

全资收购案例激增

新三板渐成A股公司并购热土

□本报记者 戴小河



CFP图片 制图/尹建

8日发布的《“十三五”国家科技创新规划》提出，支持创新创业企业进入资本市场融资，完善企业兼并重组机制，鼓励发展多种形式的并购融资；强化全国中小企业股份转让系统的融资、并购、交易等功能。

广证恒生总经理袁季认为，近两年来传统行业中的A股上市公司转型压力与日俱增。在此背景下，新三板逐渐成为A股上市公司开展并购的热土。2016年以来，已有9起A股公司全资收购新三板挂牌公司的案例。标的的信息透明、增长态势良好、估值相对较低是吸引A股公司并购新三板企业的重要原因。

全资收购逐年递增

Choice数据显示，A股上市公司收购新三板挂牌公司股权的案例呈逐年递增之势。

具体而言，2014年共有49起；2015年达到79起；2016年以来，截至8月9日，一共有44起。

主板公司布局新三板挂牌公司时，参股为主要模式。上市公司处于资本市场食物链的“高阶”层面，其资本运作一般为控股或全资收购，为何对新三板挂牌企业偏爱用参股的方式？

广证恒生新三板研究团队负责人赵巧敏告诉

中国证券报记者，主要缘于两个原因：其一，对于优秀的新三板挂牌企业来说，其控股股东不会轻易放弃控股地位。况且新三板的分层政策已经明朗，挂牌企业在新三板市场能获得更好的发展机会。其二，对于主板公司来说，参股投资模式能降低整合风险。

需要引起注意的是，有34起案例收购的是100%股权。其中，2013年以前有5起，2014年有9起，2015年有11起；进入2016年以来，截至8月9日有9

起。从数量上看，A股公司收购新三板挂牌公司100%股权的趋势逐年增强。

8月2日，南洋股份发布公告，拟斥资57.5亿元收购天融信股份100%股权，并募集配套资金21.2亿元。同日，三七互娱亦宣布拟以12亿元的价格购买中汇影视100%股权。7月16日，楚天高速公告称，拟作价12.6亿元收购三木智能100%股权。不到半个月，A股上市公司拟收购新三板挂牌公司及配套募资的规模就突破了100亿元。

“现金+股份”收购占主流

该模式之所以流行，主要在于单纯的现金支付及股权支付都有明显缺陷。

“单纯的现金收购，从操作流程来讲，手续较为简单，审核流程较短，简单迅速。同时，也不会改变标的方的资本结构，标的方原有股东的股权不会被稀释。但使用现金支付也有其缺点，对于上市公司来说，现金支付是一项沉重的即时现金负担，可能会挤占其日常营运资金，要求其有足够的筹资能力。”赵巧敏告诉中国证券报记者。

“如果全部使用股权支付，优点在于收购方

不受筹资能力的制约，现金压力较小；收购后，标的企业的由收购方与标的方共同控制，标的方股东参与标的公司的经营；可使标的方与收购方共同承担估值下降风险。”赵巧敏表示，但股权支付会改变公司的资本结构，稀释收购方股东对公司的控制权。

因此，“股份+现金”的方式才得以脱颖而出。这类组合可以规避上述两种方式的缺陷，既可减轻收购方的现金压力，也可以防止收购方原有股东的股权被稀释，甚至发生控制权转移。

并购提振A股公司业绩

目前，A股公司收购新三板挂牌公司的支付方式主要有现金支付、股权支付和组合支付，常见的组合支付包括股份与现金、现金与承担债务、现金与认股权证等。Choice数据显示，在34例100%股权收购事件中，有24例采取发行股份及支付现金相结合的方式，占比为70.59%，成为主流形式；现金支付、发行股份的案例分别有8起和2起，各占23.53%和5.88%。

由上述数据可以看出，“股份+现金”的方式是A股公司收购新三板企业案例中较为常见的形式。

该模式之所以流行，主要在于单纯的现金支付及股权支付都有明显缺陷。

“单纯的现金收购，从操作流程来讲，手续较为简单，审核流程较短，简单迅速。同时，也不会改变标的方的资本结构，标的方原有股东的股权不会被稀释。但使用现金支付也有其缺点，对于上市公司来说，现金支付是一项沉重的即时现金负担，可能会挤占其日常营运资金，要求其有足够的筹资能力。”赵巧敏告诉中国证券报记者。

“如果全部使用股权支付，优点在于收购方

不受筹资能力的制约，现金压力较小；收购后，标的企业的由收购方与标的方共同控制，标的方股东参与标的公司的经营；可使标的方与收购方共同承担估值下降风险。”赵巧敏表示，但股权支付会改变公司的资本结构，稀释收购方股东对公司的控制权。

因此，“股份+现金”的方式才得以脱颖而出。这类组合可以规避上述两种方式的缺陷，既可减轻收购方的现金压力，也可以防止收购方原有股东的股权被稀释，甚至发生控制权转移。

多元化的战略布局。2015年4月，天华超净发行股份及支付现金购买宇寿医疗100%股份。2015年12月完成标的资产过户手续。天华超净营业收入4.6亿元，较上年同期增长17.94%；净利润4707.15万元，较上年同期增长13.04%。其中，宇寿医疗营业收入1.7亿元，占上市公司营业收入的37.26%；扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润为2757.25万元，占上市公司扣非后净利润的58.58%。

“这两个案例充分说明，A股公司可以通过收

购新三板挂牌公司实现业绩快速增长。”袁季告诉

中国证券报记者，新三板将成A股公司收购的标的池和主战场，主要有三大因素吸引A股公司积极并购新三板企业。

首先，新三板给上市公司寻找标的提供了便利。

截至8月9日，新三板已有8200多家挂牌企业，其中

基础层企业7270家，创新层企业953家。上市公司可

以根据发展需求寻找不同层次、不同产业、不同规模

的标的，也可以通过新三板的信息披露资料，较透明地了解标的企业的经营状况、财务指标、行业地位等信息，降低了收集信息的成本。

其次，新三板挂牌公司增长态势良好，成长性突出。广证恒生的研究报告表示，截至今年5月，已公布年报的6883家新三板挂牌公司2015年实现营业收入较2014年同比增长16.58%；实现净利润较2014年同比增长40.41%；新三板挂牌公司有2342家企业净利润增长率在100%以上，占比达34.02%。同期创业板企业有72家净利润增长在100%以上，占比为14.82%。

再者，新三板企业整体估值较低，对上市公司具

有一定吸引力。尽管A股公司收购新三板挂牌公司

时存在溢价，但基本处于合理区间内。Wind数据显

示，全部股转系统的股票平均市盈率为29.05倍，相

比中小企业和创业板的估值，新三板企业仍具有一定吸引力。

兼并重组提升新三板流动性

业的估值水平，提升市场的流动性。

民生证券总裁助理管清友认为，一方面，并购重组能够释放创新层优质股票的流动性，让融资更容易；另一方面，对有希望划到创新层的企业来说，其并购重组的动力更加充足，大量处于基础层的企业有可能成为被并购的对象。

兼并重组在提升新三板挂牌公司流动性的过程中，也是A股公司通过横向、纵向收购壮大自身实力，构建完整产业链的过程。A股上市公司在谈及缘何布局新三板企业时，大多提到了“双方产业协调互补”、“符合产业转型升级”、“促进企

业战略布局”等原因，十分看重相关交易标的企业的与自身产业契合度，以及是否能够为后期转型升级提供实质性帮助。

部分A股公司以及新三板挂牌公司的兼并重组可以实现在某个细分行业的垄断地位。总之，不管是新三板企业还是A股公司，未来并购重组不仅限于新三板市场内部的并购，也不会局限于A股公司收购新三板挂牌公司。新三板挂牌公司可能“不做猎物做猎人”，反过来收购A股公司。如九鼎投资收购中江地产，信中利公司收购深圳惠程。

稀缺标的有望成为并购热门。新三

板市场挂牌企业数量众多，但多数企业

规模和质量与A股公司同类型公司相比依然存在不小的差距，无论是作为并购主体，还是作为被并购标的，在内在价值方面没有特别优势。由于制度优势和极大的包容性，新三板上拥有一批A股没有的稀缺性标的，如互联网金融、PE投资机构等。未来这一类有稀缺概念的新三板企业可能会成为收购的主要标的。稀缺性是指部分公司在某些行业具有稀缺性的技术或资产，它已经成为某个细分行业的龙头企业，这样的公司很可能被主板公司并购。

新三板企业数量趋向动态平衡
部分主办券商提高遴选标准

□本报记者 戴小河

3558家挂牌企业中，共有615家企业净利润为负值，占到总数的17.28%。2016年时间已经过半，截至7月27日，新增的2750家企业中共有409家企业净利润为负值，占到总数的14.87%，较2015年的数据有所下降。从月度趋势来看，2016年1月以来每月新增挂牌企业中净利润为负值的企业占比呈下降趋势。

广证恒生总经理袁季告诉中国证券报记者，主办券商自行设立高于全国股转系统制定的挂牌标准，主要有两方面的原因：一方面，目前进行后续督导的主办券商仅有89家，平均每家主办券商辅导企业89家。在主办券商的规模变化不大的情况下，随着持续督导企业数量增加，券商的压力不断加大。另

一方面，作为主办券商，择优选择企业有利于券商自身的发展，选择优质的企业持续督导可以方便券商开展业务。

常态化退市机制将建立

Wind数据显示，自2015年9月开始，新三板挂牌数量连续四个月一路走高，2015年10月挂牌企业数为310家，较9月份增加81家；11月，新增挂牌数量上升至488家；12月，企业挂牌潮达到峰值，当月挂牌公司数量高达743家。

进入2016年以来，2月份由于受春节因素影响，仅有16个工作日，当月挂牌数量较少。剔除2月的数据，从2015年12月开始新三板每月挂牌企业数量呈下降之势。2016年4月以来，新三板挂牌数量已连续四个月下降。5月新增挂牌企业数量为496家，较4月减少101家；6月新增挂牌企业数只有252家，较5月锐减49.19%。截至7月30日，7月新增232家挂牌企业。

除了挂牌速度放缓之外，申请挂牌新三板的企业数量也在减少。从2015年11月开始，申请挂牌的企业数量一路走低。2016年4月申请挂牌的公司数高达1409家，5月骤降至168家，6月为248家，7月为96家。

全国股转系统近日表示，全国股转系统实行主办券商制度，主办券商依据市场需要和投资人偏好遴选挂牌企业。在实际业务开展过程中，主办券商根据全国股转系统业务规则，结合自身的收益考量和风险控制要求，建立包括挂牌推荐在内的遴选标准。

业内人士表示，这类标准一般会高于全国股转公司的“底线标准”。在挂牌准入方面，全国股转系统将继续坚持市场化理念，围绕服务于创新型、创业型和成长型中小微企业的市场定位，在总结前期审查工作经验的基础上，细化完善现有挂牌准入条件，研究制定特殊行业市场准入的负面清单，优先支持战略性新兴产业企业，严控属于国家宏观调控的产能过剩或“限制、淘汰类”行业的企业。

立信会计师事务所合伙人葛晓萍告诉中国证券报记者，尽管目前相关政策还没有正式出台，但市场人士表示在实际挂牌操作过程中，部分券商已设立了自己的标准。这些标准高于目前全国股转系统制定的标准，特别是财务方面的指标，对营收和净利润的要求提高了，对挂牌企业所在的行业也有一定要求。券商自主设立挂牌要求正是挂牌机制市场化的表现。

从每月挂牌企业的平均营业收入来看，2015年12月挂牌企业的平均营收最高，达2.61亿元。相对于2015年，2016年的挂牌企业平均营收有所下降。但截至目前，整体来看，今年每月挂牌企业的平均营收基本维持稳定，在3.4月份小幅下降，5月后又略有回升。

从每月挂牌企业数量中净利润为负的企业占比来看，净利润为负值的企业数量占比持续下降，表明市场上对于挂牌企业的净利润有一定要求。数据显示，在净利润指标上，2015年新增的

■记者手记

兼并重组提升新三板流动性

业的估值水平，提升市场的流动性。

民生证券总裁助理管清友认为，一方面，并购重组能够释放创新层优质股票的流动性，让融资更容易；另一方面，对有希望划到创新层的企业来说，其并购重组的动力更加充足，大量处于基础层的企业有可能成为被并购的对象。

兼并重组在提升新三板挂牌公司流动性的过程中，也是A股公司通过横向、纵向收购壮大自身实力，构建完整产业链的过程。A股上市公司在谈及缘何布局新三板企业时，大多提到了“双方产业协调互补”、“符合产业转型升级”、“促进企

业战略布局”等原因，十分看重相关交易

标的企业的与自身产业契合度，以及是否能够为后期转型升级提供实质性帮助。

部分A股公司以及新三板挂牌公司的兼并重组可以实现在某个细分行业的垄断地位。总之，不管是新三板企业还是A股公司，未来并购重组不仅限于新三板市场内部的并购，也不会局限于A股公司收购新三板挂牌公司。新三板挂牌公司可能“不做猎物做猎人”，反过来收购A股公司。如九鼎投资收购中江

地产，信中利公司收购深圳惠程。

新三板市场挂牌企业数量众多，但多数企业

规模和质量与A股公司同类型公司相比依然存在不小的差距，无论是作为并购主体，还是作为被并购标的，在内在价值方面没有特别优势。由于制度优势和极大的包容性，新三板上拥有一批A股没有的稀缺性标的，如互联网金融、PE投资机构等。未来这一类有稀缺概念的新三板企业可能会成为收购的主要标的。稀缺性是指部分公司在某些行业具有稀缺性的技术或资产，它已经成为某个细分行业的龙头企业，这样的公司很可能被主板公司并购。

葛晓萍认为，全国股转系统可能从信息披露、市场监管、退市制度三个方面清理挂牌企业中的“害群之马”。

首先，信披规范化作为新三板市场建设的重要内容，监管层从年报披露违规延期等方面入手，对大限已至仍无法交卷者强制摘牌退市。同时，也倒逼其他存在同样问题的挂牌公司主动或被动退市。其次，监管层严抓市场监管，信披是其中之一，今后包括财务造假、董监高违法犯规、资金占用、关联交易等都将成为监管的重要内容。最后，在退市方面，强制退市和主动退市双管齐下，为今后出台和完善新三板退市制度做铺垫，健全退市制度也是市场优胜劣汰、去伪存真的内在需求。