

资本市场及行业每月动态

2014.06.29

总第 6 期

本期概要:

- **宏观经济动态:** 经济“新常态”，并购潮再起
 - 国内并购重组市场加速发展
 - 并购重组市场的外部大环境更加成熟完善
 - 创业板再融资放开鼓励企业并购重组
- **行业并购热点:** IT 行业并购专题: 国内 IT 行业进入新一轮并购潮
 - 国内 IT 行业进入新一轮并购潮
 - 新一轮并购潮有着深刻的技术背景
 - 当前正是开展并购的有利时机
- **法律法规分析**
 - 证监会发布《非上市公司收购管理办法》和《非上市公司重大资产重组管理办法》
- **热点聚焦**
 - “一码通”为上交所取消指定交易铺垫
 - 特斯拉专利共享带来的巨变

过去 3 个月资本市场表现



● 恒生指数 +5.24% ● 上证指数 -0.25%

数据来源: 谷歌财经

北京弘松投资咨询有限责任公司

网址: www.clapartners.com

地址: 北京朝阳区朝阳门外大街甲 6 号万通中心 C 座 806

电话: +86-10 5907 1207/1267

传真: +86-10 5907 1245

本期编辑人: 周紫旭

电话: +86-10 5907 1207

邮箱: zhouzixu@clapartners.com

目录

一、宏观经济动态.....	3
经济“新常态”，并购潮再起.....	3
二、行业并购热点.....	5
IT 行业专题：国内 IT 行业进入新一轮并购潮.....	5
1. 2013 年全球 TMT 并购总额增长五成.....	5
2. 国内 IT 领域并购潮风起云涌.....	6
3. 新一轮并购大潮的技术背景.....	7
4. IT 行业的并购规律.....	8
三、法律法规分析.....	8
证监会发布《非上市公众公司收购管理办法》和《非上市公众公司重大资产重组管理办法》.....	8
四、热点聚焦.....	9
“一码通”为上交所取消指定交易铺垫.....	10
特斯拉专利共享带来的巨变.....	10

一、宏观经济动态

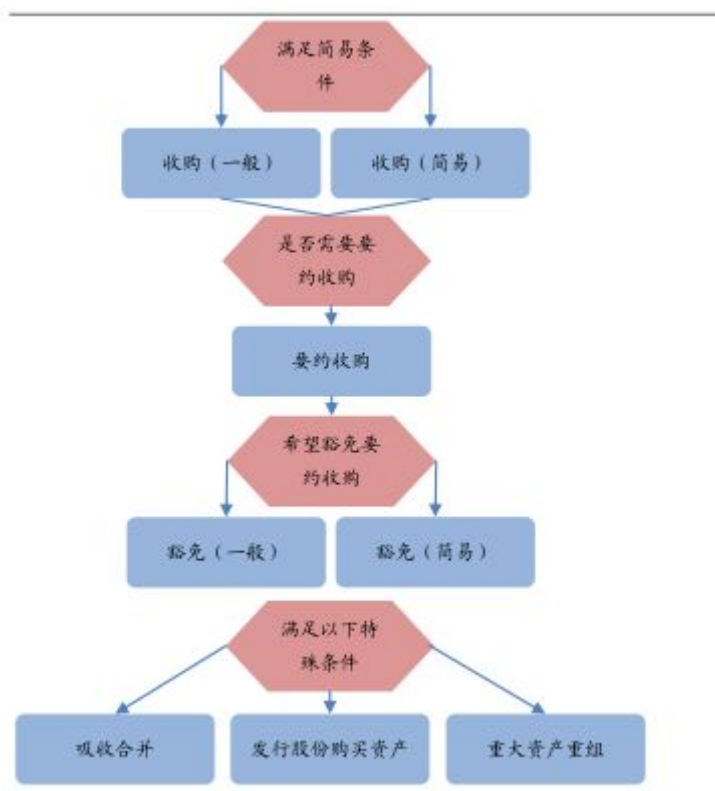
经济“新常态”，并购潮再起

国内并购重组市场加速发展。根据清科数据，2013 年国内并购市场交易金额达 932 亿美元，同比增长 83%，呈加速发展趋势。2014 年 3 月国务院发文《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》，力挺并购重组市场，分析师认为 2014 年国内并购重组市场将保持升温趋势，并购重组主题有望持续活跃。毕竟相比美国等发达国家 5.3%的并购金额/GDP 数据，中国目前 1.2%的比值仍有较大挖掘空间。

并购重组市场的外部大环境更加成熟完善。1) 并购重组审批速度加快。我们看到各种类型并购重组的审批时间都呈明显下降趋势，其中重大资产重组和吸收合并的审批时间几乎缩短了一半。2) 无风险利率下行，降低企业融资成本。目前 A 股特别是中小板/创业板较高的市盈率水平也增加了上市企业的并购意愿。3) 国内并购重组市场融资手段的不断丰富。在并购支付方式上，研究将优先股（已推出）、可转债（研究）等纳入并购重组支付工具。4) 创业板再融资放开。5) 政策助力并购重组，特别是新国九条，鼓励市场化并购重组。

- **并购重组的审批速度不断加快：**证监会实施并购重组审核分道制，有条件地淡化行政审核和减少审核环节，对符合条件的申请实施豁免或快速审核。缩短审批时间将有助于减少并购相关企业的时间成本和随之而来的不确定因素，从而进一步推动并购重组。

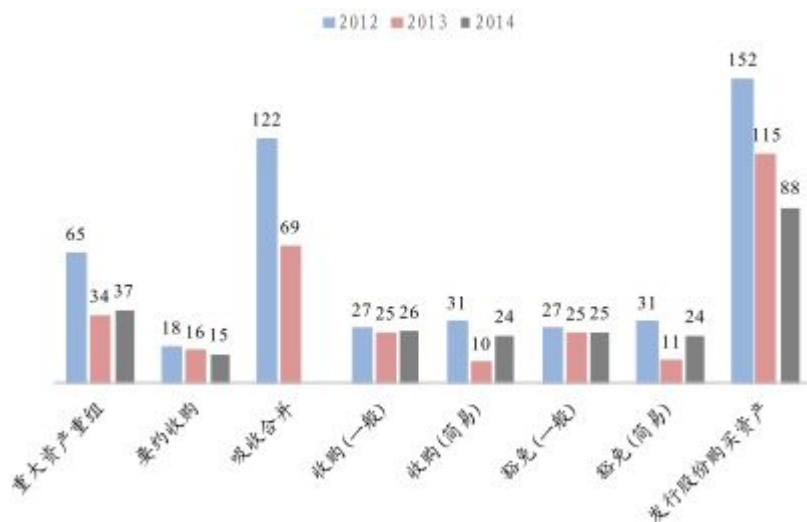
图 1 并购审批中需要申报审核的事项一览



资料来源：证监会、国泰君安证券研究。注：收购（一般）：可能需要要约申请的收购；收购（简易）：以简易程序发出要约申请。特殊情况，如这次并购是由政府或国资委组织；豁免（一般）：豁免的目的是豁免去“要约收购义务”，即不用在收购大于 30%的股份时必须向全体股东发出要约申请。

- 事实上近三年来，各种类型并购重组的审批时间都呈明显的下降趋势，其中重大资产重组和吸收合并的审批时间几乎缩短了一半。但是，某一些类型的并购重组仍需要较长的时间：如吸收合并目前的平均审核期仍高达69天；并购方发行股份购买资产的审批时间长达3个月，这些仍有进一步改进的空间。

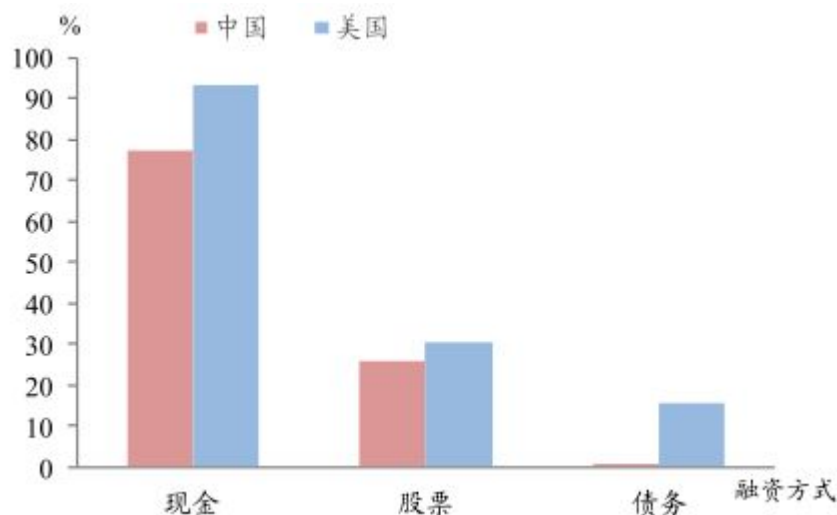
图2 并购重组的审批时间呈下降趋势



数据来源：Wind、国泰君安证券研究

- 并购市场融资手段不断丰富：**监管部门不断出台新政丰富并购的融资渠道（并购基金、过桥融资等），鼓励上市公司并购。特别是在并购支付方式上，研究将优先股（已推出）、可转债（研究）等纳入并购重组支付工具，创新支付手段。

图3 中、美两国并购融资方式对比

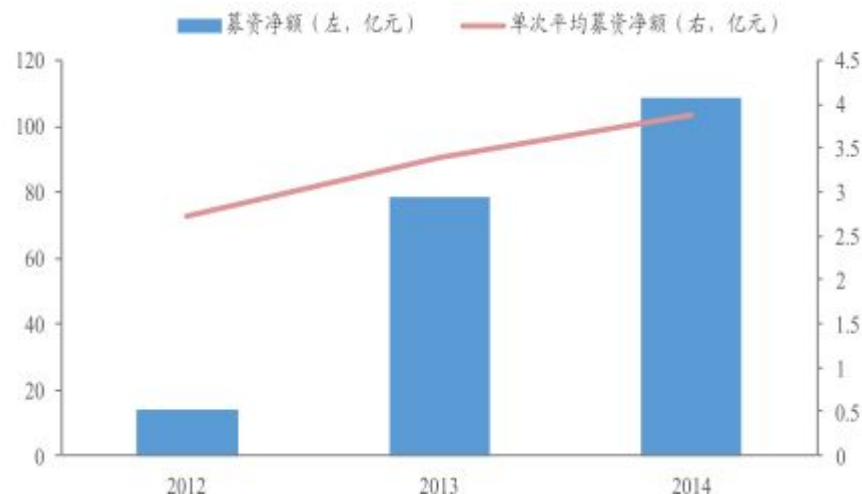


数据来源：Wind、国泰君安证券研究

- 创业板再融资放开鼓励企业并购重组：**证监会于2014年5月16日发布《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》和《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》，自公布之日施行。其中再融资条件设路相对宽松，限制较少，实质上是鼓励创业板上市公司通过非公开增发等再融资并购。另外，创业板上市公司不仅可以定向增发，还可以公开增发。公开增发须满足“资产负债率高于45%”且“不存在持有金额较大的交易性金融资产和可供出售的金融资产”等核心条

件。

图 4 创业板再融资规模呈增长态势



数据来源：国泰君安研究所

二、行业并购热点

IT 行业专题：国内 IT 行业进入新一轮并购潮

国内 IT 行业进入新一轮并购潮：1 并购整合数量和金额逐年增加；2，在所有行业并购中的数量占比、金额占比和单个项目平均金额占比逐年提高。

新一轮并购潮有着深刻的技术背景：云计算、大数据、移动互联网等新技术的快速发展，互联网巨头的进入，使 IT 行业格局发生极其深刻的变革。业内公司纷纷开始加快转型或者寻求与互联网企业合作，而并购是实施转型的最佳途径之一。

并购是 IT 行业制胜之道：IT 行业新技术进步之快，新技术品种之多，令任何一家企业也难以全面覆盖，全盘跟进。通过并购可以快速进入新技术最前沿，强势进入行业新格局。IBM 通过并购保持长盛不衰，东华软件通过并购打造行业龙头，这些经典案例显示出业内优秀企业均深谙并购之道，且长袖善舞，妙招频出。

当前正是开展并购的有利时机：1、政策鼓励并购重组，并将逐步取消并购重组审批；2、国内并购基金发展迅速；3、IPO 退出回报率日益下降，被收购成为风投退出的更实际的选择；4、一些企业 IPO 中止后转向并购。

1. 2013 年全球 TMT 并购总额增长五成

- 并购市场调研公司 Mergermarket 最近发布“2013 年全球 TMT 行业并购报告”：2013 年全球 TMT 并购总额高达 5103 亿美元（占全球并购市场交易额 22164 亿美元的 23.03%），

与 2012 年的 3311 亿美元相比，同比增长 54.1%，创历史新高。就平均交易规模而言，全球 TMT 行业单笔交易平均交易额为 4432 万美元，也高于 2012 年的 3015 万美元，呈现加速增长的态势。全球科技行业正在进入新一轮的并购高峰。

表 1 2013 年全球科技公司重大并购

公司	方向	案例
YAHOO	社交类软件	11 亿美元收购博客平台 Tumblr。社交分享应用 Stamped、视频聊天平台 On The Air、内容分享工具 Snip.it、移动推荐引擎 Alik 和 Jybe、新闻内容精简工具 Summly、社交任务管理平台 Astrid
Google	集中在机器人，地图领域，及其他应该领域	10 亿美元收购地图公司 Waze，收购 8 家机器人公司
AUTODESK	主要是辅助制造领域扩张	2.78 亿美元收购 Delcam 公司
Facebook	语音识别、应用开发等领域	收购以色列 Onavo，语音识别软件开发 Mobile Technologies
Apple	主要是地图、数据分析、运动追踪传感芯片领域	2 亿美元收购社交媒体数据分析公司 Topsy Labs，收购地图公司 BroadMap
Cisco	主要集中在网优，安全，虚拟化领域	4.75 亿美元收购网络公司 Intucell，27 亿美元收购网络安全公司 Sourcefire
Twitter	主要集中在大数据分析，移动广告	3.5 亿美元收购了广告公司 MoPub
Groupon	集中在电商、地图领域	2.6 亿美元收购 LivingSocial 旗下票务服务公司 Ticket Monster（韩国电商团购网站）
MARLIN	专业股权投资机构	
IBM	数据分析、云计算领域较多	20 亿收购云服务商 softlayer，40 亿美元收购 Spiunk

资料来源：安信证券

2. 国内 IT 领域并购潮风起云涌

表 2 国内 IT 领域近年来发生的重要并购事件

期间	被收购标的	买方企业	交易金额（百万美元）	交易股权
2014Q1	文思海辉	黑石集团	625.00	100.00%
	捷科智诚	润和软件	115.00	100.00%
	农易信息	江淮动力	118.80	60.00%
	天行网安	拓尔思	96.46	100.00%
2013	日志宝团队	奇虎 360		
	TrustGo	百度	30.00	100.00%
	合众思壮导航	宇信易诚	88.80	100.00%
	华腾数据	汇付天下		100.00%
2012	展讯	清华紫光	1,780.00	100.00%
	RC 语音	畅游	50.00	100.00%
	IBM 低端服务器业务	联想集团	2,910.00	
	高德软件	阿里巴巴	1,500.00	100.00%
2011	友盟	阿里	80.00	100.00%
	文思	海辉	73.79	100.00%

资料来源：安信证券

- 在这一轮并购大潮中，IT 行业的并购尤为突出，具体体现在：1、并购整合数量和金额逐年增加；2、在所有行业并购中的数量占比、金额占比和单个项目平均金额占比也在逐年提高。

表 3 国内计 IT 行业并购统计

时间	行业	案例数量	计算机行业 并购数量占比	公布并购金额 (百万美元)	计算机行业 并购金额占比
2014Q1	计算机行业	46	12.37%	1,745.17	8.58%
	整体并购市场	372		20,340.00	
2013	计算机行业	179	8.64%	5,850.56	4.37%
	整体并购市场	2,071		133,880.00	
2012	计算机行业	183	6.18%	4,060.99	2.81%
	整体并购市场	3,046		144,330.00	
2011	计算机行业	111	3.00%	2,308.35	1.50%
	整体并购市场	3,693		153,890.00	
2010	计算机行业	105	2.41%	1,419.70	0.97%
	整体并购市场	4,365		146,980.00	

资料来源：安信证券

3. 新一轮并购大潮的技术背景

- **新技术的强势冲击：**云计算、大数据、移动互联网，等新技术的快速发展对行业格局形成巨大冲击，导致行业发生快速深刻变化。大量传统的计算机企业感到仅仅依赖内生发展难以保持竞争力，通过并购这种外延扩张方式来快速获取新的技术和理念，跟上技术进步的节奏，成为业内应对新技术革命的重要策略。
- **互联网的叩门挑战：**近年来，互联网巨头百度、阿里、腾讯等均开始加快行业扩张，意图用互联网思维改变传统行业，这给 IT 产业带来变革机遇的同时也带来了巨大的挑战。在传媒、零售、教育、医疗、银行、证券、支付等领域，已经因为互联网厂商的介入发生了极其深刻的变革。面对互联网巨头的叩门挑战，传统的计算机企业开始加快转型或者寻求与互联网企业合作，而并购是实施转型的最佳途径之一。

表 4 互联网公司对传统行业的改造

时间	证券业	银行业	教育业	车联网
2013 年 3 月		阿里成立小微金融服务集团		腾讯投资滴滴打车
2013 年 5 月			百度教育推出	
2013 年 6 月	阿里余额宝推出			
2013 年 7 月	财付通联合华夏基金推出“微理财”		淘宝同学推出	阿里投资快的打车
2013 年 8 月		微信推出支付功能		
2013 年 10 月	阿里控股天弘基金	百度推出“百发理财”		
2013 年 11 月	腾讯与国金合作打		QQ 教育频道推出	

月	造在线金融服务平台, 多家基金公司上线淘宝理财;			
2014 年 2 月	YY10 亿投在线教育			
2014 年 4 月	阿里 15 亿美元收购高德 100%股权			
2014 年 5 月	腾讯 11.73 亿元收购四维 11.28%股权			
相关公司	金证股份、恒生电子	新大陆、证通电子、新开普、东信和平、石基信息	立思辰、方直科技	荣之联、天泽信息、*ST 联信
应对	金证股份: 改造增加自身业务线; 恒生电子: 股权转让, 引入互联网基因	积极与互联网厂商合作	并购进入新领域	并购进入新领域

资料来源: 安信证券

4. IT 行业的并购规律

2011 年以来的 IT 行业并购案例, 有几个共性值得关注:

- **并购方重视外延发展。**47 起并购案例中, 有 8 家公司超过一次进行重组, 并购后都展现出了良好的业绩, 所以明确以外延作为发展战略的公司值得关注;
- **国际并购主要集中在云计算、大数据分析、移动互联网、信息安全、地理信息等领域。**这些领域是国外科技巨头并购的重点方向, 也是 IT 行业后续发展的方向, 这些领域的公司值得关注;
- **国内并购主要集中在行业应用类公司。**并购方通过并购突破地域、客户限制, 或者进入新的业务领域。行业应用类公司容易发生并购。
- **发生并购的企业财务指标共性。**通过比较发生并购的上市公司当年初 (如果有多项并购, 取第一次并购年的数据) 财务指标: 现金、控股比例、上市时间 (上市交易日到第一次重要收购公告日的时间)、收入规模、市值、估值等指标, 可以发现多数发生并购的企业财务指标具有以下共性: (1) 现金在 3—9 亿之间, (2) 大股东持股比例在 20%—40%之间, (3) 当年预测市盈率 20—40 倍之间, (3) 市值在 40 亿以内, (5) 上市期间在 500—1500 天之间。

三、法律法规分析

证监会发布《非上市公众公司收购管理办法》和《非上市公众公司重大资产重组管理办法》

中国证监会 6 月 28 日正式发布非上市公众公司收购管理办法和非上市公众公司重大资产重组管理办法。两个办法的探索和创新之处包括, 可以使用优先股、可转债等支付方式。

为了配合两个办法，证监会还分别出台了信息披露内容的两个配套准则，其中涉及权益报告书、要约收购报告书、重大资产报告书。

《收购办法》、《重组办法》突出**股东自治原则**和**市场化的约束机制**，制度设计上以**市场化**为导向，进一步放松管制，强化事中、事后监管，构建有别于交易所市场和上市公司的并购重组制度体系。本次发布实施的《收购办法》共 6 章，47 条，分为总则、权益披露、控制权变动披露、要约收购、监管措施与法律责任和附则。《重组办法》共 5 章，41 条，分为总则、重大资产重组的信息管理、重大资产重组的程序、监督管理与法律责任和附则。

为促进并购重组市场发展，两个办法围绕**简便、透明、高效和降低成本**作了探索和创新，例如非上市公司不实施强制全面要约收购制度；对自愿要约价格、支付方式、履约保证能力进行适度放宽，给予收购人多种选择：丰富重大资产重组支付手段，除发行股份外，还可使用优先股、可转换债券等支付方式；充分发挥市场主体作用，允许交易各方自主协商定价；大幅简化权益变动的报告书类型，除控制权发生变更的披露收购报告书外，其他权益变动只须披露权益变动报告书；简化申报文件，不强制要求提供评估报告和盈利预测及编制备考报告；减少申报文件，精炼信息披露内容；简化发行股份购买资产的重大资产重组程序，不设重组委；缩短审核期限等等。

社会各界对两个办法的意见主要集中于分类表决、网络投票、退市公司的重组要求等内容。

- **采纳吸收意见建议的情况：**关于退市公司股东大会须采用网络投票方式的意见，证监会在《重组办法》第 16 条中予以吸收。关于在并购重组中作出的承诺事项应同时提出未能履行承诺时的违约责任的建议，分别在《收购办法》第 19 条、《重组办法》第 22 条予以了吸收。关于要求明确支付手段为优先股、可转债等方式的申请文件与格式的建议，证监会已在《重组办法》第 37 条中吸收，并在配套内容与格式中予以了修改完善。关于破产重整与重大资产重组的分环节操作问题，证监会安排全国股份转让系统在相关配套规则中加以吸收。

- **暂未采纳意见建议的情况：**

一是部分投资者要求审核重大事项时股东大会实施分类表决，而不是采用中小投资者单独计票机制。《国务院办公厅关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》明确要求上市公司股东大会审议影响中小投资者利益的重大事项时，对中小投资者表决应当单独计票。在同股同权的理念下，能否采取分类表决机制还需进一步论证。

二是有部分中介机构建议由公司自主决定选择独立财务顾问，不应强制要求原则上是主办券商。证监会认为独立财务顾问的职责与主办券商的义务相统，不仅能够实现信息披露的事前审核与事后督导的连续性和一致性，降低重组成本，更重要的是将主办券商与公司利益相绑定，使得主办券商有责任和动力替公司把好重组关，做好后续督导业务。

三是部分意见要求在收购中规定余股强制挤出机制、收购完成后股份 24 个月或 36 个月不得转让，限制收购人资格、要求不得盲目扩张，要求收购人承担原控股股东或实际控制人滥用股东权利损害被收购公司或者其他股东合法权益的连带责任。上述建议增加了相关民事主体的义务，缺乏相应的法律依据，证监会未予以采纳。

四、热点聚焦

“一码通”为上交所取消指定交易铺垫

事件：5月29日，中国结算董事长周明在杭州账户整合工作动员大会上宣布中国结算统一账户平台拟于10月上线，并要求各证券公司按倒计时准备。统一的一码通账户将投资者不同用途的证券账户关联到一起，用于交易各类证券，此外，“一人一户”限制性规定将取消，开户费用大幅降低。

市场评述：

- **中国结算账户整合主要内容可概括为“一套账户、一套规则、一套系统”。**“一套账户”是将投资者不同用途的证券账户关联到一起，形成以一码通为总账户，具体账户为子账户的一套账户。“一套规则”是全面统一账户业务规则及处理流程，对沪深市场账户业务存在的49项主要业务差异进行统一，实现一柜受理各市场账户业务；同时，还将取消现行账户规则中关于“一人一户”的限制性规定，并将较大幅度降低投资者开户费用。“一套系统”是建立统一账户平台，负责账户业务的统一运营，改变证券公司需要对接运维多套账户系统的弊端。
- **“一码通”为上交所取消指定交易铺垫。**沪深两市在交易模式方面主要差异在于，沪市指定交易模式控制前端买入，深市转托管模式控制后端卖出。“指定交易”指个人投资者必须指定某一券商证券营业部作为自己买卖证券的唯一的交易营业部，该交易模式始于1998年，曾经有效遏制了证券盗卖行为，但时至今日效果不再，并引发投资者广泛批评，取消沪市“指定交易”是大势所趋。相对于年初下发的《关于就修订〈中国证券登记结算有限责任公司证券账户管理规则〉征求意见的通知》关于“一人一户”的规定，即“同一投资者只能开立一个一码通账户及一个同一类别或用途的子账户”，本次明确取消，分析师认为实质是为后续上交所取消指定交易奠定合规基础。
- **沪市取消“指定交易”将降低投资者在不同券商间的转移成本，压制行业佣金率进一步下行。**尽管某些券商以低佣金吸引客群，但由于在沪市转户过程中往往因为原券商部分业务人员的不配合导致投资者消耗过多时间和精力而作罢，分析师认为“一码通”的推出将有效降低投资者在不同券商间的转移成本，其结果是，一方面导致经纪业务市场份额的重新划分，另一方面压制行业佣金率进一步下行，倒逼券商增强创新，以提供完善的增值服务提升“性价比”。

特斯拉专利共享带来的巨变

事件：电动汽车制造商特斯拉公司CEO埃隆·马斯克（Elon Musk）近日宣称，特斯拉正在准备开放其有关电动汽车的专利使用权，以促进电动汽车技术的发展。与此同时，马斯克还透露，未来如果特斯拉在欧洲市场的销量可以形成一定的规模，公司将在欧洲兴建一所新车工厂以满足当地市场的需求。

市场评述：

- **专利共享的目的是降低成本，打造优质供应链：**特斯拉的充电网络体系，整车底盘、电池、电机和电控体系都很独特，与全球其它车企电动车产品无法兼容。在公司本身年销量不大的

情况下，技术研发成本、零部件成本无法下降，供应商体系因为盈利不佳也较为不成熟，不利于公司未来的长远发展。专利共享后，预计全球采用特斯拉独特技术路线的整车和零部件数量会有较大幅度的上升，公司可通过技术转让降低开发成本，零部件规模上升以后也可降低采购成本，改善其久久不能盈利的窘境；供应商也会因为盈利上升变得更加完善。

- **专利共享将对全球电动车发展格局带来较大的冲击：**受制于电池等关键技术迟迟无法突破，全球电动车发展一直比较缓慢。特斯拉采取消费三元锂电池集成供电、分布式电池控制系统、三相交流感应异步电机驱动、电池-底盘一体化、超级充电站和大电流充电等独创技术有效消除了影响电动车普及的主要制约因素。而其专利共享将有助于其它车企打破专利壁垒，技术较强的企业有了更多技术路线的选择，水平相对落后的地区和企业，也能够快速的进入电动汽车产业链。未来随着参与者的快速增加，竞争将会变得更加激烈，全球电动汽车行业发展将会迎来大的格局变化。
- **国内电动汽车产业链将充分受益：**国内电动汽车产业链比较完善，但核心技术水平尚有不小的差距，主要原因是受国外专利保护的制约。特斯拉专利的共享，将有助于整车龙头企业打破专利壁垒进行更多技术方案的研究，从而提升产品竞争力；核心零部件厂商会因为专利壁垒的消除提升技术能力，也会因为整车企业需求的增加而受益较大。

免责声明

本报告仅供弘松投资咨询有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户及内部使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。

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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“弘松投资”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。