

国企改革专题系列

## 资本市场助推国资国企改革

### ——国企并购重组回顾与展望

石宝华 研究员

#### 主要观点

- ▶ 近年来，资本市场在促进国企资金筹集、股份制改革、公司治理、资产重组、价值重估、布局优化等方面，发挥了不可替代的重要作用。随着国企改革的进一步深化，国有资产的并购重组力度也在持续加大，市场化并购重组成为优化国有经济布局 and 结构的重要方式。
- ▶ 根据 wind 相关数据，2019 年全年 A 股市场共发生 768 起上市国企并购交易，涉及 472 家上市国企（包括央企国资控股 145 家、省属国资控股 185 家、地市国资控股 135 家、其他国有控股 7 家）。本篇报告整理了 6 个与国企相关的并购重组典型案例，希望能够对我们有所启发和借鉴。
- ▶ 通过对国企利用资本市场并购重组的典型案例分析，可以看出国有企业并购重组呈现三个特点：（一）并购重组更加聚焦于产业协同整合；（二）从国有资本层面看，有助于减少内部同业竞争；（三）未来国有资本战略性重组 and 专业化整合将持续深化。

## 目 录

一、 国企利用资本市场进行并购重组的情况.....	3
二、 国企进行并购重组的典型案列.....	4
(一) 企业内部重组上市——中信集团重组特钢板块整体上市.....	4
(二) 借壳上市——中粮资本借壳中原特钢上市.....	5
(三) 借壳上市——居然之家借壳武汉中商重组上市.....	6
(四) 同业整合——云南白药吸收合并白药控股.....	6
(五) 同业整合——中粮地产收购大悦城地产.....	8
(六) 央企收购民企——中国中铁入主恒通科技.....	9
三、 国企并购重组的总结与思考.....	10
(一) 并购重组更加聚焦于产业协同整合.....	10
(二) 从国有资本层面看，有助于减少内部同业竞争.....	11
(三) 未来国有资本战略性重组和专业化整合将持续深化.....	11

资本市场是国资改革实施的重要平台。党的十九大明确提出，要发挥市场在资源配置中的决定性作用。与此相适应，必须按照市场化要求和取向深化国企改革，在坚持公有制为主体的同时推进国有企业市场化改革，有效的解决方式就是加快推进公有制的多种有效实现形式，实现股权多元化，发展混合所有制，这决定了多层次资本市场将是国企改革的重要载体。近年来，资本市场在促进国企资金筹集、股份制改革、公司治理、资产重组、价值重估、布局优化等方面，发挥了不可替代的重要作用。随着国企改革的进一步深化，国有资产的并购重组力度也在持续加大，市场化并购重组成为优化国有经济布局 and 结构的重要方式。

## 一、国企利用资本市场进行并购重组的情况

自2018年国资改革成为A股亮点以来，2019年国资整合的大动作不断，上市公司仍然是混改的主要载体，持续推动国有资本布局优化。根据wind相关数据，2019年全年A股市场共发生768起上市国企并购交易，涉及472家上市国企(包括央企国资控股145家、省属国资控股185家、地市国资控股135家、其他国有控股7家)。

2019年，央企并购地方国企呈现加速之势。据不完全统计，2019年以来，云南、辽宁、安徽、湖南等地方国企纷纷联姻央企，合计超过10家。其中，央企落子云南密度最大。央企具有规模优势，通

过重组地方国企，进行全国性布局，提升自身竞争力。作为地方政府，可以享受重组后的企业发展红利，包括税收与分红。近年来，部分地方国企并入央企，也与自身发展或者财务困境有关，这也是央企与地方国企重组加速的重要原因之一。2019年，随着A股市场并购重组政策放开，为上市公司提供更多改善资产质量的机会，对于支持国企国资改革、化解过剩产能、僵尸企业市场出清、创新催化产业升级等方面提供了助力。

## 二、国企进行并购重组的典型案列

本篇报告整理了6个与国企相关的并购重组典型案例，希望能够对我们有所启发和借鉴。

### （一）企业内部重组上市——中信集团重组特钢板块整体上市

#### 要点：

2019年1月2日晚，中信集团宣布拟将公司特钢业务装入大冶特钢。大冶特钢1月2日晚间发布重组预案，拟发行股份收购兴澄特钢86.5%股权。标的企业大冶特钢和兴澄特钢实控人均为中信集团，2019年10月，中信集团特钢板块——中信泰富特钢集团实现整体上市。

#### 意义：

通过本次重组，中信集团特钢板块资产实现A股整体上市。中信泰富特钢集团成为A股市场规模最大的专业化特钢上市公司，上

市公司特钢产能达1300万吨,拥有3000多个钢种,5000多个规格,将成为全球范围内规模最大、产品规格最全的专业化特钢生产企业,为中信集团实现“金融+实业”双轮驱动战略目标提供有力支撑。

## (二) 借壳上市——中粮资本借壳中原特钢上市

### 要点:

2018年12月,中原特钢发布公告称,其重大资产重组获得证监会并购重组审核委员会有条件通过,中粮资本借壳中原特钢登陆资本市场拉开帷幕。2019年1月,中原特钢公告称,控股股东中国南方工业集团公司将其持有的67.42%股份划转至中粮集团有限公司。2019年2月,中原特钢再次发布公告称,公司采取非公开发行方式筹集资金用于重大资产重组。交易完成后,中粮资本成为中原特钢的全资子公司。2019年10月,中原特钢发布公告,公司证券简称变更为中粮资本。

### 意义:

中粮资本是国家发改委批复的混合所有制改革试点企业,一直在寻找上市机会实现混改,面临经营困难的中原特钢恰好提供了合作机会,实现了央企内部资源共享。中粮资本通过借壳上市成为了A股市场农业金融第一股,为自身发展创造了良好的条件。中粮资本依托中粮集团深厚的行业背景,较好地实现了金融与产业资源的有效对接,成为以农业金融为特色的投资控股平台,进一步助力中

粮集团整个产业链的发展，更好地实现产融结合。此次收购也使得中原特钢股票复盘上涨，实现了双赢。

### （三）借壳上市——居然之家借壳武汉中商重组上市

#### 要点:

2019年1月，武汉中商发布停牌公告称，公司正在筹划以发行股份购买北京居然之家家居新零售连锁集团有限公司100%股权。2019年11月，武汉中商发布公告，称收到中国证券监督管理委员会出具的《关于核准武汉中商集团股份有限公司向汪林朋等发行股份购买资产的批复》（证监许可[2019]2512号），意味着居然之家借壳武汉中商计划获得批复。2019年12月，“武汉中商”的证券简称变更为“居然之家”，居然之家实现A股上市。

#### 意义:

在国家积极推动混合所有制改革的背景下，武汉这起标志着国资控股大型商企混改的事件意义重大。武汉国有资产经营有限公司董事郭岭表示，本次交易是武汉商联集团有效解决旗下鄂武商、武汉中百和武汉中商3家上市商企同业竞争的重要举措，通过深化混合所有制改革，助力武汉商贸零售产业结构调整及发展。

### （四）同业整合——云南白药吸收合并白药控股

#### 要点:

2019年2月，证监会并购重组委对云南白药集团股份有限公司（以下简称“云南白药”）吸收合并云南白药控股有限公司（以下简称“白药控股”）事项进行了审核，根据云南白药披露公告显示，此次吸收合并事项获并购重组委审核通过。

本次交易云南白药为吸收合并方，白药控股为被吸收合并方。交易前，控股股东白药控股持有上市公司的比例为41.52%，新华都及其一致行动人持股比例为4.35%，而云南省国资委和新华都分别持有白药控股45%的股权。云南白药通过向白药控股的三家股东云南省国资委、新华都、江苏鱼跃发行股份的方式对白药控股实施吸收合并。本次吸收合并完成后，云南白药为存续方，将承继及承接白药控股的全部资产、负债、合同及其他一切权利与义务，白药控股将注销法人资格，云南省国资委、新华都及江苏鱼跃将成为上市公司的股东。

#### 意义：

云南白药和白药控股在短期内不存在同业竞争，未来在以“药”为核心的唯一战略发展定位指引下，白药控股若将混改引入的增量资金直接用于医药产业投资，将与上市公司发展战略高度重合，面临潜在同业竞争的风险，且难以有效整合优势资源形成发展合力。本次交易旨在通过上市公司吸收合并白药控股，整合优势资源、缩减管理层级、避免潜在同业竞争，提升上市公司核心竞争力。



## （五）同业整合——中粮地产收购大悦城地产

### 要点:

2018年12月5日，中粮地产发布公告，中粮地产重组大悦城地产（00207.HK）事项获得中国证监会上市公司并购重组审核委无条件通过。2019年3月27日，中粮集团旗下唯一地产业务平台中粮地产证券简称更名为大悦城，并在深交所敲钟开市。

本次的交易对方明毅公司（系中粮地产控股股东中粮集团控制的企业）于2017年注册于英属维尔京群岛，本次交易构成外国投资者战略投资A股上市公司，商务部批准了本次交易所涉及的境外战略投资者认购上市公司新增股份事项。本次交易中，作为标的公司的大悦城地产为香港上市公司。交易完成后，A股上市公司控股香港上市公司的公司治理、信息披露及合规经营问题也是监管部门重点关注的问题之一。

### 意义:

中粮地产近年来在发展规模上受限，重组后大悦城地产将会为中粮地产注入新的商业地产元素，释放住宅、商业板块整合的协同效应。中粮地产通过开发型物业的高周转实现现金回流，又能通过持有型物业带来长期稳定收益和升值红利，有利于改善公司的持续经营能力。对大悦城地产而言，重组后大悦城发展速度将会进一步加快，借助中粮地产的资源和大悦城地产在渠道上实现互补。



## （六）央企收购民企——中国中铁入主恒通科技

### 要点:

2019年5月26日晚，恒通科技发布公告，该公司控股股东、实际控制人孙志强及第二大股东诸城晨光景泰股权投资基金有限公司已与中国中铁签署了《股份转让协议》。与此同时，孙志强还与中国中铁签署了《表决权放弃协议》，孙志强不可撤销地放弃其持有的7530万股（占公司总股本的30.62%）股份的表决权。若此次权益变动完成后，恒通科技控股股东将由孙志强变更为中国中铁，实际控制人变更为国务院国资委。

从交易安排来看，在权益变动后，孙志强虽然仍持有恒通科技30.62%股份，但并不持有表决权，晨光景泰在权益变动后不再持有恒通科技股份。

### 意义:

中国中铁是中国乃至全球最大的多功能综合型建设集团之一，能够为客户提供全套工程和工业产品及相关服务。此次权益变动有助于完善公司的产业布局，完善建筑行业研发、设计、生产、施工于一体的现代化产业链条，增强建筑业集成服务能力。中国中铁称，认同恒通科技价值并看好其未来发展前景，取得控制权后，将提升恒通科技的业务拓展能力，增强恒通科技竞争实力。

### 三、国企并购重组的总结与思考

整体上看，通过借助资本市场来改善国有资本的分布结构或质量，实现国有资产保值增值的趋势进一步加深。通过对国企利用资本市场并购重组的典型案例分析，可以看出国有企业并购重组呈现三个特点：

#### （一）并购重组更加聚焦于产业协同整合

基于同行业、上下游整合的重组成为主旋律。从数据看上半年沪市重大资产重组中产业并购的交易规模逾900亿元，远高于跨界重组规模。从行业看，产业并购较为活跃的行业主要有通信和信息技术、基础化工、医药、有色、国防军工等规模效应较显著的领域。可以说打通上下游、收购同行业、转型新技术是A股市场并购重组的重要动力。以中粮集团为例，中粮以发展全产业链为战略，先后并购了蒙牛、万威客等食品企业，不断扩张产品链条，打通了食品产业链上游到下游的所有环节，同时采取全产业链战略，发展了粮食贸易、地产酒店、生物能源、金融业等产业链条，实现了空间产业链横向一体化，增强了企业产业链之间的互动与协调，整体效益提升，成为国有企业产业链整合的典范。

从近几年实践来看，A股市场良性的并购重组环境正在逐步形成，在成熟资本市场中，并购重组是公司外延式发展的有效途径，通过并购重组延伸企业价值链或经营范围，可以提高企业的行业竞

争力，提升盈利能力。可以说，产业链整合是并购重组的主要驱动力，推动企业内部或跨企业的专业化整合，以提高国有企业的产业集中度，解决国有资本布局分散化，难以形成集中优势的问题。

## （二）从国有资本层面看，有助于减少内部同业竞争

近几年来，国家陆续出台了一系列推进国企混改的政策文件，形成了我国国企改革“1+N”政策体系，有力地推进了国企改革的力度。2018年9月，国家发改委发布《关于深化混合所有制改革试点若干政策的意见》。该意见指出，要积极探索中央企业集团公司层面开展混合所有制改革的可行路径；鼓励探索解决集团层面混合所有制改革后国有股由谁持有等现实问题的可行路径；积极支持各地省属国有企业集团公司开展混合所有制改革。

在国有资本层面，近年来从央企集团向地方国企集团延伸的兼并重组，有助于以“合并同类项”为目标开展跨企业集团的资源和优势整合，减少国有资本内部的内业竞争。上述案例中，云南白药吸收合并白药控股、中粮地产收购大悦城地产都是为了避免国有资本内部的内业竞争。居然之家借壳武汉中商重组上市，也是武汉商联集团为了解决上市商企内业竞争的重要举措。

## （三）未来国有资本战略性重组和专业化整合将持续深化

2015年出台的《国务院关于深化国有企业改革的指导意见》明确，到2020年，国有企业改革重要领域和关键环节取得决定性成

果。2020年初暴发的新冠肺炎疫情,让产业结构优化变得更加紧迫。围绕着我国构建现代化经济体系,有效推进国有资本战略性重组和专业化整合将进一步深化。根据《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》,未来国有资本将更多投向重要行业、关键领域、战略性新兴产业,中央企业之间、央企与地方国企之间的兼并重组、交叉持股、战略合作将进一步深化。推动企业战略性重组和专业化整合主要有以下几种形式:

一是对上下游协同效应显著的企业优先纵向重组。通过上下游产业链的整合,提升企业的盈利能力。目前积极推进的产能过剩行业的合并重组,旨在以较低的交易成本实现产能消化和压缩。

二是对于市场竞争程度相对高、产业集中度比较低,产能过剩问题突出的行业,包括资源类行业、钢铁、汽车、装备制造等领域,进行并购横向重组,减少企业数量,扩大产业规模,提升企业的综合生产效率。

三是注重企业内外部资源的再整合。对于规模庞大的集团企业,可以按照业务链、技术链的有机关系进行资产和创新性调配。通过传统产业和新兴产业的融合,区域资源的整合等实现企业生产、销售流程的再造,提升企业的核心竞争力。

## 免责声明

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，中国建银投资有限责任公司不对投资者的投资操作而产生的盈亏承担责任。本报告的版权归中国建银投资有限责任公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。