

发展新质生产力，并购重组浪潮已开启

——并购重组专题报告

投资要点

- **提升上市公司质量，并购重组一举多得，新一轮浪潮或来临。**2024年4月国务院印发《关于加强监管防范风险 推动资本市场高质量发展的若干意见》（新“国九条”）提出：“上市公司质量和结构明显优化”目标，包括严把发行上市准入、严格监督上市公司、加大退市等举措。

上市公司整合优质资产，一是缓解IPO收紧后一级资本退出压力，二是提升自身资产质量，三是缓解退市压力，可谓一举多得。为此，证监会推出“并购六条”积极推动并购重组，交易所和地方政府等积极响应，预示着我国新一轮的并购重组浪潮或将来临。

- **并购重组特征总结：**从企业性质来看，央企参与金额最大，接近40%，地方国企约30%，民企参与数量最多，占65%；从目的来看，横向整合、战略合作是主要类型，有利于发挥协同性，做大做优做强；从行业来看，机械设备、基础化工、电子、医药生物、计算机、电力设备等案例较多，向制造业、新兴产业等领域趋势集中。

中央企业：2010年以来共完成并购重组251件，主要发生在航空航天与国防、机械设备、化工等行业，以横向整合、战略整合为主。重要案例如中国海防（注入中船重工集团旗下水声电子为主的资产）、中国船舶（吸收合并中国重工，横向整合中国船舶集团相关资产）等。我们认为，十大军工集团的资产整合或是央企并购重组的重要方向之一，未来几年，军工上市公司有望迎资产注入高峰。

地方国企：2010年以来共完成并购重组387件，主要发生在基础化工，金属、非金属与采矿等行业，以战略整合、横向整合、买壳上市为主。重要案例如广东宏大（收购雪峰科技部分股权，横向整合民爆行业资产）、上海电气（收购同一实控人旗下的购宁笙实业，纵向整合）等。我们认为，行业增长受限，同一实控人旗下的地方国有资产进行并购重组的概率相对较大。

民营企业：2010年以来共完成并购重组1764件，主要发生在机械设备、基础化工、电子、医药生物、计算机等行业，以横向整合、战略整合为主。重要案例如双成药业（收购同一实控人旗下奥拉股份，跨界进入半导体设计领域）、赛力斯（收购龙胜新能源，纵向整合汽车制造资产）。我们认为，未来民营企业参与并购重组活跃且类型多样，例如跨界并购、整合同一实控人旗下优质资产等。

- **风险提示**

政策调整风险；并购重组进展过程风险；并购重组整合效果不及预期风险。

分析师：邱世梁
执业证书号：S1230520050001
qiushiliang@stocke.com.cn

分析师：宋伟
执业证书号：S1230523110001
songwei@stocke.com.cn

研究助理：周向防
zhouxiangfang@stocke.com.cn

研究助理：李羽佳
liyujia@stocke.com.cn

研究助理：杨世祺
yangshiqi@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《当个人养老金遇上指数基金》 2024.12.16
- 2 《方向既已定，耐心持仓待上行》 2024.12.14
- 3 《市值下沉：A500和沪深300之间差了点什么？》 2024.12.13

正文目录

1 政策演进，新一轮并购重组浪潮或来临	5
1.1 中国并购重组政策的演进历程	5
1.2 证监会/交易所/各地政府等合力推动并购重组	7
1.3 提高上市公司质量，并购重组一举多得	9
1.3.1 并购重组缓解 IPO 压力，维持资本循环	10
1.3.2 一级市场投资规模大，亟需并购重组维护资本循环	11
1.3.3 退市压力上升，众多小微公司亟需提升公司质量	11
2 并购重组梳理：央企、地方国企、民企的特征与案例	12
2.1 横向整合和战略合作为主，向制造业和新兴产业集中	12
2.1.1 横向整合、战略合作等比例提升	12
2.1.2 并购重组行业逐渐向制造业、新兴产业集中	14
2.2 央企并购重组	15
2.2.1 央企并购重组特征：国防占比较高、以“横向整合”为主要目的	15
2.2.2 中国海防：子公司股权注入，多元化战略整合	18
2.2.3 中国船舶：吸收合并中国重工，进行横向整合	19
2.2.4 中国船舶集团：平台整合势在必行	20
2.3 地方国企并购重组	22
2.3.1 广东宏大：政策鼓励行业，进行横向整合	23
2.3.2 合肥城建：市属国企专业化整合，协同发展	24
2.3.3 上海电气：围绕战略性新兴产业进行跨行业并购	25
2.3.4 地方国企标的梳理	26
2.4 民营上市公司并购重组概况	27
2.4.1 双成药业：拟收购奥拉半导体，从医药到芯片的业务转型	29
2.4.2 赛力斯：拟收购龙盛新能源，强化“链主+优质配套”定位、引入地方国资股东	31
3 风险提示	33

图表目录

图 1: 企业全生命周期资本发展离不开 IPO 与并购.....	6
图 2: 每次《重组办法》修订都对上市公司并购重组的活跃度影响明显.....	6
图 3: 企业全生命周期资本发展离不开 IPO 与并购.....	9
图 4: IPO 与并购重组之间存在跷跷板效应.....	10
图 5: IPO 审核申报企业数量 (以首次受理日期统计).....	10
图 6: 首次受理到过会用时 (以过会日期统计, 单位: 天).....	10
图 7: 国内一级市场投融资概况.....	11
图 8: 2023 年一级市场投资轮次金额占比.....	11
图 9: 国资和非国资平台投资企业事件数量对比.....	11
图 10: 国资和非国资平台投资企业金额 (亿元).....	11
图 11: 退市公司数量近几年明显增多.....	12
图 12: 当前 A 股小微公司数量众多.....	12
图 13: 并购重组分类及说明: 根据重组目的.....	13
图 14: 民营上市公司并购重组分类: 根据重组目的.....	13
图 15: 民营上市公司并购重组分类: 根据重组形式.....	13
图 16: 竞买方不同企业性质的金额占比.....	14
图 17: 竞买方不同企业性质的数量占比.....	14
图 18: 上市公司在并购重组中的参与角色.....	14
图 19: 上市公司在并购重组中的市值分布.....	14
图 20: 2010/1/1-2024/11/11 央企重大并购重组事件 (件).....	15
图 21: 2010/1/1-2024/11/11 央企重大并购重组金额 (亿元).....	15
图 22: 2010/1/1-2024/11/11 央企重组并购参与角色结构.....	16
图 23: 2010/1/1-2024/11/11 央企重组并购上市公司行业结构.....	16
图 24: 2010/1/1-2024/11/11 央企重组并购目的结构.....	16
图 25: 2010/1/1-2024/11/11 央企重组并购形式结构.....	16
图 26: 2015 年以来军工集团上市公司资产注入一览 (截至 2022 年 6 月).....	17
图 27: 中国海防子公司股权注入.....	18
图 28: 中国海防资产重组后股权结构及下属公司变更.....	18
图 29: 2019 年中国海防收入显著增长.....	18
图 30: 2019 年中国海防归母净利润显著增长.....	18
图 31: 本次交易前后, 中国船舶股东持股情况 (单位: 万股).....	19
图 32: 2015-2023 年中国船舶营业收入.....	20
图 33: 2015-2023 年中国船舶归母净利润.....	20
图 34: 2015-2023 年, 中国重工收入较为稳定.....	20
图 35: 2023 年, 中国重工实现归母净利润转正.....	20
图 36: 2015 年以来中国船舶集团下属已进行资产注入公司详情 (单位: 亿元).....	21
图 37: 中国船舶集团下属上市公司财务数据一览 (单位: 亿元).....	21
图 38: 2010/1/1-2024/11/11 地方国企并购重组事件数量.....	22
图 39: 2010/1/1-2024/11/11 地方国企并购重组事件交易额 (亿元).....	22
图 40: 2010/1/1-2024/11/11 地方国企重组并购上市公司参与角色结构.....	22
图 41: 2010/1/1-2024/11/11 地方国企重组并购行业结构.....	22
图 42: 2010/1/1-2024/11/11 地方国企重组并购目的结构.....	23

图 43:	2010/1/1-2024/11/11 地方国企重组并购形式结构	23
图 44:	2015-2023 年, 雪峰科技收入 CAGR 达 30%	24
图 45:	2015-2023 年, 雪峰科技归母净利润 CAGR 达 32%	24
图 46:	2022-2023 年, 交易集团营业收入超 4 亿元	25
图 47:	2022-2023 年, 交易集团净利润超 2 亿元	25
图 48:	发那科 2020-2022 年营业收入持续增长, 2023 年微降	26
图 49:	发那科 2020-2022 年净利润持续增长, 2023 年下滑	26
图 50:	2010/1/1-2024/11/11 民营企业并购重组事件数量	28
图 51:	2010/1/1-2024/11/11 民营企业并购重组事件交易额 (亿元)	28
图 52:	2010/1/1-2024/11/11 民营企业重组并购上市公司参与角色结构	28
图 53:	2010/1/1-2024/11/11 民营企业重组并购行业结构	28
图 54:	2010/1/1-2024/11/11 民营企业重组并购目的结构	29
图 55:	2010/1/1-2024/11/11 民营企业重组并购形式结构	29
图 56:	双成药业股权结构(截至 2024 年 9 月)	29
图 57:	奥拉股份股权结构(截至 2024 年 9 月)	29
图 58:	双成药业营收规模及增长情况	30
图 59:	双成药业归母净利润及增长情况	30
图 60:	奥拉股份营收规模(亿元)	30
图 61:	奥拉股份归母净利润(亿元)	30
图 62:	赛力斯股权结构(截至 2024 年 10 月)	31
图 63:	龙盛新能源股权结构(截至 2024 年 10 月)	31
图 64:	赛力斯营收规模及增长情况	32
图 65:	赛力斯归母净利润及增长情况	32
图 66:	龙盛新能源营收规模(万元)	32
图 67:	龙盛新能源净利润(万元)	32
表 1:	《重组办法》再迎修订, 具体细则支持私募基金参与并购重组市场、提高审核效率、放宽同业竞争与关联交易宽容度	7
表 2:	《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》, 并购六条系统性松绑并购重组市场	8
表 3:	交易所和地方政府等积极响应, 对并购重组支持力度加强	9
表 4:	并购重组分类及说明: 根据重组形式	12
表 5:	参与并购重组的上市公司所属行业占比	15
表 6:	中国船舶、中国重工业业务重合度较高, 重组打造船舶总装央企龙头	20
表 7:	广东宏大、雪峰科技同属于民爆行业, 本次交易将实现民爆行业资源整合	23
表 8:	合肥城建并购安徽公共资源交易集团, 实现协同发展	24
表 9:	本次交易有助于上海电气构筑在机器人赛道的差异化竞争优势	25
表 10:	地方国企标的梳理 (注: 红色为符合筛选标准的标的, 黑色为其兄弟公司)	26
表 11:	双成药业收购奥拉股份, 切入芯片行业	30
表 12:	赛力斯收购龙盛新能源, 获得超级工厂所有权	31
表 13:	公司重组目围绕战略合作, 提升长期发展质量	32

1 政策演进，新一轮并购重组浪潮或来临

并购重组是支持经济转型升级、实现高质量发展的重要市场工具。新“国九条”对活跃并购重组市场作出重要部署。为进一步激发并购重组市场活力，证监会研究制定了《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》等一系列法规，预示着我国新一轮的并购重组浪潮或将来临。

1.1 中国并购重组政策的演进历程

伴随我国并购重组相关法规的出台与不断修订完善，并购重组在资本市场表现也经历了“萌芽期—发展期—宽松期—收紧期—优化期”的发展。

萌芽期：1998年至2001年，证监会发布关于购买、出售、置换资产的相关文件，上市公司并购重组案例较少，处于起步萌芽阶段。

发展期：2008年至2013年，随着2008年证监会《上市公司重大资产重组管理办法》的发布，并购重组序幕正式拉开，上市公司重大重组开始活跃。在这一时期，以买壳上市、整体上市等为代表的资产交易类重组较为活跃。2011年对《重组办法》进行了第一次修订，明确借壳上市标准界定，加强监管。

宽松期：2014年至2015年，并购重组政策发布频率明显提高，市场从活跃走向繁荣。2014年印发《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》等文件，证监会对《重组办法》进行了第二次修订，简化审核程序，放松管制，掀起了一轮并购热潮。

收紧期：2016年至2018年，监管收紧。2016年对《重组办法》进行第三次修订，完善监管，加大问责，政策收紧，旨在扎紧制度与标准的“篱笆”，给“炒壳”降温。此后并购重组市场不断下行。

优化期：2019年至今，注重上市公司高质量发展，强化资本市场服务实体经济的定位。2019年至2023年，证监会对《重组办法》进行了两次修改和一次修订，行业整合和混合重组逐渐占据主导，重大重组以扩大优质业务规模、提升竞争力为导向。

新一轮宽松期或将到来：2024年开始，并购重组相关政策推进速度明显加快。2024年4月国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（又称“新国九条”），2024年9月证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（又称“并购六条”）等，或预示着我国新一轮并购重组浪潮的来临。

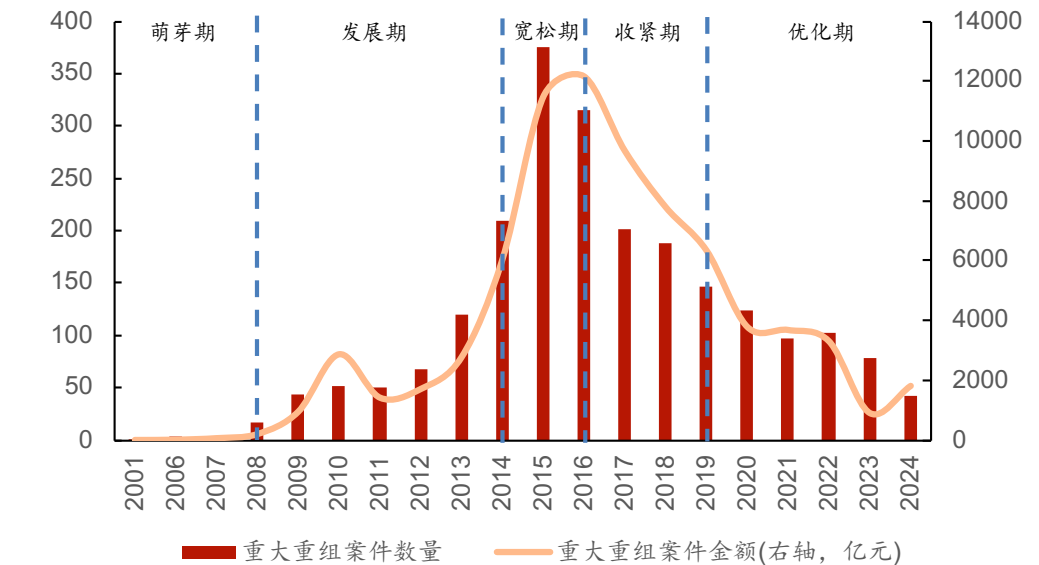
图1: 企业全生命周期资本发展离不开 IPO 与并购



资料来源: 国务院、工信部、证监会等、浙商证券研究所

《重组办法》历次修订都对并购重组的活跃度产生明显影响。2011年第一次修订，明确了借壳上市标准界定。重组案例明显增多；2014年第二次修订，简化审核程序，放松管制。此后重组案例数量大幅攀升，并在2015年达到顶峰，当年重组案例数量375件，涉及金额达1.15万亿元；2016年第三次修订，完善监管，加大问责，政策收紧。此后重组案例数快速下降；2019年第四次修订，调整规则，发挥并购重组和直接融资功能。重组案例下降趋势逐渐企稳。

图2: 每次《重组办法》修订都对上市公司并购重组的活跃度影响明显



资料来源: wind、浙商证券研究所

《重组办法》第五次修订，激发并购重组市场活力。2024年09月24日，为落实党的二十届三中全会精神和《国务院关于加强监管防范风险 推动资本市场高质量发展的若干意见》要求，加大上市公司并购重组市场改革力度，提高市场活力与效率，证监会拟对《上市公司重大资产重组管理办法》进行修订。

表1: 《重组办法》再迎修订，具体细则支持私募基金参与并购重组市场、提高审核效率、放宽同业竞争与关联交易宽容度

	修订前	修订征求意见稿	解读
第10条	鼓励依法设立的并购基金、股权投资基金、创业投资基金、产业投资基金等投资机构参与上市公司并购重组。	鼓励依法设立的并购基金、股权投资基金、创业投资基金、产业投资基金等 私募基金 参与上市公司并购重组。	鼓励私募基金参与重组并购市场
第27条	并购重组委依法审议上市公司发行股份购买资产申请，提出审议意见。证券交易所应当在规定的时限内基于并购重组委的审议意见，形成本次交易是否符合重组条件和信息披露要求的审核意见。	在原先基础上新增规定：“证券交易所采用简易审核程序的，不适用第一款、第二款规定。证券交易所 应当制定简易审核程序 的业务规则，并报中国证监会批准。”	提高并购重组审核效率
第28条	中国证监会收到证券交易所报送的审核意见等相关文件后，依照法定条件和程序，在 十五个工作日内 对上市公司注册申请作出予以注册或者不予注册的决定，按规定应当扣除的时间不计算在本款规定的时限内。	在原先基础上新增规定：“证券交易所采用简易审核程序审核并报注册的，中国证监会在 五个工作日内 作出予以注册或者不予注册的决定。”	增加简易程序，由15天降低到5天
第33条	自完成相关批准程序之日起六十日内，本次重大资产重组未实施完毕的，上市公司应当于期满后次一工作日将实施进展情况报告，并予以公告；此后每三十日应当公告一次，直至实施完毕。属于本办法第四十四条规定的交易情形的，自收到中国证监会注册文件之日起超过 十二个月 未实施完毕的，注册文件失效。	在原先基础上，新增规定：“但申请一次注册、分期发行股份支付购买资产对价的，自收到中国证监会注册文件之日起超过 四十八个月 未实施完毕的，注册决定失效；募集配套资金申请一次注册、分期发行的，注册决定有效期按照相关规定执行。”	推动重组股份对价分期支付落地，由原本有效期12个月延长至48个月。
第43条	上市公司发行股份购买资产，应当符合下列规定： (一)充分说明并披露本次交易有利于提高上市公司资产质量、改善财务状况和增强持续经营能力，有利于上市公司减少关联交易、避免同业竞争、增强独立性； (五)所购买资产与现有主营业务没有显著协同效应的，应当充分说明并披露本次交易后的经营发展战略和业务管理模式，以及业务转型升级可能面临的风险和应对措施。	第(一)条修改为：充分说明并披露本次交易有利于提高上市公司资产质量、改善财务状况和增强持续经营能力， 不会导致新增重大不利影响的同业竞争，以及严重影响独立性或者显失公平的关联交易。 第(五)条修改为：所购买资产与现有主营业务没有显著协同效应的，上市公司应当充分说明并披露 最近十二个月的规范运作情况 、本次交易后的经营发展战略和业务管理模式，以及业务转型升级可能面临的风险和应对措施。	提高对同业竞争和关联交易的包容度。

资料来源：证监会、浙商证券研究所

1.2 证监会/交易所/各地政府等合力推动并购重组

2024年4月，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（新“国九条”），提出，鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量。之后，包括证监会、交易所、各地方政府等均积极响应，推出相应举措推动并购重组事项开展与落地。

2024年9月24日，中国证监会发布《中国证监会关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（简称“《并购六条》”），并基于其精神发布《上市公司重大资产重组管理办法（征求意见稿）》。“并购六条”从多方面对并购重组市场做出了新解读。对大力支持上市公司向新质生产力方向转型升级、支持传统产业整合、进一步提升监管包容性、提高支付灵活性、提高审核效率等。

表2: 《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》, 并购六条系统性松绑并购重组市场

“并购六条”	主要内容
一是助力新质生产力发展	<ul style="list-style-type: none"> 支持上市公司围绕科技创新、产业升级布局, 引导更多资源要素向新质生产力方向聚集。支持科创板、创业板上市公司并购产业链上下游资产, 增强“硬科技”“三创四新”属性; 支持运作规范的上市公司围绕产业转型升级、寻求第二增长曲线等需求开展符合商业逻辑的跨行业并购, 加快向新质生产力转型步伐; 支持上市公司结合自身产业发展需要, 在不影响持续经营能力并设置中小投资者利益保护相关安排的基础上, 收购有助于补链强链、提升关键技术水平的优质未盈利资产; 对私募投资基金投资期限与重组取得股份的锁定期限实施“反向挂钩”, 促进“募投管退”良性循环;
二是加大产业整合支持力度	<ul style="list-style-type: none"> 鼓励引导头部上市公司立足主业, 加大对产业链上市公司的整合; 完善股份锁定期等政策规定, 支持非同一控制下上市公司之间的同行业、上下游吸收合并, 以及同一控制下上市公司之间吸收合并; 支持传统行业上市公司并购同行业或上下游资产, 加大资源整合, 合理提升产业集中度。 支持私募投资基金以促进产业整合为目的依法收购上市公司。 支持沪深北交易所上市公司开展多层面合作, 助力打造特色产业集群。
三是提升监管包容度	<ul style="list-style-type: none"> 充分发挥市场在价格发现和竞争磋商中的作用, 支持交易双方以资产基础法、收益法、市场法等多元化的评估方法为基础协商确定交易作价; 综合考虑标的资产运营模式、研发投入、业绩增长、同行业可比公司及可比交易定价情况等, 多角度评价并购标的定价公允性; 上市公司向第三方购买资产的, 交易双方可以自主协商是否设置承诺安排; 顺应产业发展规律, 适当提高对并购重组形成的同业竞争和关联交易的包容度;
四是提升重组市场交易效率	<ul style="list-style-type: none"> 证监会将支持上市公司根据交易安排, 分期发行股份和可转债等支付工具、分期支付交易对价、分期配套融资, 以提高交易灵活性和资金使用效率。 同时, 建立重组简易程序, 对符合条件的上市公司重组, 大幅简化审核流程、缩短审核时限、提高重组效率。
五是提升中介机构服务水平	<ul style="list-style-type: none"> 活跃并购重组市场离不开中介机构的功能发挥。 证监会将引导证券公司等机构提高服务能力, 充分发挥交易撮合和专业服务作用, 助力上市公司实施高质量并购重组。
六是依法加强监管	<ul style="list-style-type: none"> 证监会将引导交易各方规范开展并购重组活动、严格履行信息披露等各项法定义务, 打击各类违法违规行, 切实维护重组市场秩序, 有力有效保护中小投资者合法权益。

资料来源: 证监会、浙商证券研究所

2024年4月30日, 上海证券交易所上市公司重大资产重组审核规则(2024年4月修订), 提出要“进一步活跃并购重组市场, 支持上市公司通过并购重组提升投资价值, 同时加强对重组上市的监管力度”, 并在2024年9月13日发布了《上市公司并购重组规则、政策与案例一本通》。

2024年11月12日, 上海市委副书记、市长龚正主持召开市政府常务会议, 会议原则同意《上海市支持上市公司并购重组行动方案(2025—2027年)》并指出, 并购重组是提高上市公司质量、培育龙头企业的重要方式。

表3: 交易所和地方政府等积极响应, 对并购重组支持力度加强

主体	日期	议题	主要内容
上交所	2024/4/30 日	上海证券交易所上市公司重大资产重组审核规则(2024年4月修订)	进一步活跃并购重组市场, 支持上市公司通过并购重组提升投资价值, 同时加强对重组上市的监管力度。
天津市	2024/8/17 日	天津市推动上市公司高质量发展行动方案的通知	鼓励开展并购重组。以重点产业链上市公司、拥有关键核心技术的科技型企业、市属国有上市公司为重点, 用好“小额快速”并购重组审核机制, 加大专业化整合力度, 推动更多优质资源向上市公司汇聚, 引领带动产业链整体发展。
杭州市	2024/10/16 日	浙江省上市公司并购重组推进大会在杭州举行	进行“企业上市与并购金融顾问工作室”授牌仪式, 并发布“并购生态平台”与“高质量并购重组助推新质生产力加速发展”倡议书
上海市	2024/11/12 日	上海市委副书记、市长龚正主持召开市政府常务会议	会议原则同意《上海市支持上市公司并购重组行动方案(2025—2027年)》并指出, 并购重组是提高上市公司质量、培育龙头企业的重要方式。
深圳市	2024/11/16 日	《关于进一步推动我市上市公司和产业企业并购重组助力科技产业金融一体化的若干措施》(征求意见稿)	建立上市公司并购重组项目库; 扩大上市公司并购重组储备范围; 持续推动上市公司高质量发展; 丰富上市公司并购重组融资渠道; 支持上市公司开展并购业务“走出去”; 打造上市公司并购重组服务和互联互通中心; 培育壮大并购重组专业化服务机构; 构建上市公司并购重组人才汇聚高地; 提升大湾区并购重组辐射影响力; 强化并购重组联席会议机制和保障措施

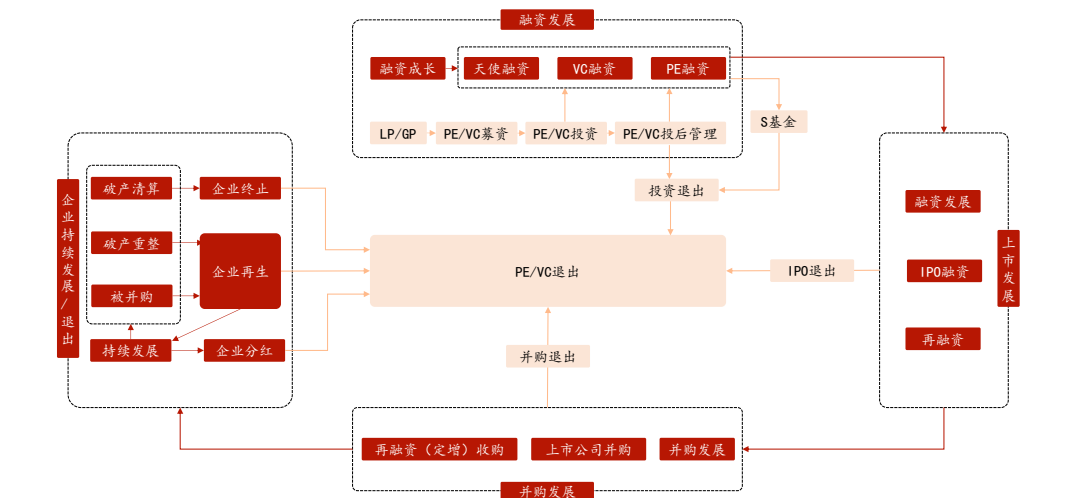
资料来源: 证监会、浙商证券研究所

1.3 提高上市公司质量, 并购重组一举多得

并购重组是“提高上市公司质量”重要方式。提高上市公司质量的主要途径: 1) 把好入口, 即严把 IPO 审核门槛; 2) 打开出口, 让现有不符合要求的上市公司退市; 3) 并购重组, 让存量上市公司通过并购重组来提升质量。

与此同时, 上市 IPO 关口若收紧, 一级机构的循环模式被打破, 无法有效发挥通过社会资本激活产业升级的模式。让二级市场企业通过并购重组吸纳场外企业, 一级市场企业实现间接 IPO, 同时二级市场收购方也能做大做强, 实现“提升上市公司质量”目的。

图3: 企业全生命周期资本发展离不开 IPO 与并购



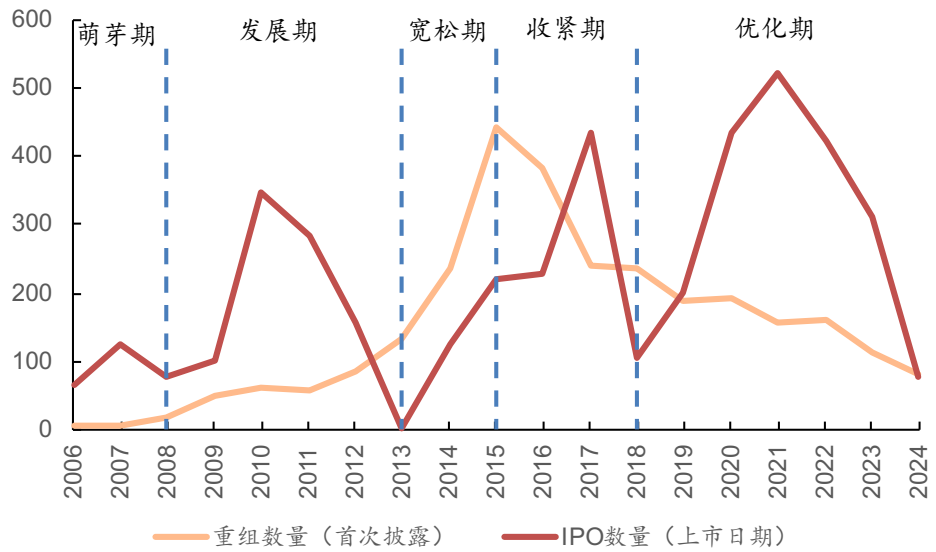
资料来源: 并购的逻辑、浙商证券研究所

1.3.1 并购重组缓解 IPO 压力，维持资本循环

一方面，并购重组作为上市公司重要的发展和退出途径，能够提升二级市场对资金的吸引力，使资本市场更好地促进经济发展。另一方面，并购重组与 IPO 形成协同，可维持资本循环，促进资本市场长期健康发展。

并购重组在某些时期与 IPO 之间的跷跷板关系，对资本循环起到了维稳和平滑作用。例如，2010-2013 年 IPO 大幅收缩，同时并购重组进入发展期，一定程度上缓解了 IPO 压力；2016-2023 年 IPO 节奏加快，同时并购重组适当收紧，维持了市场整体平稳。

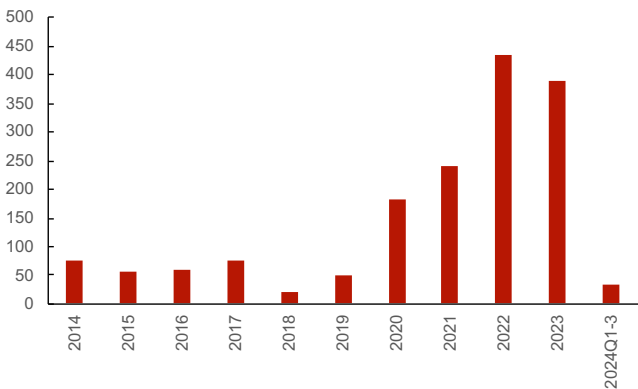
图4：IPO 与并购重组之间存在跷跷板效应



资料来源：wind、浙商证券研究所

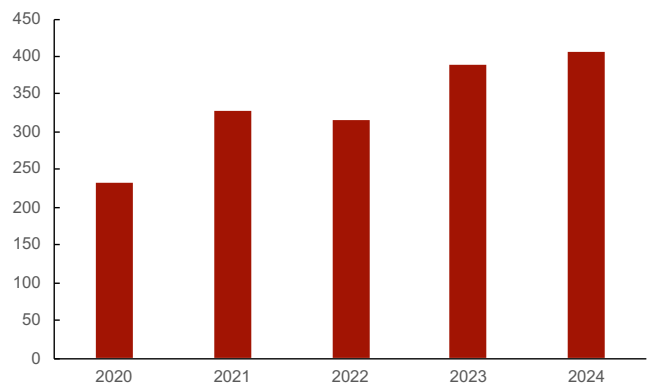
当前 IPO 有所收紧，大量审核申报企业排队，或需要疏通资本。IPO 审核申报企业数量在 2022 年和 2023 年创下历史新高，从首次受理到过会的用时也有延长趋势，2024 年前三季度的过会企业平均用时超过 400 天。与此同时，2024 年 IPO 审核申报企业数量大幅减少，前三季度合计仅 35 家，资本市场促进经济发展的潜力有待释放。

图5：IPO 审核申报企业数量 (以首次受理日期统计)



资料来源：Wind、浙商证券研究所

图6：首次受理到过会用时 (以过会日期统计，单位：天)



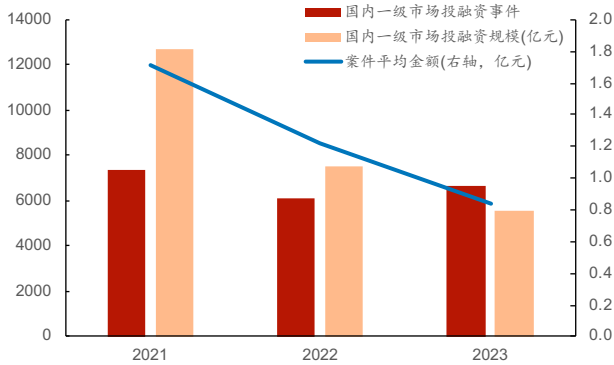
资料来源：Wind、浙商证券研究所

1.3.2 一级市场投资规模大，亟需并购重组维护资本循环

根据财联社数据，国内一级市场投融资规模在 2021 年高峰期超过了 1.2 万亿元。2022 年和 2023 年呈现下滑趋势，尽管融资事件数下滑不明显，但融资额却显著下滑，2023 年融资总额为 5571 亿元，较 2021 年下降 56%，说明单个项目融资额显著变小。

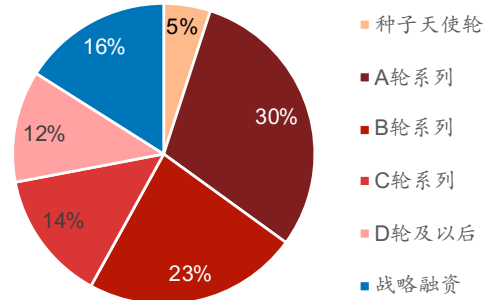
从结构占比来看，C 轮、D 轮及以后、战略融资三类项目融资金额占比合计达 42%。需要通过并购重组为 PE/VC 开辟新的退出路径，提升资本市场活力。

图7：国内一级市场投融资概况



资料来源：财联社、浙商证券研究所

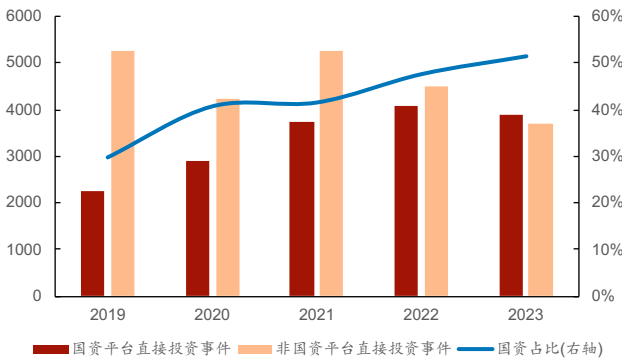
图8：2023 年一级市场投资轮次金额占比



资料来源：财联社、浙商证券研究所

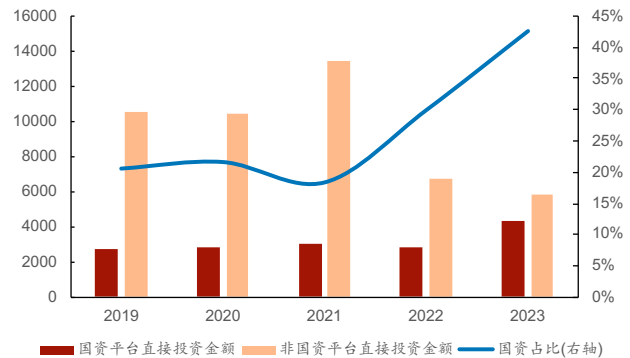
地方政府在一级市场投资中的占比不断提升。在 2019-2023 年间，国资平台投资一级市场企业数量占比从 30% 提升至 51%，投资金额占比从 21% 提升至 43%。

图9：国资和非国资平台投资企业事件数量对比



资料来源：投中研究院、浙商证券研究所

图10：国资和非国资平台投资企业金额（亿元）



资料来源：投中研究院、浙商证券研究所

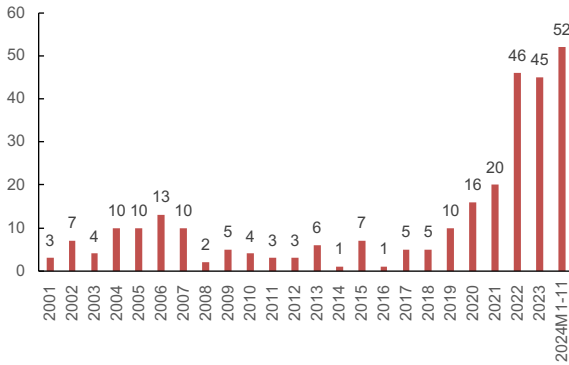
1.3.3 退市压力上升，众多小微公司亟需提升公司质量

“新国九条”提出加大退市监管力度，并将进一步严格强制退市标准、进一步畅通多元退市渠道、进一步强化退市监管等方面发力。4 月 12 日，证监会制定发布了《关于严格执行退市制度的意见》，沪深北三大证券交易所修订完善相关退市规则，配合新“国九条”完善“1+N”政策体系，加速 A 股市场新陈代谢。

自 2022 年开始，A 股退市公司数量已经明显增多，2024 年 1-11 月已经累计退市 52 家，超过了之前各年退市公司数量。目前市场被“风险警示”股票数量 127 家。

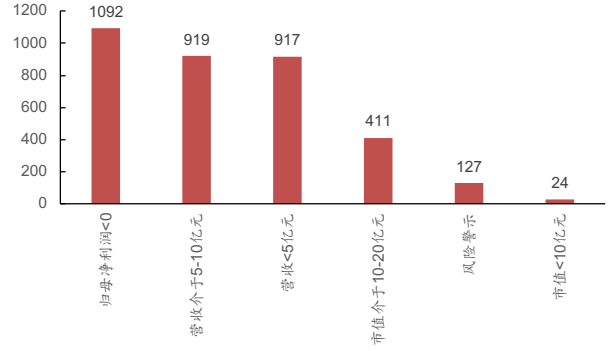
然而，当前 A 股市场小微公司数量较多。例如，最新市值小于 10 亿上市公司有 24 家，市值介于 10-20 亿元上市公司有 411 家；2023 年营业收入小于 5 亿元的上市公司 917 家，介于 5-10 亿元公司有 919 家；而 2023 年归母净利润为负值的上市公司有 1092 家。

图11: 退市公司数量近几年明显增多



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图12: 当前 A 股小微公司数量众多



资料来源: Wind、浙商证券研究所

2 并购重组梳理: 央企、地方国企、民企的特征与案例

2.1 横向整合和战略合作为主, 向制造业和新兴产业集中

从重组目的来看, 横向整合、战略合作是主要类型, 有利于发挥业务间的协同性, 做大做优做强, 提升上市公司资产质量。

从行业来看, 并购重组数量较高的行业是机械设备、基础化工、电子、医药生物、计算机、电力设备等, 向制造业、新兴产业等领域集中。

2.1.1 横向整合、战略合作等比例提升

根据重组的形式, 可以分为发行股份购买资产、资产置换、协议收购和二级市场收购等。其中, 发行股份购买资产和资产置换, 主要涉及股权/管理权和资产/债务之间交易, 例如, 通过发行股份购买资产可以实现集团整体上市, 通过资产置换进行借壳上市等。协议收购和二级市场收购, 则主要涉及控制权及股权的转移。

表4: 并购重组分类及说明: 根据重组形式

分类	说明
发行股份购买资产	上市公司向大股东或者其他公司发行股份, 并购买其资产
资产置换	公司将优质资产置换到被兼并企业中, 剥离其原有不良资产、负债, 获得对其控制权与经营管理权
协议收购	投资者在证券交易所之外, 与被收购公司的股东就股票的交易价格、数量等方面进行协商, 购买被收购公司的股票
二级市场收购	企业通过二级市场收购上市公司流通股, 从而获得对其控制权; 以及通过挂牌\竞拍等方式, 出售\收购资产
其他	包含股权划拨、回购、吸收合并、增资、其他并购方式等, 占比较小

资料来源: Wind、浙商证券研究所

根据重组目的, 并购重组可以分为行业整合、混合重组和资产交易三类

- **行业整合: 分为横向整合和纵向整合**, 划分的主要依据是竞买方和标的方所属行业为同领域或上下游关系。横向整合能够快速提升竞买方市场份额, 缓解或消除价格战等恶性竞争, 从而改善盈利水平; 纵向整合能够促使企业打通产业链上下游, 掌握产品价值链中的关键环节, 实现供给端协同, 提升产品竞争力。
- **混合重组: 分为多元化战略、战略合作和业务转型**, 划分的主要依据是竞买方和标的方所属不同行业或产业。公司通过多元化战略和业务转型, 可以实现赛道转换, 切入发展前景更好、市场空间更大的行业, 打开第二增长曲线。战略合作结合并购双方各自的优势, 实现协同效应。

- **资产交易**：分为**买壳上市**、**整体上市**和**资产调整**，并购重组围绕资产注入、交易等开展。其中，买壳上市和整体上市的主要区别在于，上市公司和注入的资产是否具有相同的实控人。

图13： 并购重组分类及说明：根据重组目的

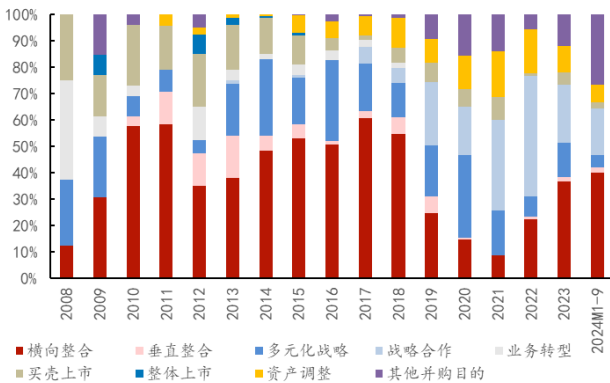
分类		说明
行业整合	横向整合	竞买方（上市公司）与标的方所属行业为同领域行业
	垂直整合	竞买方（上市公司）与标的方所属行业为上下游关系行业
混合重组	多元化战略	相对专业化经营而言，上市公司为做大做强，进入与原有产业不甚相关的产业，实现上市公司的多元化经营
	战略合作	出于长期共赢考虑，建立在共同利益基础上，实现深度的合作
	业务转型	企业由目前的业务转向做其他的业务事项
资产交易	买壳上市	非上市公司首先购买一家上市公司一定比例股权来取得上市地位，其次注入自己有关业务及资产，实现间接上市的目的
	整体上市	上市公司收购股权关联方资产，通常为上市公司收购实控人控制的资产
	资产调整	上市公司以财务报表改善等目的，进行重大资产出售、控股股东以自身优质资产替换旗下上市公司不良资产等
其他		财务投资、私有化、其他并购目的等

资料来源：wind、浙商证券研究所

从**并购重组目的**来看，横向整合、战略合作是主要目的，有利于发挥业务间的协同性，做大做优做强，提升上市公司资产质量。

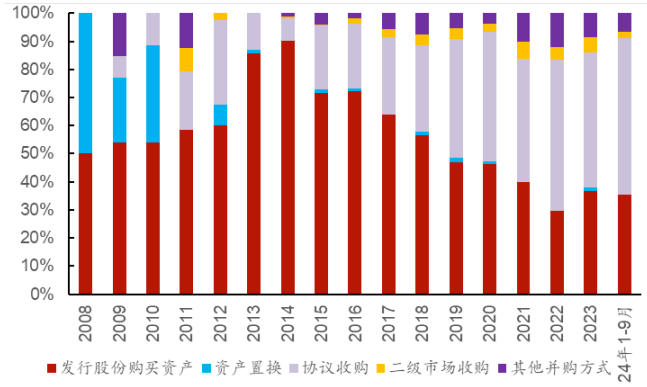
- 以“横向整合”为目的的并购重组数量占比一直较高，在2015-2017年期间占比超过了50%，2023年以来占比在40%附近。但“垂直整合”案例数相对较少；
- “多元化战略”曾是非常重要的并购重组形式，但进入不相关行业，若双方协同性不强，则多元化经营的效果未必显著，近几年该形式的并购重组比例已经有明显下降。与此同时，侧重深度合作，长期共赢的“战略合作”型案例明显提升；
- “资产调整”的并购重组数量有明显增加，控股股东以体外优质资产置换上市公司不良资产，提升上市公司资产质量。

图14： 民营上市公司并购重组分类：根据重组目的



资料来源：Wind、浙商证券研究所

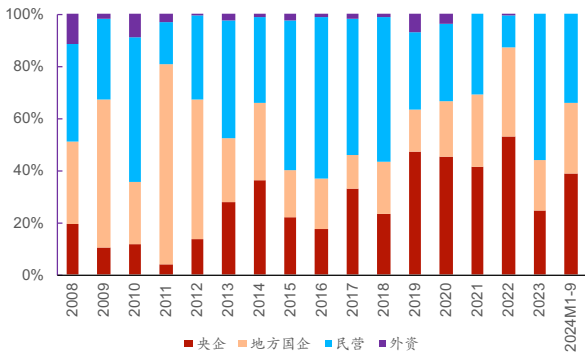
图15： 民营上市公司并购重组分类：根据重组形式



资料来源：Wind、浙商证券研究所

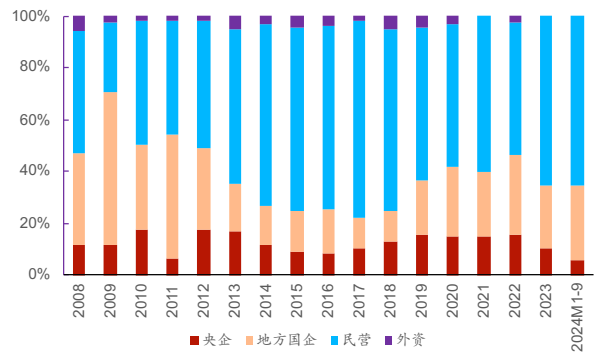
从**企业性质**来看，央企并购数量占比下降，但金额占比提升，2024年前三季度占比39%，相较于2023年提升14%，是并购重组的最主要力量；民营企业参与并购重组的数量占比大幅提升，2024年前三季度达到65%，但金额占比降低；地方国企在数量和金额占比上都较稳定，2024年前三季度占比约30%。

图16: 竞买方不同企业性质的金额占比



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图17: 竞买方不同企业性质的数量占比

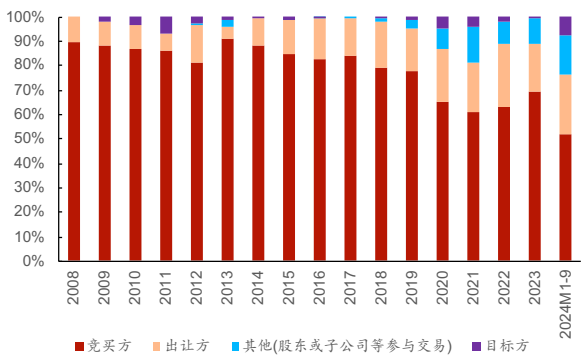


资料来源: Wind、浙商证券研究所

从上市公司角色来看, 上市公司作为竞买方的占比有所降低, 作为出让方或交易标的的占比有所增加。

从市值方面来看, 大盘股占比有所提升。根据上市公司上年末市值从大到小排序, 取前 20% 作为“大盘股”, 取 20%-50% 作为“中盘股”, 取 50%-80% 作为“小盘股”, 后 20% 为“微盘股”。从 2024 年情况来看, 大盘股占比提升, 从 8% 提升至 26%; 小盘股占比下降较大, 从 39% 下降至 23%; 中盘股和微盘股相对稳定, 占比分别约为 30% 和 20%。

图18: 上市公司在并购重组中的参与角色



资料来源: Wind、浙商证券研究所

图19: 上市公司在并购重组中的市值分布



资料来源: Wind、浙商证券研究所

2.1.2 并购重组行业逐渐向制造业、新兴产业集中

从 2008-2024Q3 全时段来看, 并购重组数量较高的行业是机械设备、基础化工、电子、医药生物、计算机、电力设备等, 主要涉及传统制造业、新兴产业等领域。

从过去 20 年变化的较大的行业来看, 房地产、有色金属、农林牧渔、非银金融、食品饮料等行业曾引领并购重组的热潮, 但从趋势来看下降幅度较明显。

表5: 参与并购重组的上市公司所属行业占比

	总计	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024M1-9
机械设备	9.6%	0.0%	8.0%	1.7%	10.5%	6.0%	9.8%	11.4%	8.4%	10.8%	10.9%	7.7%	11.8%	9.0%	8.9%	9.3%	14.3%	11.1%
基础化工	9.5%	5.3%	2.0%	3.3%	15.8%	13.1%	7.6%	8.4%	9.3%	10.0%	9.7%	12.8%	13.9%	8.5%	11.5%	3.1%	8.9%	6.2%
电子	7.3%	0.0%	6.0%	5.0%	0.0%	2.4%	7.6%	5.9%	8.4%	7.9%	7.6%	6.8%	5.9%	12.7%	9.6%	7.4%	5.4%	6.2%
医药生物	6.5%	5.3%	8.0%	1.7%	8.8%	6.0%	6.1%	7.6%	7.5%	6.1%	4.2%	6.4%	7.5%	5.8%	5.7%	7.4%	5.4%	7.4%
计算机	5.2%	0.0%	0.0%	3.3%	3.5%	0.0%	9.1%	7.6%	5.2%	6.1%	9.2%	5.1%	3.7%	1.6%	3.8%	3.7%	5.4%	4.9%
电力设备	5.0%	26.3%	12.0%	0.0%	1.8%	2.4%	4.5%	4.2%	5.4%	4.5%	5.5%	3.8%	6.4%	5.8%	4.5%	5.6%	3.6%	4.9%
传媒	4.8%	0.0%	0.0%	5.0%	8.8%	4.8%	3.8%	5.5%	5.0%	5.0%	7.1%	4.3%	3.7%	2.6%	5.7%	6.2%	2.7%	3.7%
房地产	4.3%	0.0%	2.0%	1.7%	3.5%	3.6%	10.6%	8.4%	6.3%	5.3%	4.2%	2.6%	2.1%	2.1%	1.9%	2.5%	1.8%	1.2%
有色金属	4.0%	5.3%	4.0%	5.0%	8.8%	3.6%	3.0%	2.5%	4.8%	3.7%	2.9%	2.6%	4.8%	3.2%	7.0%	3.7%	3.6%	4.9%
汽车	3.9%	0.0%	10.0%	3.3%	5.3%	6.0%	5.3%	3.0%	2.9%	2.4%	2.5%	2.6%	7.5%	3.2%	5.7%	6.8%	4.5%	1.2%
综合	3.7%	5.3%	0.0%	5.0%	1.8%	13.1%	4.5%	4.2%	2.9%	4.0%	2.9%	5.1%	2.7%	3.7%	3.2%	3.1%	2.7%	1.2%
商贸零售	3.5%	0.0%	0.0%	5.0%	3.5%	0.0%	0.8%	1.7%	1.4%	3.2%	3.8%	4.7%	3.7%	6.3%	7.0%	3.7%	4.5%	9.9%
通信	3.0%	5.3%	8.0%	5.0%	7.0%	9.5%	6.8%	3.8%	2.5%	2.1%	1.3%	2.6%	1.6%	2.6%	4.5%	1.9%	0.0%	1.2%
农林牧渔	2.6%	0.0%	6.0%	5.0%	1.8%	1.2%	0.0%	0.8%	3.4%	2.1%	0.4%	3.0%	2.1%	3.7%	2.5%	4.3%	6.3%	4.9%
纺织服装	2.6%	10.5%	2.0%	6.7%	0.0%	2.4%	0.8%	3.4%	3.2%	2.9%	3.4%	1.3%	0.5%	4.8%	2.5%	2.5%	0.0%	1.2%
轻工制造	2.6%	21.1%	2.0%	8.3%	1.8%	1.2%	3.0%	3.8%	2.3%	2.4%	3.4%	2.6%	1.1%	0.0%	0.6%	3.7%	3.6%	2.5%
建筑材料	2.4%	5.3%	4.0%	5.0%	0.0%	1.2%	1.5%	2.5%	2.0%	2.9%	1.7%	3.0%	1.1%	1.1%	0.0%	6.2%	4.5%	2.5%
建筑装饰	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	1.2%	3.0%	2.1%	2.7%	1.3%	2.1%	1.7%	3.2%	3.7%	1.9%	4.3%	3.6%	1.2%
社会服务	2.3%	5.3%	8.0%	5.0%	1.8%	4.8%	0.8%	2.5%	2.9%	2.6%	1.7%	3.0%	1.6%	0.5%	1.9%	0.6%	1.8%	0.0%
公用事业	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.8%	0.8%	2.5%	2.7%	1.3%	3.4%	2.1%	1.1%	4.2%	1.9%	2.5%	2.7%	1.2%
非银金融	2.0%	0.0%	8.0%	0.0%	1.8%	1.2%	3.8%	1.7%	1.6%	2.6%	2.9%	2.1%	3.2%	2.1%	0.6%	0.6%	0.9%	1.2%
环保	2.0%	0.0%	0.0%	10.0%	1.8%	1.2%	3.0%	1.3%	1.1%	1.8%	1.3%	2.1%	1.6%	3.2%	1.3%	0.0%	0.9%	7.4%
国防军工	1.8%	0.0%	0.0%	1.7%	0.0%	1.2%	0.0%	0.8%	2.0%	1.8%	1.7%	2.6%	2.1%	1.1%	1.9%	2.5%	4.5%	3.7%
食品饮料	1.7%	0.0%	2.0%	0.0%	0.0%	2.4%	1.5%	0.8%	2.0%	0.8%	0.8%	1.7%	1.6%	2.1%	1.9%	3.1%	2.7%	4.9%
交通运输	1.4%	0.0%	6.0%	1.7%	3.5%	0.0%	0.0%	1.3%	1.4%	1.3%	1.7%	3.0%	0.5%	3.2%	0.0%	0.6%	0.9%	1.2%
家用电器	1.2%	0.0%	2.0%	5.0%	3.5%	2.4%	0.0%	0.4%	1.1%	1.1%	0.8%	0.9%	3.2%	1.6%	0.0%	0.0%	1.8%	0.0%
石油石化	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	1.2%	0.8%	1.3%	0.7%	1.1%	0.8%	2.6%	0.0%	1.1%	0.6%	1.2%	0.0%	1.2%
煤炭	0.9%	5.3%	0.0%	3.3%	1.8%	3.6%	0.8%	0.4%	0.5%	1.6%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	1.2%	0.9%	1.2%
钢铁	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	0.0%	0.2%	1.1%	0.8%	0.9%	1.1%	0.5%	1.3%	1.2%	1.8%	0.0%
美容护理	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	0.5%	0.0%	0.0%	0.6%	0.9%	1.2%
银行	0.2%	0.0%	0.0%	3.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	0.6%	0.0%	0.0%

资料来源: Wind、浙商证券研究所

2.2 央企并购重组

近年来,中央企业以资本市场深化改革为契机,主动运用并购重组手段促进资产和业务布局优化,提升国有资源运营配置效率,实现高质量发展。

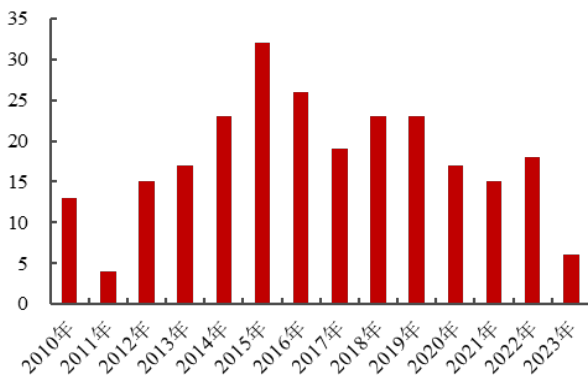
我们梳理了2010年以来完成的251起央企重大并购重组事件,总结其重组的主要目的:

- 1) 横向整合,减少同业竞争,使主业聚焦、产业结构清晰,提升国有资本配置效率、优化国有经济布局结构;
- 2) 纵向整合,产业链固链补链强链,加快发展壮大新质生产力。

2.2.1 央企并购重组特征: 国防占比较高、以“横向整合”为主要目的

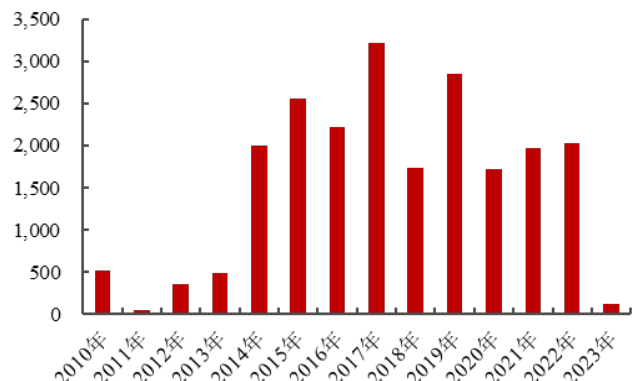
根据wind数据,2010年以来,央企重大并购重组案例完成251起(统计范围为:首次披露日期在2010/01/01日至2024/11/11日,并完成),最高点为2015年的32件,2015年之前央企并购重组事件披露数呈上升趋势,而之后呈不断下降趋势。

图20: 2010/1/1-2024/11/11 央企重大并购重组事件(件)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图21: 2010/1/1-2024/11/11 央企重大并购重组金额(亿元)

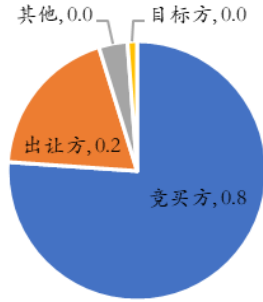


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

梳理 2010 年以来的央企并购重组，我们发现：

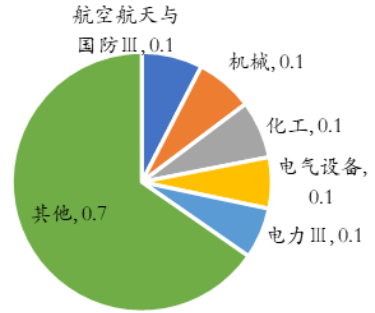
- 按参与角色划分，央国企在并购重组事件中主要作为竞买方，占比为 76.1%；
- 按行业划分，并购重组数量行业 TOP3 为航空航天与国防Ⅲ、机械、化工，占比分别为 7.6%、7.2%、7.2%；

图22： 2010/1/1-2024/11/11 央企重组并购参与角色结构



资料来源：Wind，浙商证券研究所

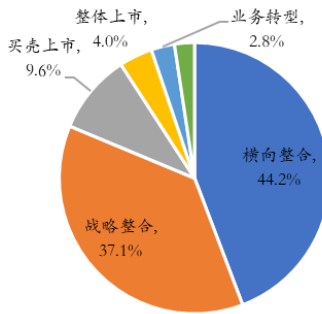
图23： 2010/1/1-2024/11/11 央企重组并购上市公司行业结构



资料来源：Wind，浙商证券研究所

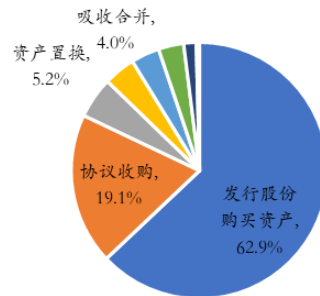
- 按重组目的划分，TOP3 分别为横向整合、战略整合、买壳上市，占比分别为 44.2%、37.1%、9.6%；（战略整合包括：多元化战略、战略合作、资产调整、垂直整合）；
- 按交易形式划分，TOP3 分别为发行股份购买资产、协议收购、资产置换，占比分别为 62.9%、19.1%、5.2%；

图24： 2010/1/1-2024/11/11 央企重组并购目的结构



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图25： 2010/1/1-2024/11/11 央企重组并购形式结构



资料来源：Wind，浙商证券研究所

十大军工集团的资产整合或是央企并购重组的重要方向之一，未来几年，军工上市公司有望迎资产注入高峰。“百年变局”下，国防军工确定性高成长，“备战 2027 建设与第二大经济体相称的强大国防”是既定方向。未来几年，国防军工资产证券化、核心军品重组上市预计将掀起新一轮高潮，建议关注中船集团、航天科技、中电科、中航工业、航天科工、兵器工业等集团重组进程。

图26: 2015年以来军工集团上市公司资产注入一览(截至2022年6月)

	上市公司	资产注入时间	注入状态	置出标的	注入标的	置入资产		总资产		总收入		净利润	
						评估值	持注入资产占比	注入前	注入后	注入前	注入后	注入前	注入后
航空工业	中航电子		进行中		拟以换股方式吸收合并中航机电			263亿		98亿		8亿	
	中航西飞	2021年	已完成	贵州新安100%股权、西安天元36%股权、西飞铝业64%股权、沈飞民机36%股权、成飞民机27%股权	航空工业西飞100%股权、航空工业陕飞100%股权、航空工业天飞100%股权	30亿	100%	479亿	571亿	83亿	74亿	0.8亿	2.3亿
	中航沈飞	2017年	已完成	本部非股权类资产及负债、北汽福豹43%股权、南京液庄100%股权、安徽开乐51%股权、文登燕豹20%股权	沈飞集团100%股权	80亿	100%	17亿	208亿	12亿	167亿	0.3亿	5.3亿
	宝胜股份	2017年	已完成	无	常州金源铜业有限公司51%股权	5亿	51%	111亿	132亿	151亿	228亿	2.7亿	3.0亿
	中航高科	2015年	已完成	通能精机100%股权	中航复材100%股权, 优才京航100%股权, 优才百慕100%股权	7亿	100%	68亿	98亿	15亿	26亿	(2)亿	0.3亿
科工集团	航天长峰	2019年	已完成	无	航天朝阳电源100%股权	10亿	100%	25亿	31亿	21亿	24亿	0.8亿	1.3亿
		2018年	已完成	无	柏克新能51%股权和精一规划51%股权	4亿	51%	17亿	24亿	11亿	14亿	0.6亿	0.7亿
	航天发展	2018年	已完成	无	锐安科技43%股权、赛进制100%股权和航天开元100%股权	15亿	43%-100%	76亿	92亿	23亿	25亿	2.8亿	3.6亿
	航天科技	2016年	已完成	无	IEE公司97%股权、Hixinglux公司100%股权和Navilight公司100%股权	17亿	97%-100%	21亿	55亿	18亿	40亿	0.5亿	1.0亿
	航天通信	2015年	已完成	无	智慧海派51%股权和江苏捷成37%股权	24亿	37%-51%	79亿	101亿	70亿	102亿	-2.5亿	-1.8亿
科技集团	航天电子		进行中	无	航天时代技改资产2亿、北京兴华经营性资产及负债3亿、陕西普松经营性资产及负债4亿、陕西导航经营性资产及负债4亿、时代激光100%股权、航天电工100%股权、时代惯性95%股权、时代光电59%股权	30亿	50%-100%	98亿	153亿	49亿	94亿	2.5亿	4.4亿
	康拓红外	2019年	已完成	无	轩宇空间100%股权、轩宇智能100%股权	10亿	100%	9亿	14亿	3亿	8亿	0.8亿	1.2亿
	航天彩虹	2017年	已完成	无	彩虹公司100%股权和神飞公司84%股权	33亿	84%-100%	40亿	68亿	12亿	20亿	1.2亿	2.1亿
	航天机电		进行中	无	erae AMS 70%股权	12亿	70%	138亿	169亿	54亿	81亿	2.1亿	2.9亿
	四维图新	2017年	已完成	无	杰发科技(合肥)有限公司100%股权	39亿	100%	37亿	80亿	15亿	19亿	1.5亿	0.1亿
	上市公司	资产注入时间	注入状态	置出标的	注入标的	评估值	持注入资产占比	注入前	注入后	注入前	注入后	注入前	注入后
中电科集团	中电电子		进行中	无	氟化铯通信基站射频芯片业务资产及负债、博威公司100%、国联万众100%股权		100%						
	电科数字		进行中	无	柏飞电子100%股权	23亿	100%	64亿	93亿	81亿	86亿	3.2亿	4.3亿
	国睿科技	2020年	已完成	无	国睿防务100%、国睿维信95%股权	69亿	95%-100%	29亿	53亿	10亿	29亿	0.4亿	3.2亿
	凤凰光学	2019年	已完成	无	智能控制器业务相关资产负债	3亿		10亿	12亿	8亿	11亿	(0.07)亿	0.2亿
	四创电子	2017年	已完成	无	博微电子100%股权	11亿	100%	32亿	44亿	25亿	31亿	1.2亿	2.0亿
杰赛科技	2017年	已完成	无	远东通信100%、中网华通58%、华通天畅100%、电科导航100%、东盟导航70%股权	18亿	58%-100%	35亿	50亿	23亿	40亿	1.1亿	1.5亿	
船舶集团	中船科技	2022	进行中	中国海装100%、凌久电气10%、洛阳双瑞45%、中船风电89%、新疆海力100%股权	风力发电设备的制造、风电场和光伏电站的开发与运营、新能源工程建设服务			90		19		0.8	
		2022	进行中	中国船柴100%股权、陕柴重工100%股权、河柴重工100%股权、中船动力集团100%股权(向新设子公司增资)	全品类舰船发动机			618		198		5	
	中国动力	2020年	已完成	武汉船机、中国船柴少数股权(发行普通股); 广瀚动力、长海电推、武汉船机、中国船柴、河柴重工、陕柴重工、重齿公司少数股权(发行普通股/可转债)	舰船用发动机、海工平台	101亿		572亿	574亿	300亿	300亿	13亿	16亿
	中国船舶	2020年	已完成	江南造船100%股权、外高桥造船36%股权、中船澄西22%股权、广船国际51%股权、黄埔文冲31%股权	军民船舶维修、海洋工程	374亿		453亿	1079亿	169亿	409亿	4.9亿	2.4亿
	中船防务	2020年	已完成	黄埔文冲100%股权和扬州科进持有的相关造船资产	金属船舶制造、船用配套设备制造	55亿		216亿	425亿	58亿	158亿	(2.1)亿	0.5亿
	中国海防	2019年	已完成	海声科技100%股权和辽海装备52%股权、青岛杰瑞62%股权、杰瑞控股100%股权、杰瑞电子54%股权、中船永志49%股权	水声防务装备	68亿		15亿	68亿	3.5亿	35亿	0.7亿	5.2亿
		2017年	已完成	长城电子100%股权	海洋电子信息	11亿		12亿	15亿	2.7亿	3.1亿	0.07亿	0.4亿
	中船科技	2016年	已完成	海鹰集团100%股权(中船集团持有海鹰集团41.65%股权,中船电科持有海鹰集团58.35%股权)	水声探测装备和各类电子设备的研制、生产和销售业务、船舶海洋和建筑工程设计	21亿		105亿	124亿	33亿	37亿	0.6亿	1.7亿
兵器工业	中兵红箭	2016年	已完成	无	红阳机电100%股权、北方红宇100%股权、北方向东100%股权、红宇专汽100%股权、北方滨海100%股权、江机特种100%股权	25亿	100%	52亿	80亿	15亿	39亿	2.5亿	3.9亿
	北方国际	2016年	已完成	无	北方车辆100%股权、北方物流51%股权、北方机电51%股权、北方新能源51%股权、深圳华特99%股份	16亿	51%-100%	66亿	89亿	43亿	81亿	3.2亿	2.2亿
电子信息	深桑达A	2015年	已完成	无	无线通讯100%股权、神彩物流100%股权和捷达运输100%股权	9亿	100%	14亿	28亿	14亿	31亿	0.2亿	1亿
		2021年	已完成	无	中国系统97%股权	74亿	97%	23亿	308亿	15亿	282亿	1.3亿	3.7亿
兵器装备	中光学	2018年	已完成	无	河南中光学集团100%股权	5亿	100%	9亿	22亿	9亿	17亿	0.2亿	0.5亿
	东安动力		进行中	无	东安汽发20%股权	33亿	20%	40亿	76亿	19亿	35亿	0.1亿	0.04亿

资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 浙商机械团队《国防军工: “十四五”有望迎来外延注入高峰——十大军工集团深度分析·系列报告》

2.2.2 中国海防：子公司股权注入，多元化战略整合

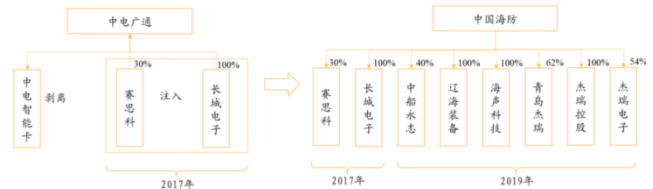
子公司股权陆续注入，业务领域不断拓展。2017-2019年，中船重工集团将水下信息探测、水下信息获取及水下信息对抗系统业务陆续注入中国海防，整合了以水声电子为主的军品业务及包括智能制造、卫星导航、油气设备、新能源设备、智能交通及环保设备在内的民用业务。

- 2017年，长城电子以及赛思科注入中电广通，长城电子实现借壳上市，公司更名为“中国海防”；
- 2019年，海声科技、辽海装备、杰瑞科技、连云港杰瑞电子、青岛杰瑞自动化、中船永志股权注入中国海防，主要业务均为船用配套设备制造；

图27：中国海防子公司股权注入

公司名称	标的资产	交易对方	支付对价(百万元)	注入日期	持股比例	主营业务	2018营收	2019营收	2021营收
长城电子	100%股权	中船重工	1065	2017年	100%	船用配套设备制造	3	0.5	3
赛思科	30%股权	军民融合海洋防务产业投资	106	2017年	30%	技术开发	0.1	0.004	0.16
海声科技	51%股权	中船重工	1659	2019年	100%	船用配套设备制造	16	2.8	16
辽海装备	52%股权	中船重工	340	2019年	100%	船用配套设备制造	6	0.6	6
杰瑞科技	40%股权	中船投资	536	2019年	100%	船用配套设备制造	2	1.7	2
杰瑞科技	40%股权	国辰投	536	2019年	100%	船用配套设备制造	2	1.7	2
杰瑞科技	20%股权	杰瑞集团	268	2019年	100%	船用配套设备制造	2	1.7	2
连云港杰瑞电子	49%股权	杰瑞集团	1204	2019年	54%	船用配套设备制造	18	3.1	19
青岛杰瑞自动化	5%股权	中船投资	125	2019年	100%	船用配套设备制造	3	0.3	4
青岛杰瑞自动化	62%股权	716所	132	2019年	62%	船用配套设备制造	3	0.3	4
中船永志	49%股权	泰兴永志	23	2019年	49%	船用配套设备制造	0.4	0.1	0.5

图28：中国海防资产重组后股权结构及下属公司变更



资料来源：Wind，浙商证券研究所，浙商机械团队《国防军工：“十四五”有望迎来外延注入高峰——十大军工集团深度分析·系列报告》

资料来源：Wind，浙商证券研究所，浙商机械团队《国防军工：“十四五”有望迎来外延注入高峰——十大军工集团深度分析·系列报告》

重组后，中国海防业绩显著增长。公司业务实现大幅拓展，旗下子公司资产规模和盈利能力均稳步提升，进一步增厚上市公司利润。

图29：2019年中国海防收入显著增长

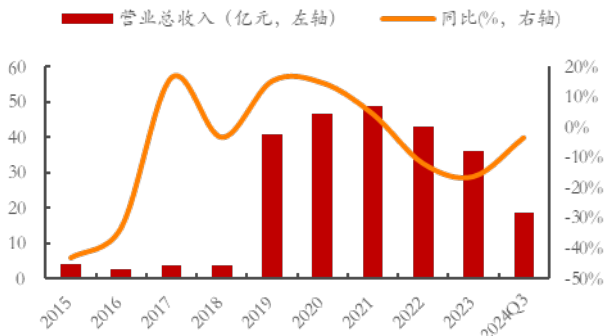
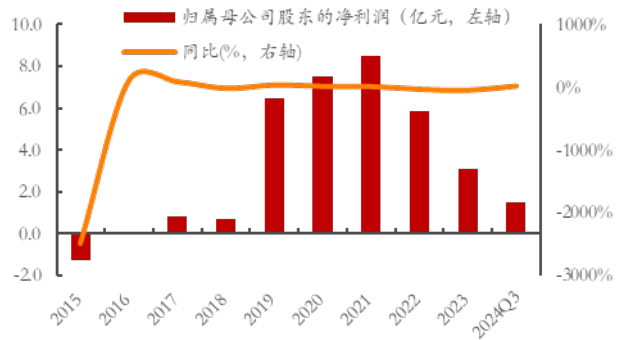


图30：2019年中国海防归母净利润显著增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

资料来源：Wind，浙商证券研究所

中国海防体外资产规模庞大，未来资产注入预期值得期待。中船集团旗下军用电子信息资产涵盖信息对抗、指挥控制与计算机、导航与通信3个板块，拥有6家企业以及12家科研院所。公司在电子信息传输、水声对抗/反对抗系统/海洋动力监测/海洋大数据探测等多个业务方面存在相关协同，有望整合中船集团多个水上水下业务板块，实现舰船电子信息板块业务整合，进一步提高集团效益以及公司在海军信息化产业的竞争力。

2.2.3 中国船舶：吸收合并中国重工，进行横向整合

当前全球船舶工业迎来复苏，全球造船完工量、新接订单量、手持订单量等指标持续改善提升，船舶制造企业迎来发展的关键机遇。国家相关部门相继颁布《加快建设交通强国五年行动计划（2023-2027年）》等行业相关政策，瞄准现代航运等重点目标，着眼我国船舶工业转型升级需求，全面推动船舶制造业高端化、绿色化、智能化、数字化、标准化发展，提升重大技术装备制造能力和质量水平。在此背景和形势下，我国核心造船企业发展迎来了由大向强的决胜期、深化改革的攻坚期、创新开拓的关键期。

中国船舶拟通过向中国重工全体股东发行 A 股股票的方式换股吸收合并中国重工。2024 年 9 月 18 日，中国船舶发布《中国船舶工业股份有限公司换股吸收合并中国船舶重工股份有限公司暨关联交易预案》筹划通过向中国重工全体股东发行 A 股股票的方式换股吸收合并中国重工。本次换股吸收合并中，1) 中国重工与中国船舶的换股比例为 1:0.1335（按照定价基准日前 120 个交易日的股票交易均价，中国船舶的换股价确定为 37.84 元/股，中国重工的换股价确定为 5.05 元/股）；2) 中国船舶异议股东收购请求权价格为 30.27 元/股（为换股吸收合并的定价基准日前 120 个交易日的中国船舶股票交易均价的 80%）。

图31：本次交易前后，中国船舶股东持股情况（单位：万股）

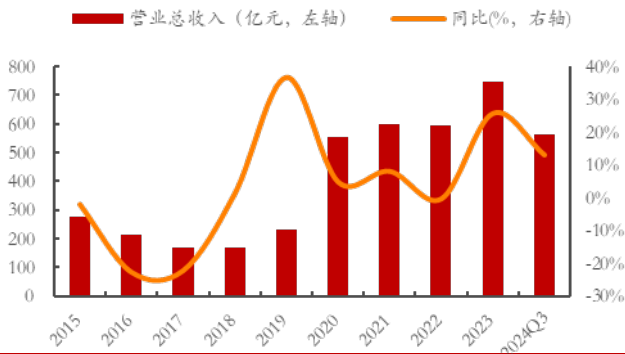
股东名称	本次换股吸收合并前		本次换股吸收合并后	
	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例
中船工业集团	198,882.87	44.47%	200,743.61	26.71%
中船防务	21,749.49	4.86%	21,749.49	2.89%
中船投资	4,855.88	1.09%	4,855.88	0.65%
中船重工集团	-	-	105,097.52	13.98%
大船投资	-	-	24,176.00	3.22%
渤海造船	-	-	6,832.97	0.91%
武船投资	-	-	6,495.78	0.86%
北海船厂	-	-	296.80	0.04%
上海衡拓	-	-	148.40	0.02%
海为高科	-	-	74.23	0.01%
中国船舶集团控股小计	225,488.24	50.42%	370,470.67	49.29%

股东名称	本次换股吸收合并前		本次换股吸收合并后	
	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例
其他股东	221,754.64	49.58%	381,179.38	50.71%
合计	447,242.88	100.00%	751,650.05	100.00%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

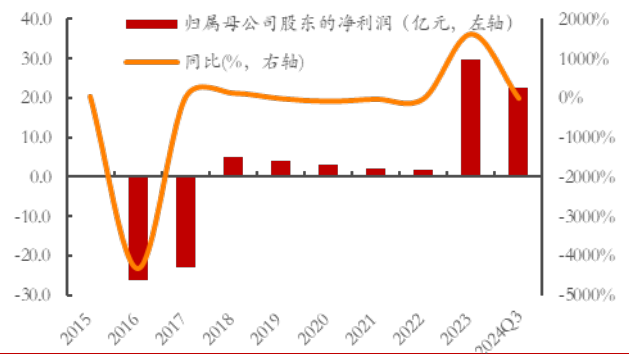
中国船舶是全球造船龙头，是中国船舶集团下属产能最大、产业链最全、技术实力最强船舶制造商。2024 年前三季度，中国船舶实现营收 562 亿元，归母净利润 23 亿元。2024H1 新接订单中，共承接民船订单 109 艘/856 万载重吨/684 亿元，吨位数同比增长 38%。公司发展的核心驱动：1) 行业景气上行，龙头企业率先承接优质订单，2) 供给紧张，船价走高促盈利改善，3) 看好集团下属公司资产整合、国企改革。

图32: 2015-2023 年中国船舶营业收入



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

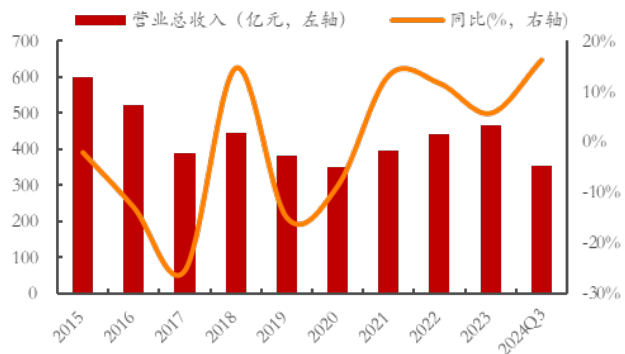
图33: 2015-2023 年中国船舶归母净利润



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

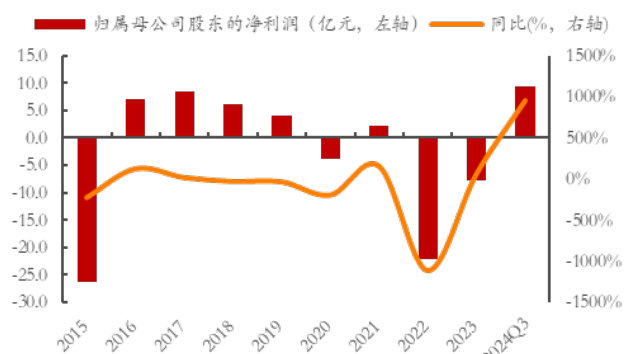
中国重工营收较为稳定，盈利能力逐渐改善。2024 年前三季度，公司实现营业收入 353 亿元，归母净利润 9.3 亿元。

图34: 2015-2023 年，中国重工收入较为稳定



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图35: 2023 年，中国重工实现归母净利润转正



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

中国船舶、中国重工业务重合度较高，重组打造船舶总装央企龙头，中国船舶有望受益于竞争格局改善、规模效应突显。2019 年中船工业集团和中船重工集团联合重组后，中国船舶、中国重工均为中国船舶集团控制的下属上市公司，在船舶制造、维修领域业务重合度较高，构成同业竞争。通过本次交易，中国船舶、中国重工下属船舶制造、船舶维修业务统一整合并入中国船舶，有利于规范同业竞争，进一步聚焦国家重大战略和兴装强军主责主业、加快船舶总装业务高质量发展、规范同业竞争、提升上市公司经营质量。

表6: 中国船舶、中国重工业务重合度较高，重组打造船舶总装央企龙头

公司名称	主营业务
竞买方 中国船舶	中国船舶聚焦船舶海工装备和海洋科技应用领域，主要业务包括造船业务(军、民)、修船业务、海洋工程及机电设备等，主要产品为军用舰船、集装箱船、散货船、液化气船、大型邮轮、军辅船、特种舰船、海工辅助船及其他机电设备等。
标的方 中国重工	中国重工主要从事舰船研发设计制造业务，涵盖海洋防务及海洋开发装备、海洋运输装备、深海装备及舰船修理改装、舰船配套及机电装备、战略新兴产业等，产品主要包括航空母舰、水面舰艇、常规动力潜艇、军辅船、公务执法装备等军品和散货船、集装箱船、油船、气体船、海工船、科考船等民品。

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2.2.4 中国船舶集团：平台整合势在必行

两船集团合并后下属上市平台整合势在必行，预计小体量公司优先注入，大体量公司逐步整合。中国船舶集团由原中船重工集团及中船工业集团自 2019 年合并形成，是世界最

大的船舶海洋装备制造制造商：主营海军装备、民用船舶及配套、非船舶装备、修船业、船用配套以及钢结构等非船业务。

图36：2015年以来中国船舶集团下属已进行资产注入公司详情（单位：亿元）

上市公司	中国船舶	中船科技	中船防务	中国动力	中国海防				
资产注入时间 注入状态	2020年 已完成	2016年 已完成	2022 进行中	2020年 已完成	2022 进行中	2017年 已完成	2019年 已完成		
注入标的	江南造船 100%、外高桥 造船36%、中 船澄西22%、 广船国际51%、 黄埔文冲31% 股权	海鹰集团 100%股权	中国海装100%、 凌久电气10%、 洛阳双瑞45%、 中船风电89%、 新疆海为100% 股权	黄埔文冲100%股权、 扬州科进相关造船 资产	武汉船机、中国船 柴少数股权（普通 股）；广瀚动力、 长海电推、武汉船 机、中国船柴、河 柴重工、陕柴重工、 重齿公司少数股权 （普通股/可转债）	中国船柴100%、 陕柴重工100%、 河柴重工100%、 中船动力集团 100%股权（向 新设子公司增 资）	长城电子100% 股权	海声科技100%、 辽海装备52%、 青岛杰瑞62%、 杰瑞控股100%、 杰瑞电子54%、 中船永志49% 股权。	
注入后主营业务	军民船舶维修、 海洋工程	舰船海洋配套 设备	风力发电设备、 风电场	船舶制造、船用配 套设备	舰船用发动机、海 工平台	全品类舰船发 动机	海洋电子信息	水声防务装备、 水下攻防	
置入资产评估值	374亿	21亿		55亿	101亿		11亿	68亿	
总资产	注入前	453亿	105亿	90亿	216亿	572亿	618亿	12亿	15亿
	注入后	1079亿	124亿		425亿	574亿		15亿	68亿
总收入	注入前	169亿	33亿	19亿	58亿	300亿	198亿	2.7亿	3.5亿
	注入后	409亿	37亿		158亿	300亿		3.1亿	35亿
净利润	注入前	4.9亿	0.6亿	0.8亿	(2.1)亿	13亿	5亿	0.07亿	0.7亿
	注入后	2.4亿	1.7亿		0.5亿	16亿		0.4亿	5.2亿

资料来源：Wind，浙商证券研究所，浙商机械团队《国防军工：“十四五”有望迎来外延注入高峰——十大军工集团深度分析·系列报告》

平台整合注入势在必行，“从小到大”稳健推进。集团资产计划分四个产业方向、打造十个产业板块，包括海洋装备产业（船舶与海工装备、动力装备、水中装备）、战略新兴产业（电子信息、新能源、新材料）、机电装备产业（交通运输、特种装备）、生产性现代服务业（军贸物流、金融服务）等产业格局，概括为四大领域、十大军民融合产业方向。

随着产业版块逐步明确，集团整体资本运作空间较大，从小体量公司为开端，多家上市平台有序整合，逐步剥离不良资产，整合解决同业竞争问题，并注入优良院所和科技类资产。多家上市公司有望从集团高科技类资产整合中获益，承接科研院所优质资产。

图37：中国船舶集团下属上市公司财务数据一览（单位：亿元）

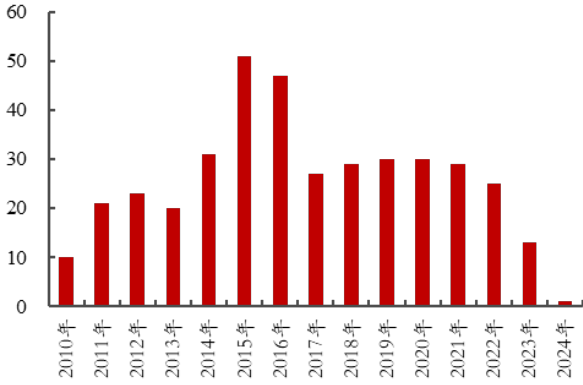
		2020年				2021年(单位:亿元)				ROE (%)
		收入	归母	总资产	净资产	收入	同比	归母	同比	
600072.SH	中船科技	19	1.4	79	43	24	29%	0.8	-44%	2
600685.SH	中船防务	116	36.6	443	187	117	1%	0.8	-98%	1
600150.SH	中国船舶	552	3.1	1,604	531	597	8%	2.1	-30%	0
300527.SZ	中船应急	18	0.8	44	29	17	-7%	0.7	-13%	2
600764.SH	中国海防	47	7.5	103	74	49	4%	8.5	13%	11
600482.SH	中国动力	270	5.4	620	370	282	4%	6.1	13%	2
601989.SH	中国重工	349	-4.8	1,801	861	395	13%	2.2	146%	0
300003.SZ	乐普医疗	80	18.0	207	123	107	33%	17.2	-5%	15
300516.SZ	久之洋	7	0.7	15	12	7	1%	0.8	15%	7

资料来源：Wind，浙商证券研究所，浙商机械团队《国防军工：“十四五”有望迎来外延注入高峰——十大军工集团深度分析·系列报告》

2.3 地方国企并购重组

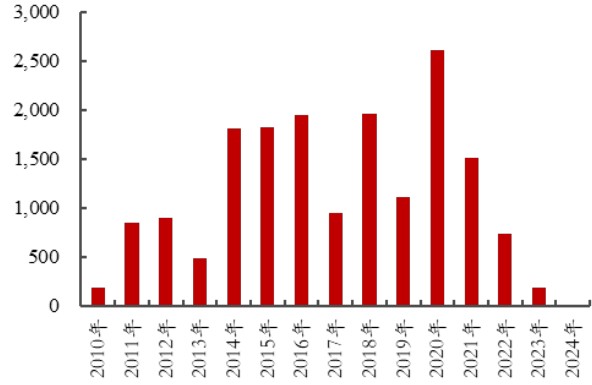
根据 wind 数据，2010 年以来地方国企完成的重大并购重组事件合计 387 件。其中 2015、2016 年并购重组事件数量达到高峰，2020 年交易额达到高峰。（统计范围为：参与方含地方国有企业，首次披露日期在 2010/01/01 日至 2024/11/11 日，最新进度为完成）。

图38： 2010/1/1-2024/11/11 地方国企并购重组事件数量



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图39： 2010/1/1-2024/11/11 地方国企并购重组事件交易额（亿元）

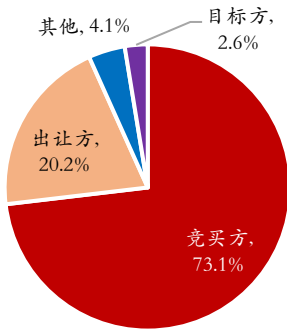


资料来源：Wind，浙商证券研究所

梳理 2010 年以来的地方国企并购重组案例，我们发现：

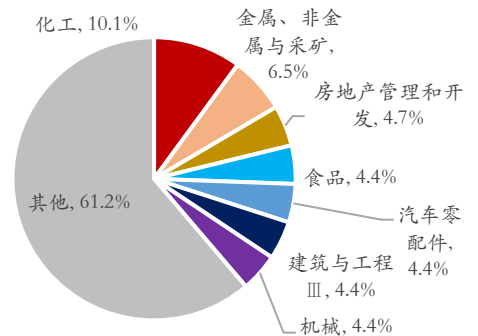
- 按参与角色划分，地方国企在并购重组事件中主要作为竞买方，占比为 73.1%；
- 按行业划分，并购重组数量行业 TOP3：化工，金属、非金属与采矿，房地产管理和开发，占比分别为 10.1%、6.5%、4.7%；

图40： 2010/1/1-2024/11/11 地方国企重组并购上市公司参与角色结构



资料来源：Wind，浙商证券研究所

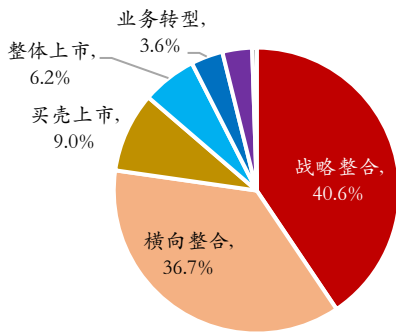
图41： 2010/1/1-2024/11/11 地方国企重组并购行业结构



资料来源：Wind，浙商证券研究所

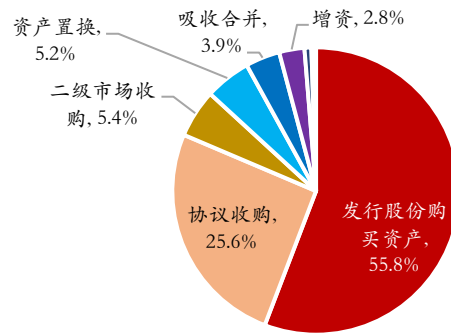
- 按并购重组目的划分，TOP3 分别为战略整合、横向整合、买壳上市，数量分别为 157、142、35 件，占比分别为 40.6%、36.7%、9.0%；
- 按并购重组形式划分，TOP3 分别为发行股份购买资产、协议收购、二级市场收购，数量分别为 216、99、21 件，占比分别为 55.8%、25.6%、5.4%；

图42: 2010/1/1-2024/11/11 地方国企重组并购目的结构



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图43: 2010/1/1-2024/11/11 地方国企重组并购形式结构



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.3.1 广东宏大: 政策鼓励行业, 进行横向整合

政策鼓励的民爆行业进行并购整合。与国外相比, 我国民爆企业一体化程度较低。

《民用爆炸物品行业技术发展方向及目标(2018年版)》要求民爆行业优化产业体系, 推动民爆生产、爆破服务与矿产资源开采、基础设施建设等有机衔接, 推进生产、销售、爆破作业一体化服务, 鼓励民爆企业延伸产业链, 完善一体化运行机制, 提升一体化运作水平。《“十四五”民用爆炸物品行业安全发展规划》提出“按照政府引导、企业自愿、市场化运作原则, 结合化解过剩产能和优化产业布局, 持续推动企业重组整合, 支持行业龙头企业实施跨地区、跨所有制重组整合, 支持民爆企业联优并强。对于龙头骨干企业及完成实质性重组整合、实施拆线撤点减证的企业给予政策支持, 促进市场要素向优势企业集中。”预计未来民爆生产企业一体化进程将进一步加快。

广东宏大拟以现金收购雪峰科技部分股权。2024年7月3日, 广东宏大发布重大资产购买预案, 拟以支付现金的方式向新疆农牧购买雪峰科技21%股权。本次交易完成后, 广东宏大将持有雪峰科技21.00%股权, 成为雪峰科技的控股股东。

广东宏大、雪峰科技同属于民爆行业, 本次交易有助于民爆行业资源整合。本次交易完成后, 广东宏大的民爆产品产能将得到较大提升。双方将在技术创新、规模生产等多方面实现资源优势互补, 通过扩大规模与竞争优势, 进一步巩固市场地位, 优化产能布局。

表7: 广东宏大、雪峰科技同属于民爆行业, 本次交易将实现民爆行业资源整合

公司名称	主营业务
竞买方 广东宏大	广东宏大以 矿山工程服务、民用爆破器材生产与销售、防务装备 为主要业务领域, 为客户提供民用爆破器材产品(含现场混装)、矿山基建剥离、矿井建设、整体爆破方案设计、爆破开采、矿物分装与运输等垂直化系列服务。经过多年的专业经营, 公司成功打造了以爆破技术为核心的“矿服民爆一体化”服务模式, 是我国整体爆破方案设计能力最强、爆破技术最先进、服务内容最齐全的矿服民爆一体化服务商之一。
标的方 雪峰科技	雪峰科技主要从事 工业炸药、工业雷管、工业索类火工品等民用爆炸物品 的研发、生产、销售(流通)、运输, 为客户提供爆破工程的整体解决方案等相关服务, 以及天然气管输服务与尿素、硝酸铵、三聚氰胺等化工产品的加工、生产与销售。公司是国内民爆行业中拥有武装守护押运民用爆炸物品资质的企业之一, 也是国内民爆行业一体化产业链较全的企业之一, 在全疆范围内公司是唯一硝酸铵、硝基复合肥生产企业、唯一从研发到产销数码电子雷管的民爆企业。

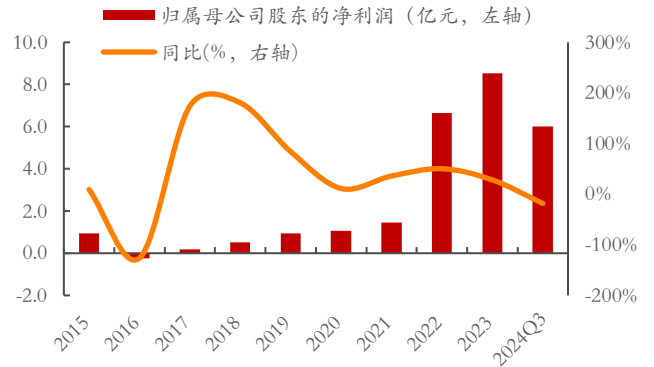
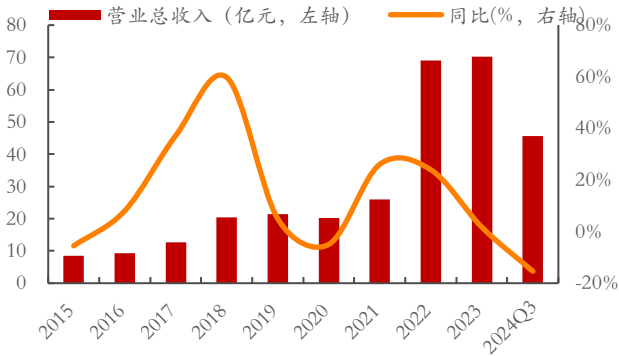
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

雪峰科技已形成“民爆+能化”双轮驱动格局, 爆破业务软实力强。雪峰科技2022年全资收购新疆玉象胡杨化工有限公司, 通过注入天然气化工循环经济产业链模式, “民爆+

能化”双轮驱动格局进一步夯实，形成了上游天然气管输+液化+深加工，中游民爆物品产销，下游爆破工程服务的产业链体系。公司目前已取得了矿山工程施工总承包一级资质，实现爆破业务软实力提升的重大突破，为今后服务特大型矿山提供了强大支撑。随着其年产20万吨多孔粒硝酸铵造粒塔、2万吨液体钙肥、12万吨/年天然气综合利用及安全储备调峰项目（二期）陆续投产，雪峰科技产品结构更加合理、产业链更加健全，可持续发展能力、市场竞争力、盈利能力得到有效提升。

图44：2015-2023年，雪峰科技收入 CAGR 达 30%

图45：2015-2023年，雪峰科技归母净利润 CAGR 达 32%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.3.2 合肥城建：市属国企专业化整合，协同发展

合肥城建拟以发行股份的方式并购安徽公共资源交易集团。2024年9月24日，合肥城建发布《合肥城建发展股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易预案》，拟通过发行股份的方式购买兴泰集团持有的安徽公共资源交易集团100%股权。本次交易完成后，安徽公共资源交易集团将成为上市公司的全资子公司。

合肥兴泰、合肥城建的实控人均均为合肥国资委，本次交易是合肥国资委、兴泰集团响应落实深化国资国企改革、提高上市公司质量相关政策部署的重要措施。将兴泰集团下属优质资产注入上市公司，优化国有资产布局，并借助合肥城建上市公司平台全面提升标的公司的市场化、规范化运营水平。优质资产的注入也为合肥城建带来了新的增长点，有利于推动其高质量发展。

表8：合肥城建并购安徽公共资源交易集团，实现协同发展

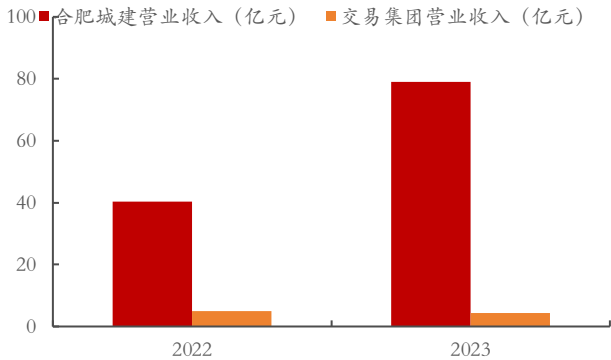
公司名称	主营业务
竞买方 合肥城建	主营业务为房地产开发，专注于住宅地产、商业地产及写字楼和工业地产的开发建设，项目辐射安徽合肥、巢湖、肥东、肥西、庐江、舒城、淮南、滁州、蚌埠、宣城、广德、海南三亚、江苏南京等地。
标的方 交易集团	交易集团成立于2015年10月，深耕交易服务领域，主营业务涵盖招标代理业务、招标增值服务、产权交易服务等业务，为客户提供专业服务，服务对象主要包括行政机关、事业单位、国有企业在内的各类市场主体。自成立以来，

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

交易集团在公共资源交易领域具有广泛的**品牌认知度和良好的品牌知名度**。交易集团作为合肥市国资委下属企业，专注于交易服务领域，系安徽省公共资源交易协会会长单位，并在中国土木工程学会建筑市场与招标投标研究分会、安徽省招标采购协会、安徽省建筑工程招标投标协会等多个行业协会担任副理事长单位。经过多年的发展与积累，交易集团完成了较多大型项目、重点项目，具有广泛的**品牌认知度和良好的品牌知名度**，荣获

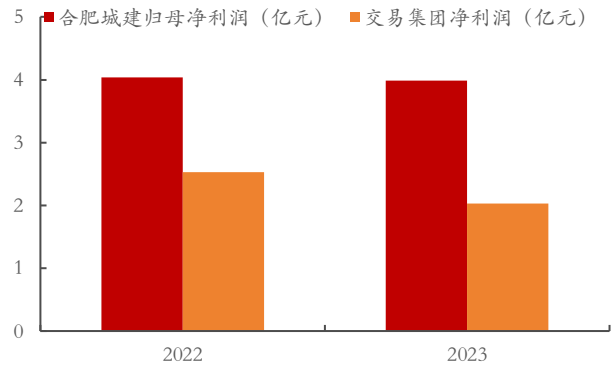
“国内公共资源交易领域最具影响力企业”“工程招标代理机构 AAA 级信用企业”“全国公共资源交易领域改革创新领军企业”等多项荣誉。

图46: 2022-2023 年, 交易集团营业收入超 4 亿元



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图47: 2022-2023 年, 交易集团净利润超 2 亿元



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2.3.3 上海电气: 围绕战略性新兴产业进行跨行业并购

政策支持上市公司向新质生产力方向转型升级, 围绕战略性新兴产业、未来产业等提前布局开展并购。《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》中提到, “支持上市公司向新质生产力方向转型升级, 鼓励上市公司加强产业整合”。

上海电气拟以现金并购宁笙实业。2024 年 10 月 18 日, 上海电气发布关于全资子公司收购股权的关联交易公告, 其全资子公司自动化集团拟以现金方式收购电气控股持有的宁笙实业 100% 股权。收购前, 上海电气控股分别持有上海电气 49.78% 股权, 持有宁笙实业 100% 股权, 是同一实控人旗下的资产整合。

本次交易有助于上海电气构筑在机器人赛道的差异化竞争优势。上海电气自动化集团的主营业务为自动化、智能化等新兴产业, 重点面向锂电池、航空、光伏、汽车制造等市场, 为客户提供自动化整线解决方案。宁笙实业的核心资产为发那科机器人, 主要产品为工业机器人以及工厂自动化解决方案。

上海电气积极布局特种机器人和智能机器人产品研制, 实现与发那科机器人在运动控制及机器人集成应用技术优势的充分结合, 共同构建双方在自动化领域的竞争优势。双方将进一步聚焦高端装备、能源、安防、国防等优势应用领域, 协同创新研发新一代智能机器人产品, 构筑上海电气在智能机器人赛道的差异化竞争优势, 助力新一轮转型发展。

表9: 本次交易有助于上海电气构筑在机器人赛道的差异化竞争优势

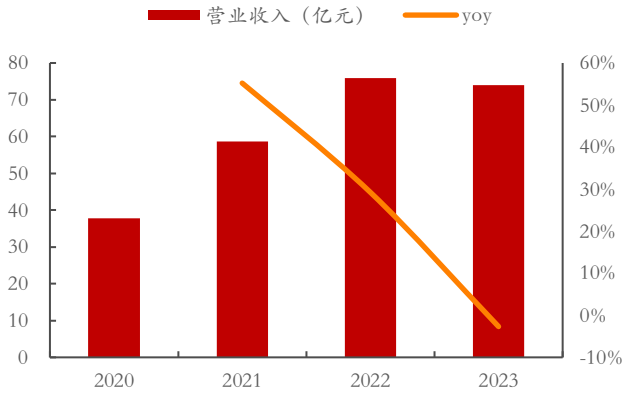
公司名称		主营业务
竞买方	自动化集团	主营业务为自动化、智能化等新兴产业, 重点聚焦智能制造、智慧交通、城市数智化三大业务领域。自动化集团以产品为基础、技术集成为方向, 重点面向锂电池、航空、光伏、汽车制造等市场, 为客户提供自动化整线解决方案。
标的方	宁笙实业	工业机器人相关业务的持股管理平台, 持有发那科机器人 50% 股权和发那科国贸 25% 股权。发那科机器人为日本发那科和宁笙实业分别持有 50% 股权的合营企业, 主要产品为工业机器人以及工厂自动化解决方案; 发那科国贸为发那科机器人的合营企业 (发那科机器人和宁笙实业分别持有发那科国贸 50% 和 25% 股权), 主要从事工业机器人产品的国际贸易和转口贸易业务。

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

宁笙实业核心资产发那科机器人盈利能力良好。2020-2022 年发那科机器人的营收、利润快速增长。自 2020 年以来, 随着国内各行业对于智能制造进程的持续推进, 工业机器人

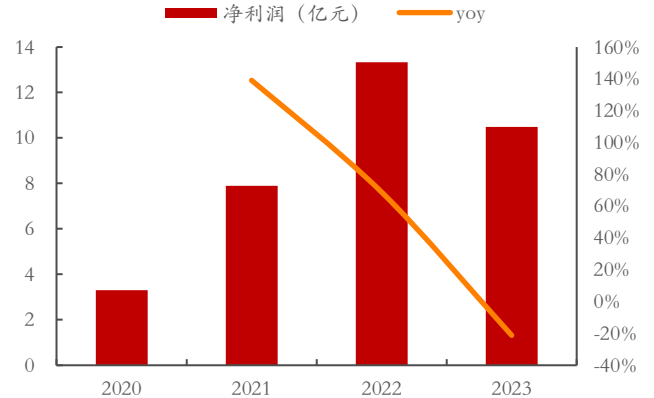
人市场需求增幅明显，发那科机器人基于产品优势积极开拓市场，同时受到日元汇率下行影响，有效降低了部分海外零部件的采购成本，增厚了净利润水平。自 2023 年开始，国内工业机器人行业竞争态势持续加剧，市场进入到存量优化阶段，发那科机器人为更好的应对市场变化，部分产品采取了具备市场竞争力的定价和市场策略，盈利水平较 2022 年度有所下滑。

图48：发那科 2020-2022 年营业收入持续增长，2023 年微降



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图49：发那科 2020-2022 年净利润持续增长，2023 年下滑



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.3.4 地方国企标的梳理

我们希望筛选出在增长放缓的公司同一实控人旗下、同一行业内的地方国有资产，通过对已上市的地方国企的财务数据进行筛选，筛选标准为：1) 公司营收增长较慢。2022 年、2023 年、2024 年前三季度收入均同比下滑；2) 同产业链内兄弟公司。实控人旗下有其他申万二级行业相同的上市公司。最终，筛选出 23 家符合以上标准的公司及其兄弟公司 32 家。

表10：地方国企标的梳理（注：红色为符合筛选标准的标的，黑色为其兄弟公司）

代码	简称	申万二级行业	实控人	2022 年 收入增 长率	2023 年 收入增 长率	2024 年前三季 度收入增长率	现金及等 价物/市值	PB_LF
873806.BJ	云星宇	IT 服务 II	北京市国资委	-13%	-8%	-20%	10%	3.9
300895.SZ	铜牛信息	IT 服务 II	北京市国资委	47%	-37%	-20%	3%	5.8
601588.SH	北辰实业	房地产开发	北京市国资委	-41%	21%	-55%	108%	0.6
600376.SH	首开股份	房地产开发	北京市国资委	-29%	0%	-56%	169%	0.6
600683.SH	京投发展	房地产开发	北京市国资委	-18%	92%	-89%	55%	4.6
600266.SH	城建发展	房地产开发	北京市国资委	2%	-17%	-27%	77%	0.6
600791.SH	京能置业	房地产开发	北京市国资委	190%	-27%	36%	117%	3.1
600008.SH	首创环保	环境治理	北京市国资委	-3%	-4%	-2%	18%	1.2
300958.SZ	建工修复	环境治理	北京市国资委	17%	-2%	-23%	11%	1.5
601992.SH	金隅集团	水泥	北京市国资委	-17%	5%	6%	56%	0.5
000401.SZ	冀东水泥	水泥	北京市国资委	-5%	-18%	-17%	42%	0.6
600159.SH	大龙地产	房地产开发	北京市顺义区国资委	-49%	-18%	4%	13%	1.2
600463.SH	空港股份	房地产开发	北京市顺义区国资委	-36%	-21%	-38%	1%	3.8
002217.SZ	*ST 合泰	光学光电子	福建省国资委	-27%	-61%	-75%	2%	-1.0
000536.SZ	华映科技	光学光电子	福建省国资委	-22%	-38%	63%	2%	12.0
600739.SH	辽宁成大	生物制品	辽宁省国资委	-21%	-26%	7%	36%	0.6

表10: 地方国企标的梳理 (注: 红色为符合筛选标准的标的, 黑色为其兄弟公司)

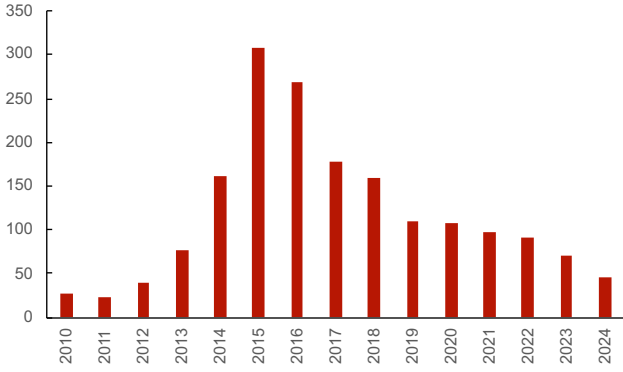
688739.SH	成大生物	生物制品	辽宁省国资委	-13%	-4%	-2%	36%	1.3
601001.SH	晋控煤业	煤炭开采	山西省国资委	-12%	-5%	0%	65%	1.4
600348.SH	华阳股份	煤炭开采	山西省国资委	-8%	-19%	-14%	32%	1.0
600546.SH	山煤国际	煤炭开采	山西省国资委	-3%	-19%	-24%	25%	1.6
601699.SH	潞安环能	煤炭开采	山西省国资委	20%	-21%	-19%	46%	1.0
000983.SZ	山西焦煤	煤炭开采	山西省国资委	20%	-15%	-19%	24%	1.3
601568.SH	北元集团	化学原料	陕西省国资委	-4%	-13%	-10%	25%	1.5
002109.SZ	兴化股份	化学原料	陕西省国资委	15%	10%	0%	34%	0.9
600841.SH	动力新科	汽车零部件	上海汽车工业(集团)有限公司	-59%	-13%	-20%	53%	1.9
600741.SH	华域汽车	汽车零部件	上海汽车工业(集团)有限公司	13%	7%	-2%	59%	0.9
600675.SH	中华企业	房地产开发	上海市国资委	-73%	415%	-82%	74%	1.4
600748.SH	上实发展	房地产开发	上海市国资委	-48%	88%	-68%	38%	0.7
600708.SH	光明地产	房地产开发	上海市国资委	-36%	-48%	-42%	68%	0.7
600649.SH	城投控股	房地产开发	上海市国资委	-8%	-70%	-34%	66%	0.7
600822.SH	上海物贸	汽车服务	上海市国资委	-24%	57%	-22%	16%	4.5
600676.SH	交运股份	汽车服务	上海市国资委	-21%	-13%	-21%	54%	0.9
600650.SH	锦江在线	铁路公路	上海市国资委	-23%	-8%	-10%	21%	2.0
600834.SH	申通地铁	铁路公路	上海市国资委	-2%	17%	1%	6%	2.8
600773.SH	西藏城投	房地产开发	上海市静安区国资委	-2%	-2%	-84%	7%	2.9
600604.SH	市北高新	房地产开发	上海市静安区国资委	13%	-19%	-4%	8%	1.6
000029.SZ	深深房A	房地产开发	深圳市国资委	-52%	-16%	-41%	0%	4.7
000011.SZ	深物业A	房地产开发	深圳市国资委	-24%	-20%	-46%	0%	1.4
000090.SZ	天健集团	房地产开发	深圳市国资委	14%	2%	-48%	0%	0.7
000014.SZ	沙河股份	房地产开发	深圳市国资委	19%	82%	-74%	0%	1.8
000006.SZ	深振业A	房地产开发	深圳市国资委	20%	-24%	482%	20%	2.0
300675.SZ	建科院	工程咨询服务II	深圳市国资委	-6%	-12%	-6%	0%	4.2
301038.SZ	深水规院	工程咨询服务II	深圳市国资委	0%	-17%	37%	0%	4.6
301091.SZ	深城交	工程咨询服务II	深圳市国资委	6%	16%	-12%	0%	10.3
000155.SZ	川能动力	电力	四川省国资委	-22%	-13%	-7%	0%	2.3
002480.SZ	新筑股份	电力	四川省国资委	-4%	52%	39%	0%	3.4
600674.SH	川投能源	电力	四川省国资委	12%	4%	6%	0%	2.0
000501.SZ	武商集团	一般零售	武汉市国资委	-11%	13%	-6%	0%	0.6
000759.SZ	中百集团	一般零售	武汉市国资委	-1%	-5%	-12%	0%	1.4
000960.SZ	锡业股份	小金属	云南省国资委	-3%	-19%	-13%	0%	1.4
600459.SH	贵研铂业	小金属	云南省国资委	8%	11%	5%	0%	1.7

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.4 民营上市公司并购重组概况

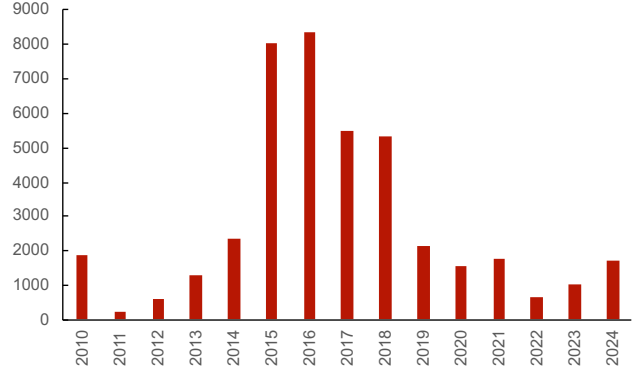
民营企业并购重组数量较多, 交易金额较小。根据 wind 数据, 2010 年以来, 民营企业完成的并购重组事件合计 1764 件 (统计范围为: 参与方含民营企业, 首次披露日期在 2010/01/01 日至 2024/11/11 日, 最新进度为完成)。2015 年达到高峰为 309 件, 交易金额在 2016 年达到高峰 8378 亿元, 随后并购活跃度不断下降。

图50: 2010/1/1-2024/11/11 民营企业并购重组事件数量



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

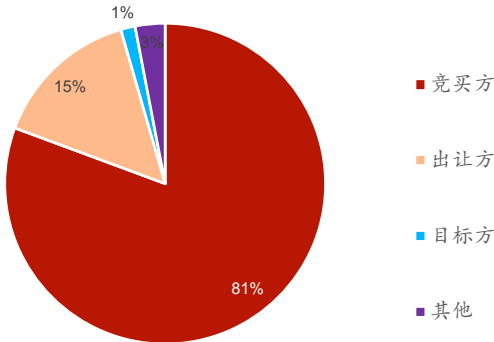
图51: 2010/1/1-2024/11/11 民营企业并购重组事件交易额(亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

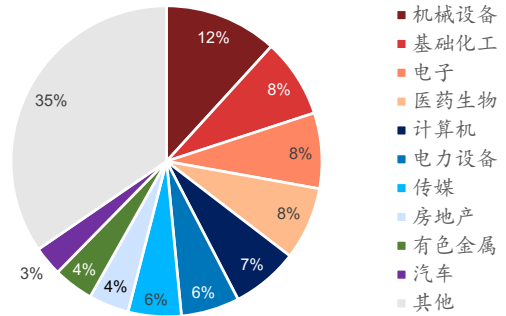
- 从参与角色来看, 民营企业作为竞买方的占比为 81%, 略高于央企的 76%和地方国企的 73%; 作为出让方的占比为 15%。
- 从行业来看, 机械设备、基础化工、电子、医药生物、计算机等是并购重组活跃的主要行业, 前五大行业占比合计达到 42%。

图52: 2010/1/1-2024/11/11 民营企业重组并购上市公司参与角色结构



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

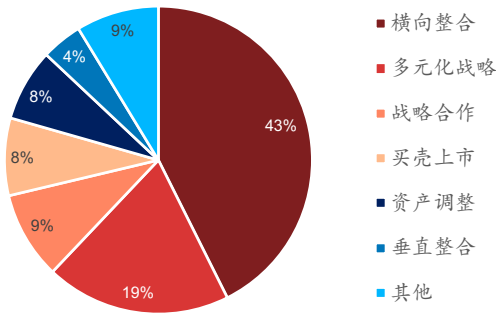
图53: 2010/1/1-2024/11/11 民营企业重组并购行业结构



资料来源: 浙商证券研究所

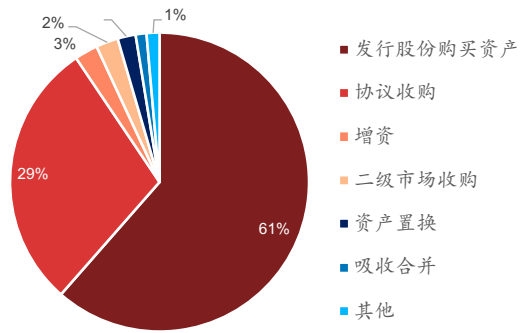
- 从目的来看, 横向整合、多元化战略、战略合作等占比较大, 分别为 43%、19%、9%; 以资产交易为导向的买壳上市、资产调整等占比都约为 8%;
- 从重组形式来看, 发行股份购买资产和协议收购占主导, 占比分别为 61%、29%, 合计占了 90%; 其他形式重组案例占比较低。

图54: 2010/1/1-2024/11/11 民营企业重组并购目的结构



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图55: 2010/1/1-2024/11/11 民营企业重组并购形式结构



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

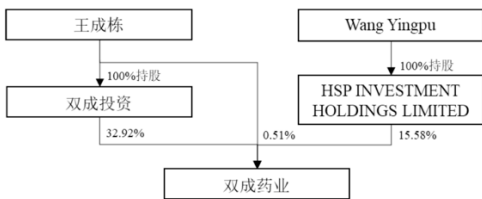
2.4.1 双成药业: 拟收购奥拉半导体, 从医药到芯片的业务转型

2024年9月11日, 双成药业发布公告, 拟通过发行股份及支付现金的方式, 收购奥拉股份100%股份, 实现业务全面转型, 进入芯片领域。

在本次交易中, 收购方双成药业和标的奥拉股份的实控人均均为王成栋与 WANG YINGPU (父子关系), 为同一实控人下优质资产整合。

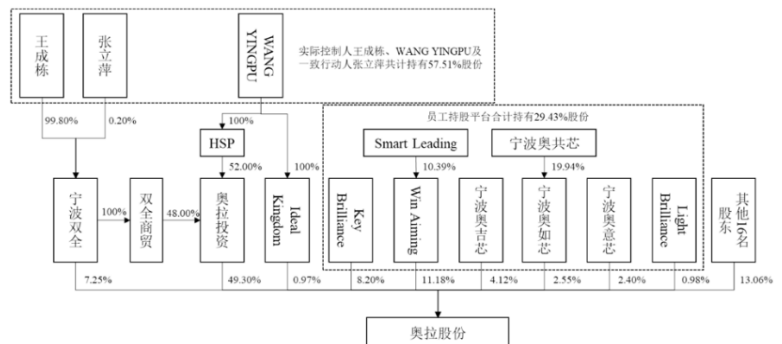
- 双成药业: 王成栋先生直接持有公司0.51%股份, 并通过双成投资间接控制公司32.92%股份。WANG YINGPU 通过 HSP INVESTMENT HOLDINGS LIMITED 间接控制公司15.58%股份。王成栋与 WANG YINGPU 系父子关系, 两人合计控制公司49.01%股份, 共同为公司实际控制人。
- 奥拉股份: WANG YINGPU 通过奥拉投资、Ideal Kingdom 间接控制公司50.27%股份, 王成栋通过宁波双全间接控制7.25%股份, 两人合计控制公司57.51%股权。

图56: 双成药业股权结构(截至2024年9月)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图57: 奥拉股份股权结构(截至2024年9月)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

双成药业主要从事化学合成多肽药品的研发、生产和销售, 主要产品包括注射用生长抑素、注射用胸腺法新、注射用胸腺五肽等。

奥拉股份专注于以时钟芯片为主的模拟芯片及数模混合芯片的研发、生产及销售, 公司在全球去抖时钟芯片市场份额约10%。公司已陆续进入中兴通讯、锐捷网络、华勤技术、新华三、中国长城、诺基亚等国内外知名厂商的供应链体系。公司是国内少有能与Skyworks、瑞萨电子、TI、微芯科技等同行全球知名公司在高性能去抖时钟芯片领域直接竞争的芯片设计企业。

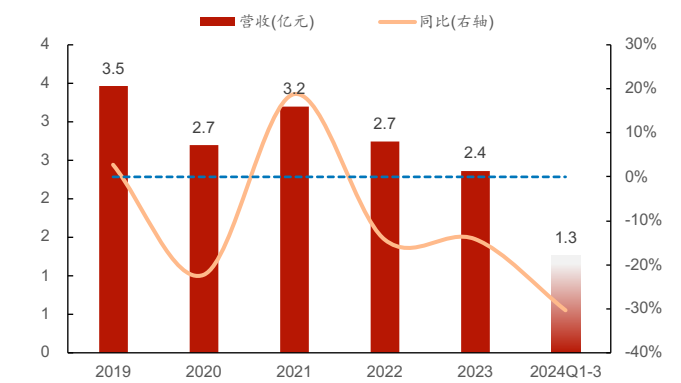
表11: 双成药业收购奥拉股份, 切入芯片行业

公司名称	主营业务
竞买方 双成药业	公司成立于2000年, 位于海南省海口市。公司属于医药生物行业, 主营业务涵盖药品注射剂、固体制剂、原料药的研发、生产、销售, 主要产品包括注射用生长抑素、注射用胸腺法新、注射用胸腺五肽等。
标的方 奥拉股份	公司成立于2018年, 位于浙江省宁波市。公司主要从事模拟芯片及数模混合芯片的研发、设计和销售业务, 产品线包含时钟芯片、电源管理芯片、传感器芯片、射频芯片四大类。

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

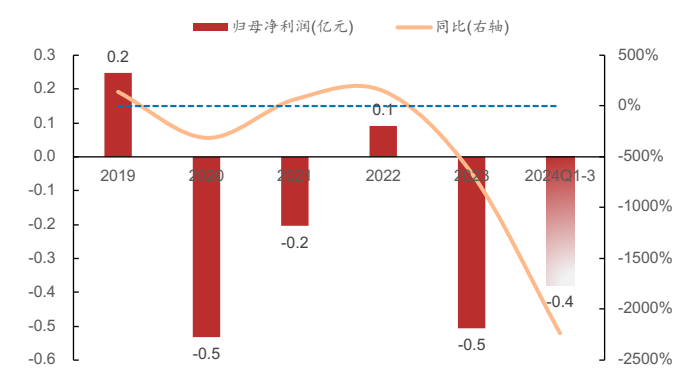
双成药业业绩持续下滑。公司营收规模整体呈下滑趋势, 2019-2023年复合增长率为-9.2%, 2024年前三季度营收1.3亿元, 同比减少30%; 2023年亏损0.5亿元, 2024年前三季度亏损0.38亿元, 亏损幅度同比扩大0.36亿元。

图58: 双成药业营收规模及增长情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

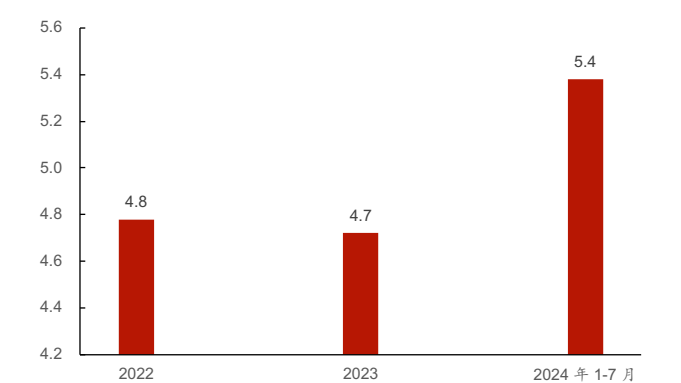
图59: 双成药业归母净利润及增长情况



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

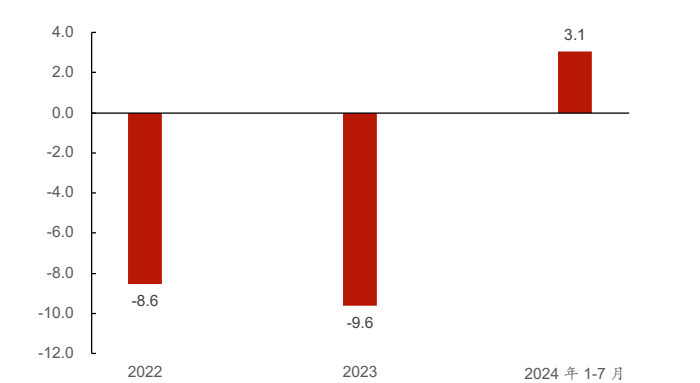
奥拉股份2024年营收大幅增长, 扭亏为盈。2024年1-7月, 公司实现营收5.4亿元, 远超2023年全年水平, 同时盈利3.1亿元, 实现扭亏为盈。资产负债方面, 截至2024年7月, 资产合计9.5亿元, 负债1.3亿元。

图60: 奥拉股份营收规模(亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图61: 奥拉股份归母净利润(亿元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

双成药业通过并购重组进入芯片领域, 显著提升规模与盈利水平。通过此次并购, 双成药业将实现重大战略转型, 从医药领域跨入模拟芯片及数模混合芯片设计领域, 并显著提升公司营收规模与盈利能力, 开辟了新的利润增长点, 提升了上市公司经营质量。

2.4.2 赛力斯：拟收购龙盛新能源，强化“链主+优质配套”定位、引入地方国资股东

2024年10月11日，公司发布《赛力斯发行股份购买资产报告书(草案)》，拟通过发行股份，收购龙盛新能源100%股份，交易价格81.6亿元。本次交易为赛力斯向重庆产业母基金、两江投资集团、两江产业集团发行股份，收购其下的龙盛新能源。

- **赛力斯向交易对方支付股权：**本次发行股份的发行对象为重庆产业母基金、两江投资集团、两江产业集团。股份发行价格为66.39元/股，发行的股票数量总计为1.23亿股，占本次发行股份购买资产后公司总股本的7.53%。
- **赛力斯实控人未发生变化：**本次交易前，赛力斯实控人为张兴海先生。本次交易完成后，赛力斯的控股股东仍为小康控股，实际控制人仍为张兴海，控制权和实际控制人不会发生变化。

图62：赛力斯股权结构(截至2024年10月)

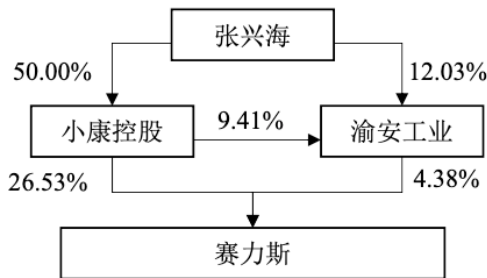
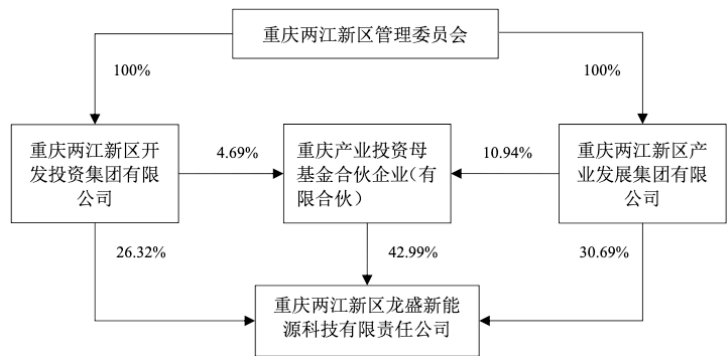


图63：龙盛新能源股权结构(截至2024年10月)



资料来源：公司公告、浙商证券研究所

资料来源：公司公告、浙商证券研究所

龙盛新能源是新能源车生产制造超级工厂。据《赛力斯发行股份购买资产报告书(草案)》，龙盛新能源定位于服务新能源汽车生产制造，是两江新区龙兴新城智能网联新能源汽车产业园基础设施配套项目的实施主体，主要资产为生产新能源汽车所需的土地、房产、基础设施及相关配套设施，打造了智能电动汽车工厂。

- **高效的生产效率：**具备平台化、柔性化、透明化的生产线，构建IOT物联网平台以及数字孪生工厂，可匹配生产新能源SUV、轿车、MPV等不同车型。
- **智能制造能力突出。**超级工厂采用“四位一体”智能制造架构，可实现超3,000台机器人智能协同，实现关键工序100%自动化；
- **全周期的智能质量管理体系。**运用质量自动化测试技术，实现100%质量监测追溯。把控冲压、喷涂环节，保证下线车辆高品质。

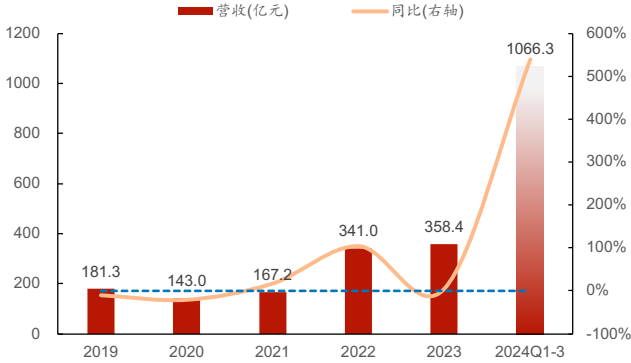
表12：赛力斯收购龙盛新能源，获得超级工厂所有权

公司名称	主营业务
竞买方 赛力斯	公司成立于2007年，位于重庆市，是国家级专精特新企业，实际控制人是张兴海。公司属于汽车行业，业务涉及新能源汽车及核心三电等产品的研发、制造、销售及服务，产品包括新能源汽车、燃油车等。
标的方 龙盛新能源	公司成立于2022年，位于重庆市，无控股股东和实际控制人。公司主营业务是对外提供新能源汽车工厂的生产性租赁服务，公司的超级工厂主要用于生产AITO、问界M9系列等新能源汽车产品。

资料来源：Wind、公司公告、浙商证券研究所

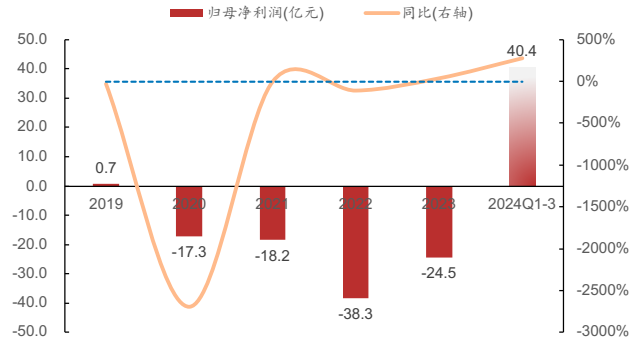
赛力斯业绩实现大跃升。2023 年公司实现营收、归母净利润分别为 358 亿元、-24.5 亿元；2024 年前三季度，公司营收 1066 亿元，同比增长 539%，归母净利润 40.4 亿元，扭亏为盈。

图64: 赛力斯营收规模及增长情况



资料来源: Wind、浙商证券研究所

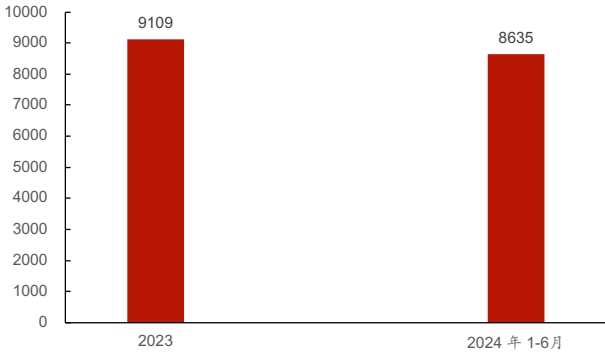
图65: 赛力斯归母净利润及增长情况



资料来源: Wind、浙商证券研究所

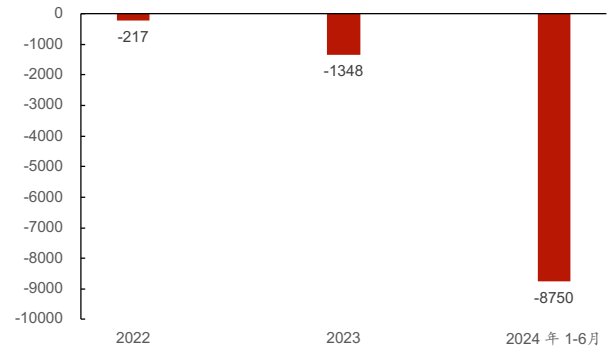
龙盛新能源公司成立时间尚短，且超级工厂的建设规模大，基建、土地使用权和设备等投入较多，因此折旧摊销金额较大。据《赛力斯发行股份购买资产报告书(草案)》，龙盛新能源 2023 年营收 9109 万元，净利润亏损 1348 万元。

图66: 龙盛新能源营收规模(万元)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

图67: 龙盛新能源净利润(万元)



资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

强化“链主+优质配套”的发展思路。据《赛力斯发行股份购买资产报告书(草案)》，本次收购后，龙盛新能源将成为公司的全资子公司，公司将获得超级工厂的所有权，保障公司产品生产端安全稳定、自主可控，提高公司重要业务的资产完整性和控制力。公司领先的智能电动汽车技术科技创新，将紧密协同超级工厂智能制造产业创新。赛力斯强化“链主+优质配套”定位，实现产业链资源整合，地方国资成为公司重要股东。

表13: 公司重组目围绕战略合作，提升长期发展质量

重组目的	主要内容
产业链资源整合	通过本次重组整合资源，公司能够获得超级工厂的所有权，增强生产经营稳定性，充分、稳定发挥新能源整车链主作用
提升管理效率	公司现有的产线布局限制了产品向高端化、智能化方向持续演变升级。本次收购有助于提升公司新质生产力，满足长期高质量发展需求，持续转型升级
改善财务质量	一方面能大幅增厚上市公司净资产规模，另一方面，公司无需另外支付租金，减少每年经营性现金流出
引入地方国资股东	本次交易完成后，地方国资股东将成为公司的重要投资者，进一步体现国有资本对重庆市智能电动汽车代表性企业的重点支持，为公司做好领军链主企业带头作用赋能，为后续供应链完善、产业资源协同奠定有利条件

资料来源: 公司公告、浙商证券研究所

3 风险提示

政策调整风险。并购重组受相关政策法规影响较为明显，今年以来，证监会、交易所等推出了关于促进并购重组发展的相关法规，但若未来政策法规出现调整，则可能对并购重组的推进产生较大影响。

并购重组进展过程风险。并购重组事件公告后，还需要监管机构审批、所有参与方的评估与决策等，过程中存在较大不确定性。

并购重组整合效果不及预期风险。并购重组完成后，双方在业务、人员、资产等各方面的整合效果尚需要跟踪观察，实际效果存在不确定性。

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>