市	236	广元市
157	常州市	197	黄冈市	237	广安市
158	遂宁市	198	兰州市	238	资阳市
159	三亚市	199	晋城市	239	阜阳市
160	大连市	200	鄂州市	240	巴彦淖尔市

BMI 城市并购指数 241~340 名

排名	城市	排名	城市	排名	城市
241	枣庄市	275	贵港市	309	兴安盟
242	陇南市	276	荆州市	310	黔南布依族苗族自治州
243	抚州市	277	湘西土家族苗族自治州	311	汕尾市
244	朝阳市	278	河池市	312	安顺市
245	甘肃省藏族自治州	279	阿拉善盟	313	巴中市
246	随州市	280	阳江市	314	来宾市
247	百色市	281	铜仁市	315	松原市
248	娄底市	282	茂名市	316	克孜勒苏柯尔克孜自治州
249	乌鲁木齐市	283	红河哈尼族彝族自治州	317	达州市
250	定西市	284	铁岭市	318	南疆四地委
251	昌都市	285	大兴安岭地区	319	鄂州市
252	阿勒泰地区	286	白城市	320	辽源市
253	黔南布依族苗族自治州	287	塔城地区	321	果洛藏族自治州
254	哈密市	288	西双版纳傣族自治州	322	庆阳市
255	张掖市	289	毕节市	323	河源市
256	三门峡市	290	恩施土家族苗族自治州	324	崇左市
257	文山壮族苗族自治州	291	玉树藏族自治州	325	海东市
258	吐鲁番市	292	锡林郭勒盟	326	黔南藏族自治州
259	吕梁市	293	普洱市	327	保山市
260	清远市	294	楚雄彝族自治州	328	呼伦贝尔市
261	安康市	295	永州市	329	驻马店市
262	云浮市	296	四平市	330	大理白族自治州
263	迪庆藏族自治州	297	恩施州	331	海口市
264	榆林市	298	怒江傣族苗族自治州	332	临汾市
265	河源市	299	三沙市	333	长治市
266	忻州市	300	邵阳市	334	百色市
267	葫芦岛市	301	黑河市	335	澳门特别行政区
268	抚州市	302	金昌市	336	双鸭山市
269	儋州市	303	阿坝藏族自治州	337	海北藏族自治州
269	攀枝花市	304	昭通市	338	六盘水市
271	池州市	305	平凉市	339	德宏傣族景颇族自治州
272	亳州市	306	海南藏族自治州	340	牡丹江市
273	承德市	307	钦州市		
274	七台河市	308	阿盟地区		

注：本表排名通过对各年 52 周 BMI 城市并购指数排名加权平均得到，并购方视角。

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

附录3 2018年BMI行业TOP3典型案例

序号	并购方行业	并购企业	被并购方行业	被并购企业	金额	2018年底状态	开始时间
1	券商股权投资	平安资产管理有限责任公司	券商股权投资	华夏幸福基业股份有限公司	13.77亿元	完成	2018-7-10
2	券商股权投资	招商局港通发展(深圳)有限公司	水上运输业	招商局港口集团股份有限公司	94.5亿元	完成	2018-2-5
3	券商股权投资	海通证券投资管理有限公司	券商股权投资	海通证券一菲有限公司	90.8亿元	失败	2018-6-23
4	券商股权投资	同创九鼎投资管理集团股份有限公司	其他金融业务	Agcas Insurance International N.V.	106.9亿港元	完成	2013-9-25
5	券商股权投资	上海中金安资产管理公司	其他金融业务	合肥中金安半导体投资有限公司	58.5亿元	进行中	2018-7-14
6	批发业	上海豫园旅游商城股份有限公司	房地产业	上海星洲、夏祥地产等24家公司以及上海新上房地产开发有限公司	239.8亿元	完成	2017-5-26
7	批发业	南京新街口百货商场股份有限公司	券商股权投资	七尚生物技术(香港)有限公司	59.7亿元	完成	2017-10-10
8	批发业	次海年发集团有限公司	计算机、通信和其他电子设备制造业	易书网集团股份有限公司	35.4亿元	进行中	2018-11-6
9	批发业	永辉超市股份有限公司	房地产业	大连万达商业管理集团股份有限公司	35.3亿元	进行中	2018-12-5
10	批发业	鄂尔多斯市东胜能源化工有限公司	交通运输、仓储和邮政业	中化国际物流有限公司	20.7亿元	进行中	2018-3-15
11	资本市场服务	荷兰金仕伯产业投资有限公司	房地产业	唐人城集团有限公司	246亿元	失败	2018-3-10
12	资本市场服务	Samling Star Limited	保险业	富通保险有限公司	215亿港元	进行中	2018-12-28
13	资本市场服务	杭州路鑫投资管理股份有限公司	广播、电视、电影、电视制作业	万达电影股份有限公司	78亿元	进行中	2018-2-6
14	资本市场服务	鼎晖创投(香港)SPV	其他金融业务	AgriCourt Resources (Singapore) Pte. Ltd	72.78亿元	进行中	2018-7-14
15	资本市场服务	华创资本(香港)有限公司	零售业	一百零七控股有限公司	51.6亿元	完成	2018-2-3

资料来源：白沙泉并购金融研究院、新大AIF 司翰研究室、摩西信息科技、同花顺



附录4 2018年BMI省份TOP4典型案例（不包括浙江省）

序号	并购方地区	并购企业	被并购方地区	被并购方企业	并购金额	2018年底状态	开始时间
1	广东省	招商局港口集团股份有限公司	香港特别行政区	招商局港口控股有限公司	246.5亿元	完成	2018-6-21
2	广东省	广东健益智远股份有限公司	广东省	领益科技(深圳)有限公司	207.3亿元	完成	2017-7-26
3	广东省	入镜城拉设集团股份有限公司	香港特别行政区	入镜城房地产开发有限公司	144.5亿元	进行中	2018-3-31
4	广东省	招商局港通发展(深圳)有限公司	广东省	招商局港口集团股份有限公司	94.5亿元	完成	2018-2-5
5	广东省	招商局港口工业区建设股份有限公司	福建省	招商局港口开发区有限公司	85.5亿元	完成	2018-5-6
6	北京市	京滨船舶重工股份有限公司	辽宁省	大连船舶重工集团有限公司	166.0亿元	完成	2017-9-14
7	北京市	万达影视股份有限公司	北京市	万达影视传媒有限公司	105.2亿元	进行中	2018-6-26
8	北京市	乐视互联网技术(北京)股份有限公司	北京市	乐视影业(北京)有限公司	98亿元	欠账	2016-5-6
9	北京市	同创九鼎投资管理集团股份有限公司	香港特别行政区	Agcas Asia-Goldings Limited	106.9亿港元	完成	2013-9-25
10	北京市	招商局港口集团	青海省	青海盐湖工业股份有限公司	80.6亿元	完成	2017-10-24
11	上海市	上海豫园旅游商城股份有限公司	上海市	上海五洲、艾祥地产等24家公司,以及:海影九品地产开发经营有限公司	239.8亿元	完成	2017-5-26
12	上海市	中华企业股份有限公司	上海市	上海中星(集团)有限公司	14.7亿元	完成	2016-11-24
13	上海市	平安资产管理有限责任公司	河北省	华夏中福基金股份有限公司	137.7亿元	完成	2018-7-10
14	上海市	上海贝尔阿尔卡特股份有限公司	北京市	北京家诚科技股份有限公司	135.5亿元	进行中	2018-8-25
15	上海市	上海电力股份有限公司	巴基斯坦	Electric Limited	11.7亿美元	进行中	2016-10-31

资料来源:白沙泉并购金融研究院、浙大AIF 并购研究室、摩西信息科技、同花顺

附录 5 2018 年浙江省十大并购交易案例

序号	并购方行业	并购企业	被并购方行业	被并购企业	金额 (亿元)	2018 年 底状态	开始时间
1	汽车工业	浙江三铃华通集团有限公司	软件和信息技术服务业	盛联网络科技(上海)有限公司	298	进行中	2018-9-12
2	通用设备制造业	磊诺环瓷科技股份有限公司	专用设备制造业	长沙中联重科环境产业有限公司	153	进行中	2018-7-18
3	通用设备制造业	环联网工集团有限公司	批发业	东方海外(入连)国际贸易有限公司	143	完成	2017-7-10
4	资本市场服务	杭州路秀投资管理有限公司	广播、电视、电影和影视录音制作业	万达电影股份有限公司	78	进行中	2018-2-6
5	软件和信息技术服务业	阿里巴巴(中国)网络技术有限公司	软件和信息技术服务业	分众传媒信息技术股份有限公司	77	完成	2018-7-19
6	矿产和试验发展	浙江交通建设股份有限公司	土木工程建筑业	浙江交工集团股份有限公司	52	完成	2017-4-28
7	咨询服务	绿城山保建设区绿泰或筑有限公司	咨询服务	百合网络系统股份有限公司	40	完成	2018-5-3
8	金属制品业	力邦新材料股份有限公司	其他制造业	力邦制药集团股份有限公司	34	进行中	2018-2-28
9	零售业	恒泰百货有限公司	零售业	开儿尚业有限公司	34	完成	2018-3-7
10	金属制品业	三诚峰汽车零部件股份有限公司	金属制品业	三诚锋装备制造有限公司	31	进行中	2018-9-4

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大 AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

附录6 2018年浙江省重点行业典型并购案例

序号	并购方行业	并购企业	被并购方行业	被并购企业	金额 (亿元)	2018年 底状态	开始时间
1	汽车制造业	浙江三经华通集团有限公司	软件和信息技术服务业	盛联网络科技(上海)有限公司	298	进行中	2018-9-12
2	汽车制造业	三诚双林汽车零部件股份有限公司	装备制造行业	三诚双林汽车零部件制造有限公司	23	完成	2017-6-5
3	汽车制造业	浙江三经华通集团有限公司	汽车制造业	瑞耀国际有限公司	14	完成	2015-12-1
4	通用设备制造业	盈峰环境科技股份有限公司	专用设备制造业	长沙中联重科环境产业有限公司	133	进行中	2018-7-18
5	通用设备制造业	环球网工集团有限公司	批发业	东方海外(大连)国际贸易有限公司	140	完成	2017-7-10
6	通用设备制造业	东方中金环境股份有限公司	有色金属冶炼和压延加工业	浙江金泰节能环保科技股份有限公司	19	完成	2017-9-12
7	软件和信息技术服务业	阿里巴巴(中国)网络技术有限公司	软件和信息技术服务业	分众传媒信息技术股份有限公司	117	完成	2018-7-19
8	软件和信息技术服务业	三诚正伟电子科技股份有限公司	软件和信息技术服务业	深圳鹏博实业集团有限公司	15	进行中	2018-3-5
9	软件和信息技术服务业	杭州东西之方科技有限公司	装备制造行业	深圳非创理企业管理有限公司	13	进行中	2018-11-2

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF 司南研究室、摩西信息科技、同花顺

附录 7 2018年浙江省重点地区典型并购案例

序号	并购方行业	并购企业	被并购方行业	被并购企业	金额 (亿元)	2018年 底状态	开始时间
1	杭州非	阿里巴巴(中国)网络技术有限公司	广州非	众安众保信息技术股份有限公司	77	完成	2018-7-29
2	杭州非	杭州联东投资集团有限公司	北京非	万达电影股份有限公司	39	进行中	2018-2-6
3	杭州非	亿鑫百货有限公司	西安非	开元商业有限公司	34	完成	2018-3-7
4	宁波非	宁波栎社东栎缘网络科技有限公司	北京非	百合网络集团股份有限公司	40	完成	2018-5-3
5	宁波非	宁波峰汽车零件股份有限公司	宁波非	宁波群龙投资有限公司	31	进行中	2018-9-4
6	宁波非	宁波联合集团股份有限公司	杭州非	杭州盛九基地开发有限公司	23	进行中	2018-4-4
7	绍兴非	浙江三经华通集团股份有限公司	上海非	盛双网络科技(上海)有限公司	298	进行中	2018-9-22
8	绍兴非	墨岭环境科技股份有限公司	长沙非	长沙中联重科环境产业有限公司	133	进行中	2018-7-28
9	绍兴非	浙江人东股份有限公司	人连非	人连金玛药业科技股份有限公司	18	进行中	2018-7-26

资料来源：白沙泉并购金融研究院、浙大AIF 司南研究室、摩西信息科技、匠花顺

## 后记

继 2018 年 11 月白沙泉中国并购指数（Baishaquan China M&A Index，简称 BMI）正式发布后，《2019 白沙泉中国并购年报》终于和各位读者朋友见面了。

在供给侧结构性改革进一步推进的背景下，多层次资本市场逐步建立，并购作为现代企业提升规模、实现战略发展的方式之一，也在加速繁荣并逐步成为助推产业升级、赋能实体经济的重要力量。当然，并购市场的健康有序发展需要对市场动态的及时把握以及对并购趋势的深入洞悉，并在此基础上加强监督管理、支持有序竞争、促进创新发展。鉴于此，白沙泉并购金融街区、浙江省并购联合会、白沙泉并购金融研究院和浙江大学互联网金融研究院（浙大 AIF）司南研究室在 BMI 的基础上，共同组织了本次报告的研究与撰写工作。

本报告的顺利完成与发布，得益于浙大 AIF 司南研究室与白沙泉并购金融研究院全体成员的通力合作，也离不开专家团队的悉心指导。由浙江大学国际联合商学院院长、浙大 AIF 院长贲圣林教授，浙江省并购联合会执行会长、白沙泉并购金融街区联合创始人、白沙泉并购金融研究院创始院长龚小林，白沙泉并购金融研究院执行院长陈汉聪，以及普华永道相关专家等组成的专家团队为本次报告的研究提供了专业化的指导，并提出了若干建设性意见。

此外，来自浙大 AIF 司南研究室的吕佳敏、顾月、罗丹、胡康、鲁兰心、金佳琛、张泽野、韩其中、陈希玺、黄泽楠、张蓓蕾，以及来自白沙泉并购金融研究院的郭漪、李少佳、章俨、邓建、盛能等项目组成员也对本报告的撰写、数据搜集、资料整理贡献了力量。

值此报告付梓之际，谨代表全体项目成员，对报告指导专家、以及对本次研究提供支持的其他单位与个人表示诚挚的感谢！

浙大 AIF 司南研究室  
白沙泉并购金融研究院  
2019 年 5 月

## 关于我们

### 01 白沙泉并购金融街区

白沙泉并购金融街区是浙江省首个以并购为主题的金融街区，通过引进上市公司、投资银行、私募基金、知名律师事务所、会计师事务所等与并购重组相关的优质企业入驻，打造一个积聚各类并购金融要素的生态系统，为企业提供并购重组全产业链专业服务。

自2017年10月开街以来，街区吸引正式注册企业300家；入驻办公企业90家，注册资金超170亿，基金管理规模超1200亿元，总税收达1.2亿元，引入以省国有资本、海港集团、浙康集团、中贸投、长城电子、国药控股、香港招商局、凯石资本、天堂硅谷、财通资本、知名财经媒体人吴晓波团队、金杜、安永、中金公司等为代表的知名企业入驻，并购产业链已基本成型。白沙泉并购金融街区致力于打造一个并购金融领域全产业链要素集聚的并购交易市场。



### 02 浙江省并购联合会

浙江省并购联合会（下称“联合会”）是由浙江省政府推动组建的全国首个省级并购重组服务平台。本会业务主管单位是浙江省人民政府金融工作办公室，登记管理机关是浙江省民政厅社会团体管理局。联合会是由中国并购公会浙江分会、浙江省民营企业发展联合会、浙江省股权投资行业协会等10家行业协会和机构共同发起设立。

在省政府和相关部门的支持和指导下，联合会秉承“联合浙江力量，对接全球资源，通过投资并购，实现浙商群体成长”的宗旨，着力打造一个涵盖并购需求数据库、并购项目库、并购服务库、并购资本库和并购人才库的浙江省并购交易服务网提供线上并购撮合交易，并通过开展项目对接、服务对接、资金对接以及培训、论坛、研讨等各种形式的线下活动，着力构建一个市场化、专业化、一站式的第三方投资并购综合服务平台。

目前，联合会已拥有近300家浙江上市公司和并购重组领域相关专业机构会员。其中包含以正泰集团、巨星科技等为代表的200余家上市公司会员，和以中国建设银行、财通证券、安永、金杜、浙民投、天堂硅谷等为代表的知名金融相关的数十家机构会员。



### 03 白沙泉并购金融研究院

白沙泉并购金融研究院是由浙江省并购联合会牵发起成立的，基于白沙泉并购金融街区的专业研究机构。主要专注于企业战略咨询、并购整合咨询及资本筹划服务，旨在为客户提供高水平的专业研究及咨询服务，成为客户可信赖、不可多得的智库机构。

近年来，研究院编撰出版了《中国上市公司并购重组案例精编（上下卷）》，主导创建了省内目前唯一的以并购为主题的金融展示馆；参与策划第一二届全球并购白沙泉峰会。完成了阿里巴巴某重大收购项目的整合模式咨询，提供了众多外贸、医药、教育、电商等企业的商业计划咨询服务，以及公司资本筹划服务和上市公司战略分析等。



### 04 浙江大学互联网金融研究院

浙江大学互联网金融研究院（Academy of Internet Finance，以下简称浙大 AIF）是中国首个立足于学科体系发展的互联网金融研究院，汇聚五个学院的研究力量开展跨学科研究；以互联网金融、金融创新、新金融监管与制度设计、大数据处理、云平台建设、风险评估、风险监控等为研究重点，致力于成为引领国际的中国新金融智库和培养互联网金融人才的世界级基地。此外，作为浙江互联网金融联合会/联盟的联合理事长单位和全国金融标准化技术委员会互联网金融标准工作组的首批成员单位，AIF 积极助力互联网金融行业健康发展。

浙大 AIF 司南研究室立志于成为轻量级的指数智库，为政府部门、金融机构及其他商业公司提供经济理论与计算机技术深度融合的大数据指数方案，以严谨科学的指标维度和化繁为简的灵动数值，洞悉市场风向，跟踪变化趋势，提升决策效力。



## 敬请联系

🏠 浙大AIF司南研究室

👤 吕佳敏

☎ +86-571-88208901

✉ lvjiamin411@zju.edu.cn

🏠 白沙泉并购金融研究院

👤 李少佳

☎ 18767145860

✉ 1172517343@qq.com