

上市公司跨境并购与并购基金 过桥收购

一、跨境并购市场综述

中国加入 WTO 之后，伴随着国内经济的长足发展及自身实力的提升，越来越多的中国企业开始借助境外并购去实现全球布局。最初，境外并购的战略目标主要是获取能源、矿产等战略性资源，后来逐步呈现多元化趋势，如获取核心技术、开拓境外市场等，涉及能源、汽车、电信、电子设备、机械设备等行业。从国内因素看，宽松的经济政策和民营企业的崛起推动了境外市场的扩张，国内资本市场的繁荣更是境外并购的重要推手。从全球看，2008 年金融危机以及欧元区债务危机后，境外资产价格相对较低，中国企业的境外收购活动大大增加。

（一）近年来跨境并购概览

根据波士顿咨询公司 BCG 的报告，2004—2014 年中国企业境外并购市场规模的年均复合增长率为 35%，交易数量的平均 CAR 增长率达 9.5%。2010 年达到峰值 411 亿美元，2014 年为 261 亿美元。2014—2016 年跨境并购规模持续增长，跨境并购交易峰值出现在 2016 年，全年并购交易数量为 340 单，总金额为 9,487.56 亿元^①人民币。2004 至 2019 年中国企业跨境并购规模如图 9-1 所示。

^① 按照首次披露日期进行的统计。

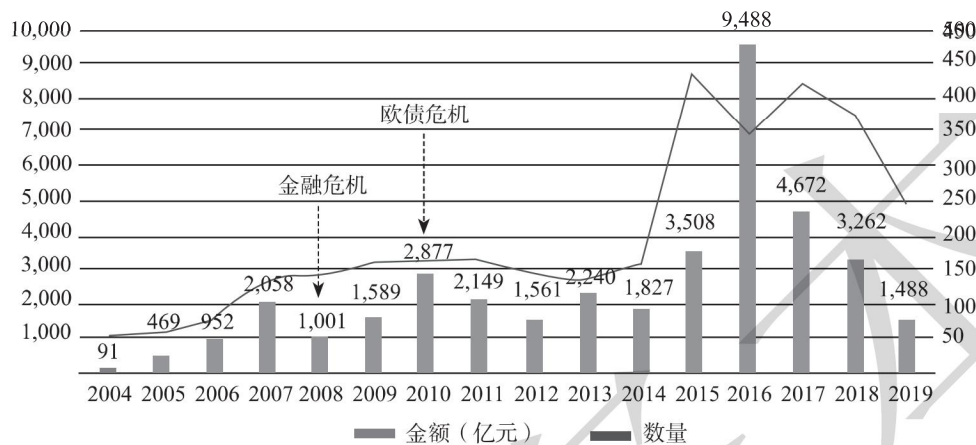


图 9-1 2004 至 2019 年中国企业跨境并购规模

资料来源：Wind，Thomson ONE Banker。

（二）政策主动引导跨境并购方向

1. 国家政策引导跨境并购战略方向

政府近五年陆续制定颁布的一系列国家政策，如“十三五”规划、中国制造 2025、国家集成电路产业发展推进纲要、一带一路倡议等，在相当程度上推动了境外并购趋势的形成。国家引导跨境并购战略方向的政策见表 9-1。

表 9-1 国家引导跨境并购战略方向的政策

名称	主要内容
“十三五”规划 (2016 年 3 月，国务院印发)	(1) 支持战略性新兴产业发展，瞄准技术前沿，把握产业变革方向，围绕重点领域，优化政策组合，拓展新兴产业增长空间。 (2) 支持新一代信息技术、新能源汽车、生物技术、绿色低碳、高端装备与材料、数字创意等领域的产业发展壮大。 (3) 大力推进先进半导体、机器人、增材制造、智能系统、新一代航空装备、空间技术综合服务系统、智能交通、精准医疗、高效储能与分布式能源系统、智能材料、高效节能环保、虚拟现实与互动影视等新兴前沿领域创新和产业化，形成一批新增长点。
中国制造 2025 (2015 年 5 月，国务院印发)	(1) 瞄准新一代信息技术、高端装备、新材料、生物医药等战略重点，引导社会各类资源集聚，推动优势和战略产业快速发展。 (2) 重点发展新一代信息技术、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、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车、电力装备、新材料、生物医药及高性能医疗器械、农业机械装备十大领域。

续表

名称	主要内容
一带一路倡议 (2015年3月, 发改委、外交部、商务部联合发布)	(1) 发改委、外交部、商务部联合发布了《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》。 (2) 加强经济与文化的团结与协作, 使融资渠道多样化, 金融互联互通。
国家集成电路产业发展推进纲要 (2014 年 6 月, 国务院印发)	着力发展集成电路设计业、加速发展集成电路制造业、提升先进封装测试业发展水平、突破集成电路关键装备和材料。

资料来源: 国务院及各发布部门官网。

2. 四部委《关于进一步引导和规范境外投资方向的指导意见》

2017 年 8 月, 发改委、商务部、人民银行及外交部四部委联合发布了《关于进一步引导和规范境外投资方向的指导意见》(2017 年 8 月 18 日), 明确规定了“鼓励类”“限制类”“禁止类”对外投资, 引导和规范企业的境外投资方向, 规范对外投资, 限制资本外流, 展现了我国政府对有助于刺激我国长期发展潜力和经济效益的投资的支持, 同时严格限制、打击了“非理性”投资。指导意见的要点见表 9-2。

表 9-2 分类指导意见要点整理

类别	要点
鼓励类	支持境内有能力、有条件的企业积极稳妥地开展境外投资活动, 推进“一带一路”建设, 深化国际产能合作, 带动国内优势产能、优质装备、适用技术输出, 提升我国技术研发和生产制造能力, 弥补我国能源资源短缺, 推动我国相关产业提质升级。 (1) 重点推进有利于“一带一路”建设和周边基础设施互联互通的基础设施境外投资。 (2) 稳步开展带动优势产能、优质装备和技术标准输出的境外投资。 (3) 加强与境外高新技术和先进制造业企业的投资合作, 鼓励在境外设立研发中心。 (4) 在审慎评估经济效益的基础上稳妥参与境外油气、矿产等能源资源的勘探和开发。 (5) 着力扩大农业对外合作, 开展农林牧副渔等领域互利共赢的投资合作。 (6) 有序推进商贸、文化、物流等服务领域境外投资, 支持符合条件的金融机构在境外建立分支机构和服务网络, 依法合规开展业务。
限制类	限制境内企业开展与国家和平发展外交方针、互利共赢开放战略以及宏观调控政策不符的境外投资, 包括: (1) 赴与我国未建交、发生战乱或者我国缔结的双边条约或协议规定需要限制的敏感国家和地区开展境外投资。 (2) 房地产、酒店、影城、娱乐业、体育俱乐部等境外投资。 (3) 在境外设立无具体实业项目的股权投资基金或投资平台。 (4) 使用不符合投资目的国技术标准要求的落后生产设备开展境外投资。 (5) 不符合投资目的国环保、能耗、安全标准的境外投资。

续表

类别	要点
禁止类	禁止境内企业参与危害或可能危害国家利益和国家安全等的境外投资，包括： (1) 涉及未经国家批准的军事工业核心技术和产品输出的境外投资。 (2) 运用我国禁止出口的技术、工艺、产品的境外投资。 (3) 赌博业、色情业等境外投资。 (4) 我国缔结或参加的国际条约规定禁止的境外投资。 (5) 其他危害或可能危害国家利益和国家安全等的境外投资。

资料来源：发改委官网。

在此背景下，中国企业一方面面临外部环境不确定性的增加，另一方面面临国内金融市场去杠杆带来的流动性紧缩的困境，“走出去”并购重组的交易数量和规模均显著下降。就行业而言，基于国家政策的引导，半导体、新一代信息技术、生物医药、高端装备制造等行业的并购景气度上升；石油、天然气、钢铁和矿产等资源型行业则跟随全球宏观经济周期的波动而变动，交易数量相对稳定；金融、房地产、公用事业等行业规模持续降低；影视、文旅、酒店等行业的境外投资已基本停止。

二、2019 年跨境并购情况分析

（一）总规模及行业分布情况

2019 年中国企业的跨境并购交易规模在低谷期继续下降。根据 Wind 中国并购库对 A 股上市公司跨境并购的统计数据，该年度跨境并购交易总计 243 单，同比下降了 35.54%；总金额 1,487.71 亿元，同比下降了 54.39%，较 2016 年高峰下降了 84.32%；超过 50 亿元人民币的大型并购仅有 5 单，为近五年来最低。从行业来看，2019 年跨境并购交易数量、交易金额排名前三的是工业、信息技术和材料，分别为 51 单、36 单和 29 单，交易金额分别为 460.56 亿元、340.60 亿元和 253.92 亿元。可选消费行业并购金额较 2017 年、2018 年均超过 800 亿元的规模大幅下降到 87 亿元，交易数量也从 60 多单剧降至 26 单。

（二）2019 年 A 股上市公司跨境并购交易统计

1. 规模超过 10 亿元的上市公司跨境并购情况

2019 年 A 股上市公司完成的规模超过 10 亿元的跨境并购交易（不含红筹公司回归 A 股）见表 9-3。

表 9-3 规模超过 10 亿元的跨境并购交易

审批时间	上市公司	最终标的	金额（万元）	标的行业	支付方式
2019-02-20	长川科技	新加坡 STI	49,032.26	电子半导体	股份
2019-03-25	新开源	美国 BioVision 100% 的权益	170,000.00	生物医药	股份
2019-04-16	汤臣倍健	澳洲 LSG ^① 46.67% 的权益	140,000.00	食品	股份
2019-05-06	韦尔股份	美国豪威	1,302,310.62	电子半导体	股份
2019-06-05	苏宁易购	家乐福中国 80% 的股权	480,000.00	零售	现金
2019-06-05	闻泰科技	荷兰安世半导体 100% 的权益	1,992,500.00	电子半导体	股份 + 现金
2019-08-15	继峰股份	德 Grammer 84.23% 的股份	375,400.00	汽车	股份 + 可转债 + 现金
2019-08-23	蓝色光标	美国 Legacy 44.44% 的股份	272,220.00	传媒	股份 + 现金
2019-09-03	亿帆医药	波兰佰通公司 31.65% 的股权	71,630.00	生物医药	现金
2019-11-13	上海莱士	西班牙 GDS 45% 的股份	1,324,624.36	生物医药	股份
2019-11-14	北京君正	美国 ISSI	720,031.86	电子半导体	股份 + 现金
审批中	紫光国微	法国 Linxens	1,800,000.00	电子半导体	股份
审批中	蓝帆医疗	瑞士 NVT AG	105,949.19	生物医药	现金
合计	-	-	8,803,698.29	-	-

资料来源：Wind。

注：1. 汤臣倍健通过基金出资已经于 2018 年直接持有澳洲 LSG 53.33% 的权益，2019 年发股收购澳洲 LSG 剩余 46.67% 的权益。收购完成后，上市公司持有澳洲 LSG 100% 的权益。

2. 聚焦于国家战略的新兴产业的上市公司并购情况

自 2018 年开始，随着政府的产业引导以及中国高科技企业在全竞争力的提升，战略新兴行业逐步成为跨境并购的热点。2019 年，细分行业里半导体、生物医药行业发生的上市公司并购具有代表性^①。

（1）半导体行业

以半导体行业为例，该行业是目前全球产业链协作与开放程度最高的行业。2014 年以来，中国政府出台《国家集成电路产业发展推进纲要》（2014 年 6 月 24 日），成立 1300 亿元集成电路产业基金，各地政府也陆续出台政策并出资金扶持集成电路产业。重塑半导体产业被写入《中国制造 2025》规划之中。对国内半导体产业而言，收购拥有关键技术能力的境外半导体企业可以快速补强产业短板，完善国内半导体产业链。企业通过走出去可以迅速获取境外人才、先进技术以及管理经验，在经营上规避贸易壁垒和进出口带来的其他高额费用，拉近与国际先进水平的距离。

^① 虽然都源自 Wind 统计的数据，但由于统计的口径不一致，半导体、生物医药行业收购交易统计的数据与 Wind 并购库中行业分类统计的数据不一致，请读者明鉴。

2019 年，A 股上市公司半导体跨境并购交易（含正在进行中的项目）金额合计约 724.77 亿元，具体情况见表 9-4。

表 9-4 2019 年中国 A 股半导体企业跨境并购交易

审批完成时间	收购方	被收购方	产品领域	交易金额（亿元）
2019-01	华天科技	Unisem（马来西亚）	半导体封装测试	29.20
2019-01	晶方科技	Anteryon（荷兰）	光学器件、镜头	2.42
2019-02	长川科技	STI（新加坡）	光学监测设备	4.90
2019-03	苏州固锴	AICS（马来西亚）	半导体封装测试	0.46
2019-05	赛腾股份	Optima（日本）	高端半导体检测设备	2.37
2019-05	韦尔股份	豪威科技（美国）	CMOS 图像传感芯片	152.00
2019-06	闻泰科技	安世半导体（荷兰）	汽车、工业功率半导体	268.00
2019-08	汇顶科技	恩智浦 VAS（荷兰）	音频应用解决方案	11.55
2019-09	精测电子	WINTEST（日本）	CCD、CMOS 的成像器件	1.65
2019-11	北京君正	ISSI（美国）	存储器（汽车、工业）	72.00
进行中	紫光国微	Linxens（法国）	存储、智能卡	180.00
进行中	通富微电	Fabtronic（马来西亚）	半导体封测	0.22
合计	-	-	-	724.77

资料来源：Wind。

在这些成功案例中，以韦尔股份收购美国豪威，闻泰科技收购安世半导体，北京君正收购 ISSI，以及紫光国微收购 Linxens 这 4 单交易最为引人注目，且收购方案具有类似性。本书后面章节将重点以韦尔股份收购美国豪威的交易为专题进行评析。由于当下美国对中国半导体行业进行封锁，自收购美国豪威后，美国半导体行业对中国的通道近乎关闭，中企对美投资并购交易也多次被美国外资投资委员会（CFIUS）否决。由此，2019 年中国半导体出境并购的目标转为以欧洲为主（也包括日本和马来西亚的企业）。

（2）生物医药行业

生物医药是另一个受到境内投资者普遍关注的行业。作为世界上人口最多的国家和未来最大的医药市场，目前我国生物医药技术水平与欧美国家差距较大。生物医药产业具有高科技含量、高附加值、低能耗、知识密集等特质，是符合科技工业高质量发展要求的新兴战略产业。在 2019 年 A 股市场跨境并购中，新开源收购美国生物分析试剂盒公司 BioVision，汤臣倍健收购澳洲益生菌龙头 LSG，以及上海莱士收购全球血液制品巨头基立福的血液诊断业务 45% 的股权等案例受到了市场的关

注。2019 年中国 A 股生物医药企业跨境并购交易情况见表 9-5。

表 9-5 2019 年中国 A 股生物医药企业跨境并购交易

审批完成时间	收购方	被收购方	产品领域	交易金额（亿元）
2019-03	新开源	BioVision（美国）	试剂盒、生物科技	17.00
2019-04	汤臣倍健	LSG（澳大利亚）	益生菌等健康食品	14.00
2019-04	凯利泰	Elliquence（美国）	手术能量平台、高值耗材	4.95
2019-06	赛托生物	LIBFLS.P.A（意大利）	化学药品研发	0.83
2019-07	华海药业	普霖强生 24.24% 股权（美国）	仿制药研发及生产	8.76
2019-09	亿帆医药	佰通公司 31.65% 股权（波兰）	重组人胰岛素制造	7.16
2019-09	九州医药	PharmAgra（美国）	实验室 CRO	1.10
2019-12	昭衍新药	Biomere（美国）	临床前 CRO	1.88
进行中	蓝帆医疗	NVTAG（瑞士）	主动脉瓣置换术器械	10.59
合计	-	-	-	66.27

资料来源：Wind。

三、跨境并购面临的国内监管审核

- （一）中国企业跨境并购监管概述
- （二）境内主要部委的审查流程：“鼓励发展+负面清单”监管模式
 - 1. 发改委审查
 - 2. 商务部审核
 - 3. 国资委审核
- （三）跨境并购资金出境方面的监管
 - 1. 外汇部门审批流程及要求
 - 2. 2017年之后跨境投资的外汇管控

四、境外并购标的所在国审查机构及审查要求

- （一）美国CFIUS审查
 - 1. 管辖范围1（FIRRMA实施前）
 - 2. 管辖范围2（FIRRMA实施后）
 - 3. 审查流程
 - 4. 审查关注点
 - 5. CFIUS近年否决的中国企业跨境并购项目

(二) 欧美投资审查条例

1. 审查框架
2. 具体标准
3. 审查主体及合作机制

五、上市公司发股收购境外标的：上海莱士跨境并购西班牙GDS

(一) 并购背景

1. 收购方上海莱士
2. 标的公司GDS

(二) 并购方案

(三) CFIUS审查情况

(四) 本次并购的意义和启示

1. 开启A股民营上市公司跨境发行股份并购之先河
2. 国际血液制品巨头作为上市公司战略股东，对标的公司提供业绩承诺

如需阅读全文，请详见《A股上市公司并购重组与并购基金（2019）重点问题及案例评析》

陈金荣/著

华夏出版社