

相关研究

《分层方案公布后首日成交点评》
2016.05.30

《分层落地，三板投资精准化》
2016.05.29

《2015 年新三板年报整体业绩亮眼》
2016.05.16

新三板并购重组研究

要点:

- **新三板并购重组现状。**2014-2016年6月，新三板挂牌企业公告的重组事项共计1688次，其中2014年35次，2015年704次，仅2016上半年就高达949次，超过前两年总和。并购重组主要分四大类：上市公司并购新三板企业，新三板企业收购上市公司，新三板企业进行的产业并购，以及新三板企业之间的并购。
- **A股公司收购新三板公司股权。**在上市公司并购新三板企业方面，2013-2016年A股上市公司共发起235次收购挂牌公司股权事项，其中2015年110次；2016年监管层收紧了对上市公司并购重组的监管力度，A股收购挂牌公司股权事项年初至今共48起；2013年至今收购事项累计涉及金额约780亿元。
- **新三板企业并购上市公司。**在上市公司掀起并购新三板企业热潮的同时，新三板企业也寻求并购上市公司的机会。截止目前已有4家挂牌企业成功入主A股公司，并有7家公司成功收购海外上市公司。
- **新三板产业并购。**在新三板企业涉及的并购重组事项中，占比最大的是自身对外进行的产业并购。2016年前6个月，该类型的并购重组事项共计432次，涉及总金额为133亿元。
- **合规提示：**公司担任【833895 常康环保】【831072 瑞聚股份】【430588 天松医疗】在全国中小企业股份转让系统的做市商。按照相关规定，特此披露。
- **风险提示：**新三板目前流动性相对较低。

分析师:钮宇鸣

Tel:(021)23219420

Email:ymniu@htsec.com

证书:S0850511010040

分析师:孔维娜

Tel:(021)23219223

Email:kongwn@htsec.com

证书:S0850512070006

目 录

| | | |
|-------|------------------------------|----|
| 1. | 新三板并购重组现状 | 5 |
| 1.1 | 新三板公司 2015 年起并购重组频繁 | 5 |
| 1.2 | 新三板成国内资本市场并购重组的标的池 | 5 |
| 1.2.1 | 新三板新兴行业公司多，选择余地大、并购成本低 | 5 |
| 1.2.2 | 谋求流动性，通过并购做大做强 | 5 |
| 1.2.3 | 市场估值优势，存在套利空间、并购通道 | 6 |
| 1.2.4 | 政策助力并购重组 | 6 |
| 2. | A 股公司收购新三板公司股权 | 7 |
| 2.1 | 收购次数逐年增加 | 7 |
| 2.2 | 并购公司行业涉及广泛 | 8 |
| 2.3 | 并购目的多为行业整合+横向整合 | 9 |
| 2.4 | 并购标的质量优于行业平均 | 9 |
| 2.5 | 交易方式和持股比例 | 10 |
| 3. | 新三板企业并购上市公司 | 11 |
| 3.1 | 新三板公司并购 A 股 | 11 |
| 3.2 | 新三板公司并购海外上市公司 | 11 |
| 4. | 新三板产业并购 | 12 |
| 4.1 | 交易目的横向整合为主 | 13 |
| 4.2 | 交易方式以发行股份为主 | 13 |
| 5. | 新三板企业之间的收购 | 13 |
| 6. | 风险提示 | 13 |

图目录

| | |
|---------------------------------------|---|
| 图 1 新三板中小板创业板平均 PE (倍, 2016 至今) | 6 |
| 图 2 A 股并购新三板公司目的统计 (%) | 9 |

表目录

| | | |
|------|---------------------------------|----|
| 表 1 | 新三板公司换手率（7月25日，%） | 6 |
| 表 2 | 新三板相关政策 | 7 |
| 表 3 | A股收购挂牌公司股权次数及涉及金额（2013-2016至今） | 7 |
| 表 4 | 2016年上市公司收购新三板公司股权案例（按涉及金额排序前十） | 8 |
| 表 5 | 并购标的行业分布 | 8 |
| 表 6 | 新三板被上市公司并购交易方式统计 | 10 |
| 表 7 | 新三板成功入主A股案例 | 11 |
| 表 8 | 新三板收购海外公司案例 | 11 |
| 表 9 | 新三板产业并购重大案例 | 12 |
| 表 10 | 新三板企业收购新三板企业案例 | 13 |

1. 新三板并购重组现状

1.1 新三板公司 2015 年起并购重组频繁

根据 choice 数据，2014-2016 年 6 月，新三板挂牌企业公告的重组事项共计 1688 次，其中 2014 年 35 次，2015 年 704 次，仅 2016 年上半年就高达 949 次，超过前两年总和。

新三板涉及的并购重组主要分四大类：上市公司并购新三板企业，新三板企业收购上市公司，新三板企业进行的产业并购，以及新三板企业之间的并购。

1) 在上市公司并购新三板企业方面，2013-2016 年 A 股上市公司共发起 235 次收购挂牌公司股权事项，其中 2015 年 110 次；2016 年监管层收紧了对上市公司并购重组的监管力度，A 股收购挂牌公司股权事项年初至今共 48 起；2013 年至今收购事项累计涉及金额约 780 亿元。

2) 在上市公司掀起并购新三板企业热潮的同时，新三板企业也寻求并购上市公司的机会。截止目前已有 4 家挂牌企业成功入主 A 股公司，并有 7 家公司成功收购海外上市公司。

3) 在新三板企业涉及的并购重组事项中，占比最大的是自身对外进行的产业并购。2016 年前 6 个月，该类型的并购重组事项共计 432 次，涉及总金额为 133 亿元。

1.2 新三板成国内资本市场并购重组的标的池

无论是新三板企业之间的并购，还是上市公司并购新三板企业，都将挂牌企业作为并购重组的对象。究其原因，主要有以下三点。

1.2.1 新三板新兴行业公司多，选择余地大、并购成本低

截止 2016 年 7 月 25 日，新三板共有 7800 余家挂牌企业，其中新兴行业公司占比很大，如 TMT 行业、新材料行业。这类具有技术优势和模式创新的公司，为并购提供了大量可选择的标的。

由于多数公司属于初创型企业，其商业模式和发展环境具有特别优势，又因为新三板企业的高成长性以及高性价比，逐渐成为并购市场的热门目标。另外，挂牌新三板公司与非挂牌的中小微企业相比信息披露要求和财务透明度都较完善，这有利于降低并购成本。

1.2.2 谋求流动性，通过并购做大做强

新三板与主板市场相比，流动性太低。原因如下：第一，目前新三板除了部分公司可以做市转让之外，转让交易制度只有协议转让方式，大大限制了其流动性。第二，当前新三板准入制度的限制。新三板扩容初期，为防范风险，将个人投资者准入门槛设置为 500 万，这一准入门槛令大部分中小投资者无法达到，减少了参与新三板市场的投资人数量。第三，新三板企业股权集中度过高，按照《公司法》规定，改制以后发起人在一年之内股份不能转让。在这种情况下，很多企业挂牌之后没有可转让的股份。很多初创企业都面临着融资难、整合难的困境，没有资金，就无法引进更先进的技术来提高生产力，不选择通过并购重组，就无法通过扩大规模降低边际成本。

新三板企业通过纵向并购整合，可以打通产业链，有利于企业的发展壮大；通过横向的合并收购可以提升在某个细分行业的市场份额，获得竞争优势；同时产业的整合也可以为企业提供更多的流动性。

表 1 新三板公司换手率（7月 25 日，%）

| 2016 年 7 月 25 日 | 整体新三板 | 做市公司 | 基础层公司 | 创新层公司 |
|-----------------|-------|------|-------|-------|
| 换手率（%） | 0.06 | 0.05 | 0.07 | 0.06 |
| 创业板平均换手率 4.03 | | | | |

资料来源：wind，海通证券研究所

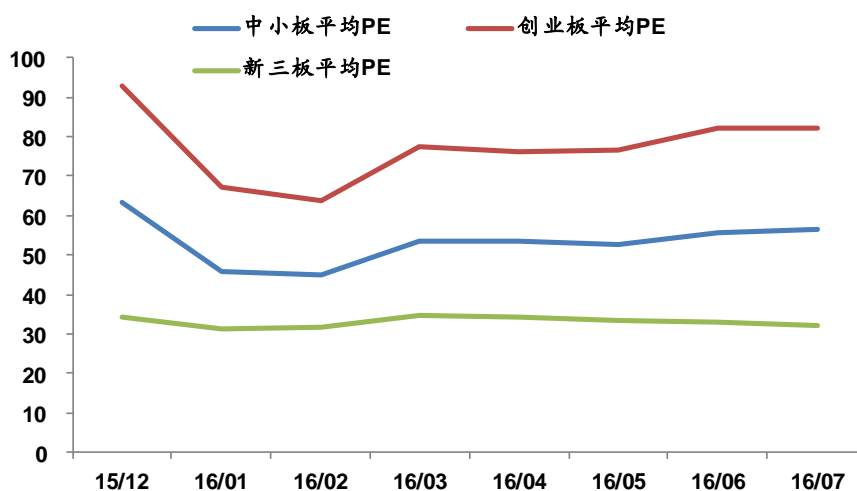
1.2.3 市场估值优势，存在套利空间、并购通道

目前新三板企业平均市盈率在 30 左右，远低于中小企业板和创业板的平均市盈率。在转板预期下，投资新三板企业具有一定套利空间从而吸引了不少 PE/VC 投资者。截至目前，至少有 660 家企业具有 PE/VC 背景。

即便在分层管理之后，新三板市场的流动性也很难达到主板沪深交易所现在的流动性；那么更大的退出通道就是通过新三板的并购重组来获得。

这样一来，新三板公司被上市公司并购成为投资机构退出的新途径，投资机构推动相关收购方案实施的动力极强。

图1 新三板中小板创业板平均 PE（倍，2016 至今）



资料来源：wind，海通证券研究所

1.2.4 政策助力并购重组

新三板设立以来，证监会参考其他国家场外市场的发展经验，陆续出台相关政策来规范和管理新三板市场，如引入做市商制度等；另一方面又依据我国新三板发展的特点颁布了适合新三板发展的规范性文件，来促进新三板企业的发展。

表 2 新三板相关政策

| 时间 | 政策名称或动向 | 政策内容 | 主要影响 |
|------------|--|---|---|
| 2016.5.27 | 股转系统:《全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法(试行)》 | 全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法 | 有助于对应挂牌公司多元化的融资选择降低信息的不对称性多层次资本市场体系的进一步细化 |
| 2014.09 | 证监会:《支持深圳资本市场改革创新意见》 | 允许符合一定条件的不盈利的互联网和科技创新企业在全国中小企业股份转让系统挂牌满12个月到创业板发行上市 | 进一步提升了新三板公司转板预期 |
| 2014.8.25 | 证监会:正式引入做市商制度 | 40余家企业成为试点挂牌做市企业,引入多家券商开展做市业务 | 提升了交易的活跃度和市场的流动性 |
| 2014.7.25 | 股转系统:《全国中小企业股份转让系统非上市公众公司重大资产重组业务指引(试行)》 | 全国中小企业股份转让系统非上市公司收购的具体秩序、信息披露要求、资产重组管理办法等 | 为新三板挂牌企业的并购与被并购提供了明确的政策支持 |
| 2014.6.27 | 证监会:《非上市公众公司收购管理办法》、《非上市公众公司重大资产重组管理办法》 | 非上市公司收购的具体秩序、信息披露要求、资产重组管理办法等 | 为新三板挂牌企业的并购与被并购提供了政策基础 |
| 2013.12.24 | 国务院:《关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》 | 在全国股份转让系统挂牌的公司,大到挂牌上市条件的,可以直接向证券交易所申请上市交易 | 首次明确提出符合条件的新三板公司可转板上市 |

资料来源:全国中小企业股份转让系统,海通证券研究所

2. A股公司收购新三板公司股权

2.1 收购次数逐年增加

据不完全统计,2013-2016年A股上市公司共发起235次收购挂牌公司股权事项,其中2015年110次;2016年监管层收紧了对上市公司并购重组的监管力度,A股收购挂牌公司股权事项年初至今共48起;2013年至今收购事项累计涉及金额约780亿元。

表 3 A股收购挂牌公司股权次数及涉及金额(2013-2016至今)

| 年份 | 挂牌企业被上市公司参控或者拟被参控的交易总数(次) | 涉及金额(亿元) |
|--------|---------------------------|----------|
| 2013 | 18 | 17 |
| 2014 | 58 | 84 |
| 2015 | 110 | 400 |
| 2016至今 | 48 | 279 |
| 累计 | 235 | 780 |

资料来源:choice,海通证券研究所

表 4 2016 年上市公司收购新三板公司股权案例（按涉及金额排序前十）

| 首次公告日 | 上市公司 | 新三板公司 | 收购详情 | 涉及金额 (万元) | 受让后上市公司持股比例 (%) | 是否创新层 | 收购目的 |
|------------|-------|-------|--|-----------|-----------------|-------|-------|
| 2016-05-25 | 神州信息 | 华苏科技 | 神州信息拟以发行股份及支付现金的方式购买华苏科技 96.03% 股权 | 115,236 | 96.03 | 已退市 | 横向整合 |
| 2016-07-09 | 西安旅游 | 三人行 | 本次交易中,西安旅游拟通过发行股份和支付现金的方式购买交易对方合计持有的三人行 100% 股权 | 110,400 | 100.00 | 否 | 多元化战略 |
| 2016-06-24 | 康跃科技 | 羿珩科技 | 本次交易中,本公司拟以发行股份及支付现金相结合的方式收购羿珩科技 100% 股权 | 90,000 | 100.00 | 是 | 行业整合 |
| 2016-07-05 | S 鞍一工 | 尚远环保 | 公司发行股份购买尚远环保 91.11% 股权 | 82,000 | 91.11 | 否 | 行业整合 |
| 2016-07-12 | 汇冠股份 | 恒 股份 | 本公司拟非公开发行股份和支付现金相结合的方式购买其共同持有的恒峰信息 100% 股权 | 80,600 | 100.00 | 协议 | 业务转型 |
| 2016-01-15 | 超图软件 | 国图信息 | 超图软件拟以发行股份及支付现金方式购买合伙企业股东合计持有的南京国图 100% 股权 | 46,800 | 100.00 | 已退市 | 多元化战略 |
| 2016-04-19 | 新华联 | 新安金融 | 为贯彻落实公司“地产+文旅+金融”的战略定位,进一步加快金融行业布局,公司拟收购南翔万商持有的新安金融及标的公司的部分股权 10% 的股权。 | 43,130 | 10.0 | 否 | 多元化战略 |
| 2016-02-22 | 全志科技 | 东芯通信 | 全志科技计划以不超过人民币 20,000 万元的自有资金认购标的公司向其发行的 7,000 万股新股,成为标的公司的控股股东 | 16,800 | 63.33 | 否 | 横向整合 |
| 2016-05-17 | 广电运通 | 汇通金融 | 使用自有资金采用认购定向发行股份的方式认购江苏汇通汇通金融 52,040,816 股股份,每股认购价格 3.2 元,认购金额 166,530,612 元,切入银行呼叫中心外包业务等非现金金融服务外包业务领域。 | 16,653 | — | 否 | 行业整合 |
| 2016-03-10 | 金一文化 | 一恒贞 | 金一文化拟以现金出资的方式参与一恒贞定向发行股票,认购一恒贞 93,670,000 股股份,每股认购价格 1.601 元,交易完成后,公司持有一恒贞 51% 股权,成为其控股股东。 | 14,997 | 51.00 | 否 | 行业整合 |

资料来源: choice, 海通证券研究所

2.2 并购公司行业涉及广泛

本文筛选了上市公司收购新三板公司股权案例中的 117 起作为统计研究的样本。(部分公司详细数据不足,按有数据的公司计算)

从并购标的行业来看,涉及比较广泛的是信息技术、工业、消费等。被并购企业大部分集中于软件与服务、技术硬件与设备这类信息技术行业,约占被并购总数的 40%,另一块比重较大的归属于工业,占到标的总数的 23%。可见,上市公司对于新兴产业较为偏好。

表 5 并购标的行业分布

| 所属行业 | 并购次数 (次) | 占比 (%) |
|------|----------|--------|
| 信息技术 | 47 | 40 |
| 工业 | 23 | 20 |
| 可选消费 | 17 | 15 |

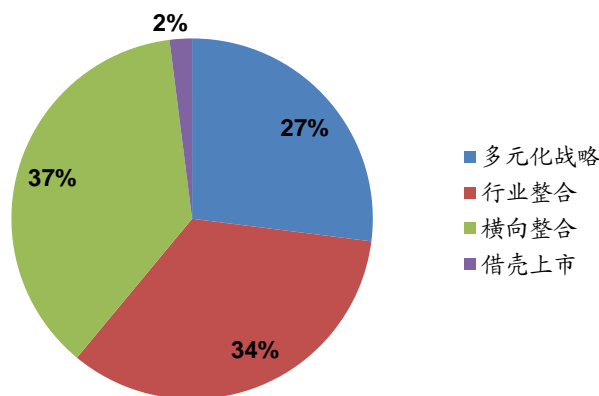
| | | |
|------|---|---|
| 材料 | 9 | 8 |
| 医疗保健 | 7 | 6 |
| 日常消费 | 6 | 5 |
| 金融 | 5 | 4 |
| 能源 | 1 | 1 |
| 公用事业 | 1 | 1 |

资料来源: choice, 海通证券研究所

2.3 并购目的多为行业整合+横向整合

从并购的目的来看, 行业整合+横向整合占大多数, 约占 61%; 说明上市公司对于扩张的意愿比较强烈。通过横向整合可以利用双方资源, 优化产品结构, 降低边际成本, 进一步提升公司在细分市场的份额, 提升公司的竞争优势, 拓宽公司的护城河。另一方面, 通过行业的垂直整合可以让公司往产品的上游和下游延伸, 优化产品链结构, 打造公司的生态圈。

图2 A股并购新三板公司目的统计 (%)



资料来源: choice, 海通证券研究所

2.4 并购标的的质量优于行业平均

在营收方面, 剔除样本中金融、医疗保健、可选消费等样本较少的行业, 对材料、工业、公用事业、能源、日常消费、信息技术进行统计, 并购标的的营收均高于行业平均水平, 其中信息技术行业样本营收差距最大。净利润方面, 并购标的的表现也普遍高于同行业平均水平, 相差最大的是工业、材料、能源行业。可见对于传统的工业、能源、材料企业, 上市公司更看重标的的利润水平, 而对于新兴的信息技术产业更注重标的公司的营收水平。

可以说被并购的新三板企业中, 大多数还是具备不错的经营业绩。营业收入和净利润都表现良好。预计未来经营业绩良好又具有高新技术的新三板企业会进一步成为上市公司抢筹的标的。

2.5 交易方式和持股比例

1) 从采取的交易方式看，在交易后持有比例小于 50% 的案例中，一半采取对标的公司进行增资，三成采用直接现金受让股权的方式；大部分因为本身交易金额小直接使用自有资金就可以。

2) 在交易后持有比例大于百分之 50% 的案例中，百分之 38% 的上市公司采用“现金+发行股份”的方式；28% 的上市公司采用现金直接受让标的公司的股份。

“现金+发行股份”的方式一来可以缓解上市公司流动资金的压力；另一方面上市公司对标的公司发行股份，可以交易后让原有标的公司的股东持有上市公司的股票，在公司利益上进行绑定，有利于促进上市公司与标的公司的整合与发展。这对于双方股东来说不失为一种共赢的方式。此外，新三板企业原股东通过此方式本质上是把原有的持有新三板的股票换成持有上市公司的股票，在流动性和溢价驱动下，使得自己的股权价值得到体现。

3) 从交易完成后持股比例看，有 50 家持有标的股份的 50% 以上，实现控股合并，约占样本的 42%。其中有 26 起直接收购新三板标的公司的 100% 股份。

表 6 新三板被上市公司并购交易方式统计

| 交易后持有比例小于 50% | | 交易后持有比例大于 50% | |
|---------------|----|---------------|----|
| 发行股份 | 3 | 发行股份 | 3 |
| 现金 | 20 | 发行股份+现金 | 1 |
| 现金+发行股份 | 1 | 可转换债券 | 1 |
| 现金+增资 | 6 | 现金 | 14 |
| 增资 | 37 | 现金+发行股份 | 19 |
| | | 现金+增资 | 3 |
| | | 增资 | 8 |
| | | 其他 | 1 |
| 总计 | 67 | 总计 | 50 |

资料来源：choice，海通证券研究所

总结：什么样的公司可能被上市公司并购

1) 与上市公司主营相关性较大，利于横向/纵向整合

新三板与上市公司主营相关性较大，可以在业务上进行横向整合或纵向整合，如芭田股份并购阿姆斯，芭田股份主要从事复合肥的生产与经营，而阿姆斯主要致力于生产农用微生物菌剂。收购完成后，上市公司的核心产品链得以健全，在微生物肥料方面的研发、生产和销售的业务实力将得到提升。

2) 有一定利润规模、财务良好，为上市公司带来现金流的公司

上市公司通过并购业绩不错的新三板企业进而改善上市公司主体财务状况，降低财务风险，例如共达电声拟收购乐华文化。上市公司经营水平存在下降的趋势，主要目的是通过收购来改善财务。

3) 行业属性较新，契合上市公司的多元化战略

由于缺乏行业积累和相关核心人才，上市公司进入新的行业需要很大的成本，且具有较大的不确定性，而上市公司可以直接通过收购新三板公司实现跨界转型或者储备新业务，例如欧比特并购铂亚信息，欧比特属于半导体行业，铂亚信息专注人脸识别技术。

3. 新三板企业并购上市公司

在 IPO 排队公司数量巨大的背景下,许多新三板优秀企业已经开始主动出击,凭借着新三板融资的优势,通过资本运作登陆 A 股和海外市场。

3.1 新三板公司并购 A 股

自 2013 年以来,新三板共有 4 家公司通过不同方式成功入主 A 股公司。其中,九鼎集团通过竞拍获得中江集团 100%的股权,从而控股中江地产,成功实现借壳上市。

2016 年涉及金额最大的并购 A 股案例为颖泰生物 11.95 亿元收购母公司华邦健康旗下山东福尔 100%股权。

表 7 新三板成功入主 A 股案例

| 股票代码 | 股票名称 | 重组事件 |
|-----------|------|--|
| 430719.OC | 九鼎集团 | 拍得江西中江集团 100%的股权,间接控股中江地产(600053)72.37%的股权 |
| 833858.OC | 信中利 | 以 16.5 亿元收购深圳惠程(002168)11%股权 |
| 831930.OC | 和君商学 | 和君商学以 14 亿收购汇冠股份(300282)23.08%股权 |
| 833819.OC | 颖泰生物 | 以 11.948 亿元购买华邦健康所投资企业山东福尔有限公司 100%的股权。 |

资料来源: choice, 海通证券研究所

3.2 新三板公司并购海外上市公司

2016 年,监管层加强了对上市公司收购重组的监管力度,常康环保、银橙传媒均停止了重大重组事项。新三板公司的并购标的池也从 A 股逐渐转移至海外市场,仅上半年就有 6 家挂牌公司收购海外上市公司股份。

表 8 新三板收购海外公司案例

| 最新公告日 | 名称 | 海外上市公司 | 交易金额(亿元) | 方案说明 |
|------------|------|----------------|------------|---|
| 2015-08-29 | 九鼎集团 | 富通香港 | 106.88 亿港元 | 以 106.88 亿港元的价格收购 Ageas Asia Holdings Limited (富通香港)全部股权 |
| 2015-12-24 | 达仁资管 | 灵宝黄金(03330.hk) | 4.99 | 公司拟与一家境内公司联合竞价收购灵宝市国有资产经营有限责任公司持有的灵宝黄金 22330 万股份。 |
| 2016-02-05 | 体育之窗 | 联众国际(6899.hk) | 13.80 | 通过控股子公司 GlassyMindHoldingsLimited 收购联众国际 28.76%的股份。 |
| 2016-02-23 | 志能祥赢 | 龙源电力(00916.hk) | 1.70 | 志能祥赢控股子公司龙林公司收购龙源集团持有的国电汤原 100%股权及龙源集团对国电汤原的债权、建三江 100%股权及龙源集团对建三江的债权。 |
| 2016-03-14 | 架桥资本 | 国际纸业 IP.N | 6.25 | 收购国际纸业在中国与东南亚的瓦楞包装箱业务。 |
| 2016-03-31 | 天地壹号 | 海升果汁(00359.hk) | 1.16 | 子公司天地共赢拟以现金方式收购高盛集团持有的海升果汁 18.06%的股份。 |
| 2016-06-06 | 华清飞扬 | COWON SYSTEMS | 0.81 | 拟通过公司华清香港对 COWON SYSTEMS 进行投资,华清香港将持有 COWON SYSTEMS 3,863,493 股股份,占其发行后总股本的 27.56%,并未取得 COWON SYSTEMS 的控制权。 |

资料来源: choice, 海通证券研究所

4. 新三板产业并购

我们曾在上文中提及，在挂牌企业涉及的并购重组事项中，占比最大的还是自身对外进行的产业并购以及挂牌企业之间的重组整合，其中大部分为小规模收购。2016 年前 6 月，该类型并购重组事项共计 432 次，涉及资金总额是 133 亿元。

表 9 新三板产业并购重大案例

| 股票名称 | 重组事件 | 重组形式 | 重组目的 |
|-------------|------------------------------------|-----------------|-------|
| 蓝山科技 | 购买上海元象持有的上海易兑 100% 的股权,并募集配套资金 | 发行股份购买 | 多元化战略 |
| 凯迪网络 | 凯迪网络拟收购奥一公司 100% 股权 | 二级市场收购 (含产权交易所) | 横向整合 |
| 泉源堂 | 泉源堂发股收购两家医药流通行业公司 | 发行股份购买资产 | 垂直整合 |
| 科特新材 | 科特新材发股收购常州沃科 100% 股权 | 发行股份购买资产 | 多元化战略 |
| 天海流体 | 天海流体发股收购富乐泰 100% 股权 | 发行股份购买资产 | 横向整合 |
| 跃飞新材 | 跃飞新材发股收购吉林富睿 100% 股权 | 发行股份购买资产 | 横向整合 |
| 黑碳节能 | 黑碳节能发股收购贵州贵能 100% 股权 | 发行股份购买资产 | 横向整合 |
| 善为影业 | 善为影业发行股份并支付现金购买千朗传媒 100% 股权 | 发行股份购买资产 | 横向整合 |
| 申石软件 | 申石软件发行股份及支付现金购买掌众信息 100% 股权 | 发行股份购买资产 | 垂直整合 |
| 云天软件 | 云天软件发股收购中建网络 100% 股权 | 发行股份购买资产 | 横向整合 |
| 英雄互娱 | 塞尔瑟斯发行股份及支付现金购买畅游云端 100% 股权 | 发行股份购买资产 | 战略合作 |
| 典雅天地 | 典雅天地发行股份购买信业基金 100% 股权 | 发行股份购买资产 | 业务转型 |
| 厚扬控股 (杰通股份) | 杰通股份发行股份购买厚扬投资,怡扬投资 100% 股权 | 发行股份购买资产 | 多元化战略 |
| 天翔昌运 | 天翔昌运发行股份收购深圳普瑞达,惠州天翔昌运 100% 股权 | 发行股份购买资产 | 多元化战略 |
| 中航讯 | 中航讯发行股份购买网智运通 100% 股权 | 发行股份购买资产 | 横向整合 |
| 超毅网络 | 超毅网络发行股份购买金昊矿业 100% 股权 | 发行股份购买资产 | 多元化战略 |
| 杰科股份 | 杰科股份发行股份购买深圳仕佳,河南仕佳 100.00% 股权 | 发行股份购买资产 | 垂直整合 |
| 杰科股份 | 杰科股份定增收购仕佳通信 100% 股权和仕佳光缆 100% 股权 | 发行股份购买资产 | 多元化战略 |
| 大族能源 | 大族能源发行股份购买能联科技 52.00% 股权 | 发行股份购买资产 | 多元化战略 |
| 欧美城 | 发行股份购买广东欧美 100% 股权 | 发行股份购买资产 | 多元化战略 |
| 北方科诚 | 北方科诚发行股份购买科跃信投 98.27% 股权 | 发行股份购买资产 | 获取资质 |
| 超弦科技 | 超弦科技发行股份购买安联美嘉 100% 股权 | 发行股份购买资产 | 横向整合 |
| 九恒星 | 九恒星发行股份及支付现金购买中网支付 100% 股权 | 发行股份购买资产 | 横向整合 |
| 春茂股份 | 4.8922 亿收购春茂集团 100% 股权 | 发行股份购买资产 | 多元化战略 |
| 天创 5 | 环保 1 发行股份购买天创盛世 100% 股权 | 发行股份购买资产 | 资产调整 |
| 创智 5 | 创智科技发行股份购买天珑移动 100% 股权 | 发行股份购买资产 | 资产调整 |
| 食安科技 | 绿洲生化定增收购达元食品 100% 股权 | 发行股份购买资产 | 多元化战略 |
| 钢钢网 | 钢钢网 5000 万认购杭钢股份 946.97 万股非公开发行的股份 | 取得公众公司发行的新股 | 多元化战略 |
| 绿蔓生物 | 绿蔓生物换股吸收合并康隆生物 | 吸收合并 | 横向整合 |
| 君实生物 | 君实生物换股吸收合并众合医药 | 吸收合并 | 横向整合 |
| 九星娱乐 | 伊科耐现金收购青云互动 25% 股权 | 协议收购 | 多元化战略 |
| 易简集团 | 易简集团现金收购美推科技 80% 股权 | 协议收购 | 横向整合 |
| 聚标股份 | 聚标股份收购聚寓购 100% 股权和聚超经纪 100% 股权 | 协议收购 | 横向整合 |
| 天佳科技 | 天佳科技收购凯添天然气 100% 股权 | 协议收购 | 横向整合 |
| 和君商学 | 和君商学以 14 亿收购汇冠股份 23.08% 股权 | 协议收购 | 战略合作 |
| 风华环保 | 风华环保以 2800 万收购梅州太兴 100% 股权 | 协议收购 | 其他 |
| 朗顿教育 (退市) | 朗顿教育 7500 万收购尊天文化,费伦基石 100% 股权 | 协议收购 | 横向整合 |
| 海能仪器 | 海能仪器以最高不超过 5916 万收购上海新仪 100% 股权 | 协议收购 | 横向整合 |
| 展博股份 | 展博股份 21.39 万收购沃尔曼有限,嘉佑有限各 100% 股权 | 协议收购 | 横向整合 |
| 科新生物 | 科新生物 1.02 亿收购金豪制药 85% 股权 | 要约收购 | 横向整合 |
| 蓝色方略 | 蓝色方略增资活动树科技获其 30% 股权 | 增资 | 横向整合 |

资料来源: choice, 海通证券研究所

4.1 交易目的横向整合为主

从交易目的来看，在新三板主动收购其他公司中，大多数企业是为了进行横向整合，通过并购共享资源，借助并购双方优势帮助企业集团做大做强。如善为影业发行股份并支付现金购买千朗传媒 100% 股权，善为影业以网络销售平台为基础，影院运营策划为辅助，提供电影票务 O2O 服务；千朗传媒主要以电影宣传品制作、数字硬盘拷贝、电影衍生品等业务为主，两者整合不仅对于善为影业的业务有强化作用同时符合公司的战略要求。

另一个占比比较多的并购目的是实现企业的多元化经营。如大族能源发行股份购买银联科技 52% 的股权，钢网网 5000 万认购杭钢股份 946.97 万股非公开发行的股份。

4.2 交易方式以发行股份为主

从交易方式看，新三板企业并购可以采取的方式有：发行股份购买资产，现金购买资产，发行股份+现金收购等。大部分新三板企业选择发行股份购买资产的交易方式，约占样本的 62%，另外 23% 的企业选择用现金进行协议收购。随着新三板公司交易的活跃，“定增+现金”的收购方式可能会逐渐成为新三板做市企业的主流收购方法，这种方法的成本相比原来必须用现金收购低廉得多，最重要的是做市制度的推出使得做市股票流通性和活跃度大大提高，同时投资者对公司有较强的信心，就会更踊跃地参与公司发行股票收购事项。

5. 新三板企业之间的收购

新三板企业之间的并购，属于小众，并购双方大部分本着财务和产业协同的目标，如天松医疗收购爱普医疗，银橙传媒收购卡斯通。

表 10 新三板企业收购新三板企业部分案例

| 首次公告日 | 被收购新三板企业及股份比例 | 新三板企业（收购方） |
|------------|----------------|------------|
| 2015-07-08 | 思智泰克 6.67% 股权 | 瑞聚股份 |
| 2015-06-17 | 移远通信 10% 股权 | 创高安防 |
| 2015-06-05 | 鑫聚光电 16.00% 股权 | 纳晶科技 |
| 2015-05-14 | 东电创新部分股权 | 一铭软件 |
| 2015-03-11 | 爱普医疗 43.35% 股权 | 天松医疗 |
| 2015-02-12 | 卡司通 20% 股权 | 银橙传媒 |

资料来源：choice，海通证券研究所

6. 风险提示

新三板目前流动性较低。

信息披露

分析师声明

钮宇鸣 中小市值团队
孔维娜 中小市值团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

| 类别 | 评级 | 说明 |
|--------|----|----------------------------|
| 股票投资评级 | 买入 | 个股相对大盘涨幅在 15%以上； |
| | 增持 | 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间； |
| | 中性 | 个股相对大盘涨幅介于 -5%与 5%之间； |
| | 减持 | 个股相对大盘涨幅介于 -5%与 -15%之间； |
| | 卖出 | 个股相对大盘涨幅低于 -15%。 |
| 行业投资评级 | 增持 | 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上； |
| | 中性 | 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间； |
| | 减持 | 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。 |

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长
(021)23219422 kljiang@htsec.com

邓勇 所长助理
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
联系人
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
秦泰(021)23154127 qt10341@htsec.com
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com
许晟洁(021)23154137 xsj10379@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
吴先兴(021)23219449 wuxx@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
张欣慰(021)23219370 zxxw6607@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
联系人
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
联系人
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzz9770@htsec.com
联系人
张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com
张雯(021)23154149 zw10199@htsec.com
姜珺珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
李雨嘉(021)23154136 lry10378@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
李珂(021)23219821 lk6604@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
联系人
申浩(021)23154117 sh10156@htsec.com
郑英亮(021)23154147 zyl10427@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
刘宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
联系人
王汉超(021)23154125 whc10335@htsec.com
王晴(021)23154116 wq10458@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
联系人
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com
殷奇伟(021)23154139 yqw10381@htsec.com

电力设备及新能源行业

周旭辉(021)23219406 zxh9573@htsec.com
牛品(021)23219390 np6307@htsec.com
房青(021)23219692 fangq@htsec.com
徐柏乔(021)32319171 xbq6583@htsec.com
杨帅(010)58067929 ys8979@htsec.com
联系人
曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
刘博(021)23219401 liub5226@htsec.com
田源(021)23214119 ty10235@htsec.com
联系人
杨娜(021)23154135 yn10377@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com
联系人
高岳(010)50949923 gy10054@htsec.com
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
廖庆阳(010)68067998 lqy10100@htsec.com

汽车行业

邓学(0755)23963569 dx9618@htsec.com
联系人
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com
王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com

非银行金融行业

孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com

交通运输行业

虞楠(021)23219382 yun@htsec.com
联系人
童宇(021)23154181 ty10949@htsec.com

纺织服装行业

于旭辉 23219411 yxh10802@htsec.com
唐蓉(021)23212208 tr9709@htsec.com
梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
贾亚童(021)23219421 jiyat@htsec.com

机械行业

联系人
韩鹏程(021)23219963 hpc9804@htsec.com
耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com

| | | |
|--|---|---|
| 电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com | 基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 李明刚(0755)23617160 lmg10352@htsec.com 刘强(021)23219733 lq10643@htsec.com 联系人 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com | 钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com |
| 建筑工程行业 金川(021)23219957 jc9771@htsec.com 联系人 毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com | 建筑建材行业 邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com 冯晨阳(021)23154019 fcy10886@htsec.com | 农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 联系人 陈雪丽(021)23219164 cx19730@htsec.com 陈阳(010)50949923 cy10867@htsec.com 关慧(021)23219448 gh10375@htsec.com 叶云开(021)23154138 yyk10380@htsec.com |
| 公用事业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 联系人 赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com | 食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 孔梦遥(010)58067998 kmy10519@htsec.com 联系人 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com | 军工行业 徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com 联系人 张恒暄(010)68067998 zhx10170@htsec.com |
| 通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 联系人 彭虎(010)50949926 ph10267@htsec.com 夏庐生(010)50949926 xls10214@htsec.com | 煤炭行业 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 联系人 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com | 银行业 林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com |
| 社会服务行业 联系人 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com | 家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com | 互联网及传媒 钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com 联系人 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com 强超廷(021)23154129 qtct10912@htsec.com 刘欣 lx11011@htsec.com |
| 造纸轻工行业 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com | 计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com 联系人 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com | |

研究所销售团队

| | | |
|---|---|---|
| 深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com | 上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 孟德伟(021)23219989 mdw8578@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 蒋炯 jj10873@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com | 北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com 陈琳(010)58067929 cl10250@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com |
|---|---|---|

海通证券股份有限公司研究所
 地址：上海市黄浦区广东路689号海通证券大厦13楼
 电话：(021) 23219000
 传真：(021) 23219392
 网址：www.htsec.com