

# 上市公司 并购重组流程 及案例解析

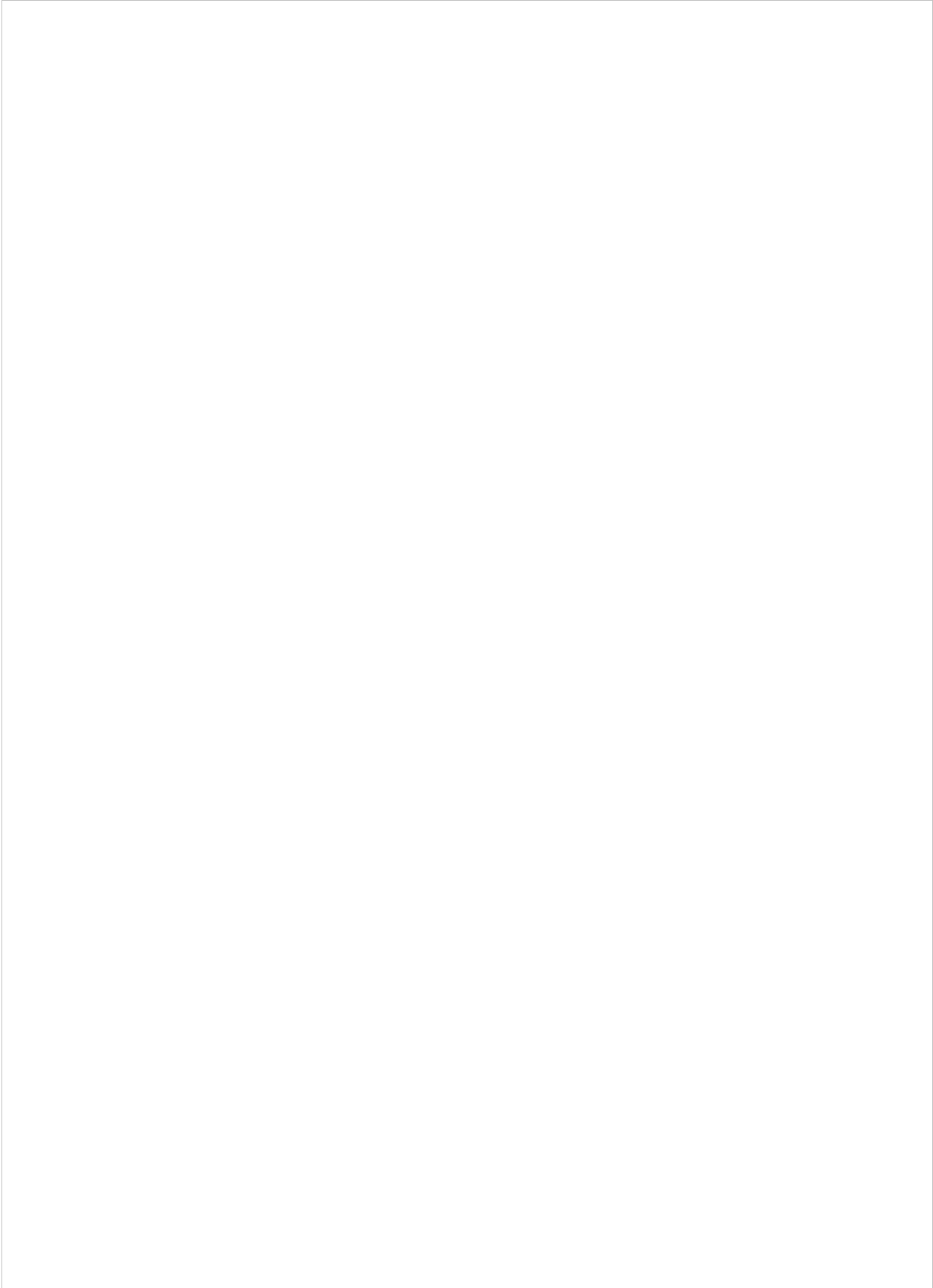
江苏省上市公司协会 / 编

〔上〕

Introduction and  
Case Studies  
to Merger & Acquisition  
of Listed  
Companies

江苏人民出版社





图书在版编目（CIP）数据

上市公司并购重组流程及案例解析 / 江苏省上市公司协会编. —南京：  
江苏人民出版社，2015.3

ISBN 978-7-214-15263-3

I. ①上... II. ①江... III. ①上市公司—企业兼并—研究—中国②  
上市公司—企业重组—研究—中国 IV. ①F279.24

中国版本图书馆CIP数据核字（2015）第047996号

书 名 上市公司并购重组流程及案例解析

---

编 者 江苏省上市公司协会

责 任 编 辑 戴宁宁

责 任 校 对 金书羽 马晓晓

装 帧 设 计 刘亭亭

出 版 发 行 凤凰出版传媒股份有限公司

江苏人民出版社

出版社地址 南京市湖南路1号A楼，邮编：210009

出版社网址 <http://www.jspph.com>

<http://jspph.taobao.com>

经 销 凤凰出版传媒股份有限公司

照 排 江苏凤凰制版有限公司

印 刷 江苏凤凰通达印刷有限公司

开 本 718毫米×1000毫米 1/16

总 印 张 44.5 插页4

总 字 数 769千字

版 次 2015年3月第1版 2015年3月第1次印刷

标 准 书 号 ISBN 978-7-214-15263-3

定 价 100.00元（全二册）

---

（江苏人民出版社图书凡印装错误可向承印厂调换）

---

# 编委会

---

主 任：黄立新

副主任：徐鸣镝 宋家俊 宁 敖 仪垂林 张 程

成 员（以姓氏笔画为序）：

王 来	王 敏	王惠云	田 蒙	吴姬君
余惠明	张红雨	陈 莹	陈善哲	郑小民
赵敬华	高 慷	涂和东		

---

# 序 潮起海天阔，扬帆正当时

---

20世纪90年代以来，中国资本市场的迅速成长，为国民经济的发展提供了强大动力。当前，中国经济步入新常态，也进入了转型升级的关键时期：经济增长进入换挡期、结构调整面临阵痛期、前期刺激政策处于消化期，“三期”叠加，烽烟四起，改革之路任重道远。资本市场作为资源配置平台，理应充当好“生力军”。

并购重组一直被誉为资本市场“皇冠上的明珠”，因其能改善产业结构、优化资源整合、实现加速发展、有效提高竞争力的独特魅力而被资本市场广为追捧。美国在历史上经历过五次著名的并购浪潮，通过横向、纵向、跨行业、金融创新、技术革命等形式的并购，诞生了以通用电气、福特、思科、谷歌等为代表的一大批行业巨头、企业集团和跨国公司。而中国经济在经历长期高速发展后，面临国际国内新的环境，以内生增长为主的发展模式受到限制，经济结构的深层次变革成为迫在眉睫的需求。

中国上市公司并购重组在前期一直不温不火，其规模与GDP发展并不匹配。市场主体意愿不强、政府干预过多、金融支持力度不够、并购重组效率不高等因素严重制约了市场的积极性和有效性。在政策法律层面，行政管制和财税体制等问题，需要相应的配套改革；在上市公司层面，缺乏经验和参考标本，并购能力有待提升；在跨境并购中，如何解决文化冲突及组织架构设置等问题，需要进一步探索研究。

在经济新常态下，部分行业进入衰退期，面临产能过剩，经济发展亟需调整结构和改变增长模式。通过并购重组来化解产能过剩矛盾，提高产业集中度，推动行业转型升级是中国经济发展的必然选择，也是转变发展方式和调整经济结构的内生需求。与此同时，随着我国经济和资本市场的快速发展，部分公司也加快了“走出去”的步伐，尤其是世界金融危机更是给我国企业提供了机会。

十八大提出的“市场在资源配置中要起决定性作用”已成为共识，并融入到顶层设计中。国务院自2010年8月起先后出台多项意见，强调要营造良好的市场环境，充分发挥资本市场推动企业重组的作用。

中国证监会在2014年11月修订了《上市公司重大资产重组管理办法》《上市公司收购管理办法》，市场化机制的作用在资本市场得到了进一步发挥。可以预见，通过贯彻“放松管制、加强监管”的理念，减少和简化并购重组行政许可，并购重组的外部大环境将更加成熟完善——市场化定价机制的完善、审批速度的加快、“扶优限劣”分道制的构建、并购融资手段的丰富、混合所有制的改革等，都将为并购重组发展提供强劲驱动力。

在全球视野和经济新常态下，上市公司市场化的并购重组已经成为实现“稳增长、调结构”目标的重要手段。为适应我国资本市场并购重组的发展趋势，进一步发挥资本市场推动上市公司并购重组的作用，同时为给上市公司、中介机构等市场主体进行并购重组时提供借鉴和参考，江苏证监局会同江苏省上市公司协会、西南证券、中信证券、华泰联合证券等，对我国资本市场并购重组的发展历史、市场概况、交易方案设计等进行了梳理，并甄选了有代表性的案例进行剖析，涵盖要约收购、集团整体上市、产业并购、转型收购、借壳上市、跨境并购等多种类型，并对市场未来的发展前景做了一些探索性的展望。



潮起海天阔，扬帆正当时。期待中国的上市公司，能在并购重组的历史浪潮中，借助资本市场的平台，勇立潮头，共同打造中国经济的升级版。

# 目 录

---

[序 潮起海天阔，扬帆正当时](#)

[第一篇 并购理论分析篇](#)

[1.1 境内和跨境并购市场概况](#)

[1.1.1 国内上市公司境内并购重组的最新形势](#)

[1.1.1.1 总体情况：2013年及2014年的并购重组交易日趋活跃](#)

[1.1.1.2 并购重组类型：以横向整合或业务多元化为目的的产业并购渐成主流](#)

[1.1.1.3 2013年及2014年并购重组交易的一些特点](#)

[1.1.1.4 上市公司并购重组活跃的三大动力](#)

[1.1.1.5 2015年并购市场趋势](#)

[1.1.2 中国企业跨境并购市场的概况和发展趋势](#)

[1.1.2.1 中国跨境并购市场概览](#)

[1.1.2.2 中国跨境并购市场发展趋势](#)

[1.2 上市公司产业并购流程和要点分析](#)

[1.2.1 上市公司产业并购的前期准备工作](#)

[1.2.1.1 确定产业并购战略](#)

[1.2.1.2 建立并购工作团队，明确工作机制](#)

[1.2.1.3 确定并购参与主体](#)

[1.2.1.4 对潜在标的企业进行搜寻和初步筛选](#)

[1.2.2 内幕交易的危害及防范措施](#)

[1.2.2.1 内幕交易的定义和内幕信息知情人的范围](#)

[1.2.2.2 相关法律法规对内幕交易标准的认定和处罚措施](#)

[1.2.2.3 监管部门的执法和监管措施](#)

- [1.2.2.4 上市公司防范内幕交易的主要措施](#)
  - [1.2.3 财务顾问在上市公司产业并购中的主要作用](#)
    - [1.2.3.1 财务顾问在上市公司并购重组中应履行的法定义务](#)
    - [1.2.3.2 财务顾问在上市公司产业并购中的主要作用](#)
    - [1.2.3.3 财务顾问在跨境并购中的作用](#)
  - [1.2.4 对并购标的进行尽职调查](#)
    - [1.2.4.1 对标的企业实施尽职调查的作用和一般原则](#)
    - [1.2.4.2 对并购标的法律尽职调查的重点关注事项](#)
    - [1.2.4.3 对并购标的实施财务和税务尽职调查的重点关注事项](#)
    - [1.2.4.4 对标的企业实施商业尽职调查的重点关注事项](#)
    - [1.2.4.5 国内企业跨境并购尽职调查应特别关注的事项](#)
  - [1.2.5 并购交易方案的设计](#)
    - [1.2.5.1 交易价格](#)
    - [1.2.5.2 支付方式和支付工具](#)
    - [1.2.5.3 奖励和补偿等安排](#)
    - [1.2.5.4 过渡期安排](#)
    - [1.2.5.5 设计交易方案应考虑的其他重要因素](#)
    - [1.2.5.6 构成交易方案重大调整的标准和应履行的程序](#)
  - [1.2.6 上市公司并购重组信息披露和审核相关事项](#)
    - [1.2.6.1 上市公司重大资产重组的定义和一般要求](#)
    - [1.2.6.2 《重组办法》和《收购办法》的修订原则和主要修订内容](#)
    - [1.2.6.3 上市公司重大资产重组的一般流程](#)
    - [1.2.6.4 中国证监会对上市公司重大资产重组的审核关注要点](#)

#### [1.2.6.5 特殊并购交易涉及的信披要求和审核事项](#)

### [1.2.7 产业并购完成后的整合](#)

#### [1.2.7.1 并购案例的启示](#)

#### [1.2.7.2 并购整合风险](#)

#### [1.2.7.3 并购整合风险的防范](#)

## [1.3 中国企业跨境并购操作指南](#)

### [1.3.1 跨境并购的一般流程](#)

#### [1.3.1.1 基本流程](#)

#### [1.3.1.2 尽职调查与估值方法](#)

### [1.3.2 跨境并购的审批程序](#)

#### [1.3.2.1 境内审批程序](#)

#### [1.3.2.2 境外审批流程](#)

#### [1.3.2.3 跨境并购整体时间表](#)

### [1.3.3 跨境并购需重点关注事项](#)

#### [1.3.3.1 交易风险的规避](#)

#### [1.3.3.2 交易结构的设计](#)

#### [1.3.3.3 融资方式选择](#)

### [1.3.4 跨境并购中的顾问团队](#)

#### [1.3.4.1 买方财务顾问](#)

#### [1.3.4.2 法律顾问](#)

#### [1.3.4.3 会计师及税务顾问](#)

#### [1.3.4.4 其他中介机构](#)

## [第二篇 并购案例分析篇](#)

### [2.1 产业并购](#)

#### [2.1.1 横向并购](#)

##### [2.1.1.1 上海莱士收购邦和药业](#)

##### [2.1.1.2 方正证券收购民族证券](#)

[2.1.1.3 蓝色光标收购博杰广告](#)

[2.1.1.4 掌趣科技收购动网先锋](#)

[2.1.1.5 苏交科收购淮交院](#)

[2.1.1.6 立思辰收购汇金科技](#)

## [2.1.2 纵向并购](#)

[2.1.2.1 乐视网收购花儿影视](#)

[2.1.2.2 华邦颖泰收购福尔股份和凯盛新材](#)

[2.1.2.3 神州泰岳收购天津壳木](#)

[2.1.2.4 汉威电子收购嘉园环保和沈阳金建](#)

[2.1.2.5 东华软件收购威锐达](#)

[2.1.2.6 科达洁能系列收购](#)

[2.1.2.7 联建光电收购分时传媒](#)

## [2.1.3 跨界并购](#)

[2.1.3.1 大唐电信收购要玩娱乐](#)

[2.1.3.2 通鼎光电收购瑞翼信息](#)

## [2.2 集团内整合或整体上市](#)

### [2.2.1 集团内整合](#)

[2.2.1.1 江南红箭收购中南钻石](#)

### [2.2.2 集团整体上市](#)

[2.2.2.1 中信集团整体上市](#)

[2.2.2.2 美的集团整体上市](#)

## [2.3 借壳上市](#)

[2.3.1 神州信息借壳ST太光](#)

[2.3.2 千方集团借壳联信永益](#)

[2.3.3 宏发股份借壳ST力阳](#)

[2.3.4 视觉中国借壳ST远东](#)

## [2.4 跨境并购](#)

[2.4.1 中航通飞收购美国西锐](#)

[2.4.2 南京新百收购英国Highland Group Limited](#)

[2.4.3 时代新材收购德国BOGE橡塑资产](#)

[2.5 收购上市公司股份](#)

[2.5.1 嘉士伯收购重庆啤酒](#)

[2.5.2 双汇集团资本运作](#)

### [第三篇 并购相关法规](#)

[3.1 境内业务的相关规定](#)

[3.1.1 中华人民共和国公司法](#)

[3.1.2 中华人民共和国证券法](#)

[3.1.3 国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见  
（国发〔2014〕14号）](#)

[3.1.4 上市公司收购管理办法（2006-05-17颁布 / 2014-10-23  
修订）](#)

[3.1.5 上市公司重大资产重组管理办法](#)

[3.1.6 首次公开发行股票并上市管理办法（借壳上市适用部  
分）](#)

[3.1.7 格式准则与申报程序指引](#)

[3.1.8 其他与境内并购业务有关的规定](#)

[3.2 与并购重组相关的会计准则和税收法规](#)

[3.2.1 企业会计准则第20号——企业合并](#)

[3.2.2 关于企业重组业务企业所得税处理若干问题的通知](#)

[3.2.3 股权转让所得个人所得税管理办法（试行）](#)

[3.2.4 关于促进企业重组有关企业所得税处理问题的通知（财  
税〔2014〕109号）](#)

[3.2.5 关于非货币性资产投资企业所得税政策问题的通知（财  
税〔2014〕116号）](#)

### 3.3 跨境并购境内审核的相关规定

#### 3.3.1 境外投资项目核准和备案管理办法

#### 3.3.2 境外投资管理办法

### 后 记

---

# 第一篇 并购理论分析篇

---



## 1.1 境内和跨境并购市场概况

---

### 1.1.1 国内上市公司境内并购重组的最新形势

党的十八大召开之后，国家和资本市场监管机构相继出台了支持和鼓励并购重组的政策。自2013年开始上市公司的并购重组活动日益活跃。2014年3月，国务院颁布了《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》（国发〔2014〕14号），进一步完善并购重组体制机制，优化市场环境；2014年5月，国务院颁布了《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（国发〔2014〕17号），强调应充分发挥资本市场在企业并购重组过程中的主渠道作用，强化资本市场的产权定价和交易功能，拓宽并购融资渠道，丰富并购支付方式；2014年10月23日，中国证监会发布了最新修订的《上市公司重大资产重组管理办法》（以下简称《重组办法》）和《上市公司收购管理办法》（以下简称《收购办法》），本次修订以“放松管制、加强监管”为理念，进一步减少和简化并购重组行政许可，在强化信息披露、加强事中事后监管、督促中介机构归位尽责、保护投资者权益等方面作出配套安排，在上市公司内生因素和政策利好的双重支持下，证券市场的并购重组活动达到有史以来的高潮。

#### 1.1.1.1 总体情况：2013年及2014年的并购重

# 组交易日趋活跃

## 一、交易数量

2013年上市公司并购市场风起云涌，重大资产重组（含产业并购，下同）交易数量呈现爆发式增长，首次披露的重大资产重组交易数量共计180起，相比2012年大幅增长82%。

2014年全年上市公司并购市场呈现出更为活跃的势头，公开披露的上市公司重大资产重组交易数量已达301起，约为2013年全年的1.67倍。

## 二、交易金额

2013年上市公司并购重组交易总金额达到3 522亿元，相比2012年增长73%，仅低于2008、2009年水平（历史上央企大规模整合及整体上市时期）。

2014年全年上市公司并购重组交易金额达到7 070.9亿元，超过2010—2012各年全年水平，约为2013年全年的2倍左右。

### 1.1.1.2 并购重组类型：以横向整合或业务多元化为目的的产业并购渐成主流

#### 一、产业并购爆发，借壳上市、整体上市占比下降

交易数量方面，2013年产业并购高达101起，同比增长146%，成为当年上市公司重大资产重组数量大幅提升的主要推力；借壳上市与整体上市数量分别为31起与38起。2013年产业整合的数量占比为56%。

2014年全年产业并购交易数量已达到209起，超过2013年全年产业并购交易数量的2倍；借壳上市、整体上市势头则有所弱化，分别实现34起和46起。产业并购数量占比上升至69%。

交易金额方面：2013年产业并购总金额为941亿元，较2012年的241亿元增长了2.9倍。2014年全年产业并购金额达到2 077.9亿元，为2013年全年实现交易金额的2.2倍。

## 二、在产业并购当中，横向并购是主流，多元化并购也逐渐增加

横向并购是产业并购中的主流，多元化并购成为业务转型的重要方式。2013年101起产业并购交易中，横向并购51起，纵向并购17起，合计占产业并购总数的67%。2014年209单产业并购交易中，多元化并购（跨界并购）的数量明显增加。

### 1.1.1.3 2013年及2014年并购重组交易的一些特点

一、板块分布：中小板和创业板的并购重组数量占据多数

2013年创业板的重大资产重组交易数量占比由13%上升至25%，交易数量由13起大幅上升至44起。

2014年创业板的并购重组交易数量为85起，占比上升至28.24%，中小板91起，占比为30.23%，创业板、中小板的上市公司并购重组数量占到整个市场的58.47%。

## 二、行业分布：新兴产业吸引资本介入，传统行业的并购整合比较少

最近两年大约三分之二的并购重组交易与新兴行业相关。尤其是TMT板块，以及高端制造业（或称先进制造业），包括机器人、3D打印、核心零部件等。反之，国家期待发生大规模并购的重点行业，如钢铁、水泥、电解铝等行业，尚无较大或较多的并购重组。

TMT板块具体包括：与移动互联网相关的细分行业（游戏、在线教育、网络安全、移动支付等），传媒娱乐（影视制作）。

2013年进行并购重组的180家上市公司中，TMT类上市公司共48家，占到了26.5%，包括：计算机、通信和其他电子设备制造业24家，信息传输、软件和信息技术服务业18家，文化、体育和娱乐业6家。

2014年全年进行并购重组的301家上市公司中，涉及TMT类并购的上市公司共87家，占到了28.90%。

2014年以首次披露口径，收购影视公司的典型案例包括：熊猫烟花收购华海时代（影视制作）100%股权，中南重工收购大唐辉煌（电视剧业务）100%的股权，禾盛新材购买金英马（影视制作）72.38%的股

权，鹿港科技收购世纪长龙（影视销售）100%的股权，皇氏乳业收购的御嘉影视（电视剧、舞台剧制作发行）100%股权，道博股份收购强视传媒100%股份；欢瑞世纪（影视制作）借壳泰亚股份。收购移动网络游戏公司的案例有：骅威股份、群兴玩具、大东南、中文传媒、凯撒股份、巨龙管业、拓维信息、新国都。

最近两年TMT类上市公司并购重组的热度不减。原因在于：第一，从行业发展阶段来看，科技、电信业增长放缓，频繁高额的并购活动体现了行业内部格局的重组；互联网、文化传媒行业则处于爆发增长阶段，并购是行业巨头抢占先机、弥补短板、实现战略布局的重要手段；第二，从交易主体来看，TMT板块以民企居多，经营团队相对年轻，机制灵活，理念开放，有利于充分的市场化博弈和后续的整合。

### 三、估值特点：交易双方的高估值

2013年上市公司产业并购中的估值多采用收益法，收益法估值占比89%；2014年全年收益法估值占比比2013年略有下降。

在以收益法为主要估值方法的前提下，标的资产，尤其是轻资产公司的估值水平普遍较高。比如在2013年，TMT行业标的公司的平均市盈率最高，其中文化体育娱乐业、计算机通信和电子设备制造业、信息传输软件和信息技术服务业的标的公司平均市盈率分别为12.9倍、12.8倍、12.7倍。

我们分析，标的资产估值高的原因，首先是因为兼具盈利能力、规范性、高成长预期并可出售的标的具有一定稀缺性，此类标的成为上市公司竞相追逐的对象，使得此类标的的要价较高；第二个原因与上市公司

自身估值水平较高有关：上市公司往往以股票支付为主、现金支付为辅，对于标的资产股东而言，如果标的公司估值太低，则难以接受高市盈率的上市公司股票，因此上市公司方面也倾向于放松对标的资产的估值。

## 四、借壳上市数量略有上升

2014年借壳上市的数量相比去年略有增加，但在全部并购重组案例中的比例是在下降的，单个借壳上市个案对公司业绩的提升、股价上涨的推动是显而易见的。“壳资源”的价格达到有史以来的最高点。众多适合做“壳公司”的小市值公司自2014年年初至今上涨了近100%。此现象的原因很可能与IPO审批流程较长、发行节奏较慢有关，即一段时间的IPO停止审核造成大量拟上市公司排队现象，而恢复IPO审核后，发行节奏依然较慢。这样，有相当数量的拟上市公司转向借壳上市。在“壳资源”供给量未发生变化的情况下，对壳资源的需求突然大幅上升，加上游资的炒作，使得“壳公司”身价倍增。

## 五、中国式并购基金的活跃

在并购重组活跃的同时，金石投资、华泰瑞联等一批投资机构开始与上市公司或其控股股东合作，介入和帮助上市公司开展并购活动。这些机构参与并购重组的方式与传统意义上的并购基金明显不同，可称其为“中国式并购基金”。

美国并购基金的主要盈利模式，或者是对被低估的上市公司敌意收购后分拆出售，或者是善意地与上市公司管理层合作，将上市公司私有

化退市，通过成本控制、效率提升等方式提升企业价值后择机出售或选择合适的上市地进行重新上市。而中国式并购基金的做法，与上述BUY-OUT基金的做法完全不同，主要是利用上市公司对非上市公司存在的估值溢价，通过定向增发、协议转让或二级市场购买等各种途径成为上市公司重要股东后，协助上市公司持续开展并购活动，提升上市公司市值，也使得自身持有的上市公司股份实现增值。

## 六、更多的公司进行跨境收购

近两年A股上市公司实施跨境收购的案例逐步增加，南京新百收购英国百货业的百年老店Highland Group Limited，中航通飞收购美国飞机制造商美国西锐，时代新材收购德国采埃孚集团橡塑资产等案例受到了市场的高度关注。

## 七、出现了一些较大的并购交易

在上市公司并购数量日益增加的同时，市场上也出现了越来越多的大型并购重组交易案例，如中信集团通过吸收合并中信泰富整体上市、绿地集团的整体上市、安信证券借壳上市，申银万国证券和宏源证券吸收合并、广汇汽车借壳美罗药业、中国南车和中国北车的吸收合并等。

### 1.1.1.4 上市公司并购重组活跃的三大动力

近年来上市公司并购重组之所以日趋活跃，主要有以下原因：

#### 一、经济转型的需要

自2010年后中国经济增速趋于平缓，转型成为中国经济实现可持续发展的必然选择。推进企业兼并重组可以集中优质资产，从实现资源的合理配路，促进产业结构升级，进而提高增长质量和抵御风险的能力。大量从事传统制造业的上市公司增长乏力，业绩不佳，投资者逐步将资金投入新兴行业的上市公司，抬高了这些公司的估值，甚至出现一定的泡沫。这些高估值的上市公司随即利用自身的高估值，以发股为主、现金支付为辅的方式积极收购估值相对较低的非上市优质资产。并购完成之后，上市公司股价进一步上涨，从而进入下一轮并购，形成良性循环。在本书收集的并购案例中，如东华软件、蓝色光标等，均是在数年之内，依靠不断并购整合，上市公司市值增长了十倍以上。这些公司的成功案例带动了更多的上市公司参与到并购重组的活动中来。从事传统制造业的上市公司为了进行产业转型，也依靠并购手段快速进入全新的业务领域，这种“跨界并购”在近年来屡见不鲜。

## 二、技术进步的推动

近年来并购重组激增的行业多集中在医药、传媒、游戏、IT等行业，与海外企业并购行业高度重合，这是因为移动互联网、医疗、新能源等方面的技术进步直接推动了很多并购交易。

## 三、国家政策的支持引导

国务院2010年发布了《关于促进企业兼并重组的意见》（国发〔2010〕27号），明确提出“支持企业利用资本市场开展兼并重组，促进行业整合和产业升级”。此后，国务院部委先后出台了关于产业、金融、税务等相关配套法规和规章制度。这些政策在很大程度上推动了前



几年并购市场的发展。十八届三中全会明确提出：“发挥市场在资源配置的决定性作用”，此后，国务院再次出台重要文件《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》（国发〔2014〕14号），进一步在并购重组的审批等方面放宽尺度，为企业的兼并重组优化环境、扫清障碍。中国证监会也一直在积极支持上市公司并购重组。在2011年推出并购重组的配套融资政策之后，在2012年取消上市公司股份回购、四种情形要约收购义务豁免审批，并进一步大幅取消简化并购重组审批。2013年，推出并购重组分道制审核的政策，鼓励优质的并购重组项目。2014年10月，证监会颁布了新修订的《重组办法》和《收购办法》，在完善并购重组市场化机制，丰富并购重组支付工具，拓宽融资渠道，提高并购重组事项审核效率等方面实现了突破。

在上述政策的推动下，上市公司并购重组活动大量增多，市场趋于活跃。

### **1.1.1.5 2015年并购市场趋势**

#### **一、趋势之一：因产业升级、转型而发生的并购仍将持续**

并购市场活跃的主因仍是经济转型和结构调整导致的。传统制造业的转型升级仍将持续一个较长的时间，因此，这种转型升级驱动下的并购也将持续，表现形式仍将是追逐新兴行业的标的公司。受移动互联网技术进步影响的在线教育、医疗服务、旅游服务、在线支付、网络安全等热点可能会持续，而影视、移动游戏的并购可能减少。对节能环保、新兴材料、生物技术等真正高技术公司的并购会逐步增加。

## 二、趋势之二：传统行业公司将逐步通过并购重组优化产业结构

目前国内钢铁、水泥、电解铝和造船等传统行业的企业因产能严重过剩都处在行业低谷，推进企业兼并重组、提高行业集中度是化解产能过程的重要途径，随着上述行业的兼并重组市场化改革进一步深入，金融体系、金融工具的进一步完善和丰富，未来产能过剩行业的兼并重组将会逐渐兴起，有可能推动国内新一波并购大潮的出现。

## 三、趋势之三：地方国企混改重组起步

党的十八届三中全会公告《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出要积极发展混合所有制经济，国有资本、集体资本、非公有资本等交叉持股、相互融合的混合所有制经济，是基本经济制度的重要实现形式。从2013年底上海发布地方国资改革文件以来，共有16个省份发布了地方国资改革相关的文件。地方国企改革的重点在于优化产业布局，提升运营效率、盘活存量资产、推动经济转型。可以预见在未来一段时间地方国企的资本运作、并购重组将非常频繁。

## 四、趋势之四：跨境并购规模将大幅上升

2014年9月9日，商务部公布新修订的《境外投资管理办法》，确立了“备案为主、核准为辅”的新型管理模式，今后我国企业除在敏感国家和地区 and 敏感行业的投资实行核准管理外，其余均实行备案管理，进一步缩小了核准范围、缩短了核准时限。这些举措大幅推进了境外投资的便

利化进程。新办法同时还取消了境外投资备案管理的金额限制，这将为跨境并购释放直接红利。此外，中国正在和越来越多的国家开展双边投资保护协定的谈判，中国企业在海外的合法权益将得到切实保护。跨境投资的总体政策趋势正逐步走向宽松，将有效引导越来越多的中国企业，特别是民营企业实施“走出去”战略，更加积极地参与竞购境外具备突出的技术实力和品牌知名度的优秀企业。预计未来企业赴海外开展跨境并购的规模将出现大幅上升。

## 五、趋势之五：新三板地位提升或促“井喷”式并购

2012年以来，国家大力改革新三板市场，在政策的扶持、做市商制度的引入、转板制度的提出等方面采取积极举措，推动三板市场的加速发展。随着三板市场发展前景的日趋明朗，挂牌公司数量出现快速增长，截至2014年12月22日，新三板挂牌企业家数已经突破1 500家，大幅提升了新三板的市场地位。三板公司大多处于新兴产业，发展空间巨大，且相对而言，内部管理较为规范，财务制度较为健全，公司也存在明显的估值优势，这些都显著提升了其并购吸引力。三板公司已经发展成为重要的并购“标的池”，2014年以来已有数十家公司被沪深上市公司并购。伴随制度的日趋完善，三板的流动性、活跃度将不断提高，三板市场的吸引力也将不断增强，势必将吸引越来越多上市公司的并购目光，成为并购市场的“宠儿”，预计2015年三板市场的并购将呈“井喷”之势。

## 六、趋势之六：上市公司并购市场博弈更加充分

新修订的重组办法就发行股份购买资产增加了定价弹性和调价机制。上市公司发行股份购买资产的底价可以是定价基准日前20日、60日和120日均价的90%，且规定上市公司可以按照经审议的调价机制调整股份发行价格，取消上市公司破产重整的协商定价机制，同时增加了上市公司并购重组的支付方式。明确上市公司可以发行优先股、定向可转债和定向权证作为标的资产支付对价，鼓励并购基金等多种融资工具的使用。取消向非关联第三方发行股份购买资产的协同效应和盈利补偿要求，鼓励交易各方经协商签订符合自身特点、方式更为灵活的业绩补偿协议。明确允许采用估值方法作为定价参考。未来上市公司并购重组市场化博弈的程度将更加提高，交易也将更加活跃。

## 七、趋势之七：并购重组回归价值起点

通过并购重组，公司可以实现横向扩张，或者上下游整合，或者多元化的发展，或者业务转型。对公司而言，并购重组的协同效应有利于实现财务价值和业务价值的进一步的发掘，也有利于提高公司的市值水平，达到市值管理的目的。对于二级市场投资者来说，这样的协同效应有助于增厚企业的利润，提升企业的盈利能力，从而对公司股价产生正面作用。但近年来市场上某些上市公司出现以“市值管理”名义内外勾结、通过上市公司发布选择性并购重组信息配合操纵股价的案件。2014年11月28日，证监会在新闻发布会上表示将依法支持上市公司开展市值管理，坚决打击以“市值管理”为名进行的违法违规行为，维护公开公平公正的市场秩序。12月12日，证监会公告在今年前11个月，针对涉嫌市场操纵行为启动调查53起，重点查处了以“市值管理”名义相互勾结、通过上市公司发布利好信息配合等新型手段操纵股价的案件。12月19日，证监会在新闻发布会上再提打击市场操纵，并点名对涉嫌操纵市场的18

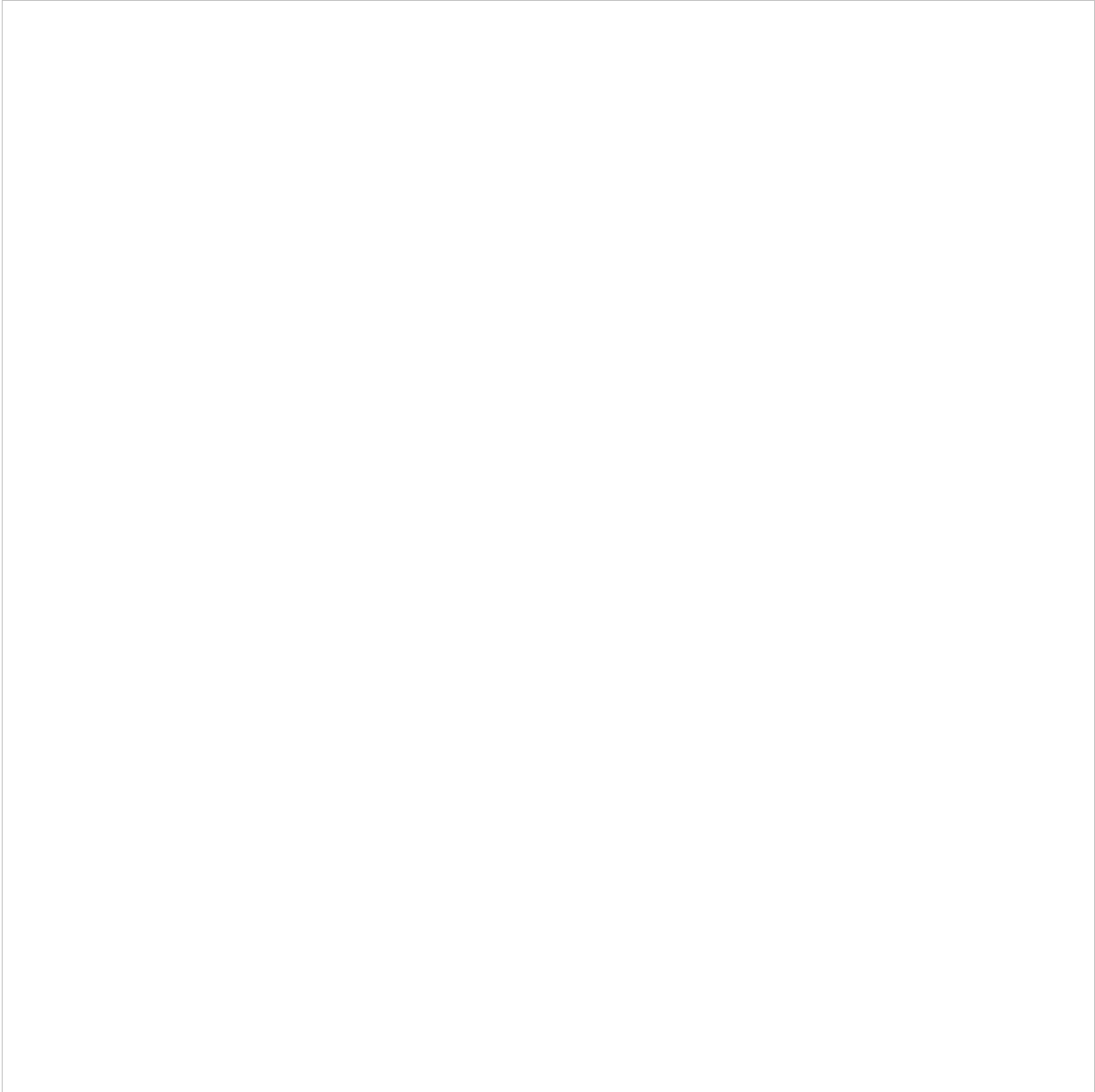
支股票的涉案机构和个人立案调查。在监管和市场的合力下，未来并购重组将逐渐回归以提升上市公司盈利能力和核心竞争力，实现股东价值最大化为目的的起点。

## 1.1.2 中国企业跨境并购市场的概况和发展趋势

### 1.1.2.1 中国跨境并购市场概览

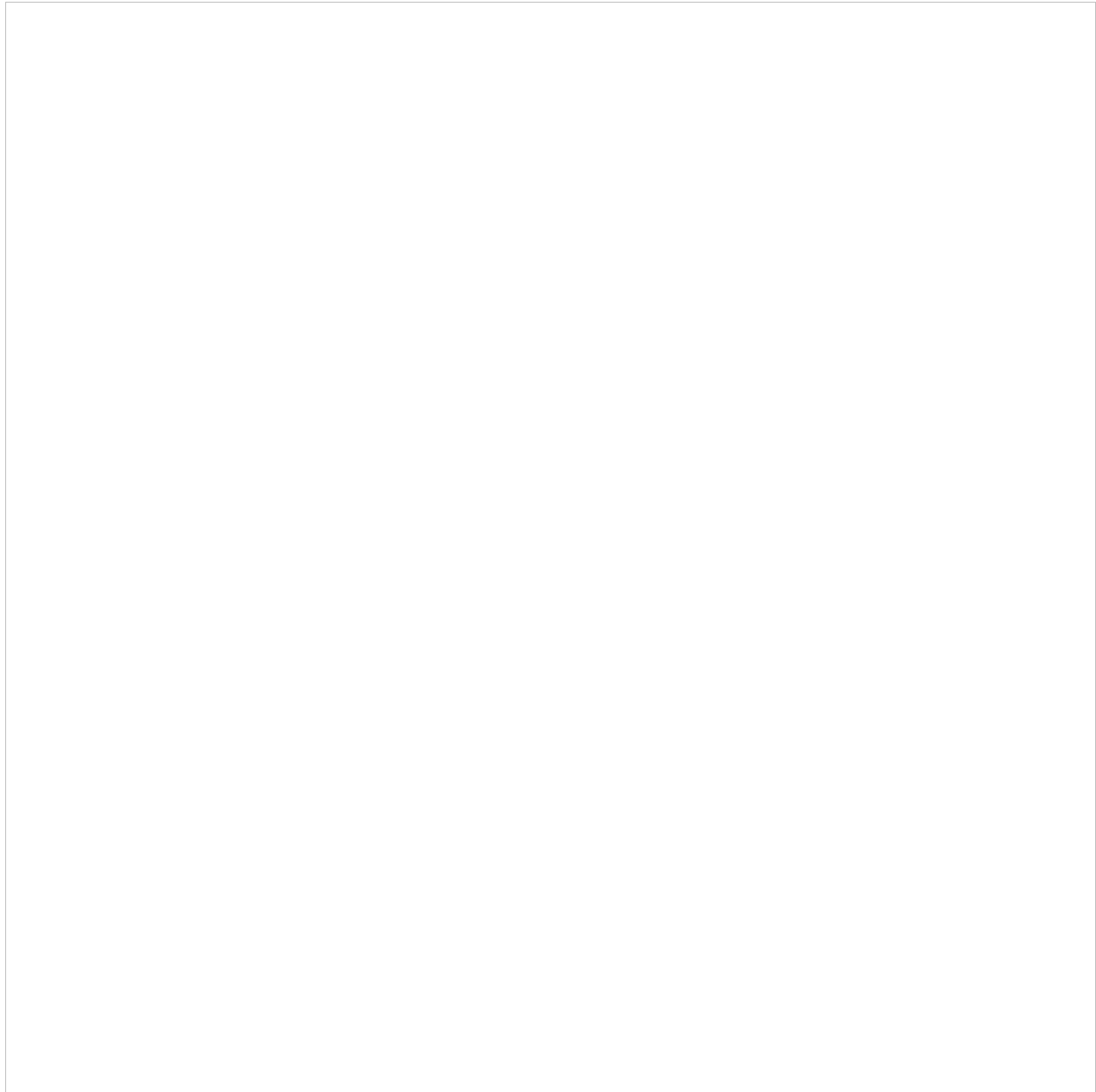
跨境并购是企业资本运作中较为复杂的行为，其实施的不确定性强，交易成本较高，风险较大。然而，成功的跨境并购能够帮助中国企业以最快的速度实现技术的升级、品牌知名度的提升、客户渠道的拓宽及管理水平的现代化和国际化。因此，从早期的联想收购IBM个人电脑业务，到吉利收购沃尔沃，再到近年来的光明收购维他麦，中国企业正在一步一步地探索通过跨境并购实现战略协同同时获得资本收益的真谛。在国务院“走出去”政策的指引下，2004—2014年，中国企业一共进行了1 142单跨境并购交易，交易总额达到了3 880亿美元。

从总体情况看，中国企业跨境并购的单数呈稳步增资的态势，从2004年的18单到2013年的171单，十年间增长了将近10倍；交易总额存在一定的波动，主要由于交易总额受每年超大型交易的影响较大，例如2008年，中国铝业和美国铝业联合以140亿美元收购力拓集团12%股权，使得当年的交易总额较2007年增长超过175%。然而，从总体趋势来看，随着近年来大型央企主导的资源类并购比重的逐渐下降，平均交易金额正在逐步下降。



2004-2014年中国企业跨境并购统计

数据来源：Mergermarket。



数据来源：Mergermarket。

从行业细分看，交易标的所在的前五大行业分别为能源行业、矿产、工业品、汽车和金融服务，单数分布为150单、124单、108单、73单和68单。其中，能源和矿产是国家重点关注的资源型企业，基本上由大型央企主导，呈现交易金额大的特点。工业品和汽车行业的大量交易也体现了我国制造业产业升级的政策导向；同时，欧债危机导致欧洲大



量工业品及汽车零部件企业寻求出售，也是交易单数较多的另一大动因。未来，预计消费品及信息技术等行业的比重将进一步提升。

从地域上看，除中国香港外，欧洲、美国和澳大利亚是主要的三大区域，其中欧洲252单（德国68单），美国138单，澳大利亚101单。中国企业在美国收购主要集中在能源行业，在澳大利亚收购主要集中在矿产行业，而在欧洲则主要集中在工业品和汽车行业。

2013年，中国企业跨境并购的前十大交易如下：



2014年1—9月，中国企业跨境并购的前十大交易如下：

### 1.1.2.2 中国跨境并购市场发展趋势

#### 一、从国家战略向企业战略转型

中国企业跨境并购的早期，国家战略为主要动因，从早期的中海油竞购优尼科失败案例、中国铝业118亿美元收购力拓集团相关资产到中

海油176亿美元收购加拿大尼克森石油公司，大型央企通过海外并购落实国家全球范围内进行资产配置和资源储备的战略。而上述交易的特点表现在交易金额大、谈判时间长、媒体关注度大。

最近两年，我国企业“走出去”在加快，但步伐的加快并不代表金额越来越大，现在明显感觉并购数量越来越多，且中小企业作为标的在其中占有很大比重。中企海外并购的单笔交易金额均值呈下降势头。同时，企业的跨境并购开始更多从自身战略发展的角度考量。比如中国建筑机械行业的三大巨头三一、中联和徐工分别收购了德国普茨迈斯特、意大利CIFA及德国施威英使得全球建筑机械行业重新洗牌；汽车零部件行业宁波华翔、均胜电子等企业均在近年来多次参与海外并购，并且形成了专门的、具有相当经验的海外并购团队。企业希望通过并购获得技术升级，开拓国际市场，建立国际品牌，网络营销渠道等。以这些为导向的行业并购已经并将持续增多，导致产业出现分散化。这种趋势会使行业门类众多的中企积累和提升海外开发的经验和实力。这种综合素质高强的“大兵团级”新群体的形成，对提高中企整体的自主创新能力和国际竞争力会产生强劲的带动作用。

## 二、并购主体和融资手段呈现“多元化”趋势

随着国内商业环境的不断成熟和资本市场的逐步发展，我国企业对外并购的主体也呈现出“多元化”的趋势。目前，中国企业跨国并购的投资主体、投资领域和投资“胃口”都在发生显著的变化。以往，中国参与跨国并购的主体多为大型国企和主权财富基金，它们大量涌入拉美、非洲和东南亚等地，并购的目的是以获取资源为主，所涉领域为石油、矿产、农业等，且投资金额大。

现在，参与国际并购的中国企业出现了许多新生力量，并开始涉足一些新领域：其主力军转为大型私营企业，也包括许多开始重视国际市场的中等规模私企、刚上市的公司、小型企业，当然还有更多以国际化为战略布局的各类国有企业。它们的并购目标更多地锁定欧美市场，不仅是为了开拓当地市场，也为了进一步巩固自身在国内市场的竞争优势——以国外的先进技术“武装”自己，并借此打造一个国际化的平台。

此外，融资手段也从政策银行的低息并购贷款向更为灵活的方向转变，包括财务投资者的引入和结构性融资工具的使用等多种方式。在三一重工收购德国普茨迈斯特时，中信产业基金作为财务投资者跟投了10%；中联重科收购意大利CIFA的交易中我们也看到了高盛、弘毅等财务投资者的身影；双汇收购史密斯菲尔德绝大部分的融资来源于财务顾问和商业银行的银团贷款；等等。相信随着我国资本市场融资手段的进一步丰富，我国企业未来在并购融资方面也将进一步与国际接轨。

### 三、欧洲仍然是最受欢迎的市场

根据Mergermarket的统计数据，2007—2013年中国已完成的跨境并购交易中有31%的收购标的位于欧洲，领先于北美的27%。欧洲持续成为中国企业跨境并购的头号目的地，代表性的案例就是三大建筑机械巨头分别在欧洲完成的标杆性的收购。根据英特华对中国350家“规模适中、财务健全、拥有专业经验的国际化团队以及有意通过并购方式向海外扩张的代表性企业”为目标进行了一项调查，约75%的被调查对象选择欧洲或美国作为主要的投资目的地。其原因在于，欧债危机发生后，欧洲企业估值普遍较低，处于去杠杆化过程，深陷债务泥潭的众多欧洲国家亦十分欢迎中国企业抄底。

除了欧债危机导致低估值的买方因素外，卖方因素也成为中国企业在欧洲并购的重要原因。“二战”之后，美国和欧洲均经历过10—20年的黄金发展期，特别是“马歇尔”计划之后，欧洲有许多新成立的企业涌现出来。经历了50年的发展期，企业开发出了业界一流的技术水平和客户资源，然而当时的创始人都渐入暮年，考虑退休和接班问题，但家族未见得都有年轻人愿意接班，因此找一个战略投资者接手，成为这些家族创始人重点考虑的问题。中国投资人既可以带来企业发展所需要的资本，又可以帮助企业快速打开中国市场，所以中国企业成为了这些创始企业家的首选。

## 四、消费品、奢侈品成为“新宠”

中国企业跨境并购发展的早期，并购标的主要集中在能源行业，比如石油、矿产等；而后，在国家“走出去”政策的号召下，大量制造业企业开启了跨境并购的步伐，主要目的在于借助国外公司的先进技术，提升自身的技术水平。

随着20世纪90年代以来的经济高速发展，中国已经拥有了一大批具有一定财富积累的中产阶级群体，收入攀升的消费者也越来越多，购买能力随着经济的发展也逐步提升。对于国内公司而言，可以通过跨境并购，让自身的产品质量与国际接轨，进一步满足广大消费者的需求，稳固市场地位。

中国中产阶级的崛起，为提升饮食、医疗、旅游等相关高端行业“升级换代”注入了强大活力，从而推动消费品、奢侈品行业成为并购“新宠”。过去短短几年里，消费品行业的跨境并购交易如雨后春笋：光明收购了全球最大的早餐燕麦生产企业英国维他麦，并且在10月初宣

布收购意大利橄榄油巨头Salov的多数股权；复星集团收购了全球领先的度假俱乐部地中海俱乐部（Club Med）、希腊时尚品牌FolliFollie，同时入股美国高端女装品牌ST. JOHN、意大利男装品牌CA-RUSO；南京新百收购英国老牌百货商店Highland集团；潍柴收购了意大利著名的游艇生产商法拉第等。

中国企业的海外并购交易越来越呈现出行业多样化的趋势，制造业、消费品、医药、基础设施等行业的优秀企业都表现出对跨境并购的兴趣。这也是中国企业开始希望通过海外收购来实现产业升级，提高产品附加值，寻求更大的市场机会的表现。

## 1.2 上市公司产业并购流程和要点分析

---

如果说A股市场进入新世纪第一个十年的主题是股权分置改革的实施和首发上市的高潮迭起，那么目前来看第二个十年的主题将很有可能是上市公司产业并购。据统计，2011—2013年，证监会并购重组委审核通过的上市公司并购重组交易数分别为54家、64家和81家，而2014年这一数字已达到185家，比2013年翻了一番有余。这其中集团整体上市和借壳上市类重组的家数基本保持稳定，产业并购类重组（即上市公司为促进行业或者产业整合，增强与现有主营业务的协同效应，在其控制权不发生变更的情况下，向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象收购资产）增长最为明显，2011年产业并购过会数仅9单，占当年并购重组过会总数的17%，2014年分别提升到138单和74%，是2013年的3.6倍（具体数字请详见下表）。

2011年至今证监会并购重组委审核通过家数和交易类型统计



A股市场出现的上市公司产业并购浪潮并非偶然。首先从宏观层面来看，中国经济经过改革开放后30多年的高速增长，结构性问题已逐渐凸显：一方面以出口和投资拉动的粗放型增长模式已经难以为继，亟待通过技术和商业模式的创新实现产业升级，为经济增长创造新的动力；另一方面，国内已建立了较完整的国民经济行业体系，但除石化、电信、军工等国有垄断行业外，绝大多数行业的竞争格局都处在“山头林

立”的状态，缺少真正意义上的行业领导者，造成了多数行业产能过剩和恶性竞争的局面，需要通过产业整合推动行业走上健康发展的道路，而并购重组特别是产业并购正是推动产业升级和产业整合最有效的途径之一。其次从政策层面来看，国务院在2010和2014年先后出台了鼓励企业兼并重组的指导意见，不断完善并购重组体制机制，减少行政审批事项，优化市场环境；中国证监会也分别在2011年和2014年相应对《重组办法》进行了修订，放宽审核标准的同时，在制度层面上对上市公司并购重组的创新安排给予了鼓励和肯定，这些都进一步推动了上市公司产业并购的蓬勃发展。最后从上市公司微观层面来看，A股上市公司在利润持续增加、市场估值水平提升和支付工具不断丰富的前提下，通过产业并购做大做强的内在需求也被充分激发出来。

展望未来，上述推动上市公司产业并购的因素仍将持续存在，产业并购仍将保持高速增长的态势，本章试图通过相关法律、法规、规范性文件和行业准则的规定，结合产业并购的具体案例，站在上市公司的角度梳理并分析产业并购的主要技术因素，供上市公司规划和实施产业并购过程中参考。

## 1.2.1 上市公司产业并购的前期准备工作

### 1.2.1.1 确定产业并购战略

“并购”是“兼并”和“收购”的统称，英文为Mergers and Acquisitions，简称为“M&A”。企业重组是指运用经济、行政、法律等手段，对企业间原有的各类资源要素进行分拆、整合及内部优化。<sup>[1]</sup>严格地说，并购重组并非严谨的法律概念，而是一种约定俗成的商业术语。在我国，上市公司的并购重组就交易形态而言，包括上市公司收购、重大资产重组、回购、合并、分立等对上市公司股权结构、资产组合、业务开展等产生重大影响的活动。从国际经验看，绝大多数出类拔萃的公司在其创立、发展乃至壮大的过程中，都曾借助并购这一手段达到其不同阶段的战略目标。美国著名经济学家、诺贝尔经济学奖获得者斯蒂格利茨就认为：“没有一个美国大公司不是通过某种程度、某种形式的兼并成长起来的，几乎没有一家公司主要是靠内部扩张成长起来的。”

并购战略在企业并购过程中处于核心和灵魂的地位，对于上市公司来说，并购战略需与公司其他发展战略相互配合，相互促进，共同为提升核心竞争力和为股东创造价值的根本目标服务。上市公司应结合自身行业地位、发展现状、实际能力等多方面因素，制订有利于本公司发展的并购战略，完整的并购战略一般包括以下几个方面：

#### 一、明确并购目的

行业演进规律是企业制定并购策略的重要依据。根据行业演进规律，每个行业在25年左右时间要经过初创、规模化、集聚和平衡的演进过程。处于行业不同阶段的企业要制定符合行业发展规律的并购策略。目前上市公司产业并购主要目的有相关多元化、纵向并购、价值链整合、横向规模扩张、进入新领域等。对有产业梦想的上市公司要充分把握产业演进规律和资本市场平台，做行业整合者，确保自己处于行业演进的前端，引领行业演进并树立竞争优势。

1. 横向规模扩张：此类上市公司并购的主要目标是横向扩张。
2. 相关多元化：此类上市公司并购的主要目标是进行相关多元化，获取与现有业务具有高度相关性的业务。
3. 纵向并购：此类上市公司并购的主要目标是整合上下游资源，通过为客户提供更丰富的产品及服务的方式增加客户黏性，有效提高公司的市场竞争力。
4. 价值链整合：此类上市公司并购的主要目标是通过整合业务链，实现更好的交叉销售，提升公司价值。
5. 进入新领域：此类上市公司并购的主要目标是进入新领域，挖掘新的盈利增长点，提升上市公司可持续发展潜力。

## 二、把握并购时机

成功的并购要求对并购时机有良好的把握能力。抓住机遇可能会事半功倍，否则结果可能就是悲剧。市场一直有牛市并购和熊市并购之争，从美国并购历史来看，并购活跃度与市场景气指数高度相关，说明

牛市交易数量更多，交易更为活跃，但是牛市往往也伴随高估值和高成本，所以交易风险也相对较大。而熊市并购虽然交易难度大，但是交易相对谨慎，一般交易成本低，所以并购效果更好。

### 三、确定并购路线

公司要根据自身的能力和成熟度以及与标的公司的熟悉程度确定合理的收购步骤。公司收购可以一步到位获得标的公司控制权，也可以采取分步实施的方式来实现。对于公司比较成熟，有较多并购经验的，标的公司属于同行业的，可以考虑“一步到位”实现对标的公司的控制权，达到收购的目的。如果公司是初涉并购且对标的公司没有十足把握的，可以考虑采用先参股的方式进行合作，逐步对标的公司进行了解和磨合，待时机成熟后再采取进一步收购。这样可以通过灵活的收购节奏来控制交易风险，同时又保证锁定交易。另外公司收购要从小标的开始，随着收购经验的积累，再进行规模较大的收购交易。对于标的规模较大的交易，也要考虑分步实施收购，避免“蛇吞象”的风险。

### 四、避免企业并购常见误区

对A股上市公司来说，制订并购战略的过程中要注意避免进入以下企业并购常见误区：

1. 并购中的机会主义，没有既定策略，追逐市场热点。比如上市公司对游戏概念、环保概念的追捧以及近几年公司“涉矿”热潮。
2. 单纯的购买业绩和利润。为避免上市后业绩下滑而进行大规模

并购有利润的公司，最终形成利润拼凑。

3. 刻意市值管理以及股东减持而通过并购制造热点。容易使上市公司失去市场信誉并招致监管机构的处罚。

### **1.2.1.2 建立并购工作团队，明确工作机制**

上市公司在明确并购战略和并购路线后，首要工作是建立并购工作团队和相应的工作机制，以推进并购战略的实施。

## **一、上市公司产业并购团队的构成**

已确定通过持续的产业并购实施规模扩张的上市公司，可设立专门的投资并购部门，吸纳具有财务、投资、法律、行业研究等背景的员工加入，并协调上市公司证券事务部门、财务部门、法律内审部门和业务部门参与并购重组的日常工作。

## **二、并购重组常态工作机制的建立**

在内部并购团队主导并寻求外部中介机构的协助下，上市公司应建立一套完善的并购重组常态工作机制，主要包括以下方面：

### **（一）保密机制**

上市公司应严格执行证监会《关于上市公司建立内幕信息知情人登记管理制度的规定》和交易所关于内幕信息管理的相关业务备忘录，在

上述规范性文件的基础上，结合自身特点建立并完善并购重组内幕信息保密机制并在并购重组项目推进的全过程中严格执行。特别是在并购项目启动前期，应严格限制知情人范围，在相关信息难以保密的情况下应及时停牌。

## （二）项目搜索和筛选机制

具体详见本部分“对潜在标的企业进行搜寻和初步筛选”。

## （三）内外部沟通机制

由于并购重组是一项系统性的工程，涉及较多的上市公司内部和外部沟通工作，为确保相关工作在合法合规的前提下顺利开展，上市公司应事先建立一套沟通机制，包括但不限于：

1. 按照上市公司的内部审批程序及时将并购项目提交内审合规部门、管理层、董事会专业委员会、独立董事、董事会和股东大会审批，并事先做好沟通说明工作；
2. 对于达到信息披露标准的并购应及时告知证券事务部门履行信息披露义务，在并购重组信息难以保密的情况下应及时告知证券事务部门向交易所提交停牌申请；
3. 在接受机构分析师访谈和召开公开业绩说明会等场合下，应事先确定发言人员、发言流程和信息提供的标准；
4. 并购重组涉及较多的专业知识，应在确保内幕信息保密的前提下，及时征求财务顾问、会计师、律师和行业咨询机构等中介机构的意

见，必要时可聘请有经验的证券公司担任上市公司的常年并购顾问。

#### （四）与并购重组项目相关的文件体系

为提升并购项目的执行效率，上市公司可在中介机构的协助下事先准备保密协议、投资备忘录、尽职调查资料清单、尽职调查报告、交易进程备忘录、内幕信息知情人名单等文件模版，并收集一套与并购重组相关的法律、法规、部门规章和规范性文件以供备查，条件允许的情况下还可以在财务顾问或评估机构的协助下根据上市公司的并购战略建立一份标的企业估值模型模版。

### 1.2.1.3 确定并购参与主体

确定并购参与主体主要是根据上市公司自身实力、风险承受情况和可动用的外部资源决定产业并购是通过上市公司自身直接进行还是借助外部力量完成。

#### （一）上市公司自身直接实施并购

上市公司直接收购标的资产的优势主要体现在支付手段多样化并且可以迅速提升上市公司的经营规模或盈利能力。

其劣势主要体现在三个方面：一是并购时机难以把握，在上市公司股价被低估时期使用股份作为支付对价将摊薄上市公司原股东的权益，收购交易对方要求现金支付或后期建设需要大量资金投入的标的企业可能给上市公司带来严重的资金压力；二是短期内可能产生业绩波动，某些标的企业处在初创时期，尽管成长前景较好但短期内盈利能力较弱，



交易完成后可能会严重拖累上市公司的业绩；三是整合成本和风险较高，产业类并购的标的企业大多来自与上市公司无关联关系的第三方，在战略、企业文化、管理体系、人事制度等方面与上市公司均存在差异，并购完成后的整合风险可能直接影响到上市公司并购战略的实现。

## （二）借助控股股东 / 实际控制人分步实施并购

在控股股东 / 实际控制人为资金和业务实力较强的产业集团的情况下，上市公司可以与控股股东建立分步实施并购的机制，对于暂时不适合注入上市公司的资产由控股股东先行收购，待规范培育工作完成后再注入上市公司，可以有效降低上市公司收购和整合风险。2014年上市公司福成五丰（600965.SH）发行股份购买的殡葬类资产三河灵山宝塔陵园有限公司即为其控股股东福成投资2009年收购后完成相关审批手续办理和土地平整、建设工作，待其具备持续盈利能力后注入上市公司。

但依托控股股东 / 实际控制人实施并购应注意控股股东的收购行为可能引发证券市场的炒作，导致上市公司股价出现异常波动，上市公司应及时按照交易所相关信息披露备忘录的要求履行信披义务。上交所上市公司还应注意最新颁布的《上市公司重大资产重组信息披露工作备忘录——第十号 重组公司持续信息披露》的要求，对于公共媒体或市场出现涉及上市公司重大资产重组的消息（以下简称“重组传闻”）可能或者已经对公司股票及其衍生品种交易价格产生重大影响的，上市公司应当及时予以关注并向上交所提供重组传闻传播的来源，以及控股股东或者实际控制人确认目前及未来三个月内是否存在涉及上市公司重大资产重组事项的回函，对于确认目前及未来三个月内不会开始筹划涉及上市公司重大资产重组事项的，应当在澄清公告中承诺未来三个月内不会开始筹划涉及上市公司的重大资产重组事项。同时这种收购模式可能导致

上市公司与控股股东之间产生持续性的同业竞争，控股股东应按照《上市公司监管指引第4号——上市公司实际控制人、股东、关联方、收购人以及上市公司承诺及履行》的要求提出切实可行的解决同业竞争的承诺措施。

### （三）与专业金融机构（券商、**PE**、信托等）合作成立并购基金实施并购

#### 1. 并购基金的定义及运作模式

传统的并购基金一般是指专注于对目标企业进行并购的基金，通过收购目标企业的股权，获得目标企业的控制权，然后对其进行一定的重组或者改造，持有一定时期后再出售或者通过其他手段进行套现。结合国内并购市场现状，并购基金还包括围绕企业并购重组活动，为并购标的企业提供权益性投资的基金和参与并购重组过程，为提供并购重组咨询服务，并从中获取投资收益为主的股权投资基金。

海外并购基金通常是在确定适合的并购项目后，与基金管理团队共同成立一家特殊目的公司（**SPV**），利用过桥贷款收购目标公司的股权，之后以**SPV**为主体向银行举债并以目标企业的未来现金流担保发行高收益债券，来替换收购过程中的负债，随后，并购基金会将**SPV**与已经收购的企业合并，形成单一主体，在对新设立的主体进行业务重组和整合提升投资价值后将其出售获利。一般而言，除了成立**SPV**时并购基金所进行的股权投资外，并购基金本身并不为新公司所发行的债券提供担保，完全以收购目标的资产和未来现金流作为融资担保。受金融监管政策和国内企业经营传统的限制，现阶段国内采用此类运作模式的并购基金较少，一般为收购企业相对控股权或少数股权后通过与上市公司之

间的并购重组交易退出获利，或参与上市公司并购重组过程中的配套融资获利。

## 2. 上市公司利用并购基金实施产业并购的优势

对于上市公司而言，借助并购基金实施产业并购的优势主要体现在以下几个方面：（1）降低融资压力，一般上市公司只需出资较少的比例获得较高的资金杠杆，有利于缓解上市公司的资金压力，避免因并购活动占用资金过多影响原有主营业务的发展；（2）将金融和产业资本密切结合，提高并购整合的成功率，减少上市公司参与并购前期的项目风险，借助专业投资机构的专业能力和资源，能有效提升被收购企业价值，提高收购项目的整合成功率；（3）形式灵活，并购基金在规模、存续期、财产转让、利润分配等方面均可以根据上市公司的需求定制，对于上市公司更加方便灵活。

## 3. 目前上市公司与投资机构合作的主要方式以及合作过程中的注意事项

自2013年开始，伴随着中国资本市场并购行为的活跃度显著提升，“上市公司+PE”的合作模式开始大量出现，2013年新设立的19家并购基金中就有7家是“上市公司+PE”模式，而2014年仅上半年就有28家上市公司公告与投资机构成立并购基金。

现阶段上市公司与专业投资机构合作的主要方式是双方共同出资设立合伙制并购基金，通过并购基金向外部融资，上市公司和外部投资人为有限合伙人，投资机构为普通合伙人，由投资机构主要负责并购基金运作、项目筛选调查等职责，基金一般会支付投资机构1%—2%的顾问及管理费，并购基金在完成并购投资并将其培育成适合注入上市公司的

资产后将其转让给上市公司，从而完成获利退出。此外，近期上市公司与投资机构共同成立资产管理或信托计划的形式也开始出现。其基本架构与并购基金类似，上市公司和投资机构一般为资管计划的劣后级持有人，而外部投资者为优先级持有人。投资机构为资管计划管理人，收取相应管理费，并购完成后通过将并购资产转让给上市公司完成资管计划的获利和退出。

除上述模式以外，近期部分专业投资机构也通过二级市场增持、大股东受让或参与上市公司非公开发行等方式入股上市公司，并与上市公司签订战略合作意向书，由专业投资机构协助上市公司完成并购，并购完成后投资机构通过减持上市公司股份完成获利退出。

与借助控股股东 / 实际控制人实施并购相同，上市公司在与投资机构合作设立并购基金进行并购的过程中也应严格注意保密和内幕信息管理工作，防止因内幕信息泄漏而出现股价波动甚至导致并购交易失败，同时注意避免以“市值管理”为名义的脱离公司内在价值的操纵股价的违法违规行为。

### **1.2.1.4 对潜在标的企业进行搜寻和初步筛选**

#### **一、获取潜在标的企业信息的主要途径**

##### **（一）通过公开渠道获取潜在标的企业信息**

上市公司可以通过政府机关（特别是行业主管部门）、行业协会、专业展会、产权交易所挂牌信息等公开渠道获得潜在标的企业的信息，但上述渠道获取的企业信息往往不完整，可信度也难以确定，无法满足

上市公司筛选并购标的企业的要求。目前来看，新三板挂牌企业或海外上市中概股是上市公司寻找潜在标的企业的较理想的途径。

## 1. 新三板挂牌企业

截至2014年底，已有1 572家企业在新三板挂牌，同时有约500家企业在全国中小企业股份转让系统等待审核或挂牌，预计新三板扩容的速度将进一步提升。与其他中小企业相比，新三板企业信息披露比较充分，股票价格已经获得了市场的初步认可，且股转系统对挂牌企业的独立性和规范运作设定了较为严格的标准，作为上市公司产业并购的标的，其信息不对称风险、估值风险和合规风险均较低，不仅如此，新三板企业多数为专注某一细分行业的创新型企业，业务模式新颖，与上市公司主营业务存在互补性的可能性较高，为上市公司谋求外延扩张或者跨界转型提供了可选择的标的范围。2014年10月中小板上市公司通鼎光电（002491.SZ）发行股份购买三板挂牌企业瑞翼信息取得核准。截至2014年10月底，已有10家新三板企业成为A股上市公司的并购标的。海外上市中概股，随着国内资本市场体系的逐步完善和估值水平的显著提升，在香港联交所、纽约证交所和纳斯达克交易所等海外交易所上市的部分中国企业有回归A股的内在需求，主要包括以下几类海外上市公司：一是因海外投资者不认可公司投资价值而造成股价被严重低估的上市公司，其控股股东有着将上市公司从海外退市回归A股的需求。如千方科技（NASDAQ: CTFO）2012年从纳斯达克主板退市并拆除境外红筹架构后2013年借壳联信永益（002373.SZ）实现回归A股。二是某些境外上市公司有意将其旗下与国内市场关系密切，容易得到A股市场投资者认可的资产分拆在A股上市。如2013年香港联交所上市公司神州数码（0861.HK）将其从事信息技术服务的子公司神州信息分拆并通过借壳ST太光（000555.SZ）在A股上市，2014年香港联交所上市公司创维数

码（0751.HK）将其从事家庭数字娱乐系统的子公司创维数字分拆，通过借壳华润锦华（000810.SZ）在A股上市。三是某些海外上市公司的母公司因财务困难或收到诉讼、处罚失去持续经营的能力，但其在中国的资产拥有良好的盈利能力和成长前景，可以作为国内上市公司产业并购的标的资产。如2014年上市公司天邦股份以非公开发行募集资金收购已申请破产的纳斯达克上市公司艾格菲国际（NASDAQ: CTFO）在中国大陆从事生猪养殖和饲料生产的子公司艾格菲实业股权。

上市公司并购团队可在财务顾问的协助下，逐步建立新三板和海外上市中该股的标的企业数据库并及时更新，作为选择潜在标的企业的重要参考资料。

## 2. 通过中介机构获取潜在标的企业信息

资本市场的中介机构，特别是以证券公司为主的财务顾问在长期从事并购重组业务的过程中积累了大量关于潜在标的企业的信息和人脉关系，其本身也具备良好的专业素质，可以帮助上市公司对潜在标的企业进行甄别和筛选，并拟定初步的交易架构和谈判策略，上市公司从中介机构处获取潜在标的企业的信息可以有效降低识别的成本和风险。但上市公司应尽量选择并购重组领域具备丰富的成功操作经验和良好的执业信誉，对所在行业有着深刻认识的财务顾问合作。

## 二、建立系统化的筛选体系

国内上市公司的产业并购目前处在起步阶段，大部分并购项目在启动时的随意性较强，上市公司往往在与中介机构或潜在标的企业通话或简短会面之后便决定启动针对某标的企业的收购项目，并在后续尽职调

查过程中针对标的企业“特设”一个筛选标准和流程，而不是运用一套已明确的筛选标准和流程，这种非系统化的筛选流程往往不能获得理想的结果，可能将一些与企业整体战略并不相符的企业纳入考虑范围，而上市公司对这些企业所进行尽职调查将会大量占用企业资源和管理层的宝贵的时间，并承担内幕交易的风险和成本，甚至导致上市公司与真正可以与其产生显著协同效应的标的企业失之交臂。而一套积极有效且系统化的潜在标的企业筛选流程则能够帮助上市公司快速有效地抓住最理想的商业机会，确保并购方案与公司长期战略的一致性，在有效利用有限资源的基础上，优先把握价值最大的并购机会，同时为并购项目后续的顺利推进打下坚实基础。

### 三、对标的企业筛选可参照的标准

筛选潜在标的企业的标准应在上市公司以下自身因素的基础上确定：（1）上市公司已建立的并购战略；（2）上市公司业务的潜在增长点，可能产生协同效应的方面；（3）上市公司自身的管理能力；（4）上市公司可作为并购对价的资源。分析潜在标的企业与上市公司并购战略的契合程度，可参考的指标包括：（1）标的企业所在行业规模和竞争状况；（2）标的企业的市场份额；（3）标的企业现有的盈利水平和利润预测；（4）标的企业的股权结构和所有权性质；（5）标的企业的资产负债状况；（6）标的企业所有者和管理层的声誉；（7）标的企业的出售动机和预计交易价格；（8）标企业的主要客户群体；（9）标的企业拥有的驰名商标、先进技术、特许经营权、难以复制的经营模式等无形资产情况；（10）标的企业及其主要市场的地理位置。

## 1.2.2 内幕交易的危害及防范措施<sup>[2]</sup>

内幕交易是资本市场的顽疾，侵蚀和破坏市场公开、公平和公正的基本原则，严重损害了投资者尤其是中小投资者的合法权益。近年来，我国资本市场内幕交易呈现高发态势，中国证监会统计数据显示，2008—2013年，证监会共集中调查内幕交易案件785件，占期间案件调查总量的52%；向公安机关移送内幕交易涉嫌犯罪案件95件，占同期移送案件的57%。2012年、2013年内幕交易立案案件分别为70件和86件，相比2011年增幅分别达到46%和79%；2012年、2013年因内幕交易被证监会行政处罚的人数分别为31人和66人，相比2011年分别增长63%和247%。

上市公司并购重组是容易产生内幕交易的高发领域，特别是上市公司产业并购涉及的相关方较多，内幕信息保密工作的难度较大，导致出现内幕交易的风险很高。上市公司产业并购一旦涉及内幕交易不仅会导致并购交易失败，相关当事人也将面临监管部门和法律的严惩，因此在筹划和实施产业并购的过程中，上市公司一定要使相关当事人充分了解内幕交易基础知识，深刻认识内幕交易的危害性，并在此基础上根据相关法律法规和指导性意见的要求建立完善的内幕信息保密和内幕信息知情人报备制度并严格执行。

### 1.2.2.1 内幕交易的定义和内幕信息知情人的范围

根据《证券法》的规定，内幕交易是指证券交易内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人在内幕信息公开前，买卖该证券，或者泄露该



信息，或者建议他人买卖该证券的违法行为。

内幕信息是指证券交易活动中，涉及公司的经营、财务或者其他对该公司证券的市场价格有重大影响的尚未公开的信息，包括但不限于：公司的经营方针和经营范围的重大变化；公司的重大投资行为和重大的购置财产的决定；公司订立重要合同，可能对公司的资产、负债、权益和经营成果产生重要影响；公司发生重大债务和未能清偿到期重大债务的违约情况；公司发生重大亏损或者重大损失；公司生产经营的外部条件发生的重大变化、公司的董事、三分之一以上监事或者经理发生变动；持有公司百分之五以上股份的股东或者实际控制人，其持有股份或者控制公司的情况发生较大变化；公司减资、合并、分立、解散及申请破产的决定；涉及公司的重大诉讼，股东大会、董事会决议被依法撤销或者宣告无效；公司涉嫌犯罪被司法机关立案调查，公司董事、监事、高级管理人员涉嫌犯罪被司法机关采取强制措施；公司分配股利或者增资的计划；公司股权结构的重大变化；公司债务担保的重大变更；公司营业用主要资产的抵押、出售或者报废一次超过该资产的百分之三十；公司的董事、监事、高级管理人员的行为可能依法承担重大损害赔偿责任；上市公司收购的有关方案；国务院证券监督管理机构认定的对证券交易价格有显著影响的其他重要信息等。

内幕信息知情人是法律规定的利用职务之便能够知悉内幕信息的人员，常见的内幕信息知情人包括：上市公司的董事、监事、高级管理人员；持有公司百分之五以上股份的股东及其董事、监事、高级管理人员，公司的实际控制人及其董事、监事、高级管理人员；上市公司控股的公司及其董事、监事、高级管理人员；由于所任公司职务可以获取公司有关内幕信息的人员；证券监督管理机构工作人员以及由于法定职责对证券的发行、交易进行管理的其他人员；保荐人、承销的证券公司、

证券交易所、证券登记结算机构、证券服务机构的有关人员等。

## 1.2.2.2 相关法律法规对内幕交易标准的认定和处罚措施

### 一、《中华人民共和国刑法》

《中华人民共和国刑法》第一百八十条规定关于内幕交易罪、泄露内幕信息罪的做出了明确规定，包括：

1. 犯罪主体为证券、期货交易内幕信息的知情人员或者非法获取证券、期货交易内幕信息的人员。
2. 犯罪时间为在涉及证券的发行，证券、期货交易或者其他对证券、期货交易价格有重大影响的信息尚未公开前。
3. 犯罪行为包括买入或者卖出该证券，或者从事与该内幕信息有关的期货交易，或者泄露该信息，或者明示、暗示他人从事上述交易活动。
4. 应承担的责任为：处五年以下有期徒刑或者拘役，并处或者单处违法所得一倍以上五倍以下罚金；情节特别严重的，处五年以上十年以下有期徒刑，并处违法所得一倍以上五倍以下罚金。单位犯前款罪的，对单位判处罚金，并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处五年以下有期徒刑或者拘役。

### 二、最高检、公安部《刑事案件立案追诉标

## 准的规定》

2010年5月，最高检、公安部联合印发了《最高人民法院、公安部关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定（二）》，明确内幕交易相关行为涉嫌下列情形之一的，应予立案追诉：

1. 证券交易成交额累计在五十万元以上的；
2. 期货交易占用保证金数额累计在三十万元以上的；
3. 获利或避免损失数额累计在十五万元以上的；
4. 多次进行内幕交易、泄露内幕信息的。

## 三、最高法《关于审理证券行政处罚案件证据若干问题的座谈会纪要》

2011年7月13日，最高人民法院会同有关部门在北京召开专题座谈会，对证券行政处罚案件中有关证据审查认定等问题形成共识，印发了《关于审理证券行政处罚案件证据若干问题的座谈会纪要》，该纪要加强了内幕交易人员的举证责任：在审理证券行政处罚案件中，监管机构提供的证据能够证明以下情形之一，且被处罚人不能作出合理说明或者提供证据排除其存在利用内幕信息从事相关证券交易活动的，人民法院可以确认内幕交易行为成立：

1. 《证券法》第七十四条规定的证券交易内幕信息知情人，进行了与该内幕信息有关的证券交易活动；

2. 《证券法》第七十四条规定的内幕信息知情人的配偶、父母、子女以及其他有密切关系的人，其证券交易活动与该内幕信息基本吻合；

3. 因履行工作职责知悉上述内幕信息并进行了与该信息有关的证券交易活动；

4. 非法获取内幕信息，并进行了与该内幕信息有关的证券交易活动；

5. 内幕信息公开前与内幕信息知情人或知晓该内幕信息的人联络、接触，其证券交易活动与内幕信息高度吻合。

## 四、最高法、最高检《关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》

2012年6月1日，最高人民法院、最高人民检察院《关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》正式施行，这是两高针对证券、期货犯罪出台的第一部司法解释，其主要原则和内容包括：

### （一）对症下药，内幕交易认定不再困难

司法解释在现有刑事法律制度框架下，归纳和明确了内幕交易的证明标准，公诉机关只要证明犯罪嫌疑人的特定身份等基本事实和内幕信息敏感期内有明显异常交易行为等内容，犯罪嫌疑人如果无正当理由或

者正当信息来源，可以认定构成内幕交易罪。

## （二）难逃法网，三类人属于非法获取内幕信息的人员

1. 非法手段型获取内幕信息的人员，即利用窃取、骗取、套取、窃听、利诱、刺探或者私下交易等手段获取内幕信息的；

2. 特定身份型获取内幕信息的人员，即内幕信息知情人员的近亲属，或其他与内幕信息知情人员关系密切的人员在内幕信息敏感期内相关交易行为明显异常，且无正当理由或者正当信息来源的；

3. 积极联系型获取内幕信息的人员，即内幕信息敏感期内与内幕信息知情人员有联络、接触的人员在内幕信息敏感期内相关交易行为明显异常，且无正当理由或者正当信息来源的。

## （三）科学认定，内幕信息敏感期难打“擦边球”

司法解释没有将内幕信息的形成时间局限于正式形成有关“计划”或“方案”的时间，针对那些能够影响公司并购重组、重大投资或重要合同等重大事项的决策者或执行者，如董事长、总经理或实际控制人等，明确其形成动议、决意、决策或者执行之时即为内幕信息的形成时间。

## （四）严刑峻法，明确定罪量刑标准

为便于定罪量刑，司法解释从犯罪金额与犯罪情节方面对《刑法》第一百八十条规定的“情节严重”与“情节特别严重”两种情形做出详细解

释，最高刑期可达十年。

其中“情节严重”是指具有下列情形之一的：

1. 证券交易成交额在五十万元以上的；
2. 期货交易占用保证金数额在三十万元以上的；
3. 获利或者避免损失数额在十五万元以上的；
4. 三次以上的；
5. 具有其他严重情节的。

“情节特别严重”是指具有下列情形之一的：

1. 证券交易成交额在二百五十万元以上的；
2. 期货交易占用保证金数额在一百五十万元以上的；
3. 获利或者避免损失数额在七十五万元以上的；
4. 具有其他特别严重情节的。

精确打击，规定“违法所得”的认定方法：

司法解释规定，通过内幕交易获得的利益或避免的损失均属“违法所得”，对于泄露内幕信息但并未直接从事内幕交易的人员，规定应以其间接引起的内幕交易违法所得作为定罪处罚标准，从而减少量刑过程中的不确定性。

### 1.2.2.3 监管部门的执法和监管措施

#### 一、“新国九条”对内幕交易监管执法的要求

2014年5月9日，国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（以下简称“新国九条”），对加强内幕交易等资本市场违法违规行为的监管执法工作提出了新的要求：

1. 从严查处证券期货违法违规行为，加强证券期货违法违规行为的线索监测，提升执法反应能力。

2. 严厉打击证券期货违法犯罪行为，完善行政执法与司法体制的衔接机制，深化证券期货监管机构与公安司法机关的合作。

3. 进一步加强执法能力，丰富行政调查手段，大幅改进执法效率，提高违法违规成本，切实提升执法效果。

#### 二、完善防控机制——建立内幕信息管理制度

2011年10月，证监会发布《关于上市公司建立内幕信息知情人登记管理制度的规定》，要求上市公司的股东、实际控制人及其关联方研究、发起涉及上市公司的重大事项，以及发生对上市公司股价有重大影响的其他事项时，都应当填写内幕信息知情人的档案；证券公司、证券服务机构、律师事务所等中介机构接受委托从事证券服务业务，该受托事项对上市公司股价有重大影响的，也需要进行内幕信息知情人登记；接收相关内幕信息的行政管理部门人员也纳入内幕信息知情人的登记范

畴。

内幕信息知情人档案自记录之日起至少保存十年，证监会及其派出机构、证券交易所可查询内幕信息知情人档案。

2011年11月，国资委发布《关于加强上市公司国有股东内幕信息管理有关问题的通知》，要求上市公司国有股东、实际控制人都要建立符合自身管理、运行特点的内幕信息管理制度，明确专门负责机构和人员。该通知还根据国有控股上市公司的特点，针对国有股东、实际控制人专门作出了规定：一是上市公司国有股东、实际控制人就涉及内幕信息的相关事项决策后，应当按照相关规定及时书面通知上市公司，由上市公司依法披露。二是上市公司国有股东、实际控制人就涉及内幕信息的有关事项向有关政府部门、监管机构汇报、沟通时，应告知其保密义务，并将情况记录备查。三是要求国有股东支持、配合上市公司实施内幕信息知情人登记，并对由国有股东、实际控制人所掌握的、上市公司尚未知悉的内幕信息的知情人登记程序作出了规定。上述规定使国有股东与上市公司在内幕信息管理职责分工方面得以有效衔接，有利于内幕交易防控机制的完善。

### 三、严把关键环节——并购重组审核中进行股票交易异动核查

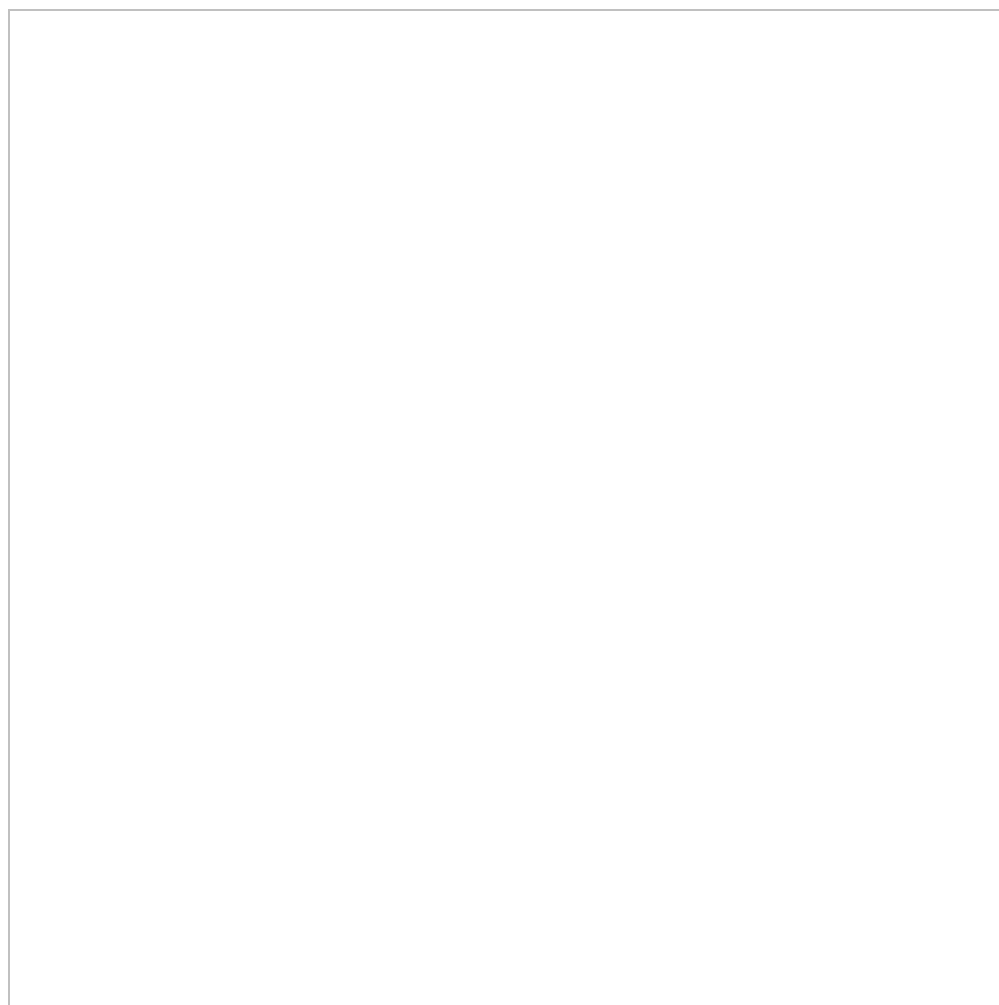
目前，证监会对容易引发内幕交易的上市公司并购重组，采取了“异动即调查、立案即暂停、违规即终止”等规制措施，减少违法者的可乘之机。

2012年11月，证监会发布《关于加强上市公司重大资产重组相关



股票异常交易监管的暂行规定》，进一步明确了与上市公司重大资产重组相关股票异常交易监管的有关规定。其中，上市公司重大资产重组因控股股东、实际控制人存在内幕交易被终止审核的，需承诺至少12个月内不再筹划重大资产重组事项；相关主体因涉嫌内幕交易被立案调查的，自立案之日起至责任认定前不得参与任何上市公司的重大资产重组，被证监会作出行政处罚或司法机关追究刑事责任的，自相关决定或判决生效之日起36个月内不得参与任何上市公司的资产重组。

核查的具体流程如下图所示：



## 四、实时智能监控——交易所运用大数据技术发现内幕交易

监察系统是证券交易所依法设立的证券交易监控系统。系统集成了交易、登记、结算数据和上市公司、证券公司等相关信息，对证券交易活动进行实时动态监控和统计分析，是功能强大的综合监控分析平台。上交所异动指标分为4大类72项，敏感信息分为3级共11大类154项；深交所报警指标体系包含130余个监控报警指标，5套智能分析指标。交易所监察系统通过实时监控、异动报警和智能分析等功能能够及时发现涉嫌内幕交易、市场操纵等违法违规行为和重大异常交易行为。

每一个投资者从开户的第一天起，其所有的开户、委托、成交、托管等记录均纳入监察系统的监控视野。监察系统还建立了内幕信息知情人数据库，并设计了一系列报警和分析模块。一旦上市公司重大信息发布前股票交易异常，触及内幕交易报警指标阈值，监察系统将自动进行报警，为监控人员及时发现涉嫌内幕交易行为提供线索。倪鹤琴、杨治山、马乐等案件线索就是沪深交易所通过系统报警和大数据分析发现的。

经过多年努力，证券交易所建立起完备的内幕交易综合防控体系和快速发现反应机制。2013年至2014年上半年，沪深证券交易所共向中国证监会上报市场案件线索587件，占市场案件线索总量的58%，其中内幕交易和利用未公开信息案件线索占比达73%。

实践表明，交易所完善的监控机制既能发现“小老鼠”，也能揪出“大老虎”，投资者只要利用了内幕信息进行内幕交易，或利用未公开信息从事老鼠仓行为，无论手段多么隐蔽，都难逃监管“法眼”，最终将

受到法律制裁，付出惨重代价。

## 五、多方联合行动——各部委联动执法打击内幕交易

2010年11月，国务院办公厅下发《关于依法打击和防控资本市场内幕交易意见的通知》，要求各省市人民政府、国务院各部委、各直属机构根据通知的部署和要求，各司其职、协同配合，形成上下联动、部门联动、地区联动的内幕交易综合防控体系和强大打击合力。近年来，证监会、公安部、监察部、国资委、审计署等各部委联合办理了多起内幕交易典型案件，与工信部、工商总局等机关也形成了良好的案件调查合作机制。

2013年起，证监会与公安部进一步完善“行刑衔接”工作机制，积极探索实践行政与刑事“同步研究、联合调查”的办案模式，2014年上半年证监会联合公安部集中向上海市公安局部署交办的13起试点大要案（包括海富通基金管理有限公司5名原基金经理涉嫌利用未公开信息交易案等）短时间内均已成功侦破，其中数名涉嫌利用非公开信息交易犯罪潜逃境外的犯罪嫌疑人被缉捕回国，取得了良好效果。

## 六、加强稽查执法——证监会多措并举严查违法违规

在“两维护、一促进”精神指导下，2013年证监会召开稽查执法工作会议，明确将稽查执法工作定位为证监会的主要业务与核心工作，集中执法资源，狠抓大案要案查处；充分运用内幕交易行为的认定规则，加

大行政处罚的力度；一旦涉嫌犯罪，发现一起，移送一起，积极配合公安司法机关追究刑事责任，始终保持对内幕交易的严打和高压态势。证监会还出台一系列重大举措加强稽查执法工作，加大内幕交易案件的稽查和追责力度。

据统计，2008—2013年，证监会共立案查处内幕交易案件310件，包括“中山公用李启红案”、“高淳陶瓷刘宝春案”、“天山纺织案”、“天威视讯案”等一批大案要案得到有效查处。随着刑事立法和司法解释的逐步完善，证监会配合有关方面进一步加大对违法违规行为的刑事追责力度，2012—2014年上半年证监会移送公安机关追究刑事责任内幕交易案件（含利用未公开信息交易案）达到87件。

#### **1.2.2.4 上市公司防范内幕交易的主要措施**

为防范内幕交易发生，证监会、公安部、监察部、国资委、预防腐败局五部门于2010年11月下发《关于依法打击和防控资本市场内幕交易意见的通知》，中国证监会也发布了《关于上市公司建立内幕信息知情人登记管理制度的规定》，依据上述规定，上市公司在并购重组过程中，应当注意如下几个方面：

1. 所有涉及上市公司重大事项的决策程序，都要符合保密制度要求。
2. 简化决策流程，缩短决策时限，尽可能缩小内幕信息知情人范围。
3. 研究论证上市公司重大事项，原则上应在相关证券停牌后或非交易时间进行。如需要向有关部门进行正常咨询、方案论证的，应当在

相关股票停牌后进行。

4. 上市公司及其他信息披露义务人应当做好内幕信息知情人登记工作及分阶段信息披露和风险提示工作。

5. 上市公司应当通过签订保密协议、禁止内幕交易告知书等必要方式将禁止内幕交易的义务告知有关人员。

参与上市公司产业并购的相关方因一念之差卷入内幕交易等利益纠葛也许短期内暂时不被察觉，但“法网恢恢，疏而不漏”，内幕交易行为最终必将受到法律的制裁，内幕交易者的人生也会因此留下不可磨灭的污点。

## 1.2.3 财务顾问在上市公司产业并购中的主要作用

上市公司产业并购中财务顾问是关键，好的财务顾问不仅协助制定策略，寻找标的，参与商务谈判，与监管机构沟通，财务顾问机构还可以协助安排资本支持。并购财务顾问和IPO保荐机构作用有所不同，IPO是有明确规则，保荐机构协助企业进行规范并达到规则要求，主要是企业与监管机构的博弈。上市公司产业并购是交易双方的商业博弈，且并购没有固定的规则和章法，不同企业家其交易风格也不同。好的财务顾问可以润滑交易，较低交易成本，控制交易风险。随着交易的日趋复杂，优秀的财务顾问机构也将发挥更大的作用。

### 1.2.3.1 财务顾问在上市公司并购重组中应履行的法定义务

#### 一、上市公司重大资产重组中独立财务顾问应履行的法定义务

根据《上市公司重大资产重组管理办法》，上市公司应在重大资产重组过程中聘请独立财务顾问履行以下义务：

1. 审慎核查重大资产重组是否构成关联交易，并依据核查确认的相关事实发表明确意见。重大资产重组涉及关联交易的，应当就本次重组对上市公司非关联股东的影响发表明确意见。

2. 对需上报证监会审核的重大资产重组，接受上市公司委托，在股东大会做出决议后3个工作日内向证监会申报。

3. 配合上市公司对证监会反馈意见进行书面回复。

4. 对重大资产重组的实施过程、资产过户事宜和相关后续事项的合规性及风险进行核查，发表明确的结论性意见。

5. 对实施重大资产重组的上市公司履行持续督导职责。持续督导的期限自本次重大资产重组实施完毕之日起，应当不少于一个会计年度。实施构成借壳上市的重大资产重组的，持续督导的期限自中国证监会核准本次重大资产重组之日起，应当不少于3个会计年度。

## 二、收购方财务顾问应履行的法定义务

根据《上市公司收购管理办法》，收购人应聘请的财务顾问履行以下职责：

1. 对收购人的相关情况进行尽职调查。

2. 应收购人的要求向收购人提供专业化服务，全面评估被收购公司的财务和经营状况，帮助收购人分析收购所涉及的法律、财务、经营风险，就收购方案所涉及的收购价格、收购方式、支付安排等事项提出对策建议，并指导收购人按照规定的内容与格式制作申报文件。

3. 对收购人进行证券市场规范化运作的辅导，使收购人的董事、监事和高级管理人员熟悉有关法律、行政法规和中国证监会的规定，充分了解其应当承担的义务和责任，督促其依法履行报告、公告和其他法

定义务。

4. 对收购人是否符合本办法的规定及申报文件内容的真实性、准确性、完整性进行充分核查和验证，对收购事项客观、公正地发表专业意见。

5. 接受收购人委托，向中国证监会报送申报材料，根据中国证监会的审核意见，组织、协调收购人及其他专业机构予以答复。

6. 与收购人签订协议，在收购完成后12个月内，持续督导收购人遵守法律、行政法规、中国证监会的规定、证券交易所规则、上市公司章程，依法行使股东权利，切实履行承诺或者相关约定。

### 三、其他应聘请财务顾问的情形

1. 根据《上市公司收购管理办法》，被收购上市公司董事会应聘请独立财务顾问对董事会向股东提出的是否接受要约提出建议提出专业意见。

2. 根据《上市公司收购管理办法》，上市公司管理层收购的，其独立董事在发表意见前，应当聘请独立财务顾问就本次收购出具专业意见。

3. 根据《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》，国有控股股东拟采取协议转让方式转让股份并不再拥有上市公司控股权的，应当聘请在境内注册的专业机构担任财务顾问，对上市公司股份的转让方式、转让价格、股份转让对国有股东和上市公司的影响等方面出具专业意见；并对拟受让方进行尽职调查，出具尽职调查报告。



4. 根据《国有单位受让上市公司股份管理暂行规定》，国有单位通过协议方式受让上市公司股份并成为上市公司控股股东的，应当聘请在境内注册的专业机构担任财务顾问，针对本单位受让上市公司股份的方式、受让价格、对本单位及上市公司的影响等方面发表专业意见。

### **1.2.3.2 财务顾问在上市公司产业并购中的主要作用**

随着国内证券市场的日渐成熟和证券公司资本实力进一步充实、业务范围进一步扩大，优秀的财务顾问在上市公司并购重组，特别是产业并购中的作用已经不仅限于上述法律法规规定的范围，而是全面参与到上市公司并购重组的各个环节，利用其专业化的团队和丰富的行业经验全程组织协调上市公司的并购活动，在参与并购重组的外部中介中处于中心枢纽的地位。财务顾问可以为上市公司产业并购提供的服务主要包括：

1. 协助上市公司根据其经营战略和发展规划制订收购战略，明确收购目的，拟订收购标准；
2. 搜寻、调查和审计目标企业，分析并购目标企业的可行性；
3. 评估并购对上市公司的影响，分析并购重组对上市公司财务及经营上的协同作用，对原有股东利益的摊薄；
4. 设计并购方式和交易结构，为上市公司提供估值建议，组织安排谈判，设计保护上市公司利益的机制；
5. 协助上市公司向股东和利益相关方说明本次重组的意义和作

用；

6. 提供融资服务或协助寻找融资服务的提供者；
7. 寻找销售对象，完成配套融资的发行；
8. 就重组完成后上市公司的整合、一体化和经营发展等问题提出咨询意见，帮助上市公司最终实现并购目标；
9. 根据并购完成后的上市公司需求提供再融资保荐承销和股权激励等财务顾问服务。

### 1.2.3.3 财务顾问在跨境并购中的作用

相对于境内并购，跨境并购具有更高的复杂性和不确定性，因此选择一家了解业务模式、经营战略的财务顾问，协助上市公司“走出去”实施跨境并购，将有助于上市公司提高效率，规避不必要的风险以及提高后续整合的成功率。跨境并购中，财务顾问的主要职责和作用包括：

1. 协助上市公司根据其经营战略和发展规划制订收购战略，明确收购目的，拟订收购标准；
2. 根据收购战略，在全球范围内筛选合适的收购标的，并与其股东、管理层进行初步接触撮合；
3. 与卖方财务顾问保持沟通，管理收购时间表，向公司推荐合适的中介机构；
4. 协调其他中介，对标的公司进行全面尽职调查、对标的公司进行估值、设计交易架构和融资方案及后续整合方案等；

5. 陪同上市公司对标的公司进行现场考察和管理层访谈，协助上市公司与卖方就收购价格和收购协议主要条款进行谈判；
6. 协助上市公司完成境内外审批工作。

## 1.2.4 对并购标的进行尽职调查

### 1.2.4.1 对标的企业实施尽职调查的作用和一般原则

尽职调查是上市公司对并购标的进行认知的过程，买方和卖方之间的信息不对称是导致并购交易失败的重要原因，尽职调查可以减少这种信息不对称，尽可能地降低买方的收购风险，因此尽职调查的结果决定了一项初步达成意向的并购交易能否顺利向前推进，同时也是交易双方讨论确定标的资产估值和交易方案的基础。如果不进行尽职调查，收购交易的固有风险就会迅速增加，特别是在产业并购交易中，上市公司在缺少充分信息的情况下购买一个公司可能会在财务上导致重大的损失并有可能招致监管机构的处罚。

尽管对不同行业 and 不同经营模式的标的企业实施的尽职调查程序 and 关注点不尽相同，但某些原则是并购交易中的尽职调查应共同遵循的，一般包括：

1. 保密原则。一方面上市公司在对标的企业实施尽职调查的过程中应注意内幕信息的保密工作，严格限制公司内部和被调查企业知情人员的范围，与参与尽职调查的中介机构尽快签署保密协议；另一方面，尽职调查过程中不可避免会涉及被调查企业未公开的文件和信息，对被调查企业的机密信息也应按照其要求严格履行保密程序。

2. 重点突出原则。对标的企业实施尽职调查涉及的范围十分广泛，综合考虑时间和人力、物力资源，并非越详尽覆盖范围越广的尽职

调查就越有效，某些情况下信息量过大或无关干扰信息过多反而会降低并购交易的推进效率，上市公司应根据自己的并购战略和与标的企业前期接触中获得的信息，明确尽职调查的重点关注方面。

3. 实地考察原则，上市公司的尽职调查团队一定要亲临目标企业现场，进行实地考察、访谈，亲身体验和感受，而不能仅依据纸面材料甚至道听途说的内容作出判断或出具结论性意见。

4. 客观公正原则，尽职调查团队应依据上市公司的投资理念和标准，在客观公正的立场上对标的企业进行调查，如实反映标的企业的真实情况，不能因个人的情感因素扭曲事实；同时必须保证获取信息的准确性，信息的来源要尽量全面，不能以点带面，以偏概全，要合理利用信息间的关联性来最大限度的反映标的企业存在的问题。

5. 以人为本原则，上市公司的尽职调查团队对标的企业从技术、产品、市场、财务等方面进行全面考察的同时，还应重点注意对管理团队创新能力、管理能力、诚信程度的评判。

### **1.2.4.2 对并购标的法律尽职调查的重点关注事项**

法律尽职调查重点需要考察并购标的企业是否存在影响其合法存续或正常经营的法律瑕疵、是否存在影响本次重组交易的法律障碍或在先权利、拟交易的股权是否存在瑕疵或潜在纠纷等。法律尽职调查通常包括以下方面：

#### **一、标的企业的设立及合法存续**

对标的企业设立及合法存续的法律尽职调查主要关注企业的设立是否经有权审批部门的批准（如需），股东是否适格，股东出资是否真实、充足等。

1. 关于标的企业的设立，主要查阅设立时的政府批准文件（如需要）、名称预核准通知书、公司章程、出资人协议、创立大会或第一次股东大会文件、评估报告、工商登记文件等，以此核查并购标的企业的设立程序、方式是否符合法律法规的规定，是否已经取得管理部门必要和有效的批准和授权，所从事的行业是否取得行业主管部门的批复，其工商注册登记是否合法、真实。

2. 关于股东资格，如果并购标的企业的股东是法人或其他组织，主要查阅其营业执照、公司章程或其他组织文件、组织机构代码证、工商登记文件，以及董事会、股东（大）会等内部决策部门做出的关于同意投资并购标的企业的决议性文件、相关政府主管部门关于同意其投资标的企业的批准文件，以此核查并购标的企业股东是否具备股东资格，是否取得必要的内部授权，以及投资行为是否已经取得相关管理部门必要和有效的批准和授权。如果并购标的企业的股东是自然人，应查阅其身份证明文件，了解其国籍、是否拥有永久境外居留权及住所等情况，并了解其是否具备民事行为能力。需要注意的是，如果股东是外国投资者，必要时需要借助当地律师的法律意见或通过外交途径确认该等股东是否适格以及其出资是否符合所在国（地）的法律法规。

3. 关于股东出资形式，涉及非货币资产出资的，主要查阅非货币资产出资的评估报告及其明细、相关资产的权属证明文件或资产购买合同、发票等文件，以核查出资股东是否合法拥有出资资产的所有权，该等资产的权属是否完整、是否存在纠纷；涉及债权出资的，主要查阅与债权相关的协议文件、债权人对于债权转移的书面同意等资料，以核查

用于出资的债权形成以及处置是否合法、合规、真实、有效；涉及以在其他企业中的投资权益出资的，主要查阅该企业的营业执照、设立批准文件、相关管理部门颁发的批准文件、章程或其他组织文件、出资协议、验资报告及其附件、审计报告、评估报告、工商登记材料等，以核查用于出资的投资权益是否真实、有效，是否存在投资限制等。

4. 关于出资到位情况，主要查阅历次验资报告及附属文件、并购标的企业股东协议、历次营业执照、历次修改的公司章程、增资协议、资产交割单、资产产权转移登记等资料，以核查股东的出资或增资金额、时间、方式及相应获得股份的情况，以及用于出资的非货币资产是否已经办理交割或过户手续，从而确认股东对于并购标的企业的出资是否已足额缴纳。

## 二、标的企业的股权结构

对标的企业股权结构的法律尽职调查主要关注标的企业股权是否为交易对方合法拥有、是否可自由转让、是否存在代持、是否存在信托持股和职工持股会持股等情形。

1. 关于标的企业股权权属及权利限制，针对标的企业设立时的股权设置，主要查阅标的企业设立时的股东协议、公司章程、创立大会或第一次股东会决议、股东名册、工商登记文件，以及相关政府主管部门的批准文件等，以核查标的企业设立时股权设置是否符合法律法规，股权是否清晰及股份持有人是否明确。针对标的企业历次股权变动，主要查阅历次变动的企业内部决策文件、验资报告、增资协议或股权转让协议、转让资金支付证明、减资公告、修订的公司章程、相关政府主管部门的批准文件、工商登记变更材料等，以核查标的企业历次增减资是否

履行了必要的法律手续，股权变动情况是否合法、合规、真实、有效。

2. 关于实际股份权益人，主要通过与企业主要股东及董事进行访谈、问卷等方式，核查股东是否为实际权益持有人，是否存在代持、信托持股和职工持股会持股等情形。如果曾经存在过上述情况，需要查阅相关股份形成、演变及清理的协议、决策文件、批准文件、价款支付凭证等，并与当事人进行访谈，以核查是否存在潜在风险。

3. 标的资产曾计划在海外上市或从海外退市的，红筹架构和VIE安排是否按相关监管要求拆除，相关债权债务是否妥善解决、税务处理是否合法。

### 三、标的企业的业务经营

标的企业不仅应依法成立，而且应始终守法经营，不会因不当行为导致其存在持续经营的法律障碍。对标的企业业务经营进行法律尽职调查，主要关注其经营范围、经营方式、业务发展目标、业务变动情况，以及与业务经营相关的投资项目。

1. 关于标的企业的经营范围，主要查阅标的企业的营业执照、公司章程、年度财务报表、工商年检材料、生产许可证照等，以核查标的企业的经营范围是否符合有关法律、法规和规范性文件的规定以及实际经营范围是否与工商登记一致；核查标的企业是否已经取得其从事经营范围内的业务所需的所有批准、登记、备案、经营资质或许可，是否存在该等资质或许可可能被撤销的情形。

2. 关于标的企业的经营方式，主要查阅主要业务种类的相关合同、主要客户和供应商资料、主要产品服务的价格标准或分析报告、行



业质量和技术标准，并通过与目标企业相关负责人员谈话、问卷调查等方式，了解标的企业业务流程、主要经营方式及业务模式，以核查标的企业经营方式和经营模式是否符合相关法律法规的规定。

3. 关于标的企业的业务发展目标，主要查阅标的企业业务发展计划或纲要性文件、业务发展目标内部决策和授权法律文件，并通过与标的企业董事、高管访谈的方式，了解标的企业未来发展目标、发展计划及实施该计划的主要经营理念或模式，以核查企业发展目标是否符合法律法规及国家产业政策。

4. 关于标的企业业务变动情况，主要核查历次审议变更经营范围的内部决策机构文件、历次修订的公司章程、历次换发的营业执照等，以核查标的企业最近三年主营业务是否存在重大变化及变化原因，判断该等变化是否会影响标的企业的持续经营能力。

5. 关于标的企业与业务相关的投资项目，主要核查项目申请文件、可行性研究报告、政府主管部门的核准或备案文件、环境评价报告或备案表等，以核查标该等投资项目是否履行了必要的项目审批手续，是否会对企业未来业务发展带来任何潜在法律或政策风险。

## 四、标的企业的资产状况

对标的企业在资产状况进行法律尽职调查，主要关注其拥有的重要资产，包括但不限于土地使用权、房屋建筑物、主要生产经营设备、无形资产、对外投资等的权属是否清晰，是否存在任何权利限制等。

1. 关于土地使用权和房屋建筑物，主要查阅土地使用权出让（转让、出租）协议、出让金支付凭证、利用国有划拨土地的有关政府部门

批准文件、利用农用地转为建设用地或集体土地或使用临时用地的有关协议和有关政府部门批准文件、土地使用权证书、房屋所有权证书等。涉及在建房屋或购买在建商品房的，需查阅用地规划许可证、建设规划许可证、施工许可证、竣工验收证明、商品房预售许可证等文件；涉及租赁房屋建筑物的，需查阅租赁合同、出租房拥有产权的证明文件、租赁备案登记等。通过查阅上述文件，并结合现场走访、与标的企业主要负责人员的访谈等途径，了解标的企业拥有的土地使用权及房屋建筑物是否已取得权属证书，其取得土地使用权及房屋建筑物产权的方式和途径是否合法合规，其实际占有使用的土地及房屋建筑物是否与证载情况一致。对于未取得产权证书的，需要调查原因并判断是否存在办理证书的法律障碍。

2. 关于主要生产经营设备，主要查阅购买合同、建造合同、货款支付凭证、发票、海关进口报关单或证明文件、竣工验收文件等，并结合现场走访，以核查标的企业是否实际占有、使用主要生产经营设备，该等设备是否与财务账册中列示的情况相一致、是否存在任何权利限制等。

3. 关于无形资产，主要查阅商标或专利证书、商标转让或许可协议、商标许可协议备案登记文件、专利或非专利技术转让或许可协议、专利或非专利技术合作开发协议等，以核查标的企业对商标、专利等无形资产的占有或使用是否存在任何法律障碍或权利限制、是否存在纠纷或潜在纠纷等。

4. 关于对外投资，主要查阅标的企业批准对外投资的内部决策文件、该等对外投资子企业最新的经年检的营业执照、现行有效的公司章程或其他组织文件、股东协议、生产经营资质证书、标的企业取得投资权益时所依据的协议及出资证明文件、子企业最近三年的财务报告或审

计报告，以核查标的企业对于该等子企业权益的形成过程是否合法、合规、真实、有效，该等子企业是否合法成立并有效存续，标的企业持有的对外投资子企业权益是否清晰无争议。

## 五、标的企业的重大债权债务情况

对标的企业重大债权债务情况的法律尽职调查主要关注债权债务的内容、形成原因、是否存在纠纷或潜在纠纷、是否可能对标的企业的生产经营产生不利影响等，主要查阅标的企业将要履行或正在履行的重大合同、标的企业近期财务报告中金额较大且期限较长的其他应收款明细及相关交易协议、营业外支出明细等，并通过互联网公开信息检索、向交易对方函证、对标的企业相关负责人员访谈、走访相关监管部门等途径，核查标的企业的各项重大合同形式和内容是否合法、合规、真实、有效，合同是否正常履行、是否存在任何潜在风险或纠纷，其他应收款、其他应付款是否因正常的生产经营活动发生，标的企业是否存在因环境保护、知识产权、产品质量、劳动安全、人身权等原因产生的侵权之债等。

## 六、标的企业的独立性

对标的企业独立性进行法律尽职调查，主要关注标的企业是否在业务、资产、人员、财务、机构等方面具备独立于控股股东及其他关联方的运营能力，以保证其在被并购之后能够持续稳健的生产经营。

1. 关于业务独立性，主要查阅标的企业的营业执照、公司章程、重大业务合同、业务流程图等，现场走访标的企业的生产经营场所并与

相关业务人员进行访谈，以核查标的企业是否有独立于控股股东或其他关联方的场地、设备、供应商、客户等。

2. 关于资产独立性，通过对标的企业资产状况的调查，核查标的企业股东用于出资的相关资产是否已完整注入标的企业，标的企业对生产经营所需的土地、房屋建筑物、生产设备、辅助生产系统和配套设施、商标、专利、非专利技术等是否具备完整、合法的财产权属以及是否实际占有和使用，是否存在资产被股东或其他关联方控制或占用的情况等。

3. 关于人员独立性，主要查阅标的企业员工名册、劳动合同、工资明细表、社会保险缴费凭证等，并与标的企业高管、财务人员、人事部门人员及部分被抽查员工进行访谈，以核查标的企业高管、财务人员是否存在在控股股东单位任职并领取薪酬的情况，标的企业与股东或其他关联方是否存在销售人员、采购人员等混用的情况、标的企业与股东或其他关联方是否存在代为缴纳社会保险的情况等。

4. 关于财务独立性，主要查阅标的企业的财务会计制度、银行开户资料、税务登记证、最近三年的纳税资料、银行贷款卡、授信协议、融资协议、担保协议等，以核查标的企业是否设立独立的财务部门，是否建立了独立的财务核算体系，是否具有规范的财务会计制度，是否独立进行财务决策，是否具有独立的资金管理体系，与股东及其他关联方之间是否存在重大担保、借款、资金占用情况等。

5. 关于机构独立性，主要查阅标的企业公司章程及各项内部规章制度、机构设置文件、内部决策机制及决策文件等，以核查标的企业是否具备独立健全的经营管理机构、标的企业与股东及其他关联方是否存在机构混同的情况等。

## 七、关联交易和同业竞争

对标的企业关联交易和同业竞争的法律尽职调查，重点关注标的企业的控股股东和其他关联方是否通过不正当的关联交易侵占标的企业利益，是否通过关联交易影响标的企业的独立性，是否因存在同业竞争而影响标的企业的盈利能力和持续经营能力等。

1. 关于关联交易，主要查阅标的企业及其控股股东和实际控制人的股权结构图、工商登记材料、公司章程、关联交易协议、标的企业审批关联交易的内部决策文件、标的企业关于关联交易的规章制度等，以核查标的企业是否已建立健全关联交易决策程序以及该等制度是否被有效执行，关联交易是否必要和公允等。

2. 关于同业竞争，主要查阅标的企业控股股东的营业执照、公司章程、发展规划、控股股东及实际控制人以及其控制企业的营业执照和审计报告等，以核查标的企业的控股股东、实际控制人及其控制的其他企业是否存在与标的企业相竞争的业务，控股股东、实际控制人在采购、销售、投资或存在其他业务机会时是否存在利益倾斜，控股股东、实际控制人是否已采取有效措施避免同业竞争等。

## 八、标的企业的规范运作

对标的企业规范运作的法律尽职调查，主要通过查阅标的企业的公司章程及内部组织机构设置文件、决策文件、会议资料等，核查标的企业是否按照法律法规的要求建立健全各项组织机构，以及该等机构是否能够有效运作。

## 九、标的企业的法律纠纷情况

对标的企业法律纠纷情况的法律尽职调查，主要查阅与仲裁、诉讼有关的法律文书、行政处罚决定书等文件，并通过互联网公开信息检索、与相关代理律师谈话，以核查标的企业是否存在重大法律纠纷或潜在纠纷，了解该等纠纷处理的进展情况，是否会对标的企业的资产状况或持续经营造成重大不利影响等。

### 1.2.4.3 对并购标的实施财务和税务尽职调查的重点关注事项

财务尽职调查的主要目的是在对标的企业内部控制、财务制度、会计政策和会计估计充分了解的基础上确认其财务报表的真实性和准确性，除此之外，财务尽职调查还需通过对重要财务指标进行趋势性分析，确保标的企业财务预测的合理性和可实现性，为标的企业估值提供基础材料。财务尽职调查通常包括以下方面：

#### 一、标的企业与财务相关的内部控制体系

如果标的企业与财务相关的内部控制体系不健全或未得到有效执行，或者会计基础工作薄弱或财务管理不规范，都可能导致财务报表失真，甚至可能出现财务风险和经营风险。对标的企业内部控制体系的尽职调查主要关注标的企业是否建立并完善了与财务相关的内部控制体系，是否存在会计基础工作薄弱或财务管理不规范的情形。涉及的主要工作包括通过与标的企业管理层、内部审计部门及员工交谈，查阅相关规章制度、业务流程相关文件、内部控制审计报告等，评价标的企业现

有与财务相关的内部控制体系内部控制制度是否能合理保证财务报表真实而公允地反映企业的财务状况、经营成果以及现金流量。

## 二、标的企业会计政策和会计估计的稳健性

对标的企业会计政策和会计估计的尽职调查主要关注标的企业执行的会计政策是否符合企业会计准则的相关规定，且与其实际经营情况相符；会计政策和会计估计与同行业公司相比是否稳健。涉及的主要工作包括通过查阅标的企业财务报告和会计账簿、询问会计人员和对比同行业公司财务报告等方式评价标的企业对主要交易或事项所选用的会计政策、会计估计是否稳健；如标的企业近年会计政策或会计估计发生重大变化，评价其变更是否符合相关会计准则规定，变更依据是否充分、合理，以及对标的企业的历史经营业绩产生的影响等。

## 三、标的企业的主要财务指标

对标的企业主要财务指标的尽职调查主要关注标的企业的资产负债结构、周转情况、盈利能力相关的指标与同行业公司相比是否存在重大异常。涉及的主要工作包括通过对标的企业的资产负债结构、盈利能力等进行分析，尤其是对同行业公司的相关财务指标进行对比分析，不仅能够对标的企业的资产流动性和经营能力进行评价，甚至可能发现其财务报表失实。

## 四、标的企业资产的真实性和其价值

对于大部分企业来说，主要的生产厂房和设备及专有技术等是企业赖以生存和发展的物质基础，是否真实存在和存在权属纠纷将直接影响到企业的持续经营。对标的企业资产的真实性和其价值的尽职调查主要关注标的企业的主要资产如固定资产及无形资产等是否真实存在，其权属是否存在纠纷或争议；资产价值是否准确，各项资产减值准备计提是否合理、充分。涉及的主要工作包括通过实地查看标的企业存货、厂房和设备等，查阅房产、土地使用权、专利等无形资产的权属凭证等，核实企业主要固定资产及无形资产是否真实存在，结合相关固定资产的状态及专利权等权利的期限和使用状态，判断是否需要计提减值准备。

## 五、标的企业的债务

对标的企业债务的尽职调查主要关注标的企业是否存在逾期未偿还的借款；若目标企业存在大量负债，主要的债权人对于标的企业的债权是否存在特别约定，是否会因为并购的发生导致债务成本上升或是债务的立即偿还。通过查阅审计报告、查询银行账户信息及贷款卡信息和访谈相关人员等，了解企业的实际债务情况。若标的企业与主要债权人存在特别约定，需要在交易前确定主要债权人对并购的意见或由标的企业协助取得承诺函。涉及的主要工作包括通过查阅审计报告、担保合同、董事会决议、查询贷款卡信息等，核实标的企业是否存在对外担保责任，是否有因重大诉讼、仲裁及未决诉讼、仲裁事项和产品质量情况等产生的或有或潜在债务。因这些潜在负债或承诺事项可能导致标的企业现金流出或损失发生，进而影响交易定价，甚至直接关系到并购交易的成败。

## 六、标的企业的薪酬政策



对标的企业薪酬政策的尽职调查主要关注标的企业的薪酬政策是否具有市场竞争力，是否按照国家及当地政府的相关规定及时计提和缴纳社会保险和住房公积金。涉及的主要工作包括通过与公司管理层及人力资源部门负责人进行交谈、查阅公司薪酬考核文件和同地区同行业薪酬信息等，了解标的企业是否存在“金色降落伞”等类似对高级管理人员等进行补偿的约定；如果实施并购，相关核心人员的去留安排是否将影响标的企业的持续经营能力；标的企业是否已按照相关规定计缴纳社会保险和住房公积金，是否涉及员工安置；等等。

## 七、标的企业的税务

对标的企业税务情况的尽职调查主要关注标的企业执行的税种、税率是否符合法律、法规和规范性文件的要求，历年各项税款是否足额缴纳，享受的税收优惠是否有国家和地方政府文件的支持。涉及的主要工作包括通过询问企业税务负责人、查阅纳税申报表、税收缴款书等资料，核实是否存在内账外账差异的税务风险，关注是否存在拖欠税款的情形，是否受过税务部门的处罚；存在大量关联交易的标的企业是否存在转移定价风险；查阅有关税收优惠、财政补贴的依据性文件，判断企业享受优惠政策、财政补贴是否合法、合规、真实、有效，以及是否存在盈利严重依赖税收返还和税收优惠的情形。

## 八、标的企业的营业收入

主要关注标的企业的收入确认标准、收入的变化趋势、质量及其集中程度等。通过查阅审计报告、穿行测试等了解标的企业实际核算中确认收入的具体标准，判断收入确认标准是否符合会计准则的要求，是否

存在提前或延迟确认收入或虚计收入的情况；通过月度分析和期后截止性测试等核查企业在会计期末是否存在突击确认销售的情况；对比最近几个年度的收入增长情况和分析客户的集中程度、稳定性和依赖性等评价企业收入的持续性；分析经营活动产生的现金净流量的增减变化情况与销售收入变化情况和营业利润是否匹配；等等。

## 九、标的企业的存货与营业成本

主要关注期末存货盘存情况和在产品、发出商品等是否存在余额巨大等异常情况，判断是否存在应转未转成本的情况；结合毛利率指标分析最近几个年度的变化情况并判断未来变动趋势；与同行业公司进行比较分析时产品毛利率、营业利润率等是否正常；如标的企业为从事水产养殖或化工生产等特殊行业，则需重点关注企业是否已采用科学、合理的方法定期进行盘点；等等。

## 十、标的企业的非经常性损益

主要关注非经常性损益的来源及对当期利润的影响。通过查阅审计报告、翻阅相关凭证等了解相关款项是否真实收到、会计处理是否正确，并分析对财务状况和经营业绩的影响；结合业务背景和业务资料，判断重大非经常性损益项目发生的合理性和计价的公允性；计算非经常性损益占当期利润比重，分析由此产生的风险。

## 十一、标的企业的关联交易及其披露

主要关注标的企业关联交易的必要性和合理性以及价格的公允性。通过访谈标的企业主要股东、董事、监事和高级管理人员、查阅审计报告、获取关联方明细表等了解标的企业的关联方及其关联交易，判断关联方和关联交易是否披露完整；了解发生关联交易的必要性，并对比第三方价格等判断关联交易价格的公允性以及对当期利润的影响；关注其控股股东、实际控制人或关联方资金往来情况和资金占用情况；标的企业是存在关联交易非关联化等情形。

## 十二、标的企业的现金流

主要关注标的企业的现金流是否健康，经营活动产生的现金流量净额是否与净利润匹配；目前的资金是否足以支持未来的资本性支出。

### 1.2.4.4 对标的企业实施商业尽职调查的重点关注事项

相比法律和财务方面的尽职调查，商业尽职调查除关注标的企业存在的风险外，更侧重挖掘标的企业是否存在改善经营、提升业绩的空间，是否能与上市公司现有主营业务产生协同效应，在上市公司收购处于创立初期，盈利能力较弱，业绩不稳定的标的企业过程中商业尽职调查尤为重要。除此之外，商业尽职调查并非独立进行，一方面需要依赖法律和财务方面尽职调查已获取的工作成果和结论（如资产权属、财务报表、收入和成本费用明细账等），另一方面商业尽职调查也可以为法律和财务尽职调查提供新的证据和关注要点。

上市公司对标的企业实施商业尽职调查主要关注的事项包括以下几个方面：

## 一、标的企业面临的宏观环境

取得标的企业行业主管部门制定的发展规划、行业管理方面的法律法规及规范性文件，了解行业监管体制和政策趋势。了解标的企业所在行业对主要宏观经济指标（GDP、固定资产投资总额、利率、汇率等）变动的相关性和敏感程度，分析标的企业所在行业与其上下游行业的关联度、上下游行业的发展前景、上下游行业变动及变动趋势。

## 二、标的企业市场情况

关注标的企业主要产品或服务的市场发展趋势，从供给和需求角度估算市场规模，分析客户购买标的企业主要产品或服务时所看重的关键因素，预测市场发展趋势的延续性和未来可能发生的变化。

## 三、标的企业的竞争环境

获取标的企业主要竞争对手（除现有竞争对手外，应重点关注潜在竞争对手）的资料，包括业务内容、产品明细、市场份额和最新发展动向等，分析标的企业所在市场的竞争环境和进入壁垒，在行业专家的协助下，预计替代产品产生的可能性和导致的竞争后果。

## 四、标的企业的业务流程

获取标的企业研发、采购、生产、销售、物流配送和售后服务等各个业务环节的资料，了解企业在各业务环节是否设置并有效执行了内部

控制程序。通过分析企业如何通过业务流程创造最终产品或服务的附加价值或业务流程如何影响销售收入和利润，确定企业的核心竞争优势和业务流程可以改进的环节。

## 五、标的企业的研发和技术

获取标的企业研发体制、研发机构设置、激励制度、研发人员资历等资料，调查标的企业的研发模式和研发系统的设置和运行情况，分析是否存在良好的技术创新机制，是否能够满足标的企业和上市公司未来发展的需要。了解标的企业对核心技术人员的奖励制度，对关键技术人员是否实施了有效约束和激励，是否有效避免了关键技术人才的流失和技术秘密的外泄。

## 六、标的企业的业绩分析

从业务、产品、区域、客户等视角分析标的企业的业绩驱动因素，通过已获取的财务数据对标企业的盈利能力、成本构成、资本结构和运营效率进行全面分析。

由于商业尽职调查涉及较多行业与技术方面的专业知识，特别是在跨行业并购中，上市公司对标的企业的产品和业务模式缺乏深入的了解，应聘请技术咨询公司、行业协会、规划设计院等专业机构协助上市公司对标的企业实施商业尽职调查。

### 1.2.4.5 国内企业跨境并购尽职调查应特别关注的事项

随着中国经济在改革开放三十多年来的高速发展，中国企业跨境并购活动也日趋活跃，A股上市公司也将并购重组目标企业的范围从国内逐渐扩展到全球，跨境并购面临的风险远高于境内并购，国内企业在跨境并购中屡屡出现失败案例，部分企业也付出了高额的收购和整合成本，通过梳理近年来国内企业跨境并购的失败案例，可以总结出跨境并购尽职调查过程中应重点关注以下事项：

## 一、标的企业所在国家的监管和政治风险

### （一）标的企业所在国家对外国投资的安全审查制度

近年来随着我国经济社会的全面高速发展，“中国威胁论”在西方国家逐渐盛行，加之我国和西方国家在意识形态和社会制度方面的差异，国内企业跨境收购往往会引发标的企业所在国政府和社会的高度关注，在西方国家某些团体和政客的煽动下，正常的商业行为可能会被政府安全审查机构视作威胁该国安全的政治行为。2005年美国众议院通过决议要求美国政府终止中海油集团竞购美国优尼科石油公司的交易，最终导致中海油放弃对该公司的竞购和2008年华为公司与贝恩资本联合收购美国3Com公司因未能在规定期限内取得美国外国投资委员会（CFIUS）的审核而失败的主要原因均系美国政府相关部门认定并购交易存在威胁国家安全的因素。

国内企业在欧美国家实施跨境并购，特别是收购能源、军工、航空、电信等敏感性资产时应事先全面了解该国对外国投资的安全审查制度，并利用我国驻外使领馆和该国的专业机构提前做好沟通和公关工作。

## （二）标的企业所在国家对外资企业实施国有化的风险和相关政策

国有化是国家为社会公共利益，通过颁布法律或其他措施，将国外投资者在该国的财产强制收归政府控制的行为。根据联合国相关决议，主权国家享有对本国财产实行国有化或转移给本国国民的永久权力，阿根廷、玻利维亚等拉美国家在历史上曾经多次出现国有化的行为（2006年5月1日，玻利维亚时任总统签署法令，宣布对本国的石油天然气资产实施国有化）。国内企业在实施跨境并购时，应充分了解标的企业所在国的国有化政策、历史上曾实施的国有化行为以及实施国有化对外国投资者的补偿标准。

## （三）标的企业所在国家的社会稳定和治安情况

标的企业所在国家的政治风险除来自政策方面外，还有其爆发武装冲突和社会动乱的风险，国内企业在启动跨境并购前应对标的企业所在国家的政治和社会环境进行详细的调查评估，根据评估结果建立防范社会动乱的内部机制，对高危国家实施的并购重组应加强保护措施。

## 二、标的企业的核心资产情况

具备品牌、渠道或技术研发优势但暂时陷入经营困境的境外企业是国内企业的重点收购目标，在对此类企业实施尽职调查的过程中应重点关注其专利、外观设计、商标、特许经营权等核心资产的权属情况，是否已经因经营困难而设定抵押或转让。2005年南汽集团以约5 000万英镑的价格收购英国汽车制造公司罗孚集团破产清算后的资产，但罗孚集

团部分在产车型和全系列发动机的知识产权均已出售给上汽集团，商标已出售给德国宝马集团，南汽集团在收购完成后若使用已收购的标的资产生产特定车型和发动机需向上汽集团购买相关知识产权或支付使用费，付出了较高的整合成本。

### 三、标的企业的环保情况

由于发达国家的环保标准和对环境污染的处罚措施较高，且环境问题更容易引发标的企业与周边居民的纠纷，国内企业在实施跨境并购时，应在充分了解标的企业所在国的环保法规和环保标准的前提下，对标的企业进行详尽的环保尽职调查，除关注标的企业现有的制度、环保设施和过去曾因环保问题引发的行政处罚和司法纠纷外，更应重点关注标的企业在收购完成后可能需要根据当地环保法律承担的环保成本，并将其作为投资决策和标的企业估值的重要依据。

### 四、标的企业劳工和人力资源方面的潜在风险

除标的企业对职工现有的薪酬和激励体系外，还应重点关注其是否存在暂时未在财务信息中体现的雇员福利和股权激励计划。对于拟在并购完成后实施人员调整的标的企业，应重点关注其员工的辞退福利，是否存在类似“金色降落伞”等对控制权发生变更后承担高额的辞退补偿义务的安排，其工会在企业内部的角色和地位。2004年上汽集团收购韩国双龙汽车后，拟对其实施的多次人员整合计划均因企业工会的阻碍而失败，劳资双方在谈判过程中的矛盾逐步加深，导致2009年因工会组织工人罢工而出现的流血冲突，上汽集团最终在付出高额的收购和整合成本



后丧失了对双龙汽车的控制权。

## 五、与标的企业生产经营相关的基础设施

目前国内的电网、公路、铁路、港口和机场等基础设施的完善程度已经走在世界前列，国内标的企业一般不存在配套基础设施方面的瓶颈，但国外尤其是欠发达国家和地区的基础设施建设远远落后于我国，在对海外标的企业实施尽职调查的过程中，除标的企业本身外，与其生产经营相关的配套基础设施也应纳入调查范围。2008年3月，中钢集团成功实施了对澳大利亚上市公司中西部矿业全体股东的全面收购要约，但并未取得标的企业矿山生产销售依赖的铁路和港口等基础设施建设权，收购完成后铁路和港口建设未能如期完成成为导致该并购交易后期整合失败的重要原因。

## 六、标的企业可能采取的反并购策略

国内证券市场受监管环境和收购成本的制约，对上市公司实施的敌意收购行为和上市公司可实施的反收购策略较少，但国外证券市场上“毒丸计划”（向除收购方以外的标的企业其他股东低价发行股份）、“防鲨剂”（对不同种类的股票设定不同的选举上市公司董事的权利）、“焦土战术”（低价出售优质资产或高价收购资产）、“黄金降落伞”（承诺对管理层或员工提供高额的解雇补偿）等反收购策略已被上市公司广泛应用，国内企业在跨境并购上市公司时应对标的企业管理层和董事会可以采用和曾经采用过的反收购策略进行充分了解，并制订详细的应对方案。

由于各国的市场、法律、政治和社会环境千差万别，跨境并购又涉及种种复杂的博弈过程，熟知所在国当地专业机构（包括财务顾问、会计师、律师和咨询机构等）可以帮助中国企业尽快了解标的企业所在国的政治、经济环境和市场规则，有效控制风险；但与此同时，境外的专业机构也各自有自己的立场和利益考虑，中国企业对其不应盲目相信，而是应在本国中介机构的协助下，正确地辨别和吸取他们的结论性意见和建议。

## 1.2.5 并购交易方案的设计

交易方案的设计是一个动态调整的过程，贯穿于上市公司产业并购的始终，并直接决定了并购交易的成败，上市公司产业并购涉及上市公司、交易对方（可能包括产业投资者和并购基金等利益诉求不同的多家机构）、控股股东、中小股东、监管机构等多方参与者的博弈，在交易方案设计方面需考虑的因素更复杂，上市公司在获取标的资产初步信息后就应结合自身并购战略在财务顾问协助下拟定交易方案框架，并在尽职调查完成后与对方谈判过程中进一步细化，方案基本确定后应根据相关法律法规和规范性文件将其提交董事会、股东大会审议并履行信息披露义务，后期根据市场变化和监管机构审核要求不断进行调整。

### 1.2.5.1 交易价格

交易价格是上市公司产业并购中买卖双方博弈的最核心环节，包含两方面的因素：一是标的资产自身的估值水平，二是上市公司支付工具的作价水平。其中标的资产估值水平不仅决定了上市公司和原股东付出的成本，也直接影响交易方案的其他构成要素，甚至对并购完成后的整合效应产生持久深远的影响。A股市场历史上的并购重组以集团整体上市为主，对标的资产估值的考虑重点往往不完全是遵循市场化原则，而是在防止国有资产流失和防止控股股东利用资产注入侵害公众股东利益两条“红线”之间寻找平衡，但在上市公司产业并购过程中，由于交易双方均为完全市场化的主体，对标的资产的估值更多是从各自的利益诉求根据市场化原则确定，通过科学的方法与途径确定合理的交易价格则是保障各方利益，确保产业并购成功的关键。

## 一、初步判断标的资产价值的依据和注意事项

总体而言，交易价格的确定可以分为估值和定价两个环节。在我国多数是由第三方机构对标的资产进行独立估值，定价过程则是参考第三方机构的估值结果，并基于财务顾问意见以及自身前期对标的价值的判断，通过与交易对方协商谈判最终确定交易价格。财务顾问一般根据独立价值评估结果，考虑历史股价、溢价折价主要因素，并考虑本次收购的股权比例、协同效应、对价的支付方式、估值水平对上市公司关键财务指标（每股收益、净资产收益率等）的影响、国资监管机构对国有产权估值的要求等，最终确定估值范围。

上市公司可以在对标的资产的尽职调查完成后根据其历史盈利水平、预期盈利能力、上市公司股价、总股本等指标，建立简单的敏感度分析模型，测算在标的资产不同估值水平下，重组完成后上市公司主要指标（如每股收益、净资产收益率、控股股东持股比例）的变化，并作为与交易对方谈判的依据。

## 二、上市公司产业并购中采用的主要估值方法和各自的适用条件

2014年10月新修订的《重组办法》规定上市公司重大资产重组对标的资产可以不采用资产评估结果而使用其他估值方法作为定价依据，但对其他估值方法的要求和信息披露标准与资产评估类似。由于资产评估是上市公司并购重组长期以来通用的估值方法，且目前国内已经建立起较完善的资产评估准则体系，预计未来上市公司产业并购中仍将会以资

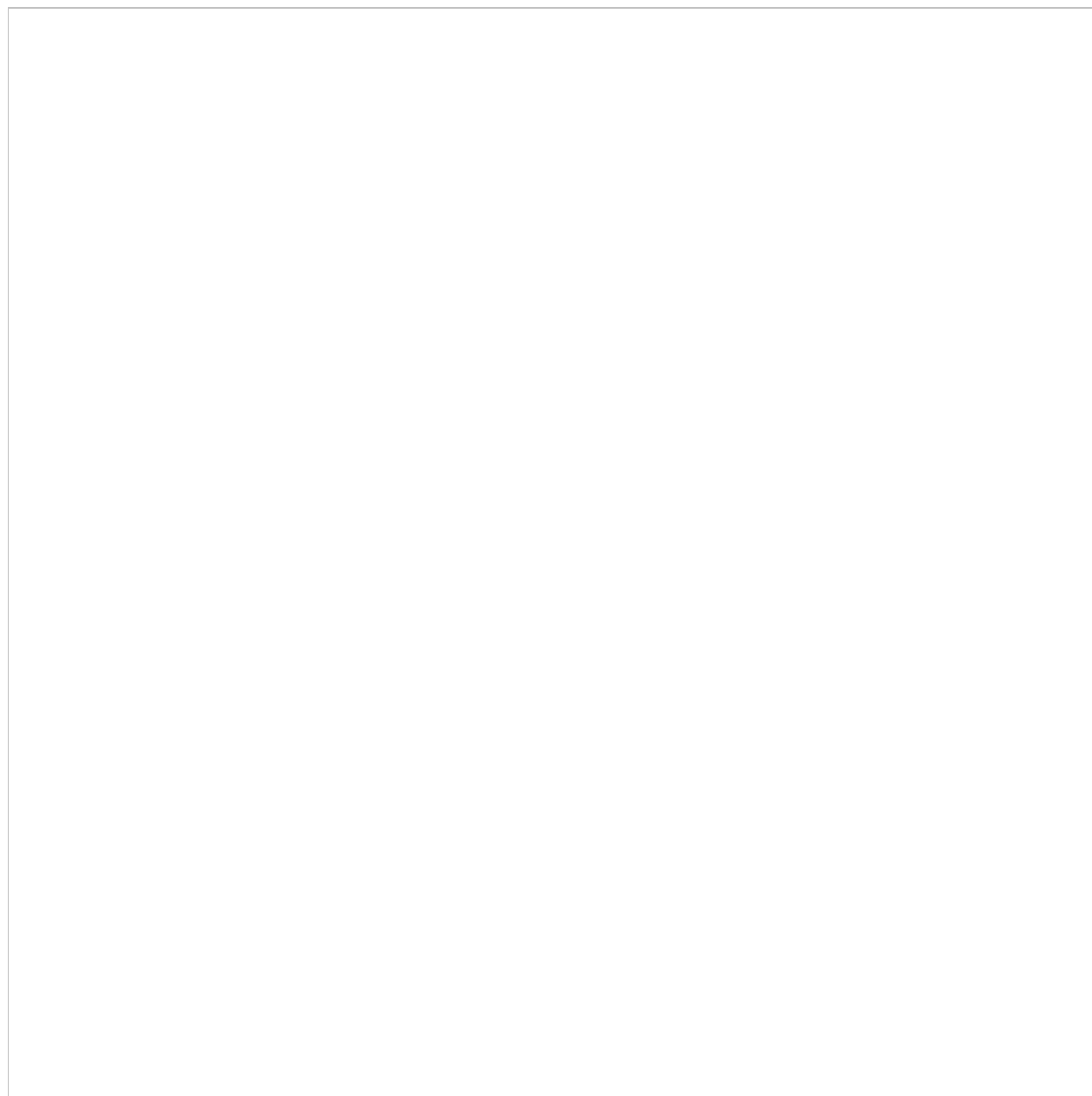
产评估作为确定交易价格的主要依据。

根据财政部下发的《资产评估准则——基本准则》，评估资产价值的基本方法主要包括三大类：第一类为收益法，如现金流折现法、股利折现法等；第二类为市场法，如可比交易法、可比公司法，在证券投资分析领域，主要采用乘数法，如PE估值法、PS估值法、托宾Q估值法、PB估值法、EV / EBITDA估值法；第三类为资产基础法，又称成本法。三种评估方法的基本原理和要素如下表所示：

### 三、主要评估方法近年来在上市公司并购重组交易中的应用情况

#### （一）最近三年一期并购重组交易中评估方法的选用情况

依据证监会2011年至今重大资产重组的审核案例统计结果，市场上成本法、收益法和市场法三种主要评估方法在近几年上市公司并购重组中应用的比例如下：



注：①本次统计，我们以审核过会并购事件作为分析的基准，不考虑置出资产的估值，仅以每次交易置入的资产作为本次统计的基础数据；

②数据来源为2011年1月至2014年10月所有经证监会审核的上市公司重大资产重组公开信息

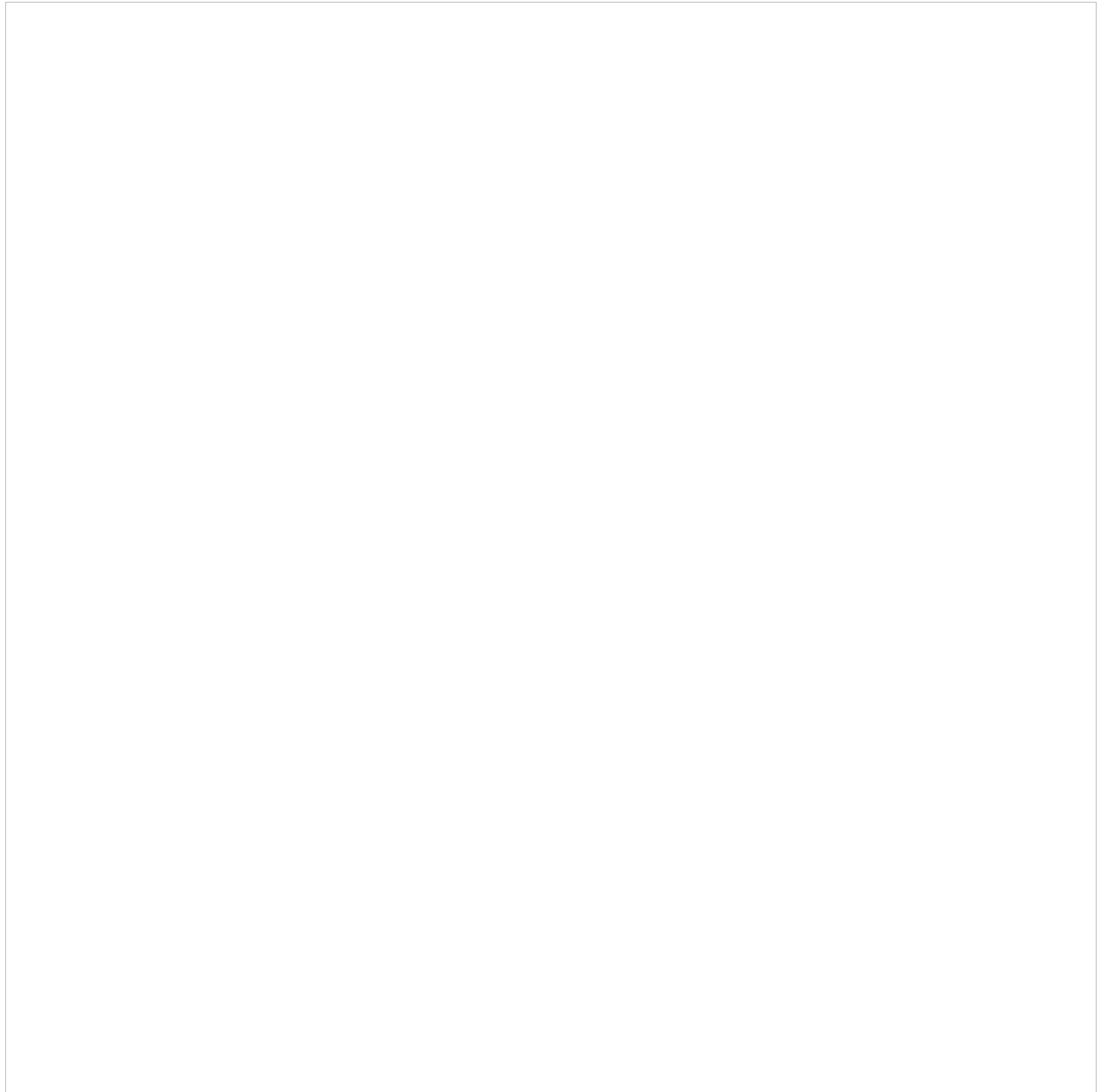
整理，对于一次并购事件涉及两个以上重组标的的情形，我们纳入一个整体考虑。

2011—2014年间，上市公司并购重组以资产基础法和收益法的评估结果作为选取评估结论的情况占据了绝大部分，选取资产基础法和收益法评估的并购案例都在80%以上，但同时呈现出采取资产基础法比例略降，选取收益法比例略升的趋势。选取资产基础法的比例从2012年的88%下降至2014年的71%，选取收益法的比例从2012年的91%上升至2014年的93%，而市场法采用比例维持在较低的水平，平均为13%。

从2011年1月至2014年10月间的并购重组案例可以看出，并购市场上在选取评估方法的时候，仍然大都选择了两种评估结果作为资产定价依据。2014年10月新修订的《重组办法》第二十条仍然明确了“评估机构原则上应当采取两种以上评估方法进行评估或者估值”，从可以预见的未来看，采取两种方法估值仍将是国内并购市场的主要选择。

从最终评估方法使用情况来看，大多数样本定价采用了收益法和资产基础法定价，市场上所有重组案例中以收益法定价的比例最高，为73%；以资产基础法定价的其次，为23%；涉及多个标的并同时采用收益法和资产基础法定价的为4%，采取市场法最终定价的比例为1%。值得一提的是，最终采用市场法定价的基本为证券、期货类金融行业标的。各年最终评估方法采用情况如下：





## （二）各行业选择评估方法的情况

不同行业企业资产特点、经营特点及核心价值驱动因素等方面存在的差异，使得不同行业企业价值评估过程中的侧重点可能有所不同。

从2011—2014年上市公司并购重组的行业分析可知，信息技术业、

机械设备仪表制造、传播与文化产业、社会服务业、石油化学塑胶塑料制造、建筑业以及金属非金属制造行业其分布行业较为广泛，在上述主要行业中，收益法定价成为各主要行业的首要选择，采掘业和房地产业选择资产基础法估值较多，也是由于土地使用权及矿权评估有其特殊性，其评估方法中也暗含了未来现金流折现的特征。具体见下节分析。

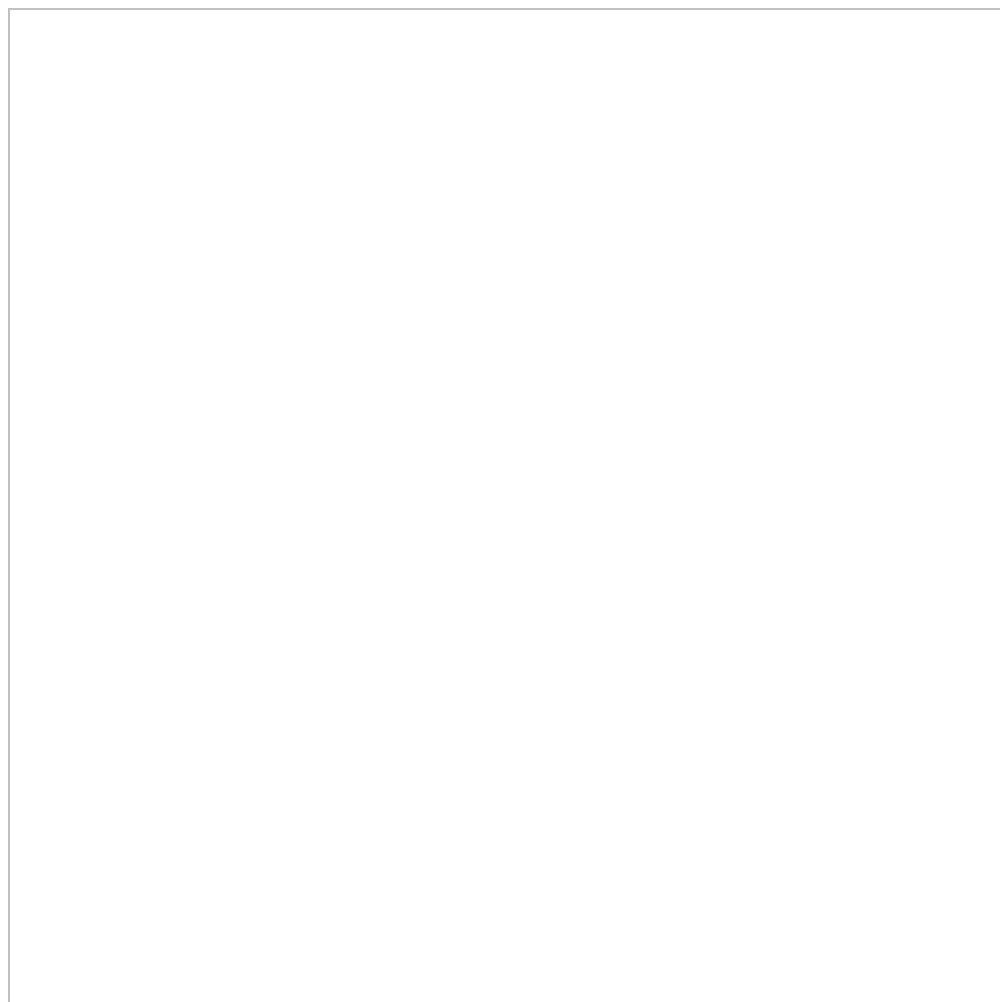
在各行业中，信息技术业评估增值最高，达到892%，电子行业其次为592%，属于TMT行业估值的典型特征，全部行业的增值率平均水平在300%，具体各行业方法选取及估值水平估值见下表：

（三）资产增值率逐步提升，优质资产的价值通过并购重组得以发现和挖掘

纳入统计的置入股权类资产账面价值总计约3 540亿元，评估值总计约7 920亿元，整体增值率约为124%。

从资产总额来看，2011年国有企业、传统制造业、矿业房地产业等并购重组案例较多，导致净资产及评估资产规模处于较高水平，从2012年以来，并购市场结构逐渐发生变化，民营企业评估参与度逐渐提升、轻资产类型并购案例逐渐增加，最增呈现了净资产总额略降，但估值水平逐渐上升的趋势。进而导致从增值率趋势看，呈现逐年上升的势态，市场增值率水平从2011年的82%上升至2014年的223%。

优质资产价值在上市公司并购重组中得到发现和重估。通过上市公司并购重组，大量优质资产纳入上市公司，提高了市场对优质资产的利用水平和认知程度，提升了上市公司的资产质量，资本市场有效配置和利用资源的功能得到进一步发挥。



#### （四）各评估方法未来应用趋势

收益法、市场法和资产基础法是从三种途径对企业价值进行考量的手段，三种方法各有侧重点和优劣势，也具有各自应用的前提条件。

收益法以其对影响企业价值因素的相对全面衡量和对未来收益的现时量化考量，对于以改善和提升经营业绩为目标的上市公司并购重组意义重大，对于各行业企业具有相对普遍的适用性，特别是在评价未来收益状况良好的上市公司并购重组企业价值方面，具有较广泛的应用空间。

市场法以其对于市场价格信息的及时反映，在服务及时性和短时性的投资决策方面具有突出优势，在可比信息不断丰富和完善的中国资本市场也必将得到更进一步的应用，具有良好的应用前景；在国际成熟市场上，市场化的交易数量或比例较大，相应的交易信息披露充分，相关专业机构的数据积累充足，选择市场法进行企业价值评估往往是最为便捷、最具说服力、成本最为低廉的途径。随着中国资本市场及其他产权市场建设的不断完善、真正市场化交易数量的提升、信息披露的规范化发展，市场法在中国的应用条件也将逐步成熟，加之专业机构的不断技术积累与实践探索，市场法的应用必将得到大幅提升。

资产基础法以其对于企业各项资产价值的综合性考量，在实物性资产比重较高、商誉对企业价值贡献因素较小以及亏损、破产以及开发建设初期的企业价值评估中具有较强的适用性。考虑到该方法对于一些对企业价值有潜在影响的无形因素反映的相对欠缺，在以收购合并为主要

内容的上市公司重组中，其应用范围将受到一定局限。

可以预见，根据委托方需求，选用适当的评估方法对目标资产进行更加科学、合理的估值将是多元、开放的市场中企业价值评估的发展方向；是成长中的中国资本市场维护、保护和平衡多方利益的价值标尺和最重要手段；是顺利实现中国上市公司并购重组，乃至中国资本市场市场化发展的基础性保障。

## 四、特殊资产涉及的评估事项

### （一）土地使用权评估

土地使用权价格评估是在一定的市场条件下，根据土地的权利状况和经济、自然属性，按土地在经济活动中的一般收益能力，综合评定出在某一时刻某宗土地或某一等级土地在某一权利状态下的价值。

土地使用权的评估方法包括市场比较法、收益还原法和成本逼近法等基本方法，以及假设开发法、基准地价系数修正法等衍生方法。

市场比较法主要用于地产市场发达、有充足的具有土地交易实例的地区。收益还原法只适用于有收益的土地和建筑物，或房地产的估价，不适用于没有收益的不动产价格。成本逼近法一般适用于新开发的、土地市场成交案例不多的土地评估。

假设开发法适用于待开发土地、将生地开发成熟的土地、待拆迁改造的再开发地产。基准地价系数修正法主要适用于完成基准地价评估的城镇土地评估。

## （二）矿权评估

矿业权是指矿产资源使用权，包括探矿权和采矿权。前者是指在依法取得的勘查许可证规定的范围内，勘查矿产资源的权利；后者是指在依法取得采矿许可证规定的范围内，开采矿产资源和获得所开采矿产品的权利；根据《矿产资源法》及其配套法规，矿业权经依法批准，可以转让他人。

收益法中的折现现金流法在矿业权评估中应用最广，适用于拟建、在建、改扩建矿山的采矿权评估，以及具备收益法使用条件的生产矿山的采矿权评估，详查及以上勘察阶段的探矿权评估和赋存稳定的沉积型大中型矿床的普查探矿权评估。

折现现金流法主要参数有资源储量、生产能力和服务年限、产品方案、矿产品市场价格、固定资产、无形资产及长期资产投资、采、选（冶）或加工技术指标、成本费用、相关税费和折现率等。

## （三）知识产权评估

知识产权评估是注册资产评估师依据相关法律、法规和资产评估准则，对知识产权评估对象在评估基准日特定目的下的知识产权价值进行分析、估算并发表专业意见的行为和过程。知识产权评估中所涉及的知识产权内容比较多，一般主要对商标权、专利权、著作权等常见的知识产权进行知识产权评估。

知识产权评估属于企业资产评估的范畴。它是用来确定知识产权现在的价值和通过未来的效应所得到的价值。知识产权价值强调未来利

益，随着知识产权价值越来越被企业所认识，知识产权收益能力现已成为企业利用所有资源寻求收益最大化的途径。因此，对知识产权进行评估时，懂得与知识产权相联系的各种权利及其利用的方式是十分重要的。

对企业知识产权的评估应是基于其最具潜力的使用，而不是评估时它被企业实际使用的方式。

## 五、境外资本市场常见的其他估值方法

成熟市场中，并购重组的资产定价主要是以投行机构、财务顾问出具的估值报告为参考。

其特点主要概况为以下几点：

1. 从价值评估及定价机构上来看，国际并购重组交易中的企业价值评估主要由财务顾问负责，这与财务顾问在国际并购重组中的总协调人的角色密不可分。交易总协调人的角色使财务顾问更能综合考虑交易方方面面的各种因素，从商业动机及可行性、交易结构、对价支付、协同效应等角度对企业价值评估和交易定价做全面考虑。

2. 从具体的估值和定价方法上来看，国际并购重组交易中所采用的基本方法仍然为现金流折现法、市场法中的可比公司法和可比交易法，但是对各种商业和市场因素做了更深入的分析和考虑。

例如在现金流折现法中考虑了并购重组的协同效应；可比公司法和可比交易法会根据不同的行业、不同的企业发展阶段使用特定的估值指标进行衡量；二级市场的各种交易数据，包括历史股价，历史市盈率等



估值倍数，历史交易溢价率，也都成为企业价值评估的重要参考；此外各种交易双方的博弈因素，包括交易性质（是否为敌意收购）、交易环境（是否出现竞购局面），以及其他的政治、环境、社会福利、安全等因素，也都在最终定价中得到了一定的反映。而境外资本市场上各种独立、专业、信誉良好的研究机构和数据提供商的存在，也为以上各种分析提供了良好的支持。

3. 从企业价值评估及定价在交易中的作用上来看，国际并购重组交易中的企业价值评估反映了交易双方基于自身发展战略，对交易的商业利益判断，以及对交易相关风险的衡量。这些都与企业自身的能力密切相关，并非是绝对的估算。关键在于企业是否通过交易实现了自身的战略意图和商业利益，同时将相应成本与风险控制适当范围内，从而实现整体的价值提升。因此我们看到在国际并购重组交易中，尽管不时出现高溢价交易，但其中部分企业仍然通过交易实现了自身的快速持续发展。

在境外并购重组交易中，市场法更遵循国际惯例，应用更为普遍，也相对国内的市盈率和市净率的市场法较为复杂，例如，今年国内上市公司时代新材（代码：600458.SH）收购德国采埃孚集团下属的BOGE橡胶与塑料业务市，就使用可比公司法，最终采用EV（企业价值）/EBITDA（息税折旧及摊销前利润）作为确定企业参考价值的方法。

该次采用的估值方法简述为：首先，在上市公司中选取经营范围、市场竞争、所处行业等与BOGE类似的企业作为参考企业；分析参考业务和经营具有较大可比性的期间可比上市公司的企业价值EV与其账面企业价值、息税前利润、息税折旧及摊销前利润、销售额、每股息税折旧及摊销前利润同比增长率，并合理考虑股票指数调整等数据，以此为基础建立企业价值EV与选取各个参数的一个多元线性回归方程，并求

得方程系数。然后对多元线性回归方程进行评价，采用尽可能合适的方法，对多元回归方法进行优化，得出优化的多元线性回归方程。然后得评估基准日BOGE相关数据并带入方程中，得出该时点BOGE的企业价值EV。

总而言之，国际并购重组交易中的企业价值评估和定价更灵活全面，更反映相应交易的商业本质。

## 六、差异化定价在上市公司产业并购中的应用实例

上市公司产业并购的交易对象不仅包含标的资产的创始股东和产业投资者，还包括私募股权投资基金、并购基金、风险投资基金、政府引导基金等财务投资者，不同的交易对方在产业并购过程实施中（特别是在后期整合过程中）承担的股份锁定、业绩对赌、竞业禁止等责任和风险并不相同，根据责任和风险的差异确定不同交易对方持有标的资产的权益的交易价格可以有效平衡交易对方之间的利益诉求，推动产业并购的顺利完成。值得注意的是，之前某些市场参与者对公司法“同股同价”规定的认识存在偏差，认为差异化定价不符合公司法的规定，实际上公司法仅在一百二十六条规定股份有限公司“同次发行的同种类股票，每股的发行条件和价格应当相同”，对于有限责任公司的增资、股权转让和股份有限公司的股份转让均没有“同股同价”的限制。

关于差异化定价的应用案例请参见本书“2.1.1.4掌趣科技收购动网先锋”。

## 七、上市公司支付工具的作价原则

除现金直接支付（包括以募集资金支付）外，上市公司用于并购重组的其他支付工具的价格也直接影响上市公司的并购成本，现行法律、法规、规章和规范性文件中仅对普通股和优先股两种并购支付工具的作价原则做出了如下规定：

### （一）发行股份购买资产的股份定价原则

根据2014年10月修订的《重组办法》，上市公司发行股份购买资产的股份价格不得低于市场参考价的90%。市场参考价为本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前20个交易日、60个交易日或者120个交易日的公司股票交易均价之一。董事会决议公告日前若干个交易日公司股票交易均价=决议公告日前若干个交易日公司股票交易总额 / 决议公告日前若干个交易日公司股票交易总量。

《重组办法》还同时规定，本次发行股份购买资产的董事会决议可以明确在中国证监会核准前，上市公司的股票价格相比最初确定的发行价格发生重大变化的，董事会可以按照已经设定的调整方案对发行价格进行一次调整。发行价格调整方案应当明确、具体、可操作，详细说明是否相应调整拟购买资产的定价、发行股份数量及其理由，在首次董事会决议公告时充分披露，并按照规定提交股东大会审议。

### （二）非公开发行优先股购买资产的票面股息率

在无风险利率和市场平均风险溢价确定的情况下，票面股息率是影响优先股价格的主要因素，根据《优先股试点管理办法》，非公开发行优先股的票面股息率不得高于上市公司最近两个会计年度的年均加权平

均净资产收益率。

## 1.2.5.2 支付方式和支付工具

从我国资本市场并购发展史来看，支付方式和支付工具呈现出单一化向多样化的发展趋势：最初上市公司的并购主要以现金支付为主；股权分置改革完成后，随着《重组办法》《收购办法》等规章和配套文件的相继出台，发行股份购买资产逐渐成为上市公司并购支付方式的主流；2011年8月《重组办法》修订后允许上市公司发行股份购买资产的同时可以募集部分配套资金用于支付对价，“股权+现金”的支付方式开始大量出现；2014年3月，国务院下发《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》，指出为营造良好的市场环境，充分发挥企业在兼并重组中的主体作用，符合条件的企业可以通过发行股票、企业债券、非金融企业债务融资工具、可转换债券等方式融资。允许符合条件的企业发行优先股、定向发行可转换债券作为兼并重组支付方式，研究推进定向权证等作为支付方式，在此背景下，2014年10月最新修订的《重组办法》也明确规定上市公司可以发行优先股或向特定对象发行可转换为股票的公司债券、定向权证用于购买资产或者与其他公司合并。可以预见未来A股上市公司并购重组的支付方式和支付工具将进一步丰富，更有利于满足交易各方多样化的需求。

### 一、目前A股上市公司并购重组可使用的支付方式

我国现行的并购重组支付方式可分为自有资金支付、股份支付（普通股、优先股）、银行信贷等。

## （一）自有资金支付

自有资金支付，即用现金置换目标公司的资产或股权以达到收购目标公司的部分或全部控制权的目的。用企业的自有资金支付并购对价是并购中最为常见的支付方式之一，其优越性主要表现在：

1. 用现金支付并购对价简单快速，可有效缩短并购周期。
2. 用现金支付可保持收购方股权结构不变，收购方股东的股东权益不会被稀释。若用股份支付并购对价，收购方股本势必增加，从而稀释收购方原股东的股权比例。
3. 用现金支付也能降低目标公司股东的风险。如用股权支付并购对价，目标公司股东的权益会因收购方股价的变化而变化，为目标公司股东权益带来不确定性。

另一方面，自有资金支付也有其弊端，主要表现在：

1. 现金支付将使收购方企业营运资金遭到挤压，增加企业的现金压力。
2. 若收购方自有现金规模及变现能力有限，则用现金支付对价将直接限制并购的规模、交易标的的可选范围。

综上，用自有现金支付并购对价能加快并购交易的进程，保持收购方股权结构稳定，但也受到企业自有货币资金规模的限制。用自有资金支付全部并购对价多发生在收购方货币资金较多、变现能力较强、交易规模相对较小的情况下。在很多交易中，并购对价是用现金与证券相结合的方式支付的。

## （二）发行普通股

发行股份收购目标资产是另一种较为常见的并购重组支付方式。

在我国上市公司并购重组中，上市公司通过发行股份支付并购对价是较为常见的方式。根据现行的《上市公司重大资产重组管理办法》，上市公司发行股份的价格不得低于市场参考价的90%。市场参考价为本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前20个交易日、60个交易日或者120个交易日的公司股票交易均价之一。本次发行股份购买资产的董事会决议应当说明市场参考价的选择依据。前款所称交易均价的计算公式为：董事会决议公告日前若干个交易日公司股票交易均价＝决议公告日前若干个交易日公司股票交易总额 / 决议公告日前若干个交易日公司股票交易总量。

此种支付方式可使上市公司避免自有资金支付对价造成的流动性压力，但会稀释上市公司原股东的控股比例，对股权结构，特别是控股股东的控制权造成一定影响。由于股票价格具有波动性，致使发行股份购买资产的成本具有不确定性。如果标的资产业绩优良，致使收购方股价上升，意味着收购标的资产的成本相对较低；相反，如果股价因标的资产业绩未达预期而下跌，意味着收购方支付了较大成本。

我国上市公司发行股份支付并购对价一般分为三种模式：（1）发行股份支付全部对价；（2）发行股份及用自有资金支付对价；（3）发行股份及募集配套资金支付对价。

在我国资本市场，上市公司若用发行股份及支付现金相结合的方式支付对价，其现金一般来源于自有资金或向特定对象发行股份募集的配套资金。上市公司可向其母公司，或满足相关标准的特定对象发行股份

筹措资金，用以支付并购重组的现金对价。在实际操作中，需注意募集配套资金的相关要求与条件：上市公司发行股份购买资产的，可以同时募集部分配套资金。募集的部分配套资金，主要用于提高重组项目整合绩效，所配套资金比例不超过交易总金额25%的，一并由并购重组审核委员会予以审核；超过25%的，一并由发行审核委员会予以审核。在此，法规明确规定了募集配套资金可用于并购重组交易现金对价的支付，以提高上市公司并购重组的整合绩效。但须注意的是，不同额度的募集资金将影响本次重组的审核程序。

### （三）发行优先股支付

除发行普通股外，上市公司还可发行优先股作为支付手段。

优先股是指依照《公司法》，在一般规定的普通种类股份之外，另行规定的其他种类股份，其股份持有人优先于普通股股东分配公司利润和剩余财产，但参与公司决策管理等权利受到限制。

按照证监会于2014年3月21日出台的《优先股试点管理办法》规定，上市公司可公开或非公开发行优先股作为并购的支付方式，也可在发行优先股的同时募集配套资金。但以公开发行优先股作为支付手段仅可用于收购或吸收合并其他上市公司的情形。

优先股可按照交易需求嵌入个性化条款，增加了交易的灵活性。在上市公司股价偏高的情况下，若用普通股作为支付方式，资产出售方会担心将来股价下跌的风险较大，增加达成交易的难度；若采用嵌入回购条款的优先股作为支付方式，出售方即可取得既定股息，在满足一定条件时上市公司按约定价格回购优先股股票，有利于交易的达成。

除商业银行外，上市公司公开发行优先股只可采用固定股息，必须发行累计股息优先股，不可嵌入参与条款，不可发行可转换优先股。上市公司发行优先股自由度相对较高，除不可发行可转换优先股外，《优先股试点管理办法》对上述条款并未列明其他限制。须注意的是，以发行优先股的方式作为并购支付工具时，须符合《优先股试点管理办法》规定的各项发行条件，且受“上市公司已发行的优先股不得超过公司普通股股份总数的百分之五十，且筹资金额不得超过发行前净资产的百分之五十”的限制。

发行优先股作为支付方式，还可避免上市公司实际控制人控制权的丧失，规避借壳上市。若标的公司资产规模较大，超过上市公司资产总额的100%，单纯用普通股作为支付方式，会造成上市公司实际控制人变化，形成借壳上市。优先股不具有上市公司的经营决策权，以其作为支付方式，可以保持原控股股东控制权，同时规避上述借壳情形，简化审核流程。

优先股具备一定的流动性，加大了其作为支付手段的可接受度。《优先股试点管理办法》规定公开发行的优先股可以在证券交易所上市交易，上市公司非公开发行的优先股可以在证券交易所转让。

2014年9月29日，中国电建（股票代码：601669）发布公告，中国电建以非公开发行普通股及承接债务的方式购买电建集团持有的顾问集团等8家公司100%股权，同时公司向不超过200名合格投资者非公开发行优先股募集配套资金。

#### （四）非公开发行股份募集资金支付



上述非公开发行股份募集资金是作为上市公司重大资产重组的一部分，属于配套融资。除此之外，上市公司还可以收购目标公司作为募投项目，非公开发行股份募集资金支付全部对价。

## （五）银行和其他金融机构的并购贷款支付

并购贷款，是指商业银行向并购方或其子公司发放的，用于支付并购交易价款的贷款。2008年银监会发布《商业银行并购贷款风险管理指引》，允许符合条件的商业银行法人机构开展并购贷款业务。2014年3月24日，《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》，提出引导商业银行开展并购贷款。根据前述指引，并购的资金来源中并购贷款所占比例不应高于50%；并购贷款期限一般不超过五年。因此，与其他并购对价支付手段相比较，并购贷款的长期性有利于并购方从长期战略规划考虑，作出长远的并购安排，也有利于减轻并购方的财务压力与现金流压力。

2013年8月，上市公司襄阳轴承收购波兰工业发展局股份有限公司，交易作价2.03亿元，资金来源由襄阳轴承子公司在境外通过境外银行贷款获得，贷款年利率为1.5%。

除商业银行提供的并购贷款外，金融投资公司也可提供“过桥贷款”，间接促成并购交易的达成。在蓝色光标收购博杰广告的案例中，华泰紫金投资为博杰广告提供过桥贷款2.3亿元，帮助标的公司解决资金占款的问题，使得交易满足规范性要求，从而得以继续。

## （六）并购重组私募债支付

2014年11月5日，上海证券交易所、深圳证券交易所以及中国证券业协会发布了《并购重组私募债券试点办法》，自发布之日起实施，这标志着并购重组私募债正式试点运行。

并购重组私募债券，是指在中国境内注册的公司制法人开展并购重组活动，在中国境内发行和转让，约定在一定期限还本付息的公司债券。根据《并购重组私募债券试点办法》，并购重组私募债券在机构间私募产品报价与服务系统进行发行与转让，并应当符合以下条件：发行人是中国境内注册的有限责任公司或股份有限公司，试点暂不包括沪深交易所上市公司；募集资金用于支持并购重组活动，包括但不限于支付并购重组款项、偿还并购重组贷款等；发行利率不得超过同期银行贷款基准利率的4倍；中国证监会、证券业协会规定的其他条件。试点初期，证券业协会重点支持符合国家政策导向的重点行业公司发行并购重组私募债券。经市场监测中心备案的并购重组私募债券，可以在报价系统转让，参与人可以通过报价系统直接转让或受让并购重组私募债券。此外，《并购重组私募债券试点办法》对于发行人与相关主体的信息披露也作了明确的规定。

之所以采取私募的方式发行债券，主要是基于并购重组中的保密性等因素考虑。一般而言，并购重组的对象和价格都是保密的，而上市公司以及公开发行的债权对信息披露的要求较高，因此，在试点期，不宜由A股上市公司参与，而私募债的形式则解决了信息披露的问题，也有利于降低资金成本。

在试点启航之前，并购重组债已经出现于市场之中。2013年2月，“13天瑞水泥债”由天瑞集团水泥有限公司发行，规模共20亿元，其中的1.6亿元用于补充公司营运资金，其余18.4亿元将全部用于收购相关熟料及水泥生产线。2013年5月，湖南黄金集团有限责任公司发行的

1.48亿元私募并购债，也被冠以全国首单并购类债务融资工具。虽然在试点期A股上市公司被排除于并购私募债之外，但相信在未来，随着这一融资工具的成熟，在解决好信息披露等问题后，并购私募债或相关变体将在A股市场发挥自己应有之用。

## 二、境外资本市场创新类并购支付方式和支付工具

除上述支付方式外，在境外资本市场，并购支付方式更加多样化，常见的有可转换债券、认股权证、杠杆收购等方式。目前，境外创新类并购支付方式已经获得监管方的初步认可，国内已出现相关案例。

### （一）可转换债券

可转换债券集认股权与债权于一体，是指发行公司依法发行、在一定期间内依据约定的条件可以转换成股份的公司债券。对于上市公司，发行可转换公司债券能够以低于股权融资成本的条件取得发展其业务的资本，同时拓宽了认购对象的范围，提高了发行的成功率；对于投资者，可转换公司债券既可保证基本的投资收益，又提供分享公司成长的未来收益的选择权。

2012年3月，中国重工发行可转换公司债券获证监会核准。本次发行募集资金总额不超过80.5亿元，其中36.31亿元用于收购公司控股股东中船重工集团持有的7家目标公司的股权，44.19亿元用于固定资产投资。

## （二）权证

权证是指标的证券发行人或其以外的第三人（以下简称“发行人”）发行的，约定持有人在规定的期间内或特定到期日，有权按约定价格向发行人购买或出售标的证券，或以现金结算方式收取结算差价的有价证券。

权证可分为认购权证和认沽权证两类。认购权证为有权按约定价格向发行人购买标的证券的有价证券；认沽权证为有权按约定价格向发行人出售标的证券的有价证券。

2012年12月，港交所上市公司德兴集团通过支付现金及发行认股权证收购喜欣有限公司。

## （三）杠杆收购

所谓杠杆收购（Leverage Buy-Out，简称LBO），是收购方以少量自有资金，外加大量外部融资（银行借款、垃圾债、可转换债券）收购目标公司股权。

杠杆收购在上世纪80年代开始盛行。当时，杠杆收购的发起方主要是专业的金融投资公司。金融投资公司以被收购公司的资产或未来收益作为担保，通过发行垃圾债、可转债等财务杠杆手段收购目标公司，再通过经营使公司增值，然后将其转卖。

杠杆收购的优势在于，收购方仅需动用少量资金，便可收购庞大得多的资产。但是，被收购企业因此背负沉重的债务，为了偿还债务，管理人员往往需要想方设法开源节流，提高公司运营效率。因此，收购方

也承受较大的风险。

1989年2月9日，美国私募股权基金科尔伯格—克拉维斯—罗伯茨公司（Kohlberg Kravis Roberts & Co. L. P.，简称KKR）收购美国雷诺兹—纳贝斯克（RJR Nabisco，简称RJR）公司，是至今最为著名的杠杆收购案例。该项收购实际支付320亿美元，其中包括145亿美元银团贷款，德崇证券和美林银行提供的50亿美元过渡性贷款（等待发行债券来偿还），KKR本身提供的20亿美元，以及41亿美元优先股、18亿美元可转换债券。在价值320亿美元的交易中，收购方通过银行借贷、发行债券、发行优先股等多种融资方式，仅动用了20亿美元就撬动了300亿美元的资金。

### 1.2.5.3 奖励和补偿等安排

如本章最初所述，上市公司进行并购重组有着多样化的目的和动机，但归根结底都是为了在增强核心竞争力的基础上提高上市公司的盈利能力，从而为股东持续创造价值，因此标的资产能否实现预期的盈利水平是投资者和监管机构考量上市公司并购效果的最直接的指标，特别是在上市公司产业并购中，由于标的资产系从与上市公司不存在关联关系的第三方购买，其预期盈利水平的实现存在较高的不确定性，为防止标的资产原股东和管理层高估标的资产预期盈利的风险，敦促标的资产管理层在交易完成后继续勤勉尽责地履行其应尽的义务，产业并购中的奖励和补偿安排尤为重要。

与企业IPO前广泛存在的与PE等投资机构的对赌不同，上市公司产业收购中业绩补偿的基本法理是在发行股份购买资产交易中，资产的定价大多采用收益法和市场法定价，其核心是将未来一段时间的收益（往

往是15年、20年）累加折现到现在定价，换取股份，其实质是拿资产对上市公司的增资扩股行为。如果第二年、第三年的业绩并未实现，意味着此次增资扩股的出资不实，所以需要补足出资或注销多获得的股份。因此虽然业绩补偿安排通常也被通俗的称为股份对赌，但是与普通意义上的对赌是有本质区别的。

## 一、监管机构对并购重组盈利补偿的相关要求

原《重组办法》第三十四条规定，资产评估机构采取收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的估值方法对拟购买资产进行评估并作为定价参考依据的，上市公司应当在重大资产重组实施完毕后3年内的年度报告中单独披露相关资产的实际盈利数与评估报告中利润预测数的差异情况，并由会计师事务所对此出具专项审核意见；交易对方应当与上市公司就相关资产实际盈利数不足利润预测数的情况签订明确可行的补偿协议。

2014年10月24日，证监会公布新修订的《重组办法》，在上述条款的基础上新增两款规定：

1. 预计本次重大资产重组将摊薄上市公司当年每股收益的，上市公司应当提出填补每股收益的具体措施，并将相关议案提交董事会和股东大会进行表决。负责落实该等具体措施的相关责任主体应当公开承诺，保证切实履行其义务和责任。

2. 上市公司向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象购买资产且未导致控制权发生变更的，不适用本条前二款规

定，上市公司与交易对方可以根据市场化原则，自主协商是否采取业绩补偿和每股收益填补措施及相关具体安排。

最新的《重组办法》要求上市公司对当年每股收益等指标的影响作出说明，与非公开发行相关规定开始接近。同时，向非关联第三方购买资产可以根据实际情况安排对赌，但不强制要求利润补偿。

向非关联第三方购买资产俗称产业并购，已经成为上市公司并购重组的一种重要类型，比重逐年上升，这类并购是上市公司以追求资源优化配置为目的，与非关联的第三方之间进行的同行业或上下游整合，是市场化的交易，其定价是交易双方市场化磋商的结果。

绝大多数产业并购案例最终采用收益法评估结果作为定价依据。既然交易双方围绕企业的未来收益能力确定收购价格，为了解决交易双方的信息不对称，业绩对赌就成为了市场自发的需求。可以预见，在新《重组办法》实施后，产业并购仍然将延续以往的习惯，交易双方会继续签订明确可行的利润补偿协议，不过股份锁定期和补偿方式的设计将更加灵活，出现更多创新。

## 二、股份补偿通常的计算方式

重大资产重组如涉及关联交易，将继续适用利润补偿的强制规定，在实务中，在交易对方以股份方式进行业绩补偿的情况下，通常按照下列原则确定应当补偿股份的数量及期限：

### （一）补偿股份数量的计算

## 1. 基本公式

(1) 以收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的估值方法对标的资产进行评估的，每年补偿的股份数量为：

$$(\text{截至当期期末累积预测净利润数} - \text{截至当期期末累积实际净利润数}) \times \text{认购股份总数} / \text{补偿期限内各年的预测净利润数总和} - \text{已补偿股份数量}$$

采用现金流量法对标的资产进行评估的，重组方计算出现金流量对应的税后净利润数，并据此计算补偿股份数量。

此外，在补偿期限届满时，上市公司对标的资产进行减值测试，如：期末减值额 / 标的资产作价 > 补偿期限内已补偿股份总数 / 认购股份总数，则重组方将另行补偿股份。另需补偿的股份数量为：期末减值额 / 每股发行价格 - 补偿期限内已补偿股份总数。

(2) 以市场法对标的资产进行评估的，每年补偿的股份数量为：期末减值额 / 每股发行价格 - 已补偿股份数量。

## 2. 其他事项

按照前述第(1)、(2)项的公式计算补偿股份数量时，遵照下列原则：前述净利润数均应当以标的资产扣除非经常性损益后的利润数确定。前述减值额为标的资产作价减去期末标的资产的评估值并扣除补偿期限内标的资产股东增资、减资、接受赠与以及利润分配的影响。会计师对减值测试出具专项审核意见，上市公司董事会及独立董事对此发表意见。

补偿股份数量不超过认购股份的总量。在逐年补偿的情况下，在各



年计算的补偿股份数量小于0时，按0取值，即已经补偿的股份不冲回。

标的资产为非股权资产的，补偿股份数量比照前述原则处理。

3. 上市公司董事会及独立董事关注标的资产折现率、预测期收益分布等其他评估参数取值的合理性，防止重组方利用降低折现率、调整预测期收益分布等方式减轻股份补偿义务，并对此发表意见。独立财务顾问进行核查并发表意见。

## （二）补偿期限

业绩补偿期限一般为重组实施完毕后的3年，对于标的资产作价较账面值溢价过高的，视情况延长业绩补偿期限。

2014年重组审核中，少数产业并购项目因重组委要求，重新修改利润补偿协议，将业绩补偿期限延长至5年。部分重组案例从项目申报至资产过户出现跨年度，实际业绩补偿承诺期限为4年，即申报当年及资产过户后的3年。

## 三、奖励性对赌条款及相关案例

并购市场经过多年的沉淀，交易双方在协商谈判中更加成熟，从2013年开始，业绩对赌一改单方面的补偿承诺，超额业绩奖励的案例开始增多。

利润补偿协议主要约束那些获得股份对价的交易方，这类交易方通常也是标的公司的核心管理层。通过约定条款，上市公司对这些核心管

理层确定了明确的业绩指标，有助于盈利预测的最终实现。如果缺乏进一步的激励机制，重组完成后，核心管理层可能会出现“60分万岁”的心理，其经营管理以实现盈利预测数的下限为直接目标，没有足够动力将公司的利润做大。

TMT领域是产业并购的高发区，同时相关行业又有人才密集型特点，核心管理层和技术人员的能动性决定企业成长速度。为充分调动标的公司管理层的积极性，IT上市公司重组较早引入对赌条款。

IT企业的核心竞争力之一为管理和研发团队，对赌中加入超额利润的奖励条款，对标的企业核心团队的激励作用较大。在利益的驱动下，可以降低收购完成后原管理团队人员流失的风险，交易双方的利益都在稳定经营中得到最大化。

2013年，业绩对赌方案中利润奖励的案例开始增多，在西南证券统计的30个以上IT行业重组案例中，11家作出了业绩奖励的约定，累计实现利润超过承诺利润的将提取一定比例奖励给交易对方。其中3个案例将超额利润的30%奖励给交易对方，4个案例将超额利润的40%—50%奖励给交易对方，4个案例超额利润70%以上奖励给交易对方。

以某上市公司A收购游戏公司B100%股权为例，其交易方案中约定，在承诺年度内游戏公司B累积实际净利润总额高于累积预测净利润总额，则上市公司将在承诺年度届满后给予利润承诺人相当于超额利润30%的奖励，但奖励总额不超过10 000万元。2014年3月28日，中国证监会核准了本次交易。

业绩奖励实质是对标的公司估值作出的一定调整，避免对标的公司的估值结果低于其实际价值。超额利润由上市公司和利润承诺人按比例

进行分成，也有助于上市公司分享企业的真实价值。但毕竟业绩奖励还是新生事物，还在探索期，市场各方的意见还不尽相同，许多观点认为，奖励可以有，但应该考虑和控制以下方面的风险：一是标的资产被上市公司收购后，可能利用了上市公司提供的资金支持优势和品牌优势实现了超额利润，过度奖励标的资产股东是否存在向交易对方过度让渡利益的嫌疑；二是对奖励所有的标的资产股东还是标的资产管理层股东也存在争议，非管理层股东在资产交割后已退出标的资产的管理，享有奖励的理由不充足；三是由交易实施前召开的上市公司股东大会决定两三年后的奖金分配是否不利于后续取得上市公司股份的公众股东的利益保护；四是奖励机制意味着标的资产的业绩始终要单独以子公司形态保留，是否不利于上市公司并购后实施整合；五是奖励是否应该与延长股份锁定期同时操作等等。最后，奖励安排还涉及一个重要的悖论，即奖励意味着上市公司在后来支付对价，过度奖励是否意味着本次资产定价的不公允。

#### 1.2.5.4 过渡期安排

上市公司初步确定启动某产业并购项目后，需经历停牌、审计评估、董事会审议（一般需经过两次董事会审议）、股东大会审议、证监会审核、资产交割等多个环节才能实施完成，对于需上报证监会审核的产业并购项目，自审计评估基准日到相关资产交割进入上市公司一般需要6—10个月的时间，在此期间（过渡期）标的资产发生的变化，包括因损益等因素导致的净资产变化、人员变化、资产变化和业务变化将对产业并购预期效果能否顺利实现产生重要影响，上市公司应将过渡期安排作为交易方案的重要方面予以考虑。

## 一、不同评估方法下标的资产过渡期损益的处理原则以及各自的会计处理方式

过渡期损益的归属是过渡期安排的核心，也是交易方案和协议中的必备条款。在过渡期内，由于标的资产还未过渡到上市公司，目标公司的经营活动会产生损益，既可能盈利也可能亏损，标的公司在过渡期内经营产生的损益按收购的股权比例计算的部分即为过渡期损益。过渡期损益的归属会影响股权并购中相关各方的利益，但在理论上未形成共识，现有的法律、法规也未明确规定，实务中，过渡期损益的归属通常为上市公司与交易对方谈判的结果，谈判中会基于合理性考虑风险与收益均衡、合同执行、倾向保护等因素。

我国《资产评估准则——基本准则》规定的资产评估基本方法包括市场法、收益法和成本法。过渡期损益通常有以下几种安排：归属于股权转让方、归属于股权购买方、过渡期亏损和盈利由不同方承担等。由于每种评估方法对于确定评估基准日的资产股权价值的原则不同，因而对过渡期损益的归属也有影响。

### （一）收益法

企业价值评估中的收益法，是指通过估算被评估企业在未来的预期收益，并采用适当的折现率折现成基准日的现值，求得被评估企业在基准日时点的公允价值。收益法会确定一个收益期，通常为评估基准日到未来的几年内，由于过渡期包含在收益期内，在评估标的资产基准日的公允价值时，过渡期损益已经考虑在预期收益内进行折现，即收购方付出的股权对价已经包括了过渡期损益，收益法评估对象价值具有不变

性，过渡期损益应该归属于股权购买方，即上市公司。

## （二）成本法

资产基础法是指在合理评估企业各项资产和负债价值的基础上，加总得出企业可辨认净资产市场价值，它是从企业占用资源的角度，对企业的价值进行评估，通常包括重置成本法和账面成本加成法。评估基准日的公司的资产和负债价值会通过例如资产折旧、计提费用等方式影响过渡期损益。由于在过渡期，标的公司是由交易对方实际控制的，标的公司的重大经营决策由交易对方作出，上市公司不拥有控制权，也不承担经营责任，不应承担过渡期经营的风险和收益，过渡期损益也未包括在评估基准日的资产价值内，上市公司没有付出相应对价，因此过渡期损益应归属于交易对方。

## （三）市场法

市场法是通过比较与被评估单位处于同一行业的上市公司的公允市场价值来确定委估企业的公允市场价的方法。这种方式一般是首先对比公司，然后通过交易股价计算对比公司的市场价值。再选择对比公司的一个或几个收益性和 / 或资产类参数，如EBIT、EBITDA或总资产、净资产等作为“分析参数”，最后计算对比公司比率乘数，将上述比率乘数应用到被评估单位的相应的分析参数中从而得到委估对象的市场价值。市场法也可通过参照市场上已有交易案例来确定评估对象价值。

在市场法下，由于标的资产评估价格是按照市场价值规律确定的，过渡期估值的变动主要受市场供求关系的影响，并不受过渡期损益的影

响。并购双方对于交易作价的谈判在市场法估值的基础上应该更多的考虑未来市场价格的变化，过渡期发生的市场价格低变化并不反映到相关财务报表上。因而过渡期损益的归属应由股权转让双方协商确定。

在实务中，大部分并购中均采用收益法进行评估，截至2014年10月21日，在通过证监会审核的127个并购项目中，只有少数几个项目采用资产基础法及成本法对标的资产进行评估，其余均采用收益法。对于过渡期损益的会计处理，由于我国证券市场较不完善，为保护广大中小投资者的利益，在不同的评估方法下，通常均约定过渡期的盈利由上市公司享有，亏损由交易对方补偿给上市公司。补偿方式以现金为主，个别会通过减少向交易对方发行股份数量的方式进行补偿，例如北京利尔高温材料股份有限公司收购辽宁中兴矿业集团有限公司100%股权项目。少数几个项目约定过渡期收益由上市公司和交易对方共享，例如上海鼎立科技发展（集团）有限公司与交易对方约定，盈利和收益由上市公司和交易对方在本次交易完成后按持股比例享有和承担，但亏损及损失由交易对方承担。

以下列出截至2014年通过审核的部分项目采用的评估方法及过渡期损益的处理原则：

序	案例名称	评估方法	过渡期损益的处理原则
1	浙江华智控股股份有限公司	资产基础法	盈利由上市公司享有，亏损由交易对方补偿给上市公司
2	濮阳濮耐高温材料（集团）股份有限公司	资产基础法	盈利由上市公司享有，亏损由交易对方以现金方式补偿给上市公司
3	中航电测仪器股份有限公司	资产基础法	盈利由上市公司享有，亏损由交易对方按持股比例承担并以现金方式补偿给上市公司
4	江苏东光微电子股份有限公司	资产基础法	盈利由上市公司享有，亏损由交易对方以现金方式补偿给上市公司

5	北京翠微大厦股份有限公司	成本法	盈利由上市公司享有，亏损由交易对方补偿给上市公司
6	上海鼎立科技发展（集团）股份有限	收益法	盈利和收益由上市公司和交易对方在本次交易完成后按持股比例享有和承担；亏损及损失由交易对方承担
7	山东新华医疗器械股份有限公司	收益法	盈利由上市公司享有，亏损由交易对方以现金方式补偿给上市公司
8	吉林光华控股集团股份有限公司	收益法	盈利由上市公司享有，亏损由交易对方以现金方式补偿给上市公司
9	上海鼎立科技发展（集团）股份有限公司	收益法	盈利由上市公司享有，亏损由交易对方以现金方式补偿给上市公司
10	远东实业股份有限公司	收益法	盈利由上市公司享有，亏损由交易对方以现金方式补偿给上市公司
11	华邦颖泰股份有限公司	收益法	盈利由上市公司享有，亏损由交易对方以现金方式补偿给上市公司
12	贵州信邦制药股份有限公司	收益法	盈利由上市公司享有，亏损由交易对方以现金方式补偿给上市公司
13	大唐电信科技股份有限公司	收益法	盈利由上市公司享有，亏损由交易对方承担
14	华润锦华股份有限公司	收益法	盈利由上市公司享有，亏损由交易对方承担
15	宁夏银星能源股份有限公司	收益法	盈利由上市公司享有，亏损由交易对方承担
16	方正证券股份有限公司	收益法	盈利由上市公司享有，亏损由交易对方以现金方式补偿给上市公司

对于过渡期损益的会计处理，在过渡期盈利由上市公司享有，亏损由交易对方承担的情况下，在购买日，由于过渡期损失金额已经确定，交易对方需补偿的金额也确定，上市公司确认其他应收款，合并成本及其他应收款与购买日可辨认净资产公允价值的差额计入商誉。

## 二、上市公司为保证标的企业过渡期内资

## 产、人员和业务稳定性可采取的相关措施

为保证上市公司在过渡期内的合法权益，同时，避免日后纠纷，保证股权转让活动的顺利进行，上市公司可采取如下措施：

### （一）就资产、人员和业务稳定相关事项做好约定

对于资产完整性，上市公司应与交易对方作出约定，由交易对方作出承诺并保证，在过渡期内，未经上市公司事先同意，不得提议或投票赞成目标公司进行利润分配、进行资产重组、购买或出售重要资产及对外投资，对外提供借款、担保或其他增加重大债务的行为，并应促使目标公司保持其独立性、资产完整性及正常的生产经营，保证目标公司的高效运转。标的公司的资产状况、财务状况不发生任何不利变化，标的公司的经营模式、产品结构不发生重大不利变化，在使用的资产或技术不发生不利变化，维持目标公司的各项经营许可、资质、持续有效。交易对方不得就标的股权设置担保等任何第三人权利，亦不得与任何第三方订立任何可能影响标的公司与上市公司进行本次交易的任何合同等。

对于人员的稳定性，交易对方应作出承诺，保证标的公司的管理团队和核心技术人员在过渡期内保持稳定。

对于业务稳定性，过渡期内，交易对方应作出承诺，确保标的公司的各项管理制度（包括但不限于财务、会计核算、资产管理、安全生产、薪酬等制度）保持稳定，确保标的公司的采购政策、销售政策、员工薪酬水平、福利待遇水平等保持稳定，确保目标公司的主要供应商、销售客户的稳定，确保目标公司不得按照明显比既往优惠的条款和条件向任何客户提供服务、或参与明显不符合公平商业惯例的任何交易。



## （二）约定标的公司信息披露义务

上市公司应与交易对方进行约定，在过渡期间，交易对方应及时将有关对标的公司已造成或可能造成重大不利影响的任何事件、事实、条件、变化或其他情况书面通知上市公司，上市公司亦可持续对标的公司进行尽职调查，若有重大不利变化、差错或遗漏，则收购方案可进行调整。

如果标的公司发生了重大经营事项而交易对方没有及时披露或者未及时告知上市公司，导致上市公司在不知情的情况下受让了标的股权，则上市公司可以交易对方违背诚实信用原则为由，要求交易对方承担相应的赔偿责任。

## （三）参与标的公司经营管理

在并购完成后，上市公司通常会指派相关经营管理人员担任标的公司董事，参与标的公司重大决策。为减少信息不对称程度，在过渡期内，上市公司也可指派相关人员参与标的公司经营管理，帮助标的公司构建符合上市公司规范和市场发展要求的内部管理体系，通过了解、沟通及学习，促进标的公司和上市公司文化的融合，尽快熟悉标的公司的业务，为并购后业务的整合及市场资源的整合做好准备。

## （四）对过渡期损益进行专项审计

无论约定过渡期损益归上市公司所有还是归交易对方所有，为保证交易双方的利益，避免日后发生纠纷，均因在过渡期结束后聘请不相关

的第三方审计机构对过渡期损益进行专项审计，防止交易对方操纵标的公司业绩损害上市公司股东的合法权益。

### 1.2.5.5 设计交易方案应考虑的其他重要因素

以上就上市公司产业并购方案设计的重要方面进行了重点阐述，除此之外，以下因素也将直接影响并购交易的实施过程和结果，需在方案拟定时一并考虑。

#### 一、资产交割和人员安置的便利程度

收购股权和收购资产是上市公司产业并购采用的两种主要交易形式，两种收购方式的差异主要体现在资产交割和人员安置的便利程度方面。

一般来说，股权收购方式下，被收购方保留独立法人地位，不涉及资产交割和人员安置问题。

资产收购方式下，将涉及实物资产的交割，对于实行登记制的资产，例如土地使用权、房屋、商标、专利等，其交割以在主管机关完成过户登记为准；对于不实行登记制的资产，例如机器设备、文件资料等，则采取实物交接的方式；对于合同，需要取得合同相对方对于合同主体变更的同意。

在资产收购方式下，由于收购方购买的只是与部分业务相关的经营性资产，会产生人员安置问题，职工安置方案必须经过职工代表大会审议通过。通常情况下，人员安置采取“人随资产走”的原则，即与被收购

的经营性资产有关的人员将随资产进入收购方，先由原企业与其结束劳动合同关系，再由收购方与该等员工重新签订新的劳动合同。由于历史原因，我国的国有企业员工存在所谓的“国企职工或事业单位职工身份”，其实质为职工与国企之间的无限责任、终身制劳动关系，其特点是职工不仅是企业的终身制劳动者，而且全部生活依附于企业或事业单位，企业对职工承担无限责任。国企职工身份置换，是指国企改制过程中，通过适当的方式变无限责任、终身制劳动关系为与市场经济相适应的新型劳动关系。所以，变更国企职工身份时，给予一定的经济补偿是必要的、合理的。国企职工身份置换始于1986年国务院颁布《国营企业实行劳动合同制暂行规定》，国营企业职工从传统式终身制劳动关系置换为新型的合同制劳动关系；职工的医疗、养老等费用不再由企业承担，而是通过社会保险和商业保险等制度解决；在身份置换过程中，经济补偿金可以以现金、改制企业股权或债权等各种方式予以支付。2001年10月6日，国营企业职工身份置换工作基本完成，《国营企业实行劳动合同制暂行规定》被废止，之后存在的所谓“国企职工身份”其实更多的在于劳动合同被终止后的补偿问题。根据劳动和社会保障部办公厅于2001年发布的《关于〈国营企业实行劳动合同制度暂行规定〉废止后有关终止劳动合同支付生活补助费问题的复函》的要求进行经济补偿，即对于2001年10月6日前国有企业录用的员工，如果其劳动合同期限未届满而被企业解除劳动合同，企业应按照劳动法的有关规定支付经济补偿金；如果在劳动合同期满后终止劳动关系，企业也应支付生活补助费。

## 二、会计处理对上市公司的影响<sup>[3]</sup>

企业合并是将两个或两个以上单独的企业合并形成一个报告主体的交易或事项。《企业会计准则第20号——企业合并》将企业合并划分为

两大基本类型——同一控制下的企业合并与非同一控制下的企业合并。非同一控制下企业合并中，法律上的被购买方如果被判断为会计上的购买方，则被划分为反向购买，反向购买又基于会计上的被购买方是否构成业务，划分为一般的反向购买和权益性交易两种类型，企业合并的类型划分不同，所遵循的会计处理原则也不同。

具体到上市公司并购重组实务中，一般来说，产业并购为上市公司向实际控制人以外的第三方购买资产，大多在会计处理上属于一般的非同一控制下企业合并；集团整体上市大多属于同一控制下企业合并；借壳上市一般会导致上市公司实际控制权的变更，作为法律上购买方的上市公司通常被认定为会计上的被购买方，会计处理应适用反向收购的原则。

关于企业会计准则及其应用指南中对企业合并会计处理的具体规定，请参见本书附录，在此仅对上市公司并购重组实务中拟定方案时较为关注的会计处理问题进行简单阐述，仅供读者参考。

## （一）企业合并类型的判断

如上所述，大多数情况下上市公司并购重组适用的企业合并类型判断依据较为充分，但是在实务中存在一类情形即上市公司控制权变更在前，新控股股东资产注入在后，这种情况下按照何种企业合并类型处理应依据实质重于形式的原则判断前后两次交易是否属于一揽子交易。

判断前后两次交易是否属于一揽子交易可参照《企业会计准则解释第5号》中对分步处置子公司股权投资的会计处理原则，即符合以下一种或多种情况的，通常表明应将多次交易事项作为一揽子交易进行会计

处理：

1. 这些交易是同时或者在考虑了彼此影响的情况下订立的；
2. 这些交易整体才能达成一项完整的商业结果；
3. 一项交易的发生取决于其他至少一项交易的发生；
4. 一项交易单独看是不经济的，但是和其他交易一并考虑时是经济的。

实务中，要结合交易的实质、交易双方之间的协议或其他安排来进行判断。比如后一项交易是否需要经过实质性审批程序、前一项交易是否会因后一项交易的变化而撤销或者更改等等。如果判断的结果是新控股股东取得上市公司控制权及其后的资产注入并不是一揽子交易，而且又符合《企业会计准则》对同一控制企业合并“非暂时”性的标准（即控制关系在购买日前后12个月均保持一致），则后续的资产注入一般属于同一控制下企业合并，如果是一揽子交易，则资产注入可能需要按反向购买的原则进行会计处理。这样的处理原则与《重组办法》对借壳上市的判断标准也是一致的，即上市公司控制权变更后，控股股东后续注入的资产总额超过上市公司控制权变更前一年资产总额100%的，视作借壳上市。

## （二）上市公司重组复牌后股价大幅上涨情况下合并成本的确定

在非同一控制下企业合并中，合并成本与取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额之间的差额确认为商誉。因此，合并成本的计量在很

大程度上会影响到商誉的确认金额。在上市公司发行股份购买资产过程中，按照会计准则的规定，合并成本应该是在购买日所发行股份的公允价值。但根据《重组办法》的规定，上市公司发行股份的价格应参照停牌前一段时间的交易均价确定，由于A股资本市场经常出现投资者疯狂追捧重组股的现象，上市公司的股价在定价基准日和购买日之间一般都会大幅上涨，以购买日股价作为合并成本会使得上市公司确认高额的商誉，给重组完成后的财务状况带来严重不利影响。

在一个整体波动较大的市场环境中，上市公司在定价基准日至购买日之间的股票价格波动很难完全被判断为投资人对该项交易所作出的市场反映。上市公司的股价受参与合并各方不可控制的因素（如市场整体走势、市场操作因素）影响较大，再根据购买日的每股价格与股数的乘积作为增发股份的公允价值可能会出现不合理的结果。根据《企业会计准则讲解（2010）》的规定，发行的权益性证券的公允价值首先应考虑购买日的公开报价，除非在非常特殊的情况下，购买方能够证明权益性证券在购买日的公开报价不能可靠地代表其公允价值，购买方可以用其他的证据和估价方法，如参照其在购买方公允价值中所占权益份额，或者是参照在被购买方公允价值中获得的权益份额进行估价。

因此，在定价基准日到购买日之间时间间隔较长，并且在此期间股票市场整体出现较大幅度波动的情况下，如果作为合并对价发行的股票同时带有较长的限售期和严格的限售条件，可以采用适当的估值技术确定公司发行股份的价值，并据此计算企业合并成本。如果确实无法选择适当的估值技术可靠确定公司发行股份公允价值的，也可以考虑以购买日被购买资产的公允价值为基础确定合并成本。

### （三）非同一控制下企业合并取得资产的计量

非同一控制下企业合并确认的商誉为企业合并成本和取得的被购买方可辨认净资产份额的差额，实务中对于被购买方可辨认净资产一般以评估师出具的成本法（资产基础法）评估结果确定。根据《企业会计准则讲解2010》，购买方在非同一实际控制下企业合并中取得的无形资产应符合《企业会计准则第6号——无形资产》中对于无形资产的界定且其在购买日的公允价值能够可靠计量。按照无形资产准则的规定，没有实物形态的非货币性资产要符合无形资产的定义，关键要看其是否满足可辨认性标准，即是否能够从企业中分离或者划分出来，并能单独或者与相关合同、资产、负债一起，用于出售、转移、授予许可、租赁或者交换；或者应源自于合同性权利或其他法定权利，无论这些权利是否可以从企业或其他权利和义务中转移或分离。公允价值能够可靠计量的情况下，应区别于商誉单独确认的无形资产一般包括：商标、版权及与其相关的许可协议、特许权、分销权等类似权利、专利技术、专有技术等。

在目前上市公司产业并购中，特别是标的资产属于TMT行业的产业并购中，标的资产对特许权、分销权等权利和专有技术一般未在财务报表中单独确认为资产，评估师在成本法评估的过程中参照企业经审计的财务数据进行评估，未将上述已符合无形资产确认条件的资产纳入评估范围，但标的资产的成交价格交易双方考虑了上述权利和技术价值后的结果，上述差异导致上市公司因产业并购确认了巨额的商誉。这种情况一方面不符合大多数重组报告书中对标的资产渠道优势和技术优势的描述；另一方面也因巨额商誉的确认给上市公司重组完成后的财务状况带来了不利影响（不仅拉低了上市公司净资产收益率，同时上市公司需每年对商誉进行减值测试，存在因提取减值准备导致业绩恶化的风险）。上市公司应在对标的资产实施尽职调查的过程中，尽可能取得标的资产未资本化的相关权利和技术的资料，使评估师或估值人员有充足

的依据在评估 / 估值报告中将其单独确认为一项可辨认的资产，尽量降低非同一实际控制下企业合并产生的商誉金额。

#### （四）重组交易费用的处理

发行股份进行企业合并过程中发生的证券公司、会计师、评估师、律师、财务顾问等中介机构服务费，应该计入当期损益还是从发行股份的溢价收入中扣减，应该根据具体的服务内容和目的进行判断。对于为了企业合并交易所发生的服务费用，例如，与被收购的目标资产相关、为重大资产重组交易申报所需要的中介机构服务，应计入当期损益。对于为了发行股份而发生的服务费用，例如为了股份发行申报、股份登记等发生的中介机构费用，属于与发行股份相关的直接费用，应当冲减所有者权益。

#### （五）或有对价的确认和后续处理

根据《企业会计准则讲解2010》，或有对价的公允价值应该包含在企业合并的合并成本中。但目前的上市公司并购重组实务中，基本均未将因业绩补偿或奖励条款产生的或有对价确认进入合并成本，监管机构也未对此提出异议。

重组完成后交易对方因业绩未达标履行业绩补偿义务或业绩超出承诺享受业绩超额奖励的属于购买日之后发生的对合并价款的调整，只有在购买日后12个月内发生，且是对“购买日已存在情况”的新的或者进一步证据导致的调整，才属于计量期调整，从而调整商誉。其他调整尤其是基于被购买方盈利情况的调整或者其他在购买日后发生的事件导致的



调整，都不能调整商誉：或有对价属于权益性质的，不进行会计处理；或有对价属于金融资产或者金融负债的，按照公允价值计量且公允价值的变化产生的利得和损失计入当期损益或按照相关规定计入资本公积；如果不属于金融工具，则按照《企业会计准则第13号——或有事项》或其他相应的准则处理。

如本节之“奖励和补偿等对赌安排”所述，超额业绩奖励在目前上市公司产业并购中应用的案例越来越多，结合《企业会计准则第9号——职工薪酬》和《企业会计准则第20号——企业合并》的相关规定，对于重组完成后超额业绩奖励与标的资产管理层股东服务年限相挂钩的，支付时作为职工薪酬计入当期损益更符合配比原则，其他情况下的超额业绩奖励可以按照上述企业合并对价调整的规定进行会计处理。

## （六）适用反向购买法的注意事项

### 1. 权益结合法的适用标准

普通的反向购买法处理中，企业合并成本为法律上的子公司（购买方）如果以发行权益性证券的方式为获取在合并后报告主体的股权比例，应向法律上母公司（被购买方）的股东发行的权益性证券数量与权益性证券的公允价值计算的结果；被购买方可辨认净资产公允价值即为上市公司净资产按照资产基础法进行评估的结果，以此计算的商誉金额通常会非常高。为规避企业合并完成后因反向购买确认巨额商誉，借壳上市交易各方一般倾向于按照《做好执行会计准则企业2008年年报工作的通知》（财会函〔2008〕60号）中“企业购买上市公司，被购买的上市公司不构成业务的，购买企业应按照权益性交易的原则进行处理，不得确认商誉或确认计入当期损益”的规定，将上市公司清理为不构成业

务的“净壳”（通常的清理方式请参见本节之“对上市公司置出资产的处理方式”）。在此应注意企业会计准则对“业务”的定义。业务是指企业内部某些生产经营活动或资产、负债的组合，该组合具有投入、加工处理和产出能力，能够独立计算其成本费用或所产生的收入等，可以为投资者等提供股利、更低的成本或其他经济利益等形式的回报。有关资产或资产、负债的组合具备了投入和加工处理过程两个要素即可认为构成一项业务。实务中上市公司置出全部资产或者除现金、金融资产外无其他非货币型资产的通常可认定为上市公司已经不构成业务。

## 2. 会计上购买方为多个主体的反向购买

反向购买的定义并未要求会计上的购买方是一个法律实体，作为会计处理中的判断，应该更关注其是否构成会计主体，而不应该片面地将其理解为一个法律实体。《企业会计准则讲解（2010）》第一章指出“会计主体，是指企业会计确认、计量和报告的空间范围。……会计主体不同于法律主体”。上述规定强调了会计主体不等同于法律主体，因此，不能简单地因为法律上的被购买方不是一个法律主体就判断交易不是反向购买，而应该判断法律上的被购买方是否构成一个会计主体。

在反向购买中，如果会计上的购买方对应多个法律实体，应把多个法律实体视为一个会计主体，并假设这个主体向会计上被购买方的原股东发行权益性证券。反向购买交易的合并成本可以公式化为：购买方的公允价值合计 $\times$ （1 / 购买方在合并后主体中所占的股权比例-1）。

## 3. 包含现金对价的反向购买中每股收益的计算

根据《企业会计准则讲解2010》，反向购买后对外提供比较合并财务报表的，其比较前期合并财务报表中的基本每股收益，应以法律上子

公司的每一比较报表期间归属于普通股股东的净损益除以在反向购买中法律上母公司向法律上子公司股东发行的普通股股数计算确定。实务中部分反向购买过程中，上市公司支付的对价既包括发行股份，又包括现金对价，在这种情况下，自当期期初至购买日，在按照《企业会计准则讲解（2010）》的要求计算“在该项合并中法律上母公司向法律上子公司股东发行的普通股数量”时，可以假设法律上母公司全部以发行股份来作为合并对价，将支付的现金按照定向发行价格折算为普通股股数，得出法律上母公司假定应该发行的股份数总额，通过这样的方法，将现金因素计入加权平均股数。

### 三、税收负担

税收负担是拟定重组方案时重点考虑的因素，上市公司并购重组过程中可能涉及的税种包括以下几项。

#### （一）企业所得税

根据《关于企业重组业务企业所得税处理若干问题的通知》（财税〔2009〕59号），一般的企业股权收购、资产收购交易中资产出售方应确认股权、资产转让所得或损失，资产收购方取得股权或资产的计税基础应以公允价值为基础确定。一般的企业合并交易（指吸收合并等被吸并方法人资格注销的交易）中合并方应按公允价值确定接受被合并企业各项资产和负债的计税基础，被合并企业及其股东都应按清算进行所得税处理，被合并企业的亏损不得在合并企业结转弥补。

在满足以下条件下，企业重组各方可以采用特殊税务处理方式对企

业所得税纳税义务进行递延处理：（1）具有合理的商业目的，且不以减少、免除或者推迟缴纳税款为主要目的；（2）被收购、合并部分的资产或股权比例符合财税〔2009〕59号文件规定的比例；（3）企业重组后的连续12个月内不改变重组资产原来的实质性经营活动；（4）重组交易对价中涉及股权支付金额符合财税〔2009〕59号文件规定比例；（5）企业重组中取得股权支付的原主要股东，在重组后连续12个月内，不得转让所取得的股权。

不同交易模式下上述（2）、（4）中的相关比例和满足条件后的税务处理方式如下：

股权收购中收购企业购买的股权不低于被收购企业全部股权的75%，且收购企业在该股权收购发生时的股权支付金额不低于其交易支付总额的85%，被收购企业的股东取得收购企业股权的计税基础，以被收购股权的原有计税基础确定；收购企业取得被收购企业股权的计税基础，以被收购股权的原有计税基础确定；收购企业、被收购企业的原有各项资产和负债的计税基础和其他相关所得税事项保持不变。

资产收购中受让企业收购的资产不低于转让企业全部资产的75%，且受让企业在该资产收购发生时的股权支付金额不低于其交易支付总额的85%，转让企业取得受让企业股权的计税基础，以被转让资产的原有计税基础确定；受让企业取得转让企业资产的计税基础，以被转让资产的原有计税基础确定。

企业合并中企业股东在该企业合并发生时取得的股权支付金额不低于其交易支付总额的85%，以及同一控制下且不需要支付对价的企业合并，合并企业接受被合并企业资产和负债的计税基础，以被合并企业的原有计税基础确定；被合并企业合并前的相关所得税事项由合并企业承

继；可由合并企业弥补的被合并企业亏损的限额＝被合并企业净资产公允价值×截至合并业务发生当年年末国家发行的最长期限的国债利率；被合并企业股东取得合并企业股权的计税基础，以其原持有的被合并企业股权的计税基础确定。

从上述规定可以看出，对于满足一定条件的企业重组事项采用的“特殊税务处理”方式实际上是不确认股权 / 资产出售方的转让利得，将相关股权 / 资产本次交易中公允价值与账面价值的差额产生的纳税义务递延至收购方。

实务中在上市公司发行股份并支付现金购买资产的过程中，为了满足上述特殊税务处理的条件，应尽量将现金支付的比例控制在15%以下。同时应考虑上市公司持有标的资产的意图确定是否确认递延所得税负债并相应调整本次交易确认商誉的金额，一般情况下上市公司产业收购对标的资产均意图长期持有，纳税义务尽管已递延至上市公司但在未来发生的可能性较小，无需就相关纳税义务确认递延所得税负债且调整商誉金额。

参与重组的交易各方应注意，根据财税〔2009〕59号文件的要求，企业发生符合本通知规定的特殊性重组条件并选择特殊性税务处理的，当事各方应在该重组业务完成当年企业所得税年度申报时，向主管税务机关提交书面备案资料，证明其符合各类特殊性重组规定的条件。企业未按规定书面备案的，一律不得按特殊重组业务进行税务处理。建议重组各方在拟定方案报经有权管辖的税务机关确认相关方案的所得税处理原则，根据国家税务总局公布的《企业重组业务企业所得税管理办法》，可以选择由重组主导方（股权 / 资产收购为转让方，吸收合并为合并后拟存续的企业，新设合并为合并前资产较大的企业）向主管税务机关提出申请，层报省税务机关给予确认。

## （二）个人所得税

国家税务总局2011年以《关于个人以股权参与上市公司定向增发征收个人所得税问题的批复》对上市公司发行股份购买资产的交易对方是自然人的个人所得税纳税义务进行了明确规定：南京浦东建设发展有限公司自然人以其所持该公司股权评估增值后，参与苏宁环球股份有限公司定向增发股票，属于股权转让行为，其取得所得，应按照“财产转让所得”项目缴纳个人所得税。

根据《中华人民共和国个人所得税法》及其实施条例，“财产转让所得”项目征收个人所得税的适用税率为20%，以个人每次转让财产取得的收入额减除财产原值和合理费用后的余额为应纳税所得额。在计算股权转让所得时，不得扣除被投资企业未分配利润等股东留存收益中按该项股权所可能分配的金额。

2014年12月7日，国家税务总局下发了《股权转让所得个人所得税管理办法（试行）》，明确个人转让股权，以股权转让收入减除股权原值和合理费用后的余额为应纳税所得额，按“财产转让所得”缴纳个人所得税，其中“股权转让收入”是指转让方因股权转让而获得的现金、实物、有价证券和其他形式的经济利益。转让方取得与股权转让相关的各种款项，包括违约金、补偿金以及其他名目的款项、资产、权益等，均应当并入股权转让收入；“股权原值”通过以下方式确认：（1）以现金出资方式取得的股权，按照实际支付的价款与取得股权直接相关的合理税费之和确认股权原值；（2）以非货币性资产出资方式取得的股权，按照税务机关认可或核定的投资入股时非货币性资产价格与取得股权直接相关的合理税费之和确认股权原值；（3）通过无偿让渡方式取得股权，具备本办法第十三条第二项所列情形的，按取得股权发生的合理税

费与原持有人的股权原值之和确认股权原值；（4）被投资企业以资本公积、盈余公积、未分配利润转增股本，个人股东已依法缴纳个人所得税的，以转增额和相关税费之和确认其新转增股本的股权原值。

### （三）流转税

上市公司并购重组大多数情况下的标的资产为股权，并不涉及增值税、营业税等流转税的纳税义务，但是在上市公司进行吸收合并、资产出售、实物资产置换和购买标的企业经营性资产等交易过程中涉及的货物、不动产和土地使用权转让可能会出现流转税的纳税义务。2011年国家税务总局相继出台了《关于纳税人资产重组有关增值税问题的公告》和《关于纳税人资产重组有关营业税问题的公告》，明确规定纳税人在资产重组过程中，通过合并、分立、出售、置换等方式，将全部或者部分实物资产以及与其相关联的债权、负债和劳动力一并转让给其他单位和个人，不属于增值税和营业税的征税范围，其中涉及的货物转让，不征收增值税，其中涉及的不动产、土地使用权转让，不征收营业税。

### （四）土地增值税

根据《土地增值税暂行条例》，转让国有土地使用权、地上的建筑物及其附着物并取得收入的单位和个人，为土地增值税的纳税义务人，土地增值税应以增值额为基础按照超率累进税率征收。上市公司拟定并购重组方案时应注意以下两种涉及土地增值税纳税义务的事项。

#### 1. 标的资产为房地产企业可能涉及的土地增值税纳税义务

收购企业股权的并购重组一般情况下因为土地使用权和房地产权属

未发生变更，不涉及土地增值税的纳税义务，但对于标的企业主要资产为土地使用权和房地产的（如房地产开企业）且转让该企业以盈利为主要目的，可能会引发土地增值税的纳税义务。国家税务总局2000年曾向下属分局下发《关于以转让股权名义转让房地产行为征收土地增值税问题的批复》（国税函〔2000〕687号），对广西自治区地税局上报的《关于以转让股权名义转让房地产行为征收土地增值税问题的请示》（桂地税报〔2000〕32号）做出答复：鉴于深圳市能源集团有限公司和深圳能源投资股份有限公司一次性共同转让深圳能源（钦州）实业有限公司100%的股权，且这些以股权形式表现的资产主要是土地使用权、地上建筑物及附着物，经研究，对此应按土地增值税的规定征税。因此对于上市公司购买的标的资产为房地产开发企业股权的，在拟定方案时与当地地税主管部门沟通确认土地增值税的征收事宜，尽量取得地税主管部门对减免土地增值税的批复。

## 2. 收购经营性资产涉及的土地增值税纳税义务

财政部、国家税务总局《关于土地增值税一些具体问题规定的通知》（财税字〔1995〕48号）规定在企业兼并中，对被兼并企业将房地产转让到兼并企业中的，暂免征收土地增值税。实务中对于上述“企业兼并”的定义一直没有统一的标准，税务主管部门一般认为购买企业经营性资产的，因资产出售企业的法人主体资格在重组完成后继续保留，不属于“企业兼并”的范畴，对由此产生的土地使用权和房地产转让应征收土地增值税。上市公司在拟定收购某企业经营性资产的重组方案时也应提前征求地方税收主管部门对本次交易是否征收土地增值税的意见，提前计算税收成本，做好税务筹划。

## （五）契税



根据《契税暂行条例细则》，上市公司并购重组受让土地使用权和不动产的一方可能负有缴纳契税的义务。财政部、国家税务总局2012年出台了《关于企业事业单位改制重组契税政策的通知》（财税〔2012〕4号），对于符合下述条件的企业重组，可以减免土地使用权和不动产受让方契税的征收：

1. 对在股权（股份）转让中，单位、个人承受公司股权（股份），公司土地、房屋权属不发生转移，不征收契税；
2. 两个或两个以上的公司，依据法律规定、合同约定，合并为一个公司，且原投资主体存续的，对其合并后的公司承受原合并各方的土地、房屋权属，免征契税；
3. 公司依照法律规定、合同约定分设为两个或两个以上与原公司投资主体相同的公司，对派生方、新设方承受原企业土地、房屋权属，免征契税；
4. 国有、集体企业整体出售，被出售企业法人予以注销，并且买受人按照《中华人民共和国劳动法》等国家有关法律法规政策妥善安置原企业全部职工，与原企业全部职工签订服务年限不少于三年的劳动用工合同的，对其承受所购企业的土地、房屋权属，免征契税；与原企业超过30%的职工签订服务年限不少于三年的劳动用工合同的，减半征收契税；
5. 经国务院批准实施债权转股权的企业，对债权转股权后新设立的公司承受原企业的土地、房屋权属，免征契税；
6. 对承受县级以上人民政府或国有资产管理部门按规定进行行政性调整、划转国有土地、房屋权属的单位，免征契税；

7. 同一投资主体内部所属企业之间土地、房屋权属的划转，包括母公司与其全资子公司之间，同一公司所属全资子公司之间，同一自然人与其设立的个人独资企业、一人有限公司之间土地、房屋权属的划转，免征契税。

## 四、对负债和公益性资产的剥离

在购买股权的情况下，如果标的企业存在不适宜进入上市公司的负债或者公益性资产，应在交易之前予以剥离。债务剥离实质上是债务人的变更，按照法律规定，债务人将合同债务全部或部分转移给第三人，必须经债权人同意。一般情况下，债权人、债务人和承接债务的第三方会就债务转移事项达成协议。

公益性资产是指企业中不以盈利为目的的、具有公共产品属性的项目资产。如果该等资产可以单独区分并可交割，则可以通过对外出售的方式进行剥离；如果该等资产属于公益性单位，例如非营利性医院、学校等，则需按照有关法律法规的规定办理该等单位举办人或出资人的变更手续，完成剥离。

## 五、对上市公司置出资产的处理方式

在借壳上市交易中，由于被借壳的上市公司原经营性资产的盈利能力通常较差且与注入上市公司的资产不相关，将其保留在上市公司不仅不利于重组目标的达成，也可能因采用反向购买的会计处理方式使上市公司确认巨额商誉<sup>[4]</sup>从而背上沉重的财务包袱，上市公司一般需将原经营性资产全部置出（即通常所说的“清壳”）。对评估值较低甚至已为负

值的置出资产，一般由上市公司按照评估值直接出售给原控股股东（评估值为负的置出资产一般以0对价转移<sup>[5]</sup>），对评估值较高的置出资产，为缓解原控股股东的资金压力，一般作为与收购方注入资产进行置换的对价，资产注入方取得置出资产后再将其转移给原控股股东，原控股股东以其持有的部分上市公司股份购买。在设计清壳方案过程中应重点关注的事项包括：

### （一）资产交割方式

如本节“资产交割和人员安置”所述，转移相关资产涉及的登记、过户环节较多，不利于资产交割的顺利完成，为节省后期资产交割的时间，上市公司可在筹划借壳重组的过程中先成立一家子公司，将经营性资产作为资本金全部注入该公司，重组资产交割过程中只需完成该子公司的工商登记变更手续即可。

### （二）对置出资产涉及债务的处理

对于置出资产涉及的银行贷款等金融性债务（包括已提供的对外担保），原则上应全部取得债权人同意转让的书面文件；对于经营性债务预计未偿还的部分，应尽量取得债权人同意转让的书面文件，未取得的应由上市公司原控股股东（或置出资产承接方）承诺在债务到期后全额承担偿还义务。

### （三）对置出资产涉及人员问题的处理

请参见“资产交割和人员安置”。

## 六、对上市公司原控股股东的利益补偿

在国内证券市场发展过程中，由于退市制度不完善以及首发公开上市的审核标准较高，审核周期较长等原因，某些业绩差、市值低的上市公司（壳公司）曾经是拟上市企业及其实际控制人（买方）竞相追逐的对象，壳公司原控股股东（卖方）在借壳上市重组过程中往往能获得买方让渡的部分利益。现阶段随着上市公司退市制度的进一步完善和监管机构对借壳上市的审核标准日趋严格，特别是2014年证监会相继出台了《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》和修订后的《重组办法》，一方面针对上市公司退市工作中较为突出、市场较为关注的现实问题，在既有法律制度框架下，作了明确和细化的规定；另一方面明确了借壳上市将完全执行IPO的审核标准，可以预见未来壳公司的价值将持续下降。尽管如此，借壳上市未来仍将是国内上市公司并购重组的重要方式，如何在遵守法律法规和市场规范且不损害上市公司中小股东利益的前提下，设计买方向卖方提供利益补偿的方式是借壳上市方案设计过程中需考虑的重要因素。从过往案例来看，合法合理的利益补偿方式主要包括以下几种：

### （一）买方向卖方零对价或低对价转移置出资产

上市公司置出资产可作为与买方注入资产置换的部分对价，待过户至买方后由卖方以其持有的上市公司股份购回，在此过程中，买卖双方可协商降低置出资产的转移价格实现对卖方的利益补偿。如2013年实施完成的济川药业借壳洪城股份（600566.SH）的交易中，买方济川药业全体股东在取得上市公司置出资产后将其无偿转让给卖方原上市公司控股股东洪泰置业。

## （二）降低拟注入上市公司资产的交易价格

上市公司和买卖双方可协商注入资产交易价格在评估值的基础上进行一定折让，从而实现对包括卖方在内的上市公司全体股东的补偿。如2014年取得证监会核准批文的中安消借壳飞乐股份（600654.SH）的交易中，拟注入上市公司资产评估值为48.69亿元，经协商确认的交易价格为45亿元，差额可以视作买方对上市公司全体股东的利益补偿。

## （三）向卖方发行股份募集配套资金

由于上市公司公布重组方案后股价一般会有大幅提升，在上市公司审议重组董事会召开前按照锁价发行原则认购配套资金的投资者通常会获得较高的投资回报，2013年实施完成的神州信息借壳ST太光（000555.SZ）的交易中，上市公司向原控股股东申昌科技发行股份越2100万股用于募集配套资金，发行价格按照上市公司首次董事会召开前20个交易日均价确定，申昌科技认购的股份在上市公司公告重组方案后取得了较高的收益。

### 1.2.5.6 构成交易方案重大调整的标准和应履行的程序

上市公司产业并购应在相关信息披露前审慎制定重组方案，避免后续对重组方案的重大调整，根据《重组办法》，股东大会作出重大资产重组的决议后，上市公司拟对交易对象、交易标的、交易价格等作出变更，构成对原交易方案重大调整的，应当在董事会表决通过后重新提交股东大会审议，并及时公告相关文件。中国证监会审核期间，上市公司

对原交易方案作出重大调整的，还应当向中国证监会重新提出申请，同时公告相关文件。

根据证监会的相关指导意见，以下情形视为上市公司重大重组方案的重大调整：

1. 上市公司在公告重组预案后拟增加交易对象的，视为构成重组方案重大调整；

2. 上市公司在公告重组预案后拟减少交易对象的，如交易各方同意将该交易对象及其持有的标的资产份额剔除出重组方案，且剔除相关标的资产后按照下述3的规定不构成重组方案重大调整的，可以视为不构成重组方案重大调整；

3. 上市公司在公告重组预案后拟对交易标的进行变更，如同时满足以下条件，可视为不构成重组方案重大调整：（1）拟增加或减少的交易标的资产的资产总额、资产净额及营业收入占原标的资产相应指标总量的比例均不超过20%；（2）变更标的资产对交易标的的生产经营不构成实质性影响，包括不影响交易标的资产及业务完整性等；

4. 调减和取消配套融资不构成重组方案的重大调整，新增配套融资属于重组方案的重大调整。

## 1.2.6 上市公司并购重组信息披露和审核相关事项

### 1.2.6.1 上市公司重大资产重组的定义和一般要求

#### 一、《重组办法》对重大资产重组的界定

证监会2014年10月修订公布的《重组办法》仍沿修订前对重大资产重组的定义，即上市公司及其控股或者控制的公司购买、出售资产，达到下列标准之一的，构成重大资产重组：（1）购买、出售的资产总额占上市公司最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例达到50%以上；（2）购买、出售的资产在最近一个会计年度所产生的营业收入占上市公司同期经审计的合并财务会计报告营业收入的比例达到50%以上；（3）购买、出售的资产净额占上市公司最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末净资产额的比例达到50%以上，且超过5 000万元人民币。购买、出售资产未达到前款规定标准，但中国证监会发现存在可能损害上市公司或者投资者合法权益的重大问题的，可以根据审慎监管原则责令上市公司按照本办法的规定补充披露相关信息、暂停交易、聘请独立财务顾问或者其他证券服务机构补充核查并披露专业意见。

上市公司在判断某项交易是否构成重大资产重组时，除上述规定外，还应注意以下特殊事项：

## （一）选用标的资产相关指标的时间

判断某项交易是否构成重大资产重组一般选取标的资产在基准日的资产总额和资产净额和上一会计年度的营业收入作为标准。

## （二）交易导致合并报表范围变化的计算方式

在购买出售资产为股权类资产，且交易导致上市公司合并报表范围发生变化的情况下（即购买股权取得标的企业的控制权或出售股权丧失标的企业的控制权），计算上述指标时应以标的企业整体的资产总额、营业收入和净资产额为准；未导致上市公司合并报表范围变化的，应以标的企业整体资产总额、营业收入和净资产额乘以相应的股权比例为准。

## （三）成交价格的影响

购买资产的情况下，上述“资产总额”和“资产净额”的指标应以标的资产成交金额和其财务报表中体现的总资产、净资产孰高为准。出售资产的情况下无需考虑标的资产的成交金额。

## （四）连续性交易的计算方式

上市公司在12个月内连续对同一或者相关资产进行购买、出售的，以其累计数分别计算相应数额，已按照《重组办法》的规定编制并披露重大资产重组报告书的资产交易行为，无须纳入累计计算的范围（但连续交易达到借壳标准的除外，计算借壳上市的标准既不受12个月的期间



限制，亦不因某项交易已编制重组报告书而将其剔除）。

上述“同一或相关资产”包括交易标的资产属于同一交易方所有或者控制，或者属于相同或者相近的业务范围，或者中国证监会认定的其他情形。

## （五）特殊交易亦构成重大资产重组

重大资产重组不仅包括传统意义上的购买或出售资产，根据《重组办法》，以下交易在达到相应标准时亦属于上市公司重大资产重组的范畴：

1. 与他人新设企业、对已设立的企业增资或者减资；
2. 受托经营、租赁其他企业资产或者将经营性资产委托他人经营、租赁；
3. 接受附义务的资产赠与或者对外捐赠资产。

## 二、重大资产重组应符合原则

### （一）重大资产重组应符合的一般原则

根据《重组办法》，上市公司实施重大资产重组，应当就本次交易符合下列要求作出充分说明，并予以披露：

1. 符合国家产业政策和有关环境保护、土地管理、反垄断等法律和行政法规的规定；

2. 不会导致上市公司不符合股票上市条件；
3. 重大资产重组所涉及的资产定价公允，不存在损害上市公司和股东合法权益的情形；
4. 重大资产重组所涉及的资产权属清晰，资产过户或者转移不存在法律障碍，相关债权债务处理合法；
5. 有利于上市公司增强持续经营能力，不存在可能导致上市公司重组后主要资产为现金或者无具体经营业务的情形；
6. 有利于上市公司在业务、资产、财务、人员、机构等方面与实际控制人及其关联人保持独立，符合中国证监会关于上市公司独立性的相关规定；
7. 有利于上市公司形成或者保持健全有效的法人治理结构。

## （二）发行股份购买资产应符合的特殊原则

除上述一般原则外，根据《重组办法》，上市公司发行股份购买资产还应符合以下规定：

1. 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盈利能力，有利于上市公司减少关联交易、避免同业竞争、增强独立性；
2. 上市公司最近一年及一期财务会计报告被注册会计师出具无保留意见审计报告；被出具保留意见、否定意见或者无法表示意见的审计报告的，须经注册会计师专项核查确认，该保留意见、否定意见或者无

法表示意见所涉及事项的重大影响已经消除或者将通过本次交易予以消除；

3. 上市公司及其现任董事、高级管理人员不存在因涉嫌犯罪正被司法机关立案侦查或涉嫌违法违规正被中国证监会立案调查的情形，但是，涉嫌犯罪或违法违规的行为已经终止满3年，交易方案有助于消除该行为可能造成的不良后果，且不影响对相关行为人追究责任的除外；

4. 充分说明并披露上市公司发行股份所购买的资产为权属清晰的经营性资产，并能在约定期限内办理完毕权属转移手续；

5. 中国证监会规定的其他条件。

### **1.2.6.2 《重组办法》和《收购办法》的修订原则和主要修订内容**

为贯彻落实《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》（国发〔2014〕14号）、《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（国发〔2014〕17号）精神和2014年8月31日《证券法》修改的具体要求，进一步推进上市公司并购重组市场化进程，促进上市公司深入推进行业整合和产业升级，证监会在2014年10月24日发布了修订后的《重组办法》和《收购办法》。

本次修订以“放松管制、加强监管”为理念，进一步减少和简化并购重组行政许可，在强化信息披露、加强事中事后监管、督促中介机构归位尽责、保护投资者权益等方面作出配套安排。主要的修订包括以下几个方面：

## 一、简政放权

1. 对不构成借壳上市且不涉及发行股份的上市公司重大资产购买、出售和置换行为取消审批，取消了对要约收购的审批。
2. 增加了四类要约收购自动豁免的情形，包括发行股份、金融机构承销、优先股表决权恢复和履行约定购回式证券交易协议触发的要约收购义务。

## 二、放松管制

1. 就发行股份购买资产增加了定价弹性和调价机制。上市公司发行股份购买资产的底价可以是定价基准日前20日、60日和120日均价的90%；且规定上市公司可以按照经审议的调价机制调整股份发行价格，上市公司在调整发行股份购买资产价格时应注意，调价机制一定要在本次重组的第一次董事会审议且公告，调价的标准不能受交易双方双方容易操纵的参数确定，原则上不能根据上市公司本身股价的变化进行调整，可以根据大盘指数和本行业指数的走势进行调价；同时取消了上市公司破产重整的协商定价机制。
2. 增加了上市公司并购重组的支付方式。明确上市公司可以发行优先股、定向可转债和定向权证作为标的资产支付对价，鼓励并购基金等多种融资工具的使用。
3. 取消向非关联第三方发行股份购买资产的协同效应和盈利补偿要求。旧的重组办法要求上市公司向非关联第三方发行股份购买资产应有利于增强与现有主营业务的协同效应，新的重组办法取消了这一要

求，允许上市公司实施以多元化经营为目的的产业并购；同时不再强制要求上市公司向非关联第三方发行股份购买资产时需签署盈利补偿协议，鼓励交易各方经协商签订符合自身特点、方式更为灵活的业绩补偿协议。

4. 取消向第三方发行股份购买资产的比例和金额要求。新重组办法取消了之前对上市公司向非关联第三方发行股份购买资产发行股份不低于重组完成后总股本5%，低于5%的，主板、中小板上市公司拟购买资产金额不低于1亿元，创业板不低于5 000万元的要求。

5. 丰富了要约收购人的履约保证方式。之前的收购办法要求要约收购方在要约收购提示性公告披露时支付履约保证金，给要约收购人带来的财务负担较重，在一定程度上限制了要约收购方式在A股的运用，新的收购办法允许要约收购人通过银行保函和财务顾问担保并承担连带责任的方式提供履约保证，提高收购方的资金流动性，降低收购成本。

6. 不再强制要求上市公司提供盈利预测报告。新重组办法取消了出具标的资产盈利预测报告和上市公司备考盈利预测报告的要求，但相应强化了重组报告书管理层讨论分析部分对本次重组对上市公司预计影响的信息披露要求。

7. 明确标的资产可以采用更灵活的估值方式定价。新重组办法明确了上市公司重大资产重组可以自由选择是否以评估结果作为定价依据，对于不采用评估结果的，可以由财务顾问和其他具备执业能力的第三方机构针对标的资产出具估值报告。但同时也对定价显示公允导致上市公司、投资者利益受到损害的行为增设了监管措施和处罚条款。

### 三、加强监管

1. 明确了分道制审核制度。自2013年10月起，证监会开始实施并购重组分道制审核制度，对满足一定条件的项目给予豁免审核或快速审核的优惠政策，对财务顾问执业能力较弱（评级为C类的）、上市公司合规性较差或借壳上市类的重组项目实施审慎审核（具体标准请见下表），新的《重组办法》明确了证监会在并购重组审核过程中根据项目评价结果选择审核通道的政策。

--

2. 完善了借壳上市的标准。新重组办法明确了借壳上市的标准应与主板IPO标准等同，禁止创业板上市公司实施借壳上市的交易，同时将借壳方明确为“收购方及其关联人”，防止规避借壳上市审核标准的行为。

3. 增加信息披露的要求。新重组办法增加了披露发行股份定价选择依据和调整方案的要求，细化了资产定价依据和合理性的披露标准，明确要求在重组报告书中披露市场可比价格和可比案例的情况，细化对重组完成后上市公司未来盈利能力、未来发展前景的分析，增加披露与投资者保护相关的承诺。

4. 明确涉嫌违法违规正在被立案稽查上市公司发行股份的条件。证监会2007年发布的《关于上市公司立案稽查及信息披露有关事项的通知》（证监发〔2007〕111号）规定对于被立案稽查的上市公司，由于种种原因，经营陷入困境，自身发展无望，股东和相关各方的利益难以保障，实施重组是唯一的出路。为了最大限度地保护中小股东和相关各方的利益，本着“惩前毖后、治病救企”的原则，如果重组方提出切实可行的重组方案，在经营管理等方面将发生实质性改变，即“脱胎换骨，更名改姓”，重组完成有助于减轻或消除违法违规行为造成的不良后果，在立案调查期间，并购重组可以同时进行。新重组办法取消了上述规定，明确上市公司及其现任董事、高级管理人员存在因涉嫌犯罪正被司法机关立案侦查或涉嫌违法违规正被中国证监会立案调查的情形的不允许发行股份购买资产，但是涉嫌犯罪或违法违规的行为已经终止满3年，交易方案有助于消除该行为可能造成的不良后果，且不影响对相关行为人追究责任的除外。

5. 加强对中介机构的监管。新重组办法增加了对中介机构的原则要求，明确中介机构不得教唆、协助或者伙同委托人编制或者披露存在

虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的报告、公告文件，不得从事不正当竞争，不得利用上市公司重大资产重组谋取不正当利益；同时全面强化中介机构在上市公司并购重组中的责任，对监管机构要求整改的中介机构，整改完成前不得承接新的上市公司并购重组业务。

6. 强化对并购重组的事中和事后监管。新重组办法增加了上市公司发行股份购买资产的股价稳定机制，重组完成后六个月内上市公司股价连续20天交易价格低于发行价或者六个月以后的收盘价低于发行价的，认购股份的特定对象持有股票的锁定期自动延长至少六个月。

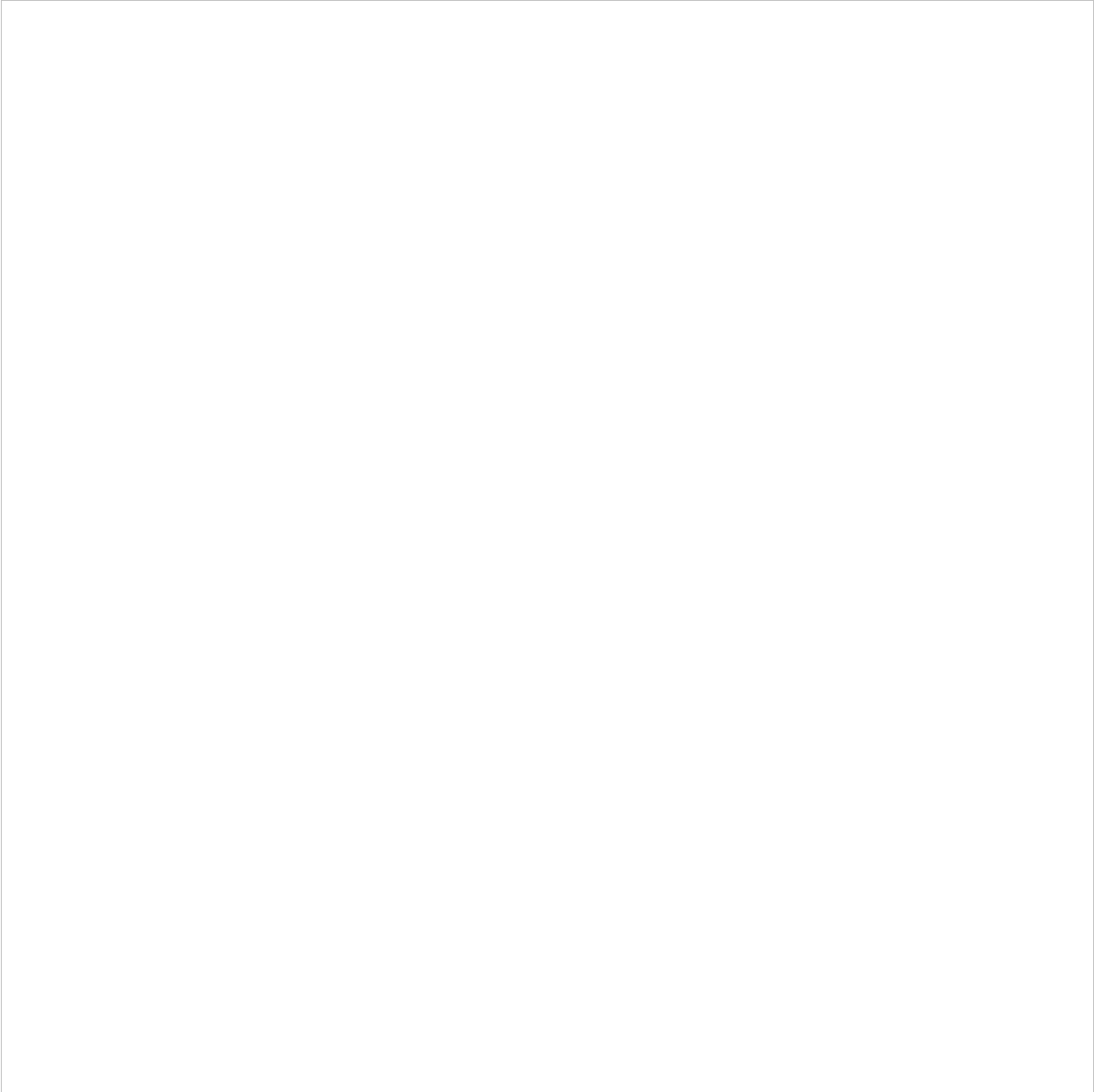
## 四、加强对中小投资者的保护

新重组办法明确交易对方因提供的信息存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给上市公司或者投资者造成损失的，将依法承担赔偿责任；要求重组过程中特定对象应承诺被司法机关立案侦查或者被中国证监会立案调查的，在案件调查结论明确以前，不转让其在该上市公司拥有权益的股份；上市公司召开审议重组事项的股东大会履行信息披露义务时，除上市公司的董事、监事、高级管理人员、单独或者合计持有上市公司5%以上股份的股东以外，其他股东的投票情况应当单独统计并予以披露；上市公司预计本次重大资产重组将摊薄上市公司当年每股收益的，应当提出填补每股收益的具体措施。

### 1.2.6.3 上市公司重大资产重组的一般流程

上市公司在进行需上报证监会重组委（借壳和发行股份购买资产）的重大资产重组时，大致可分为申报前的准备阶段、审核阶段以及过会后的实施这三大阶段，简要流程图如下：





针对以上流程图，在具体操作细节上，上市公司应关注如下方面：

时间	事件	上市公司上报或公告文件
T	公司股票停牌日（向交易所申请停牌）	1. 董事长签字并经董事会盖章的《上市公司重大资产重组停牌申请表》
		2. 停牌公告
		3. 重大资产重组的意向性协议

T+5日	董事会同意筹划重大资产重组事项	在停牌5个工作日内董事会审议同意筹划重大资产重组，并披露。
(停牌期间的持续信息披露) 停牌期间，每周发布一次相关事项进展公告。		
T+30日	第一次董事会（披露重组预案）预案公告，股票复牌，一般停牌不得超过30天。	1. 董事会决议
		2. 独立董事意见
		3. 重大资产重组预案
		4. 独立财务顾问核查意见
		5. 《上市公司重大资产重组方案首次披露对照表》
		6. 其他相关文件
		(1) 发行股份购买资产协议
		(2) 采取的保密措施及保密制度的说明和保密协议
		(3) 交易对方提供资料真实、准确和完整的承诺与声明
		(4) 交易进程备忘录及自查报告
		(5) 关于重大资产重组停牌前股票交易是否达到128号文标准的说明
		(6) 董事会关于重大资产重组履行法定程序的完备性、合规性及提交法律文件的有效性的说明
		(7) 独立财务顾问的承诺函
		(8) 利润承诺及补偿措施
		(9) 《内幕信息知情人员登记表》，停牌之后尽快提供
股东大会通知发出前，董事会需每30日发布本次重大资产重组进展公告。		
		1. 董事会决议
		2. 独立董事意见
		3. 重大资产重组报告书及其摘要
		4. 独立财务顾问报告
		5. 法律意见书
		6. 审计报告

X日=T+60日—T+90日正常情况下	第二次董事会X日公司刊登发行股份购买资产暨关联交易报告书等文件	7. 资产评估报告
		8. 盈利预测审核报告（如有）
		9. 《上市公司重大资产重组方案再次披露对照表》
		10. 重组报告书与重组预案差异对比表
		11. 其他相关文件
		（1）发行股份购买资产补充协议
		（2）利润承诺补偿协议
		12. 收购报告书摘要
X日+15日	股东大会表决通过 注意事项：需网络投票；三分之二表决通过；发出股东大会通知时间距离首次董事会（案董事会）公告之间不得超过6个月。	
X+18日	向中国证监会报送本次重大资产重组申请文件，证监会出具了材料接收函。法规要求，股东大会决议公告后3个工作日内报送，申报文件目录详见26号准则。	
X+40日	收到《一次反馈意见通知书》。要求30个工作日内上报，若不能及时上报，需说明理由并公告。	
X+45日	报送反馈意见回复	
注：若因存在账户异动情形将进行稽查，稽查期间，停止审核。		
X+75日	通过重组委审核	
X+76日	公告并复牌	
	收到了会后反馈意见	
	报送了会后反馈意见回复	
X+100日	获得了核准批文	
X+101日	开始实施重大资产重组披露批文公告及修改后的重组报告等文件	1. 核准公告
		2. 重组报告书修订说明
		3. 修订后的重组报告书及摘要（获得批文事项要加进去）
		4. 修订后的独立财务顾问报告
		5. 历次法律意见书

		6. 收购报告书及摘要
X+110日	会计事务所出具了验资报告	
X+112日	标的资产过户完成公告	1. 过户完成公告
		2. 关于过户的独立财务顾问核查意见
		3. 关于过户的法律意见
X+114日	股份登记申请（给登记公司）	1. 非公开发行证券登记申请书
		2. 证监会核准文件
		3. 证券登记申报电子文件
		4. 财务顾问协议
		5. 验资报告
		6-1. 股东追加股份限售承诺申请表
		6-2. 股东限制承诺
		6-3. 关于股东股份限售承诺的提示性公告
		7. 营业执照复印件
		8. 重组报告书
		9. 法律意见书
X+114日	新增股份上市申请（给交易所）	10. 授权委托书
		1. 非公开发行股票上市申请书
		2. 财务顾问协议
		3. 交易实施情况之独立财务顾问意见
		4. 发行股份购买资产实施情况之法律意见书
		5. 验资报告
		6. 证券登记确认书
		7. 发行股份购买资产实施情况报告暨股份上市公告书
		8-1. 关于股份变动的提示性公告
		8-2. 关于股东股份追加限售承诺的提示性公告
		9. 董事、监事和高级管理人员持股情况变动的报告

X+120日	新增股份上市公告	1. 发行股份购买资产实施情况报告暨股份上市公告书
		2. 关于实施的独立财务顾问意见
		3. 关于实施的法律意见
		4. 关于股份变动的提示性公告
		5. 关于股东股份追加限售承诺的提示性公告
X+140日	独立财务顾问总结报告	实施完毕后15个工作日内，直接报送到上市公司所在地证监局。
自核准之日起进入持续督导期	借壳重组的持续督导期为实施完毕当年及3个完整会计年度，除此之外的重组为实施完毕当年及1个完整会计年度。	

## 1.2.6.4 中国证监会对上市公司重大资产重组的审核关注要点

在对重大资产重组事项的审核过程中，监管机构会重点关注本次重组是否符合《重组办法》规定的重组条件及重组原则，信息披露是否充分、准确、完整，方案设计是否符合《重组办法》的具体要求。根据证监会披露的审核关注要点及最新的审核实践来看，审核过程中，监管层关注的主要问题及事项如下表所示。

关注点	关注问题	关注事项
1	交易价格公允性	1. 评估报告与盈利预测报告、公司管理层讨论与分析之间是否存在重大矛盾；2. 标的资产在拟注入上市公司之前三年内是否进行过评估，两次评估值之间是否存在较大差异；3. 不同评估方法下评估参数取值等是否存在重大矛盾；4. 评估的假设前提是否具有可靠性和合理性等。
2	盈利能力与预测	1. 审计报告关注非标事项的影响；2. 利润表关注标的资产最近两年收入是否稳定；3. 资产负债表关注巨额应收或预付款项，是否存在关联方占款；4. 盈利预测报告关注假设前提是否合理，是否难以实现等。
		1. 标的资产是否已取得相应权证；2. 标的资产权属是否存在争

3	资产权属及完整性	议或限制；3. 标的资产的完整性情况是否充分披露等。
4	同业竞争	1. 需要披露详实：是否已详细披露收购交易中的收购人、收购人的实际控制人及该实际控制人的下属企业的股权结构、财务报告及主营业务等相关数据；2. 是否存在潜在竞争关系；3. 财务顾问和律师需要核查等。
5	关联交易	1. 程序合规；2. 是否充分披露关联方和关联人员；3. 是否充分披露关联交易定价依据，以及是否详细分析交易定价公允性等。
6	标的资产持续经营能力	1. 重组完成后标的公司是否做到人员、资产、财务方面独立；2. 是否将承担重大担保或其他连带责任；3. 交易完成后，标的公司收入是否严重依赖于关联交易，关联交易收入及相应利润在上市公司收入和利润中所占比重是否合理等。
7	内幕交易	1. 上市公司与交易对方就重大资产重组事宜是否采取保密措施并提供保密制度说明；2. 与所聘证券服务机构签署的保密协议和交易进程备忘录等。
8	债权债务处置	1. 独立财务顾问和律师是否已对上市公司重组中债权、债务的处理的全过程和结果的合法性明确发表专业意见；2. 上市公司、重组交易对方、原有控股股东或实际控制人等应对没有取得债权人明确意见的占比较小的债务处理提出明确的、切实可行的方案。
9	股权转让及权益变动	1. 注入（置出）存续上市公司的标的公司股权标的公司在重组前增减资或发生股权转让的，需关注历次增减资及股权转让的原因和必要性，增减资或转让股权的作价依据及其合理性；2. 内部决策及股权转让协议的合规。
10	过渡期间损益安排	关注拟购买资产在过渡期间的损益承担安排是否可能损害上市公司和公众股东利益，期间盈利应归上市公司所有。
11	收购资金来源	关注收购资金来源融资安排是否提供借贷协议的主要内容，是否充分披露借贷协议的主要内容，是否就上市公司股份的取得、处分、质押及表决权的行使等与借款人或其他第三方存在特殊安排。
12	挽救上市公司财务困难的重组方案可行性	是否取得上市公司股东大会的批准，重组完成后，上市公司是否具备持续经营能力及盈利能力；重组方案是否有利于保护公司和中小股东的合法权益，是否在消除公司债务等风险的同时，还兼顾各方利益（如职工的妥善安置）。
13	实际控制人变化	收购人与出让人是否在同一国有控股集团内，是否受同一股东控制。国有控股集团或者国有资产经营单位通过在境外设立的全资控股子公司持有上市公司股份的，关注是否仍由相关机构代表国家履行出资人职责，并行使国有资产所有者的权利。
14	审计机构与评估机构	1. 关注为上市公司重大资产重组活动提供服务的审计机构、人员与评估机构、人员是否能够保持独立性；2. 是否由同时具备

	独立性	注册会计师及注册资产评估师的人员对同一标的资产既执行审计业务又执行评估业务。
--	-----	--

## 1.2.6.5 特殊并购交易涉及的信披要求和审核事项

除上述共性的审核关注要点外，并购交易涉及特殊行业和特殊交易类型的，需根据相关监管部门和交易所的要求履行额外的审核程序和信息披露义务。需要提醒上市公司注意的是，除发改委实施的境外投资项目核准和备案、商务部实施的外国投资者战略投资上市公司核准、经营者集中审查等三项审批事项可以与证监会对上市公司并购重组的审核实行“并联审查”（即不作为证监会并购重组行政审批的前置条件，其中与外国投资者战略投资上市公司核准的并联审查需待《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》修订后实施）外，上市公司并购重组涉及国家产业政策、行业准入、国有资产转让、外资、环境保护等事项时，应在向证监会的申报材料中包含相关主管部门对相关事项的审批文件，否则证监会将不予受理。

### 一、特殊行业并购重组涉及的信披要求和审核事项

#### （一）游戏行业涉及的特殊信披要求和审核事项

针对游戏类公司的特点，证监会明确“在上市公司并购重组审核中，标的资产为游戏公司的，申请人应当结合游戏公司特点及运营模式，在重组报告书中分析并披露以下业务数据：主要游戏的总玩家数量、付费玩家数量、活跃用户数、付费玩家报告期内每月人均消费值、

充值消费比、玩家的年龄和地域分布、开发人员等。同时，披露将未开发项目纳入收益法评估范围的说明，以及作为高风险、高波动公司的折现率和风险系数取值合理性的说明。”

## （二）矿产行业涉及的特殊信披要求和审核事项

关注是否充分披露标的资产的有关情况，包括：（1）矿业权证；（2）生产许可证书取得；（3）生产是否符合环保法规、政策要求；（4）矿业权的有效期等。

## （三）健康医疗行业公司涉及的特殊信披要求和审核事项

关注标的公司是否存在未来遭受互联网企业颠覆现有商业模式冲击的风险；关注医改政策、法规对并购标的公司业务的影响；如果出现交易标的含有非营利性医院甚至非营利性医院作为交易标的的情形，则关注非营利性医院注入上市公司的必要性及盈利模式以及本次交易对于非营利性医院投资的估值及会计处理。

## （四）房地产行业涉及的特殊信披要求和审核事项

对于在国家对房地产调控政策持续期间，房地产行业上市公司、非房地产行业上市公司通过再融资募集资金投向涉及房地产开发业务或重大资产重组置入住宅房地产开发业务的，应进行用地和商品房开发的专项核查。



属于核查范围的上市公司，应当向证监会提交行政许可申报材料时，同时分别提交涉及用地，涉及商品房开发的专项核查报告，包括按照国土资源部要求提供的企业土地综合信息及是否涉及闲置用地和炒地等违法违规问题的专项自查报告、保荐机构或独立财务顾问、律师的专项核查意见和和相关部门在报告期内（最近三年及一期）的所有商品房地产开发项目是否存在捂盘惜售、哄抬房价等违法违规行为的专项自查报告、保荐机构或独立财务顾问、律师的专项核查意见。

证监会将在受理行政许可后将用地专项自查报告和中介机构专项核查意见转交国土资源部，将需住建部进一步检查认定的商品房开发专项自查报告和中介机构专项核查意见转交住建部。

## （五）军工行业涉及的特殊信披要求和审核事项

对于军工行业上市公司实施并购重组或标的资产涉及军工产品生产的，上市公司应在召开本次重组第一次董事会前取得省级国防科工局对本次交易方案的原则性批复，在第二次董事会前取得信息产业部国防科工局对本次方案的批复和对涉密信息豁免披露的批复。除此之外，涉及军品生产的标的企业应取得按照国家和军方现行规定应具备的业务资质，包括国军标质量管理体系认证、武器装备科研生产单位保密资质认证、武器装备科研生产许可证认证和装备承制单位资格名录认证。参与本次重组的中介机构和相关人员应按照《军工涉密业务咨询服务安全保密监督管理办法》取得参与军工涉密业务咨询服务的资质。

## 二、特殊类型的交易涉及的信披要求和审核事项

## （一）借壳上市涉及的信披要求和审核事项

### 1. 构成借壳上市的认定标准

2011年修订的《重组办法》首次明确了借壳上市的标准，即“自控制权发生变更之日起，上市公司向收购人及其关联人购买的资产总额，占上市公司控制权发生变更的前一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例达到100%以上”。

结合证监会后续出台的《证券期货法律适用意见第12号》等相关指导性意见，上市公司在判断拟实施的重组是否构成借壳时应注意以下几点：

#### （1）“收购人”的定义

上述“收购人”包括两种情况：一是本次重组后将成为上市公司新的实际控制人的收购人，二是上市公司首次上市至本次重组前，已通过收购、无偿划拨等方式成为上市公司实际控制人的收购人。上市公司向收购人购买的资产包括向收购人及其实际控制人控制的关联方购买的资产。

#### （2）向前追溯和向后追溯的标准

对借壳上市的认定，即自上市公司控制权变更之日起，收购人向上市公司注入的所有资产（包括控制权变更时注入的资产）均应合并计算，同时申报重大资产重组方案时如存在同业竞争和非正常关联交易，则对于收购人解决同业竞争和关联交易问题所制定的承诺方案，涉及未来向上市公司注入资产的，也将合并计算。根据上述规定，假定A公司系2001年在上交所首发上市，2002年12月31日上市公司合并资产负债表

中资产总额为20 000万元，2003年原控股股东B将所持股权转让给无关联关系的第三方C，C分别在2005、2007、2009、2014年将其持有的资产总额分别为7 000万、8 000万、4 000万和2 000万元的资产出售给上市公司，则2014年的资产出售已达到了借壳上市的标准。若C在2014年拟出售给A上市公司的资产总额为19 000万元，但其保留的另外一部分资产与拟注入上市公司的资产主营业务相同，C承诺将其在符合条件的前提下注入上市公司，该部分资产总额为2 000万元，则2014年的资产注入也已达到了借壳上市的标准。

### （3）资产总额的标准

计算借壳上市标准中标的资产的“资产总额”时，应参照重大资产重组的判断标准，按照标的资产账面资产总额和成交金额孰高确定。

## 2. 借壳上市应满足的条件

2014年11月23日正式实施的新《重组办法》明确借壳上市除应符合《重组办法》的相关规定外，对拟注入上市公司的资产应符合《首次公开发行股票并上市管理办法》（证监会令第32号）规定的其他发行条件，如持续经营三年以上，最近3年内主营业务和董事、高级管理人员没有发生重大变化，实际控制人没有发生变更，最近3个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币3 000万元（净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据），最近3个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币5 000万元，或者最近3个会计年度营业收入累计超过人民币3亿元，发行前股本总额不少于人民币3 000万元，最近一期末无形资产（扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等后）占净资产的比例不高于20%，最近一期末不存在未弥补亏损等（详见本书附录），创业板上市公司不得实施构成借壳上市的重组。对于构成借壳上市的，即

使不涉及上市公司发行股份，也应委托独立财务顾问在股东大会审议后3个工作日内向证监会报送申请材料，且需经并购重组委审核。

## （二）国有股东与上市公司重组涉及的信披要求和审核事项

上市公司并购重组涉及原国有股东或新引入国有股东且导致国有股东所持上市公司股份发生变化，应按照《关于规范国有股东与上市公司进行资产重组有关事项的通知》的实施。

### 1. 国资监管部门的预核准

国有股东就资产重组事项进行内部决策后，应当按照相关规定书面通知上市公司，由上市公司依法披露，并申请股票停牌。同时，将可行性研究报告报省级或省级以上国有资产监督管理机构预审核。国有股东为中央单位的，由中央单位通过集团公司报国务院国有资产监督管理机构。国有股东为地方单位的，由地方单位通过集团公司报省级国有资产监督管理机构。

一般来说，国资监管部门的预核准文件应在上市公司召开本次重组的首次董事会前取得。

### 2. 实施资产评估并申请核准、备案

国有股东与上市公司的资产重组需对标的资产进行评估，并将评估结果上报有权的国资监管部门核准或备案，经各级人民政府批准经济行为的事项涉及的资产评估项目，分别由其国有资产监督管理机构负责核准；经国务院国有资产监督管理机构批准经济行为的事项涉及的资产评

估项目，由国务院国有资产监督管理机构负责备案；中央企业及其各级子企业批准经济行为的事项涉及的资产评估项目，由中央企业负责备案。

一般来说，上市公司应在召开本次重组的第二次董事会前取得国资监管部门对评估结果的核准或备案文件，但实务中评估结果的核准或备案程序较复杂，流程较长，有可能在上市公司关于重组的首次董事会召开六个月后仍未取得，在这种情况下，上市公司应先行召开董事会，并公告以评估报告结果作为交易定价基础的草案，发出股东大会通知，待取得评估结果的正式核准、备案文件后再召开一次董事会。

### 3. 将重组方案上报国资监管部门审批

国有股东与上市公司进行资产重组的方案经上市公司董事会审议通过后，国有股东应当在上市公司股东大会召开日前不少于20个工作日，按规定程序将相关方案报省级或省级以上国有资产监督管理机构审核。国有资产监督管理机构在上市公司股东大会召开前5个工作日出具批复文件。

## （三）外国投资者与上市公司重组涉及的信披要求和审核事项

### 1. 外商投资企业股权转让需履行的程序

根据现行外资管理法律法规的规定，如果标的公司为外商投资企业，其股权转让需要履行以下程序：

#### （1）内部决策

外商投资企业增资或股权转让，应经最高权力机构（中外合资经营企业、中外合作经营企业为董事会，外资企业为股东会）做出决议。

## （2）原审批部门批准

按照现行外资管理法律法规的要求，如果外商投资企业股东发生变更，应经原审批机关批准。如果外商投资企业因股权转让变更为内资企业，自审批机关批准企业投资者股权变更之日起30日内，须向审批机关缴销外商投资企业批准证书；审批机关自撤销外商投资企业批准证书之日起15日内，向企业原登记机关发出撤销外商投资企业批准证书的通知，企业可以办理工商登记变更手续。

## 2. 涉及外国投资者对上市公司战略投资应履行的程序

原《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》规定通过上市公司向外国投资者定向发行（包括发行股份购买资产）进行战略投资的，应在上市公司召开股东大会审议后向商务部报送申请文件，商务部在30日内作出原则批复（原则批复有效期180日）后向证监会提交行政许可申请。

根据工信部、证监会等四部委2014年10月24日联合发布的《上市公司并购重组行政许可并联审批工作方案》，商务部实施的外国投资者战略投资上市核准将不在作为证监会上市公司并购重组行政许可审批的前置条件，改为并联式审批，但需待商务部修订颁布《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》后实施。

## 3. 外国投资者并购上市公司应履行的安全审查程序

根据《国务院办公厅关于建立外国投资者并购境内企业安全审查制

度的通知》，外国投资者并购境内军工及军工配套企业，重点、敏感军事设施周边企业，以及关系国防安全的其他单位；外国投资者并购境内关系国家安全的重要农产品、重要能源和资源、重要基础设施、重要运输服务、关键技术、重大装备制造等企业，且实际控制权可能被外国投资者取得的应履行安全审查程序。

申请人可主动或根据地方商务主管部门的要求按照《商务部实施外国投资者并购境内企业安全审查制度的规定》向商务部提交申请文件，属于并购安全审查范围的，商务部在15个工作日内书面告知申请人，并在其后5个工作日内提请外国投资者并购境内企业安全审查部际联席会议（以下简称联席会议）进行审查。自书面通知申请人受理申请之日起的15个工作日内，申请人不得实施并购交易，地方商务主管部门不得审批并购交易。15个工作日后，商务部未书面告知申请人的，申请人可按照国家有关法律法规办理相关手续。

#### （四）破产重整上市公司重组涉及的信披要求和审核事项

##### 1. 破产重整上市公司发行股份的定价原则

2014年11月实施的新《重组办法》明确《关于破产重整上市公司重大资产重组股份发行定价的补充规定》（证监会公告〔2008〕44号）废止，意味着上市公司破产重整过程中涉及发行股份购买资产的定价原则与普通上市公司发行股份购买资产的定价原则将保持一致。

##### 2. 破产重整期间应在交易所履行的信息披露义务

根据交易所《上市规则》，上市公司被法院裁定进入破产程序后，

公司股票及其衍生品种应当按照有关规定予以停牌、复牌和风险警示，公司应当每月披露一次破产程序的进展情况。同时，上市公司应在以下环节按照交易所相关信息披露备忘录的要求履行信披义务：

（1）董事会作出向法院申请重整、和解或破产清算的决定时，或者知悉债权人向法院申请公司重整、破产清算时；

（2）法院受理重整、和解或者破产清算申请时；

（3）法院裁定重整、和解后。

### 3. 破产重整案件审理和重组行政许可的关注要点

2012年10月，最高人民法院印发了《关于审理上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》，对审理上市公司破产重整的若干重点问题做出了规定，主要包括以下几个方面：

#### （1）上市公司破产重整的管辖权

上市公司破产重整案件应当由上市公司住所地的人民法院，即上市公司主要办事机构所在地法院管辖；上市公司主要办事机构所在地不明确、存在争议的，由上市公司注册登记地人民法院管辖。由于上市公司破产重整案件涉及法律关系复杂，影响面广，对专业知识和综合能力要求较高，人力物力投入较多，上市公司破产重整案件一般应由中级人民法院管辖。

#### （2）上市公司破产重整应向人民法院提交的材料

申请人申请上市公司破产重整的，除提交《企业破产法》第八条规定的材料外，还应当提交关于上市公司具有重整可行性的报告、上市公



司住所地省级人民政府向证券监督管理部门的通报情况材料以及证券监督管理部门的意见、上市公司住所地人民政府出具的维稳预案等。上市公司自行申请破产重整的，还应当提交切实可行的职工安置方案。鉴于上市公司破产重整案件较为敏感，不仅涉及企业职工和二级市场众多投资者的利益安排，还涉及与地方政府和证券监管机构的沟通协调。因此，目前人民法院在裁定受理上市公司破产重整申请前，应当将相关材料逐级报送最高人民法院审查。

### （3）进入破产重整程序后的信息披露义务人

上市公司进入破产重整程序后，由管理人履行相关法律、行政法规、部门规章和公司章程规定的原上市公司董事会、董事和高级管理人员承担的职责和义务，上市公司自行管理财产和营业事务的除外。管理人在上市公司破产重整程序中存在信息披露违法违规行为的，应当依法承担相应的责任。

### （4）控股股东、实际控制人存在损害上市公司行为应进行的补偿

控股股东、实际控制人及其关联方在上市公司破产重整程序前因违规占用、担保等行为对上市公司造成损害的，制定重整计划草案时应当根据其过错对控股股东及实际控制人支配的股东的股权作相应调整。

### （5）人民法院与证券监管部门的会商机制

重整计划草案涉及证券监管机构行政许可事项的，受理案件的人民法院应当通过最高人民法院，启动与中国证券监督管理委员会的会商机制。即由最高人民法院将有关材料函送中国证券监督管理委员会，中国证券监督管理委员会安排并购重组专家咨询委员会对会商案件进行研究。并购重组专家咨询委员会应当按照与并购重组审核委员会相同的审

核标准，对提起会商的行政许可事项进行研究并出具专家咨询意见。人民法院应当参考专家咨询意见，作出是否批准重整计划草案的裁定。

#### （6）上市公司重整计划涉及行政许可部分的执行

人民法院裁定批准重整计划后，重整计划内容涉及证券监管机构并购重组行政许可事项的，上市公司应当按照相关规定履行行政许可核准程序。重整计划草案提交出资人组表决且经人民法院裁定批准后，上市公司无须再行召开股东大会，可以直接向证券监管机构提交出资人组表决结果及人民法院裁定书，以申请并购重组许可申请。并购重组审核委员会审核工作应当充分考虑并购重组专家咨询委员会提交的专家咨询意见。并购重组申请事项获得证券监管机构行政许可后，应当在重整计划的执行期限内实施完成。

### 三、对并购重组配套融资的监管要求

#### （一）配套融资额度的计算

上市公司发行股份购买资产的同时可以募集部分配套资金，所配套资金比例不超过交易总金额的25%的，由证监会上市部一并审核。根据证监会的指导意见，上述交易总金额包括标的资产的成交金额和募集配套资金的金额，但若募集配套资金部分用于支付标的资产的现金对价，则支付现金对价的部分需要在交易总金额中扣除。募集配套资金额度的公式为：

可募集资金的上限 = (标的资产成交价格 - 配套资金用于现金支付的部分) / 3

以标的资产成交价格50亿元为例，若标的资产对价全部以上市公司发行股份（或部分以自有资金）支付，则可募集配套资金的额度为 $50/3=16.67$ 亿元；若标的资产对价中10亿元以本次交易募集的配套资金支付，则可募集配套资金的金额为 $(50-10)/3=13.33$ 亿元。

## （二）配套融资的发行底价和锁定期

《重组办法》修订后，对于上市公司发行股份购买资产募集配套资金的，上市公司发行股份购买资产部分的股份定价方式和锁定期，应按照《重组办法》的规定执行；上市公司募集配套资金部分的股份定价方式、锁定期和发行方式，按照《上市公司证券发行管理办法》《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》和《上市公司非公开发行股票实施细则》等相关规定执行（即主板上市公司的发行底价不低于定价基准日前20个交易日的90%，询价发行<sup>[6]</sup>的对象取得的股份锁定12个月，锁价发行的对象取得的股份锁定36个月；创业板上市公司询价发行价格不低于发行期首日前一个交易日公司股票均价的，发行对象取得的股份发行结束之日起可上市交易；询价发行价格低于发行期首日前二十个交易日公司股票均价但不低于百分之九十，或者发行价格低于发行期首日前一个交易日公司股票均价但不低于百分之九十的，发行对象取得的股份锁定12个月；锁价发行的对象以不低于董事会作出本次非公开发行股票决议公告日前二十个交易日或者前一个交易日公司股票均价的百分之九十认购的，发行对象取得的股份锁定36个月）。募集资金部分与购买资产部分应当分别定价，视为两次发行。

## （三）配套募集资金的用途

《证券期货法律适用意见第12号》规定“上市公司发行股份购买资产同时募集的部分配套资金，主要用于提高重组项目整合绩效”，根据证监会上市部的指导性意见，募集配套资金提高上市公司并购重组的整合绩效主要包括：本次并购重组交易中现金对价的支付；本次并购交易税费、人员安置费用等并购整合费用的支付；本次并购重组所涉及标的资产在建项目建设、运营资金安排；部分补充上市公司流动资金等。上市公司和中介机构应参照上述的规定拟定募集资金使用方案，注意避免以募集资金全额补充流动资金和用于上市公司现有项目的建设等情形。

对上市公司资产负债率明显低于同行业上市公司平均水平、前次募集资金使用效果明显未达到已公开披露的计划进度或预期收益、并购重组方案仅限于收购上市公司已控股子公司的少数股东权益和并购重组方案构成借壳上市的，不允许以补充流动资金的理由募集配套资金。实务中很多上市公司和中介从业人员对上述规定有误解，认为借壳上市不允许配套融资，实际上监管机构并未禁止借壳上市的同时募集配套资金，只是不允许以配套融资补充流动资金。

#### （四）配套募集资金的后续监管

上市公司募集资金完成后的使用和管理是监管机构和市场重点关注的方面，中国证监会2012年12月公布的《上市公司监管指引第2号——上市公司募集资金管理和使用的监管要求》对A股上市公司包括并购重组配套融资在内的募集资金使用和监管做出了统一规定，除此之外，上交所、深交所主板、中小板和创业板各自对上市公司募集资金的使用、管理和信息披露做出了更为细致的规定。

## 1.2.7 产业并购完成后的整合

### 1.2.7.1 并购案例的启示

#### 一、时代华纳和美国在线分道扬镳

2000年1月10日，全球最大的媒体集团时代华纳老总杰瑞·李文和互联网之王美国在线（AOL）的CEO史蒂文·凯斯在美国纽约曼哈顿创造了历史：将加起来总价值3500亿美元的两家公司合二为一。无论从盈利模式还是合作理念上，两家公司的合并曾被看作是传统媒体与新媒体的天作之合。时代华纳希望借助美国在线的平台优势进军新媒体市场，而美国在线则需要时代华纳的有线电视业务作为新的盈利增长点，这是当时两者联姻的出发点。合并后的联合公司通过旗下拥有的杂志、有线电视及其电影将以月25亿接触受众这个难以置信的频次影响着世人的生活。

并购的前景非常诱人，但现实却比较残酷，2002年4月联合公司宣布出现了高达540亿美元的亏损，联合公司的股票从2001年5月最高值56.60美元，直降到2002年7月的最低值8.70美元。最终，这场并购交易以美国在线和时代华纳2009年再次分拆交易告终。

探究本次并购失败的原因：（1）外部环境的变化是并购失败的直接原因，两家公司洽谈合并的当口恰逢互联网泡沫经济破灭，2001年又发生了震惊世界的“9·11恐怖袭击”，经济形势急转直下，影响到了联合公司的运营；（2）两家公司整合不力，未能达到预期的协同效应，则

是并购失败的根本原因。①首先是业务资源整合不力。由于网络带宽、传输等技术方面的限制，美国在线难以消化时代华纳庞大的内容资源，未能建立成功的盈利模式。②其次是经营策略整合不力。“网络+内容”服务模式的技术基石不是美国在线擅长的窄带拨号接入而是宽带服务，但美国在线基于自身原有业务利益的考虑，贻误了进入宽带市场的先机，影响了时代华纳原有业务的拓展，最后反而是时代华纳的原有客户基础成为美国在线进入宽带市场最为重要的资源。③最后企业文化整合不力。时代华纳作为传统媒体企业，在长期发展的过程中，积累了深厚的文化底蕴。美国在线则是一个年轻的互联网公司，其企业文化是以用户接入服务为导向，以快速抢占市场为首要目标，操作灵活，决策迅速。合并后，集团管理层缺乏跨行业管理与整合的经验，双方一直存在着隔阂与冲突，被市场形容为“一批老派的西装笔挺的人跟习惯穿牛仔裤工作的人员相处”。

## 二、联想集团收购**IBM**个人电脑业务，借力起飞<sup>[7]</sup>

2004年12月8日，在中国个人电脑市场占有近30%市场份额的联想集团宣布了震惊市场的消息，以12.5亿美元的现金和股票收购知名品牌IBM的全球台式电脑和笔记本业务，及5亿美元的净负债转到联想名下，交易总额达到17.5亿美元。届时，IBM将持有联想集团18.9%的股份，成为联想的第二大股东。此次联想收购IBM全球PC业务，组建起了继戴尔、惠普之后的世界第三大个人电脑厂商，并使联想在目前个人电脑业务规模基础上增长4倍。

这一对全球PC业产生深远影响交易的交易也经历了艰辛的整合过

程。整合过程大概可以分为三个阶段：（1）2005年5—12月，收购后的第一阶段，联想的基本做法是维持现状，稳定军心，维护住IBM电脑部门原有的团队和客户。经过几个月的过渡期，稳住了客户和员工，业绩还有所增长。2005年10月，联想开始实施产品、供应链和销售等业务体系的整合。（2）2005年12月至2009年2月，整合正式实施。联想从戴尔挖来亚太区总裁阿梅里奥担任CEO，阿梅里奥上任后连续两年推行了全球裁员5%的计划，并开始推行组织架构和业务架构的整合。此阶段，联想的市场表现和业绩表现差强人意，但高层之间的分歧越来越重，阿梅里奥采取的措施大多以降低成本为主，而杨元庆则认为，应该更多关注长期竞争力和业务模式的建设。2008年第四季度，受全球金融危机及市场竞争加剧的影响，联想亏损9 672万美元，其在中国市场的PC销量同比下跌了7%，全球销量同比下跌了5%，全球市场份额降到7.3%，被宏基超出，落到第四位。（3）2009年2月至2011年底，整合显示成效。2009年2月，在严峻形势下，柳传志重新出山，杨元庆改任CEO，阿梅里奥离职。杨元庆上任后，联想开始大力开发海外消费类市场，为此联想加强了面向消费类市场的低端IdeaPad系列产品的开发，以此主打消费类客户和新兴市场，而以高端的ThinkPad产品主打商用大客户和成熟市场。不懈的努力换来可喜的收获，2011年三季度，联想超越戴尔，跃居全球第二大电脑商，销售额为77.9亿美元，市场占有率达13.5%。与此同时，由于联想的不懈努力以及日系厂商的退却，ThinkPad品牌巩固并发展了在高端电脑市场的领先地位，完美实现了联想并购IBM个人电脑业务的初衷。

联想收购IBM个人电脑业务之初，前景并不被看好，整合如此成功，探究原因，有以下几点：（1）谈判之初，联想采取了非常审慎的态度，能够对潜在的问题保持警觉、避免误入歧途，正是基于这种审慎的态度，联想花了一年多的时间，派出了各部门的专业团队对所收购业

务的各个方面和潜在的协调效应做了深入仔细的调查研究。联想的交易执行团队对收购后可能出现的各种情形做了深入分析，对困难准备比较充分，为后续成功整合提供了坚实基础。（2）联想的团队和人才储备。联想吸引了一批优秀的人士，多年来又非常注重人才的培养和磨炼。这些人既有丰富的国内的市场经验，又通过并购具有了国际的视野和经营管理知识。正是具备了这样的人才储备，整合后的战略才能得到成功执行。（3）巨大的中国市场以及联想在中国市场的地位，给了联想一个稳固的基地，得以有资源和底气在其他市场上做较长期的投资。

### 1.2.7.2 并购整合风险

从上述案例可以看出，对于并购方来说，并购完成后，真正的挑战才刚刚开始。并购双方的整合，包括供应链整合，生产管理整合，销售渠道整合，研发部门整合，信息系统整合，人力资源与薪酬体系整合，财务整合，企业文化融合等，将关系到并购的最终成败。总体来看，并购整合的风险主要包括以下几个方面：

#### 一、战略协同风险

面对并购后企业内外部条件发生的变化，要保持企业与外部环境的动态平衡，必须对并购企业双方的总体战略进行整合。否则，会因双方战略的不匹配性导致并购后的企业经营范围过宽或过窄，影响企业的价值创造。

#### 二、财务协同风险



财务管理是公司管理体系的核心，财务整合是发挥企业并购的“财务协同效应”的前提，是实现并购目标的重要保障。只有通过成功的财务整合，才能使并购后的企业集团获得最大限度的目标利润。

### 三、组织机构协同风险

企业的并购必然要求企业组织结构进行相应的调整，以实现企业组织结构的相互协同，如果不能实现这一目标，并购后的企业运转效率就可能因此而受到影响，从而导致组织协同风险的出现。

### 四、人力资源协同风险

在企业的生产要素中，最重要的因素不仅包括资金，还包括人力资本，人力资本由于具有能动性和不确定性，决定了它很容易在并购过程中发生变异，这种变异包括通用人力资本资源和独特人力资本资源在并购中的转移，也包括因各种激励措施的变化、企业组织结构的破坏等导致人力资本价值的变化。

### 五、文化协同风险

文化整合的任务是要使来自两个不同企业的员工的文化相互融合为一个优秀的整体，消除原来分属两个不同企业的文化鸿沟。企业并购的文化整合风险，主要表现在主并购者和被并购者之间的文化差距、文化对立以及两种文化融合的阻力。即取决于三个主要的方面：两个企业不同文化类型的整合难度；企业中主文化与分支机构亚文化的整合难度；

企业决策者所采用的整合模式。

### 1.2.7.3 并购整合风险的防范

并购整合的速度和效应是一个公司综合实力的体现，需要公司有清晰的企业战略、强大的执行力以及快速反应的能力。影响并购成败的因素很多，要防范并购风险，并购前后需重点树立以下两种意识：

#### 一、并购前采取审慎态度，对并购的协同效应客观判断

若高估并购的协同效应，并购谈判之初，就会盲目乐观，志在必得，交易价格可能会被大大高估。基于较高的预期，后续整合时往往不能有序推进，使得并购双方的协同效应大打折扣，不能实现并购初衷。因此，并购之初的审慎态度，是并购成功整合的先决条件。并购谈判前，并购交易执行团队要客观判断并购后的协同效应，对并购整合后可能出现的情形（包括乐观的情形和悲观的情形）深入分析，对困难做充分准备，公司各部门都要充分介入。

#### 二、并购后需战略清晰，把控节奏，强有力地执行整合方案

整合方案的有力执行是实现预期并购协同效应的前提。实践中，整合失败往往是以下因素导致的：（1）未能预见企业文化差异，企业文化的冲突造成整合失败；（2）整合实施太慢或太快，“无精打采、漫不经心”的整合会给被收购企业发出错误信号，而整合太快则可能会造成

严重的冲突，都可能导致整合失败；（3）没有贯穿始终的整合战略，整合没有清晰的路径，导致整合失败。

目前的并购实践中，常设计一些业绩对赌条款，促使被并购企业的原股东或原管理层在整合过渡期发挥积极作用，有利于双方的整合。

---

[1]杨桦、蔡建春主编：《全流通时代上市公司并购与重组经典案例解析》，中国和平出版社，第2页。

[2]本节内容主要来自证监会、公安部、国务院国资委2014年11月联合举办的内幕交易警示教育展。

[3]本节内容除参考企业会计准则及其应用指南和《企业会计准则讲解2010》的相关内容外，也参考并引用了证监会会计部组织编写的《上市公司执行企业会计准则案例解析》。

[4]根据《企业会计准则讲解2010》，被购买的上市公司不构成业务的，购买企业应按照权益性交易的原则进行处理，不得确认商誉或确认计入当期损益。

[5]对于评估值与置出资产账面价值的差异，可确认为上市公司当年出售资产的损益，但对转让价格高于评估值的部分，应视为原控股股东对上市公司的资本性投入计入资本公积。

[6]询价发行是指上市公司再融资申请取得证监会核准后，按照《证券发行承销管理办法》的规定向符合条件的投资者发出认购邀请函，根据认购情况确定发行对象和发行价格的方式；锁价发行是指投资者在审议再融资的董事会召开前或召开的同时与上市公司签订附条件生效的认购协议，按照事先确定的价格和数量认购上市公司发行股票的方式。

[7]本案例主要参考李俊杰《中国企业跨境并购》，机械工业出版社，2013。

## 1.3 中国企业跨境并购操作指南

---

本文将结合中航通飞收购美国西锐公司的案例，对跨境并购的具体操作进行介绍。

## 1.3.1 跨境并购的一般流程

### 1.3.1.1 基本流程

跨境并购一般可分为一对一谈判流程和招标流程，具体流程如下：

#### 一、一对一谈判流程

##### （一）准备工作

委任中介机构，组建项目工作小组→确立内部工作、沟通和决策机制→初步研究与评估交易可行性→研究财务假设和估值模型→评估交易结构和与对方的沟通渠道—初步论证融资方案→研究交易可能涉及的内外部审批程序和文件清单。

##### （二）初步接洽

建立交易双方之间的沟通协调机制和工作机制→确定交易流程和进度时间表→签署保密协议→初步尽职调查——试探、明确各方的交易意图和兴趣→签署或确认意向书（Term Sheet）和主要商业条款。

##### （三）全面尽职调查工作

确定尽职调查的范围、形式、时间和程序，组建尽职调查小组，准

备尽职调查清单→各中介机构分别开展法律、财务、业务等方面的尽职调查，出具尽职调查报告→审核卖方提供的资料（现场或网上资料室）→现场考察目标公司、管理层访谈、关联方调查（客户、供应商、政府主管机构等）→公司内部确定估值区间及融资计划→确认交易对方的批准程序。

#### （四）商业谈判

确立双方的谈判机制和谈判时间表→商谈确定最终交易结构和主要商业条款→开展交易文件谈判→确定融资方案，开展融资谈判——履行签约前批准程序→董事会 / 股东会 / 总经理办公会→保持与监管部门的及时有效沟通。

#### （五）文件签署、交易披露

（六）签署最终交易文件→交易公告、股东大会召开通知（若有）→公共关系、投资者关系工作全面开展→准备各项政府报批材料

#### （七）审批、交割

取得监管机构批准——完成目标资产或股权的重组和特殊目的载体（SPV）设立（若有）→满足协议约定的其他交割条件→获得融资→支付对价、执行交割。

## 二、招标流程

## （一）准备工作

委任中介机构，组建项目工作小组→确立内部工作、沟通和决策机制→初步研究与评估交易可行性。

## （二）与卖方初步接触

评估战略方向及对项目的兴趣→签署保密协议→卖方起草并向潜在买方发放招标文件（包括初步信函、保密协议和信息备忘录）。

## （三）首轮投标

审阅信息备忘录→行业和公司研究，进行初步估值→初步确定融资方案、交易结构和审批程序→分析其他潜在投标人→提交无约束力的投标意向书→卖方对投标进行评估→准备尽职调查→开始审阅购买合同→评估融资选择方案。

## （四）尽职调查

确定尽职调查的范围、形式、时间和程序，组建尽职调查小组，准备尽职调查清单→各中介机构分别开展法律、财务、业务等方面的尽职调查，出具尽职调查报告→审核卖方提供的资料（现场或网上资料室）→现场考察目标公司、管理层访谈、关联方调查（客户、供应商、政府主管机构等）→公司内部确定估值区间及融资计划→确定交易对方的批准程序。

## （五）第二轮投标

适当时修正出价→修改收购合同→提交有法律约束力的标书→提交修改后合同→卖方评估投标。

## （六）文件签署、交易披露

磋商最终交易条款→履行内部批准程序→签署交易法律文件→公布交易、股东大会召开通知（若有）→公共关系、投资者关系工作全面开展→准备各项政府报批材料。

## （七）审批、交割

取得境内外监管机构批准→完成目标资产或股权的重组和特殊目的载体（SPV）设立（若有）→满足协议约定的其他交割条件→获得融资→支付对价、执行交割。

2011年3月1日，中航通用飞机有限责任公司（以下简称“中航通飞”）宣布将通过海外设立的子公司以合并方式收购美国整机制造商西锐公司100%股权并承接既有债务，此次交易出让方为Arcapita基金、西锐管理层及其他中小股东，企业价值2.1亿美元。

该交易于2011年2月2日正式签约，并于5月23日获得美国政府审批，6月24日正式交割。此交易为中国航空工业企业首次成功并购欧美发达国家飞机整机制造企业，也是当时中国航空工业最大的海外并购。

本次交易采用的是一对一谈判流程，大致时间表安排如下：



## 1. 前期接触

2010年1—2月，交易双方经过多轮的谈判沟通，初步达成了中航通飞收购西锐大部分股权的意向，并且就后续的合作方案达成了一致。

## 2. 投资方对外考察、尽职调查、与外方谈判情况

2010年5—10月，中航通飞对西锐公司进行了初步尽职调查和现场走访，管理层访谈，并于10月19日对西锐公司作出了第一轮报价。之后，中航通飞对西锐公司进行了全面的财务、税务尽职调查和现场尽职调查，并根据相关尽调结果调整了对西锐公司的报价。12月初，西锐公司大股东Arcapita针对中航通飞提出的报价作出回应，对部分交易条款提出调整意见，并对企业价值提出了提价的要求。经过多轮的谈判和对交易细节的调整，双方最终就交易价格和其他交易条款达成了一致，并于2011年2月初签署了中航通飞美国公司[CAIGA (US) CO., LTD]、中航通飞合并项目公司(CAIGA MS CO., LTD)和西锐公司间的合并协议，从而达到中航通飞收购美国西锐公司的目的。

## 3. 审批与交割

2011年3月4日，中航通飞正式向美国外国投资审查委员会(CIFIUS)递交了申请，并于5月23日获得批准。2010年12月20日，中航通飞向国家发改委提交前期信息报告并于2011年1月14日获得确认函。2011年3月23日，中航通飞向国家发改委提交正式申请报告，并于5月27日取得发改委正式批准；6月2日，中航通飞向商务部提交正式申请报告，并于6月10日获得正式批准；6月13—17日，完成外汇登记备案；6月24日，完成交割。

### **1.3.1.2 尽职调查与估值方法**

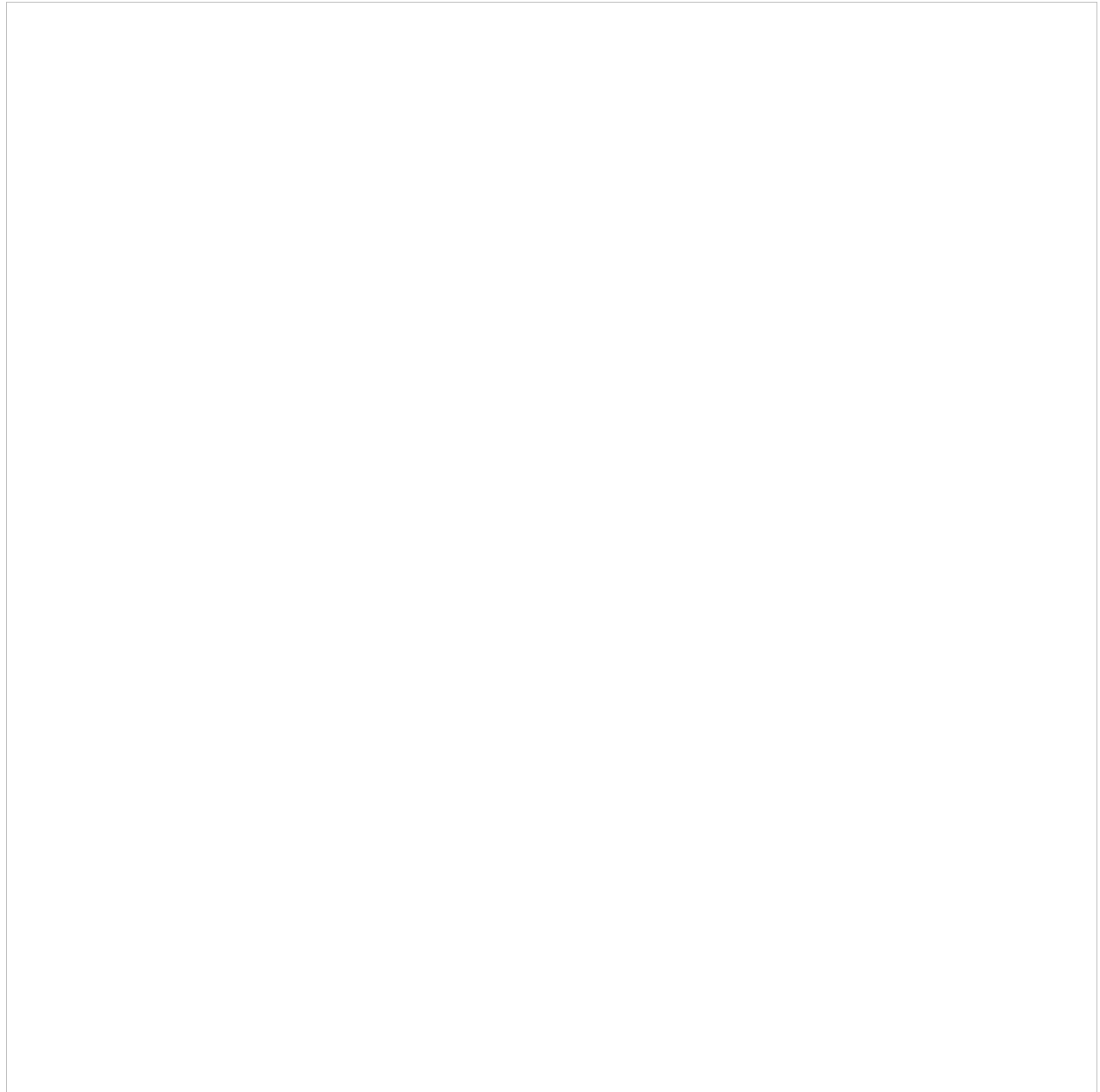
#### **一、尽职调查**

针对被并购资产的尽职调查，一般分为两个阶段：

## （一）第一阶段尽职调查

在进行第一阶段尽职调查之前，买方需要与资产出售方签署保密信息备忘录，其中在备忘录中需要约定资产出售方提供足够的资料以便买方做出不具约束力的标书。第一阶段尽职调查的内容一般不包含商业上属于敏感性的资料。

第一阶段尽职调查的内容大体如下图所示：



## （二）第二阶段尽职调查

第二阶段尽职调查分为两个阶段：资料室查阅阶段和管理层沟通阶段。其中资料室查阅阶段包括查阅相关信息和按目录收集、分类编汇材料，在参观资料室之后，潜在投资方一般会问一些进一步跟进的问题。

管理层沟通阶段一般在潜在投资方参观了资料室后举行，这使投资方能问及一些在保密信息备忘录和资料室中没有提供的信息，另外管理层沟通也是买卖双方直接借此接触了解对方性格、素质、诚信的最佳时机。

### （三）尽职调查对跨境并购结果的影响

尽职调查对交易产生的影响主要包括：

交易文件方面，根据尽职调查结果要求加强交易文件中对投资方具有保护性的文字和条款，控制投资方交易后续风险，例如出让方的陈述与保证、赔偿责任条款等。

收购价格方面，通过对估值假设作调整得出新的财务预测，并在此基础上调整收购价格；运用价格调整机制，先支付对价的一部分，待日后管理层实现所承诺的预期业绩后再支付其余部分对价。

项目执行方面，如果尽职调查发现的问题所隐含的风险较大而无法用对交易条款调整来解决，兼并收购交易则有可能被迫终止。

## 二、主要估值方法的介绍

对被收购资产进行估值的结果是未来收购价格的重要参考依据，目前常用的估值方法包括现金流折现法（Discounted Cash Flow）、可比公司法和可比交易法。以上方法各有优缺点，需要根据企业或收购资产性质不同，做出估值方法的选择或者组合使用估值方法，互相比较验证。

	优点	问题
--	----	----

DCF法	<ul style="list-style-type: none"> <li>·将企业未来的运营表现进行分解，发现企业业绩表现的基础</li> <li>·得到企业的内在价值</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>·存在众多敏感假设</li> <li>·WACC：如何测算未上市公司的WACC</li> <li>·CAPEX：资本支出是否能够支撑所假设的业绩增长</li> <li>·最终价值：对股票价格的预测可能最多能预测5年的业绩，之后采取TV假设</li> </ul>
可比公司法	<ul style="list-style-type: none"> <li>·最常用的方法、简单易懂</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>·很难找到真正的可比公司</li> <li>·可能建立在市场错误的基础上</li> </ul>
可比交易法	<ul style="list-style-type: none"> <li>·建立在公开市场信息基础上</li> <li>·是真正发生过的交易的数据</li> <li>·为评价交易竞争对手可能愿意支付的对价提供参考</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>·受协同效应，税收等因素的影响，之前交易的交易环境可能和目标交易完全不同</li> <li>·市场环境可能发生变化</li> <li>·不是一个交易的所有方面都能通过一个比值来反映</li> </ul>

在中航通飞收购西锐公司的案例中，对标的公司的收购即采取了现金流折现的方法，具体情况如下：

## （一）收购价格

中航通用飞机有限责任公司（简称“中航通飞”）计划基于西锐公司（Cirrus Industries, Inc）全部企业价值估值为2.1亿美元的基础上，以约8 600万美元作为西锐公司的全部股权收购价格，收购西锐公司的100%股权，同时在交割时或交割后短期内支付西锐应付的付息债务以及其他债务（包括欠缴的部分责任险保费、已计提的诉讼赔偿金、管理层长期激励，交割日营运资本的调整以及卖方对于本次交易所产生的交易费用等）合计约1.24亿美元，同时投入1.4亿美元营运资金以满足西锐公司后续发展要求。所以中航通飞在本次收购中将要使用的资金约为3.5亿美元。

## （二）标的公司估值

根据西锐公司的历史财务数据，结合标的公司管理层的预测以及所聘请的专业中介机构的独立研判，对西锐公司现有的单发活塞式飞机业务和未来将要投产的单引擎喷气式飞机业务进行了分别估值，并且将两者的价值相加从而得到西锐公司的现有的企业价值，再通过净负债和其他资产负债表调整项的调整得到中航通飞收购西锐公司全部股权的价值。

单发活塞式飞机业务（成熟业务），根据公司不同的销售前景，在估值中采用了两种不同的情境：

基本情境，单发活塞式飞机全球销量平稳增长，2020年时达到613架，基本情境下的西锐公司单发活塞式飞机业务的企业价值为1.50至1.80亿美元（加权平均资本成本为12.5%—13.5%）。

乐观情境，单发活塞式飞机全球销量高速增长，2020年时达到745架。

乐观情境下的西锐公司单发活塞式飞机业务的企业价值为1.88至2.17亿美元（加权平均资本成本为12.5%—13.5%）。

单引擎喷气式飞机业务（新业务）：利用现金流折现法对于SF50业务估值，所得的价值区间是0.81亿—0.94亿美元（加权平均资本成本WACC为15.5%—16.5%）。

根据不同的情境和不同加权平均资本成本（WACC）假设，将单发活塞式飞机业务和SF50单引擎喷气式飞机业务的企业价值相加得到西锐公司整体的企业价值区间为2.31亿—3.11亿美元。

### （三）投资回报率测算

## 交易条款及假设：

此次交易股权部分的收购价格约为8 600万美元，交割时或交割后短期内需支付的付息负债及其他债务数额为12 400万美元，中航通飞还需要投入1.4亿美元运营资金以满足西锐的后续发展要求，则本次交易预计共需支付约3.5亿美元。

假设现在西锐公司的长期贷款均由中航通飞以新贷款的方式偿还，新贷款的利率为6%。

中航通飞如用贷款支付部分股权价款，其贷款利率为6%。

中航通飞在2020年退出时的企业价值为当年EBITDA的6—10倍。

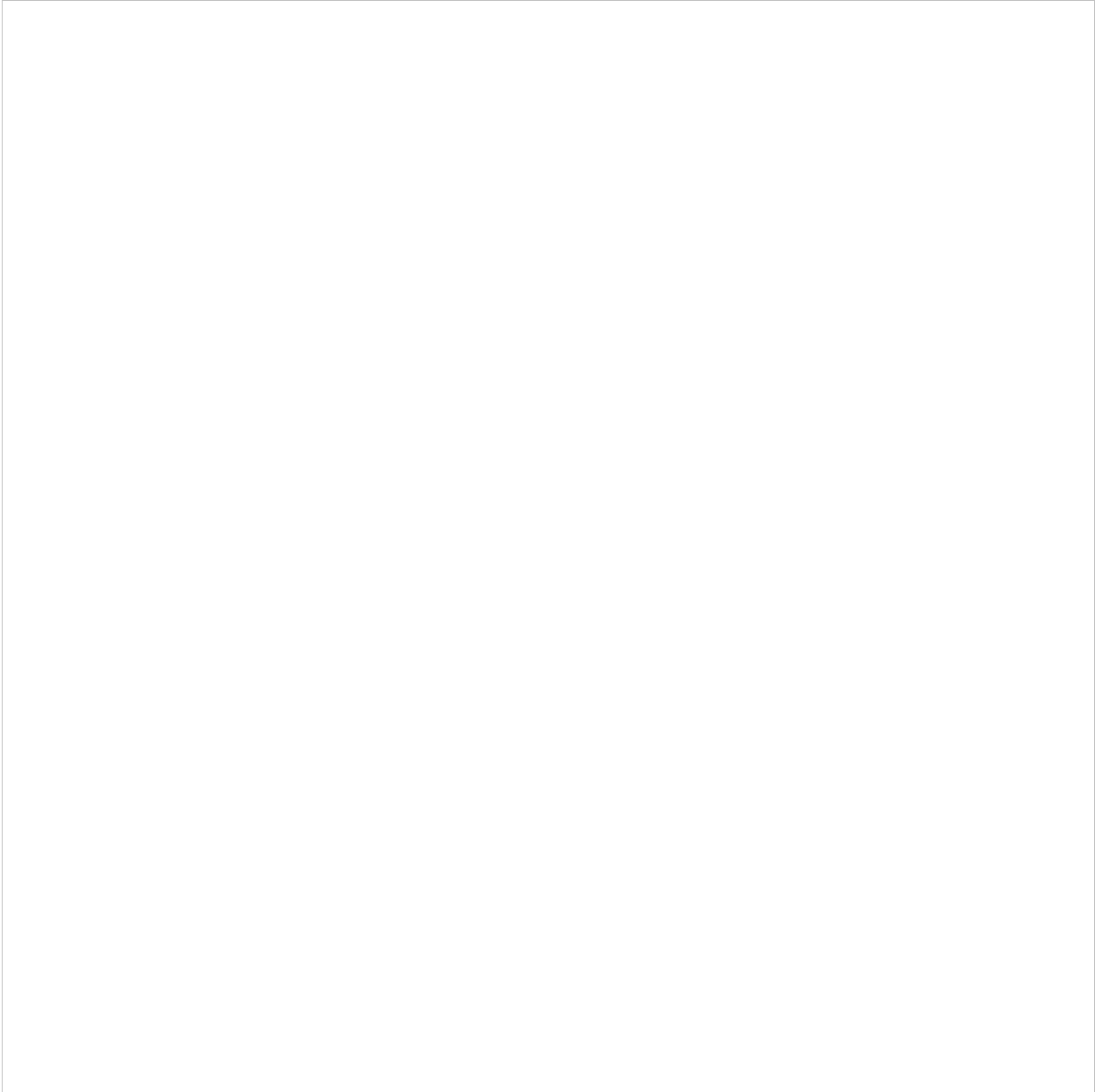
我们根据以上交易条款和假设，用两种情境对于中航通飞的此次投资预期回报进行测算。

情境1：100%的收购及后续投入营运资金全部由中航通飞承担，中航通飞自有资金出资3.5亿美元，根据该情境计算得到的中航通飞的内部投资回报率在8.6%—16.5%之间。

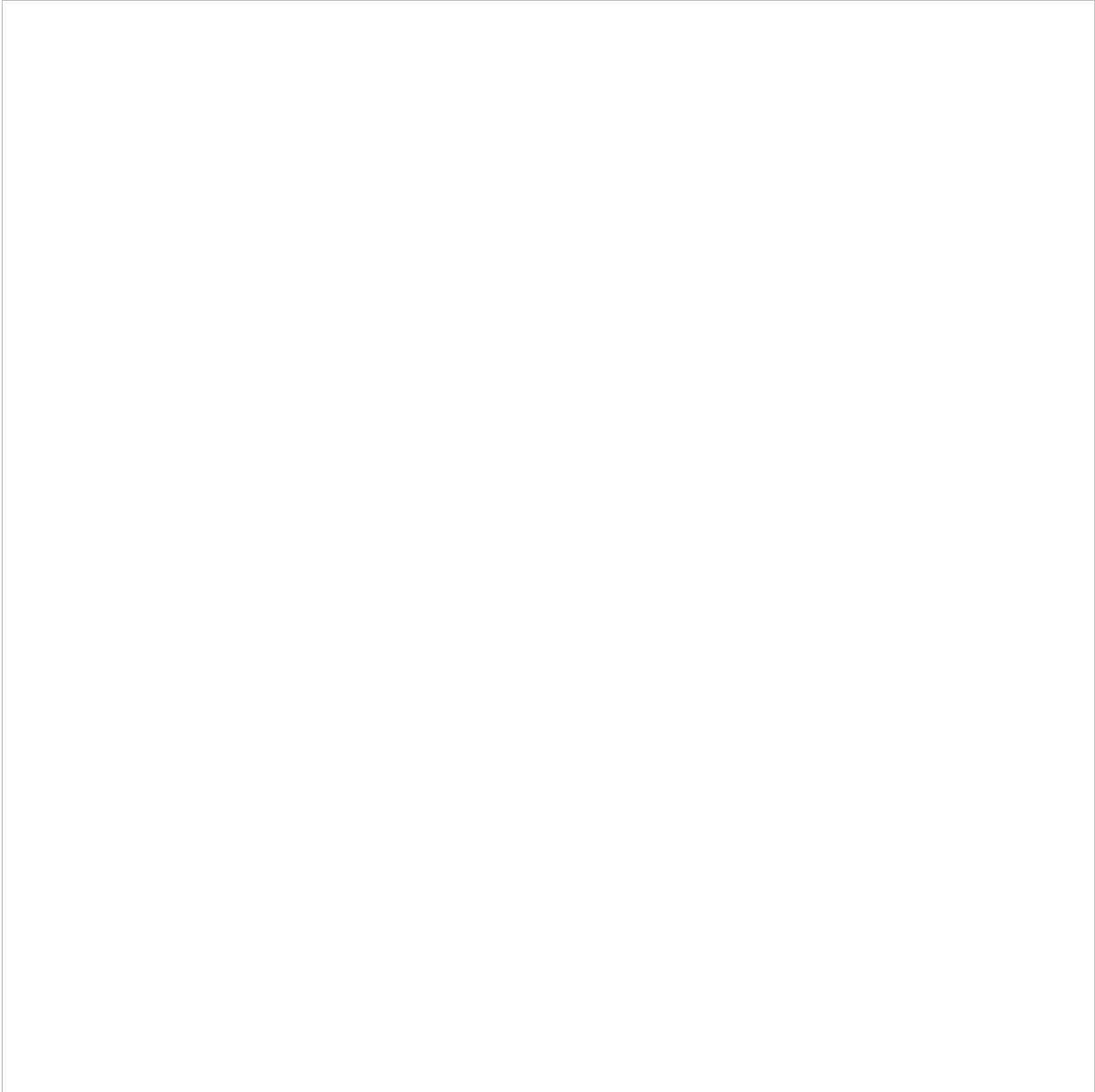
情境2：20%的收购资金由中航通飞承担，中航通飞自有资金出资0.42亿美元，80%的收购资金和全部的后续营运资金计3.08亿美元通过银行贷款解决，根据该情境计算得到的中航通飞的内部投资回报率在16.7%—23.7%之间。

### 100%使用自有资金情境下的内部回报率敏感性分析





**20%自有资金，80%贷款情境下的内部回报率敏感性分析**



## 1.3.2 跨境并购的审批程序

### 1.3.2.1 境内审批程序

根据《境外投资项目核准和备案管理办法（2014年修订）》和《境外投资管理办法（2014年修订）》，中国境内企业进行跨境并购在境内进行政府审批的流程如下：

1. 并购方启动跨境并购项目。
2. 向发改委递交书面信息报告<sup>[1]</sup>，同时向商务部和外管局递交跨境并购前期报告，以上监管机构处理时间一般为7个工作日。
3. 收到发改委对书面信息报告的确认函。
4. 并购方在接到确认函后可以开始正式的商业谈判以及相应的内部决策程序。
5. 签署交易法律文件，交易公告等。
6. 跨境并购涉及的监管机构较多，其流程基本如下：报送国家发改委进行审核或备案<sup>[2]</sup>，备案的处理时间为7个工作日，审核的处理时间在20个工作日以上，如项目为重大项目则还需国务院核准；（如果涉及国资还需报送国资委进行备案）。同时，可以报送商务部进行备案<sup>[3]</sup>，商务部处理时间一般在7个工作日左右，企业可以取得《企业境外投资证书》；若跨境并购涉及上市公司发行股份、要约收购或重大资产重组，还可能需上报证监会（根据2014年11月23日开始实行的《上市

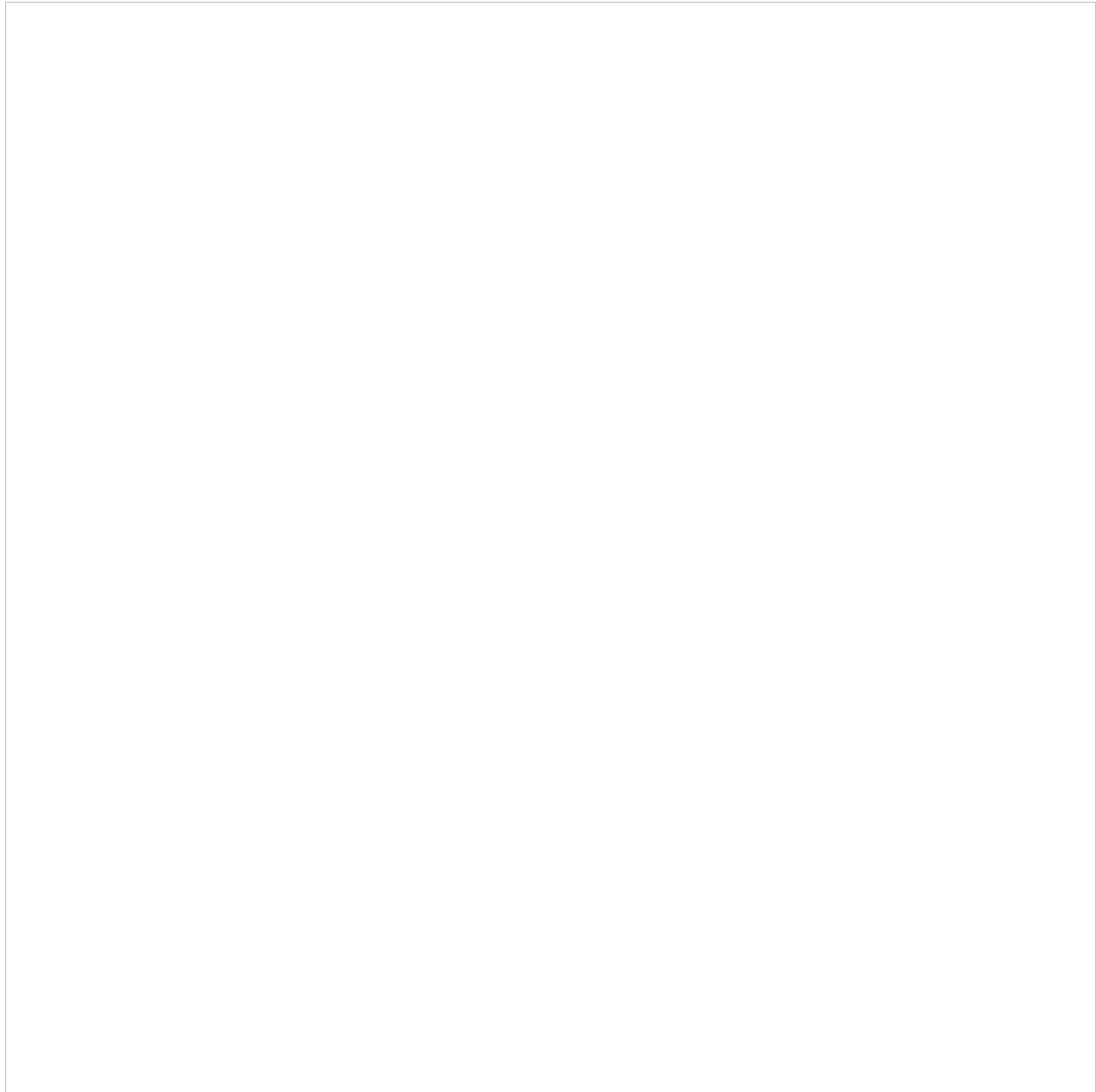
公司重大资产重组管理办法》，以现金作为支付对价的交易无需证监会审核）。

7. 在获得各监管机构批准文书后，需向外管局办理外汇来源备案以及资金汇出手续。至此境内审批流程基本完成。

境内审批流程中，还需要注意的环节包括：若收购主体为上市公司则董事会决议时点需进行信息披露，股东大会召开有提前通知要求，涉及重大资产重组，还需要获得中国证监会或证监会重组委审核通过（以现金作为支付对价无需证监会审核），若收购主体为集团公司则流程更加简化。

根据最新的审批程序，非上市主体跨境并购的境内审核最快可以在一个月以内完成，重大项目若涉及发改委和商务部的审核，时间大约为两至三个月。

在中航通飞收购西锐的案例中，从2011年2月2日双方正式签约到6月24日正式完成交割，总共历时大约4个半月时间。其中“小路条”申请从12月20日至1月14日，3月23日向发改委递交正式申请报告，5月27日获得发改委书面批复。6月2—10日获得商务部正式批复；6月13—17日，完成外汇登记。本项目的境内审批时间较长，根据国家发改委和商务部的最新规定，该等规模的投资均只需在国家发改委和商务部进行备案即可，审核周期将大大缩短。



注：①示意性时间表，如果涉及发改委和商务部的核准，则整体时间表将被拉长；

②若收购主体为上市公司则董事会决议时点需进行信息披露，股东大会召开有提前通知要求，涉及重大资产重组，还需要获得中国证监会或证监会重组委审核通过；

③若收购主体为非上市主体则流程更加简化；

④国有企业对外投资需获得国有资产监督管理部门的备案或审批。

### 1.3.2.2 境外审批流程

根据过往中国企业跨境并购案例，标的企业主要位于美国、欧洲以及澳大利亚，因此主要对以上三个地区的审批情况进行介绍。

#### 一、美国境外审批流程

美国的境外审批机构主要为外国投资委员会（以下简称“CFIUS”，the Committee on Foreign Investment in the United States）：1950年美国政府制定的国防产品法案规定了美国总统可以以国家安全为由调查并组织相关投资交易，外国投资委员会由此成立，代理总统和议会来行使初步审核和调查的职责。外国投资委员会由美国财政部牵头，其他成员来自国务院、国防部、商务部、司法部、国土安全部、能源部、美国外贸代表，以及总统办公室。外国投资委员会一般要求参与交易的双方都回答一系列关于此次收购和国家安全相关的问题。

CFIUS的审查过程通常需要30—75天，具体时间根据交易涉及国家安全问题的复杂性而确定。少数极端情况会需要更长的审查时间，特别是在CFIUS要求撤回申请或重新申请的情况下。

除了CFIUS着重审查跨境并购对美国国家安全的影响以外，美国证券交易委员会（SEC）对涉及上市公司的交易进行监管，而美国联邦贸易委员会（FTC）和司法部会对可能涉及危害行业竞争的交易进行关于反垄断方面的审查。

由于西锐公司原本的业务中包含军用的成分，且中航通飞母公司中航工业集团的军工背景，本次交易也经过了CFIUS的审查。3月4日，中

航通飞正式向CFIUS提交审核申请，5月23日取得正式批准，总共历时75天，其中30天初审45天为调查期。

为顺利通过CFIUS审批，中航通飞很早就开始并且始终积极地同CFIUS沟通，并根据前期沟通的结果，剥离了西锐公司涉及敏感技术的业务，同时在就业、员工福利方面做出承诺，表现出了极大的收购诚意，减少媒体舆论压力，最终成功通过了CFIUS审批。

## 二、欧盟境外审批流程

欧盟的境外投资审批也主要分为国家安全审核和反垄断审查两部分。对于国家安全审核，欧盟各国都有各自的监管部门和法律规定；对于反垄断审查，在欧盟范围内存在一种两级并购控制制度。

欧盟委员会根据《欧盟合并条例》进行管辖，而各成员国并购控制部门根据本国法律进行管辖。《欧盟合并条例》是种“一站式”法律运行体系：通常情况下，如果某项交易到达欧盟委员会的管辖起点，则欧盟各成员国的并购控制部门即无权审查。

在欧盟及其成员国，决定并购控制是否相关的两个关键问题是：某一规定程度的控制权是否被收购或发生变化，交易各方在相关国家的收入、资产及 / 或市场份额是否已经达到必须进行并购申报的程度。具体欧盟关于反垄断审查管辖的划分如下：

凡是需要获得并购前批准的须申报交易，均不能在获得批准之前成交（“暂缓义务”）。在没有事先获得并购批准的情况下，投资人不得增加其股权（如成交任何股份），投资人亦不得在获得并购批准前完成交易（如获取对目标公司的实际影响力，共同营销，替换管理层等）。

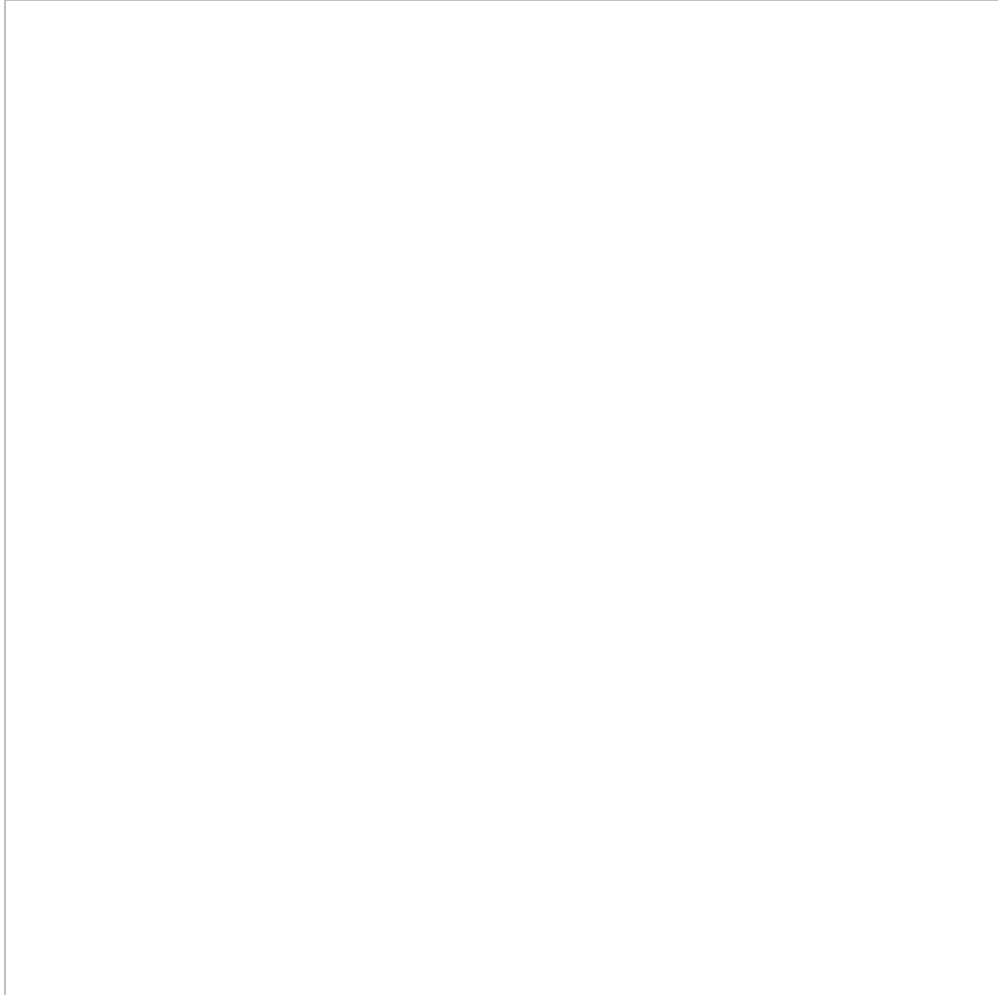
### 三、澳大利亚境外审批流程



澳大利亚境外投资的审批机构主要包括：外国投资审查委员会（以下简称“FIRB”）和竞争与消费者协会（以下简称“ACCC”）。FIRB对跨境并购交易进行全面审核，向澳大利亚财政部长提供建议，并向外国投资者提供指引并进行监督；ACCC主要判断该跨境并购交易是否会削弱竞争，形成垄断。

### （一）外国投资审查委员会（**FIRB**）审批流程

1. 跨境并购企业首先向外国投资审查委员会递交申请，经过两周时间将向拟并购企业提出问题并得到反馈，再经过两周时间大部分跨境并购项目会得到批准。之后10天左右时间，FIRB将通知交易方其行动，否则FIRB将失去延期至90天的权利，其流程如下图：



## 2. FIRB审核的触发条件为：

- （1）无论投资规模，所有外国政府及其授权机构的直接投资；
- （2）在一个资产价值超过1亿澳元的澳洲企业中拥有15%的权益以上，或者当有2个或者2个以上外国人拥有40%的权益以上；
- （3）超过1千万澳元的新商业；
- （4）在传媒业的投资组合等于或超过5%；
- （5）接管海外公司，其在澳大利亚的子公司或资产超过2亿澳元，

并在其全球资产中占比不少于50%；

（6）对于城市土地的某些投资。

### 3. FIRB审核的标准为：

跨境并购申请向FIRB提出后，若30日未提出异议，以及未于额外10日内通知申请人有关审查情况，则自动视为被批准。但政府可临时发布命令，将30日的一般审核日期延长至90日（*Foreign Acquisition and Takeovers Act 1975*第25条“Effect of notification of transaction”）。

外资审查委员会在外国投资者递交项目申请2周后要求申请人回答有关问题。绝大多数项目（90%）会在30天内得到批准，少数项目也会在90天内被通知是否予以批准。

财政部长依赖于FIRB的建议，可以拒绝批准有悖澳大利亚国家利益的投资。

## （二）竞争与消费者协会（ACCC）审批流程

澳大利亚竞争与消费者协会主要进行跨境并购关于反垄断的审核。澳大利亚《交易行为法》关于垄断的内容主要集中在第四、七、八章中，核心思想为，如果一项股份或者资产收购可能会导致澳大利亚或其州、领地、地区的主要市场上出现减少竞争的情况（公共利益除外），或者影响到了市场自由竞争、产业安全，将被禁止。

ACCC是联邦竞争执法机关，负责《交易行为法》和《价格监控法》的实施。由于委员会没有行政处罚权，因此主要工作方式是调查官进行调查取证，然后将违法者诉讼至法院，由法院决定处罚；ACCC审

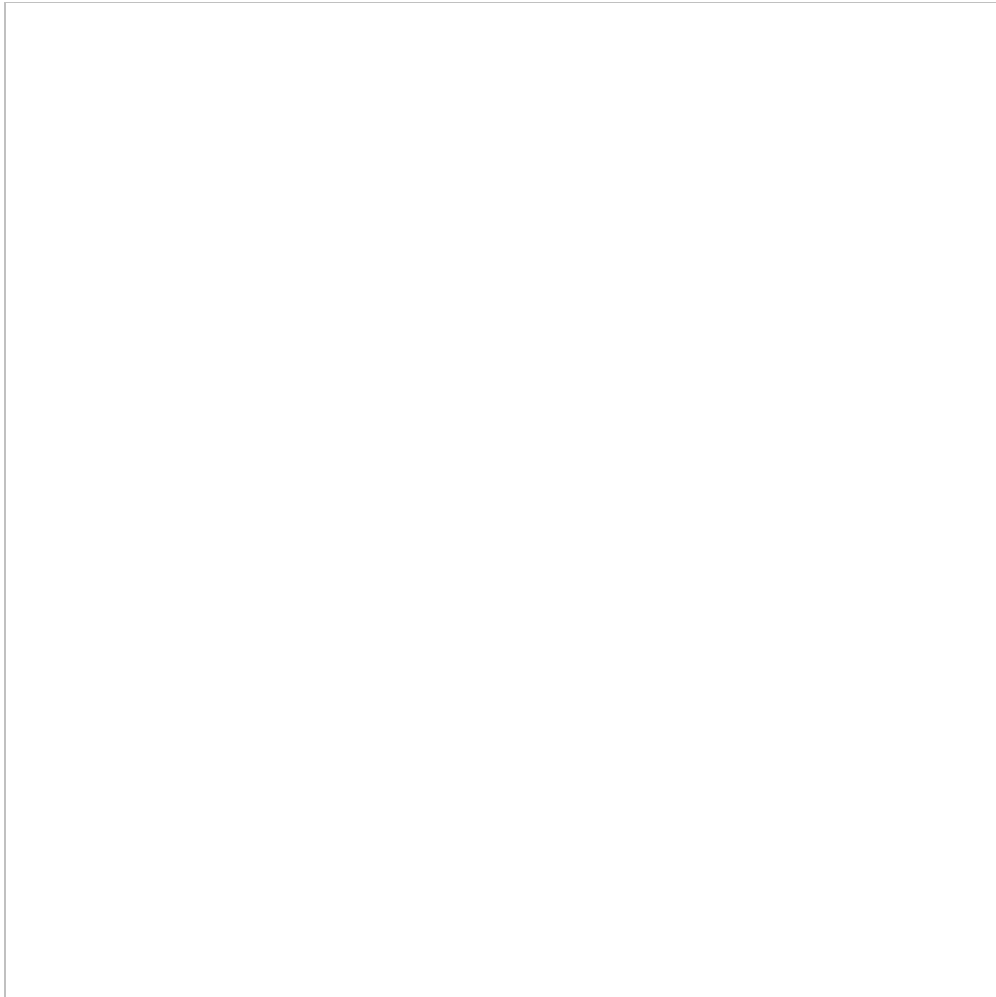
查企业并购申报，做出批准或不批准的决定。

### （三）澳大利亚财政部审批流程

2008年2月17日时任澳大利亚财政部长韦恩·斯旺（Wayne Swan）宣布了六项原则以衡量海外投资、并购是否有悖于澳大利亚的国家利益，包括：

1. 投资者的经营是否独立于相关外国政府；
2. 投资者是否遵循法律并遵守通用的商业操守；
3. 投资是否可能妨碍竞争，或导致所涉及的产业或部门收到不当的集中或控制；
4. 投资是否影响联邦政府的收入或其他政策；
5. 投资是否影响澳大利亚的国家安全；
6. 投资是否影响澳大利亚企业的经营和方向以及其对澳大利亚经济和社会的贡献。

澳大利亚财政部将综合FIRB的建议，对跨境并购是否符合国家利益进行判断，具备很大的自由裁量的权力。近年来，澳大利亚是中国进行跨境并购的重要标的国之一，熟悉其跨境并购审批流程对开展境外并购业务有重要的意义。上述审批流程要点可参考下图：

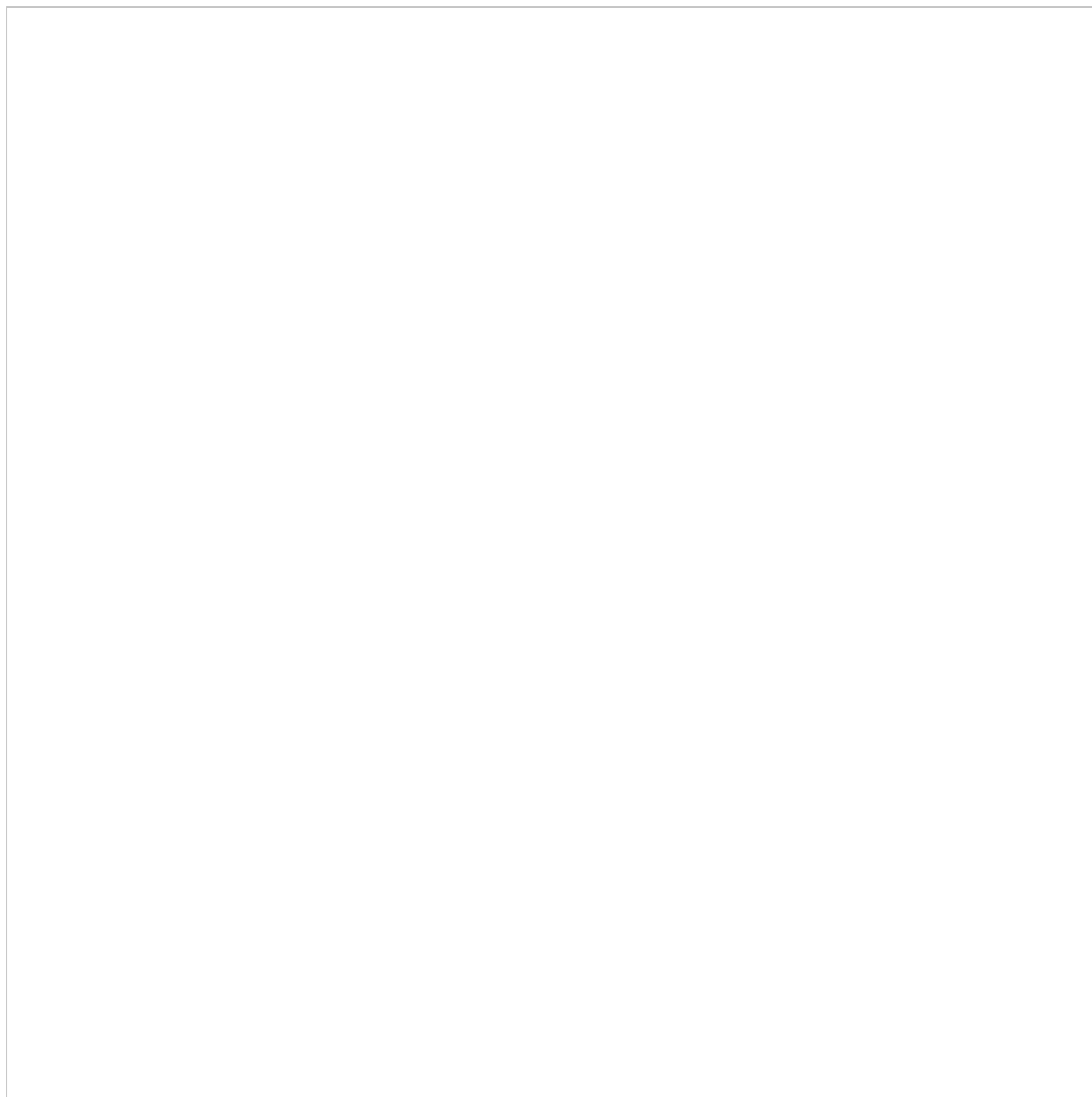


近年来中国在澳大利亚的跨境并购大部分都获得了通过：

时间	中国买方	澳洲目标资产	审核结果
2014	复星国际	Roc Oil Company Limited	获批
2014	宝钢	Aquila Resources Limited	获批
2014	中国建设	JEMS Exploration Pty Ltd 52股权	获批
2013	山东天业	Minjar Gold Pty Ltd 90%股权	获批
2013	中国铝业	Northparkes Mines 80%股权	获批
2013	国家电网	SP AusNet 19.9%股权	获批
2013	中海油	Queensland Curtis液化天然气项目	获批

### 1.3.2.3 跨境并购整体时间表

综上所述，从前期交易双方初步接洽，到向海内外各监管机构进行材料申报，等待核准，最终交易完成，项目持续时间多为6—7个月左右，如下图所示：



## 1.3.3 跨境并购需重点关注事项

### 1.3.3.1 交易风险的规避

#### 一、选择收购标的需关注的问题

合适的候选企业和资产数量：在市场标的众多的情况下，好的并购企业和资产较难获得。收购方需要煞费苦心地寻找并保持耐心，同时要保持信心。最好的标的不会不待价而沽，也不会轻易地被购得。

筛选过程很关键：收购方应准备好做大量的审查工作，从众多企业中找到恰当的并购标的。对目标并购地区进行全方位梳理的同时，也需要对特定有潜力的企业和资产特殊对待。

对筛选进行分类管理：收购方必须具备称职的员工或者中介机构来进行初步的筛选工作。正确的初步筛选可以节省大量的时间。经验丰富的并购人员能够通过直觉和经验，通过向有关方面了解若干敏锐的问题来区分出候选企业和资产的优劣。同时回避低增长、低利润率的企业。

#### 二、收购中需关注的财务、法律问题

##### （一）财务方面

1. 审视被并购所属行业价值驱动因素；

2. 审视被并购企业或资产的价值瓶颈；
3. 审视被并购企业或资产的边际成本和边际收益；
4. 审视被并购企业或资产的现金流特征、风险特征和融资方式的比较；
5. 审视被并购企业或资产的未曾实现的价值资源；
6. 审视被并购企业或资产的潜在的资金途径；
7. 审视自身的文化和价值观；
8. 运用波特价值链分析和杜邦财务分析。

## （二）法律方面

重点关注对跨境并购有重要影响的法律法规，主要包括：税收相关法律、证券相关法律、劳动关系相关法律、反垄断相关法律和会计制度相关法律。这其中涉及的常见问题包括：

1. 目标公司或资产的行业限制；
2. 员工雇佣及权益保障；
3. 国家安全；
4. 外资控股限制；
5. 环境保护；



6. 消费者保护；
7. 知识产权保护等。

### 三、收购不同阶段需要关注的重要问题

#### （一）收购开始前

1. 收购方是否在具有销售产品经验的同时，还具有运营具体企业的经验。
2. 收购方的管理体制是否支持收购方从事大规模收购。
3. 收购方是否已经具有合适的公关部门—当地的人才、与当地机构多年磨炼的经验。
4. 收购方内部现有管理要尽量符合市场规律。
5. 收购方在具有很好的生产工艺的同时，还要有很好的管理工艺（管理体制）。

#### （二）收购执行中

1. 在测算收购的协同效应时，在网络、渠道、物流等方面的协同效应一定要是自然而然产生的，而不是追加后续投入产生的，并购成本需要在模型中计算。
2. 私募基金能参与对成熟行业企业的收购主要不是看未来成长

率，而是看重精简管理层可以节省两个百分点成本，两个企业联合可以一定程度上降低生产成本。

3. 大的私募基金都有创造协同效应的能力，可以通过雇佣具有同行业高管经验的人进行管理，从而节约成本；私募基金在前期与收购方讨论投资的价值、了解投资背景、对风险、监管、劳工问题、税收问题都具有丰富的经验。

4. 在做杠杆收购时，收益都是一个点、两个点算出来的，大的金融环境一变会很麻烦（会根本算不出收益来）。

### （三）收购完成后

1. 收购的主要驱动因素主要为收购后双方产生渠道、市场、人员、技术等方面的协同效应，但需要考虑协同效应能否真正在收购后顺利实现。

2. 员工和文化的整合：收购双方公司文化的较大差异造成员工大量流失和内部纷争是整合失败的最重要原因之一。

3. 董事会层面的公司治理结构整合：调整董事会的组成结构，让最好和最合适的人来承担相应的职责，而不是仅仅根据其来自某一特定群体。

4. 在很多情况下，收购交易和收购后整合管理由于各自所需的技能专长不同，往往由多个部门和团队操作。这样可能在未来产生整合问题时，出现相互推诿的现象。让后继部门尽早参与到交易中，有助于后继整合团队收购后更好的开展工作。

5. 收购公司和被收购公司要建立起一种相互尊重的共赢的合作关系，收购方应避免以“占领者”的身份出现。

#### （四）收购后期整合问题

##### 1. 基本原则

后续对于被收购公司的整合是跨境并购的重要课题，这既关系到收购能否获得国资部门（如需）及政府部门的认可，又关系到收购能否真正对并购主体的主业发展起到促进作用。面对纷繁复杂的后续整合，并购主体可以以下内容作为整合的基本原则：

##### （1）做好被收购公司或资产的定位及战略规划

对于被收购公司或资产未来的总体判断是后续整合所面临的首要问题。并购主体对于被收购公司未来的定位及发展规划决定了被收购公司或资产的发展前景以及收购的最终价值。由于定位及规划制定的重要性，在收购前并购主体可以做好有关论证或者准备工作。

##### （2）充分发挥收购业务与集团原有业务的协同效应

协同效应的发挥是影响跨境并购最终价值的又一大因素。协同效应的发挥可在以下方面着重展开：

①市场互补，如：进一步完善并购主体的市场布局，充分挖掘被收购企业或资产所在国际和区域的市场潜力；

②产品互补，如：全面提升并购主体在其主营行业的份额及地位，平抑单一区域市场波动对集团带来的影响；

③国际化互补，如：如何通过跨境并购拓宽并购主体的国际化渠道。

## 2. 整合要点

### （1）资产、财务的整合

资产整合主要是对于收购双方流动资产与非流动资产的整合，包括对被收购企业和资产的债务重组、收购双方无形资产的使用等。

### （2）业务整合

并购主体应本着避免同业竞争，减少关联交易的原则，对跨境并购双方相同、相似业务或具有产业协同效应的业务的整合，或按双方业务的市场分布，按地域进行整合。

### （3）人员与管控整合

人员及管控的整合既包括并购主体对于被收购方员工的接纳和吸收，同时又包括并购主体有关“向被收购方派驻管理层或沿用其管理人员”的考量等问题。

### （4）文化整合

中国资产在百亿元以上的大型企业往往具有较悠久的历史积淀，较难通过短期的培训发生改变。作为并购主体的大型企业有可能需要在管理理念、管理结构安排等问题上与被收购方形成融合，形成更加适合双方共同发展的新企业文化。

## 1.3.3.2 交易结构的设计

# 一、交易结构设计过程

## （一）战略选择、定位

在开始设计交易结构时，应对跨境并购的战略选择作出明确判断，并购主体希望通过收购完成怎样的战略目标？是否必须拿到控股权？

## （二）收购主体选择

分析可能的收购主体，根据各自操作收购事宜带来的利弊及战略需求，确定境内收购主体。

## （三）融资问题、境外特殊目的载体（SPV）的设立

为尽量减少交易成本必须谨慎考虑境外设立SPV的设立地，以实现最有利的税收筹划及后续融资或退出需求。

融资方式的选择也将影响整体交易结构的确定，融资方式的选择是决定交易成败的重要因素。

## （四）明确交易结构

交易结构设计是在充分考虑自身战略需求、境内审批监管、融资、税收筹划等交易结构核心问题后，并经与对方基本完成商业协议谈判的基础上确定的。

## （五）操作实施流程、规划

根据交易结构确定的内容确定交易实施的各个环节及相应的时间安排，其中重点是多个时间点的衔接：协议签订时间、国内审批时间、境外审批时间及境外要约收购实施的时间；如涉及多个上市公司及多地上市问题还应特别注意信息披露的同时及一致性问题。

## 二、交易结构设计的关键因素

### （一）税收因素

交易结构设计需要考虑涉及国家和地区的税收政策和税收优惠以及双边或多边的税收协定。

### （二）政治、文化和法律法规因素

交易结构设计需要考虑并购标的所在地区的政治稳定性、国家间关系等、投资所在国的法律环境、投资保护和政策透明度等、投资所在国的社会文化、对外国资本的宽容度等、交易结构的合规性和审批可行性。

### （三）符合自身的战略和交易动机

交易结构中并购主体需要确定在跨境并购中扮演角色是财务投资者还是战略投资者，界定纳入收购或合资的资产、业务的范围，并且讨论搭建的海外战略平台未来是否有上市计划。

## （四）便于交割和后续整合

交易结构设计中需要考虑收购标的所处区域的交割和整合是否会顺利展开，标的资产或企业业务界定是否清晰。

## 三、特别专题——收购主体选择及特殊目的载体（SPV）的设立

### （一）收购主体的选择

收购主体可以选择并购主体下的上市公司、集团公司或者设立壳公司，以上三种收购主体的跨境并购方式各有优劣，具体如下：

	有利方面	需要考虑的问题
上市公司	<ul style="list-style-type: none"><li>·目标公司直接进入上市公司，避免两次交易行为</li><li>·避免集团注入资产出现损失的风险</li><li>·避免同业竞争</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>·根据投资规模需要董事会或者股东大会的表决，存在不确定性</li><li>·信息披露要求较高</li><li>·中小股东对于收购标的的盈利能力比较关注</li><li>·如涉及证监会审核，时间表难以掌控</li></ul>
集团公司	<ul style="list-style-type: none"><li>·审批程序简便</li><li>·作为非上市公司，不存在信息披露要求</li><li>·操作便利，时间相对可控</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>·可能存在同业竞争问题</li><li>·增加集团公司的财务压力</li><li>·收购资产未来如需注入上市公司，存在集团注入资产损失风险</li></ul>
设立壳公司	<ul style="list-style-type: none"><li>·风险隔离</li><li>·便于后续整合和运营</li><li>·便于境外合作投资方的介入</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>·资本市场不景气时融资安排比较困难</li><li>·可能需要境内主体提供担保</li><li>·收购目标抵押是否存在法律障碍</li></ul>

### （二）境外特殊目的载体（SPV）的设立

在跨境并购中，经常会涉及SPV，其中文名称为特殊目的载体

（Special Purpose Vehicle），其作为并购主体在境外进行收购的载体，可以为并购提供多种融资途径，包括：

银行负债：SPV的银行负债可以是境内境外银行负债的结合。

抵押担保：由于跨境并购拟收购的资产在境外，依据境外银行在提供杠杆融资时，需要获得相关资产的抵押保障，通过境外设立的SPV将实现境外银行的要求。

向境外金融机构融资：可通过境外设立的SPV向境外私募基金、共同基金等投资人融资，境外SPV相较于境内企业操作更加灵活，更符合境外投资人的要求。

第三方投资形式多样：形式包括，可转换债、股权投资等。境外SPV的设立为第三方投资人提供了更加多样、便捷的退出方式。有助于获得境外较大财团、成熟投资人的资金。

缓解资金压力：可以通过向收购标的方支付部分境外设立的SPV的股权或可转债的方式实现支付的多样性，缓解并购方的资金压力。

中航通飞的收购案例在交易结构设计方面进行了精心的安排，很好的提高了收购效率。本交易采用的合并方式（Merger），和中国公司法中提到的合并有所不同，是美国比较特殊的一种交易方式，也被称为反三角吸收合并。即收购方利用其特定的收购子公司完全并入被收购公司，然后收购方获得被收购公司原来股东持有的全部股份，而被收购公司的原股东获得交易对价（可为现金或收购方子公司的股票）。如果被收购公司的原股东选择全部现金交易对价，则交易后收购方将持有新的存续公司（即收购子公司并入被收购公司产生的新公司）100%的股权，这也正是中航通飞目前采用的交易方式。如果被收购公司的原股东



选择全部股票对价，则交易后收购方和被收购公司原股东共同成为收购方子公司的股东。

相比较普通的股权收购方式，合并方式只需征得股东会及董事会过半数通过即可，是具有法律强制力的操作方式，因而中航通飞无需和每一个股东签署股权转让协议。这样可以大幅调高谈判及具体操作的效率，最快的满足中航通飞获得西锐公司100%股权的要求。

## 1. 实施主体

本次交易的买方为中航通用飞机有限责任公司美国控股公司及其指定的用于此次收购的特定合并公司，卖方为西锐公司的大股东Arcapita投资公司和其他包括管理层在内的全部中小股东。

## 2. 交易方式

### （1）交易要点

①中航通飞首先在美国特拉华州成立一家一级控股公司（CAIGA Co., Ltd.），这家公司将成为未来中航通飞开展全部国际业务的平台。之后通过这家公司在美国特拉华州再专门为本次收购设立一家美国控股公司（CAIGA (US) CO., LTD.）及其下属的一家特殊目的公司（CAIGA MS CO., LTD.），通过将该特殊目的公司与西锐公司合并，合并后该特殊目的公司股份全部转换成西锐公司股份，而西锐公司原股东所持有的股份转换成现金的方式收购西锐公司的全部股权。

②CAIGA MS CO., LTD.与西锐公司合并过程中，CAIGA (US) CO., LTD.持有的CAIGA MS CO., LTD.的全部股份被转换成合并后西锐公司的股份。

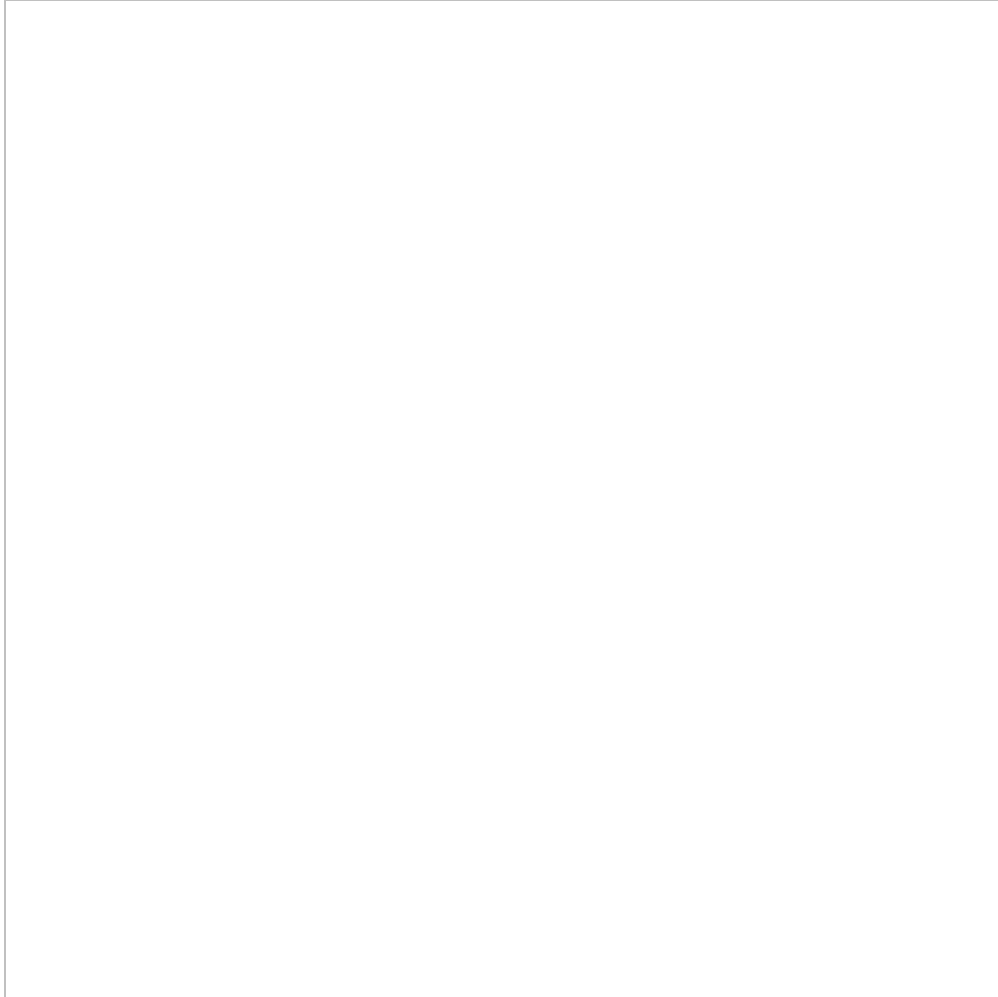
③CAIGA MS CO., LTD.与西锐公司合并过程中，原西锐公司股东持有的西锐公司100%股份被全部取消，该等股东同时获得收取现金形式的合并对价的权利——中航通飞将通过现金支付的方式以8 600万美元作为合并对价支付给Arcapita投资公司以及其他原西锐公司股东。

④合并完成后，中航通飞的美国控股公司[CAIGA (US) CO., LTD.]成为新西锐公司唯一股东，新西锐公司继承CAIGA MS CO., LTD.与原西锐公司的所有对外债务；中航通飞拟通过现金的方式帮助新西锐公司偿还贷款及其他负债共计1.24亿美元。

⑤部分原管理层股份将视情况在本交易后续转为合并后新西锐公司的股份。

## (2) 交易架构及步骤

交易前



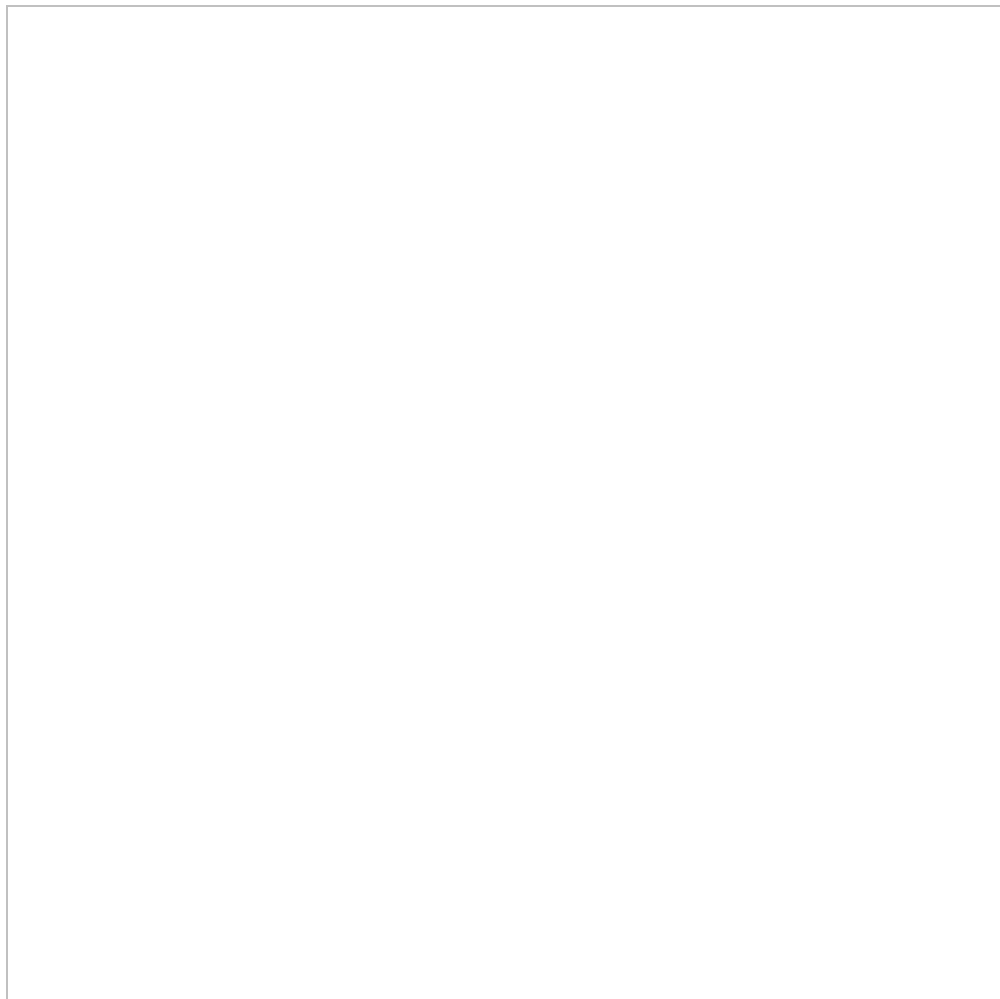
中航通飞公司首先在美国成立一家一级控股公司即CAIGA CO., LTD.随后再通过这家公司设立中航通飞（美国）控股公司，即CAIGA (US) CO., LTD.。

中航通飞（美国）控股公司 [CAIGA (US) CO., LTD.] 在美国再设立一家特殊目的公司（CAIGA MS CO., LTD.），该公司将作为中航通飞本次交易的收购载体并入原来的西锐公司，CAIGA (US) CO., LTD.所持的全部CAIGA MS CO., LTD.股份被转换成西锐公司的股份。中航通飞（美国）控股公司 [CAIGA (US) CO., LTD.] 作为收购方向西锐公司所有原股东支付8 600万美元现金作为合并对价，该等原股东拥有的100%的原西锐公司股份被全部取消。交易后的存续公司即为CAIGA MS

CO., LTD.和原西锐公司合并后形成的新西锐公司，其资本结构中只有CAIGA (US) CO., LTD.持有的经CAIGA MS CO., LTD.股份转换而成的西锐公司股份。

债务偿还：中航通飞通过CAIGA (US) CO., LTD.以股东贷款形式支付现金给收购后的新西锐公司，由其偿还其所承担的对外债务（但为支付安全起见，中航通飞会直接参与偿还某些约定承担的债务）。

交易后



### 1.3.3.3 融资方式选择

## 一、并购资金需具备的特点

影响并购资金需求条件的要素有以下几个方面：

1. 并购主体的财务状况和资本结构会决定企业融资渠道和方式；
2. 并购主体股东关注的是每股收益的增加和控制权不被剥夺；
3. 目标公司股东的要求也会影响并购交易支付方式的选择。

不同的支付方式选择将给予市场不同的信号，市场心理也会影响并购交易支付方式的选择。当并购主体的管理层认为本企业的股票被高估时，就更倾向于股票支付（这里假定管理层也是公司股东）。但市场通常会认为管理层会拥有更多的关于本企业的信息，如果管理层选择换股，市场就把这解读为一个负面信号，股票价格会降低。从这个角度看，现金支付或资产支付不会向市场传递不利于公司的负面信号，可能是更适宜的支付方式。

根据并购动机的不同，也会影响到并购资金的需求特点：

如果并购收益来源于目标企业被并购后引起的资产使用效率的提高，企业通过并购产生协同效应，那么并购主体会对目标公司注入长期资金，形成一种密切的生产经营关系。因此选择有利于目标企业与并购企业的协同发展的融资方式，以稳重为主；

如果并购收益来源于财务效应，选择目前价值被低估的目标公司，只是等待时机再出售获利，那么在进行融资时会以投机为主，采用冒险型的融资策略。

综上所述，并购资金相较于企业日常经营需求资金而言，类似于大型项目建设，其特点是融资期限长、融资金额大。

## 二、并购融资主要考虑的因素

筹划收购时需要提前考虑交易的融资方案：包括选择合适的融资渠道（债权、股权或混合）、选择合适的融资主体、准备几套融资方案备选。最终的融资方案可以是单独的某一种方案，也可以是几种融资方案的有机结合。

收购目标是上市公司，被收购方通常要求收购方在交易对外宣布时，就证明其拥有充分的资金实力完成该交易。收购方通常需要安排过桥贷款支付交易对价。过桥贷款执行速度快，但贷款期限短，成本较高，交易交割后，收购方则要考虑以长期融资替代过桥融资。

融资方案的设计通常需要考虑以下因素：确定性与政策可行性、市场条件、融资成本和融资规模、资本结构、时间要求等。

中航通飞收购西锐公司的资金来源于自有资金和银行贷款，其中来自中航工业集团和中航通飞的自有资金占比20%，即0.42亿元。中航通飞向中国进出口银行和中国银行贷款3.08亿美元用于支付剩余80%的收购资金以及100%的后续营运资金。

政策贷款由于其成本优势，一直是我国企业进行跨境收购的融资首选，然而由于贷款规模有限，且政策银行每年可用于境外投资的贷款总额有限，因此也存在一定的局限性。随着金融市场的不断发展，跨境并购的融资也开始呈现多样化的趋势，比如财务投资者跟投、内保外贷、银团结构性融资等。

## 1.3.4 跨境并购中的顾问团队

由于跨境并购（特别是招标流程）对于时间表的要求比境内重组的要求更高，且各国的法律环境和市场环境都不尽相同，每一起跨境并购都有其自身的特殊性，因此，聘请经验丰富的顾问团队，也是跨境项目及其之后的整合能否成功的重要因素。

### 1.3.4.1 买方财务顾问

买方财务顾问一般由投资银行担任，其主要职责包括交易前通过其全球的网络寻找潜在收购标的，买卖双方的匹配；正式交易流程开始后，全面把握交易时间表和交易进程。协调其他中介机构进行尽职调查，对标的公司进行价值评估，协助收购方进行商业谈判；签署收购协议后，协助进行审批和交割工作。特别国内企业在收购时就对未来的资本运作有一定想法的，或者上市公司直接作为主体进行跨境收购的，聘请既有国内资本市场运作经验又有国际化并购能力的投资银行担任财务顾问在收购时就统筹考虑未来的资本运作方式和路径将大大提高收购及未来运作的效率。

### 1.3.4.2 法律顾问

法律顾问主要负责处理交易中法律相关的问题，主要包括前期保密协议的起草与审阅、报价文件的起草、法律尽职调查工作、股权收购协议（SPA）的修订、协助确定交易架构、签约鉴证及协助审批交割等。根据交易标的的分支机构所在的国家和地区，选择适合的律所，核心原

则是能够覆盖标的公司主要机构所在地的法律尽调工作。

### 1.3.4.3 会计师及税务顾问

一般聘请同一家会计师事务所担任，主要职责包括对标的公司的历史财务数据进行审核调整，历史纳税情况和内部财务制度进行审查，对卖方管理层给出的管理层预测和商业计划进行审核。根据收购方的诉求，从税务角度，就交易架构的选择提出建议。

### 1.3.4.4 其他中介机构

除了上述主要的中介机构，根据并购的具体情况，必要时还需聘请其他专业的中介机构提供服务。包括，如果交易涉及美国国家安全审批，可考虑聘请专门的机构对CIFUIS进行游说；如果交易涉及当地的环境审查，可考虑聘请专门的环保咨询机构；如果交易涉及的媒体反响较大，可考虑聘请专业的公关机构；如果交易涉及的行业比较特殊，可专门聘请行业咨询公司提供行业咨询等。

---

[1]发改委书面信息报告，俗称“小路条”，根据发改委颁布的《境外投资项目核准和备案管理办法》，中方投资额3亿美元及以上的境外收购或竞标项目，投资主体在对外开展实质性工作之前，应向国家发展改革委报送项目信息报告。国家发展改革委收到项目信息报告后，对符合国家境外投资政策的项目，在7个工作日内出具确认函。

[2]根据最新规定，中方投资额10亿美元及以上的境外投资项目，由国家发展改革委核准。涉及敏感国家和地区、敏感行业的境外投资项目不分限额，由国家发展改革委核准。其中，中方投资额20亿美元及以上，并涉及敏感国家和地区、敏感行业的境外投资项目，由国家发展改革委提出审核意见报国务院核准。



除上述规定之外的境外投资项目实行备案管理。其中中央管理企业实施的境外投资项目、地方企业实施的中方投资额3亿美元及以上境外投资项目，由国家发展改革委备案；地方企业实施的中方投资额3亿美元以下境外投资项目，由各省、自治区、直辖市及计划单列市和新疆生产建设兵团等省级政府投资主管部门备案。

[3]按照商务部最新颁布的《境外投资管理办法》（2014年3号令），凡企业境外投资涉及敏感国家和地区、敏感行业的，实行核准管理；企业其他情形的境外投资，实行备案管理。

---

## 第二篇 并购案例分析篇

---

最近三年以来，并购市场如火如荼，并购已成为上市公司实现战略目标和优化资源配置的重要手段。本篇精选27家市场案例，按照产业并购、集团内整合或整体上市、借壳上市、跨境收购以及收购上市公司股份五类进行细分，涵盖生物医药、节能环保、机械制造、TMT、文化传媒、能源、金融、消费等行业。期待通过对案例的交易背景、方案概述、交易影响以及交易的亮点和难点的简要分析，使后来者一窥并购概貌，为未来的并购之路提供一些借鉴。

精选案例列表如下：

序号	类型	精选案例
1	产业并购	上海莱士收购邦和药业
2		方正证券收购民族证券
3		蓝色光标收购博杰广告
4		掌趣科技收购动网先锋
5		苏交科收购淮交院
6		立思辰收购汇金科技
7		乐视网收购花儿影视
8		华邦颖泰收购凯盛新材和福尔股份
9		神州泰岳收购天津壳木
10		汉威电子收购嘉园环保和沈阳金建
11		东华软件收购威锐达

12			科达洁能系列收购
13			联建光电收购分时传媒
14		跨界并购	大唐电信收购要玩娱乐
15			通鼎光电收购瑞翼信息
16	集团内整合 或整体上市	集团内整合	江南红箭收购中南钻石
17		集团整体上市	中信集团整体上市
18			美的集团整体上市
19	借壳上市	借壳上市	神州信息借壳ST太光
20			千方集团借壳联信永益
21			宏发股份借壳ST力阳
22			视觉中国借壳ST远东
23	跨境并购	非上市公司跨境收购	中航通飞收购美国西锐
24		上市公司跨境收购	南京新百收购英国Highland Group Limited
25			时代新材收购德国BOGE橡塑资产
26	收购上市公司 股份	收购上市公司股份	嘉士伯收购重庆啤酒
27			双汇集团收购资本运作

## 2.1 产业并购

---

产业收购是指上市公司以自身为主体，横向、纵向或者跨界收购产业链上的其他企业或者是新业务领域中的企业，实现成长的一种方式。产业并购是上市公司立足于长远发展自发进行的并购交易，市场化程度较高。

上市公司通过并购实现结构调整，产业升级，是促进经济发展方式转变，实现经济可持续发展的重要途径，代表着资本市场未来发展方向。产业并购将会逐渐成为资本市场的主流交易。

本部分精选了15家产业并购的案例，下面将按照横向、纵向以及跨界三类进行介绍。

## 2.1.1 横向并购

### 2.1.1.1 上海莱士收购邦和药业

#### 一、案例简述

上市公司上海莱士血液制品股份有限公司（以下简称“上海莱士”）向郑州邦和生物药业有限公司（以下简称“邦和药业”）股东发行股份，购买邦和药业100%股权。收购完成后，邦和药业成为上海莱士全资子公司。上海莱士同时向莱士中国有限公司（以下简称“莱士中国”）非公开发行26 000 000股股份，募集配套资金49 972.00万元。

以2013年4月30日为基准日，邦和药业100%股权评估值为180 695.60万元。经交易各方协商，最终确定标的资产交易价格为180 000万元。

本次交易前，科瑞天诚投资控股有限公司（以下简称“科瑞天诚”）持有上海莱士18 889.73万股、占总股本的38.58%，莱士中国持有上海莱士18 360.00万股、占总股本的37.50%，科瑞天诚和莱士中国为上海莱士控股股东。本次交易完成后，科瑞天诚、莱士中国持股比例分别为35.80%和34.40%。上市公司控股股东及实际控制人未发生变更。

#### 二、交易各方

##### （一）交易各方基本情况

上市公司基本情况			
发行人名称	上海莱士血液制品股份有限公司	股票简称	上海莱士
注册资本（万元）	60 925.2444	法定代表人	郑跃文
注册地址	上海市奉贤区望园路2009号	控股股东或实际控制人	科瑞天诚与莱士中国共为控股股东
行业分类	医药制造业	主要产品及服务	血液制品
标的资产基本情况			
标的资产全称	郑州邦和生物药业有限公司	注册资本（万元）	6 500万元
注册地址	郑州高新开发区玉兰街22号	控股股东	傅建平
所属行业	医药制造业	主要产品及服务	血液制品
本次交易的有关中介机构			
独立财务顾问	中信证券股份有限公司	律师	北京市君致律师事务所
审计机构	大华会计师事务所（特殊普通合伙）	评估机构	中通诚资产评估有限公司

（二）交易双方交易前最近两年及一期的主要财务数据

项目	2013年1—10月	2012年	2011年
上市公司			
营业收入（万元）	46 298.75	66 267.69	56 738.58
净利润（万元）	13 650.13	22 389.07	19 945.01
归属于母公司所有者的净利润（万元）	13 776.06	22 501.38	20 035.46
标的资产			
营业收入（万元）	16 008.73	23 199.82	19 786.07
净利润（万元）	2 299.27	7 173.68	7 133.91

归属于母公司所有者的净利润（万元）	2 300.80	7 173.64	7 040.02
-------------------	----------	----------	----------

## 三、交易背景

### （一）产业整合已成为血液制品行业的未来发展趋势

2004年以后，全球血液制品企业通过一系列整合，行业集中度大幅提升，贝林、百特、拜耳、基立福、奥克特珐玛等大型企业的产品所占全球市场份额超过85%。

与国际血液制品行业企业数量少、经营规模大的现状相比，目前我国血液制品企业共有30余家，呈现小而多的态势。年投浆量在250吨以上、能生产6种以上产品的企业不足10家，大部分企业投浆量较低，只能生产3种以下产品。国家对血液制品企业设立单采血浆站规定了严格的限制条件，一般情况下，拥有6个以上药品生产批准文号的企业才具备申请设立新的单采血浆站资格。国家不断加强的监管政策使得血液制品行业的进入壁垒极高，目的是促使行业优胜劣汰，集中度提高，从而提升我国血液制品企业的国际竞争力。

近年来，我国血液制品行业的重大收购兼并事件逐步增多，如天坛生物收购成都蓉生、云南沃森生物技术股份有限公司收购河北大安制药有限公司、中国生物收购贵阳黔峰和西安回天等交易均使得收购方的综合实力得以大幅提升。

### （二）上市公司收购动因

## 1. 做大上市公司主业，提升核心竞争力

上海莱士可同时生产人血白蛋白、人免疫球蛋白和凝血因子三大类产品，拥有7个品种、共23个规格产品的药品生产批准文号，产品结构丰富。邦和药业目前能生产人血白蛋白、静注人免疫球蛋白、人免疫球蛋白和乙肝人免疫球蛋白4个品种、共9个规格的产品。

本次交易完成后，上海莱士的年投浆量将由目前的355吨增至475吨，一跃而成为国内血液制品龙头生产企业之一。上海莱士可以充分发挥与邦和药业在研发、生产和销售方面的协同效应，借此机会做大公司主业，增加产品的市场覆盖区域，提高市场占有率及销售收入，增强上市公司综合实力。

## 2. 增强盈利能力，提升公司价值和股东回报

邦和药业具有较强的盈利能力，2013年、2014年邦和药业预测净利润分别为7 597.89万元、10 485.48万元。本次交易完成后，上海莱士的盈利水平将进一步提升，2013年度、2014年度合并备考预测净利润为21 775.25万元、34 938.85万元。

### （三）标的公司出售动因

邦和药业原拟首次公开发行股票并在创业板上市，并于2012年10月向中国证监会报送了IPO申请文件。由于血液制品行业属于高度监管行业，血液制品长期供不应求，血浆资源是血液制品公司发展的关键。根据卫生部《单采血浆站管理办法》，血液制品少于6个品种的企业不得申请设置新的单采血浆站，而邦和药业目前仅有4个品种的血液制品，仅拥有两家单采血浆站，在较长期间内不具备开设新浆站的资格，发展



空间受到极大制约，即使独立上市后也不能完全解决发展空间的问题。

此外，目前拟IPO企业数量较多，邦和药业何时能够完成IPO程序存在很大的不确定性。而上海莱士为行业龙头企业，具有较强的技术能力和先进的管理经验，拥有7个品种的血液制品，属于国家鼓励设置浆站的企业，邦和药业与上海莱士重组符合行业并购整合的发展趋势和政策导向，重组后可更好依托上海莱士的优势，发挥双方在血浆采集、浆站设立与管理、技术研发、采购及销售渠道等方面的协同效应，进一步做大血液制品产业，提升在行业内的地位。因此，邦和药业原大股东愿意终止IPO程序，与上海莱士开展战略合作。

## 四、交易方案

### （一）方案背景及交易方案说明

#### 1. 方案背景

在邦和药业拟终止IPO选择重组的情况下，邦和药业原中小股东特别是厦门九鼎、河南九鼎等财务投资人愿意以合理价格退出，获得确定的投资收益，不愿再承担本次重组可能存在的不确定性。为确保本次重组的顺利进行，科瑞天诚、新疆华建恒业股权投资有限公司（以下简称“新疆华建”）先行受让邦和药业部分股权。

#### 2. 交易方案说明

##### （1）科瑞天诚、新疆华建先行受让邦和药业部分股权

邦和药业终止IPO后，于2013年4月将公司组织形式由股份公司变更

为有限公司，变更后股权结构如下：

序号	股东名称	出资金额（万元）	出资比例
1	傅建平	3 024.45	46.53%
2	肖湘阳	1 406.81	21.64%
3	肖明	331.13	5.09%
4	吴罗生	234.00	3.60%
5	付爱民	204.75	3.15%
6	盈泰九鼎	200.00	3.08%
7	河南九鼎	200.00	3.08%
8	宁璐	175.50	2.70%
9	昆吾九鼎	170.00	2.61%
10	付建民	87.75	1.35%
11	贺昱哲	87.75	1.35%
12	耿明辉	58.50	0.90%
13	雷文成	58.50	0.90%
14	于晓东	58.50	0.90%
15	金泽九鼎	47.15	0.72%
16	那曲元和	32.85	0.51%
17	廖铁斌	29.25	0.45%
18	胡纯光	11.70	0.18%
19	吕勇	11.70	0.18%
20	胡华生	11.70	0.18%
21	李宁湘	11.70	0.18%
22	付颖	5.85	0.09%
23	唐建华	5.85	0.09%
24	叶刚	5.85	0.09%

25	王永强	5.85	0.09%
26	王国玉	5.85	0.09%
27	谭桂红	5.00	0.08%
28	邹凯	4.04	0.06%
29	曹红兴	3.00	0.05%
30	赵红涛	3.00	0.05%
31	丛志刚	2.02	0.03%
合计		6 500.00	100.00%

2013年5月13日，科瑞天诚与傅建平、肖湘阳签署股权转让协议，分别以26 154.00万元和29 952.00万元的价格收购二人所持邦和药业14.53%和16.64%的股权。三方约定，若收到上海莱士重组邦和药业项目被中国证监会否决的文件或截至该部分股权的工商变更登记完成满12个月仍未收到中国证监会正式核准文件，协议效力于上述两个日期先到之日即时终止，该部分股权应恢复到转让前的状态，傅建平和肖湘阳应将收到的转让价款全部退回给科瑞天诚，三方应于上述两个日期先到之日起一个月内完成该部分股权回转、转让价款退回和该部分股权工商变更登记手续。

同日，新疆华建与邦和药业29名股东分别签署股权转让协议，收购29名股东合计所持31.83%的股份。

本次转让完成后，邦和药业股权结构如下：

序号	股东名称	出资金额（万元）	出资比例
1	傅建平	2 080.00	32.00%
2	新疆华建	2 068.95	31.83%
3	科瑞天诚	2 026.05	31.17%

4	肖湘阳	325.00	5.00%
	合计	6 500.00	100.00%

## （2）上海莱士发行股份购买邦和药业100%股权

上海莱士科瑞天诚、新疆华建、傅建平、肖湘阳合计发行股份93 652 444股，用于收购邦和药业100%股权。其中，向科瑞天诚发行29 191 467股，收购其持有的邦和药业31.17%的股权；向新疆华建发行29 809 573股，收购其持有的邦和药业31.83%的股权；向傅建平发行29 968 782股，收购其持有的邦和药业32.00%的股权；向肖湘阳发行4 682 622股，收购其持有的邦和药业5.00%的股权。

## （二）估值定价

### 1. 前期谈判时，双方预期估值及估值基础

科瑞天诚很早就投资血液制品行业，对行业非常理解，能较好评估行业内企业的价值。双方早期谈判时，也是基于邦和药业的资产状况、

盈利情况、资源情况等综合评估，逾期估值基本达成一致。

## 2. 评估结论选用的评估方法及评估值

评估机构以2013年4月30日为评估基准日，对标的资产采用了收益法和市场法进行评估。截至2013年4月30日，交易标的邦和药业100%股权按收益法评估价值为180 695.60万元，评估增值率为583.81%；按市场法评估价值为181 513.45万元，评估增值率为586.90%，最终确定以收益法评估值作为最终的评估结果。

## 3. 同类交易案例的估值比较

### （1）沃森生物（300142.SZ）收购河北大安

2012年9月12日云南沃森生物技术股份有限公司（以下简称“沃森生物”）与四川方向药业有限责任公司（以下简称“方向药业”）、成都镇泰投资有限公司签订股权受让协议以5.29亿元现金受让方向药业和镇泰投资合计持有的河北大安制药有限公司（以下简称“河北大安”）的55%股权。收购完成后，沃森生物持有河北大安55%的股权，成为其控股股东。

该次交易的定价原则为按评估值定价，以上海立信资产评估有限公司出具的评估基准日为2012年8月31日的《河北大安制药有限公司股权转让股东全部权益价值资产评估报告书》（信资评报字〔2012〕第311号）所确定的河北大安股东全部权益价值人民币96 260万元为依据（以收益法评估结果最终定价），经股权转让方、受让方谈判协商，最终确定收购河北大安55%股权的价格为52 900万元。

截至评估基准日河北大安已依法取得河间浆站、怀安浆站、邢邑浆

站3个单采血浆站的采浆许可证，开展采浆工作。另外，魏县、栾城两个单采血浆站正在筹建过程中。因资金不足及生产许可证变更影响，河北大安所属各浆站采浆量限制在较低水平，截至评估基准日3个浆站年采浆量总计不足50吨。

截至评估基准日河北大安已获得包括人血白蛋白、人免疫球蛋白（肌注）、人乙肝免疫球蛋白、人破伤风免疫球蛋白4个品种22个规格的药品生产批准文号。因异地建厂以及生产工艺变更原因河北大安自2007年以来至评估基准日已停止生产血液制品。

近年河北大安主要财务数据（经审计）如下：

金额：万元

项目	2011年12月31日	2012年8月31日
资产总额	22 413.20	28 422.30
负债总额	37 755.83	34 168.69
净资产	—15 342.63	—5 746.39

项目	2011年度	2012年1—8月
营业收入	0	0
营业成本	0	0
利润总额	—3 268.51	—2 703.76
净利润	—3 268.51	—2 703.76

## （2）博雅生物（300294.SZ）收购浙江海康

2013年6月14日江西博雅生物制药股份有限公司（以下简称“博雅生物”）发布公告披露：其拟与深圳市高特佳精选恒富投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“高特佳恒富”），深圳市高特佳瑞富投资合伙企业

（有限合伙）（以下简称“高特佳瑞富”），深圳市高特佳瑞佳投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“高特佳瑞佳”），顾维艰、沈荣杰共同收购温州海螺集团有限公司（以下简称“海螺集团”）所持浙江海康生物制品有限责任公司（以下简称“浙江海康”）68%的股权，其中博雅生物拟购买32%的股权、高特佳恒富拟购买15%的股权、高特佳瑞富购买6.5%股权、高特佳瑞佳购买6.5%的股权、顾维艰拟购买5%的股权、沈荣杰拟购买3%的股权。

该次交易的定价原则为按评估值定价。根据江苏中天资产评估事务所有限公司于2013年5月17日出具的《江西博雅生物制药股份有限公司拟收购浙江海康生物制品有限责任公司32%股权项目评估报告》（苏中资评报字〔2013〕第1001号），运用收益法评估方法，海康生物股东全部权益在评估基准日2012年12月31日的评估值为14 105.82万元，比账面净资产增值9 607.32万元，评估增值率213.57%。

上述评价价值中包含投资新疆德源生物工程有限公司41.98%股权的长期股权投资1 959万元。但截至本次协议签署日，海康生物已经按照账面价值转让了该项长期股权投资，因此交易各方一致同意在评估值基础上扣除该长期股权投资1 959万元，因此海康生物最终的整体估值为1.214 6亿元（14 105.82万元－1 959万元）。

以上述最终估值为基础，经协商，博雅生物与高特佳恒富、高特佳瑞富、高特佳瑞佳、顾维艰和沈荣杰共以7 743.00万元收购海螺集团持有的海康生物68%股权，其中博雅生物拟以超募资金3 643.765万元收购海康生物32%的股权。

截至评估基准日，浙江海康已依法取得磐安浆站1个单采血浆站的采浆许可证，于2009年1月开展采浆工作。另外，文成单采血浆站正在



筹建过程中。磐安浆站2012年采浆量约为20吨。

截至评估基准日，浙江海康具有人血白蛋白、人免疫球蛋白、静注人免疫球蛋白、乙肝人免疫球蛋白等药品生产批准文号。另外，破伤风人免疫球蛋白已完成小试和稳定性研究，正处于产品注册申报材料整理阶段。按照国家2010版GMP实施的要求，血液制品生产企业需在2013年12月31日前通过新版GMP认证，故海康生物将在2014—2015年进行生产车间改造及申请新版GMP认证工作，预计海康生物2015年年度中期完成GMP认证。

近年浙江海康主要财务数据（经审计）如下：

单位：万元

项目	2011年12月31日	2012年12月31日
资产总额	8 336.37	8 112.12
负债总额	9 920.00	3 613.62
净资产	-1 583.63	4 498.50

项目	2011年度	2012年度
营业收入	5.21	1 434.23
营业成本	0.16	894.59
利润总额	-1 130.19	-419.20
净利润	-1 130.23	-417.87

### （3）上海莱士本次收购邦和药业与同行业收购案例比较

上海莱士本次收购邦和药业与近期同行业收购案例比较如下：

标的资产	浙江海康	河北大安	邦和药业
评估基准日	2012年12月31日	2012年8月31日	2013年4月30日

交易定价 (100%股权)	12 146.00万元	96 260.00万元	180 000.00万元
资产状况	评估基准日的净资产4 498.50万元	评估基准日的净资产-5 746.39万元	评估基准日的归属于母公司所有者权益24 278.82万元，资产质量良好
市净率	4.78倍	净资产为负，无法计算	7.41倍
盈利情况	连续两年亏损	连续两年亏损	2012年度归属于母公司所有者净利润7 173.64万元，盈利能力较强
市盈率	净利润为负，无法计算	净利润为负，无法计算	25.09倍
年采浆能力	下辖2个浆站，其中1个筹建中；年采浆约20吨（2012年）	下辖5个浆站，其中2个筹建中；年采浆约50吨（2012年）	下辖2个浆站；年采浆逾122吨（2012年）
国家2010年版GMP认证情况	截至评估基准日，未进行新版GMP改造	截至评估基准日，未进行新版GMP改造	截至评估基准日，已完成新版GMP改造，待验收

邦和药业从财务状况、资产质量、盈利规模等方面均比较优质，同时邦和药业采浆规模较大，采浆能力较强，一直正常经营并且保持了较强的盈利能力，而河北大案及浙江海康尚未实现盈利，生产经营状况尚不太稳定。与同行业市场化的收购案例相比，上海莱士收购邦和药业估值及交易价格较为合理。

### （三）对价支付方式

本次采取非公开发行的方式，上海莱士向科瑞天诚、新疆华建、傅建平、肖湘阳发行股份购买其持有的邦和药业100%股权。

### （四）盈利补偿安排

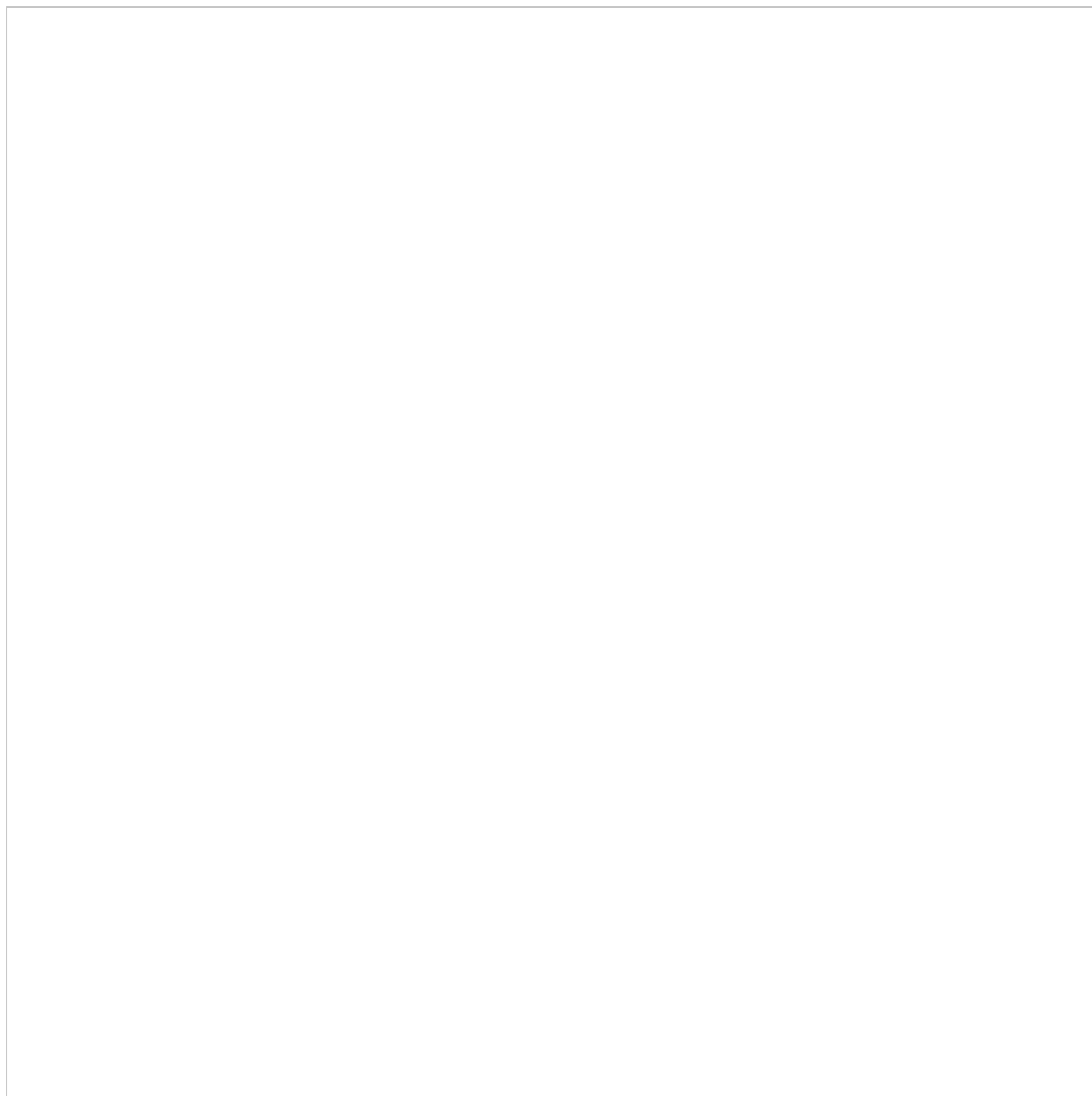
交易各方约定，如在2013年度完成本次交易，则利润补偿期间为2013—2015年度。根据《资产评估报告》，邦和药业截至2013年年底、2014年年底及2015年年底合并报表口径的累积承诺净利润分别为人民币8 243.69万元、18 729.17万元及32 152.41万元；如在2013年度未完成本次交易，于2014年度完成本次交易，则利润补偿期间为2014—2016年度，根据《资产评估报告》，邦和药业截至2014年年底、2015年年底及2016年年底合并报表口径的累积承诺净利润分别为人民币10 485.48万元、23 908.72万元及41 033.93万元。

本次交易完成后，在利润补偿期间，如邦和药业在利润承诺期间各年度末实际累积净利润数不足承诺累积净利润数的，上海莱士以总价人民币1.00元定向回购交易对方持有的一定数量的上海莱士股份的方式实现，回购股份数量的上限为本次交易中交易对方认购的上海莱士股份数。

## （五）其他安排

交易各方一致确认，如出现交易对方应对上海莱士进行补偿的情形，则（1）首先由科瑞天诚、傅建平同时承担股份补偿的责任，各自补偿的股份数量为当年实际股份补偿数量的50%，直至科瑞天诚本次以邦和药业股权认购的上海莱士股份数已全部补偿完毕；（2）然后，由傅建平以剩余的股份继续补偿，直至傅建平本次以邦和药业股权认购的上海莱士股份数已全部补偿完毕；（3）然后，由新疆华建、肖湘阳同时承担补充补偿责任，各自补偿数量为剩余应补偿股份数量的50%，直至肖湘阳本次以邦和药业股权认购的上海莱士股份数已全部补偿完毕；（4）然后，由新疆华建以剩余的股份继续补偿，直至新疆华建本次以邦和药业股权认购的上海莱士股份数已全部补偿完毕。

## 五、交易节点



## 六、交易特点

### （一）**PE**通过并购退出

2010年11月，盈泰九鼎通过增资入股邦和药业，增资价格为13.85元 / 股，对邦和股份整体估值为9亿元（对应2010年度净利润18倍市盈率）；2011年3月6日，昆吾九鼎、那曲元和通过受让股权的方式入股邦和药业，转让价格为13.85元 / 股，参照2010年11月盈泰九鼎对邦和股份增资的价格；2011年6月，昆吾九鼎将其所持部分邦和药业股权转让给河南九鼎，转让价格为13.85元 / 股；2011年8月，那曲元和将其所持部分邦和药业股权转让给金泽九鼎，转让价格为13.85元 / 股。

2013年5月，新疆华建收购盈泰九鼎、河南九鼎、昆吾九鼎、金泽九鼎、那曲元等股东所持邦和药业股权，股权转让价格为27.69元 / 股。九鼎系PE通过并购退出，并实现投资增值。

## （二）过桥收购

上海莱士收购邦和药业之前，科瑞天诚、新疆华建先行受让邦和药业部分股权。期后，科瑞天诚、新疆华建将其所持邦和药业股权原价转予上海莱士。科瑞天诚首期付款比例为55%，剩余转让价款将在中国证监会正式核准之日起一个月内支付。

2013年5月，科瑞天诚支付以5.61亿元的对价（先期支付55%，即3.09亿元），先行取得邦和药业31.17%股权。上海莱士向科瑞天诚发行29 191 467股，收购其所持邦和药业31.17%股权。2014年1月，按照中国证监会核准日上海莱士股权测算，科瑞天诚该部分股权已估值13.42亿元。

## （三）控股股东保持控股地位

交易完成后，科瑞天诚和莱士中国保持控股股东地位，且股权稀释程度较小。财务投资者新疆华建及傅建平持股比例不超过5%，方便减持。

## 七、并购影响

### （一）对公司业务的影响

#### 1. 有效提升浆站采浆规模和采浆能力

血浆为血液制品企业最重要的资源，采浆规模大小和能力高低一定程度上决定了血液制品企业的盈利规模和盈利能力。邦和药业目前单个单采血浆站平均采浆量约为60吨 / 年，远高于上海莱士原有单采血浆站约30吨 / 年的采浆能力。邦和药业在浆站管理、浆源拓展、血浆采集等方面在行业内具有较强的竞争优势，本次交易完成后，随着邦和药业管理团队的融入，其在浆站管理、浆源拓展方面的管理优势，结合上海莱士浆站多、能持续新开浆站的优势，将有效提升上海莱士原有单采血浆站的采浆能力与浆源拓展能力，并更好的建设新浆站，从而提升经营规模和盈利能力。

#### 2. 有效整合采购、销售渠道

采购方面，本次重组双方主营业务相同，上游采购渠道和客户具有一定程度的重合。本次重组的完成，将强化上海莱士在采购方面的话语权，发挥采购协同效应。销售方面，邦和药业与上海莱士销售市场与客户群体具有一定重合度。本次交易的完成，一方面将提升上海莱士在市场上的话语权和在客户群中的影响力，另一方面随着整合后规模和产品

技术品质的提升，整合所带来的品牌效应也将显现。

### 3. 有效整合双方在生产、研发方面的优势

邦和药业在生产现场管理、精细化管理等方面具备较强的竞争优势；上海莱士具备生产设备先进、生产工艺标准化强、质量管理体系完善等优势。同时在研发方面，邦和药业和上海莱士均致力于提升血浆综合收率的研发。本次交易完成后，将有效整合双方生产、质检、研发等方面的优势，全面提升上海莱士生产、研发水平，提升血浆综合利用率。

### 4. 巩固上海莱士行业领先地位

血液制品企业及其所属单采血浆站生产资质具有稀缺性。近年来，国内血液制品行业的竞争重点一直集中在血浆规模的提升和血浆综合利用率的开发。企业若要做大做强，必须有稳定增长的浆源，以及提升血浆采集和综合利用的能力。邦和药业在浆源拓展、血浆综合利用方面在行业中具备较强的竞争优势，此次收购邦和药业，上海莱士采浆量和投浆量规模得到大幅增强，同时血浆综合利用能力也将有效提升，从而增强上海莱士核心竞争力，巩固其在行业中的领先地位。

## （二）对公司财务的影响

本次收购完成后，上海莱士的业务规模和盈利规模也得到较大提升，2012年度和2013年1—10月的营业收入分别由收购前的66 267.69万元、46 298.75万元增长至89 467.51万元、62 307.48万元，增长幅度分别为35.01%和34.58%。2012年度和2013年1—10月的净利润分别由收购前的22 389.07万元、13 650.13万元增长至29 562.75万元、15 949.40万元，

增长幅度分别为32.04%和16.84%。

### （三）对原股东持股比例的影响

本次交易前上海莱士总股本为489 600 000股。本次交易，上海莱士拟发行股份119 652 444股，其中拟发行股份购买资产的股份发行数量为93 652 444股、募集配套资金部分拟发行股份数量为26 000 000股。

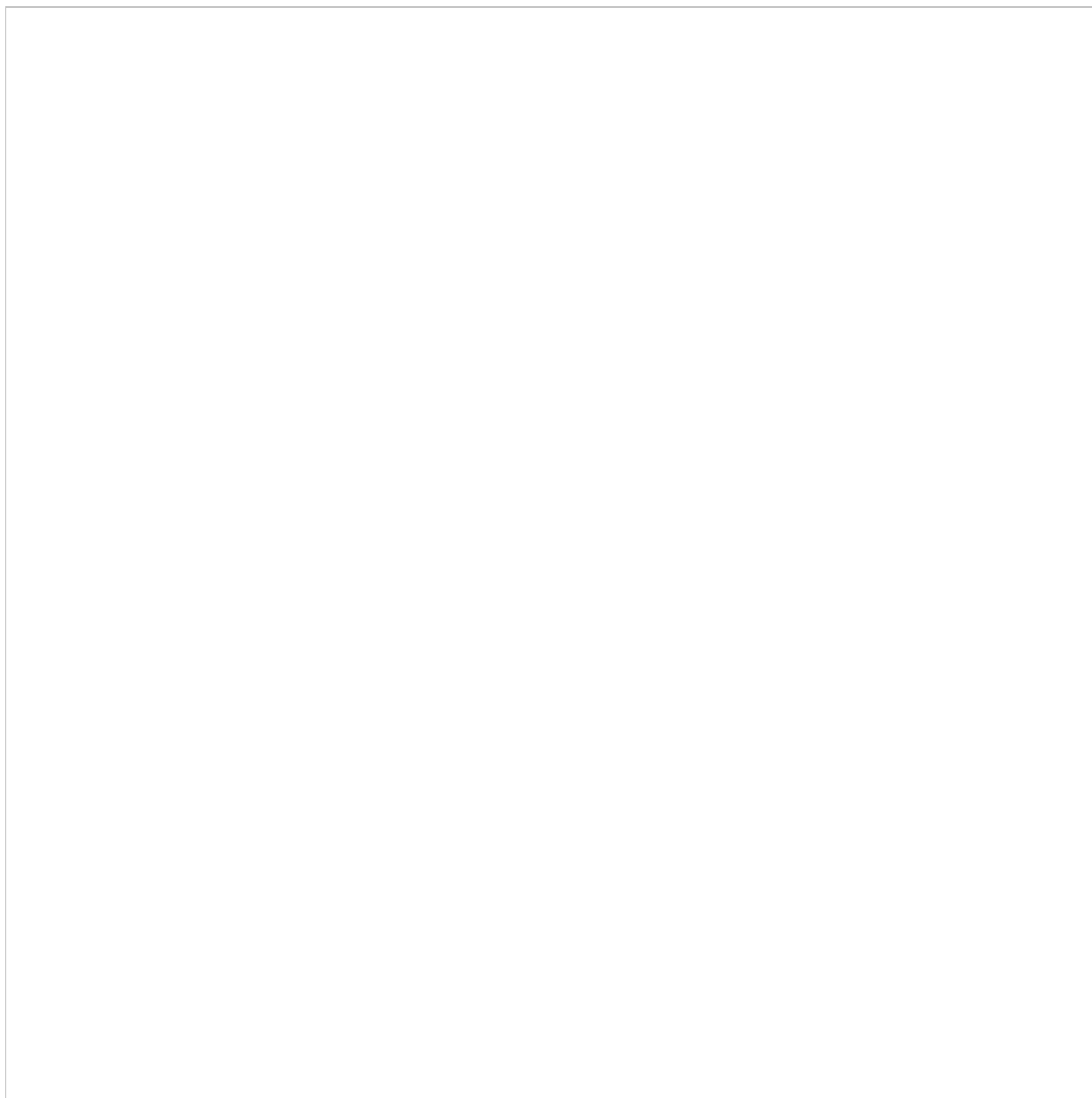
本次交易完成前后，上海莱士主要股东持股情况变化如下：



#### （四）对上市公司市值及原股东财富的影响

上海莱士于2013年3月首次筹划收购邦和药业，上市公司股票于2013年4月2日首次停牌，停牌前日收盘价为21.05元 / 股，总市值为103亿元。2013年10月14日，首次因重组委审核停牌，上市公司股价已涨至27.14元 / 股。首次申请被否后，上市公司股价略有调整。自董事会确

定继续推进重组事宜后，股价一路上升，至2014年1月3日因重组委审核停牌已达到47.60元 / 股，上市公司总市值增至233亿元。



上海莱士重组期间股价走势情况

## 八、市场点评

邦和药业2012年合计采浆120吨，浆站质地良好，预计未来采浆量仍将持续增长。并入邦和药业后，2013年上海莱士整体采浆量有望达到近500吨，成为国内最大的血制品企业之一。

邦和药业2013年预计实现净利润8 984万元，对应2013年PE约为20倍。同期二级市场血制品企业2013年动态PE普遍在30倍以上，此次收购对价较为合理。此次增发大约摊薄EPS约25%，但邦和药业2012年净利润约为上海莱士的32%，总体而言合并报表后EPS仍被增厚。

2014年9月25日，上海莱士公告其拟收购同路生物制药有限公司。同路生物为一家从事生物血液制品生产研发的非上市公司，旗下拥有7个品种、共32个规格的产品的药品生产批准文号，下属14家浆站（含3家筹建）。本次交易完成后，上市公司的产品品种将增加至11种，浆站数量增加至28家（含4家筹建），公司采浆规模和产品种类均将跃居国内血液制品企业首位，公司规模优势进一步凸显，将提升公司作为国内血液制品龙头企业的行业地位。本次交易公告后，上市公司的市值进一步扩大，已成为A股生物医药板块的绝对龙头，市值将近600亿，是第二名的两倍以上。

（本案例由中信证券提供，撰写人：中信证券投资银行委员会并购业务线江文华）

## 2.1.1.2 方正证券收购民族证券

### 一、案例简述

方正证券股份有限公司（以下简称“方正证券”）通过向中国民族证

券有限责任公司（以下简称“民族证券”）全体股东非公开发行股份的方式收购民族证券100%的股权，交易完成后民族证券成为方正证券全资子公司，民族证券各股东成为方正证券股东。2014年7月18日，本次交易经中国证监会并购重组委2014年第37次会议审核，获无条件通过。并于2014年7月31日经中国证监会正式批准。该案例为国内资本市场第一单上市券商市场化并购同行业公司案例，符合未来证券行业的发展趋势，引领了新时期国内证券行业并购重组的新潮流。

## 二、交易各方

### （一）交易各方基本情况

上市公司基本情况			
发行人名称	方正证券股份有限公司	股票简称	方正证券
注册资本	61亿元（重组前）	法定代表人	雷杰
注册地址	湖南省长沙市芙蓉中路二段华侨国际大厦22—24层	控股股东或实际控制人	北大方正集团有限公司
行业分类	资本市场服务	主要产品及服务	各项证券业务
标的资产基本情况			
标的资产全称	中国民族证券有限责任公司	注册资本	44.86亿元
注册地址	北京市朝阳区北四环中路27号院5号楼	控股股东	北京政泉控股有限公司
所属行业	资本市场服务	主要产品及服务	各项证券业务
本次交易的有关中介机构			
独立财务顾问	西南证券股份有限公司	律师	北京市天元律师事务所
审计机构	天健会计师事务所（特殊普通合伙）、中准会计师事务所	评估机构	北京中企华资有限责任公

	(特殊普通合伙)		司
--	----------	--	---

## (二) 交易双方交易前最近两年及一期的主要财务数据

项目	2014年1—3月	2013年度	2012年度
上市公司			
营业收入（万元）	96 407.94	344 154.14	233 162.41
净利润（万元）	47 144.09	109 936.82	55 939.71
归属于母公司所有者的净利润（万元）	47 073.77	110 562.52	56 222.16
标的资产			
营业收入（万元）	33 592.95	103 966.50	55 418.59
净利润（万元）	9 068.34	15 380.37	4 777.76
归属于母公司所有者的净利润（万元）	9 068.34	15 380.37	4 777.76

## 三、交易背景

### (一) 交易双方层面

#### 1. 本次交易是方正证券外延式扩张的重要举措

近年来，方正证券秉承“内涵式增长与外延式扩张”并重的增长方式。公司通过持续强化成本控制、风险控制、流程优化复制等管理能力，持续优化薪酬体系、确保快速成长过程中的人才供给；通过新设、搬迁等方式优化营业网点布局、强化网络优势，增强公司营业网络的销售负荷能力。同时，公司积极整合、利用外部资源，通过并购、合资等

方式实现业务布局的完善与营业网点的扩张。本次交易是方正证券在保持内涵式增长的基础上，进行外延式扩张的重要举措。

## 2. 本次交易符合民族证券股东的整体利益

民族证券作为国内优秀的中小型证券公司，在以经纪业务为代表的传统业务和以融资融券为代表的创新业务等重点领域具备较强的竞争优势，且在多方面与方正证券现有业务存在较强的互补关系。通过本次交易，民族证券将借助上市公司的广阔平台实现更为迅速的发展；同时，各股东所持民族证券股权将转换为上市公司股票，资产流动性大大加强，进一步提升了未来股东财富的增值空间。因此，本次交易符合民族证券及其全体股东的利益。

## （二）宏观经济层面：持续平稳增长的宏观经济为我国证券市场发展提供了根本动力

统计数据显示，2000年以来，我国名义GDP年均复合增长率、城镇居民人均总收入复合增长率均达到较高水平。尽管此期间内受到国际金融危机、欧债危机及美国经济增速放缓的冲击，我国GDP增长速度有所放缓。但数据表明，中国经济长期稳定较快发展的趋势并没有发生改变。健康发展的宏观经济环境对于证券市场而言，一方面，在提高企业的盈利能力的同时，也刺激了企业的融资需求；另一方面，随着居民储蓄和可支配收入的增加，居民财产中股票、债券、基金等金融资产的比重将不断提高，从而形成居民对证券产品持续强劲的需求。以上方面已构成支撑我国证券市场高速发展的根本因素。而作为沟通资金供求双方的中介机构，证券公司一方面可以继续分享行业发展带来的机遇，另一方面也面临着更高的整体实力要求。

### （三）行业发展层面

#### 1. “十二五”规划纲要为证券行业发展带来难得的历史机遇

国家“十二五”规划纲要对深化金融体制和资本市场改革创新、更好地为加快转变经济发展方式服务作出了明确部署，在显著提高直接融资比重、加快完善多层次资本市场体系、充分发挥资本市场支持创新创业的机制优势、有效提升资本市场的支持和保障能力等方面提出了明确要求。2012年颁布的《金融业发展和改革“十二五”规划》更从完善金融调控、优化组织体系、建设金融市场、深化金融改革、扩大对外开放、维护金融稳定、加强基础设施等七个方面，明确了“十二五”时期金融业发展和改革的重点任务，对更好地发挥资本市场优化资源配置的功能和作用提出了新的、更高的要求，也对证券行业找准定位、明确任务、实现创新发展提出了更加迫切的需求，为证券行业发展提供了难得的历史机遇。

#### 2. 行业集中度逐渐提升是证券行业发展的必然趋势

截至2013年底，全国共有115家证券公司开展业务。2012年前十大券商的收入占行业总收入的40%左右，而同期银行、保险行业前十大企业的收入占比均超过75%，因此目前国内证券行业集中度依然偏低。从发展趋势来看，证券行业正处于由分散经营、低水平竞争逐渐走向集中的演进阶段。在以净资本为核心的监管体系下，雄厚的资本实力更有利于证券公司扩大业务规模，提高竞争能力。大型证券公司具备更强的综合实力拓展营业网点、提高承销能力，也更易于获得创新业务机会。

目前，国内证券行业正面临着新一轮的行业格局调整，未来将呈现出提供综合性证券金融服务的全功能券商和在某细分领域深耕细作的专

业化券商并行的格局。其中，通过市场化并购重组实现资源共享、优势互补，将成为国内证券公司提升综合竞争力、实现未来可持续发展的重要途径。

## 四、交易方案

### （一）方案背景及交易方案说明

方正证券向民族证券全体股东非公开发行2 132 101 395股收购民族证券100%的股权，民族证券全体股东以截至股权交割日各自所持有的民族证券股权（合计100%的股权）按比例认购方正证券新增发行股份；交易完成后民族证券成为方正证券全资子公司，民族证券各股东成为方正证券股东。

### （二）估值定价

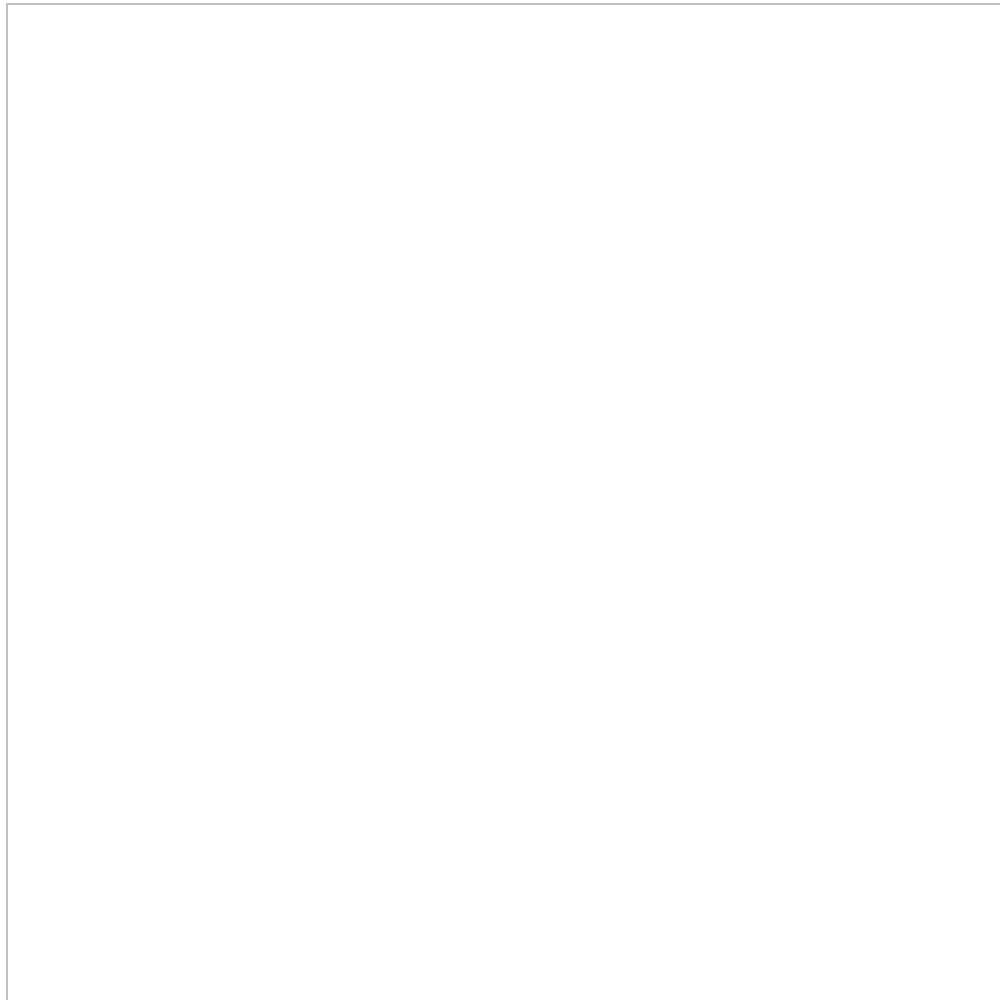
#### 1. 预期估值及估值基础

##### （1）良好的宏观经济基础及行业发展预期

2013年下半年以来，随着美国实体经济复苏、个人消费增加，美元开始呈现升值趋势；与此同时，随着欧债危机见底，欧元区经济进入缓慢复苏阶段。2013年以来，我国经济增速相对放缓，但从长期来看，我国经济增长仍然存在诸多有利因素，包括新型城镇化的逐步推进、信息消费等新兴消费热点的挖掘、城市基础设施建设持续加快、各项结构改革政策效应逐步显现等。另外，国家“十二五”规划纲要、金融行业“十二五”规划纲要等一系列政策的颁布为证券行业发展提供了难得的历史



机遇。同时，随着我国证券行业监管机构鼓励创新政策的不断出台，为证券行业创新发展提供了更为坚实的制度基础。



## （2）金融企业并购活跃度大幅提升

2013年证券行业并购重组趋于频繁，产业资本进军金融领域的趋势较为明显。同时证券行业内的并购升温亦使得证券公司标的资产更为稀缺，进而提升了证券公司的估值水平。

## （3）民族证券较强的经营能力和资本实力

2010年至2012年期间，在其他竞争对手纷纷增资扩股、提升资本规

模实力的同时，民族证券资本规模指标排名呈相对下降趋势，但同期部分主要业务指标排名反呈上升趋势，反映出民族证券业务经营管理能力逐步增强、竞争优势进一步提升。根据证券业协会公布的数据显示，自2010年至2013年上半年，民族证券经纪业务主要指标排名均有所提升，如：代理买卖证券业务净收入由41名提升至40名，部均代理买卖证券业务净收入由62名提升至52名，客户交易结算资金余额由41名提升至31名。2012年至2013年，民族证券的融资融券、股票质押融资、转融通等创新业务发展迅速，逐步建立了连通货币市场和证券市场的服务平台，进一步巩固了民族证券的竞争优势，优化了民族证券的业务结构。

民族证券于2013年8月完成了新一轮增资扩股工作，较2010年的资本实力大幅提升，在当前以净资本为核心的行业监管体系下，雄厚的资本实力更有利于证券公司扩大业务规模，提高竞争能力，具备更强的综合实力拓展营业网点、提高承销能力，也更易于获得创新业务机会，因此资本实力的显著增强有利于提升民族证券的估值水平。

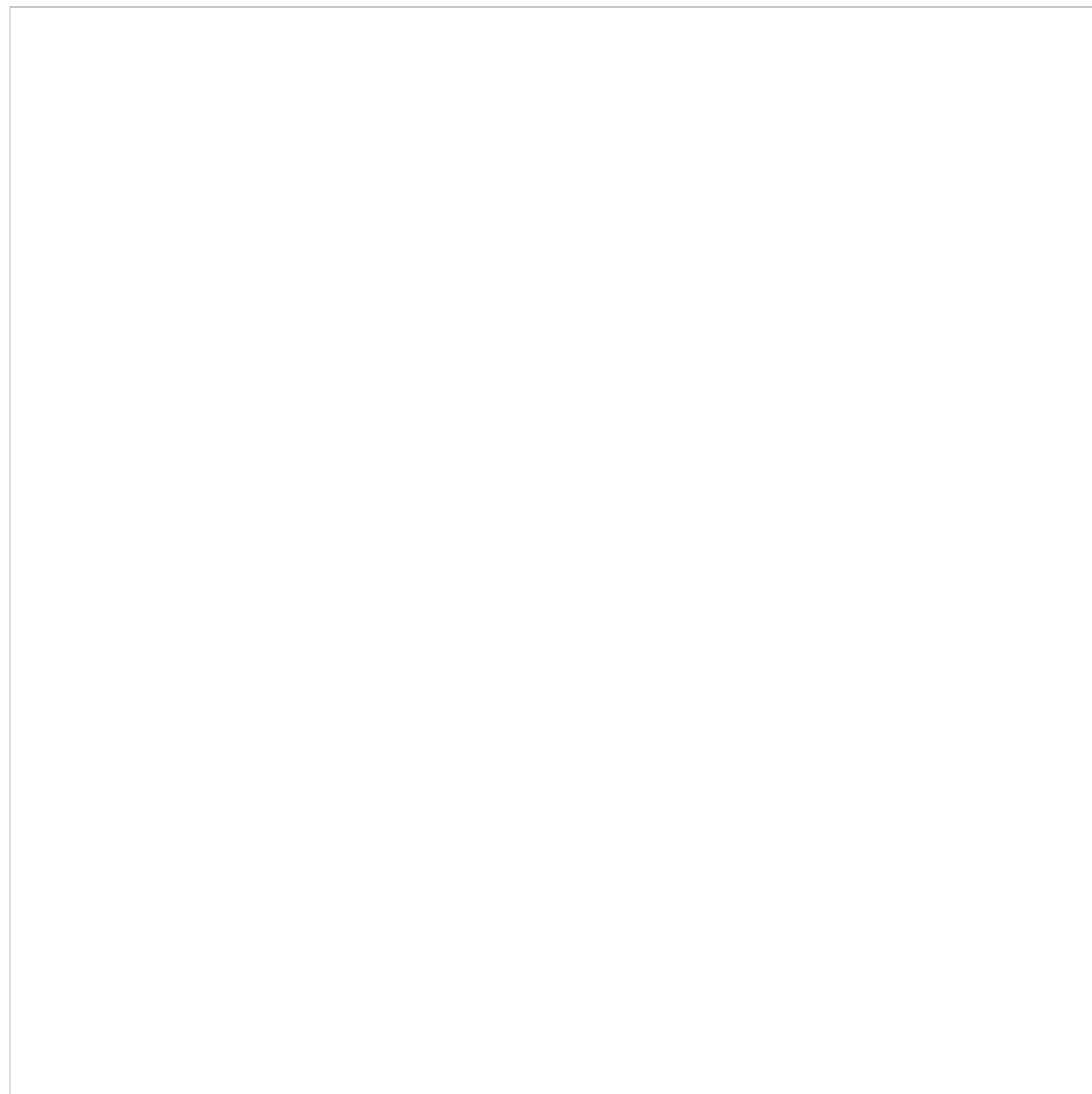
综上，民族证券面临的有利外部环境及民族证券较强的自身竞争优势构成了本次估值的基础，交易双方对于本次交易的估值结果具有充分的预期及一致性。

## 2. 评估结论选用的评估方法及评估值

### （1）资产评估概况

本次交易根据《重组办法》、资产评估准则等有关法律、法规规定，由具备相应业务资格的资产评估机构对民族证券截至评估基准日的100%股权价值采用资产基础法和市场法两种方法进行评估。根据中企华于2014年3月28日出具的中企华评报字〔2013〕第1238号资产评估报

告，截至评估基准日，民族证券的评估情况如下：



本次交易采用市场法评估结果作为最终评估结论，即民族证券100%股权的评估价值为1 298 449.75万元，较民族证券经审计的账面净资产683 546.01万元增值614 903.74万元，增值率89.96%。

## （2）市场法评估思路

根据被评估企业所处行业特点，本次评估采用市净率（PB）估值模型对民族证券的股权价值进行评估。本次评估的总体思路如下：

企业价值评估结果=被评估企业PB×被评估企业要求的净资产×（1－缺少流动折扣率）×（1＋控制权溢价率）＋溢余现金

### （3）以市场法作为最终评估结论的原因

资产基础法是从企业现时资产重置的角度衡量企业价值，采用资产基础法无法体现民族证券作为以提供证券经纪、投资银行、证券自营及证券资产管理等服务的综合类证券公司所拥有的品牌影响力、持续强化的风险管理与内部控制、经验丰富的管理团队等内在价值，因此资产基础法评估结论无法客观反映民族证券100%股权的市场价值。

本次市场法采用上市公司比较法进行评估，通过资产规模、净资本规模、业务类型、营业部数量及区域分布等相关指标、行业地位以及其他相关资料的分析，可以确定本次被评估企业的可比公司，相关调整系数可以合理量化进行调整，具备采用市场法评估的条件。市场法是以现实市场上的参照物来评价评估对象的现行公平市场价值，它具有评估角度和评估途径直接、评估过程直观、评估数据直接取材于市场、评估结果说服力强的特点，同时还考虑了缺乏流动性折扣及控制权溢价对评估对象价值的影响。另外，本次方正证券通过发行股份的方式购买民族证券100%股权为市场化交易，因此，市场法评估结果更能体现本次经济行为对涉及民族证券全部股东权益的市场价值。

此外，市场法（上市公司比较法）通常根据标的资产的行业特点、市场特点等情况选取市净率（PB）、市盈率（PE）、市销率（PS）等作为价值比率指标。本次市场法采取了市净率（PB）作为价值比率，

主要原因是：①净资产是决定证券公司价值的关键指标。本次评估标的资产是证券公司，存在严格的行业准入限制，且监管机构对证券公司有严格的风险控制监管要求，净资产、净资本规模是证券公司业务扩展的基本约束，也是决定证券公司价值的关键指标；②证券公司经营情况波动大，不适合使用市盈率作为估值指标。③受国家宏观经济形势、货币政策、市场预期等影响，证券行业收益波动幅度亦较大。

综上，本次交易采用市场法（PB估值模型）评估结果作为的最终评估结论。

### 3. 同类交易案例的估值比较

#### （1）本次交易标的资产市净率低于同行业上市公司平均水平

一方面，受宏观经济、政策、投资者预期等多方面因素的影响，证券行业的盈利状况及市盈率波动幅度较大；另一方面，证券公司的资产有较高流动性及同质性，并存在严格的金融监管及行业准入限制。综上，证券公司的资产资本规模与其估值水平高度相关，能较为全面地反映证券公司的估值水平，因此市净率（PB）指标更适合作为标的资产评估定价合理性的判断标准。

截至评估基准日，A股市场的上市证券公司共19家。本次资产评估选取东北证券、山西证券、东吴证券、西部证券等四家中小型证券公司作为民族证券的可比公司。19家上市证券公司的具体估值指标情况如下：

序号	公司名称	市净率（倍）
1	山西证券	2.58
2	东北证券	2.38

3	东吴证券	2.02
4	西部证券	3.46
5	宏源证券	2.5
6	国金证券	2.65
7	太平洋证券	3.89
8	国海证券	8.37
9	兴业证券	2.92
10	西南证券	2.2
11	华泰证券	1.44
12	光大证券	1.55
13	国元证券	1.2
14	中信证券	1.41
15	长江证券	1.66
16	招商证券	2.06
17	广发证券	2.12
18	海通证券	1.89
19	方正证券	2.50
算术平均值		2.57
中位数		2.20
四家可比公司算术平均值		2.61
中小型券商算术平均值		2.98
民族证券		1.90

注：①中小型券商是指除中信证券、招商证券、广发证券、华泰证券、光大证券、海通证券外的其余13家上市券商；

②市净率是以各上市证券公司2012年年报数据为基础计算的在2013年8月31日的数值。

数据来源：Wind。

上述19家同行业上市公司的市净率是基于公开二级市场的交易情况所体现的证券行业估值状况，较为公允地反映投资者对国内证券公司的定价水平。其中，全部同行业上市证券公司的市净率平均水平为2.57倍，中小型证券公司的市净率平均水平为2.98倍，本次评估选取的四家可比证券公司的市净率平均水平为2.61倍。本次交易中，标的资产民族证券100%股权的整体估值对应的市净率为1.90倍，远低于同行业上市公司市净率的平均水平，亦远低于四家可比公司及中小型券商的平均市净率水平。因此，本次交易的标的资产价格是公允且谨慎的。

## （2）本次交易价格低于交易案例平均水平

本次交易为上市证券公司发行股份购买同行业证券类资产，属于证券市场重大无先例情况，目前市场上无完全可比的交易案例。近年来行业内发生的证券公司股权转让、吸收合并证券公司等近似交易案例的具体情况如下：





交易案例的平均市净率2.00倍，本次民族证券100%股权的资产评估结果对应的市净率为1.90倍，低于近年来行业交易案例的平均水平。另外，上述交易案例中，不同支付方式下的市净率也有所差异：现金支付方式普遍比发行股份支付方式对应的市净率低。本次方正证券以发行股份的方式购买民族证券100%股权，民族证券100%股权的评估值对应的1.90倍的市净率显著低于市场上以发行股份作为支付方式的交易案例的平均市净率水平。

### （三）对价支付方式

方正证券本次收购支付对价全以发行股份的方式进行。

新增发行股票数量根据最终交易价格和公司新增股票发行价格计算。股票发行数量=最终交易价格 / 股票发行价格。根据上述公式的计算结果，同时根据中国证监会的批复文件以及登记结算公司的登记结果，方正证券本次新增发行股份数量为2 132 101 395股，各交易对方依据本次交易方案取得的上市公司股份数量、占发行后上市公司总股本的比例及股份锁定期具体如下表：

交易对方名称	本次交易完成后的持股数量（股）	占发行后上市公司总股本的比例	限售期
政泉控股	1 799 561 764	21.86%	36个月
乐山国资	105 955 845	1.29%	36个月
东方集团	99 558 667	1.21%	12个月
新产业投资	80 787 462	0.98%	12个月
兵工财务	9 504 407	0.56%	12个月
	36 733 250		36个月
合计	2 132 101 395	25.90%	—

## （四）盈利补偿安排

### 1. 本次交易未提供盈利预测报告

由于证券公司自身经营模式特点，业务规模和盈利能力对证券市场行情及走势具有较强的依赖性，盈利情况受外部因素影响较大；此外，当前国内证券行业仍处在创新转型阶段，创新业务尚未完全成熟定型，对证券公司盈利预测构成较大限制。因此，合理预测证券公司未来盈利情况在实践中较难实现。同时，本次交易完成后的相关整合安排亦增加了对民族证券、重组完成后的上市公司进行盈利预测的难度。

本次交易为上市证券公司发行股份购买非上市证券公司，并且保留被收购方的法人主体，目前A股市场尚未出现完全类似的可比交易。但通过对最近几年A股市场涉及证券公司重大资产重组的交易案例进行梳理分析，2013年以来的最新的案例（如山西证券收购格林期货、锦龙股份收购中山证券等）均未提供涉及证券公司的盈利预测。同时，虽有部分过往交易案例提供了标的资产的盈利预测报告（如国海证券借壳上市、西南证券吸收合并国都证券等），但前述因素最终导致相关盈利预测数与各期实际盈利数的差异较大。

### 2. 本次交易未进行相关盈利补偿安排

本次资产评估机构未采取基于未来收益预期的估值方法对拟购买资产进行评估并作为定价参考依据，不属于《上市公司重大资产重组办法》第三十四条规定的基于“未来收益预期的估值方法”；同时上市公司拟于本次交易完成后的2年过渡期内，对民族证券采取减资、业务整合等系列措施，未来民族证券拟定位为方正证券的投行业务子公司。根据

上述整合原则及思路，未来整合后的民族证券与评估基准日时点的民族证券相比，在资产及业务范围方面均发生重大变化，已不具备对民族证券进行业绩实现情况验证或减值测试的条件。

综上，本次交易为上市证券公司发行股份购买非上市证券公司，并且保留被收购方的法人主体，目前A股市场尚未出现完全类似的可比交易。综合考虑证券行业及证券公司自身经营特点、过往类似交易案例的实际情况，本次交易未对民族证券及重组后的上市公司进行盈利预测，且上市公司未与交易对方签订相关的业绩或其他形式的补偿协议。

## 五、交易节点

本次交易的主要时间节点如下：

## 六、交易特点

### （一）交易难点

#### 1. 证券公司风险监管问题

根据《证券公司风险控制指标管理办法》以及《关于调整证券公司净资本计算标准的规定（2012年修订）》，证券公司对控股证券业务子公司股权投资需全额扣减母公司净资本。本次交易完成后，民族证券将成为方正证券的全资子公司，方正证券控股民族证券可能导致其部分风险控制指标出现不符合监管部门要求的情形，从而导致方正证券未来存在被监管部门采取监管措施的风险。

针对上述情形，方正证券已于2014年4月完成30亿元次级债券的发行工作，及时补充了母公司净资本，以确保上市公司母公司在重组完成前后的任何时点都满足证券公司风险监控指标要求。

## 2. 母子公司间可能存在的同业竞争问题

根据本次交易方案，民族证券将成为方正证券的全资子公司。在本次交易完成后的一定时期内，方正证券、民族证券将存在双方原有业务各自并行经营的格局。根据《证券公司设立子公司试行规定》的要求以及证监会的相关批复，证券公司控股其他证券公司的，母子公司之间不得存在同业竞争情形；若存在上述情形，需要在5年内予以解决。

结合实际情况，方正证券拟争取在重组完成后的2年过渡期内，对民族证券进行减资和业务整合；未来民族证券将定位于方正证券的投行业务子公司。民族证券现有投行业务相关资质将全部保留并继续经营（目前民族证券除多出一张中小企业私募债牌照外，民族证券的投行业务经营范围与方正证券基本相同）；同时，方正证券母公司目前已具备“新三板”业务资格，为避免可能存在的同业竞争，未来方正证券的“新三板”业务拟将并入民族证券经营。原则上，民族证券除投行以外的其他业务（主要是经纪业务、信用业务、自营业务、资管业务、研究业务等）将按照“人随资产和业务走”的大原则，分别与方正证券现有各

业务板块进行整合。

### 3. 子公司间可能存在的同业竞争问题

目前方正证券的投行业务主要通过全资子公司瑞信方正经营。经过多次谈判、协商，方正证券与瑞士信贷于2013年11月签署《有关合资公司业务和股权的协议》，双方约定如本次重大资产重组交易获得中国证监会批准，则瑞士信贷同意豁免方正证券前述不得从事投资银行方面业务的义务；同时约定由方正证券授予瑞信方正要售权，即在适用法律允许的范围内，在瑞士信贷仍为瑞信方正股东的前提下，瑞士信贷有权选择在任何时候，要求方正证券根据《有关合资公司业务和股权的协议》相关规定出售部分或全部所持的瑞信方正股权，具体行权数量及行权时间由瑞士信贷决定。上述要售权只能在证监会批准本次重大资产重组并同意方正证券经营证券承销与保荐业务之日后方可行使。

## （二）交易亮点

不同于过往在行政主导下的券商合并案例，本次交易为国内资本市场第一单上市券商市场化并购案例，符合未来证券行业的发展趋势，引领了新时期国内证券行业并购重组的新潮流，开创了资本市场的多个“第一”。

方正证券、民族证券在营业部网点的区域分布、各自优势业务等领域存在较强的互补性。通过本次交易及后续两家公司的持续整合，方正证券营业网点及区域范围进一步扩大、优势业务得到加强、业务结构持续优化，更加有利于公司未来发展。通过本次交易，方正证券整体资本实力将会得到进一步提升，净资产、净资本将跃居行业前10位，总资

产、营业收入、净利润将排名行业第11位，为将方正证券打造成为国内大型综合券商奠定更为坚实的基础。

本项目无市场先例可循，在方案设计论证、交易双方谈判、行业监管部门沟通（中国证监会、北京及湖南证监局、上海证券交易所）、国资主管部门（教育部、财政部）审批等阶段，经交易各方、中介机构与上述主管部门的持续沟通、论证，为交易方案确定、证券行业监管部门审核、国资主管部门审批等贡献并积累了较多经验，并为今后上市券商并购模式提供借鉴。

## 七、并购影响

### （一）对上市公司业务的影响

#### 1. 增加营业网点数量，进一步优化公司区域布局

经纪业务是方正证券的主要收入来源之一。截至2014年3月31日，公司拥有144家证券营业部，主要分布在湖南、浙江两省，在营业部分布上存在一定的区域性。截至2014年3月31日，民族证券拥有51家证券营业部，在我国东北、西南地区具有较强的地域优势，尤其在鞍山、通化、乐山等多个地区确立了绝对竞争优势；同时覆盖北京、上海及省会城市等经济发达地区。因此，双方在营业部网点的区域分布上存在较强的互补性。通过本次交易，公司营业部总数量进一步增加、区域范围有所扩大、网点分布得到优化，更加有利于上市公司的业务发展。

#### 2. 进一步促进上市公司各项业务的发展

自本次交易完成之日起，上市公司将在相关监管要求的一定期限内

逐步整合民族证券相关资产、业务及人员。随着后续业务整合逐步完成，将从经营规模、优势业务互补、客户资源、专业人才等各方面进一步促进公司各项业务的发展。本次交易前方正证券、民族证券相关业务指标的行业排名以及本次交易完成后上市公司主要业务指标的模拟排名情况如下表：

--

注：①营业部数量、融资融券余额排名为截至2013年12月31日的数据，以上交所公告及同



花顺查询的数据为参照；

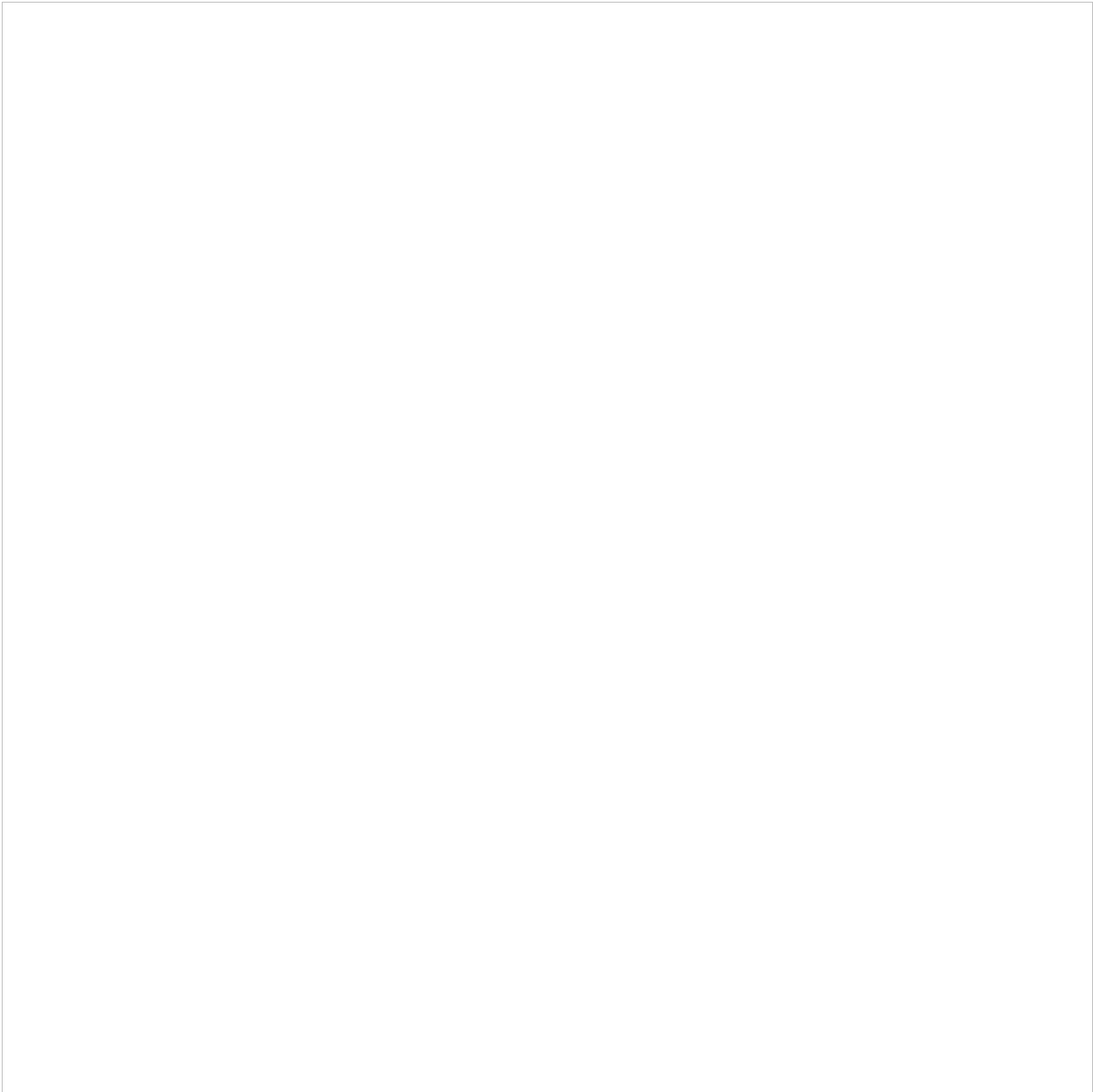
②方正证券、民族证券各业务收入排名数据以证券业协会公布的2013年度排名及同花顺查询的数据为参照。

## （二）对上市公司财务的影响

### 1. 进一步增强公司整体资本实力和盈利能力

截至2012年年底，上市公司各项财务指标均处于行业中上水平。民族证券通过多年的稳健经营，各项财务指标良好。

本次交易完成后，上市公司整体资本实力将会得到进一步提升，部分资产规模指标将进入行业前列，具体如下表：

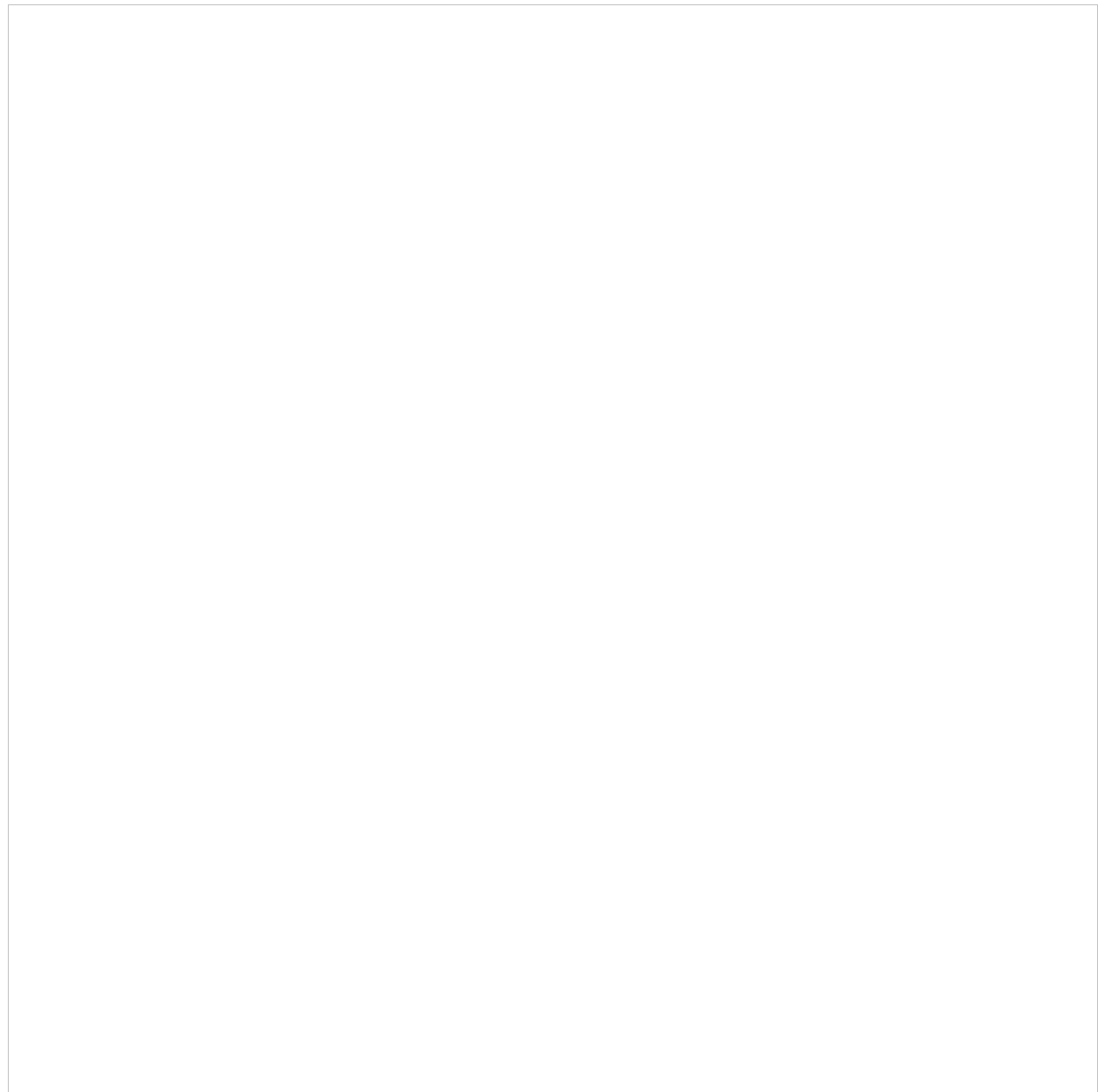


注：①方正证券、民族证券行业排名数据为证券业协会公布的2013年度排名数据；

②重组完成后的方正证券相关数据主要为截至2013年12月31日备考财务报表的数据。

## 2. 对上市公司财务指标的短期和长期影响分析

根据经审计的方正证券合并财务报表数据及备考合并财务报表的主要财务指标，本次交易对上市公司主要财务指标的影响如下表：



注：①资产负债率=（负债总额－代理买卖证券款）/（资产总额－代理买卖证券款）；

②净资产收益率=当期归属于母公司股东的净利润/当期期初期末归属于母公司股东权益的平均余额；

③扣除非经常性损益后净资产收益率=当期扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润/当期期初期末归属于母公司股东权益的平均余额。

本次交易前，方正证券一直坚持颇为稳健的发展战略方针，因此近

几年保持了较低的资产负债率水平，而本次交易完成后备考公司的资产负债率水平将进一步降低，资产抗风险能力将进一步加强。根据备考合并财务报表，本次交易完成后，截至2013年年末备考公司资产负债率将由重组前的42.74%下降至33.33%；截至2014年3月末备考公司资产负债率将由重组前的50.24%下降至39.97%。

另外，由于民族证券较强的资本实力，本次交易完成后，上市公司每股净资产将有所增厚，上市公司资产质量状况明显提高。截至2013年年末，备考公司归属于上市公司股东的每股净资产为3.46元 / 股，相比重组前方正证券同期末增长36.79%。截至2014年3月末，备考公司归属于上市公司股东的每股净资产为3.53元 / 股，相比重组前方正证券同期期末水平增长35.67%。

本次交易中，方正证券需要通过向民族证券全体股东按比例非公开发行A股股票的方式作为收购支付对价。因此，2013年备考公司的基本每股收益将由重组前的0.1813元 / 股下降至0.1530元 / 股，净资产收益率将由重组前的7.38%下降至4.92%；2014年一季度备考公司的基本每股收益将由重组前的0.0772元 / 股下降至0.0682元 / 股，净资产收益率将由重组前的2.78%下降至1.95%。

在材料申报时点，备考公司最近两年及一期的每股收益、净资产收益率等指标仅静态反映了重组产生的影响。本次交易实施完成后，根据方正证券于2014年10月31日披露的三季报显示，公司各主要财务指标较重组完成前的同期均有较大幅度的提升和改善，具体如下：

项目	方正证券（合并数据）	
	2014年三季报	2013年三季报
总资产（亿元）	826.91	309.31

净资产（亿元）	298.23	152.60
营业收入（亿元）	36.02	23.85
净利润（亿元）	14.82	8.38
资产负债率	37.27%	21.31% <sup>[1]</sup>
归属于上市公司股东的每股净资产（元 / 股）	3.62	2.53
基本每股收益（元 / 股）	0.23	0.14
稀释每股收益（元 / 股）	0.23	0.14
扣除非经常性损益后基本每股收益（元 / 股）	0.23	0.14
净资产收益率	8.39%	5.63%
扣除非经常性损益后净资产收益率	8.34%	5.64%

根据方正证券在重组完成后公布的首份定期报告，无论是资产规模类指标或是收入类指标，较重组前同期均实现了大幅度增长，同时上市公司每股净资产、每股收益均有不同程度的增厚，净资产收益率提升明显。

此外，通过对比截至2014年三季度末的实际数据和根据备考审计报告计算得出的备考公司截至2014年3月31日、2013年12月31日的每股收益、净资产收益率等模拟时点指标数据，本次并购对于上市公司业绩提升和业务发展的积极影响已逐步体现。随着方正证券与民族证券在各项业务领域中互补效应的释放以及未来上市公司整体经营业绩的提升，上市公司的相关指标将进一步得到提升和优化。

### （三）对原股东持股比例的影响

本次交易完成前后上市公司股权结构变化情况如下表所示：

本次交易完成后，方正集团持股比例由41.22%降至30.55%，仍为上市公司的控股股东，本次发行股份不会导致上市公司控制权发生变化。

## 八、市场点评

东北证券：方正证券和民族证券均属于中小型券商，资产规模、营

业收入和净利润在行业内的竞争优势不很明显；收购整合民族证券后，新的公司资本规模、各项业务市场占有率将快速提高，而且民族证券在固定收益业务和资管业务上具有一定的优势，两者整合后民族证券所积累的品牌优势、网络渠道和优秀人才资源等无形资产将为方正证券业务发展带来强劲的活力。

申银万国：综合来看，收购价格相对公允。

华泰证券：公司并购民族证券后经纪业务主业竞争力有望进一步增强，同时还有望通过客户资源及销售渠道的整合带动公司投行、资管及创新业务发展，在2014年IPO开闸、新三板扩容等政策利好不断的大环境下，公司盈利能力有望进一步提升，公司未来“内涵式增长外延式扩张”想象空间巨大。

中信建投：收购民族证券后，公司各项指标已居行业前十名左右。重组后，公司的主营业务将得到巩固，整体资本实力和抗风险能力进一步加强，有利于增强公司持续稳定的盈利能力。方正证券与民族证券在营业网点布局上具有很强的互补性；而把方正的模式与经验在民族复制，可以带来民族证券的快速发展，实现 $1+1>2$ 。

海通证券：收购后能提高公司整体资本实力和业务规模，并能在营业网点分布上形成互补；收购成功后，方正证券的整体实力和业务规模将有所提升。收购价格对应民族证券13年PB约1.9倍，基本合理。

安信证券：此次并购或将打开行业并购的序幕：如果此次并购顺利实施，将开创上市券商进行同业并购的先例，同时证券行业的整合或许也将拉开序幕。未来券商之间的分化将会更为明显：大型券商将谋求并购做大体量，同时向全能投行方向发展；中小券商将谋求转型（如向互

联网金融转型，或是转为某些领域的专业券商）。整个行业的生态或将朝着证监会曾表述的“保护行业、不保护公司”方向发展，危机意识强、创新能力优秀的券商将更容易脱颖而出。

平安证券：此次收购有利于增强方正证券综合实力：方正证券和民族证券合并之后，无论在资本实力还是在各业务条线上的实力均有提升。预计合并后，净资产和净资本将位于行业第7名，经纪业务、投行业务、资管业务和融资融券业务市场排名将位于15名左右。而且，方正证券是一家民营券商，机制相对灵活，预计未来在两家券商整合过程中将较为顺畅。因此，我们认为此次收购将大幅提升方正证券的综合竞争实力。

招商证券：收购后资产规模和资本金的迅速扩大将有效提升规模，增强综合实力。民族自身较强的品牌优势、广泛的网络渠道和优秀的人才资源，将为方正的发展带来强劲活力，期待整合后的1+1>2效果。

国泰君安：行业首例市场化券商并购，看好并购后业务协同效应。我们认为并购成功将是大概率事件。得益于方正证券之前成功并购经验和双方民营企业的治理结构，双方在经纪、投行业务协同性较强，在2014年底完成初步整合。

（本案例由西南证券提供，撰写人：西南证券投资银行重庆一部边彪、魏鑫）

### 2.1.1.3 蓝色光标收购博杰广告

#### 一、案例简述



北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司（以下简称“蓝色光标”）通过增资方式取得西藏山南东方博杰广告有限公司（以下简称“博杰广告”）11%股权，其后通过现金及发行股份方式取得博杰广告89%股权，全部交易完成后，蓝色光标持有博杰广告100%股权。2013年7月10日，蓝色光标现金及发行股份收购博杰广告交易经中国证监会并购重组委2013年第17次会议审核，获无条件通过，并于2013年8月5日经中国证监会《关于核准北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司向李芄等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可〔2013〕1056号）正式批准。本次交易为券商首次资本介入扫清交易障碍的案例，此外案例设计中也充分体现了市场化并购交易的特点、积极寻求满足交易双方诉求的解决方案、在充分保障上市公司利益的同时做出方案的灵活调整。

## 二、交易各方

### （一）交易各方基本情况

上市公司基本情况			
发行人名称	北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司	股票简称	蓝色光标
注册资本	402 729 641元	法定代表人	赵文权
注册地址	北京市朝阳区酒仙桥路甲10号3号楼20层20A	控股股东或实际控制人	赵文权、吴铁、许志平、陈良华、孙陶然共同构成上市公司的控股股东和实际控制人
行业分类	传媒与文化产业	主要产品及服务	广告、公关服务、活动策划、媒体资源等业务在内的传播服务全产业链条，为客户提供综合的传播解决方案。
标的资产基本情况（如有多个标的资产，分别填写）			

标的资产全称	西藏山南东方博杰广告有限公司	注册资本	17 820万元
注册地址	西藏山南地区乃东县乃东路60号	控股股东	李芑
所属行业	传媒与文化产业	主要产品及服务	电视媒体广告承包代理和自有影院数码海报媒体开发和运营
本次交易的有关中介机构			
独立财务顾问	华泰联合证券有限责任公司	律师	北京市中伦律师事务所
审计机构	立信会计师事务所（特殊普通合伙）	评估机构	中通诚资产评估有限公司

## （二）交易双方交易前最近两年及一期的主要财务数据

项目	最近一期	上一年度	再上一年度
上市公司			
营业收入（万元）		217 537.81	126 605.83
净利润（万元）		26 088.49	14 527.51
归属于母公司所有者的净利润（万元）		23 566.07	12 107.56
标的资产			
营业收入（万元）	18 381.6	118 961.21	139 054.65
净利润（万元）	4 330.58	19 363.08	15 460.61
归属于母公司所有者的净利润（万元）	4 330.5	19 363.08	15 460.61

## 三、交易背景

### （一）成为专业传播集团是蓝色光标发展的长期定位

蓝色光标发展的战略目标是成为中国领先的一流专业传播集团，打造包括广告、公共关系及活动管理等传播增值服务在内的整合传播服务产业链条，为客户提供全面的传播服务。品牌传播是一项复杂、系统化的服务，国际知名的传播集团大多具有完整的传播服务链条，可综合提供广告、公共关系、市场调查研究、顾客关系管理、企业形象与标识等专项服务。传播集团依靠完整的服务链条不但可以为客户提供量身打造的一体化传播方案，还可以将服务贯穿于客户品牌的整个生命周期，以使客户得到更好的传播效果，同时业务的多元化也增强了传播企业自身抵御风险的能力。

上市之初蓝色光标业务主要集中于公共关系服务，为客户提供的传播服务类型较为单一，交易时业务已经拓展到包括公共关系服务、广告策划、广告发布、活动管理、展览展示、财经公关等领域，为成长为一流传播集团的目标初步奠定了基础。

## （二）外延式发展战略是蓝色光标确立的重要举措

为积极推进向专业传播集团发展的长期战略，蓝色光标将继续采取内生式成长与外延式发展的双重举措实现向这一目标的迈进。蓝色光标内生式成长战略主要是通过提高公司管理能力、管理效率、业务水平，提升现有业务人员素质、增强公司竞争力的方式实现。蓝色光标外延式发展战略主要是通过并购具有独特业务优势和竞争实力并能够和公司现有业务产生协同效应的相关公司的方式实现。

纵观国际传播行业的发展历程，行业内著名的WPP、Omnicom、IPG集团均通过并购等外延式扩张的手段建立起集团内多品牌独立运营的模式，最终成长为世界知名的传播集团。蓝色光标希望借鉴这一成功

模式通过并购向一流的专业传播集团的目标迈进，同时为股东创造持续稳定的业绩回报。

### （三）蓝色光标已完成的一系列并购呈现良好效应

蓝色光标自2010年2月在创业板上市以来，积极利用超募资金、股份支付等资本市场赋予的优势条件，成功开展了一系列并购活动。除上市前收购北京博思瀚扬企业策划有限公司（以下简称“博思瀚扬”）51%股权外，蓝色光标先后在2010年至2012年分步以现金收购博思瀚扬49%股权，2011年至2012年以现金及发行股份方式收购北京今久广告传播有限责任公司（以下简称“今久广告”）100%股权、2011年以现金收购Aries Capital Limited（中文名称：金融公关集团，以下简称“金融公关”）40%股权、2011年至2012年分步以现金收购北京思恩客（SNK）广告有限公司（以下简称“思恩客”）100%股权、2011年以现金收购精准阳光（北京）传媒广告有限公司（以下简称“精准阳光”）51%股权、2011年以现金收购北京美广互动广告有限公司（以下简称“美广互动”）51%的股权。

公司通过一系列的并购实现了盈利能力的快速提升，在资本市场形成良好反响。一方面，伴随并购活动，蓝色光标及其并购标的在行业内知名度大大提升，获取新客户的能力大大增强，有效促进了其业务发展，蓝色光标归属于母公司股东的净利润从2009年的4 845万元增加至2012年的23 566万元，增长了386%；另一方面，蓝色光标这种内生式增长与外延式发展相结合的发展模式也逐渐被投资者所认同，蓝色光标市值得到显著提升。

### （四）加强广告业务有利于拓展蓝色光标成长空间

公共关系与广告是为达到品牌管理目的进行市场推广的两大主要传播手段。两者均能扩大品牌的知名度，深化品牌的认知度，提升品牌的美誉度，扩大产品销量，提高市场占有率。广告侧重于品牌从无到有的塑造，而公共关系则侧重于深化品牌的认知度和美誉度以及消费者的忠诚度。由于广告传播和公共关系服务在品牌传播过程中发挥的作用不同，广告传播在企业传播投入中所占的比例往往更大。

公司已完成收购的思恩客是以互联网广告服务为基础的专业整合营销服务传播机构，精准阳光则主要从事城市高端社区内户外高清灯箱广告及生活杂志广告服务，今久广告主要为房地产行业客户提供全案代理、媒介代理、公关活动等服务。一系列并购完成后，公司的广告服务初步涉及了互联网广告、户外广告、平面广告等细分领域。

未来蓝色光标计划继续加强广告业务的发展，以进一步拓展公司的成长空间。电视媒体作为我国的第一大广告投放媒介，一直备受广告主的推崇，其广告市场规模庞大，占据全部广告市场的最大份额，布局电视广告行业有利于增强公司的广告服务能力，对蓝色光标广告业务的发展尤为重要。

## （五）博杰广告是广告行业内的领先企业之一

博杰广告已经成功构建了以电视媒体广告承包代理为核心，以影院数码海报媒体开发和运营为增长点，以媒介策划及市场研究为特色的业务格局，具有较高的市场影响力。

作为大型的传统媒体，电视广告具有受众范围广、传播效果强、灵活度高等显著优点，为广告主和消费者长期接受和认可，在全部的广告

媒体中占据最大市场份额。而博杰广告又是中国广告行业内的领先企业之一，2010年和2011年均位居中国广告企业（媒体服务类）广告营业额排名第6名。同时博杰广告经营的影院数码海报业务，以在全国76个城市的571个影院布设的4 931块数码海报屏为自有媒体进行广告传播，在重点城市中心区的优质影院覆盖率达85%，是该领域绝对的领先者。

## 四、交易方案

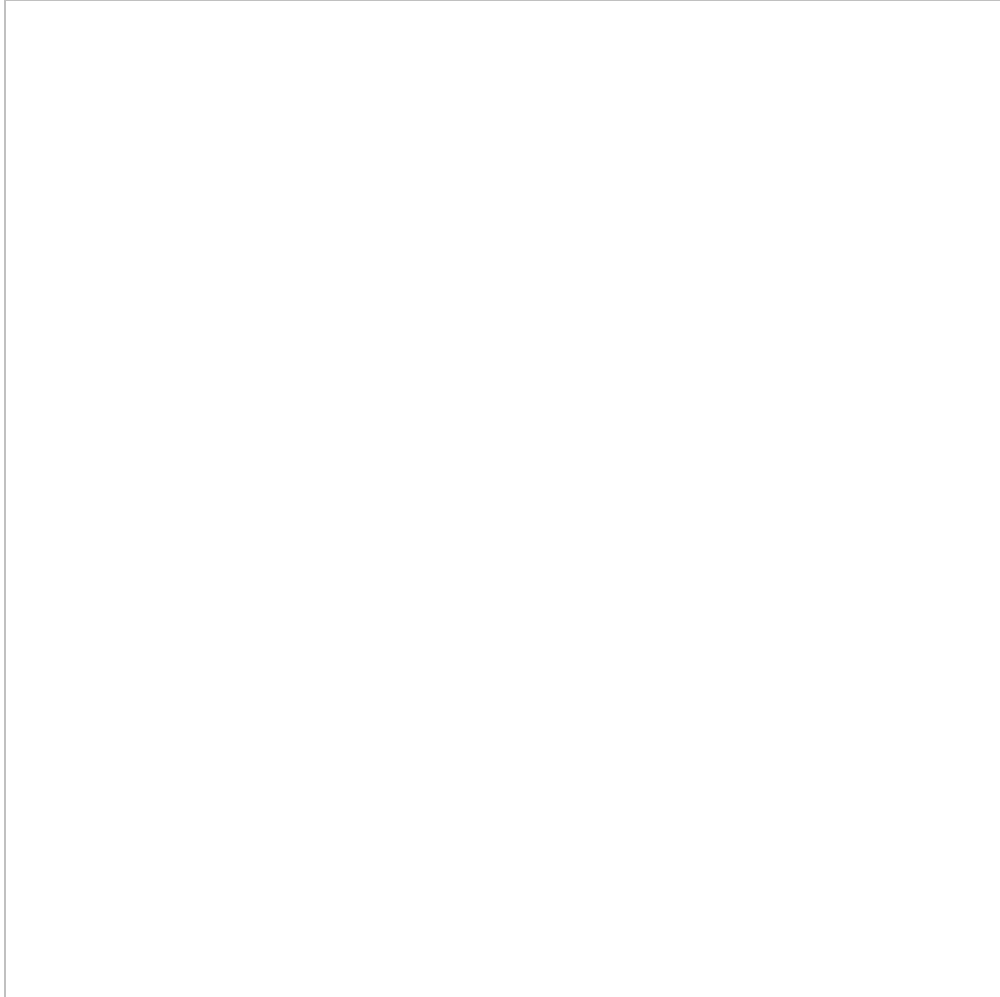
### （一）方案背景及交易方案说明

#### 1. 交易背景

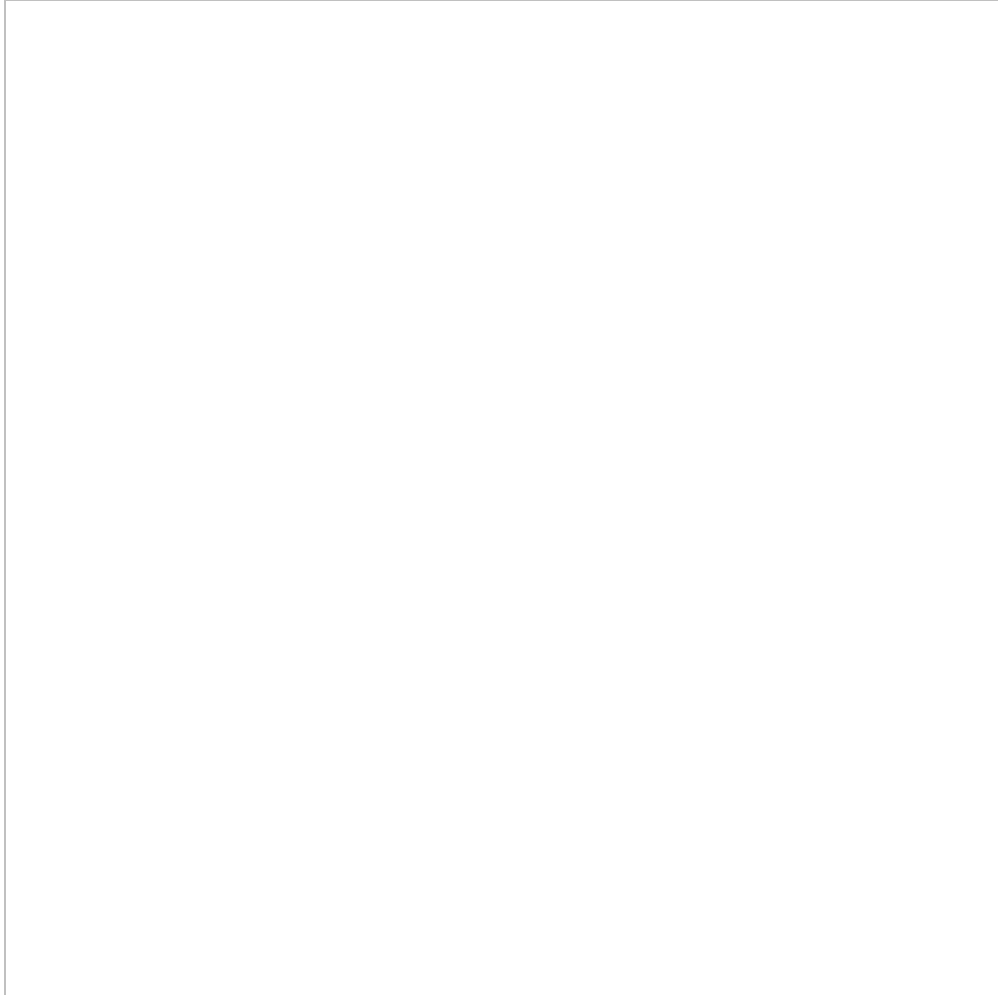
本案例中由于博杰广告的实际控制人对标的资产存在非经营性资金占用2.26亿元，根据对标的资产合规性的要求，本次交易前需解决该笔非经营性资金占用问题。此外，本案例为市场化的产业并购，而根据重组相关法规的规定，交易对方需要承担诸如盈利预测补偿的相关义务，出于公平交易考虑，交易对方提出激励对价及灵活合理的盈利预测补偿需求等交易诉求。

#### 2. 交易方案

蓝色光标增资博杰广告后，博杰广告的股权结构如下图所示：



蓝色光标以现金及发行股份的方式购买李芑、刘彩玲、博杰投资、博萌投资持有的博杰广告合计89%的股权。交易完成后，蓝色光标将持有博杰广告100%股权，李芑、刘彩玲、博杰投资、博萌投资将成为蓝色光标的股东。交易完成后的股权结构如下图所示：



## （二）估值定价

本次交易标的资产的交易价格参考具有证券业务资格的评估机构中通诚资产评估出具的《资产评估报告》中确认的评估值，经交易各方协商确定。

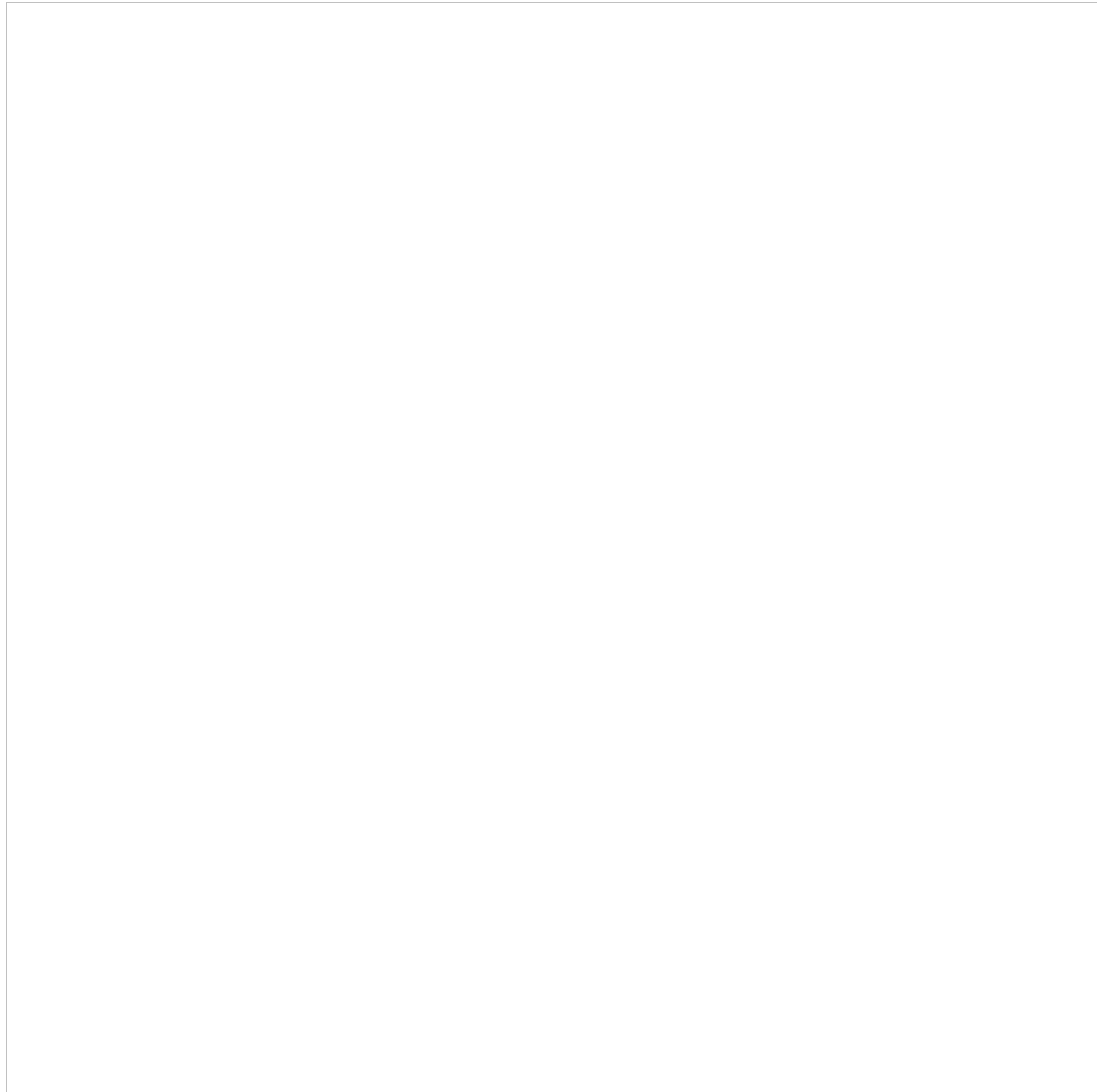
中通诚资产评估分别采取了收益法和市场法对博杰广告89%股权进行评估，并最终选用收益法评估结果作为最终评估结果。根据中通诚资产评估出具的中通评报字〔2013〕51号《资产评估报告》，截至评估基准日2013年2月28日，在持续经营前提下，博杰广告的账面净资产（母



公司报表)为25 515.33万元,采用收益法评估后的净资产(股东全部权益)价值为180 337.64万元,增值额为154 822.31万元,增值率606.78%。因此,博杰广告89%股权的评估值为160 500.50万元。参考上述评估值,经交易各方友好协商,博杰广告100%股权的交易作价为180 000万元,89%股权的交易价格为160 200万元。

### (三) 对价支付方式

本次交易收购价款由蓝色光标采取两种方式进行支付,交易对价及支付方式具体如下表:



#### （四）对价调整安排

为充分考虑到交易完成后博杰广告实际经营业绩可能超出评估报告中收益法各年预测净利润、目前对博杰广告的估值结果低于其实际价值的可能；同时也为避免交易对方各年在实现承诺利润后缺乏动力进一步地发展业务，本次交易方案中设计了对价调整的条款。

在博杰广告2013年、2014年、2015年任何一年截至当期期末累计实际利润均不低于截至当期期末累计承诺利润的前提下，各方同意按照如下约定调整本次交易拟购买资产价格，结算时间是在博杰广告2015年审计报告出具后，拟购买资产价格调整增加的金额，上市公司将在博杰广告2015年审计报告出具后60个工作日内以现金方式支付给转让方，转让方分别按照如下方式计算其应当分配的比例：转让各方在本次交易前持有的博杰广告股权比例 / 转让各方在本次交易前持有的博杰广告股权比例之和。

1. 若博杰广告2013年、2014年、2015年实际利润合计超过93 366万元（不含本数）（即2013年、2014年、2015年每年均按照以1.8亿元作为博杰广告2012年净利润基数、每年30%的复合增长率计算的三年净利润之和），则本次交易的拟购买资产价格调整为现作价的1.25倍，即20.025亿元；

2. 若博杰广告2013年、2014年、2015年实际利润合计在85 781万元（不含本数）至93 366万元（含本数）之间（即2013年、2014年、2015年每年均按照以1.8亿元作为博杰广告2012年净利润基数、每年25%至30%的复合增长率计算的三年净利润之和），则本次交易拟购买资产价格调整为现作价的1.15倍，即18.423亿元；

3. 若博杰广告2013年、2014年、2015年实际利润合计在78 624万元（不含本数）至85 781万元（含本数）之间（即2013年、2014年、2015年每年均按照以1.8亿元作为博杰广告2012年净利润基数、每年20%至25%的复合增长率计算的三年净利润之和），则本次交易的拟购买资产价格调整为现作价的1.11倍，即17.782 2亿元。

## （五）盈利补偿安排

1. 若博杰广告在2013年、2014年、2015年累计实际利润低于承诺利润但高于65 538万元（即2013年、2014年、2015年每年均以1.8亿元作为博杰广告2012年净利润基数、每年10%的复合增长率计算的三年净利润之和）时，采用现金方式补偿，李芑以股份质押提供补偿保障

在2013年、2014年、2015年任何一年的截至当期期末累计实际利润低于截至当期期末累计承诺利润、且较前一年度的实际利润增长率不为负（以1.8亿元作为博杰广告2012年净利润基数）的前提下，若博杰广告在2013年、2014年、2015年合计实际利润未达到2013年、2014年、2015年承诺利润之和，但高于65 538万元（不含本数）（即2013年、2014年、2015年每年均以1.8亿元作为博杰广告2012年净利润基数、每年10%的复合增长率计算的三年净利润之和），交易对方需以现金方式补足不足承诺利润的部分。各方确认，交易对方仅需补足博杰广告89%股权对应的承诺利润不足部分，计算方式为：应补偿现金＝（截至2015年期末博杰广告累计承诺利润－截至2015年期末博杰广告累计实际利润）×89%－已补偿股份数量×发行价格－已补偿现金。

李芑同意按照下列约定的条件将其在本次交易中取得的部分蓝色光标股份质押给上市公司的实际控制人（以下简称“质权人”）。股份质押的具体事宜由各方签订质押合同另行约定。2013年、2014年若截止当期期末累计实际利润低于累计承诺利润，则李芑应将价值为累计实际利润与累计承诺利润差额89%的上市公司股份质押给质权人，但质押的股份数不少于200万股。在博杰广告2013年、2014年度审计报告出具后10个工作日内，由上市公司召开董事会确认李芑应出质的股份数量，并签订正式的质押合同。质押合同各方应于质押合同签订之日起一个月内到中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理股份质押登记手续。如李芑持有的上市公司股份数量因发生转增股本、增发新股或配股等除权行

为导致调整变化，则李芑应质押的股份数量将根据实际情况随之进行调整。

2015年度结束后，应对2013、2014、2015年的实际利润情况进行测算，并按照协议的相关约定计算利润补偿的具体金额，由交易对方履行补偿义务。交易对方履行完毕全部补偿义务后，各方应根据质押合同的约定，到中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司申请解除股份质押。如交易对方不履行或未完全按照约定履行补偿义务，则质权人有权根据质押合同的约定处置质押股份对上市公司进行补偿。此种情形下，质权人行使质权对上市公司进行补偿不受协议约定的补偿顺序约束。

2. 若博杰广告在2013年、2014年、2015年任何一年截至当期期末累计实际利润较以1.8亿元作为博杰广告2012年净利润基数的复合增长率在0%（不含本数）至10%（含本数）之间时，采用股份方式补偿

2013年、2014年、2015年任何一年的截至当期期末累计实际利润低于截至当期期末累计承诺利润、且较前一年度的实际利润增长率不为负（以1.8亿元作为博杰广告2012年净利润基数）的前提下，若博杰广告在2013年、2014年、2015年任何一年截至当期期末累计实际利润较以1.8亿元作为博杰广告2012年净利润基数的复合增长率在0%（不含本数）至10%（含本数）之间，即：2013年实际利润高于18 000万元但不高于19 800万元；截止2014年累计实际利润高于36 000万元但不高于41 580万元；截至2015年累计实际利润高于54 000万元但不高于65 538万元，则交易对方应当以股份方式进行补偿。当期应补偿股份数量为：

$$\left( \text{截至当期期末累计承诺利润} - \text{截至当期期末累计实际利润} \right) / \left( \text{2013年、2014年、2015年累计承诺利润总和} \times \text{拟购买资产价格} / \text{发行价格} \times 89\% - \text{已补偿现金总金额} / \text{发行价格} - \text{已补偿股份数量} \right)$$
。如计算结果为负值则不需补偿，已补偿股份均不退回。如交易对方认购股份总数不

足以完成上述补偿，则不足部分由交易对方以现金方式向上市公司补偿。

3. 若博杰广告2013年、2014年、2015年任何一年实际利润增长率为负或者2013年、2014年、2015年任何一年的截至当期期末累计实际利润复合增长率为负（以1.8亿元作为博杰广告2012年净利润基数），启动减值测试，采用股份方式补偿

若博杰广告2013年、2014年、2015年任何一年实际利润增长率为负或者2013年、2014年、2015年任何一年的截至当期期末累计实际利润复合增长率为负（以1.8亿元作为博杰广告2012年净利润基数），均应立即启动减值测试，并根据减值测试的结果调整拟购买资产价格。交易对方应对价格调整部分向上市公司进行补偿，首先以股份补偿，不足部分以现金补偿。在计算转让方当期应补偿股份数时，按照如下公式计算，以高者为准：①当期应补偿股份数=（拟购买资产价格—当期调整后的拟购买资产价格—已补偿现金）/ 发行价格—已补偿股份总数；②（截至当期期末累计承诺利润—截至当期期末累计实际利润）/ 2013年、2014年、2015年累计承诺利润总和×拟购买资产价格 / 发行价格×89%—已补偿现金总金额 / 发行价格—已补偿股份数量。如计算结果为负值则不需补偿，已补偿股份均不退回。

4. 2015年年末进行期末减值测试，采用股份方式补偿

在2015年度结束时，上市公司应聘请经交易对方认可的并具有证券业务资格的会计师事务所将对拟购买资产进行减值测试。如果拟购买资产期末减值额>已补偿股份总数×发行价格+已补偿现金总金额，则交易对方应向上市公司另行补偿股份，另需补偿的股份数量为：（拟购买资产期末减值额—已补偿股份总数×发行价格—已补偿现金）/ 发行价

格。交易对方认购股份总数不足补偿的部分，由交易对方以现金补偿。  
交易对方认购股份总数不足补偿的部分，由交易对方以现金补偿。

#### 5. 若博杰广告2016年实际利润低于承诺利润，采用现金方式补偿

若博杰广告2016年实际利润低于承诺利润，则交易对方需以现金方式补足承诺利润。各方确认，交易对方仅需补足博杰广告89%股权对应的承诺利润不足部分，计算方式为：应补偿现金=（2016年博杰广告承诺利润-2016年博杰广告实际利润）×89%

#### 6. 交易对方对上市公司的补偿顺序

若交易对方根据前述约定应履行补偿义务的，首先由李芃和博萌投资履行补偿义务，当李芃和博萌投资根据协议所获得的全部对价不足以补偿时，不足部分由刘彩玲和博杰投资以其根据协议所获得的全部对价履行补偿义务，即李芃和博萌投资为第一顺序补偿义务人，刘彩玲和博杰投资为第二顺序补偿义务人。同一顺序的补偿义务人在履行补偿义务时，按照如下比例计算：该方在本次交易前持有的博杰广告股权比例 / 同一顺序补偿义务人在本次交易前持有的博杰广告股权比例之和。尽管有本条前述约定，若李芃和博萌投资未能在上市公司书面通知其履行补偿义务后10日内履行完毕补偿义务，则刘彩玲和博杰投资应在上市公司书面通知其承担补偿义务的10日内履行完毕补偿义务。本次各交易对方股份补偿数量不超过其依据《现金及发行股份购买资产协议》所取得的上市公司股份，现金补偿金额不超过其依据《现金及发行股份购买资产协议》所取得的现金对价。

## 五、交易节点

2013年2月5日，蓝色光标对博杰广告进行增资取得博杰广告11%股权。

2013年3月4日，蓝色光标重大事项停牌。

2013年3月7日，蓝色光标董事会第二届董事会第二十五次会议审议通过了《关于公司筹划重大资产重组事项的议案》，同意公司筹划重大资产重组事项。

2013年4月10日，蓝色光标召开第二届董事会第二十九次会议，审议通过了现金及发行股份购买博杰广告89%股权并募集配套资金的相关议案。

2013年4月23日，蓝色光标召开2012年度股东大会，审议通过了现金及发行股份购买博杰广告89%股权并募集配套资金的相关议案。

2013年7月10日，蓝色光标现金及发行股份收购博杰广告交易经中国证监会并购重组委2013年第17次会议审核，获无条件通过。

2013年8月5日，中国证监会《关于核准北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司向李芄等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可〔2013〕1056号），核准本次交易。

## 六、交易特点

### （一）券商首次资本介入扫清交易障碍

国外成熟市场中，多样的融资工具和融资渠道推动了并购重组的蓬



勃发展。投资银行（或并购基金公司）在并购重组活动的融资实践中也已形成诸多成熟的操作模式。然而，在国内市场，并购重组活动的融资工具仍较单一，渠道仍不畅通；投行在并购重组活动中也主要以基于通道业务的咨询顾问服务为主。

本案例中由于博杰广告的实际控制人对标的资产存在非经营性资金占用2.26亿元，根据对标的资产合规性的要求，本次交易前需解决该笔非经营性资金占用问题，因此并购融资成为解决该问题、推进并购项目实施的迫切需求。

本次交易中，紫金投资作为独立财务顾问华泰联合证券的关联公司为此提供了2.3亿元的并购融资，使并购中的障碍性问题得以解决。本次并购融资是由券商提供资金解决交易中的融资需求的有益尝试，对促进并购重组市场的活跃和资本市场的发展具有积极意义；此外，券商提供并购融资也使得券商在并购业务中的盈利方式发生了根本改变，由原有单一财务顾问业务收入转型为与资本业务的成功嫁接，这种转变也代表着券商未来业务转型的一个新方向。

## （二）有效的超额业绩激励机制

在并购交易中交易对方对标的资产的盈利预测承担补偿责任，但相应的超出盈利预测的超额业绩实现部分却鲜见对交易对方进行奖励，或仅会就超额实现的盈利部分进行分配。在上市公司市场化并购交易中，出于控制风险的目的，对标的资产的盈利预测及估值通常略偏保守；但若没有有效的超额业绩激励机制，在交易谈判时交易双方往往会在盈利预测及估值方面产生分歧，在交易完成后亦会导致交易对方在完成承诺利润后失去创造更佳业绩的动力。本案例中对超额业绩设计的对价调整

激励机制，能够更好地体现市场化并购的公平性、合理性，促进交易双方达成交易，并且能够最大限度地使交易价格贴近标的资产的真实价值。

为真实、合理地反映购买资产的价值，保障上市公司、投资人及转让方的合法权益，本次交易中设定了估值调整条款。该等条款的思路在于：由转让方对标的资产未来一定期限内的盈利能力做出承诺，如果实际利润超过承诺利润，则由上市公司对转让方追加支付对价；如果实际利润未达到承诺利润，则由转让方对上市公司或上市公司的股东进行补偿。

相较于市场大部分案例中仅有盈利预测补偿条款，而没有超过盈利预测的业绩奖励条款，本案例中的对价调整机制将有利于激励交易对方各年在实现承诺利润的基础上进一步发展业务以创造出更佳的经营业绩，同时也充分体现了市场化产业并购的交易公平性、合理性。

### （三）灵活合理的盈利预测补偿机制

本案例在盈利预测补偿条款的设计中，在保护上市公司基本利益的基础上，设计了更为灵活、合理的补偿机制。考虑公司在并购后受到宏观经济周期波动、广告传播市场环境变化、企业自身经营管控等多方面因素影响，造成公司业绩不同程度的波动，针对标的资产承诺业绩完成的不同程度设计了不同的盈利预测补偿安排，若标的资产实际利润与承诺利润相差较小则以现金方式进行利润补偿；若实际利润与承诺利润相差较大则以股份方式进行线性对价补偿，直至进行减值测试对交易价格进行重新调整。该方案的设计区分了标的公司不同业绩实现程度下的补偿方式和程度，对交易双方更为公平，从而更有利于促成交易的达成。

#### （四）不同角色交易对方的补偿责任

鉴于标的公司实际控制人对标的公司的经营情况起决定性作用，而财务投资人并不直接参与标的公司的经营决策活动，因此在本次交易的补偿顺序上，标的公司的实际控制人及其一致行动人为盈利预测补偿的第一顺序义务人。但同时为充分保证上市公司股东的权益，本次交易中标的公司的其他股东亦需履行补偿义务，但为盈利预测补偿的第二顺序义务人。

### 七、并购影响

#### （一）本次交易对蓝色光标主营业务和可持续发展能力的影响

本次交易是蓝色光标实施外延式发展战略的重要步骤之一，通过本次交易蓝色光标将增加在电视媒体广告和影院数码海报广告领域的服务内容，原有的以公共关系、广告服务为主的传播服务链条得以完善。蓝色光标将能够为客户提供包括互联网、户外、平面、电视等各类媒体的立体整合式品牌传播方案，向一流传播集团的目标又迈进了一步。

博杰广告主要从事电视媒体广告承包代理和影院数码海报开发和运营业务，与蓝色光标现从事的公共关系、广告服务业务均是为客户进行企业形象塑造、产品品牌传播的重要方式。本次交易完成后，博杰广告的资产和业务将纳入蓝色光标的平台架构内，这一架构有利于蓝色光标对现有的公关、广告业务进行全面、系统的整合，有助于蓝色光标实现资源的优化配置，增强协同效应。

此外，博杰广告作为电视媒体和影院数码海报广告行业的领先企业，拥有较高的市场地位和广泛的品牌认可度，市场竞争力较强。本次交易有利于进一步提升蓝色光标的综合竞争能力、市场拓展能力、资源控制能力和后续发展能力，提升蓝色光标的盈利水平，增强抗风险能力和可持续发展的能力，以实现全体股东利益最大化。

## （二）本次交易对蓝色光标盈利能力的影响

蓝色光标与博杰广告2012年度的收入、利润构成及盈利能力情况见下表：

利润表项目（万元）	蓝色光标	博杰广告
一、营业总收入	217 537.81	118 961.21
二、营业总成本	186 779.69	98 163.50
三、营业利润	31 641.18	20 797.71
四、利润总额	35 744.69	22 408.98
五、净利润	26 088.49	19 363.08
归属于母公司所有者的净利润	23 566.07	19 363.08
盈利能力（%）		
销售毛利率	35.35%	24.26%
销售净利率	11.99%	16.28%
加权平均净资产收益率	20.55%	61.97%

本次交易完成后，蓝色光标的收入规模和盈利水平将有较大提高。交易完成后，蓝色光标仍将保持较高的销售毛利率、净利率以及净资产收益率。

### （三）本次发行前后公司股本结构变化

蓝色光标交易前的总股本为402 729 641股，按照本次交易方案，蓝色光标本次将发行普通股48 867 199股用于购买资产，发行普通股20 681 642股用于配套融资。本次交易前后公司的股本结构变化如下表所示：

本次交易完成前后公司的股权结构如下：

注：假设本次配套融资的成功，融资总额为53 400万元，且发行价格为25.82元 / 股。假定不超过10名特定投资者，不包括李芑等4名交易对方。

本次交易完成后，李芑等4名交易对方持有上市公司10.35%的股权，其中李芑个人持有上市公司5.05%的股权，李芑及其一致行动人博萌投资持有上市公司5.47%的股权。

## 八、市场点评

2013年4月16日，东方早报评价本次交易为，“值得注意的是，公司对收购标的选择和收购推进过程不断地创新，后续收购模式更加成熟多样，将会对公司的业绩和股价产生巨大的推动作用。”

2013年5月2日，证券时报对该交易进行了题为《蓝色光标：打造世界级营销传播集团新版图》的报道，“从公开资料看，蓝色光标此次收购博杰89%股权是中国大陆营销行业规模最大的一宗收购，通过此次并购，公司将有效延伸其在电视广告方面的服务能力，实现服务领域进一步扩张，未来将助力公司实现规模、效益以及品牌影响力的大幅提升。”“收购博杰是公司以低PE收购优质同行业公司一贯发展战略的延续，通过整合博杰广告资源将大幅提升上市公司现有业务规模和盈利水平。”

2013年8月9日，中国证券报进行了题为《蓝色光标并购案例创新亮点多》的报道，其中提到“值得关注的是，这一案例从盈利预测补偿机制、超额业绩激励机制、分步减持约定再到券商提供并购融资等，均为我国并购业务的开展提供了创新思路。担任独立财务顾问的华泰联合证券在并购业务领域再度取得突破性进展。在此次并购项目中，华泰紫金投资有限责任公司作为交易独立财务顾问华泰联合证券的关联公司，为企业提供过桥贷款2.3亿元，对行业而言是一种大胆的突破性尝试，也使得券商在并购业务中的盈利方式发生了根本改变，有原有单一财务顾问收入转型为财务顾问与资金业务成功嫁接。”

（本案例由华泰联合提供，撰写人：华泰联合投资银行部消费组赵涔）

## 2.1.1.4 掌趣科技收购动网先锋

### 一、案例简述

北京掌趣科技股份有限公司（以下简称“掌趣科技”）作为A股首家上市的移动网络游戏企业，上市之初，掌趣科技便确立了“精品化、平台化、国际化、娱乐化”的企业发展方向。

掌趣科技凭借自身对游戏行业发展具有前瞻性的趋势分析，明确了上市后符合自身发展目标的第一步公司战略：将掌趣科技打造成领先的跨平台移动游戏和网页游戏的开发商、发行商和运营商。

移动游戏、网页游戏作为游戏行业中最具发展潜力的两个细分领域，掌趣科技凭借自身在移动游戏领域的多年积累，成为移动游戏行业中领先的集开发、发行和运营能力于一身的游戏公司，但在网页游戏行业中尚属新军。如采用传统的内生式发展方式，由掌趣科技自己组建网页游戏开发团队继而摸索网页游戏的开发，虽然也可使掌趣科技获得网页游戏的开发能力，但却将在快速发展的网页游戏市场中，失掉抢占市场份额的最佳时机。因此，作为网页游戏领先开发、发行和运营企业的，海南动网先锋网络科技有限公司（以下简称“动网先锋”）便进入到了掌趣科技管理层的视野。

#### （一）收购标的动网先锋

掌趣科技本次收购的目标是动网先锋100%的股权。目标公司动网先锋是国内领先的网页游戏开发、发行和运营企业，并具有移动网络游戏的开发及运营能力。动网先锋依靠自主研发先后推出了多款网页游戏



明星产品，截至收购交易时点，动网先锋自研游戏《商业大亨OnLine》创造了累计充值金额3.8亿元的国内模拟经营类网页游戏的充值记录，《寻侠》和《三分天下》的累计充值金额也均超过1亿元，《富人国》《海岛大亨》和《武道破天》三款游戏的累计充值金额均达到7 000万元以上。

通过本次交易，能够迅速提升掌趣科技在网页游戏领域的游戏开发和运营实力，成为网页游戏第一阵营的游戏公司。本次收购符合掌趣科技发展为领先的跨平台移动游戏和网页游戏开发、发行和运营商的战略目标。

## （二）收购交易方案

掌趣科技以发行股份及支付现金方式购买宋海波等十名股东持有的动网先锋100%股权，并向不超过十名特定投资者非公开发行股票募集配套资金。

# 二、交易各方

## （一）交易各方基本情况

上市公司基本情况			
发行人名称	北京掌趣科技股份有限公司	股票简称	掌趣科技
注册资本	16 366万元（本次交易时）	法定代表人	姚文彬
注册地址	北京市海淀区马甸东路17号8层916	控股股东或实际控制人	姚文彬、叶颖涛
	证监会行业分类—信息传输、		移动网络游戏、网页

行业分类	软件和信息技术服务业—软件和信息技术服务业	主要产品及服务	游戏的开发、发行及运营
标的资产基本情况			
标的资产全称	海南动网先锋网络科技有限公司	注册资本	1 388.888 9万元
注册地址	海南省老城高新技术示范区海南生态软件园	控股股东	宋海波
所属行业	证监会行业分类—信息传输、软件和信息技术服务业—软件和信息技术服务业	主要产品及服务	网页游戏、移动网络游戏的开发、发行与运营
本次交易的有关中介机构			
独立财务顾问	华泰联合证券有限责任公司	律师	北京市君泽君律师事务所
审计机构	大华会计师事务所	评估机构	北京中企华资产评估有限责任公司

## （二）交易双方交易前最近两年的主要财务数据

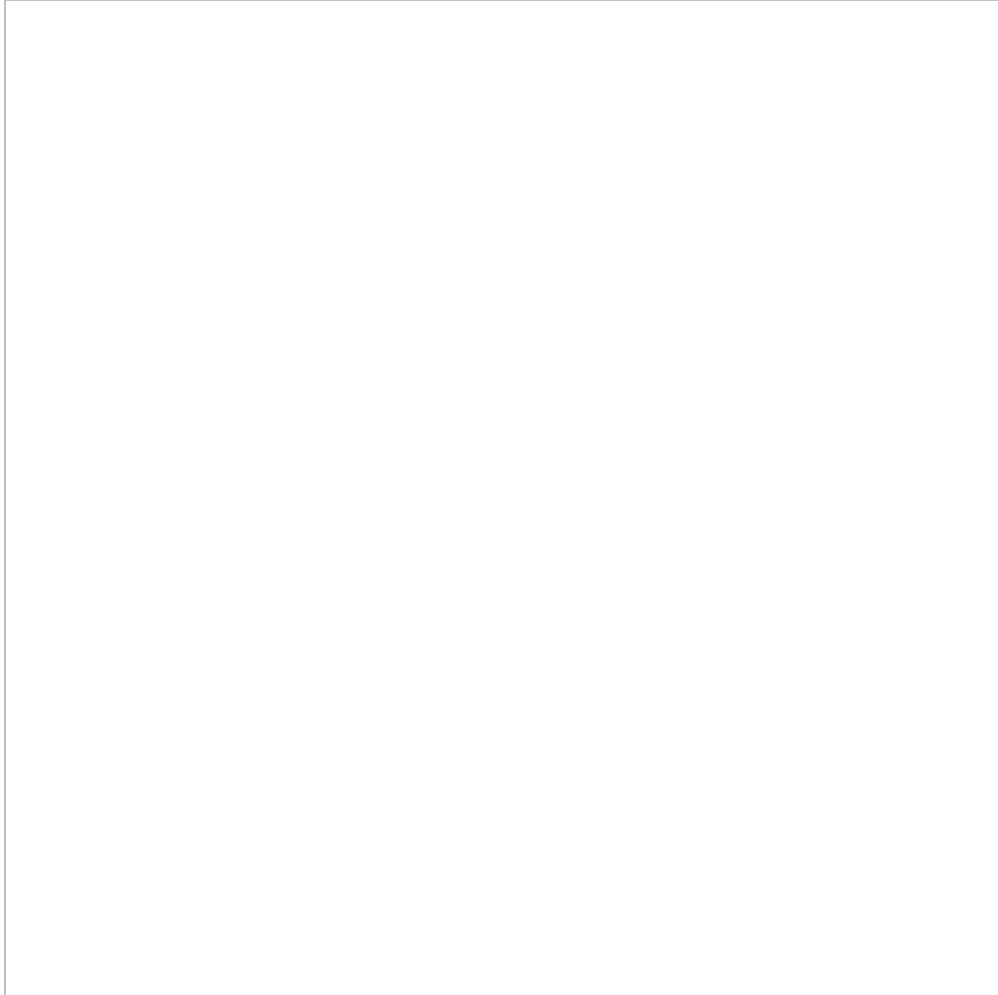
项目	上年度	上上年度
上市公司		
营业收入（万元）	22 536.30	18 364.45
净利润（万元）	8 230.00	5 568.67
归属于母公司所有者的净利润（万元）	8 230.00	5 568.67
标的资产		
营业收入（万元）	15 205.31	8 360.43
净利润（万元）	5 661.33	1 447.39
归属于母公司所有者的净利润（万元）	5 708.43	1 462.76

## 三、交易背景

## （一）掌趣科技自身发展的需求

### 1. 网页游戏和移动网络游戏是最具发展潜力的游戏细分领域

网页游戏和移动网络游戏是网络游戏行业中增长最快的细分板块。根据易观智库《2013上半年中国网络游戏市场数据发布》，2013年上半年，中国网络游戏市场规模为384.68亿元，同比增长88.13亿元，同比增长率为29.72%；其中客户端网络游戏2013年上半年市场规模262.45亿元，占网络游戏市场规模的68.23%，同比增长率为15.67%，低于全行业的平均增幅；网页游戏2013年上半年市场规模为72.10亿元，同比增长58.25%；移动网游2013年上半年市场规模为30.04亿元，同比增长237.91%。

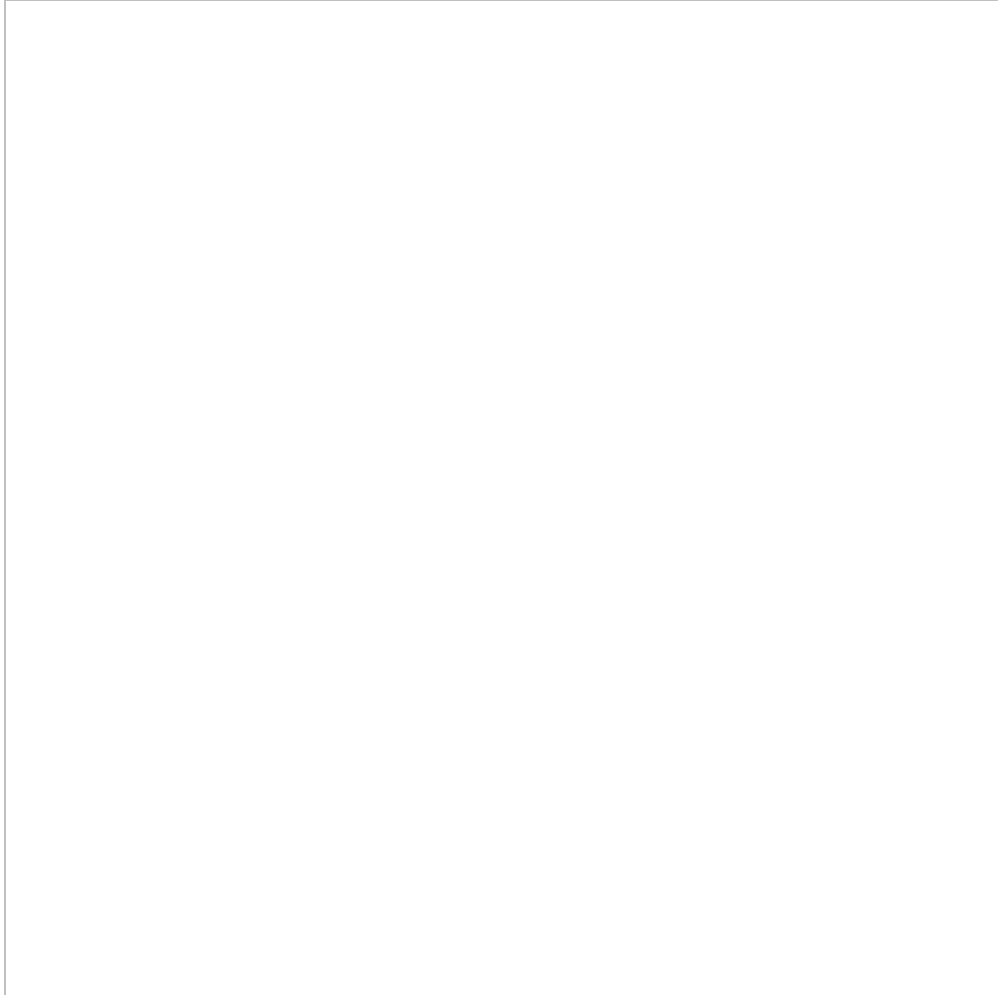


网页游戏市场销售收入规模

数据来源：GPC&IDC《2012年中国游戏产业报告》。

根据《2012年中国游戏产业报告》的统计和预测，2012年网页游戏市场实现销售收入81.1亿元，同比增长46.4%，2015年网页游戏市场销售收入预计将达到189.0亿元，将保持较快的增长速度健康发展。

根据易观智库《中国网络游戏市场趋势预测2012—2015》中对移动网络游戏市场规模的预测，到2015年，移动网络游戏用户规模将达到4.55亿人，移动网络游戏市场规模将超过200亿元，达到约211.62亿元。



2013-2015年中国手机网络游戏规模预测

数据来源：易观智库。

由于网页游戏和移动网络游戏为目前及未来最具有发展潜力的游戏细分领域，故掌趣科技必须积极推进在以上两个领域中的业务布局，从而顺应市场的发展，保持自己游戏行业领先者的地位。

## 2. 将掌趣科技打造成领先的跨平台移动网络游戏和网页游戏的开发、发行、运营商的公司战略

掌趣科技作为A股首家上市的移动网络游戏企业，上市之初，掌趣科技便确立了“精品化、平台化、国际化、娱乐化”的企业发展方向。掌

趣科技基于对移动网络游戏和网页游戏市场拥有巨大潜力的精准判断，明确了公司登陆资本市场后的第一步发展战略：将掌趣科技打造成领先的跨平台移动游戏和网页游戏的开发商、发行商和运营商。

掌趣科技上市之前，业务主要集中在移动手机游戏及其周边产品的开发、发行推广和运营维护上，虽然也在网页游戏领域进行了布局，拥有了一定规模的网页游戏业务，但网页游戏的研发和运营能力较为有限，相比公司强势的移动手机游戏业务，网页游戏始终为公司的一块短板。

掌趣科技在移动手机游戏方面，经过多年的业务拓展，已经发展成为领先的移动手机游戏开发、发行和运营商。掌趣科技在中国移动的游戏业务上评级名列前三，公司多次被中国移动评为优秀级游戏业务合作伙伴，公司整体上得到了中国移动的高度认可；同时，掌趣科技与91手机助手、腾讯、360等智能手机游戏推广平台建立了紧密的合作关系。掌趣科技2013年上半年发行的自研和代理移动游戏产品共15款，其中自主研发5款，包括《石器时代2 Online》《热血足球经理》《精灵守护者：僵尸来袭》《抢滩登陆合金战将》和《抢滩登陆2金属狂潮》，代理发行10款，以《圣将三国》《暗黑启示录2黑暗王朝》《梦幻鱼鱼水族箱》为代表作品。

网页游戏研发和运营能力的短板，成为掌趣科技抢占快速发展的网页游戏市场的重大障碍。通过收购网页游戏的领先企业，从而迅速补充掌趣科技的网页游戏实力，成为公司上市后的首要战略任务。作为网页游戏行业的领先企业，动网先锋自然而然成为掌趣科技的首选目标。

### 3. 动网先锋拥有领先的网页游戏研发和运营能力

动网先锋成立于2002年，在设立之初主要从事互联网论坛软件和技术服务，从2008年开始利用其丰富的互联网行业经验转型进入网页游戏研发领域，为国内较早一批进入网页游戏行业的互联网企业。

动网先锋在进入网页游戏的当年，即2008年末，便推出了国内首款自主开发的商业类模拟经营网页游戏《商业大亨OnLine》，该游戏在上线运营后受到了玩家和网页游戏业界的高度评价，单日活跃玩家最高超过60万人，创造了累计充值金额3.8亿元的国内模拟经营类网页游戏记录，一举确立了动网先锋作为网页游戏行业内领先开发、运营企业的地位。截至2013年1月，动网先锋自主研发的网页游戏中《商业大亨OnLine》《寻侠》和《三分天下》三款网页游戏累计充值金额超过1亿元；《富人国》《海岛大亨》和《武道破天》三款网页游戏累计充值金额超过7 000万元。

动网先锋的游戏核心策划、开发人员，均为具有多年游戏和互联网从业经验的专业人士。经过五年在网页游戏领域的技术积累，动网先锋通过自研方式取得了一批网页游戏的开发引擎，通过游戏开发引擎，动网先锋的游戏开发人员可以实现游戏产品的快速开发，提高开发效率，降低开发成本，增强游戏产品的稳定性，加大游戏开发成功的概率。同时，动网先锋通过自身建立的一整套游戏产品立项、开发制度，保证自研游戏产品的质量和成功率。

在游戏发行、运营领域，动网先锋拥有自有网页游戏平台优玩游戏平台和DOVOGAME游戏平台，并与腾讯开发平台、360游戏平台等国内外优秀网页游戏运营平台拥有紧密的合作关系。通过自有平台和联运平台发行、运营游戏产品，使得动网先锋拥有较强的网页游戏代理发行和运营能力。

## （二）动网先锋谋求出售

### 1. 财务投资者有获利退出的需求

动网先锋的十名股东中，有四位为财务投资者（王贵青、李智超、广州联动和广州肯瑞），财务投资者投资动网先锋的目的是通过出售所持股权获利。

由于2012年和2013年国内A股IPO审核的暂停，致使IPO排队企业总数超过700家。动网先锋作为尚未进行股份制改造的企业，若通过A股IPO实现财务投资者的退出，将由于A股IPO审核期限的不确定性，不仅延长财务投资者的退出期限，且使得退出期限难以准确预期。

对于海外IPO的选择，由于动网先锋从事的游戏运营业务为外资投资受限业务，外国资本不允许投资相关游戏运营公司，若动网先锋通过搭设VIE架构规避外资监管，则将游走在法律监管的灰色地带，存在一定的法律风险。且当时海外资本市场由浑水掀起的做空中概股浪潮尚未过去，中概股普遍估值承压，整个海外资本市场非常不适合动网先锋进行海外IPO。

因此动网先锋财务投资人股东愿意在IPO之外，寻找其他方式实现退出获利。财务投资者持有58.05%的动网先锋多数股权，从而使得财务投资者的退出获利意愿获得了动网先锋管理层股东的充分重视。

### 2. 动网先锋管理层股东接受被收购

客户端游戏的发展历程证明，游戏行业在经过了前期的快速发展后，将随着市场的日益饱和和竞争程度的日益激烈，淘汰大批市场原先的参与者，而仅留下在资金、研发、渠道资源等方面拥有强大实力的游



戏集团公司，形成几家大集团公司控制绝大多数市场份额的竞争局面。

经过动网先锋管理层的思考，对于短期内无法上市的动网先锋，将在网页游戏行业逐渐走进并购整合时代时，由于资金支持的缺失，无法通过收购迅速扩大市场份额，在并购整合中处于劣势。

寻求将动网先锋融入一个有实力、有潜力的游戏集团，凭借集团的支持继续发展动网先锋在网页游戏领域的优势，成为管理层股东可以接受的新的企业发展方向。

### （三）掌趣科技拥有的股份支付手段，助力收购交易实现

掌趣科技作为A股上市公司，其用于支付收购动网先锋股权价款的方式不仅限于现金，还可以通过增发掌趣科技A股股票的方式支付。

全部现金方式支付收购对价，将对收购方的现金及现金融资能力带来巨大挑战，从而限制了收购交易的规模。动网先锋作为网页游戏的领先企业，其股权估值金额较高，致使全现金支付方式很难有收购方能够承受。

掌趣科技作为A股上市公司，可以通过增发自己的A股股票来支付收购动网先锋的对价，从而极大地缓解了现金支付的资金压力，使得收购交易的达成成为可能。

### （四）掌趣科技与动网先锋产业协同发展的基础

#### 1. 拥有相同的互联网企业文化

掌趣科技与动网先锋均是互联网游戏领域的高科技公司，双方公司在对以员工为本，尊重科技开发人员的公司基本文化方面存在一致性。相同的行业，相同的业务，使得交易双方在彼此的了解、彼此的认可，以及彼此管理层的从业风格方面拥有极强的融合性。

交易双方天生的互联网基因，使得双方拥有互联网公司相似的企业文化，从而为双方的整合奠定了坚实基础。

## 2. 业务拥有巨大的互补性

掌趣科技是以移动手机游戏的开发和运营见长的游戏公司，而在网页游戏领域，掌趣科技尚属新兴力量，与网页游戏第一集团存在差距。动网先锋为网页游戏领域具有优势的开发和运营企业，具有多款明星级网页游戏产品，具备同时研发多款精品网页游戏的能力，而在移动游戏领域，动网先锋属于新进入者，不具备与移动游戏领先企业抗衡的实力。

移动游戏和网页游戏将是未来最具有发展潜力的游戏领域，任何游戏企业错失在上述两个游戏领域的发展机会将遭受重大损失。掌趣科技在移动手机游戏领域的巨大优势，配合以动网先锋在网页游戏的领先地位，将使掌趣科技在巩固现有移动游戏市场的同时，迅速成为网页游戏研发企业第一集团成员，抢占网页游戏快速发展的市场时机。

## 3. 研发技术双方可以取长补短

由于移动游戏和网页游戏同属轻度娱乐游戏类型，双方在玩家受众和游戏玩法方面存在相似性，从而使得一款成功的移动游戏或网页游戏，将其改版为同款游戏的网页游戏版本或移动游戏版本，将较容易获得游戏玩家的再次认可。同时，利用一款优质IP制作出该IP游戏的网页

游戏版本和移动游戏版本，能够最大限度的利用优质IP的稀缺性，为企业创造收益。

由于掌趣科技和动网先锋在移动游戏和网页游戏开发技术方面各有所长，则掌趣科技的移动游戏通过交由动网先锋开发网页游戏版本，能够获得更高的游戏开发品质，缩短游戏开发的时间；同样，动网先锋的网页游戏交由掌趣科技开发也可实现同样的效果。

双方在游戏开发技术方面的取长补短，能够整体提升掌趣科技的游戏开发实力，极大增强企业的综合竞争实力。

#### 4. 整合游戏推广资源，获得议价能力

掌趣科技和动网先锋在对其自身游戏的推广运营中，需要支付较高的游戏推广成本，并在与游戏运营平台的分成议价中需要为自己的收益分别与平台企业进行协商议价。

掌趣科技与动网先锋的推广、联运渠道具有较大比例的重合，收购完成后，掌趣科技将整合推广和联运渠道，并统一为掌趣科技与动网先锋的游戏运营争取更加优惠的推广资源和分成收益比例。

## 四、交易方案

### （一）方案双方的特殊诉求及交易方案说明

#### 1. 交易双方的特殊诉求

动网先锋财务投资者股东更偏好确定的退出收益回报：财务投资人

对动网先锋的投资已经持续了较长的时间，在本次收购退出时，其更愿意获取确定收益的回报，不愿意负担由于承担业绩承诺义务而可能出现的收益波动的风险。

动网先锋管理层股东对企业未来发展充满信心，愿意承担相应的业绩承诺责任：动网先锋的管理层股东由于直接经营企业，对企业拥有更加清晰的认识，能够更加准确的判断企业的未来发展情况，故其对动网先锋的未来充满信心，愿意继续进行公司的经营，承担业绩承诺责任。

掌趣科技有绑定动网先锋管理层的巨大诉求：网页游戏行业为创意型的高科技行业，标的公司动网先锋作为一家轻资产公司，其核心的资产就是人。动网先锋的核心管理层是公司能够正常经营的关键因素，也是公司价值之所在。掌趣科技收购动网先锋后，需要绑定原管理层和核心技术人员，保证其继续为动网先锋和掌趣科技服务。而对于财务投资者，掌趣科技并没有进行绑定的特殊需求。

在财务顾问的协助下，交易各方达成共识：管理层股东承担业绩承诺义务，财务投资者获取固定收益的回报实现退出，双方通过对动网先锋作价的差异化分配，实现对管理层股东的补偿。管理层及核心员工以41.95%的持股，获取61.06%的总对价；财务投资者以58.05%的持股，获取38.94%的总对价。掌趣科技实现对管理层股东的绑定和激励。

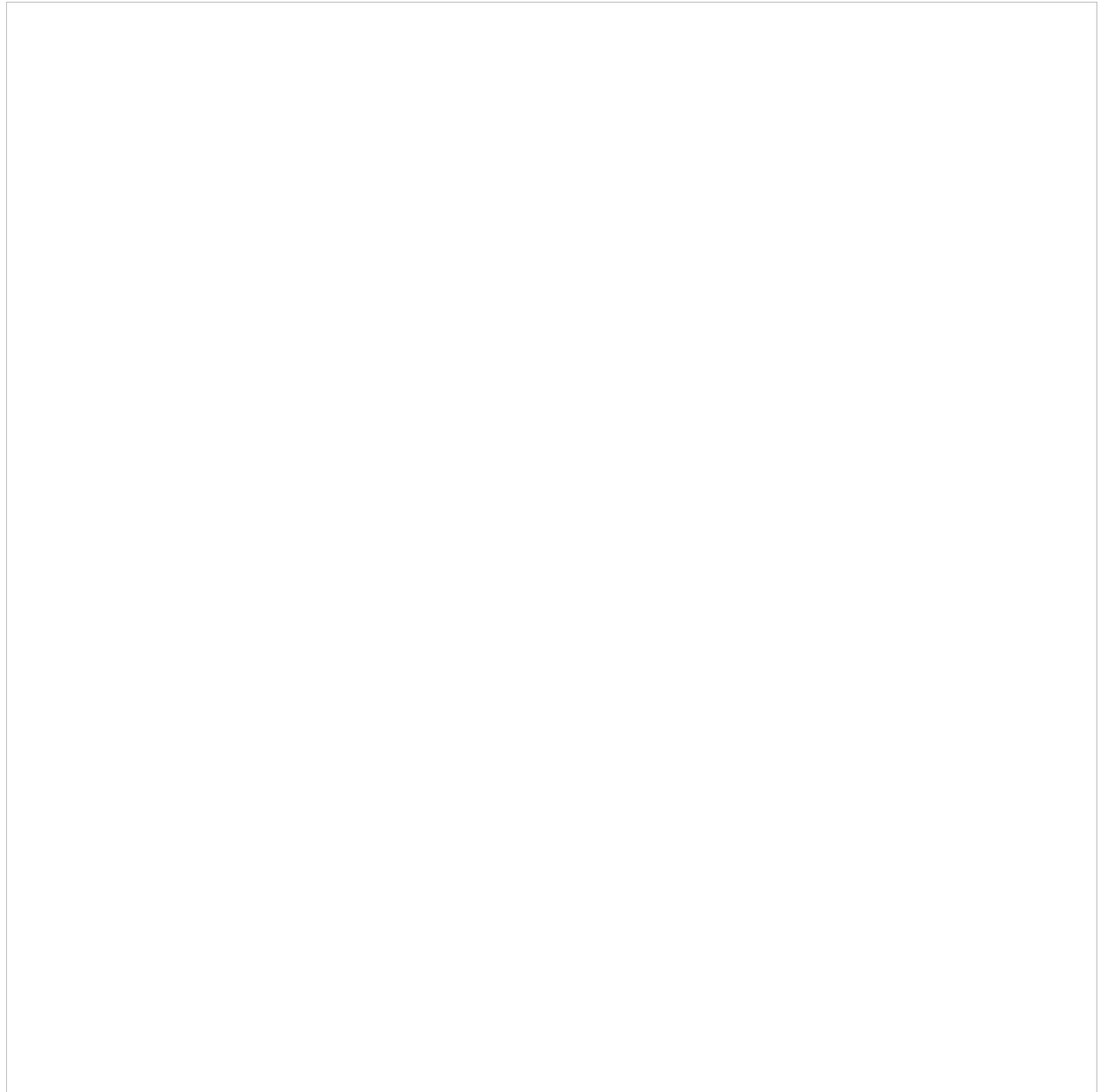
## 2. 交易方案说明

掌趣科技以发行股份及支付现金方式购买宋海波等十名股东持有的动网先锋100%股权，并向不超过十名特定投资者非公开发行股票募集配套资金。

本次收购的交易对方系动网先锋的全体股东，包括五名管理层股东

及核心员工持股平台（宋海波、李锐、张洁、陈嘉庆、韩常春、澄迈锐杰），以及四名财务投资者股东（王贵青、李智超、广州联动和广州肯瑞）；配套募集资金的认购者为不超过十名的特定投资者。

本次交易动网先锋100%股权作价81 009万元，掌趣科技以支付现金31 542万元的方式，收购动网先锋四名财务投资者股东（王贵青、李智超、广州联动和广州肯瑞）持有的动网先锋58.05%股权；并以现金支付24 733.50万元和增发掌趣科技A股普通股支付24 733.50万元的方式，收购动网先锋五名管理层股东及核心员工持股平台（宋海波、李锐、张洁、陈嘉庆、韩常春、澄迈锐杰）持有的动网先锋41.95%股权。



## （二）估值定价

### 1. 前期谈判时，双方预期估值及估值基础

掌趣科技与动网先锋在初期谈判时，双方参考市场上已有的游戏行业收购案例估值情况，并结合本次交易的自身特点，初步达成按照动网

先锋2012年经审计净利润的15倍进行初步估值和进行谈判的基础性意向。

双方约定对具体估值倍数的确定，将参考掌趣科技及中介机构对动网先锋尽职调查的情况，综合考虑收购交易的支付方式、支付节奏安排等信息，在双方充分协商的基础上予以最终确定。

## 2. 评估结论选用的评估方法及评估值

本次掌趣科技收购动网先锋100%股权交易，对标的资产动网先锋100%股权采用了收益法和资产基础法进行评估，并以收益法评估结果作为交易标的的最终评估结论。以2012年12月31日为基准日，动网先锋100%股权评估值为83 772.02万元，经交易双方协商，动网先锋100%股权的最终作价为81 009.00万元，为动网先锋2012年经审计净利润的14.19倍。

## 3. 同类交易案例的估值比较

在本次交易过程中，A股市场通过发股购买资产方式收购相关游戏资产的案例较少，本次交易估值重点参考了2012年两个A股上市公司现金收购网络游戏企业的案例：浙报传媒集团股份有限公司收购杭州边锋网络技术有限公司（以下简称“杭州边锋”）、上海浩方在线信息技术有限公司（以下简称“上海浩方”）100%股权的交易，和成都博瑞传播股份有限公司收购北京漫游谷信息技术有限公司（以下简称“漫游谷”）70%股权的交易。两项交易的具体估值情况如下：

注：漫游谷100%股权的定价系根据其70%股权的交易价格折算。动态市盈率PE1=交易对价 / 标的公司交易当年预测净利润，动态市盈率PE2=交易对价 / 标的公司交易次年预测净利润。

通过比较，掌趣科技此次收购静态市盈率为14.19，动态市盈率PE1为10.82，与上述游戏行业同类收购交易估值相比，处于合理的估值范围内。



### （三）对价支付方式

本次交易总对价81 009万元，掌趣科技以支付现金31 542万元的方式，收购动网先锋四名财务投资者股东（王贵青、李智超、广州联动和广州肯瑞）持有的动网先锋58.05%股权；并以现金支付24 733.50万元和增发掌趣科技A股普通股支付24 733.50万元的方式，收购动网先锋五名管理层股东及核心员工持股平台（宋海波、李锐、张洁、陈嘉庆、韩常春、澄迈锐杰）持有的动网先锋41.95%股权。

1. 掌趣科技分三期向四名财务投资者股东（王贵青、李智超、广州联动和广州肯瑞）支付现金对价

（1）在股权交割日后十个工作日内，支付现金对价的35%，即11 039.70万元；

（2）掌趣科技在指定媒体披露动网先锋2013年度《专项审核报告》后的十个工作日内，支付现金对价的50%，即15 771.00万元；

（3）掌趣科技在指定媒体披露动网先锋2014年度《专项审核报告》后的十个工作日内，支付现金对价的15%，即4 731.30万元。

王贵青、李智超、广州肯瑞、广州联动按其在股权交割日各自持有动网先锋的出资额占四名股东合计持有的动网先锋出资额的比例收取款项。

2. 掌趣科技分四期向宋海波、李锐、张洁、陈嘉庆、韩常春、澄迈锐杰支付现金对价

（1）在股权交割日后十个工作日内，支付现金对价的45%，即11

130.08万元；

(2) 掌趣科技在指定媒体披露动网先锋2013年度《专项审核报告》后的十个工作日内，支付现金对价的20%，即4 946.70万元；

(3) 掌趣科技在指定媒体披露动网先锋2014年度《专项审核报告》后的十个工作日内，支付现金对价的20%，即4 946.70万元；

(4) 掌趣科技在指定媒体披露动网先锋2015年度《专项审核报告》及《减值测试报告》后的十个工作日内，支付现金对价的15%，即3 710.02万元。

宋海波、李锐、张洁、陈嘉庆、韩常春、澄迈锐杰按其在股权交割日各自持有动网先锋的出资额占六名股东合计持有的动网先锋出资额的比例收取款项。宋海波、李锐、张洁、陈嘉庆、韩常春、澄迈锐杰负有向掌趣科技补偿的义务的，掌趣科技向其支付上述现金对价前应先扣除补偿金额，余额在上述条款约定的期限内予以支付。

3. 掌趣科技发行A股股份向宋海波、李锐、张洁、陈嘉庆、韩常春、澄迈锐杰支付股份对价

本次交易，掌趣科技需向动网先锋管理层股东和员工持股公司股东，以增发掌趣科技A股股票的方式，支付24 733.50万元的收购对价。

发行股份购买资产的定价基准日为掌趣科技第一届董事会第二十五次会议决议公告日。掌趣科技定价基准日前20个交易日的股票交易均价为23.25元，故本次发股购买资产的股票发行价格为23.25元 / 股，若掌趣科技后续出现除权除息，则发股价格进行相应调整。本次发行的股票将在深圳证券交易所创业板上市。

交易对方获得的掌趣科技A股股份对价，将按照如下的承诺履行股份的解禁安排：

（1）张洁、陈嘉庆、澄迈锐杰承诺：自股份交割日起三十六个月内不转让其因本次交易获得的掌趣科技股份。同时，为保证本次交易盈利预测补偿承诺的可实现性，掌趣科技在指定媒体披露2015年度动网先锋《专项审核报告》及《减值测试报告》后，张洁、陈嘉庆、澄迈锐杰因本次交易获得的掌趣科技股份方可解锁。

（2）宋海波、韩常春承诺：自股份交割日起十二个月内不转让其在本次发行中取得的掌趣科技股份；同时，为保证本次交易盈利预测补偿承诺的可实现性，待满足以下条件后，方可转让其于本次交易中所获掌趣科技股份：

①掌趣科技在指定媒体披露动网先锋2013年度《专项审核报告》后，宋海波、韩常春当年可解锁股份数不超过其于本次交易获得的掌趣科技股份的25%；

②掌趣科技在指定媒体披露动网先锋2014年度《专项审核报告》后，宋海波、韩常春当年可解锁股份数不超过其于本次交易获得的掌趣科技股份的35%；

③掌趣科技在指定媒体披露动网先锋2015年度《专项审核报告》及《减值测试报告》后，宋海波、韩常春当年可解锁股份数不超过其于本次交易获得的掌趣科技股份的40%。

（3）李锐承诺：李锐于本次交易取得的掌趣科技股份中的35%及李锐通过澄迈锐杰间接享有的掌趣科技权益，自股份交割日起36个月内不转让，锁定和解锁规则与张洁、陈嘉庆、澄迈锐杰相同；其余65%股

份的锁定和解锁规则与宋海波、韩常春相同。

(4) 如宋海波、李锐、张洁、陈嘉庆、韩常春、澄迈锐杰根据协议的约定负有股份补偿义务的，则宋海波、李锐、张洁、陈嘉庆、韩常春、澄迈锐杰当年实际可解锁股份数应以当年可解锁股份数的最大数额扣减当年应补偿股份数量，如扣减后实际可解锁数量小于或等于0的，则宋海波、李锐、张洁、陈嘉庆、韩常春、澄迈锐杰当年实际可解锁股份数为0，且次年可解锁股份数量还应扣减该差额的绝对值。

#### (四) 盈利补偿安排

为保护掌趣科技在本次收购中的利益，降低收购资产的高买风险，动网先锋管理层股东和核心员工持股公司股东，向掌趣科技就动网先锋未来三年的盈利进行了承诺，并承担由于承诺利润未实现而导致的补偿责任。

##### 1. 承诺利润情况

宋海波、李锐、张洁、陈嘉庆、韩常春、澄迈锐杰承诺动网先锋2013年、2014年、2015年实现的净利润分别不低于人民币7 485万，9 343万，11 237万元。

##### 2. 利润未达承诺的补偿安排

如动网先锋在承诺期内未能实现承诺净利润，则宋海波、李锐、张洁、陈嘉庆、韩常春、澄迈锐杰应在承诺期内的各年度《专项审核报告》在指定媒体披露后的十个工作日内，向掌趣科技支付补偿。当年的补偿金额按照如下方式计算：

当期应补偿金额=（基准日至当期期末累积承诺净利润数－基准日至当期期末累积实现净利润数）/ 28 065万元×标的股权的交易总价格－已补偿金额

其中28 065万元为宋海波、李锐、张洁、陈嘉庆、韩常春、澄迈锐杰承诺动网先锋2013年、2014年、2015年实现的净利润之和，即7 485万、9 343万、11 237万元之和。

如宋海波、李锐、张洁、陈嘉庆、韩常春、澄迈锐杰当年度需向掌趣科技支付补偿的，则先以其于本次交易中未获得的现金对价冲抵，不足部分以其因本次交易取得的尚未出售的股份进行补偿，仍不足的部分由其以现金补偿。具体按照如下方式补偿：

（1）以掌趣科技未向其支付的现金对价冲抵；

（2）未支付现金对价部分不足补偿的，由其以本次交易取得的尚未出售的股份进行补偿。具体如下：

当年应补偿股份数量的计算公式为：

当年应补偿股份数量=（当期应补偿金额－已扣减的应支付的现金）/ 发行股份价格

掌趣科技在承诺期内实施转增或股票股利分配的，则相应调整补偿股份数。

掌趣科技在承诺期内已分配的现金股利应作相应返还，计算公式为：

返还金额=截至补偿前每股已获得的现金股利×当年应补偿股份数

量

以上所补偿的股份由掌趣科技以1元总价回购。若掌趣科技上述应补偿股份回购并注销事宜因未获得股东大会审议通过或因未获得相关债权人认可等原因而无法实施的，则宋海波、李锐、张洁、陈嘉庆、韩常春、澄迈锐承诺在上述情形发生后的2个月内，将该等股份按照本次补偿的股权登记日在册的掌趣科技其他股东各自所持股份占其他股东所持全部股份的比例赠送给其他股东。

(3) 按照以上方式计算出的补偿金额仍不足以补偿的，差额部分由其以现金补偿。

(4) 无论如何，现金补偿与股份补偿总计不超过本次交易总对价。在各年计算的应补偿金额少于或等于0时，按0取值，即已经补偿的金额不冲回。

### 3. 减值测试及补偿安排

在承诺期届满后三个月内，应聘请中国注册会计师协会公布的全国综合评价前十名的会计师事务所之一对动网先锋股权出具《减值测试报告》。如：动网先锋股权期末减值额 $>$ 已补偿股份总数 $\times$ 发行股份价格 $+$ 已补偿现金，则宋海波、李锐、张洁、陈嘉庆、韩常春、澄迈锐杰应对掌趣科技另行补偿。补偿时，先以本次交易中未获得的现金对价冲抵，不足部分以其因本次交易取得的尚未出售的股份进行补偿，仍不足的部分由其以现金补偿。动网先锋股权减值应补偿金额的计算公式为：应补偿的金额 $=$ 期末减值额 $-$ 在承诺期内因实际利润未达承诺利润已支付的补偿额。无论如何，减值补偿与盈利承诺补偿合计不超过本次交易的总对价。

## （五）奖励对价安排

本次交易中，交易双方不仅设置了动网先锋股东的补偿义务，同时为了激励动网先锋原管理层股东超预期完成业绩承诺，掌趣科技设置了对动网先锋管理层股东的超额完成业绩承诺的奖励安排。

如果承诺期动网先锋实际实现的含特定政府补助的净利润总和高于承诺期承诺净利润的总和的（承诺利润含特定政府补助），超出部分作为奖励对价由掌趣科技向截至2015年12月31日仍在动网先锋留任的管理层股东支付，但该等奖励对价最高不高于10 000万元。

奖励对价在动网先锋2015年度《专项审核报告》及《减值测试报告》披露后十个工作日内，由掌趣科技一次性以现金支付。该等奖励对价按照截至2015年12月31日仍留任的管理层股东在股权交割日前各自所持动网先锋的出资额占全部留任的管理层股东在股权交割日前合计持有动网先锋出资额的比例进行分配。掌趣科技有权在奖励总额及奖励发放时间不变的情况下，根据管理层股东的履职情况在管理层股东内部对分配比例进行调整。

## 五、交易节点

2012年12月4日，掌趣科技股票因重大资产重组事项停牌。

2012年12月7日，掌趣科技召开第一届董事会第二十三次会议，审议通过了《关于公司筹划重大资产重组事项的议案》，同意公司筹划重大资产重组事项。

2013年1月31日，动网先锋召开股东会，全体股东一致同意向掌趣

科技转让动网先锋合计100%股权。

2013年2月1日，掌趣科技召开第一届董事会第二十五次会议，审议通过了本次发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金报告书（草案）的相关议案。

2013年2月20日，掌趣科技召开了2013年第二次临时股东大会，审议通过了本次发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金的相关议案。

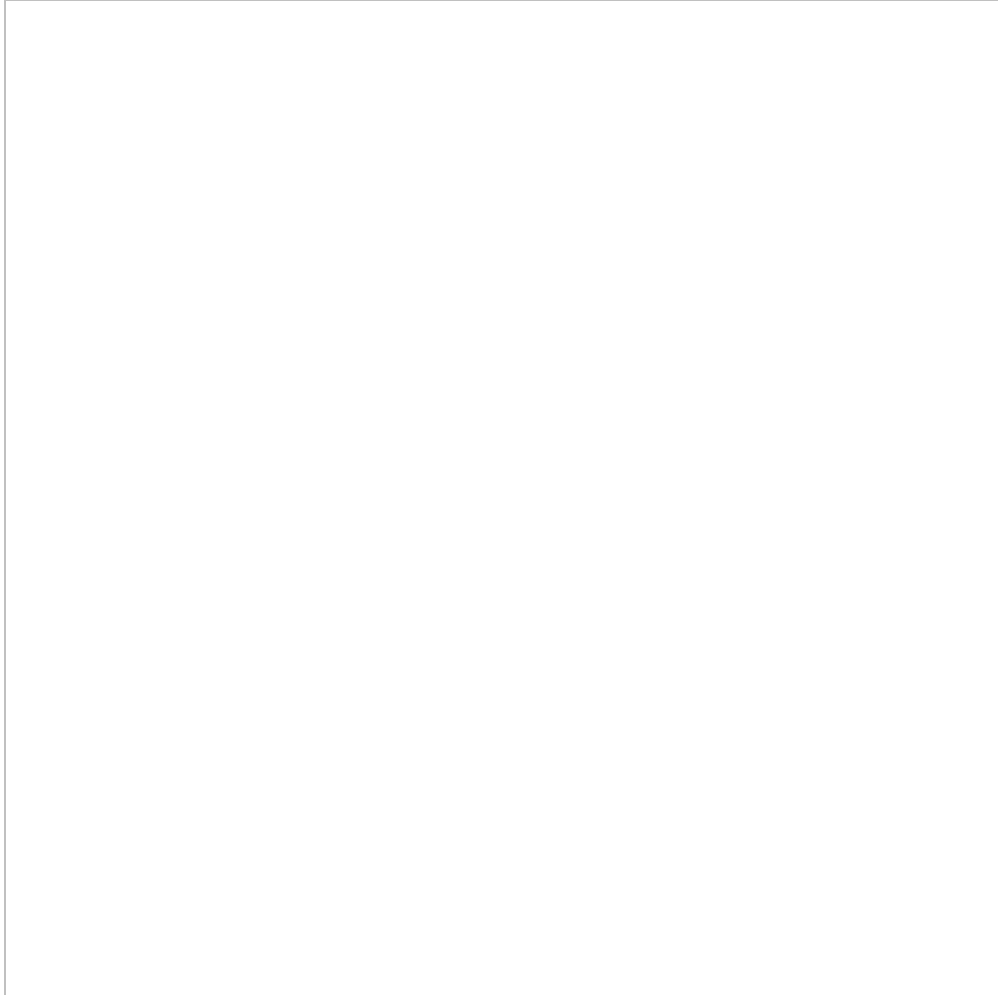
2013年3月21日，证监会受理掌趣科技本次收购申请。

2013年7月2日，掌趣科技取得中国证监会证监许可〔2013〕841号《关于核准北京掌趣科技股份有限公司重大资产重组及向宋海波等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》，核准掌趣科技重大资产重组及向宋海波等发行股份购买相关资产并募集配套资金事宜。

2013年7月5日，动网先锋100%股权过户至掌趣科技名下，本次交易资产交割完成。

2013年7月17日，掌趣科技在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理了本次向自然人宋海波、李锐、张洁、陈嘉庆、韩常春、澄迈锐杰发行股份的股权登记手续，办理完毕新增股份23 488 601股的登记手续。





## 六、交易特点

### （一）交易亮点——交易定价和利润承诺补偿责任的差异化设计

本次收购交易中，交易对方中管理层股东持有41.95%股权，财务投资者持有58.05%股权。管理层股东、财务投资者及收购方掌趣科技均对交易对价的目的有着不同的诉求。

动网先锋财务投资者股东更偏好确定的退出收益回报，不愿意承担

动网先锋未来经营的业务补偿责任。动网先锋管理层股东对企业未来发展充满信心，愿意承担相应的业绩承诺责任。掌趣科技有绑定动网先锋管理层的巨大诉求，希望通过收购交易，最大限度地绑定和激励管理层股东。

由于各方对交易最终诉求的差异，致使在财务顾问的协助下，交易各方达成了差异化的交易定价和利润承诺补偿责任安排。最终交易各方同意：管理层股东对动网先锋在2013年至2015年的经营业绩进行承诺，承担全部的业绩补偿责任，同时相应地对管理层股东所持的41.95%股权获得较高对价（49 467.00万元）；财务投资者不承担业绩承诺及补偿责任，其所持的58.05%股权获得较低对价（31 542.00万元）。

依托于这一设计，管理层股东获得了更多交易对价，有利于交易完成后的激励和整合；财务投资者的诉求得到合理满足，促进了交易的达成；同时，业绩补偿责任得以落实，切实保护了上市公司的利益。

## （二）交易亮点——奖励对价的设计

本次交易约定，如果承诺期2013年至2015年动网先锋实际实现的净利润总和高于承诺期承诺净利润总和，超出部分作为奖励对价由掌趣科技向截至2015年12月31日仍在动网先锋留任的管理层股东支付，但该等奖励对价最高不高于10 000万元。奖励对价在动网先锋2015年度《专项审核报告》及《减值测试报告》披露后十个工作日内，由掌趣科技一次性以现金支付。掌趣科技有权在奖励总额及奖励发放时间不变的情况下，根据管理层股东的履职情况在管理层股东内部对分配比例进行调整。这一设计充分考虑到交易完成后动网先锋实际经营业绩可能超出评估报告中收益法各年预测净利润、目前对动网先锋的估值结果低于其实

际价值的可能；同时也避免了交易对方未来在实现承诺利润后缺乏动力进一步发展动网先锋业务。

## 七、并购影响

### （一）对公司业务的影响

掌趣科技通过收购动网先锋，拥有了网页游戏领先的研发和运营实力，弥补了网页游戏开发能力的不足，为公司在快速成长的网页游戏市场占据了有利的竞争地位。

同时，掌趣科技已经建立起对收购标的公司的整合工作机制，通过对动网先锋的整合，已经逐步实现了并购协同作用，获得了整合协同效益。

#### 1. 通过整合，掌趣科技实现了游戏研发领域的优势互补、协同攻关

由于掌趣科技、动网先锋都是游戏行业里的顶尖研发公司，且其主攻游戏细分领域各不相同，收购完成后，掌趣科技可以统一协调安排集团内各公司的研发能力，增强单个成员公司的研发实力，提高集团整体的研发效率。

页游和手游的分工开发：对于主攻手机游戏的掌趣科技来讲，开发网页游戏并无绝对优势；而在页游领域具有强大研发实力的动网先锋，开发手机游戏也非其所擅长。通过协调游戏开发资源，将掌趣科技游戏的页游版本交予动网先锋开发，将动网先锋游戏的手游版本交予掌趣科技开发，从而优势互补，实现协同效益。

在动网先锋并入掌趣科技的一年时间中，掌趣科技大获好评的经典手游《石器时代》，其网页版已由动网先锋完成开发并即将上线运营；动网先锋的经典电影同名页游《西游降魔篇》的手游版本也已由掌趣科技开发完成。

集团内部协调研发人员，实现科研攻坚：虽然掌趣科技体系内的各个游戏开发企业具有优秀的研发能力，但在不断更新、变化的游戏开发领域，仍会出现新的开发难点需要攻关。掌趣科技通过在集团层面设立的整合管理部，定期收集成员企业的研发难题，并在集团内部组织专家会议就研发困难进行讨论、分析，帮助需求最佳解决途径。动网先锋的加入，将在掌趣科技集团范围内极大的提升网页游戏开发能力，在网页游戏开发领域帮助掌趣科技体内的其他开发团队。

## 2. 掌趣科技可集中获取优质IP资源，并实现优质IP的价值最大化

随着游戏领域对知识产权保护的重视，获取优质IP资源的成本成为游戏研发中的一项重大成本支出。优质IP资源的价格攀升，一方面要求研发企业需要有强大的资金支持以获取IP，另一方面需要获得IP的公司对IP进行充分的利用，以最大限度的实现优质IP的价值。

动网先锋在并入掌趣科技前，由于为非上市公司，其资金实力和融资能力都无法支持其获取更多的优质IP，从而无法利用优质IP开发更多精品游戏。在动网先锋进入掌趣科技后，掌趣科技凭借上市公司平台，拥有强大的资金实力，有能力获取更多的优质IP，同时，掌趣科技将获取的优质IP交由研发方向更匹配的成员公司开发，也能够最大限度实现优质IP的价值。

## 3. 整合游戏产品的发行、运营渠道

掌趣科技属于手机游戏见长的研发公司，动网先锋属于网页游戏见长的研发公司，每家公司都拥有与其自身建立有良好合作运营关系的优势渠道资源。如动网先锋与腾讯公司建立有长期且紧密的合作关系，对游戏产品在腾讯开放平台中的上线、运营及推广拥有一套独特的操作方法，能够帮助新游戏产品在腾讯开放平台上最大可能的获取运营收益；而掌趣科技作为上市公司平台，与游戏行业内的诸多平台公司建立有良好的合作关系，具备在不同运营平台上同时发行、推广多款游戏产品的能力。

随着动网先锋进入掌趣科技体系，其拥有的优势渠道资源也随之成为掌趣科技体系内可分享的重要资源。掌趣科技通过对集团内部渠道资源的汇总和统一协调管理，从而实现为掌趣科技体系内的新游戏产品寻求最适合的发行渠道，实现游戏产品的获益最大化。

#### 4. 统一中后台管理，控制经营风险

掌趣科技作为上市公司，拥有更强大的中后台管理体系。在收购完成后，按照掌趣科技中后台管理标准对动网先锋进行改造，从而提升动网先锋的运营效率，降低动网先锋的经营风险，保证了动网先锋运营的合规性。

同时，掌趣科技也对游戏开发的支持部门进行了整合，打造了大美术团队、大游戏引擎研发团队等集团层面的研发支持部门。通过从集团层面整合、提高游戏开发支持部门的工作质量，为动网先锋在内的集团成员公司的游戏开发提供高品质的辅助支持。

## （二）对公司财务的影响

本次交易完成后，将极大的增强掌趣科技的收入及利润指标，公司的资本结构指标将处于合理的范围内。

### 1. 收购完成后，掌趣科技的收入、利润将大幅增加

单位：万元

项目	2012年度 (备考合并)	2012年度 (掌趣科技)	增幅
一、营业总收入	37 741.61	22 536.30	67.47%
二、营业总成本	22 615.49	13 580.53	66.53%
三、营业利润	15 304.46	9 134.12	67.55%
四、利润总额	16 021.66	9 535.08	68.03%
五、净利润	13 891.33	8 230.00	68.79%
归属于母公司所有者的净利润	13 938.44	8 230.00	69.36%

注：2012年备考合并为合并了2012年掌趣科技和动网先锋的各项收入、利润指标。

### 2. 收购完成后，掌趣科技的财务风险处于安全水平

根据掌趣科技2012年12月31日备考财务报表计算的财务指标如下：

资本结构指标	指标值
资产负债率（%）	35.52%
流动比率	1.31
速动比率	1.31
流动资产 / 总资产（%）	46.22%
非流动资产 / 总资产（%）	53.78%
流动负债 / 负债合计（%）	99.19%
非流动负债 / 负债合计（%）	0.81%

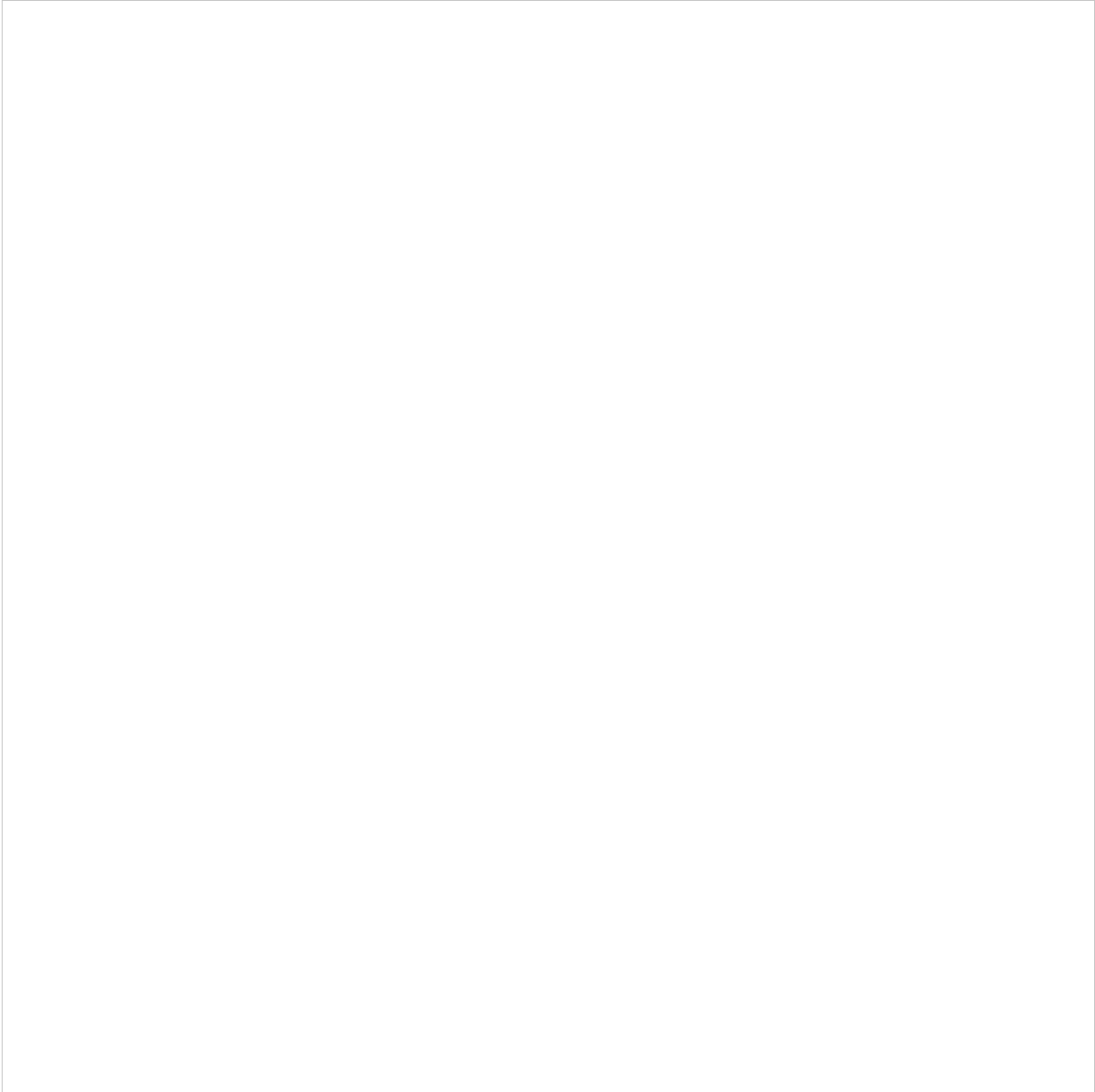


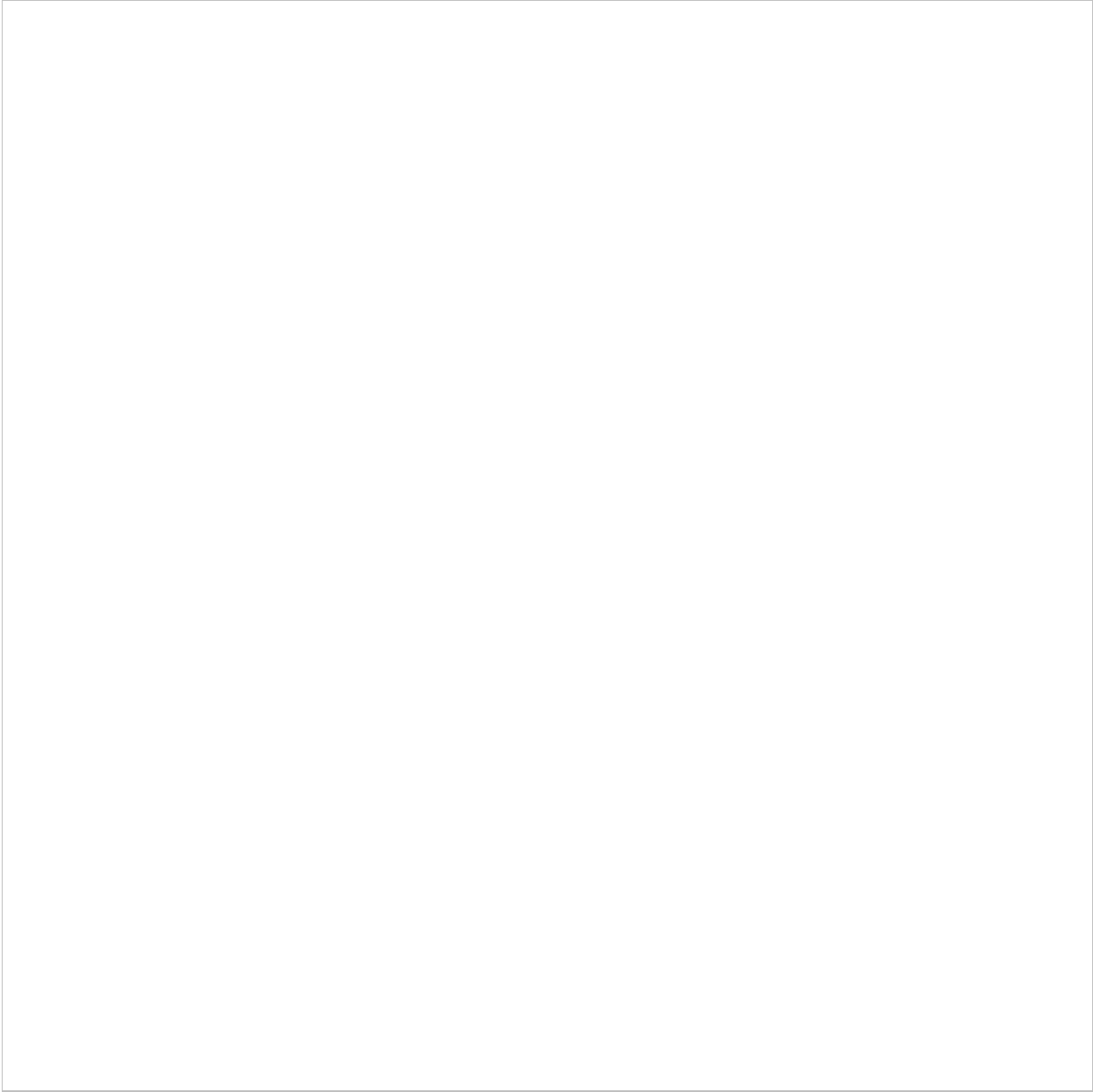
### （三）对原股东持股比例的影响

掌趣科技的控股股东及实际控制人为姚文彬和叶颖涛（一致行动人），在本次收购交易之前，两位一致行动人合计持有掌趣科技37.32%的股权，由于本次交易现金支付比例较高，本次交易完成之后，两位一致行动人持股比例为35.03%，股权稀释程度有限。

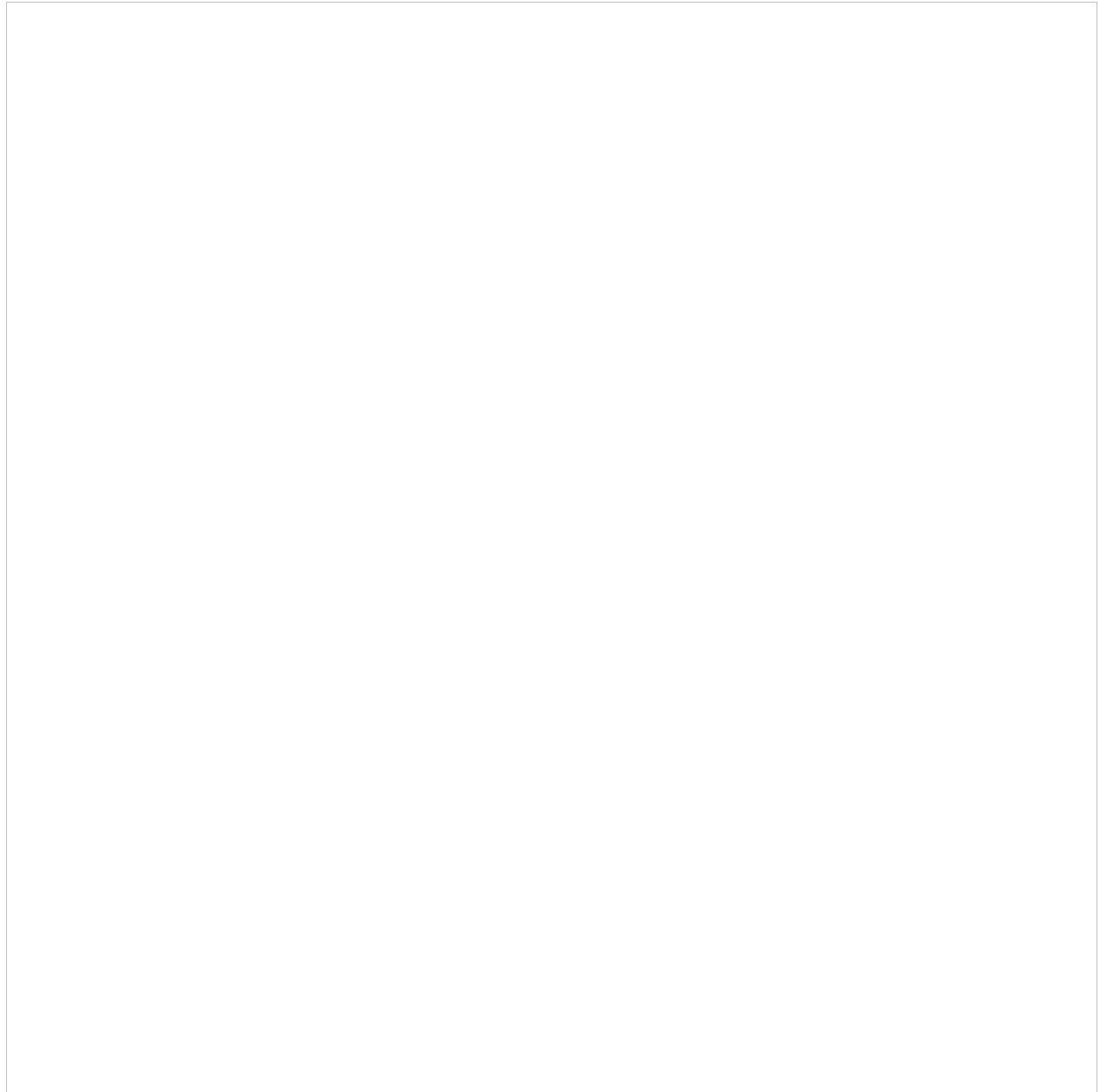
收购交易完成前后，掌趣科技股权结构如下（配套募集资金之前）：







交易前动网先锋股权结构图



收购交易完成后掌趣科技及动网先锋股权结构图（募集配套资金之前）

#### （四）对上市公司市值的影响

掌趣科技于2012年5月11日在深证交易所创业板成功上市，成为国内A股第一家上市的移动游戏公司。上市之初，公司便获得资本市场广泛的关注和认可，上市首日掌趣科技市值即达到39.28亿元。

随着掌趣科技业务的快速发展，以及收购战略的成功实施，资本市场对于掌趣科技未来的发展给予了更大的关注，并充分认可了其的公司价值，市值也从上市首日的39.28亿元，上升到本次收购交易交割日的136.60亿元，截至2014年10月27日，掌趣科技的市值更是达到205亿元，成为创业板中为数不多的超过200亿市值的公司。

## 八、市场点评

掌趣科技超过8亿元收购动网先锋的交易，获得了资本市场的极度关注和认可。掌趣科技公告收购交易后股票复牌就连续四个涨停，同时也吸引了包括中信建投、国信证券、中银国际、海通证券、光大证券、申银万国、国金证券等机构投资者在内的近百名投资人对公司进行了调研。机构投资者纷纷看好掌趣科技收购后的未来增长能力，给予掌趣科技股票增持评级。截至本次收购交割之日，掌趣科技市值较停牌日市值增加了265%，掌趣科技股票成为A股市场2013年的明星牛股。

同时，借助外延式并购发展的策略，也使掌趣科技进一步站稳了移动游戏和网页游戏领先开发、发行、运营商的地位。掌趣科技随后又收购了以卡牌游戏见长的北京玩蟹科技有限公司，和以塔防类游戏见长的上游信息科技（上海）有限公司，进一步丰富了自身的游戏产品线，增加了市场份额，提升了整体实力。

（本案例由华泰联合提供，撰写人：华泰联合投资银行部TMT组郜和平）

### 2.1.1.5 苏交科收购淮交院

#### 一、案例简述

江苏省交通科学研究院股份有限公司（以下简称“苏交科”或“上市公司”或“公司”）非公开发行股份购买陈大庆、孙蔚、胡学忠、孙宏涛、任克终、魏枫、刘辉、叶雷、李云鹏、王晓军、应海峰、满玲玲、宋善昂、卢丽娟、吴居銮、张建军、刘卫山、夏国法、谭仁兵、陈宏

强、秦军、石卫华、郝莲子、李伟、谢鹏飞、叶尔丰、张策、胡丽、欧彩云、李凯、范玉宽、马马、林文虎33名自然人（以下简称“交易对方”或“陈大庆等33名自然人”）合计持有的江苏淮安交通勘察设计研究院有限公司（以下简称“淮交院公司”）100%股权。本次交易完成后，苏交科将持有淮交院公司100%股权。

本次交易不安排配套融资。

## 二、交易各方

### （一）交易各方基本情况

上市公司基本情况			
发行人名称	江苏省交通科学研究院股份有限公司	股票简称	苏交科
注册资本	501 489 900元	法定代表人	王军华
注册地址	南京市水西门大街223号	控股股东或实际控制人	符冠华、王军华
行业分类	专业技术服务业	主要产品及服务	交通工程咨询及承包服务
标的资产基本情况（如有多个标的资产，分别填写）			
标的资产全称	江苏淮安交通勘察设计研究院有限公司	注册资本	1 022.63万元
注册地址	江苏省淮安经济技术开发区高教园区承德南路307号	控股股东	陈大庆
所属行业	专业技术服务业	主要产品及服务	公路、市政工程勘察设计 及咨询
本次交易的有关中介机构			
独立财务顾问	华泰联合证券有限责任公司	律师	国浩律师（上海）事务所
	天衡会计师事务所（特殊普通		

审计机构	合伙)	评估机构	中通诚资产评估有限公司
------	-----	------	-------------

## (二) 交易双方交易前最近两年及一期的主要财务数据

项目	最近一期	上一年度	再上一年度
上市公司			
营业收入(万元)	162 760.50	117 902.80	126 798.30
净利润(万元)	19 208.62	14 256.44	13 056.12
归属于母公司所有者的净利润(万元)	18 555.41	14 129.72	13 181.50
标的资产			
营业收入(万元)	10 033.20	8 246.05	—
净利润(万元)	256.34	687.69	—
归属于母公司所有者的净利润(万元)	335.35	797.97	—

注：标的公司2013年工会委员会将其持有的部分股权转让给员工，按照股份支付进行会计处理，上述会计处理致使标的公司2013年净利润减少1 758.31万元。

## 三、交易背景

### (一) 我国持续推进公路交通事业发展，大力建设完善各级公路网

#### 1. 国家级公路网建设规划情况

改革开放以来，我国先后出台了三个国家级干线公路网规划，分别是1981年国家计划委员会、国家经济贸易委员会、交通部联合颁布的

《国家干线公路网（试行方案）》，1992年交通部出台的《国道主干线系统规划》，以及2004年国务院批准的《国家高速公路网规划》。在这些规划的指导下，我国公路交通事业快速发展，总体上由过去的“瓶颈制约”发展到当前的“基本适应”，显著提升了国家综合国力和竞争力，增强了经济社会发展活力。2013年6月，交通部发布了《国家公路网规划（2013—2030年）》（以下简称《规划》），作为继上述规划后指导国家公路交通事业长远发展的又一纲领性文件，筹划我国公路交通基础设施的中长期布局。

根据《规划》，现有的国家公路网规划与建设仍面临一些亟待解决的问题。一是覆盖范围不全面，全国还有900多个县没有国道连接，有18个新增的城镇人口在20万以上的城市和29个地级行政中心未实现与国家高速公路相连接；二是运输能力不足，部分国家高速公路通道运能紧张、拥堵严重，不能适应交通量快速增长的需要；三是网络效率不高，普通国道路线不连续、不完整，国家公路与其他运输方式之间、普通国道和国家高速公路之间的衔接协调不够，网络效益和效率难以发挥。本次国家公路网规划方案总规模40.1万公里，其中普通国道26.5万公里，国家高速公路11.8万公里，远期展望线1.8万公里，至规划期末预计形成布局合理、功能完善、覆盖广泛、安全可靠的国家干线公路网络，实现首都辐射省会、省际多路连通、地市高速通达、县县国道覆盖。

## 2. 江苏省公路网建设规划情况

本次交易的标的公司淮交院公司地处江苏省淮安市，业务区域主要集中在淮安市及周边地区。根据《江苏省省道公路网规划（2011—2020年）》和《淮安市“十二五”交通运输发展规划》的预测，2020年江苏全省国道、省道公路网总行驶量将增长到59 528万辆·公里 / 日，平均交通量将增长到18 128辆 / 日，分别是2010年的2.2倍和1.3倍；苏北地区国



道、省道公路网平均交通量由2010年的9 773辆 / 日上升到2020年的13 901辆 / 日，接近四车道一级公路技术标准；2015年淮安全市公路客运量将达到1.35亿人，公路货运量将达到7 420万吨，较2010年分别增长42.73%和30.00%。

在公路交通运输需求持续增长的情况下，目前江苏省国道、省道公路规模依然不足，仅占公路总里程的3.2%和5.4%，而日本为5.2%和10.7%，美国为5.4%和5.9%，中国台湾地区为2.3%和11.7%。为充分满足日益增长的公路交通运输需求，适应经济社会发展，江苏省未来将大力优化交通结构，加快推进省道公路网投资建设，预计到2020年全省省道公路达195条，总里程15 526公里，其中高速公路省道36条，总里程2 614公里，普通省道185条，总里程13 484公里，实现省道公路网覆盖全省所有市、县（市、区）、重点中心镇、省级以上开发区和4A级以上景区，连接主要港区、机场、大型铁路货场，形成功能明确、结构合理、规模适当、衔接顺畅、管理高效的江苏省省道公路网，基本达到中等发达国家水平。

根据政府规划，未来两年内淮安市的公路领域投资额为95亿元，淮安周边的苏北地区城市连云港、盐城、扬州的公路领域投资额分别将达到115亿元、93亿元、95亿元。目前上市公司在前述地区的公路板块业务的市场占有率均比较低，市场开拓尚有较强的可提升空间。

综上所述，江苏省将在未来一段时期不断优化国道、省道公路网络，特别是服务快速城市化地区的公路网络，提高公路网络的整体覆盖率和服务水平，公路交通固定资产投资增长势头强劲，为上市公司本次整合省内市场，完善业务布局提供了良好的产业及政策基础。

## （二）新型城镇化加速市政工程建设

《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》中，国家提出了“按照统筹规划、合理布局、完善功能、以大带小的原则，遵循城市发展客观规律，以大城市为依托，以中小城市为重点，逐步形成辐射作用大的城市群，促进大中小城市和小城镇协调发展”的新型城镇化发展规划。新型城镇化背景下，城市建设涉及大量市政基础业务，包括城市规划发展战略规划研究、城市道路、管网规划、景观设计、交通节能减排、解决城市公共交通拥堵、建立和完善城市公共智能交通综合解决方案等。近五年来，我国市政工程投资额由2009年的1444.8亿元增长到2013年的3086.4亿元，年复合增长率达20.90%。随着新型城镇化的深入，市政工程建设仍将持续保持增长，为市政工程的勘察设计咨询业务提供了强劲的下stream需求。

根据政府规划，未来两年内淮安市的市政领域投资额为135亿元，淮安周边的苏北地区城市连云港、盐城、扬州的市政领域投资额分别将达到150亿元、302亿元、560亿元。上市公司通过并购整合切入当地市场，借助上市公司的品牌、资金、管理、技术等优势，可在当地市场形成有力竞争，有效提升自身业绩。

与公路类业务相比，市政工程业务的一个突出特点是，行业结构更为零散，市场集中度较低，主要原因是市政工程涉及地下管网，而地下管网及空间分布作为开展市政建设项目的基础数据，本地勘察设计咨询企业更易于掌握熟悉。因此，市政工程勘察设计咨询业务区域性强，粘性较高。上市公司地处江苏中南部地区，通过兼并重组等外延式的扩张获取苏北地区市政业务的市场份额是一种快速、高效的市场拓展途径。本次交易将有助于上市公司拓展苏北地区的市政业务，进而抓住江苏省新型城镇化快速推进的有利时期，强化市政业务板块的省内布局。

### （三）淮交院公司在淮安及周边地区公路、市政工程设计领域拥有较高的市场地位，业务水平领先

淮交院公司前身为淮安市交通局下属淮安市交通规划设计院（以下简称“淮交院”），后经企业化改制成为独立的民营企业，承接了原事业单位的资质和人员。淮交院时期，得益于政府部门下属事业单位所具备的资金、技术优势，淮交院与淮安市及其周边地区一大批业主客户建立了深厚的合作关系，在公路、市政等工程勘察设计领域树立了良好的口碑和声望。

淮交院改制为淮交院公司后，不仅原单位的资质和人员得以保留，民营企业灵活的运作机制使得淮交院公司在市场需求敏感性、技术创新、市场运作模式等方面明显提升，进一步增强了淮交院公司的市场竞争力，扩大了淮交院公司在淮安地区的市场份额。淮交院公司在淮安及周边地区公路、市政工程勘察设计领域所具备的市场领先地位，是上市公司选择其作为收购标的的重要原因。

### （四）并购重组逐渐成为上市公司发展扩张的重要手段

苏交科于2012年初在深交所创业板成功上市，公司的资本实力、管理水平、品牌形象和市场竞争力明显提升。在强化公司内部运营管理、加大技术研发创新的基础上，苏交科为完善主营业务市场布局，扩大市场份额，结合公司发展规划及实际业务经营需要，积极开展对外并购重组。

2012年7月、2013年1月及2014年4月，上市公司分别收购杭州华龙交通勘察设计有限公司70%股权、甘肃科地工程咨询有限责任公司70%

股权和厦门市市政工程设计院有限公司83.58%股权，战略性进入浙江、甘肃、福建等地及其周边市场，以苏交科全面和高等级的设计、咨询等资质优势，全面布局国内市场，在获取优秀人才和团队资源的同时，输出苏交科先进的管理理念和制度，提高被收购企业的业务能力和管理水平，加快其自身资质的提升速度，实现公司与被收购企业的协同发展。2013年7月，上市公司收购江苏三联安全评价咨询有限公司100%股权，为公司开展安评业务，构建安全评价与职业卫生评价一体化服务平台，进一步增强公司服务能力和市场竞争力奠定了基础。

通过一系列的并购重组，苏交科积累了较为丰富的产业整合经验，控股子公司的经营运作、财务制度等方面形成了成熟可行的管理体系，并购重组逐渐成为公司对外扩张、实现跨越式发展的重要手段。

#### （五）行业特点使得整合区域公司成为上市公司做大规模的必然选择

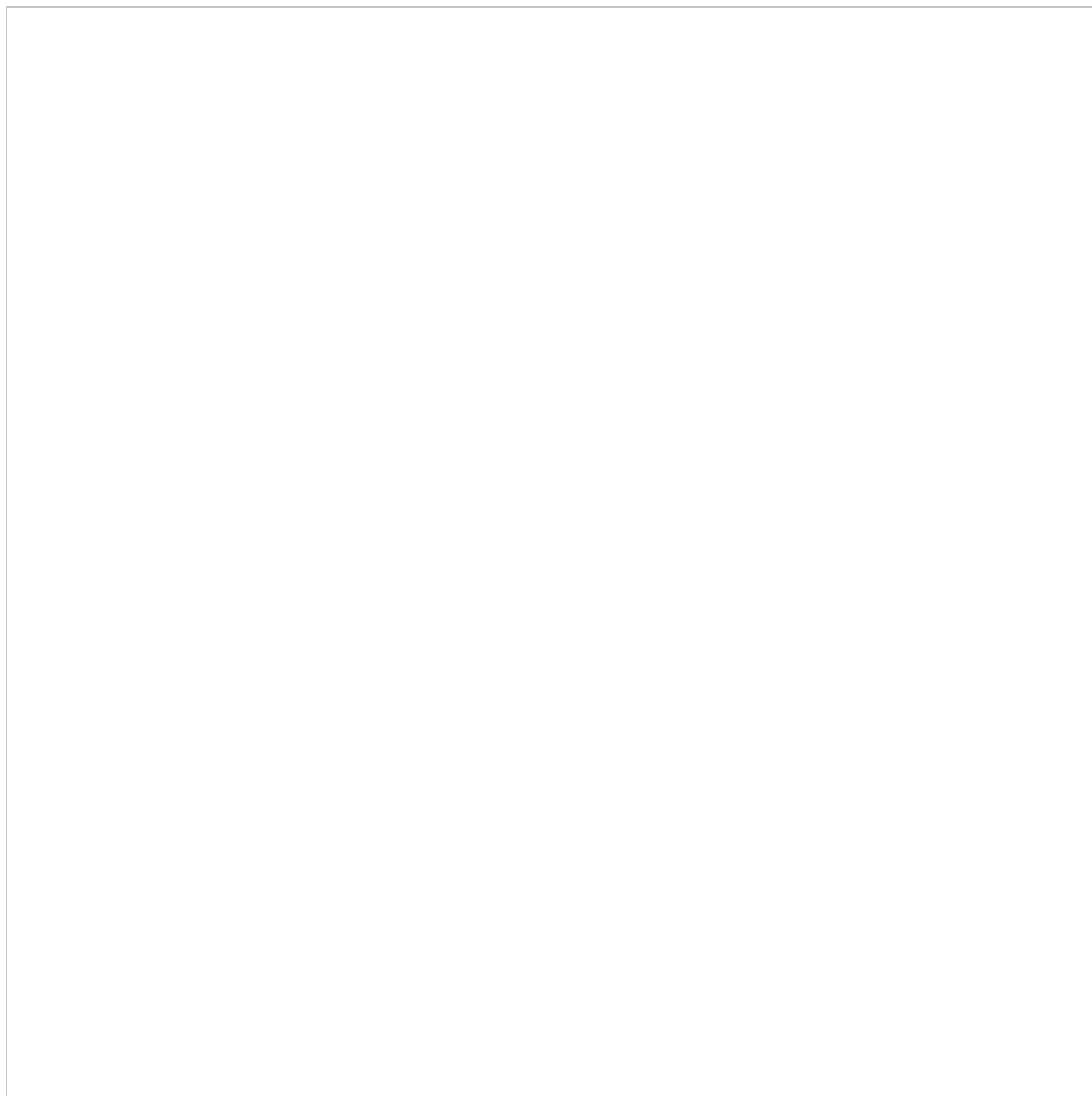
交通工程咨询行业由于历史以及人才、技术、管理原因，服务的区域化特点比较突出，在市场渠道方面区域公司也具有独特的竞争优势，同时区域市场的限制等政策因素也一定程度上对设计咨询类企业的全国化发展造成影响，使得整个行业的市场集中度低，行业龙头不突出。

鉴于交通工程咨询行业的上述特点，通过兼并重组的方式整合区域公司共同发展将是上市公司做大规模，并在全市场取得快速突破的有效途径和必然选择。

## 四、交易方案

## （一）交易方案说明

苏交科拟非公开发行股份购买陈大庆等33名自然人合计持有的淮交院公司100%股权。本次交易完成后，苏交科将持有淮交院公司100%股权。具体如下图所示：



## （二）估值定价

### 1. 本次评估结论选用的评估方法及评估值

本次交易，中通诚资产评估有限公司（以下简称“中通诚评估”）采用资产基础法和收益法两种方法对准交院公司股东全部权益进行评估。

中通诚评估采用资产基础法对准交院公司股东全部权益进行评估得出结论如下：淮交院公司总资产评估值为19 653.50万元，负债评估值为13 352.66万元，净资产评估值为6 300.85万元。总资产评估值比账面值增值1 144.14万元，增值率为6.18%；净资产评估值比账面值增值1 144.14万元，增值率为22.19%。

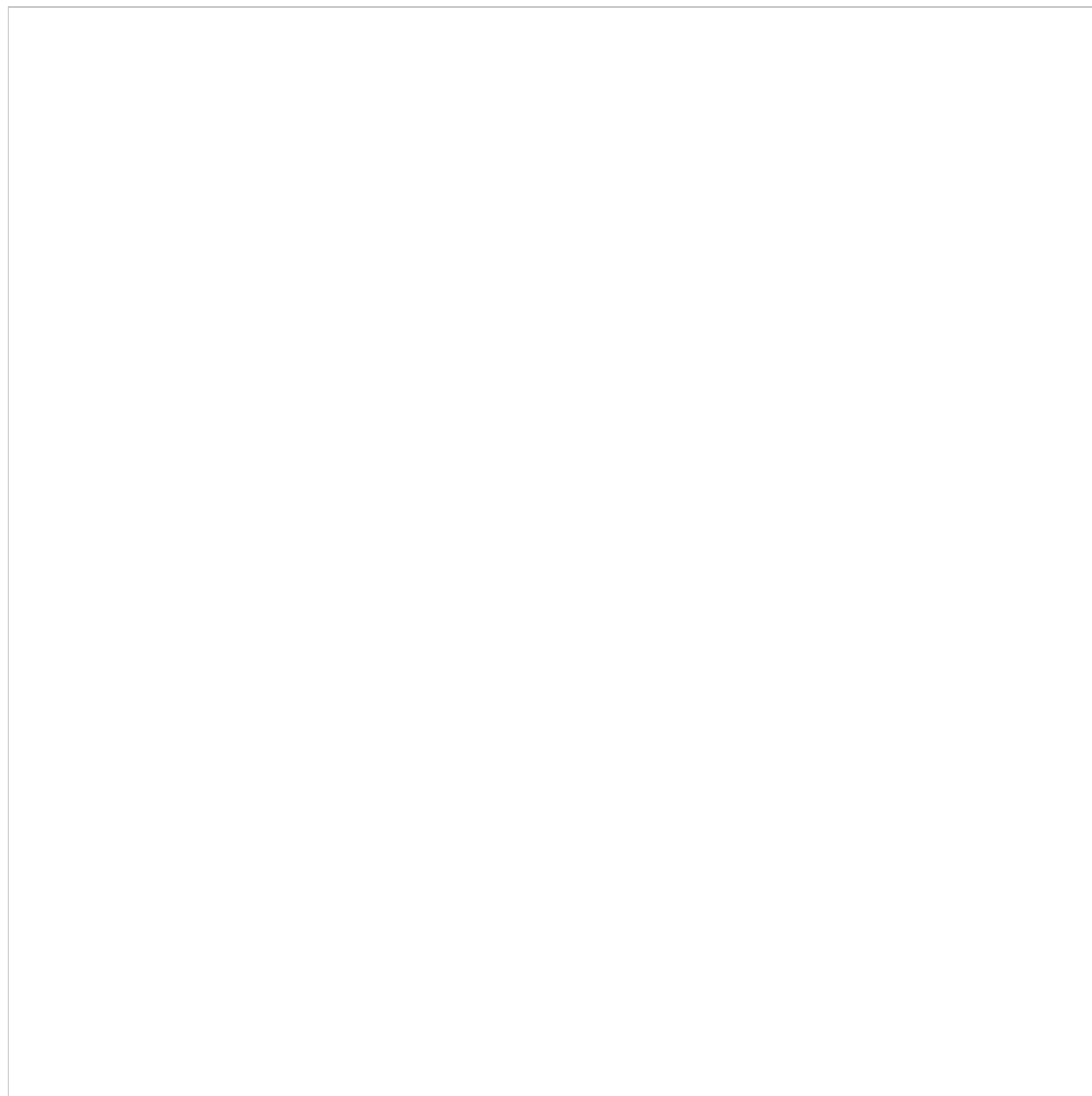
中通诚评估采用收益法对准交院公司股东全部权益进行评估得出结论如下：淮交院公司100%股权的评估值为19 010.49万元，较其账面净资产5 156.71万元，评估增值13 853.78万元，增值率为268.66%。

收益法的评估结论具有较好的可靠性和说服力，更能够比较完整、正确的体现淮交院公司蕴含的股东全部权益价值，因此本次以收益法的评估结论作为最终评估结论。即：在保持现有用途持续经营前提下，截至评估基准日2013年12月31日，淮交院公司纳入评估范围内的净资产账面值为5 156.71万元；经评估，淮交院公司股东全部权益价值评估值为19 010.49万元，与净资产账面值相比评估增值13 853.78万元，增值率为268.66%。

### 2. 同类交易案例的估值比较

根据wind资讯行业划分标准，标的公司属于“工业”中的“商业和专业服务”中的“专业服务”。2012年至今，“专业服务”行业发生的交易及

估值情况如下：



注：①静态市盈率=交易作价 / 标的资产上年归属于母公司所有者的净利润；

②动态市盈率=交易作价 / 标的资产当年归属于母公司所有者的净利润预测值或业绩承诺；

③市净率=交易作价 / 标的资产于审计基准日的账面净资产；

④淮交院公司指标计算未考虑2013年股份支付会计处理对其净利润的影响；

⑤上表空白处系无相关数据或相关数据为负，无参考意义。

公开资料中，“专业服务”行业发生的交易较少，主要为苏交科历次对设计企业的并购。与苏交科其他并购相比，本次淮交院公司100%股权的交易作价比较合理。

### （三）对价支付方式

交易双方同意，上市公司向交易对方非公开发行标的股份，用以支付标的资产的收购对价。向每一发行对象发行的标的股份的数量将按照下述公式确定：标的股份数量=标的资产收购对价 / 标的股份发行价格 × 每一发行对象所持淮交院公司股权比例。如按照前述公式确定的发行标的股份数量不为整数时，则应向下调整为整数，不满整数余额无偿赠予上市公司。

交易双方同意，标的股份的发行价格不低于上市公司审议本次交易而召开的第二届第三十次董事会决议公告日前20个交易日公司股票交易均价，即18.76元 / 股。上市公司如在基准日至完成日期间内有派息、送股、资本公积金转增资本等除权除息事项发生，将按照深交所的相关规则对标的股份发行价格进行相应调整。

交易双方根据评估结果及商定的交易价格，以及本次上市公司向交易对方每一发行对象发行股份数量的计算公式，确定本次交易上市公司向交易对方合计发行股份数为10 114 349股。

### （四）盈利补偿安排



交易对方承诺，标的资产在补偿期间各年的归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润如下：

1. 标的资产2014年扣非净利润不低于2 731万元；
2. 标的资产2014年和2015年累积扣非净利润不低于6 009万元；
3. 标的资产2014年、2015年和2016年累积扣非净利润不低于9 778万元；
4. 标的资产2014年、2015年、2016年和2017年累积扣非净利润不低于14 113万元；
5. 标的资产2014年、2015年、2016年、2017年和2018年累积扣非净利润不低于20 325万元。

## （五）其他安排

### 1. 业绩补偿

#### （1）补偿金额

交易对方承诺，如补偿期间标的资产累积实际扣非净利润未达到承诺扣非净利润，则交易对方将根据如下公式计算补偿金额：

补偿期间每年末应补偿的金额＝（截至当年末累积承诺净利润－截至当年末累积实际净利润） / 补偿期限各年累积承诺净利润（即20 325万元）×本次交易收购价格－已补偿金额

在逐年计算补偿金额的情况下，在各年计算的应补偿金额小于0

时，取0值，即已补偿金额不冲回。

## （2）补偿方式

如交易对方当年需向上市公司进行补偿的，交易对方各主体可以分别选择以下方式履行补偿义务：

现金补偿：即全部以现金方式支付应补偿的金额；

股份补偿：即全部以本次交易获得的尚未转让的标的股份进行补偿，以标的股份补偿后仍不足的部分再以现金补偿；

现金补偿和股份补偿相结合的方式：即就当年应补偿金额部分以现金进行补偿，剩余部分则以本次交易中取得且尚未转让的标的股份进行补偿，现金补偿和股份补偿的具体比例可由交易对方自行决定。

若交易对方未在《盈利预测补偿协议》约定的期限内及时进行现金补偿，则上市公司有权要求交易对方以本次交易取得的标的股份进行补偿。

补偿股份数量的计算公式如下：补偿股份数=当年选择以股份补偿或被上市公司要求以股份进行补偿的金额 / 发行价格。如上市公司在补偿期间实施送股、公积金转增股本的，补偿股份数调整为：补偿股份数×（1+送股或转增比例）。交易对方应补偿股份自交割日至补偿股份期间所取得的对应现金股利部分一并补偿给上市公司，计算公式为：返还金额=截至补偿前每股已获得的现金股利×当年补偿股份数量。

## （3）补偿期届满标的资产减值测试

补偿期间届满，上市公司聘请具有证券期货从业资格的会计师事务所

所对标的资产进行减值测试并出具《专项审核意见》，如：期末减值额 $>$ 补偿期限内已补偿股份总数 $\times$ 发行价格 $+$ 已补偿现金，则交易对方将另行向上市公司进行补偿。另行补偿的金额 $=$ 期末减值额 $-$ （已补偿股份总数 $\times$ 发行价格 $+$ 已补偿现金）。如上市公司于本次交易结束后实施转增、股票股利分配等除权、除息行为导致调整变化，则标的资产减值补偿的股份数量作相应调整。

交易对方上述标的资产减值补偿金额与“补偿金额”中所述盈利承诺补偿金额合计不超过交易作价。

标的资产减值额为标的资产收购价格减去期末标的资产的评估值并扣除补偿期限内标的资产股东增资、减资、接受赠与以及利润分配的影响后的金额。

## 2. 股份锁定

除满足法定锁定期外，交易对方按补偿期间每个会计年度实际净利润情况确定标的股份解锁比例，具体安排如下：

（1）在上市公司依法披露2014年度《专项审核报告》后，标的资产2014年末实际净利润达到2 731万元的，交易对方所持标的股份可以部分解锁，解锁比例为截至2014年末实际净利润除以补偿期间承诺净利润总和（即20 325万元）的比例与17.5%孰低；

（2）在上市公司依法披露2015年度《专项审核报告》后，标的资产2015年末累积实际净利润达到6 009万元的，交易对方所持标的股份可以部分解锁，解锁比例为截至2015年末累积实际净利润除以补偿期间承诺净利润总和（即20 325万元）的比例，减去已解锁比例（如扣减后可解锁的股份数量小于或者等于0的，则当年可解锁的股份数为0，下

同），且交易对方累积解锁比例不得超过35%；

（3）在上市公司依法披露2016年度《专项审核报告》后，标的资产2016年末累积实际净利润达到9 942万元的，交易对方所持标的股份可以部分解锁，解锁比例为截至2016年末累积实际净利润除以补偿期间承诺净利润总和（即20 325万元）的比例，减去已解锁比例；如标的资产2016年末累积实际净利润已达到20 325万元的，交易对方所持有的全部股份均可解锁；如标的资产2016年末累积实际净利润未达到补偿期间承诺净利润总和（即20 325万元）的，交易对方累积解锁比例不得超过52.5%；

（4）在上市公司依法披露2017年度《专项审核报告》后，标的资产2017年末累积实际净利润达到14 662万元的，交易对方所持标的股份可以部分解锁，解锁比例为截至2017年末累积实际净利润除以补偿期间承诺净利润总和（即20 325万元）的比例，减去已解锁比例；如标的资产2017年末累积实际净利润已达到补偿期间承诺净利润总和（即20 325万元）的，交易对方所持有的全部股份均可解锁；如标的资产2017年末累积实际净利润未达到补偿期间承诺净利润总和（即20 325万元）的，交易对方累积解锁比例不得超过70%；

（5）在上市公司依法披露2018年度《专项审核报告》后，标的资产2018年末累积实际净利润达到20 325万元的，交易对方所持标的股份的剩余部分可以全部解锁；标的资产2018年末累积实际净利润未达到补偿期间承诺净利润总和（即20 325万元）的，交易对方按《盈利预测补偿协议》约定履行补偿义务后，剩余部分方可解锁。

上述解锁期限与法律、法规、证券监管部门、证券交易所相关规定不一致的，以孰晚原则确定解锁期限。

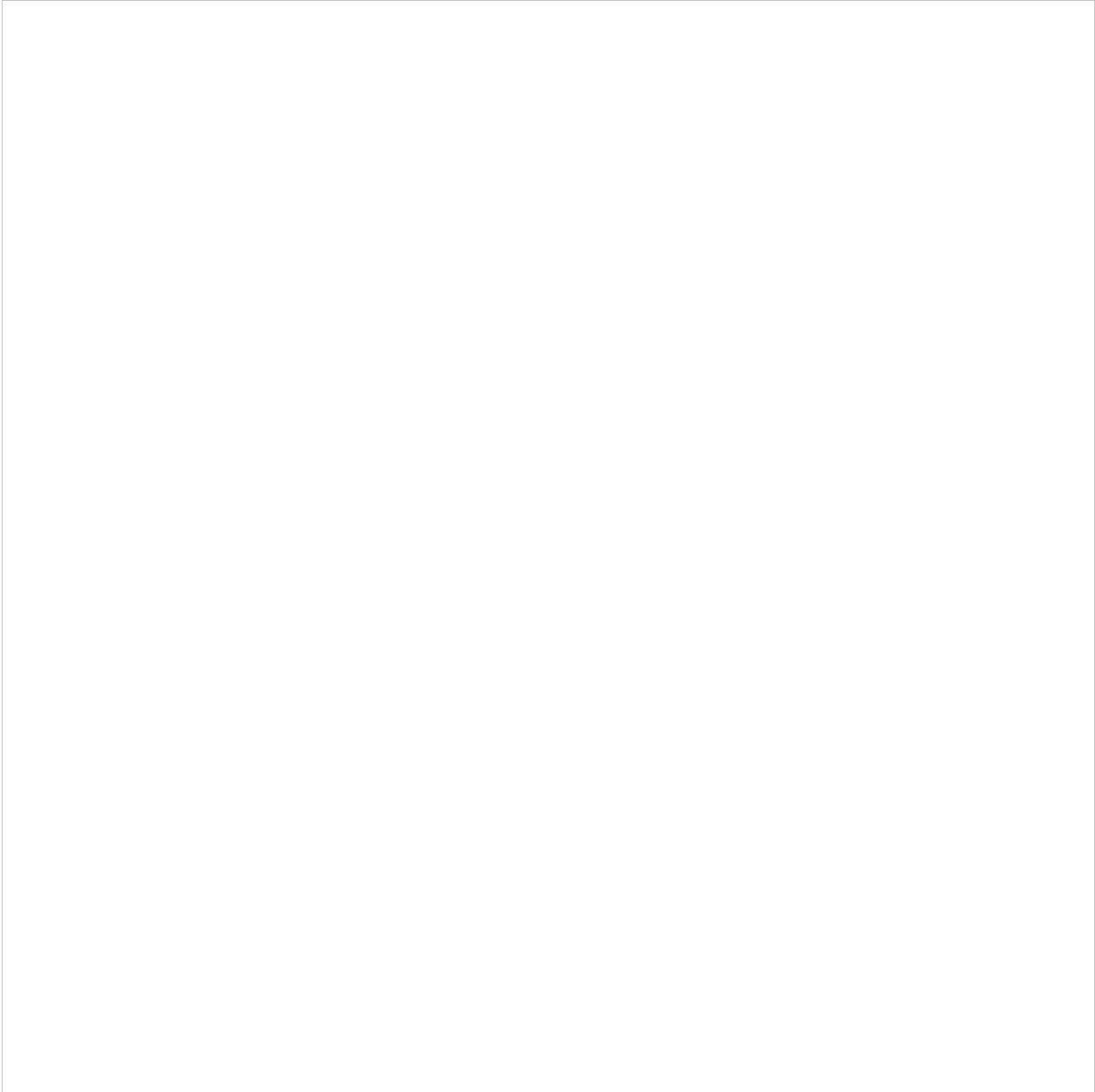
### 3. 奖励对价

为避免交易对方在实现承诺净利润后缺乏动力进一步地发展业务，本次交易方案中包括了对交易对方中标的公司核心股东的奖励对价安排。根据《盈利预测补偿协议》，本次交易的奖励对价安排如下：

如补偿期间标的资产累积实际净利润高于20 325万元的，则差额部分中的50%应作为奖励，由上市公司支付给截至2019年5月1日仍在淮交院公司持续任职（不包括《盈利预测补偿协议》签署之日起至补偿期间届满的期间离职后又入职的情形）的标的公司核心股东，但该奖励对价的金额不超过2 000万元。

## 五、交易节点

本次交易的主要时间节点如下：



## 六、交易特点

### （一）交易难点

本次交易遇到的主要问题及解决方案如下：

## 1. 标的公司历史沿革的梳理

问题：标的公司系事业单位改制而来，中介机构在核查时重点关注其改制的合法合规性，包括国有资产是否流失、竞买事业单位资产价款是否如期全部支付、职工安置是否妥善解决等问题。此外，标的公司股权存在代持问题，工会委员会持有标的公司股权需确权到个人名下等。

解决方案：对于改制事项，中介机构认真核对了淮交院当初的改制依据文件、竞买合同、竞买事业单位资产价款支付凭证、职工安置款支付凭证等相关文件，并对当事人进行了访谈，最后标的公司向主管部门申请出具了《淮安市人民政府关于确认淮安市交通规划设计院改制事项的函》，确认：淮交院改制方案及程序完备、操作规范，符合政策要求。改制过程中土地使用权等资产的处置、不良资产的核销及剥离、资产评估等均合法、合规，产权交易公开规范，不存在国有资产流失或欠缴相关价款、税费等情况。改制设立的淮交院公司合法有效，改制后职工劳动关系理顺到位，职工权益得到较好维护，符合改制相关法规、政策规定，至今未产生任何纠纷。

对于股权代持事项，主要是淮交院公司工会委员会（以下简称“工会委员会”）代部分股东代持，中介机构要求工会委员会将该部分股权还原至真实股东名下，并相应做了工商变更登记。

对于工会委员会持有标的公司股权，根据《关于职工持股会及工会能否作为上市公司股东的复函》（证监会法律部〔2000〕24号）规定，工会委员会不宜作为上市公司的股东，因此，中介机构要求工会委员会除代持之外的股权转让给符合条件的员工。

上述规范措施使得淮交院公司历史沿革、股权权属清晰，符合监管

要求。

## 2. 工会委员会转让除代持之外的股权是否按照股份支付进行处理

问题：根据《企业会计准则》及中国证监会发布的《上市公司执业企业会计准则监管问题解答》（〔2009〕第1期），大股东低价向员工转让股份，如无关联关系，一般应该按照股份支付进行会计处理。工会委员会并非标的公司大股东，且转让持有的除代持股权外的标的公司股权主要是为了使得本次交易符合相关监管要求，并非为了换取员工服务，是否按照股份支付进行会计处理存在探讨空间。

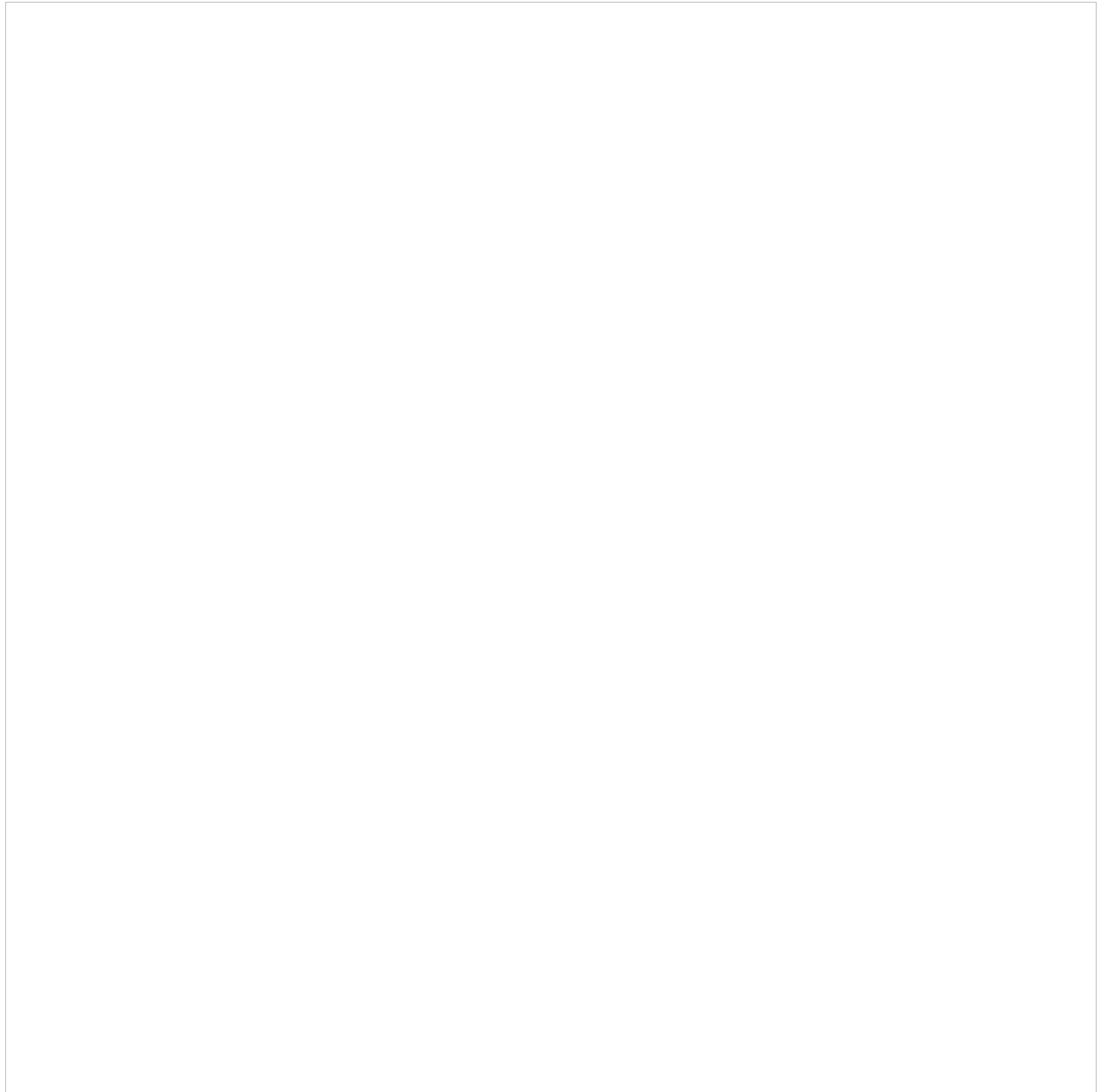
解决方案：工会委员会将其持有的除代持股权外的标的公司股权转让给符合条件的员工的价格远远低于本次标的资产交易作价，部分原因是为了对符合条件员工的历史贡献进行确认和回馈，应该按照股份支付进行会计处理。根据目前审核精神，员工低价增资、受让股份等，如无关联关系，其原因一般系对员工进行激励，按照《企业会计准则》及相关规定，应该按照股份支付进行会计处理。

## （二）交易亮点——案例创新性

相对而言，本次交易亮点主要体现在：业绩承诺期较长，累积业绩承诺明显高于收益法评估预测净利润。

本次交易业绩承诺系交易双方协商确定，业绩承诺期为五年，并高于本次交易对标的资产采用收益法评估下的预测净利润。本次交易业绩承诺与收益法评估下的预测净利润对比如下：





注：差额＝累积业绩承诺－收益法评估预测累积净利润。

目前，上市公司产业并购中，评估机构对标的资产进行评估时假设标的资产仍归原来股东所属，且保持原有管理团队及经营状态并单独核算，并未考虑标的资产纳入上市公司体系之后上市公司对其的业务整合、标的资产可以利用上市公司的品牌、资本市场平台以及上市公司与标的公司之间的协同效应等因素导致的标的公司获得的额外收益。此

外，监管部门的审核要求亦可能导致标的资产业绩预测比较谨慎。

鉴于上述原因，本次交易中，评估机构基本按照标的公司保持原有经营状态下未来业绩进行收益法预测，并以此作为交易作价的协商基础。但是，交易对方对标的资产的业绩承诺充分考虑了行业发展空间、自身经营情况、上市公司对标的公司的业务整合及两者之间的协同效应等，使得业绩承诺期较长，并高于本次交易对标的资产采用收益法评估下的预测净利润，充分保护了上市公司及其股东的利益，体现了产业并购充分博弈、市场化程度较高的特点。

## 七、并购影响

### （一）对公司业务的影响

上市公司始终以成为国内一流工程咨询公司作为发展目标，立足于交通建设工程价值链的上游规划、勘察、设计及施工阶段项目管理和监理业务，稳固江苏地区市场，积极拓展江苏以外地区市场，全面拓展以公路业务为龙头，水运、市政、轨道（铁路）等共同发展的业务格局。在发展目标实现方式上，上市公司将内涵式增长与外延式增长相结合，充分利用资本市场平台，使得并购成为上市公司发展的重要驱动力。

本次交易完成后，上市公司将淮交院公司现有在淮安当地及周边地区市场份额纳入自身体系，加之上市公司在该地区业务的自身增长，上市公司未来公路业务、市政业务在淮安及周边地区市场占有率将明显提高，基本可在当地市场具备一定的主导影响力，进而分享苏北地区城镇化加速和经济崛起过程中公路、市政建设带来的巨大商机，加快推进完善全国业务布局的战略目标。

此外，本次交易系上市公司首次尝试以发行股份的形式进行并购，上市公司管理层从并购的战略思路角度还是操作实施层面都日臻成熟，积累了较为丰富的并购整合经验，为上市公司后续可能的并购打下了坚实的基础，有助于上市公司既定发展目标的实现。

## （二）对公司财务的影响

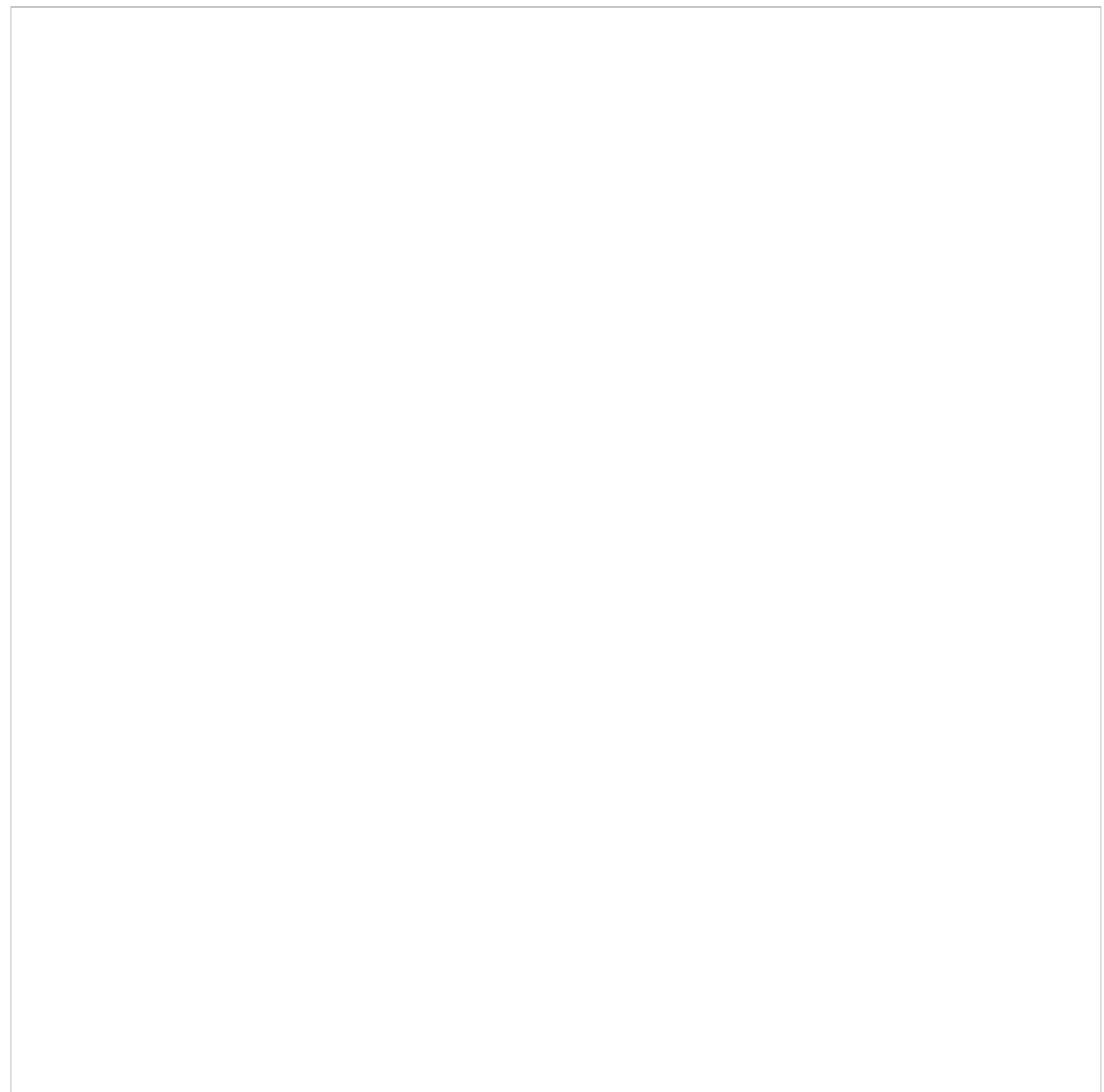
根据上市公司为本次交易编制的备考合并财务报表（备考合并财务报表假设本次交易于2013年1月1日完成，淮交院公司自2013年1月1日即纳入上市公司合并范围），本次交易前后，上市公司主要财务指标对比如下：

单位：万元

项目	2013年12月31日	
	本次交易前	本次交易后
流动资产合计	257 137.83	273 264.39
非流动资产合计	54 954.15	73 483.76
资产总计	312 091.99	346 748.15
流动负债合计	142 848.65	156 201.31
非流动负债合计	5 636.62	5 871.31
负债合计	148 485.27	162 072.62

本次交易完成后，上市公司的资产较本次交易前增长34 656.16万元，其中，流动资产、非流动资产较本次交易前分别增长16 126.56万元、18 529.61万元。流动资产的增加主要是淮交院公司的应收账款、货币资金等流动资产纳入上市公司备考合并报表所致；非流动资产的增加主要源于上市公司收购淮交院公司形成的合并商誉。

本次交易完成后，上市公司的负债较本次交易前增长13 587.35万元，其中流动负债较本次交易前增长13 352.66万元。流动负债的增加主要是淮交院公司的应付账款、应付职工薪酬、应交税费等流动负债纳入上市公司备考合并报表所致。



本次交易完成后，上市公司营业收入、营业利润、归属于母公司所有者的净利润及基本每股收益较本次交易前均有所增长。

### （三）对原股东持股比例的影响

本次交易前后各方的持股数量及持股比例如下:

注：本次交易前上市公司股本为240 000 000.00元；2013年度利润分配方案（用资本公积向全体股东每10股转增10股）实施完毕后，上市公司股本变更为480 000 000.00元；上市公司公司激励计划首次授予的33名激励对象第一个行权期为2014年6月3日起至2015年4月24日，本次交易

实施完毕前已行权104.32万份，行权后上市公司股本变更为481 043 200.00元；本次交易发行股份20 446 700股，本次交易完成后，上市公司的股本变更为501 489 900.00元。

本次交易前，上市公司总股本为481 043 200股，上市公司控股股东和实际控制人为符冠华先生、王军华先生，符冠华先生、王军华先生为一致行动人。本次交易完成后，上市公司总股本为501 489 900股，交易对方合计持有上市公司的股权比例低于5%。符冠华先生、王军华先生合计持有上市公司股份占总股本的35.87%，仍为上市公司的控股股东和实际控制人。本次交易未导致公司控制权发生变化。

除控股股东、交易对方外的其他股东合计持有上市公司的股份为301 171 722股，占总股本的比例由62.62%降为60.06%，下降幅度相对较小。

#### （四）对上市公司市值及原股东财富的影响

上市公司于2014年2月10日开始停牌，筹划本次交易；2014年9月19日公告本次交易实施情况报告书，本次交易实施完毕。

根据停牌前一个交易日2014年2月7日的收盘价及股本，本次交易实施完毕后第一个交易日2014年9月22日的收盘价及股本，本次交易对上市公司市值及原股东财富的影响如下：

由上表可以看出，本次交易实施完毕后，上市公司市值由46.08亿元上升至62.03亿元，原股东持有市值由46.08亿元上升至59.38亿元；不考虑股权激励对象行权导致的股本增加因素，上市公司市值由46.08亿元上升至59.38亿元。因此，本次交易获得了市场的积极认可，增加了上市公司原股东的财富，有利于维护上市公司原股东的利益。

## 八、市场点评

本次交易获得了市场的积极认可，根据wind资讯证券公司研究报告，对本次交易的主要评价如下：

东北证券：淮交院公司主营业务为公路、市政工程勘察设计及咨询业务，目前业务主要集中在江苏淮安地区，2012年、2013年淮安地区收入占比约为70%和55%。公司完成收购后将利用淮交院地域优势，加强在苏北地区的整体市场份额，完善省内业务布局。同时淮交院成为公司子公司后也能利用苏交科的品牌资源和客户资源积极拓展省外业务，达到双赢效果。

华泰证券：被收购方业绩承诺暗含22.51%复合增长，长达5年的业绩承诺给苏交科管理模式输出留下了充裕的时间，能够保障淮交院后期平稳过渡，实现长期稳健发展，同时增发股份中的16.56%将锁定3年，其余股份锁定期为1年，股份解锁条件和承诺业绩完成情况相挂钩，这样的设计方案能够保障承诺业绩的实现，同时让收购与被收购方的利益趋同。

收购淮交院增强公司实力同时实现业务区域互补：淮交院公司在苏北地区拥有丰富的客户资源和公路、市政工程勘察设计经验，成立至今完成上千公里高中等级公路和上百座大中桥梁设计任务。收购后上市公司将淮交院公司现有的在淮安当地及周边地区市场份额纳入自身体系，加之上市公司在该地区业务的自身增长，上市公司未来公路业务、市政业务市场占有率在淮安及周边地区将明显提高。

兴业证券：从收购安排来看，苏交科对本次收购进行了一定的创新：（1）利用对赌协议锁定未来业绩；（2）股权互换：苏交科本次收



购淮交院采取了股权互换的方式，既节省了收购资金，又有效保证双方的利益一致；（3）并购方的股权减持比例与业绩挂钩：苏交科对淮交院股东的减持添加了限定条件，当满足一定的业绩条件下，淮交院才可以减持所持有的苏交科股份，且减持的比例与并购方的业绩挂钩，为淮交院的业绩增长增添了动力。

从收购价格来看，本次收购对应于2013年的静态PE为9.42倍，对应于2014年的动态PE约为6.95倍，与同业上市企业相比，收购价格相对比较合理。

（本案例由华泰证券提供，撰写人：华泰联合投资银行部并购组孔祥熙）

## 2.1.1.6 立思辰收购汇金科技

### 一、案例概述

本次交易北京立思辰科技股份有限公司（以下简称“立思辰”）以现金和发行股份相结合的方式购买北京汇金科技有限责任公司（以下简称“汇金科技”）100%的股权，并募集配套资金，交易总额为53 333.33万元。其中：

1. 向特定对象北京威肯北美信息技术有限公司（以下简称“威肯北美”）等3名法人和龙彧等6名自然人以支付现金及发行股份相结合的方式购买其合计持有的汇金科技100%的股权，其中以现金方式支付汇金科技交易对价的28.75%，总计11 500万元；以发行股份的方式支付汇金科技交易对价的71.25%，总计28 500万元，总计发行股份数为20 503

592股。

2. 向新疆硅谷天堂恒智股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“硅谷恒智”）非公开发行股份募集配套资金13 333.33万元，向硅谷恒智发行股份9 592 323股。募集配套资金不超过本次交易总金额（即本次收购汇金科技对价40 000万元与本次交易配套融资金额13 333.33万元之和53 333.33万元）的25%。募集配套资金中11 500万元将用于本次交易的现金对价支付，其余部分用于支付本次重组整合费用及中介机构费用。

本次交易完成后，立思辰将持有汇金科技100%股权。

## 二、交易各方

### （一）交易各方基本情况

上市公司基本情况			
发行人名称	北京立思辰科技股份有限公司	股票简称	立思辰
注册资本	293 293 248元	法定代表人	池燕明
注册地址	北京市门头沟区石龙南路6号1幢6—206室	控股股东或实际控制人	池燕明
行业分类	信息传输、软件和信息技术服务业——软件和信息技术服务业	主要产品及服务	内容（安全）管理解决方案业务、教育产品及管理解决方案业务以及视音频解决方案及服务业务
标的资产基本情况（如有多个标的资产，分别填写）			
标的资产全称	北京汇金科技有限责任公司	注册资本	5 580万元
注册地址	北京市昌平区超前路5号产业基地4幢4层413室	控股股东	北京威肯北美信息技术有限公司

所属行业	信息传输、软件和信息技术服务业——软件和信息技术服务业	主要产品及服务	中间件和行业应用软件的研究开发、销售，并根据客户的业务需要提供系统集成和技术服务
本次交易的有关中介机构			
独立财务顾问	华泰联合证券有限责任公司	律师	北京市金杜律师事务所
审计机构	致同会计师事务所（特殊普通合伙）	评估机构	中联资产评估集团有限公司

## （二）交易双方交易前最近两年及一期的主要财务数据

项目	最近一期	上一年度	再上一年度
上市公司			
营业收入（万元）	—	61 778.83	52 259.70
净利润（万元）	—	7 292.85	5 211.65
归属于母公司所有者的净利润（万元）	—	6 246.76	4 656.76
标的资产			
营业收入（万元）	—	14 187.46	12 678.70
净利润（万元）	—	3 561.61	2 497.82
归属于母公司所有者的净利润（万元）	—	3 561.61	2 497.82

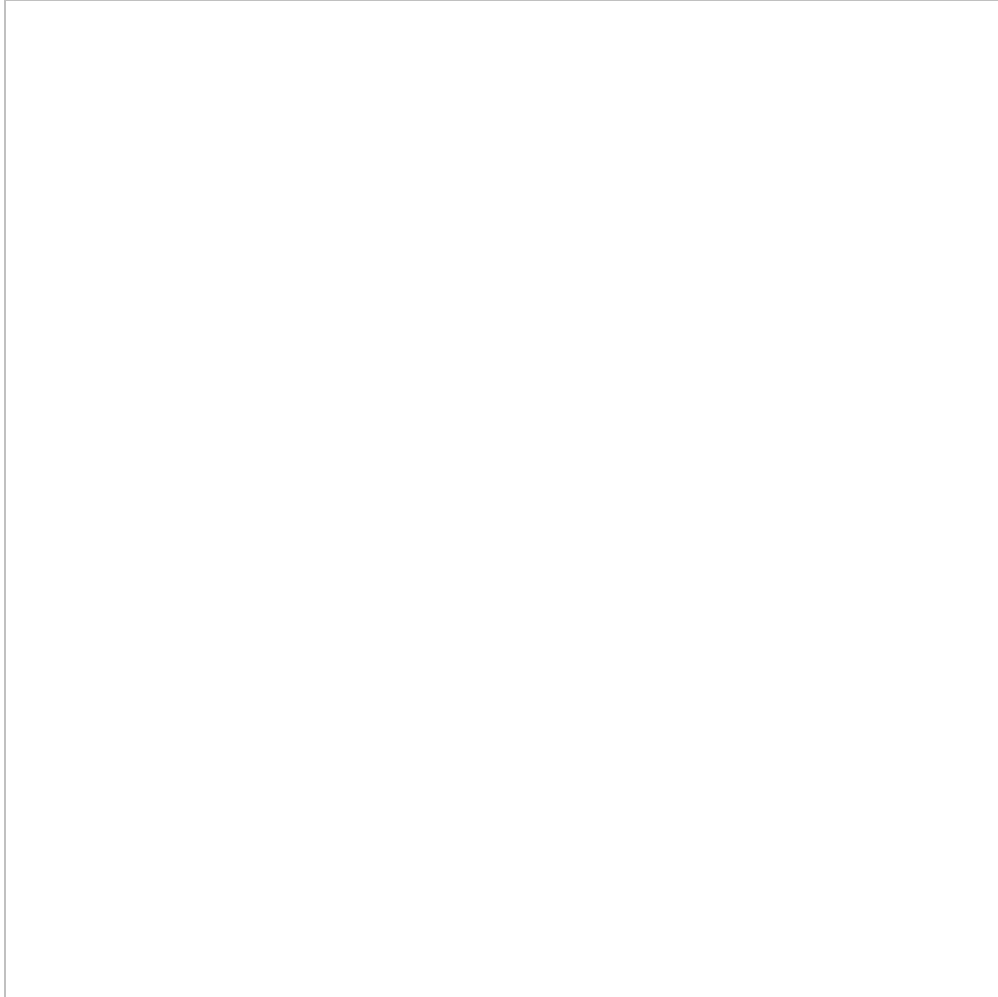
## 三、交易背景

本次交易是立思辰实施外延式发展战略的重要步骤之一，通过本次交易公司将增加在中间件以及行业应用软件开发业务领域的产品及服务，是立思辰由内容安全业务拓展到泛安全领域的重要布局，原有的以

输入、输出为主要优势环节的内容管理产品将在传输流转得到加强与补充，继续打造内容安全与效率专家的形象定位，使公司从办公领域切入客户的核心业务领域。

汇金科技主要从事中间件和行业应用软件的研究开发、销售，并根据客户的业务需要提供系统集成和技术服务，定位于关键业务数据处理专家，与本公司对文档、内容、数据等进行全生命周期管理的定位具有高度一致性。本次交易完成后，汇金科技的资产和业务将纳入上市公司的平台架构内，这一架构有利于上市公司对现有的产品与服务进行全面、系统的整合，有助于上市公司实现资源的优化配置，增强协同效应。

此外，汇金科技作为中间件及相关软件行业的领先企业，拥有较高的市场地位和广泛的品牌认可度，市场竞争力较强。本次交易有利于进一步提升上市公司的综合竞争能力、市场拓展能力、资源控制能力和后续发展能力，提升公司的盈利水平，增强抗风险能力和可持续发展的能力，以实现全体股东利益最大化。



综上，本次交易完成后，汇金科技将成为本公司的全资子公司，公司可以在合并范围内更加灵活地调配资源，使汇金科技与公司就产品、服务、市场、战略资源、资金与管理能力等方面与公司现有资源互为补充，协同成长，有利于公司扩展和完善业务链条，汇金科技的中间件业务可有效协助上市公司实现自身定位于实现对办公室文件的全流程控制目标。即可在电子办公文件的内容管理环节提高上市公司的服务能力，同时可以扩展上市公司服务于安全行业客户的能力，此外更可借助上市公司建立的销售体系，与不同行业客户建立业务合作，实现上市公司“内容安全与效率专家”发展战略，并将现有安全业务扩展至泛安全业务领域。

## 四、交易方案

### （一）方案背景及交易方案说明

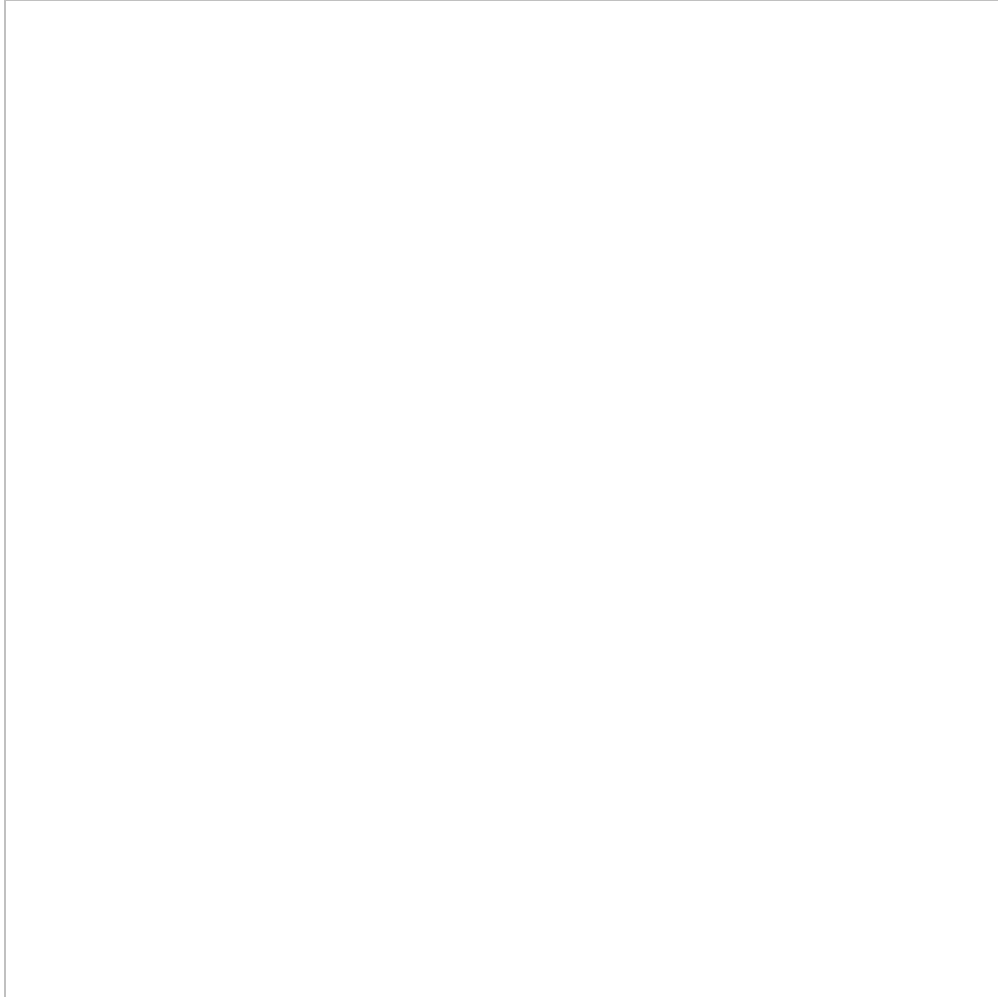
本次交易方案为：

#### 1. 发行股份及支付现金购买资产

立思辰向龙彧、威肯北美等3名法人和龙彧等6名自然人发行20 503 592股上市公司股份并支付现金11 500万元，交易价格40 000万元。

#### 2. 募集配套资金

向硅谷恒智发行9 592 323股上市公司股份，募集配套资金13 333.33万元。



### 本次交易方案特殊性说明：

根据本次交易安排，为满足龙彧收购上海裕通股权投资中心（有限合伙）（以下简称“上海裕通”）、北京博奕安泰投资管理有限公司（以下简称“博奕安泰”）、北京普凯沅澧投资中心（有限合伙）（以下简称“普凯沅澧”）、苏州大愚投资管理有限公司（以下简称“苏州大愚”）、和谐盛世（北京）投资管理有限公司（以下简称“和谐盛世”）等持有汇金科技20.7%股权等资金需求，威肯北美、北京威视投资管理有限公司（以下简称“威视投资”）、龙彧、汇金科技与华泰创新签署《股权收益权转让暨回购协议》，威肯北美、威视投资、龙彧分别将其持有的汇金科技34.67%股权、32.00%股权、20.70%股权的股权收益权

转让给华泰创新，威肯北美、威视投资、龙彧按照约定时间以约定价格对上述股权收益权进行溢价回购。威肯北美、威视投资、龙彧分别与华泰创新签署《股权质押合同》，威肯北美、威视投资、龙彧分别将其持有的汇金科技34.67%股权、32.00%股权、20.70%股权质押给华泰创新，为威肯北美、威视投资、龙彧履行回购义务并足额支付回购价款提供担保。

## （二）估值定价

### 1. 前期谈判时，双方预期估值及估值基础

（1）立思辰基于汇金科技自身研发能力、产品序列、行业地位、盈利能力等因素并结合资本市场对软件和信息技术服务业的估值水平对汇金科技股权进行定价；

（2）汇金科技非PE股东基于自身研发能力、产品序列、行业地位、盈利能力等因素对汇金科技股权进行定价；汇金科技PE股东基于投资成本对汇金科技股权进行定价。

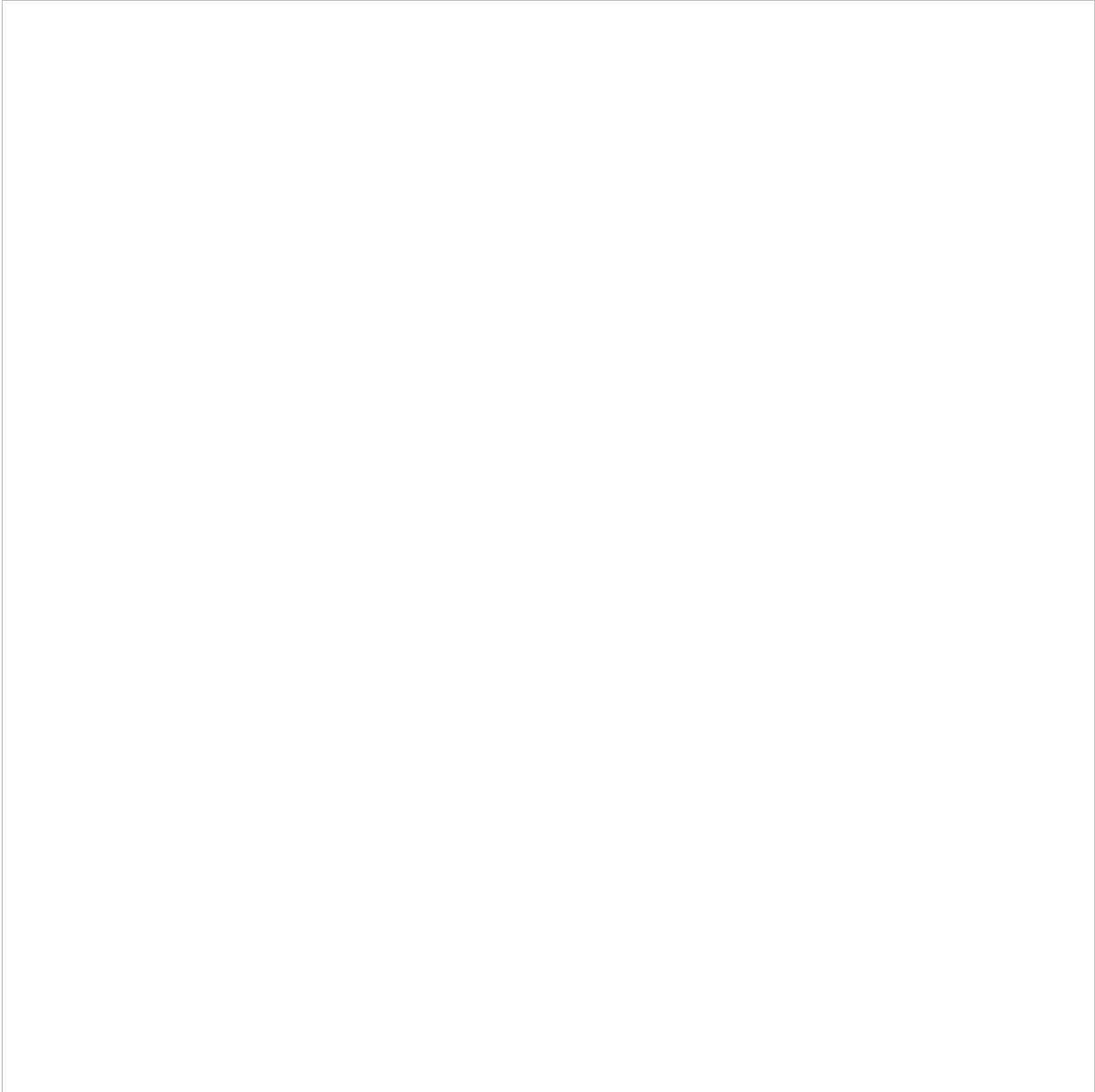
### 2. 评估结论选用的评估方法及评估值

中联评估采用资产基础法和收益法两种方法对汇金科技全部股权进行评估，并最终采用收益法评估结果作为最终评估结论。依据中联评估出具的中联评报字〔2014〕第31号《汇金科技资产评估报告》，截至评估基准日2013年12月31日，汇金科技收益法下的评估值合计为42 512.03万元，评估增值23 679.33万元，增值率125.74%；资产基础法下的评估值合计为20 696.75万元，评估增值3 065.72万元，增值率17.39%。

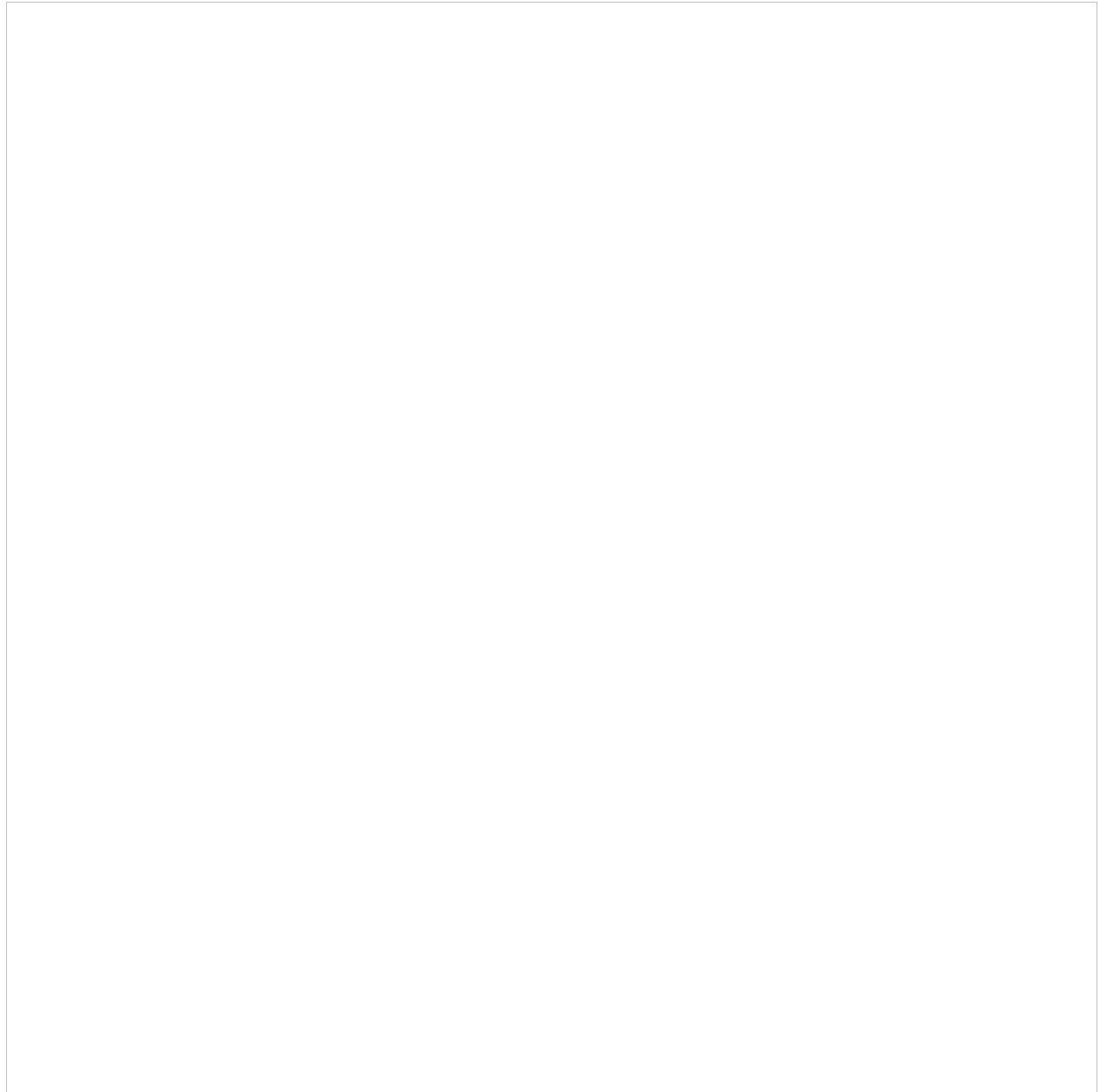


对于汇金科技所处的软件与信息技术服务行业而言，收益法评估结果能够较全面地反映其账面未记录的技术优势、企业品牌、客户资源、经营资质、人才储备等资源的价值，相对资产基础法而言，能够更加充分、全面地反映被评估企业的整体价值，本次评估报告评估结论最终采用了收益法评估结果。即在持续经营前提下经收益法评估，汇金科技股东全部权益价值的评估结果为42 512.03万元，评估增值23 679.33万元，增值率为125.74%。

### 3. 同类交易案例的估值比较



### （三）对价支付方式



#### （四）盈利补偿安排

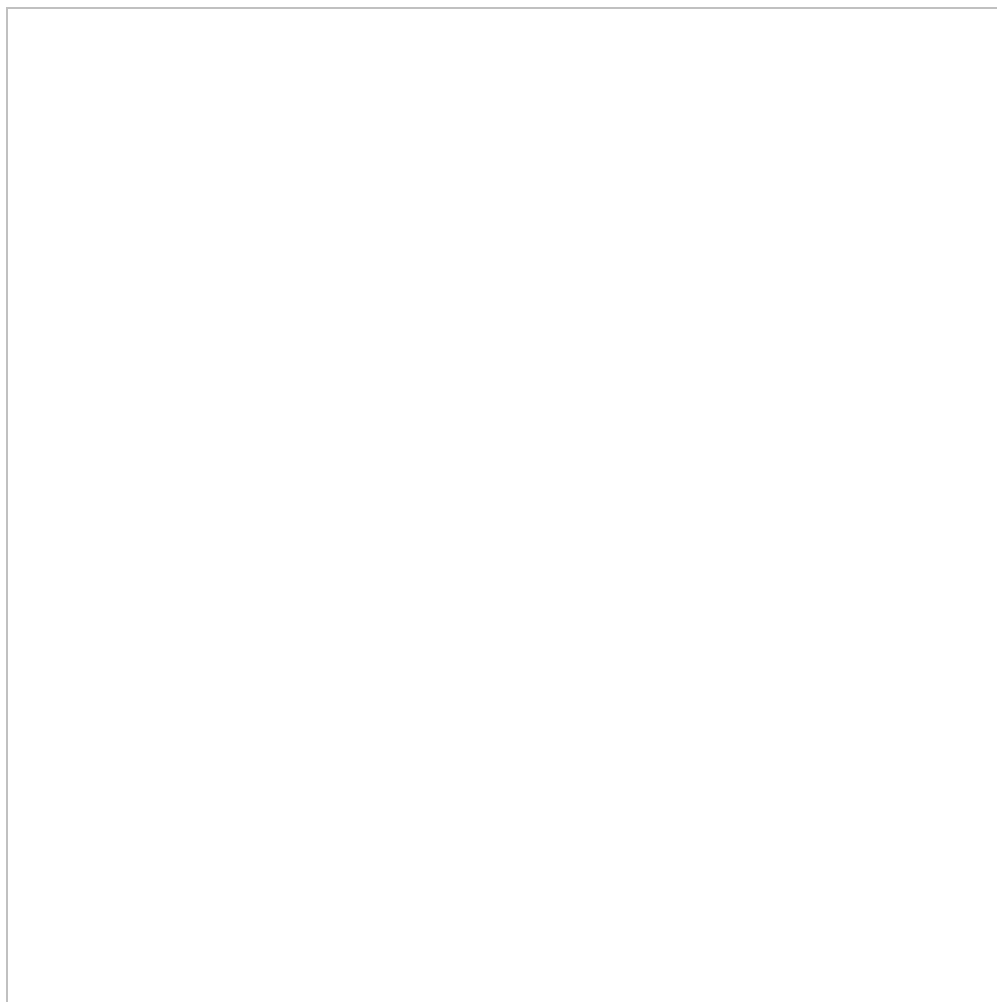
1. 2014年度至2016年度补偿义务发生时，除龙彧外的交易对方应当首先以其通过本次交易获得的本公司股份进行股份补偿，交易对方剩余股份数不足以支付全部补偿金额的，交易对方应当以现金形式进行补偿。

2. 2017年度补偿义务发生时，交易对方应当于立思辰2017年年度财务报告出具后就实际利润数不足部分向上市公司进行现金补偿，交易对方应当按照其各自在汇金科技的持股比例确定应承担的补偿金额。

#### （五）其他安排

如果汇金科技2014年、2015年和2016年实现的累积净利润总和超过预测利润数总和的，本公司应当将汇金科技2014—2016年实现的净利润总和超过预测利润数总和部分的50%作为奖金奖励给届时仍于汇金科技或立思辰任职的自然人股东及管理团队人员。

## 五、交易节点



## 六、交易特点

## （一）交易难点——遇到的主要问题及解决方案

### 1. 汇金科技PE股东安排

本次交易前，汇金科技股权结构中包含上海裕通、博奕安泰、普凯沅澧、苏州大愚、和谐盛世5名PE股东。通过与PE股东的协商沟通，最终确定龙彧收购上海裕通、博奕安泰、普凯沅澧、苏州大愚、和谐盛世等股东合计持有汇金科技20.7%股权，PE股东不参与本次重组。

### 2. 汇金科技股东转让股权比例限制

依据《公司法》的规定，股份有限公司董事、监事、高级管理人员应当向公司申报所持有的本公司的股份及其变动情况，在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的25%。本次交易的交易对方中，部分自然人股东担任汇金科技的董事、监事、高级管理人员职务，无法一次性全额转让其持有的汇金科技股权予上市公司。为此，汇金科技变更公司形式为有限责任公司。

## （二）交易亮点——案例创新性

为满足龙彧收购上海裕通、博奕安泰、普凯沅澧、苏州大愚、和谐盛世等持有汇金科技20.7%股权等资金需求，华泰瑞联以过桥资金提供方的身份参与本次重组。具体安排为：威肯北美、威视投资、龙彧分别将其持有的汇金科技34.67%股权、32.00%股权、20.70%股权的股权收益权转让给华泰创新，威肯北美、威视投资、龙彧按照约定时间以约定价格对上述股权收益权进行溢价回购。威肯北美、威视投资、龙彧分别将其持有的汇金科技34.67%股权、32.00%股权、20.70%股权质押给华

泰创新，为威肯北美、威视投资、龙彧履行回购义务并足额支付回购价款提供担保。

## 七、并购影响

### （一）对公司业务的影响

本次并购是立思辰内容安全业务拓展到泛安全领域的重要布局，通过与汇金科技产品的结合，立思辰将会为更多的行业客户提供更加丰富的内容安全产品及解决方案。

### （二）对公司财务的影响

假设上市公司已完成本次重组，即上市公司已分别持有汇金科技100%股权，按照上述重组后的资产架构编制的2013年度备考财务报告。以2013年12月31日作为对比基准日：

单位：万元			
项目	年报数	备考数	增幅
资产总额	122 866.18	172 373.56	40.29%
归属于上市公司股东的所有者权益	82 930.69	124 764.02	50.44%
营业收入	61 778.83	75 966.29	22.96%
净利润	7 292.85	10 854.46	48.84%
归属于母公司所有者的净利润	6 246.76	9 808.38	57.02%
归属于母公司股东的每股净资产 (元 / 股)	3.15	4.25	34.92%
每股收益 (元 / 股)	0.24	0.33	37.50%

通过上述对比情况可得，本次交易完成后，因汇金科技纳入上市公司合并口径，上市公司总资产规模、净资产规模、收入规模、净利润水平将有明显增加。同时由于本次交易完成后归属母公司股东的净利润增长幅度高于本公司股本增幅，每股净资产有所提升。

### （三）对原股东持股比例的影响

本次交易完成前后立思辰的股权结构如下：



本次交易前，立思辰控股股东及实际控制人池燕明持有上市公司65 336 755股股份，占总股本比例为24.82%。本次交易完成后，池燕明仍直接持有立思辰65 336 755股股份，以发行股份30 095 915股计算（包括发行股份购买资产及募集配套资金），其持股比例将变更为22.28%。池燕明将仍为立思辰的控股股东及实际控制人。本次交易不会导致上市公司控股股东和实际控制人的变更。

#### （四）对上市公司市值及原股东财富的影响

时点	股价（元 / 股）	变动比例
2013年12月5日（重组停牌）	11.88	—
2014年3月10日（重组复牌后6日）	17.40	46.46%
2014年3月20日（股东大会召开日）	20.21	70.12%
2014年9月1日（交易完成日）	22.77	91.67%

## 八、市场点评

1. 中国证券网：立思辰重组方案落地收购汇金科技预期良好。

2. 证券时报网：通过本次并购，公司可以为客户提供效率更高、更全面的内容管理解决方案。此外，除了中间件，汇金科技还为银行客户提供“新一代核心业务系统”、“金融IC卡综合业务系统”、“信贷业务系统”、“综合前置系统”等产品，涵盖了银行业务系统架构中涉及的前端渠道、中间接入及后台业务，使立思辰公司从客户的办公领域扩展到客户的业务领域，为公司未来业务发展提供更多想象空间。

（本案例由华泰联合提供，撰写人：华泰联合投资银行部并购组权威）

## 2.1.2 纵向并购

### 2.1.2.1 乐视网收购花儿影视

#### 一、案例简述

乐视网信息技术（北京）股份有限公司（以下简称“乐视网”）于2013年中启动了对东阳市花儿影视文化有限公司（以下简称“花儿影视”）及乐视新媒体文化（天津）有限公司（以下简称“乐视新媒体”）的收购，并同时募集配套资金，本次交易属于产业链上下游整合，构成重大资产重组，于2013年内获得了证监会并购重组委审核通过，本次收购资产的交割、募集配套资金及新增股份上市事项均于2014年上半年完成。本次收购简述如下：

本次交易乐视网以现金和发行股份相结合的方式购买花儿影视100%的股权，以发行股份的方式购买乐视新媒体99.5%的股权，并募集配套资金，交易总额为149 850万元，其中：

1. 向曹勇及白郁以支付现金及发行股份相结合的方式购买其合计持有的花儿影视100%的股权，其中以现金的方式支付花儿影视交易对价的30%，总计现金27 000万元；以发行股份的方式支付花儿影视交易对价的70%。

2. 向乐视控股及红土创投以发行股份方式购买其合计持有的乐视新媒体99.5%的股权。

3. 向特定对象北京鑫富恒通科技有限公司、上海大正投资有限公司非公开发行股份募集配套资金，配套资金总额约30 000万元。募集配套资金未超过本次交易总金额（即本次收购花儿影视对价90 000万元、收购乐视新媒体对价29 850万元与本次交易配套融资金额30 000万元之和149 850万元）的25%。配套资金中27 000万元用于本次交易的现金对价支付，其余部分用于并购完成后的业务整合并补充公司流动资金。

本次交易完成后，乐视网持有花儿影视100%股权和乐视新媒体100%股权。募集配套资金总额为299 999 997元，扣除与发行有关的费用人民币12 449 999.96元，乐视网实际募集资金净额为人民币287 549 997.04元。

## 二、交易各方

### （一）交易各方基本情况

上市公司基本情况			
发行人名称	乐视网信息技术（北京）股份有限公司	股票简称	300104
注册资本	798 466 298元	法定代表人	贾跃亭
注册地址	北京市海淀区学院南路68号19号楼六层6184号房间	控股股东或实际控制人	贾跃亭
行业分类	信息传输、软件和信息技术服务业——互联网和相关服务子行业	主要产品及服务	从事网络视频平台运营及网络视频终端研发及销售业务
标的资产基本情况一（花儿影视）			
标的资产全称	东阳市花儿影视文化有限公司	注册资本	300万元
注册地址	浙江横店影视产业实验区C3 053	控股股东	曹勇

所属行业	文化、体育和娱乐业——广播、电视、电影和影视录音制作业	主要产品及服务	投资、制作和发行电视剧
标的资产基本情况二（乐视新媒体）			
标的资产全称	乐视新媒体文化（天津）有限公司	注册资本	30 000万元
注册地址	天津生态城动漫中路482号创智大厦204室290	控股股东	乐视控股（北京）有限公司
所属行业	文化、体育和娱乐业——广播、电视、电影和影视录音制作业	主要产品及服务	电视剧网络版权的采购、管理及分销
本次交易的有关中介机构			
独立财务顾问	华泰联合证券有限责任公司	律师	北京市金杜律师事务所
审计机构	上市公司审计机构：华普天健会计师事务所（北京）有限公司 标的资产审计机构：立信会计师事务所（特殊普通合伙）	评估机构	中联资产评估集团有限公司

## （二）交易双方交易前最近两年及一期的主要财务数据

项目	2013.9.30	2012	2011
上市公司			
营业收入（万元）	136 527.28	116 730.71	59 855.59
净利润（万元）	17 298.29	18 996.58	13 087.79
归属于母公司所有者的净利润（万元）	18 430.89	19 419.41	13 112.11
标的资产一：花儿影视			
营业收入（万元）	16 869.98	23 357.74	12 041.49
净利润（万元）	7 623.82	9 704.87	4 170.58
归属于母公司所有者的净利润（万元）	7 623.82	9 704.87	4 170.58

标的资产二：乐视新媒体			
营业收入（万元）	—	—	—
净利润（万元）	—	—	—
归属于母公司所有者的净利润（万元）	—	—	—

注：乐视新媒体于2013年9月12日设立，至2013年9月30日期间尚处于团队组建及电视剧网络版权前期筛选接洽阶段，无相关收入及利润。

## 三、交易背景

### （一）本次产业并购背景分析

乐视网是中国领先的基于一云多屏架构的视频服务提供商，自上市以来长期专注于网络视频技术的研究、开发和应用，主要从事网络视频平台运营、网络视频终端研发及销售业务。上市公司一直致力于以“版权+技术”双轮驱动，着力打造“平台+内容+终端+应用”的“乐视生态系统”，以内容为基础，加强相关增值服务的开发及应用，通过多屏终端为用户带来良好的视频体验，最终建立成开放的云视频平台。

乐视网结合持续并购的外延式扩张方式，计划通过3至5年的努力最终完成“乐视生态”系统的建设，并在未来5至10年将公司打造成中国领先的网络视频平台。本次对花儿影视及乐视新媒体进行收购的产业背景如下：

#### 1. 网络视频规模 and 用户飞速增长，迎来跨越式发展的机遇期

随着近年来三网融合带动整个文化传媒产业链的发展，同时带动终

端的变革，从传统电视单屏时代到PC端、OTT机顶盒端、智能电视端、移动端多屏智能时代，丰富了消费者对内容传播媒介的选择空间。根据艾瑞咨询统计显示，2012年中国网络视频行业市场规模92.5亿元，2013年市场规模达128.1亿元，近五年复合增速高于50%。全球在线视频用户数量不断上升，网络视频已深入人们生活，成为休闲娱乐的主要方式之一。网络视频因其便捷性与可选择性，不但为观众提供了更多元、更自由的选择方案，也为广告主提供了精准营销的渠道，推动了网络视频的蓬勃发展。

网络视频的影响力也在与日俱增，中国互联网络信息中心用户调查显示，尽管目前网络视频在用户覆盖方面尚无法与电视相比，但是在高学历、高收入、年轻人群体中，网络视频的渗透率和黏性正不断上升，这些群体本身的高价值及其导向性将会带动网络视频向其他群体渗透和扩张。伴随着规模化运作与产业化升级，网络视频行业迎来了跨越式发展的战略机遇期。

## 2. 政策因素推动文化产业全面发展，市场前景广阔

在文化产业成为战略性新兴产业的背景下，国家近期出台了一系列配套相关规划和扶持政策，推动我国文化创意产业的战略定位被提升到新的高度。根据《中国文化产业年度发展报告（2013）》报告显示，2012年我国文化产业总产值已突破4万亿元，在中国GDP中所占比重逐步提升，对社会经济发展的拉动效应逐渐增强，正逐渐成为国民经济支柱性产业，文化产业整体发展迅速，市场前景广阔，行业企业进入发展的快速上升通道。

《国家“十二五”时期文化改革发展规划纲要》中明确了“十二五”时期文化改革发展的九大任务，指明了文化体系建设方向与目标，并提出

实施文化输出与走出去工程，完善相关政策措施，通过对重点文化企业及中介机构的培育，建立文化产业发展中坚力量及文化品牌，树立文化产业发展标杆，提升国家文化产业的国际影响力。国家对文化产业的战略定位与大力扶持为行业企业向更深层次的纵向发展和更广泛行业领域的横向发展奠定了基础，更为网络视频行业的发展提供了广阔的市场空间。

### 3. 视频网站差异化竞争激烈，对内容的质量及数量提出了更高的要求

新媒体时代“内容为王”，各大视频网站主要阵营已经形成，并进入了从同质化走向差异化的竞争。为吸引用户，需要更优质以及覆盖面更广的内容资源，内容资源的价值将会不断提升。长视频内容由于其有助于保持网站用户黏性及提高用户平均浏览时长，已经成为视频网站争夺用户的核心因素，各家视频网站均相应加大独播剧及自制剧力度，以求网站用户的增量并增强已有用户的黏性及活跃度，热映的优质影视剧从而成为各家视频网站争夺的热门资源，并且需求将持续扩大；投资拍摄原创视频节目也成为当下各大视频网站实现其差异化竞争战略的新趋势。

此外，为了更好地满足不同用户的品味需求，对历史已有影视作品内容覆盖程度的不断提高已成为视频服务商内容建设工作的重点方向之一，主流视频服务商均已逐步形成自身的影视剧版权库，以保证为用户提供全面的视频产品，对优质影视剧版权的竞争日趋激烈。

### 4. 网络视频反输电视台为视频网站发展创造机遇

覆盖多终端的网络视频媒体不仅是内容传播推广的利器，也带来了



观众收视习惯的变更。视频网站由于受制于电视频道的受众与网络渠道受众的重合程度，目前仍对电视台有较强的依赖。在视频技术无法突破，商业模式不能在技术基础上创新的情况下，在国内主流视频网站已形成寡头垄断局面的背景下，视频网站在作为渠道的同时也逐步开始扮演内容商的角色。目前网播电视剧的风潮对于电视剧行业已经造成了一定影响，电视剧在网络媒体的热播对电视台的播出有较强的推动作用，少数优质的视频节目或网络剧已实现“网络视频反输电视台”模式，传统的电视剧生态链正在逐渐转变，为视频网站的发展创造了新的机遇。

## 5. 并购是互联网企业发展的必要手段

纵观国内外领先的互联网企业，大多是通过不断并购具有技术优势、人才优势、市场优势的相关行业企业而迅速发展壮大，如Google、Facebook、百度、腾讯等知名企业。作为国内领先的网络视频服务商，乐视网将采取内生式成长与外延式发展的双重举措实现将自身打造成为国内领先的网络视频运营平台的目标。

乐视网内生式成长战略主要是通过提高公司业务水平、管理能力、管理效率、挖掘新的盈利增长点、提升现有业务人员素质、增强乐视网竞争力的方式实现。乐视网外延式发展战略主要是通过并购在“平台”、“内容”、“终端”及“应用”四个方面领域中具有独特业务优势和竞争实力、并能够和上市公司现有业务产生协同效应的相关公司实现，以进一步完善乐视网现有的“生态系统”。

乐视网逐步打造的“生态系统”具有较强的兼容性及延展性，生态系统各要素之间形成了紧密协同的运营机制，能创造出比单一经营要素独立运营更高的效率。上市公司计划通过在“平台”、“内容”、“终端”及“应用”四个细分领域中的并购及整合，进一步提升乐视“生态系统”的竞争

优势、增强公司的抗风险能力、拓展公司的成长空间。本次实施对花儿影视及乐视新媒体的并购，是乐视网外延式发展战略的开端。上市公司未来亦将持续在上述领域中寻求优质的符合公司长期发展战略的并购标的。

## （二）上市公司收购动因

### 1. 巩固提升长视频龙头网站的行业地位，推动内容生产模式的升级

目前国内各主流视频网站进入了差异化竞争的阶段，内容与技术双轮驱动已普遍成为各家视频网站的未来方向，其中优质的内容和良好的客户体验正逐渐成为未来市场竞争的核心优势，为实现用户数量增长及增强用户黏性起到关键作用。花儿影视作为国内电视剧行业内口碑较好、知名度较高的电视剧制作机构之一，长期专注于精品电视剧的投资、制作及发行，将从多个方面进一步增强上市公司电视剧内容方面的优势，进一步巩固用户黏性，为乐视网保持长视频第一品牌的领先地位作出贡献。

本次乐视网收购花儿影视交易的完成，将实现公司向上游电视剧制作及发行领域资源的初步整合。花儿影视已有及后续计划拍摄的电视剧产品将对公司现有电视剧版权库形成有力补充，其中大部分为郑晓龙导演作品，有利于提高公司电视剧版权库中精品大剧的数量。花儿影视产品的补充将进一步增强公司的大剧营销能力，为稳步赢得用户数量增长及进一步提升乐视网的品牌形象奠定良好基础。

另一方面，随着花儿影视专业团队的加入，将迅速补充上市公司在

电视剧制作产业链上的相关业务能力，大大增强公司优质内容的生产能力及筛选能力。花儿影视拥有成熟的电视剧业务流程管理控制体系，且拥有具备丰富行业经验的影视艺术创作团队，将为公司自制剧的创作及外购剧的筛选提供专业指导，与公司现有大数据分析技术相结合，推动内容生产模式的升级，为公司未来一定时期内优质精品电视剧的来源提供有力保障。

## 2. 增强公司未来精品电视剧网络版权专业化经营能力

视频网站大多数影视剧版权通过版权分销商进行购买，资金实力较强的视频网站购买独家影视剧版权后再进行分销。精品电视剧与普通电视剧网络版权的采购及分销差别较大，普通影视剧网络版权交易为买方市场，而由于市场上有能力供应精品电视剧的企业较少，精品电视剧卖方市场特征明显。目前精品电视剧的内容提供商在网络版权交易中更着重对合作对方播放平台的实力、口碑及大众影响力进行考量，买方平台的实力决定了交易谈判时的议价空间，而平台的专业性将决定前期选片时对精品电视剧的筛选能力、交易谈判时的议价能力以及后续开展版权分销时的效率。

随着近年来乐视网逐渐成为行业内长视频龙头，与部分精品电视剧制作机构已建立了长期的、良好的合作关系。通过本次对乐视新媒体的收购及精品电视剧网络版权经营平台的搭建，乐视网精品电视剧网络版权采购、管理、分销的运营能力将通过乐视新媒体得到进一步提升。乐视新媒体在持续支持公司继续开展大规模影视剧采购的同时，将遵循“下手早、盯得紧、反应快”的精品电视剧运营策略，保证对当年精品剧及热播剧的提前锁定及广泛覆盖，为公司带来用户量的增长及用户体验的提升。

此外，未来乐视网仍将继续打造行业中规模领先的影视剧版权库，鉴于公司目前资产负债率较高，现金储备较少且短期内融资渠道有限，为了支持公司发展，本次完成对乐视新媒体的收购一定程度能缓解了上市公司精品电视剧版权库建设的资金压力。

### 3. 增强合作资源的聚拢效应，打造一体化视频平台

乐视网专注于网络视频技术的研究、开发和应用，主要从事网络视频平台运营及网络视频终端研发及销售业务。伴随着公司乐视硬件终端（包括乐视网顶盒及乐视超级电视）的推出，公司目前已成为唯一一家基于一云多屏构架实现全终端覆盖的网络视频服务商。

电视剧制造产业上下游资源更倾向于与领先的媒体平台、优秀的导演、较强阵容的演员、强大的制作团队开展合作、强强联合，资源的聚拢效应明显。本次交易完成后，双方品牌吸引力均将得到提升，在行业中将产生一定的示范性效应，有助加大公司在视频产业链上下游各类优质资源的聚拢及有效整合方面的竞争优势，提升视频平台的议价能力并降低整体运营成本，提高可调配资源的稳定性，增强优质项目的机会，为公司打造领先的一体化视频平台奠定了基础。

### 4. 布局电视剧制作及发行领域，为传统电视剧产业路径的突破打下基础

目前我国电视台数量较大且短时期内仍是电视剧作品最重要的客户，但随着近年来新媒体的逐渐普及以及视频播放终端的日益多样化，传统电视的观众被不断分流，影视公司投资拍摄影视作品前亦会逐渐更多考虑网络受众人群的喜好，同时未来在某些电视剧题材方面也会出现以网络为第一位，电视台为第二位的销售目标。

随着未来台网联动效应的逐步增强，新媒体收视效应将对电视台的播映产生较大影响，本次交易完成后，花儿影视仍将致力于制作及发行精品电视剧，公司现有的多屏覆盖架构、领先的用户体验及强大的网络营销团队将助推花儿影视未来的精品大剧成为新媒体及传统媒体的热播剧。同时，依靠花儿影视在传统电视剧发行渠道方面的多年行业积累，未来将助力乐视网自制电视剧视频反向推广至电视台。

#### 5. 本次交易有利于提高上市公司业务规模，增强上市公司的持续盈利能力

本次交易完成后，花儿影视及乐视新媒体成为乐视网的全资子公司，由于花儿影视轻资产的行业属性，对公司总资产、净资产的增幅较小；随着近年来影视作品版权价格的上升及新媒体对正版内容的需求上升，以及其电视剧业务流程管控体系的不断成熟，花儿影视近年来营业收入增幅较大、毛利率较高、盈利能力及现金产生能力强；乐视新媒体的布局符合乐视网的整体战略，交易前资产基本全部为现金，对上市公司总资产、净资产水平有较大提升。因此，通过本次对花儿影视及乐视新媒体的收购，一定程度上将缓解乐视网影视剧版权采购的资金压力，并提高影视剧版权库建设的效率。覆盖更长利润链条的业务将增强公司的市场竞争力，对公司营业规模、盈利状况及现金流状况均形成良好补充。

### （三）标的资产出售的动因

#### 1. 聚拢效应带来优质资源的有效整合，强强联合后效应更加彰显

影视产业不受传统经济产业的地理壁垒限制，可使产业中优秀的文

学创造者、导演、演员等优良资源得到迅速整合，但同时也由于产品制作大多是基于项目式的合作关系，组织形态呈现短期及资源稳定性差的特征。鉴于花儿影视在精品电视剧制作及发行领域的领先地位，本次交易完成后，随着乐视网与花儿影视的合作关系的进一步巩固和深化，双方品牌吸引力将得到提升，将在行业中产生一定的示范性效应，有助于各类上下游优质资源聚拢并有效整合，使资源得到优化配置，在与其他外部资源合作中形成一种基于社会关系、信任和共享互补的网络，大大提高了资源的稳定性，增强了优质项目的机会，提升花儿影视未来在素材及剧本搜集、演员阵容及剧组的组建、电视剧策划及制作等方面的业务能力和竞争优势。

## 2. 乐视网多屏战略体系将助推未来花儿影视电视剧热播

随着近年来新媒体的逐渐普及以及视频播放终端的日益多样化，传统电视的观众被不断分流，电视台所占的市场份额正在不断萎缩。目前国内主流视频网站已形成寡头垄断局面，电视剧网络版权价格呈现不断上涨趋势，影视公司投资拍摄影视作品前亦会逐渐更多考虑网络受众人群的喜好。目前网播电视剧的风潮对于电视剧行业已经造成了一定影响，电视剧在网络媒体的热播对电视台的播出有较强的推动作用。未来在某些电视剧题材方面也会出现以网络为第一位电视台为第二位的销售目标，传统的电视剧生态链正在逐步转变。

播放平台的重要性逐渐成为助推热播剧的主要因素，覆盖多终端的网络视频媒体不仅是其推广的利器和提升收视率的分流器，也带来了观众收视习惯的变更。伴随着公司乐视TV的推出，上市公司目前成为唯一一家基于一云多屏构架实现全终端覆盖的视频网站，并且在收视体验上也更加多元。随着未来台网联动效应的逐步增强，新媒体收视效应将对电视台的播映产生较大影响，公司现有的多屏覆盖、领先的用户体验

及强大的网络营销团队将助推花儿影视未来的精品大剧成为新媒体及传统媒体的热播剧。

3. 花儿影视借助本次交易登录资本市场，实现原有股东的财富增值

花儿影视长期专注于精品电视剧的投资、制作及发行，不涉及电影及电视栏目相关的制作或演员经纪等业务，每年制作一二部精品电视剧。花儿影视产品定位切合市场，具有良好的作品收视率及业内赞誉，如《幸福像花儿一样》《金婚》《甄嬛传》《满秋》等。花儿影视凭借清晰的市场定位及高质量的精品大剧在电视剧市场众多竞争对手中占据了一席之地，具有较强的盈利能力，在业界内逐步建立起了较高的知名度。

通过本次交易，花儿影视成为上市公司的全资子公司，原有股东曹勇、白郁获得总额2.7亿元的现金对价及21 205 377股乐视网股票，在交易双方实现业务强强联合的同时，实现其自身财富的增值。

## 四、交易方案

### （一）方案背景及交易方案说明

#### 1. 方案中交易各方特殊诉求

乐视网希望通过本次交易加强公司在内容制作方面的整体，在品牌形象、销售渠道、客户资源等多方面实现优势互补，实现与花儿影视的强强联合，促进上市公司长远发展。

通常情况下，标的资产核心人员均为其股东或在职员工。花儿影视作为一家轻资产特点明显的电视剧制作机构，整体艺术创作团队及长期合作资源稳定，虽然其电视剧业务流程管理控制体系成熟、团队成员行业经验丰富，但核心人员中郑晓龙及曹萍并非花儿影视股东亦非其正式员工，属于长期合作关系。花儿影视目前的大型电视剧产品尚依赖于郑晓龙导演的声誉，如何防范郑晓龙、曹萍等核心人员的离职 / 合作关系解除以及如何进行后续有效激励成为交易的重要诉求。

同时，由于花儿影视定位于制作及发行精品电视剧，每年电视剧产品产量为1—2部，因此存在外部政策、市场竞争、用户偏好变更等风险以及花儿影视自身能否保持持续推出精品剧的优质水准的风险，因此如何最大限度地保障花儿影视未来长期稳定发展及持续盈利能力亦为本次交易的重要诉求。

花儿影视之股东曹勇及白郁作为本次交易对方，希望本次交易的盈利补偿上限为通过本次交易取得的上市公司股份，现金部分不希望承担业绩补偿安排；同时，对后续上市公司对花儿影视核心团队成员的激励提出一定诉求。

综上，乐视网收购花儿影视的交易属于较为典型的发行股份及支付现金购买资产案例，交易双方的特殊性诉求较少，方案的特殊性亦较小。

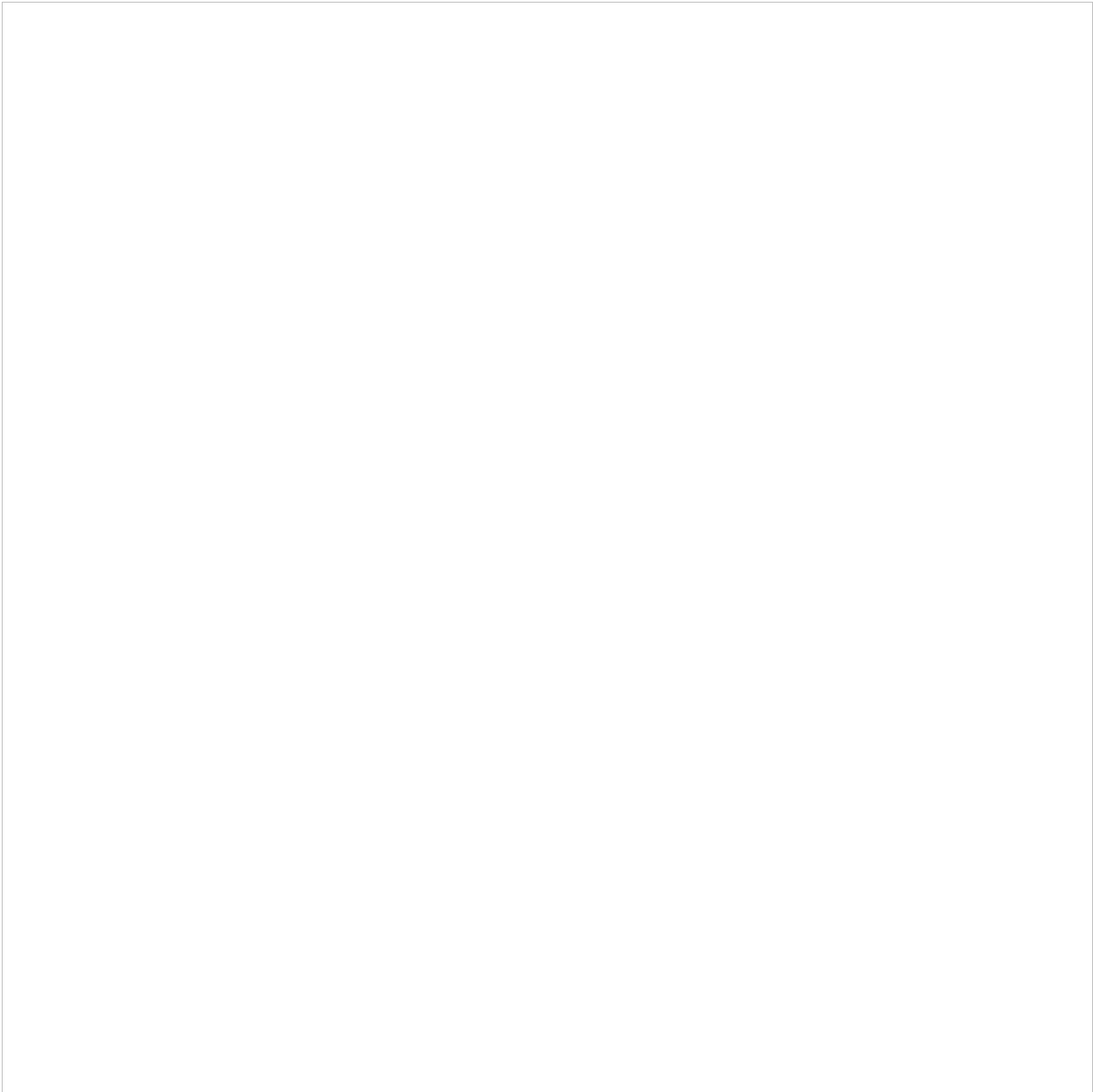
## 2. 交易方案说明

本次交易乐视网拟以现金和发行股份相结合的方式购买花儿影视100%的股权，以发行股份的方式购买乐视新媒体99.5%的股权，并募集配套资金，交易总额为149 850万元。



其中向曹勇及白郁发行股份并支付现金购买其合计持有的花儿影视100%的股权，其中以现金的方式支付花儿影视交易对价的30%，总计现金27 000万元；以发行股份的方式支付花儿影视交易对价的70%，总计发行股份数为21 205 377股；并向乐视控股及红土创投发行股份购买其合计持有的乐视新媒体99.5%的股权，总计发行股份数为10 094 690股。

乐视网向曹勇、白郁、乐视控股及红土创投发行股份购买资产的发行价格为董事会决议公告日前20个交易日公司股票交易均价，即29.57元 / 股；向其他特定投资者发行股份募集配套资金的发行价格为不低于董事会决议公告日前20个交易日公司股票交易均价的90%，即26.61元 / 股。



## （二）估值定价

### 1. 前期谈判时，双方预期估值及估值基础

交易双方在前期谈判时，预期估值已较为一致，由于花儿影视的业务特点，其一年推出1—2部精品剧，且精品剧通常较早能签订销售合同

并由此对收入形成预判。双方对花儿影视当年（2013年）6 000万—6 500万元的净利润水平基本无异议，参考当年市场上可比影视类并购案例的标的资产交易估值，双方在较初期即达成9亿元左右的共同预期。

## 2. 评估结论选用的评估方法及评估值

本次重大资产重组的评估机构中联评估采用资产基础法和收益法两种方法对花儿影视全部股权进行评估，并采用收益法评估结果作为最终评估结论。依据中联评估出具的中联评报字〔2013〕第710号《花儿影视资产评估报告》，截至评估基准日2013年6月30日，在持续经营前提下，花儿影视股东全部权益价值90 373.41万元，评估增值79 885.13万元，增值率为761.66%。

中联评估采用资产基础法对乐视新媒体全部股权进行评估，依据中联评估出具的中联评报字〔2013〕第743号《乐视新媒体资产评估报告》，截至评估基准日2013年9月27日，乐视新媒体100%股权净资产账面价值30 000万元，评估值30 000万元，评估值与账面价值比较无增减值。

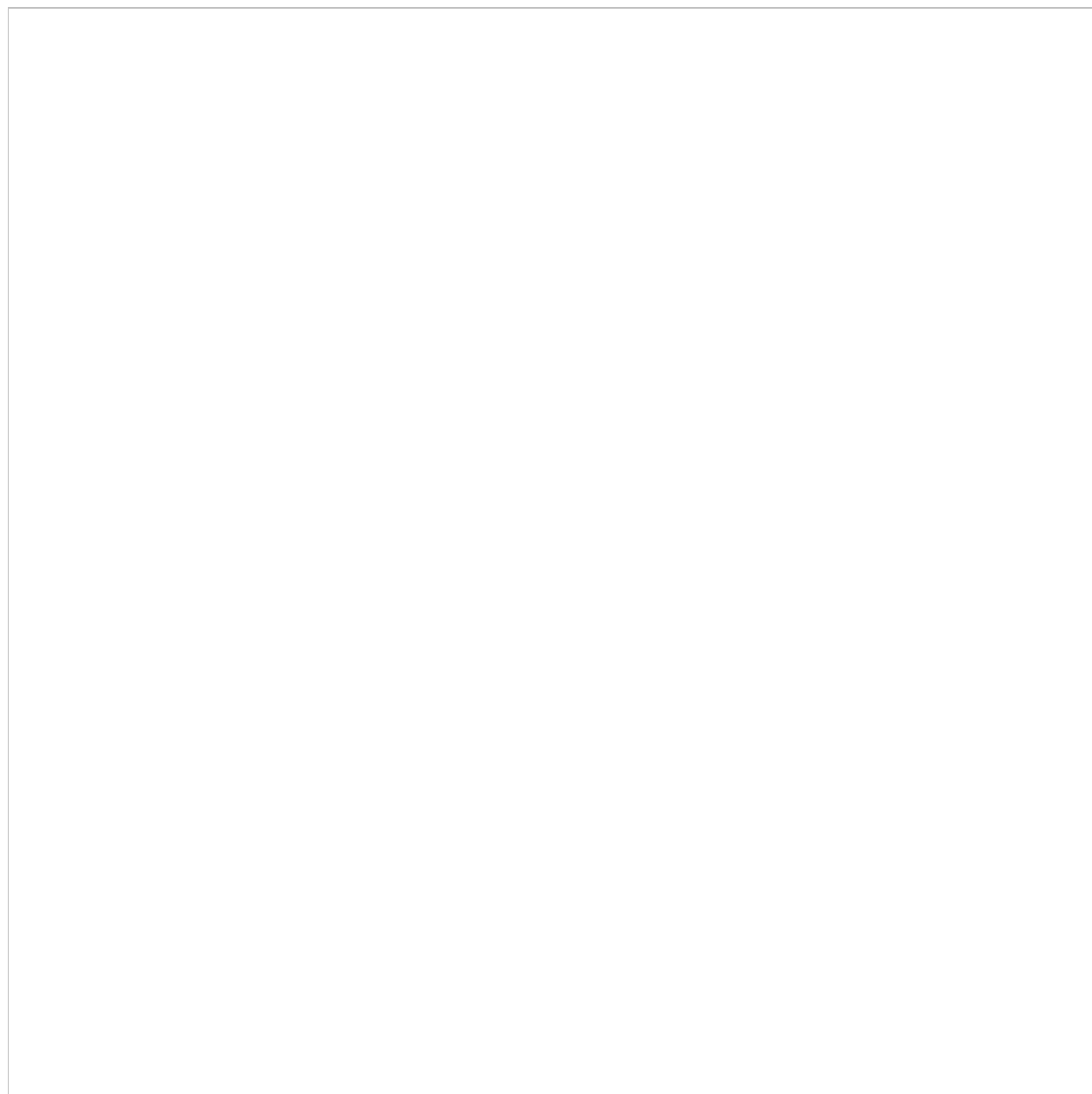
## 3. 同类交易案例的估值比较

本次乐视网收购的花儿影视主营业务为电视视剧策划、制作及发行，选取近年A股市场发生的主要影视剧公司收购（重组报告书）作为可比交易，发现本次交易市盈率略高于可比较交易市盈率平均值及中位数，属于中游水平，具体情况如下：

注：动态市盈率1是指依据交易标的100%股权对应的成交价格与交易标的基准日后第一个完整会计年度预计净利润（如未披露预测净利润，则以业绩对赌数替代）计算出的相对估值水平；动态市盈率2和动态市盈率3计算公式中的预计净利润则以动态市盈率1的预计净利润取值年份依次顺延。

### （三）对价支付方式

本次交易乐视网以现金和非公开发行股份相结合的方式向曹勇及白郁支付交易对价，以非公开发行股份方式向乐视控股及红土创投支付交易对价。具体支付情况如下：



#### （四）盈利补偿安排

本次交易花儿影视的利润补偿期限为2013年度、2014年度、2015年度及2016年度，曹勇及白郁承诺：花儿影视2013年度、2014年度、2015年度及2016年度经审计的扣除非经常性损益的净利润分别不低于人民币6 300万元、8 100万元、10 320万元、10 920万元。以上净利润为归属于母公司股东的扣除非经常性损益前后的净利润二者之较低者。

业绩承诺期累计股票补偿数量以发行人向认购人支付的股票总数（含转增和送股的股票）为上限。各方同意，如果股份补偿不足以补偿业绩承诺期累积承诺利润的，认购人需进一步提供现金补偿。如果此时仍然补偿不足的，曹勇及白郁需进一步提供现金补偿。

花儿影视在承诺年度累计实现净利润未达到累计承诺净利润时，上市公司有权以1元 / 股的价格回购曹勇、白郁通过本次交易所认购的股份，花儿影视每年需补偿的股份数量计算公式为：应补偿股份数 = （截至当期期末累计承诺净利润数 - 截至当期期末累计实现净利润数） / 补偿期限内各年的承诺净利润数总和 × 标的资产交易作价 / 发行价 - 已补偿股份数量。

同时，各方同意，股份补偿和现金补偿之和以认购人收到的本次交易的总对价为上限，在各年计算的应补偿金额少于或等于0时，按0取值，即已经补偿的金额不冲回。

## （五）其他安排

### 1. 本次发股购买资产交易对方所获股份之锁定期

花儿影视原股东曹勇和白郁各自以花儿影视股权认购而取得的上市公司股份锁定期为自股份发行完成之日起12个月，并在满足《现金及发

行股份购买资产协议》的具体条件后分三次解禁。

乐视新媒体原股东红土创投以乐视新媒体股权认购而取得的上市公司股份锁定期为自股份发行完成之日起36个月；乐视控股以乐视新媒体股权认购而取得的上市公司股份锁定期为自股份发行完成之日起60个月。

## 2. 花儿影视核心人员任职期限

花儿影视原股东曹勇及白郁为保证花儿影视持续发展和保持持续竞争优势，避免花儿影视核心团队成员的流失。曹勇及白郁承诺自交割日起，仍需至少在花儿影视任职6年，且签署劳动期限至少为6年的劳动合同。

郑晓龙作为花儿影视核心导演负责电视剧的制作，曹萍主要负责花儿影视电视剧的发行，二人在花儿影视持续经营发展中起到关键作用。为保障花儿影视业务的稳定发展，上市公司与花儿影视核心艺术团队成员郑晓龙、曹萍签署了至少为6年的独家排他合作协议，在“文化事业独家代理及合作”的框架下进行“电视剧项目合作”，且上述协议明确约定构成违约的情况下，“违约方应当根据其他方的请求继续履行义务、采取补救措施，或给予其全面、及时、充分、有效的赔偿”，同时“任何一方不得以任何原因提前解除本协议或终止各方的合作关系”，否则应赔偿对方所有直接及间接损失。同时在协议中明确竞业禁止及避免同业竞争的内容，以最大限度降低花儿影视核心人员的流失风险。

## 3. 花儿影视核心团队超额奖励

在完成收购花儿影视的业绩承诺期内，花儿影视2013年至2015年实现净利润（以扣除非经常性损益前后孰低者为准）分别需达到6 300万

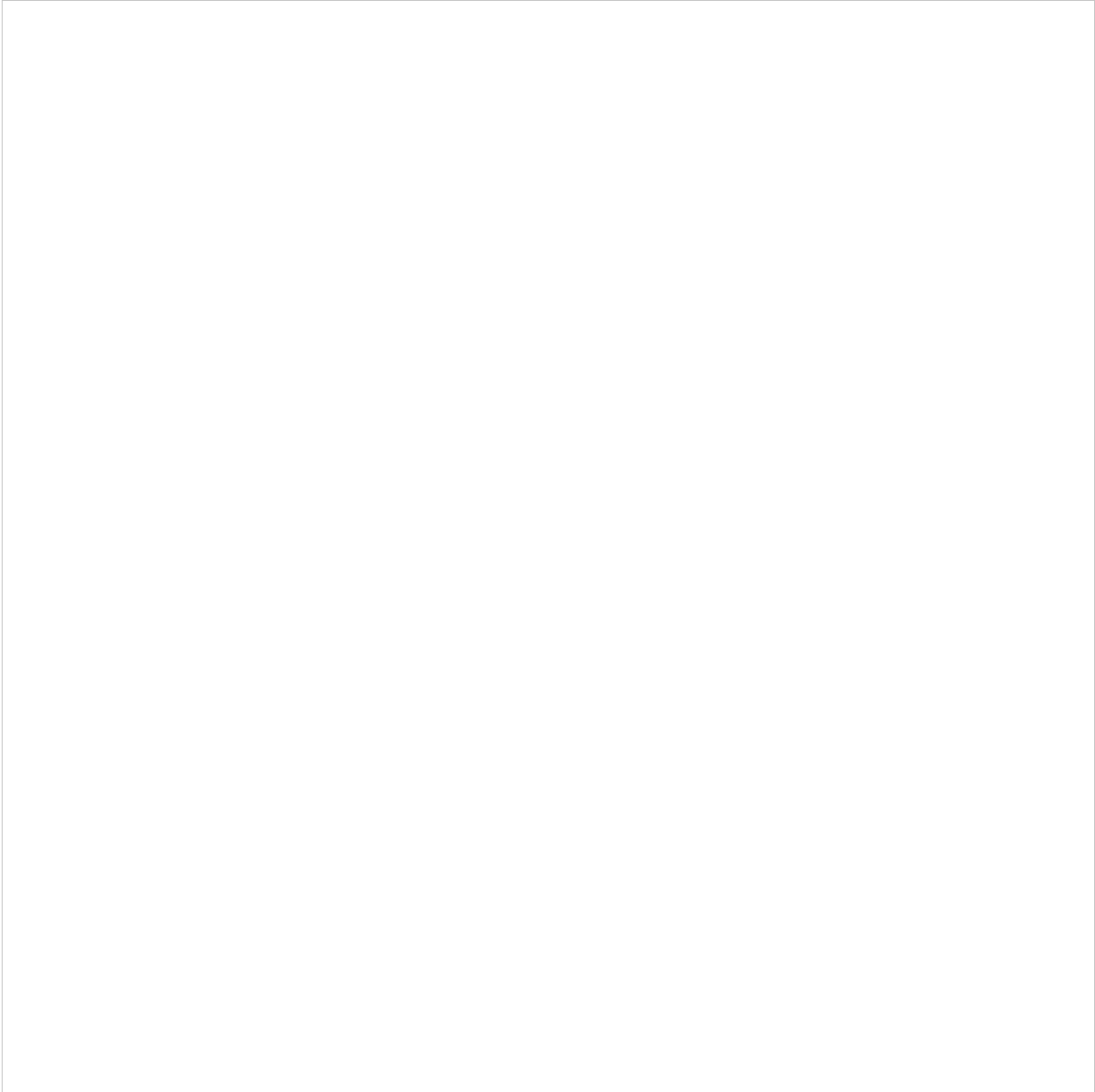
元、8 100万元和13 200万元，每年超额完成部分的50%用于奖励花儿影视的核心团队，上限为3 000万元。据对花儿影视管理层的访谈，花儿影视未来计划将每年超额完成奖励部分的大部分用于奖励郑晓龙导演及曹萍，以保持对关键核心技术人员的持续激励。

在花儿影视的业绩承诺期满后，花儿影视的核心人员在未来仍有权就每年实现净利润超出一定金额以上的部分获得一定比例的现金奖励，该部分奖金直接与花儿影视的盈利水平挂钩。

## 五、交易节点

本次交易的主要时间节点如下所示：





## 六、交易特点

### （一）交易难点——遇到的主要问题及解决方案

#### 1. 防范轻资产公司核心人员的流失风险

本次交易的标的资产之一花儿影视专注于电视剧的投资、制作、发行及其衍生业务，保持具有丰富行业经验的核心人员以及优秀的团队是公司生存和持续发展的根本。若本次交易完成后，花儿影视核心管理团队、业务骨干大量流失，将对其长期稳定发展带来重大不利影响。而花儿影视目前的大型电视剧产品基本上依赖于郑晓龙导演的声誉，但花儿影视与郑晓龙之间无股权关系，属于长期合作型联系。郑晓龙及曹萍等核心艺术人员对花儿影视未来经营发展具有重大影响作用。

因此，为保证花儿影视持续稳定经营及保持持续竞争优势，花儿影视创始人曹勇、白郁承诺与花儿影视签署了劳动期限至少为6年的劳动合同，如违反任职期限承诺的，则需承担违约责任并按《现金及发行股份购买资产协议》中的约定方式进行赔偿。同时，公司与花儿影视核心艺术团队成员郑晓龙、曹萍签署了至少为6年的独家排他合作协议，并已在协议中明确竞业禁止及避免同业竞争的内容。

此外，花儿影视在承诺期内每年超额完成承诺净利润的部分的50%将用于奖励花儿影视的核心团队，上限为3 000万元。据对花儿影视管理层的访谈，花儿影视未来计划将每年超额完成奖励部分的大部分将用于奖励郑晓龙导演及曹萍，以保持对关键核心技术人员持续激励。在花儿影视的业绩承诺期满后，花儿影视的核心人员在未来仍有权就每年实现净利润超出一定金额以上的部分获得一定比例的现金奖励，该部分奖金直接与花儿影视的盈利水平挂钩。

因此，上述合作协议及激励措施的设计力求最大限度降低花儿影视核心人员的流失风险。

## 2. 交易双方对盈利补偿的预期不同

在首次披露方案时，交易双方达成一致意见，同意花儿影视股东曹勇及白郁以通过本次交易取得的上市公司股票为补偿上限（股票比例70%，现金比例30%），因此存在本次收购花儿影视现金对价部分无业绩补偿安排，业绩承诺无法得到完全覆盖的风险。

从花儿影视的角度出发，其业绩较为稳定，在方案披露时承诺期第一年（2013年）业绩已基本得到确认完成，作为一个轻资产特点明显的公司在后续承诺年度出现巨额亏损的可能性较小，因此其股东认为交易方案中补偿措施未有对现金部分（30%）进行覆盖仍具备较强合理性。

但后续经上市公司与交易对方的多次协商，双方针对《盈利预测补偿协议》签署了《盈利预测补偿协议之补充协议》，花儿影视原有股东曹勇及白郁同意提高业绩补偿的上限，以覆盖本次收购花儿影视全部对价的风险；并同时将业绩承诺期限延长至2016年，并对2016年应完成之净利润水平作出明确承诺，更好地维护了上市公司中小股东的利益。

## （二）交易亮点——案例创新性

案例为标准式的发行股份及支付现金购买资产案例，亦为标准的向产业链上游进行的一次并购，在方案的设计上未有较多创新性及突破，但标的资产作为一家典型的轻资产型企业，其部分重要核心团队成员并非公司股东亦非公司员工，本交易方案设计中在如何锁定及激励花儿影视核心团队成员以保障花儿影视未来的持续盈利能力及核心竞争力方面有一定创新并具有一定借鉴意义。

## 七、并购影响

## （一）对公司业务的影响

### 1. 优化并扩充视频平台内容资源

对于国内视频网站而言，依靠外部流量入口的竞争优势已经逐步减弱，优质的内容和良好的用户体验正成为未来竞争的核心优势，其中优质的外购独播剧及自制剧是视频网站差异化竞争的重要策略。本次交易前，花儿影视与乐视网已开展了电视剧网络版权的独家合作，如《甄嬛传》及《新编辑部的故事》，其中花儿影视2011年作品《甄嬛传》创造了累计点击量近50亿次的行业纪录，成为截至目前电视剧网络播出的“剧王”，为乐视网流量的增长及网络用户人均一周有效浏览时间指标长期保持同行业第一阵营作出了一定贡献。本次交易完成后，花儿影视及乐视新媒体成为乐视网的全资控股子公司，从多个方面进一步增强乐视电视剧内容方面的优势。

### 2. 建立影视剧版权库，稳固观众流量

乐视网通过对花儿影视的收购，精品电视剧版权库得到了迅速补充；通过对乐视新媒体的收购，构建专业专注的精品电视剧网络版权经营平台，并一定程度上缓解了公司采购精品电视剧版权所需资金的压力，为未来公司持续购买优质精品电视剧内容，继续打造国内规模领先的影视剧版权库奠定了基础。优质的内容以及丰富的影视剧库可以有效巩固观众流量，从而有利于为乐视网带来稳定的广告收入。

### 3. 参与上游电视剧制作领域，提前布局传统电视剧产业转型

目前我国电视台数量较大且短时期内仍是电视剧作品最重要的客户，视频网站由于受制于电视频道的受众与网络渠道受众的重合程度，

对电视台有较强的依赖程度，具体表现为网络剧播映权的交易价格仍取决于传统媒体的平台及播出，电视剧的形态和交易仍以电视台为主。

花儿影视作为传统的电视剧制造者，采用基于行业经验的专业主观判断模式对剧本进行把握及定位，并拥有成熟的资源配置及电视剧业务全流程控制管理经验，而乐视网现有的大数据分析则是从电视剧作品受众出发，追踪他们的习惯与爱好，对影视剧本进行筛选。本次交易完成以后，乐视电视剧选剧流程将得到进一步优化，采用“行业专家判断+大数据分析”相结合的运营模式对剧本及演员进行筛选，提高“乐视电视剧”及“乐视制造”等频道的内容质量。并且依靠花儿影视在传统电视剧发行渠道方面的多年行业积累，一同协助乐视网在差异化竞争中脱颖而出，培养广泛且稳定的乐视网电视剧受众，助力公司未来自制优质电视剧视频反向推广至电视台。

## （二）对公司财务的影响

根据华普天健出具的上市公司备考盈利预测审核报告及2012年审计报告，本次交易完成后乐视网2013年的备考盈利预测状况如下：

本次交易完成后，乐视网2013年度预测营业收入、预测营业利润及预测净利润等财务指标较2012年度均有明显的提高，公司的盈利能力将得到进一步提升。

### （三）对原股东持股比例的影响



网5 427 798股股份，贾跃亭仍为乐视网的控股股东及实际控制人。

#### （四）对上市公司市值及原股东财富的影响

以2013年8月26日（本次重组停牌前最后一交易日）收盘价作为重组前代表，以4月11日（办理完成新增股份登记）收盘价作为本次重组完成后的代表，则乐视网股票价格及公司总市值分别增长了21.04%和27.51%，具体情况如下：

	重组完成前（停牌前）	重组完成后
股票价格（元 / 股）	31.84	38.54
乐视网市值（亿元）	254.23	324.18

与同行业比较选取创业板指数以及6家与乐视网业务相近的A股知名上市公司。选取2013年6月1日为基准日，使用2013年6月1日至2014年6月30日期间每个交易日收盘价与基准日收盘价比较计算增长率绘制下图，可以看到乐视网股价增长趋势明显快于同期创业板指数，增速处于同行业公司较高水平。



## 八、市场点评

### （一）收购增强其核心竞争力，长期价值值得期待

乐视网坚持走正版路线，采用买断独家版权，再进一步分销的策略，版权分销收入一直是其收入主要来源之一。截至2014年6月30日，

公司拥有电影版权超过5 000部，电视剧版权超过100 000集。此次公司对花儿影视以及乐视新媒体的收购，将加强公司在内容方面的布局，依托花儿影视的金牌导演和优秀的电视剧，将有助于公司进一步从源头上掌握优质的电视剧内容资源，降低网络版权的购买成本，这为公司立足长远发展奠定了基础。

## （二）收购影视公司，乐视生态更加完整

乐视致力打造的生态系统包括“平台+内容+终端+应用”，随着超级电视和OTT盒子C1S的热卖，终端和平台构建初见效益，而原先乐视的内容生态主要是版权购买，但资金消耗巨大，且话语权不足，收购花儿影视之后，公司将拥有独立的电视剧制作能力，有着丰富影视内容、节约购剧资金、增强行业的话权等利好，更重要的是乐视生态系统更加完整，更大地放大其平台价值。

## （三）从艾瑞最新数据看乐视网收购花儿影视的背后动因

从2013年9月艾瑞咨询的统计数据可以看到，乐视网在播放时长和用户覆盖两项统计指标的增长上均领先于同行业其他企业，人均视频播放时长排名第一，总播放时长排名第三，日均覆盖排名第四，超过了土豆和爱奇艺。

领先于行业发展速度的背后，乐视网精品内容战略的持续发力功不可没。从支柱型的精品版权大剧，到主攻差异化的自制内容，再到引入中网、高尔夫、五大联赛等精品体育赛事抢占增长最快的体育板块高地，乐视网的表现可圈可点。

精品内容战略指导下的全内容组合运营，一方面推动用户黏性的提升，另一方面在新用户拓展层面推波助澜，二者协同作战产生的联合推动力，让乐视网稳居人均浏览时长第一、总时长排名第二的同时，也在用户覆盖排行榜上稳步上升。沿着这个逻辑琢磨下来，花儿影视被乐视网收购的谜局也就豁然开朗了。显然，此次收购行为是乐视网精品内容战略指导下的又一次大动作，是其长期以来乐视生态战略布局的再次行动。

（本案例由华泰联合提供，撰写人：华泰联合投资银行部王帅恺、蒋子元）

## 2.1.2.2 华邦颖泰收购福尔股份和凯盛新材

### 一、案例简述

华邦颖泰股份有限公司（以下简称“华邦颖泰”）以发行股份及支付现金的方式购买山东福尔股份有限公司（以下简称“福尔股份”）100%的股权、山东凯盛新材料股份有限公司（以下简称“凯盛新材”）100%的股权，同时为提高本次交易的整合效益，向上市公司控股股东重庆汇邦旅业有限公司（以下简称“汇邦旅业”）定向募集资金不超过39 900万元。

### 二、交易各方

#### （一）交易各方基本情况

上市公司基本情况			
发行人名称	华邦颖泰股份有限公司	股票简称	华邦颖泰
注册资本	58 073.28万元	法定代表人	张松山
注册地址	重庆市渝北区人和星光大道69号	控股股东或实际控制人	张松山
行业分类	制造业——化学原料和化学制品制造业	主要产品及服务	提供医药制剂类业务、酒店旅游业务、医药原料药业务、农药相关业务
标的资产之福尔股份基本情况			
标的资产全称	山东福尔股份有限公司	注册资本	9 600万元
注册地址	龙口市徐福镇儒林庄村	控股股东于俊田	
所属行业	制造业——化学原料和化学制品制造业	主要产品及服务	主营业务为精细化工中间体的研发、生产和销售，产品主要为芳香族化合物，包括氯化物和氟化物中间体两大系列
标的资产之凯盛新材基本情况			
标的资产全称	山东凯盛新材料股份有限公司	注册资本	5 000万元
注册地址	淄博市淄川区双杨镇（张博公路东侧）	控股股东	王加荣
所属行业	制造业——化学原料和化学制品制造业	主要产品及服务	主营业务为精细化工中间产品以及新型高分子材料的研发、生产和销售，主要产品为氯化亚砷、对 / 间苯二甲酰氯、氯醚、聚醚酮酮等
本次交易的有关中介机构			
独立财务顾问	西南证券股份有限公司	律师	北京市东易律师事务所
审计机构	立信会计师事务所（特殊普通合伙）	评估机构	北京中企华资产评估有限责任公司

## （二）交易双方交易前最近两年及一期的主要财务数据

项目	2013年1—9月	2012年	2011年
上市公司			
营业收入（万元）	320 145.07	387 739.28	63 809.77
净利润（万元）	26 694.11	37 080.83	30 843.44
归属于母公司所有者的净利润（万元）	25 956.25	33 238.43	30 527.85
标的资产之福尔股份			
营业收入（万元）	38 016.57	36 585.74	33 201.74
净利润（万元）	7 170.57	7 089.33	6 150.57
归属于母公司所有者的净利润（万元）	7 186.09	6 980.73	5 820.79
标的资产之凯盛新材			
营业收入（万元）	24 957.30	20 867.44	22 750.67
净利润（万元）	3 987.67	2 654.97	3 525.92
归属于母公司所有者的净利润（万元）	3 987.67	2 654.97	3 525.92

### 三、交易背景

华邦颖泰在2011年完成对北京颖泰嘉和科技股份有限公司的吸收合并后，在传统医药原料药及制剂业务之外，新增农药业务板块，朝着大型精细化工企业迈进了一大步，同时华邦颖泰调整战略发展方向，未来将围绕医药、农药两大业务，以技术和市场为导向，继续加强与国际知名企业如巴斯夫、陶氏化学、拜耳、杨森等公司的合作，努力成为国际农医药产业分工链中的一环。在医药制剂方面，继续开发专利即将到期的重要原料药及制剂新工艺，依托规模和质量优势，提高市场占有率和盈利能力；将公司打造成为皮肤病、结核病等医药制剂的一流生产企

业。在农药方面，继续坚持研发和市场导向战略，实现自主生产、专属生产、技术服务和贸易业务齐头并进，成为农药行业的龙头企业，争取实现销售收入过60亿，净利润过6亿的战略目标。

近年来，农化市场发展迅速，据英国咨询机构Agranova Cropnosis公司统计，2011年，全球农化品市场在所有主要市场均实现了双位数的增长，总体增幅超过了14%，达到469.80亿美元，所有产品门类均实现了大幅增长。其中，杀虫剂和杀菌剂销售额增幅超过15%，而除草剂增幅约13%。除草剂销售额占全球农化销售收入的42%，杀虫剂占27%，杀菌剂占26%。我国农药产量已占世界的1/3以上，2010年我国农药出口到166个国家和地区，包括美国、澳大利亚、日本、俄罗斯、加拿大、德国、法国、英国、意大利等发达国家。

在农化行业较快发展的宏观背景下，华邦颖泰抓住行业发展的有利时机进行产业布局，积极参与产业整合和部分产品整体产业链的完善，在扩大上虞颖泰生产能力和加大北京颖泰研发投入的同时，收购盐城南方化工有限公司和杭州庆丰农化有限公司，有效整合上游资源和丰富公司产品线，为公司实现预期战略目标奠定良好基础。

福尔股份主营业务为精细化工中间体的研发、生产和销售，产品主要为芳香族化合物，包括氯化物和氟化物中间体两大系列，下游客户主要用于农药中间体的合成，部分用于医药和染料的合成，可用于生产二氯喹啉酸、联苯菊酯、除虫脲、F500、氟硅唑和粉唑醇等，与巴斯夫集团建立长期且良好的合作关系。

凯盛新材主营业务为精细化工中间体以及新型高分子材料的研发、生产和销售，主要产品为氯化亚砷、对 / 间苯二甲酰氯、氯醚、聚芳醚酮等，其中氯化亚砷是一种重要的有机化工原料，可用于医药、农药、

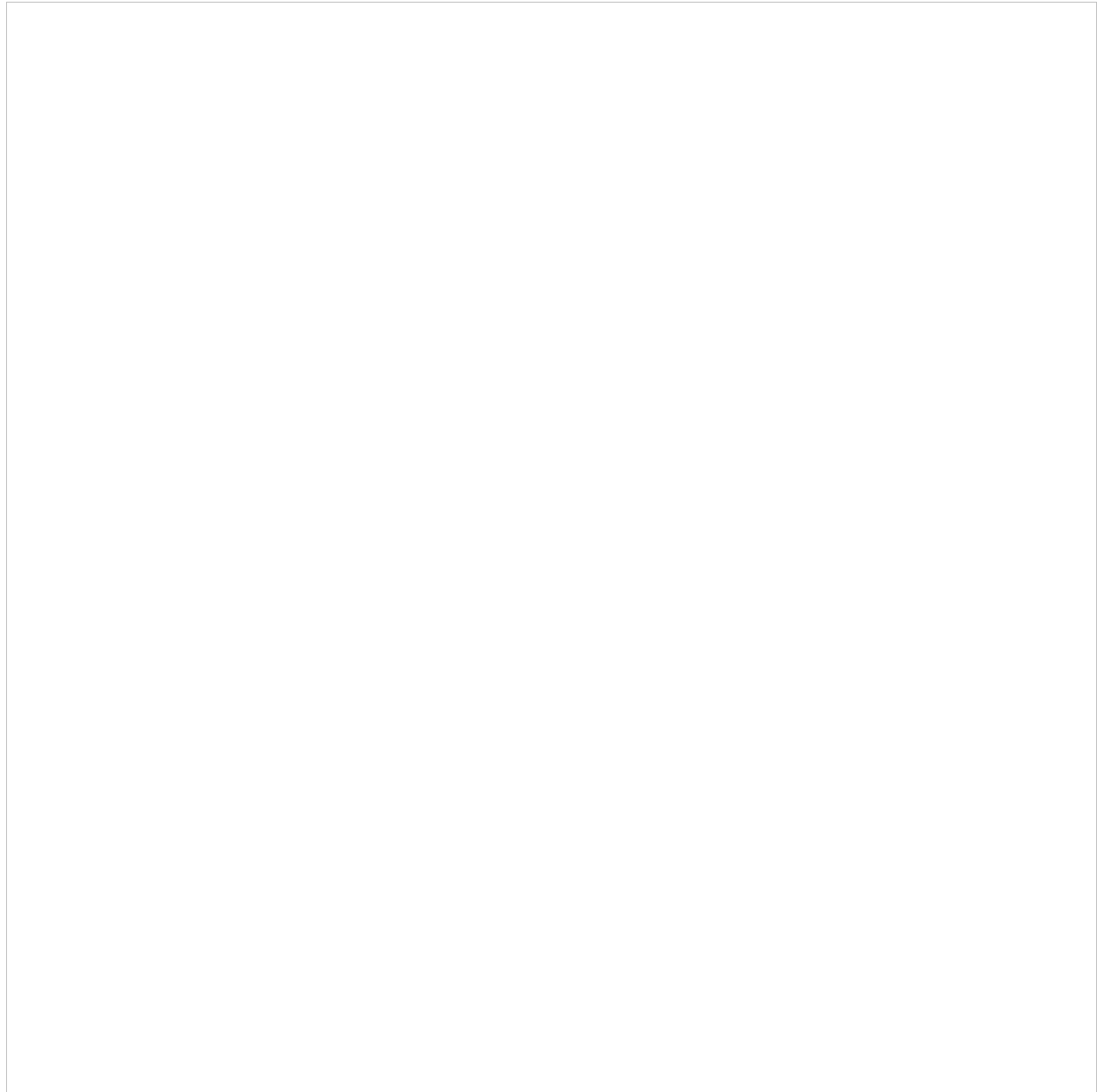
染料、化工及食品等行业，主要用于生产溴氰菊酯、甲氰菊酯、环丙沙星、脑复新、布洛芬、三氯蔗糖等农药、药品、食品添加剂产品，氯醚是低毒、高效的早期广谱稻田选择性芽期除草剂丙草胺的主要原料之一。氯醚产品可以供应华邦颖泰子公司杭州庆丰农化有限公司用于生产丙草胺。凯盛新材在氯化亚砷、酰氯行业内占据领先地位，具有一定的市场影响力，目前正在积极进行聚醚酮酮等新型高分子材料产业化和规模化。

华邦颖泰发行股份和支付现金购买福尔股份和凯盛新材100%股权完成后，进一步整合农化行业的上下游资源，实现规模成本效益，并有效丰富现有产品线，能为巴斯夫等世界知名企业提供多种产品，巩固彼此间的合作关系，同时涉足高分子新型材料领域，利用自身的资金实力和技术优势，加大对聚醚酮酮等具有国际同步领先水平的新型高分子材料的研发和生产投入，奠定公司未来发展和业绩增长基础。

## 四、交易方案

### （一）交易方案之福尔股份

#### 1. 方案背景及交易方案说明



## 2. 估值定价

### （1）前期谈判时，双方预期估值及估值基础

华邦颖泰经过与福尔股份相关人士多次接触，充分了解福尔股份的经营情况以及过去年度的财务数据，基于未来年度盈利预测，双方确定估值范围，并商定以资产评估公司的最后评估值作为作价依据。



## （2）评估结论选用的评估方法及评估值

中企华根据有关法律、法规和资产评估准则，遵循独立、客观、公正的原则，按照必要的评估程序，对山东福尔股份有限公司股东全部权益在评估基准日的市场价值进行了评估，结合被评估企业的资产、经营状况等因素及企业价值评估方法的适用性，最终采用收益法和资产基础法进行了评估，并出具了中企华评报字（2013）第3468号《华邦颖泰股份有限公司拟以发行股份并支付现金的方式向股份持有者收购山东福尔股份有限公司股权项目所涉及山东福尔股份有限公司股东全部权益价值评估报告》。

截至2013年6月30日，福尔股份母公司评估基准日总资产账面价值为85 935.09万元，资产基础法评估价值为95 497.37万元，增值额为9 562.28万元，增值率为11.13%；总负债账面价值为46 909.87万元，资产基础法评估价值为46 909.87万元，无增减值变化；净资产账面价值为39 025.22万元，净资产资产基础法评估价值为48 587.50万元，增值额为9 562.28万元，增值率为24.50%。

截至2013年6月30日，福尔股份母公司评估基准日评估基准日总资产账面价值为85 935.09万元，总负债账面价值为46 909.87万元，净资产账面价值为39 025.22万元；收益法评估后的股东全部权益价值为84 968.33万元，增值额为45 943.11万元，增值率为117.73%。

## （3）同类交易案例的估值比较

截至2013年6月30日，福尔股份母公司净资产账面价值为39 025.22万元，收益法评估后的股东全部权益价值为84 968.33万元，增值额为45 943.11万元，增值率为117.73%。

福尔多年从事精细化工中间体生产，在氯化、氟化类反应路径、催化剂选择、温度、压强、时间等工艺过程控制、结晶分离技术、精馏提纯技术、色谱检验技术、安全操作技术和污染物处理技术等方面拥有丰富的生产经验和一批成熟的生产技术工人，其通过长期与跨国综合化工企业及国内大型农医药原药、制剂企业开展战略合作，洞察下游客户的市场需求，适时调整销售策略，充分适应不断变化的市场竞争格局。福尔股份具有较强的科研能力，在氯化物和氟化物合成路径工艺、结晶分离技术、精馏提纯技术等方面取得了多项成果，拥有12项专利，掌握了3-氯-2-甲基苯胺、2,6-二氯甲苯、氟苯、邻氟甲苯等中间体的氯化、氟化、催化、还原、结晶和精馏等关键技术，形成了拥有自主知识产权的完整技术体系。其技术中心被山东省经济和信息化委员会认定为山东省认定企业技术中心，同时设有烟台市氟类新型农药中间体工程技术中心。公司还与沈阳化工研究院联合起草了3-氯-2-甲基苯胺（HGT 3958-2007）产品的行业标准，经国家发改委审核后发布。在依靠内部研发团队自主创新的同时，福尔股份与相关科研院所签署了技术合作协议，借助大专院校和科研院所的力量，开展了多渠道的交流与合作。

此外，福尔股份形成了以氯化、氟化物中间体为主的产品结构，下游农药产品涵盖杀菌剂、杀虫剂和除草剂三大领域，具有较强的市场应变能力和产品结构调整空间；近年来其以稳定的产品质量、规模化的生产能力和先进的管理水平，赢得了较为稳定的国内外优质客户群体，先后与巴斯夫集团、科聚亚公司等跨国综合化工企业保持了长期良好的合作关系，是公司持续盈利能力的重要保障。

福尔股份的核心竞争力使得其产品毛利率一直保持在较高水平，具体情况如下：

产品类别	2013年1—6月	2012年	2011年
氯化类中间体	30.09%	35.16%	31.46%
氟化类中间体	29.73%	32.07%	34.62%
农药制剂及原药	42.15%	38.44%	15.74%
综合毛利率	30.24%	33.86%	30.97%

福尔股份的产品毛利率始终保持在30%左右其相对稳定，随着福尔股份持续加大对技术创新和新产品开发的资金投入，现有产品生产规模将进一步扩大，将更加有效地节约生产成本，更好地发挥规模经济优势，巩固行业竞争优势。未来年度福尔股份主营业务收入预测情况如下：

福尔股份凭借技术优势、研发优势，在持续的生产和研发投入下，其产品集群优势将进一步的体现，在未来年度的市场竞争中，福尔股份能够更好地增强市场竞争力和影响力。

综上所述，福尔股份收入的增长及较好的盈利能力系收益法评估增值的主要原因。

根据立信会计师出具的审计报告，福尔股份2012年度审定的扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润为6 980.72万元，本次交易价格为84 968.33万元，2012年度市盈率为12.17；根据中企华出具的评估报告，收益法下评估师预测的2013年度净利润为7 049.31万元，本次交易价格为84 968.33万元，2013年度市盈率为12.05。

福尔股份属于精细化工行业，为分析本次交易估值的合理性，本报告书选取了部分可比上市公司，对市盈率对比分析如下：

注：每股收益为2012年度扣除非经常性损益后基本每股收益，股价为本次评估基准日（2013年6月30日）的收盘价，当日没有交易的，收盘价选前一交易日的收盘价。

### 3. 对价支付方式

本次交易的价格依据评估值确定，福尔股份100%股权交易价格为

84 968.33万元，其中现金支付金额分别为12 745.25万元，占交易价格的比重分别为15.00%，差额以发行股份方式进行支付。

#### 4. 盈利补偿安排

根据中企华出具的中企华评报字〔2013〕第3468号《资产评估报告书》，福尔股份2013年度、2014年、2015年、2016年度预测净利润数分别为7 049.31万元、7 717.81万元、8 447.31万元、8 482.52万元。

根据上市公司与于俊田、田深春、孙丽娟、汇邦旅业、联创投资、达晨投资、张加河、周会艳、徐洪来、高永明签订的《利润补偿协议》，于俊田、田深春、孙丽娟、汇邦旅业（以下简称“承诺方”）对福尔股份资产评估报告利润补偿期间各年度净利润预测数进行承诺，如福尔股份在利润补偿期间各年度的扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润数额分别未达到评估报告净利润预测数，则向上市公司进行补偿；若福尔股份在利润补偿期间各年度的扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润数大于或等于承诺的净利润数额，则无需向上市公司进行补偿。

鉴于于俊田为福尔股份的实际控制人，田深春、孙丽娟为福尔股份高级管理人员，而联创投资、达晨投资、张加河、周会艳、徐洪来、高永明为福尔股份的小股东，其利润补偿义务全部由于俊田、田深春、孙丽娟三名自然人股东按持股比例分担，小股东不承担利润补偿义务；于俊田、田深春、孙丽娟、汇邦旅业承担补偿义务比例具体如下：

序号	股东名称	补偿义务承担比例
1	于俊田	63.93%
2	田深春	15.13%
3	重庆汇邦旅业有限公司	12.50%

4	孙丽娟	8.44%
合计		100.00%

若福尔股份利润补偿期间各年度扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润未达到相关年度的净利润预测数，承诺方将于关于标的资产盈利预测实现情况的年度专项审核报告出具后的10个工作日内，依照下述公式计算出每年应予补偿的股份数量，该应补偿股份由华邦颖泰以1.00元的价格进行回购。

每年应予补偿的股份数量计算公式如下：

补偿股份数＝（截至当期期末累积预测净利润数－截至当期期末累积实际净利润数） / 补偿期限内各年的预测净利润数总和×福尔股份100%股权交易价格 / 股票发行价格－已补偿股份数

在计算补偿股份数时，若补偿股份数小于零，则按零取值，即已经补偿的股份不冲回，承诺方各方按照补偿义务比例计算各自应当补偿的股份数。

上述利润补偿方案中，由于俊田等部分股东替财务投资者、小股东承担利润补偿义务，在之后出现的案例中，出现部分股东有偿承担利润补偿义务，也算是市场化运作过程中的创新趋势。

## 5. 其他安排

若于俊田、田深春、孙丽娟当年的累计应补偿股份数额大于其合计持有的可用于补偿的股份数，不足部分由于俊田、田深春、孙丽娟三人以现金方式进行额外补偿，上市公司应在关于标的资产盈利预测实现情况的年度专项审核报告出具后的10个工作日内，书面通知于俊田、田深



春、孙丽娟向上市公司支付其当年应补偿的现金。于俊田、田深春、孙丽娟应在收到上市公司通知后的30日内以现金（包括银行转账）方式支付给上市公司。于俊田、田深春、孙丽娟当年应补偿现金总额按以下公式计算确定：

当年应补偿现金总额＝〔（截至当期期末累积预测净利润数－截至当期期末累积实际净利润数）／补偿期限内各年预测净利润数总和×福尔股份100%股权交易价格〕－已补偿股份数×发行价格－已补偿现金数。

于俊田、田深春、孙丽娟按照本次交易前持有福尔股份数量，计算分担各自应当补偿的现金数。

## （二）交易方案之凯盛新材

### 1. 方案背景及交易方案说明

## 2. 估值定价

### （1）前期谈判时，双方预期估值及估值基础

本次交易中，华邦颖泰发行股份和支付现金收购福尔股份和凯盛新材100%股权，福尔股份和凯盛新材从事的主营业务以及所处细分行业和发展阶段存在较大差异，进而双方股东及管理层对标的公司未来盈利

预测以及成长性预期存在差异。华邦颖泰经过与凯盛新材相关人士多次接触，充分了解福凯盛新材的经营情况以及过去年度的财务数据，基于未来年度盈利预测和成长速度，双方确定估值范围，并商定以资产评估公司的最后评估值作为作价依据。

## （2）评估结论选用的评估方法及评估值

中企华根据有关法律、法规和资产评估准则，遵循独立、客观、公正的原则，按照必要的评估程序，对山东凯盛新材料股份有限公司股东全部权益在评估基准日的市场价值进行了评估，结合被评估企业的资产、经营状况等因素及企业价值评估方法的适用性，最终采用收益法和资产基础法进行了评估，最终出具了中企华评报字〔2013〕第3401号

《华邦颖泰股份有限公司拟以发行股份并支付现金的方式向股份持有者收购山东凯盛新材料股份有限公司股权项目所涉及山东凯盛新材料股份有限公司股东全部权益价值评估报告》。

截至2013年6月30日，凯盛新材经审计的总资产账面价值为23 742.47万元，总负债账面价值为6 922.21万元，净资产账面价值为16 820.26万元。经资产基础法评估，凯盛新材评估基准日总资产账面价值为23 742.47万元，评估价值为27 676.54万元，增值额为3 934.07万元，增值率为16.57%；总负债账面价值为6 922.21万元，评估价值为6 922.21万元，无增减值变化；净资产账面价值为16 820.26万元，净资产评估价值为20 754.33万元，增值额为3 934.07万元，增值率为23.39%。

经收益法评估，股东全部权益价值为47 950.38万元，增值额为31 130.12万元，增值率为185.08%。本次评估报告评估结论采用收益法评估结果。

### （3）同类交易案例的估值比较

截至2013年6月30日，凯盛新材净资产账面价值为16 820.26万元，收益法评估值为47 950.38万元，增值185.08%。

近年来，凯盛新材先后通过了ISO9001—2008质量体系认证、ISO14001—2004环境管理体系认证等，被认定为山东省高新技术企业和中国专利山东明星企业，拥有省级企业技术中心、省级工程技术研究中心、淄博市芳纶聚合单体工程技术研究中心和淄博市聚芳类高分子材料工程实验室。凯盛新材凭借突出的技术优势，在国内氯化亚砷行业中具有一定的市场影响力，生产能力最大，年产能7.5万吨，占市场第一位，形成了一定的规模效应，具备较强的产品议价能力。凯盛新材以氯化亚砷为基础，积极开发延伸产品，在消耗自产氯化亚砷的同时向附加值更高的新材料领域开拓，形成以氯化亚砷为起点，延伸开发加工成氯醚、酰氯产品，并且加大技术研发投入，以酰氯作为原料开发更高技术含量和高附加值的聚醚酮酮产品的一种循环经济生产模式。与此同时，凯盛新材不断加大投入改进工艺提高氯化亚砷收率，收率的提高意味着生产氯化亚砷原料氯气和二氧化硫的氯元素和硫元素利用率得到提高，不仅能耗降低，并且利用氯化亚砷生产间 / 对苯二甲酰氯过程中产生的二氧化硫气体，约90%经分离、冷却、液化和压缩返回氯化亚砷生产线使用，约10%的无法回收二氧化硫经30%液碱吸收后得到亚硫酸钠。在循环经济生产模式下，凯盛新材一直保持了较强的成本优势和规模优势，形成一定的规模成本效益。报告期内，凯盛新材主营业务毛利率一直保持在较高水平，具体情况如下：

产品名称	2013年1—6月	2012年	2011年
氯化亚砷	39.08%	36.09%	40.04%
核苷酸	23.17%	18.27%	19.32%

酰氯	39.12%	37.70%	28.12%
氯醚	21.20%	41.86%	—
聚醚酮酮	—2.69%	33.75%	17.91%
主营业务毛利率	36.48%	35.56%	36.87%

凯盛新材的主要产品氯化亚砷和酰氯产品毛利率保持在38%左右，报告期内比较稳定。目前具备氯化亚砷75 000吨和酰氯3 800吨的年产能力，随着凯盛新材持续加大对技术创新和新产品开发的资金投入，现有产品生产规模将进一步扩大，将更加有效地节约生产成本，更好地发挥规模经济优势，巩固行业竞争优势。未来年度凯盛新材主营业务收入预测情况如下：

凯盛新材凭借技术优势，在持续的生产和研发投入下，循环经济生产模式的成本优势将进一步的体现，在未来年度的市场竞争中，凯盛新材能够更好地增强市场竞争力和影响力，保持氯化亚砷和酰氯行业的领先地位。

综上所述，凯盛新材收入的较快增长及较好的盈利能力系收益法评估增值的主要原因。

根据立信会计师出具的审计报告，凯盛新材2012年度审定的扣除非经常性损益后净利润为2 661.38万元，本次交易价格为47 950.38万元，2012年度市盈率为18.02；根据中企华出具的评估报告，收益法评估预测的2013年度净利润为3 695.78万元，本次交易价格为47 950.38万元，2013年度市盈率为12.97。

凯盛新材属于精细化工行业，为分析本次交易估值的合理性，本报告选取了部分可比上市公司，对市盈率对比分析如下：

注：每股收益为2012年度扣除非经常性损益后基本每股收益，股价为本次评估基准日（2013年6月30日）的收盘价，当日没有交易的，收盘价选前一交易日的收盘价。

### 3. 对价支付方式

凯盛新材100%股权购买价格为47 950.38万元，其中现金支付6 776.83万元，以发行股份的方式支付41 173.55万元，按本次发行价格计算，需向王加荣等二十名股东发行股份25 541 891股。



#### 4. 盈利补偿安排

根据中企华出具的中企华评报字〔2013〕第3401号《资产评估报告书》，凯盛新材2013年度、2014年度、2015年度、2016年度预测净利润数分别为3 695.78万元、4 390.96万元、5 515.00万元、5 803.08万元（以下统称“预测净利润数”）。利润补偿期间为本次非公开发行股份购买资产实施完成当年起的三个会计年度（含实施完成当年所在会计年度）（以下称“利润补偿期间”），即如果本次非公开发行股份购买资产于2013年实施完成，则利润补偿期间为2013年度、2014年度、2015年度；如果本次非公开发行股份购买资产于2014年实施完成，则利润补偿期间为2013年度、2014年度、2015年度、2016年度。

根据上市公司与王加荣、张杰、宋国谋、王成、李斌、李永胜、李殿勋、王叶洁、刘娜、李强、王荣海、杨善国、李云永、郭强、张善民、张勉志、孙丰春、山东省高新技术创业投资有限公司、维美创业投资有限公司、辽宁金融市场发展咨询服务有限公司签订的《利润补偿协议》，王加荣、张杰、宋国谋、王成、李斌、李永胜、李殿勋、王叶洁、刘娜、李强、王荣海、杨善国、李云永、郭强、张善民、张勉志、孙丰春、山东省高新技术创业投资有限公司、维美创业投资有限公司、辽宁金融市场发展咨询服务有限公司（以下简称“凯盛新材承诺方”）对凯盛新材资产评估报告在利润补偿期间各年度净利润预测数进行承诺，如凯盛新材在利润补偿期各年度的扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润数额分别未达到评估报告净利润预测数，则向上市公司进行补偿；若凯盛新材在利润补偿期各年度的扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润数大于或等于承诺的净利润数额，则无需向上市公司进行补偿。

若凯盛新材利润补偿期各年度扣除非经常性损益后归属于母公司的

净利润数未达到相关年度的净利润预测数，凯盛新材承诺方将于关于标的资产盈利预测实现情况的年度专项审核报告出具后的10个工作日内，依照下述公式计算出每年应予补偿的股份数量，该应补偿股份由华邦颖泰以1.00元的价格进行回购。

每年应予补偿的股份数量计算公式如下：

$$\text{补偿股份数} = (\text{截至当期期末累积预测净利润数} - \text{截至当期期末累积实际净利润数}) / \text{补偿期限内各年的预测净利润数总和} \times \text{凯盛新材} \\ 100\% \text{ 股权交易价格} / \text{股票发行价格} - \text{已补偿股份数}$$

在计算补偿股份数时，若补偿股份数小于零，则按零取值，即已经补偿的股份不冲回；凯盛新材承诺方按照本次交易前在凯盛新材的股权比例计算各自应当补偿的股份数。

## 5. 其他安排

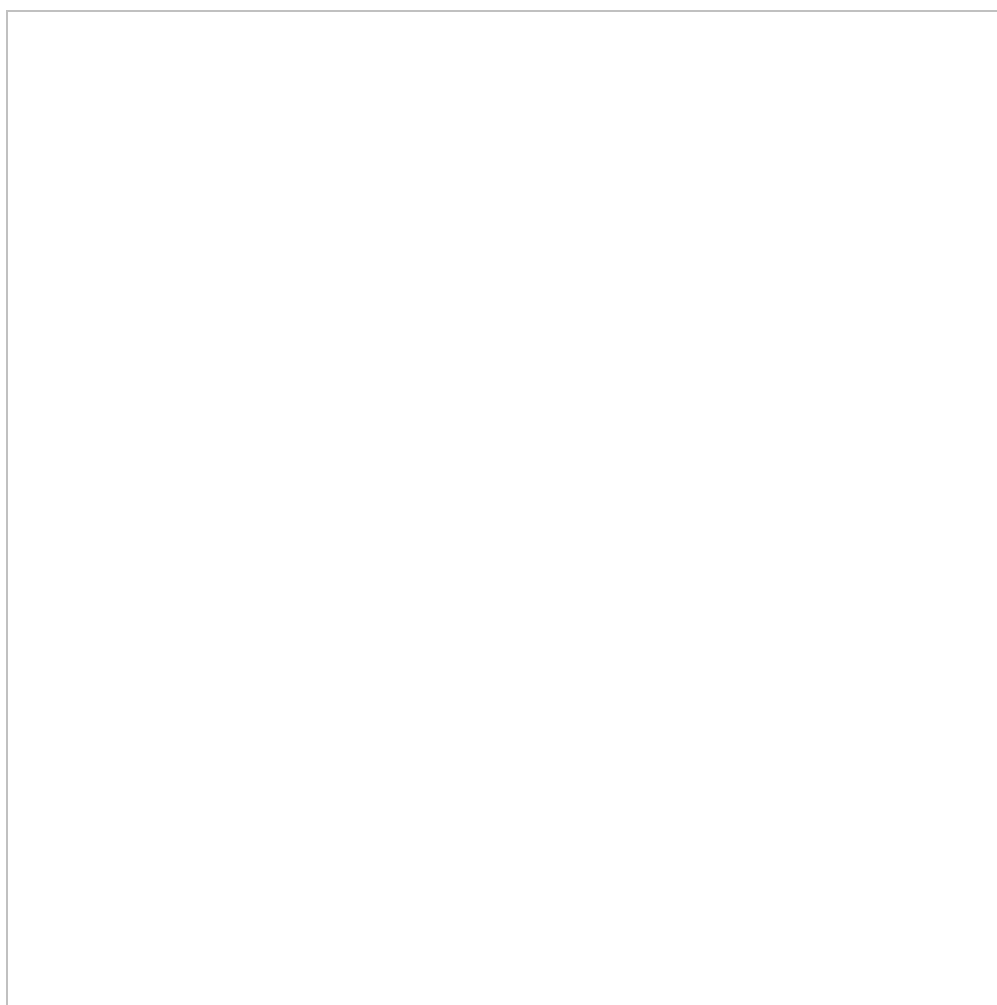
若当年的累计应补偿股份数额大于凯盛新材承诺方本次认购的股份数，不足部分由凯盛新材承诺方按照比例以现金方式进行额外补偿。华邦颖泰应在关于标的资产盈利预测实现情况的年度专项审核报告出具后的10个工作日内，书面通知凯盛新材承诺方各方向华邦颖泰支付其当年应补偿的现金。凯盛新材承诺方各方应在收到华邦颖泰通知后的30日内以现金包括银行转账方式支付给华邦颖泰。凯盛新材承诺方各方当年应补偿现金数量按以下公式计算确定：

$$\text{当年应补偿现金数} = [(\text{截至当期期末累积预测净利润数} - \text{截至当期期末累积实际净利润数}) / \text{补偿期限内各年预测净利润数总和} \times \text{凯盛新材} \\ 100\% \text{ 股权交易价格}] - \text{已补偿股份数} \times \text{发行价格} - \text{已补偿现金数}。$$

凯盛新材承诺方各方按照本次交易前持有凯盛新材股权的比例计算各自应当补偿的现金数。

## 五、交易节点

2013年8月9日，华邦颖泰股票正式停牌，开始筹划发行股份购买资产事宜，2014年5月12日，新增股份完成在深圳证券交易所上市，本次交易正式完成。



## 六、交易特点

## （一）交易难点——遇到的主要问题及解决方案

### 1. 两家标的公司所处发展阶段不同而造成估值困境

出于并购效率等方面考虑，华邦颖泰本次交易收购福尔股份和凯盛新材100%股权，福尔股份主要提供农药中间体等化工产品，而凯盛新材主要提供氯化亚砷、酰氯等新材料产品，两家标的公司主营业务和所处细分行业存在一定程度的差异。并且福尔股份作为相对成熟行业的较大规模企业，市场份额相对稳定，产品技术度相对成熟，未来发展速度相对平稳，而凯盛新材作为立足新材料研发和生产的成长性企业，在氯化亚砷领域拥有明显的市场优势，利用自身的技术优势向聚醚酮酮等高附加值材料领域扩展，未来发展空间相对广阔。但是又因两家标的公司同属精细化工行业，在企业价值评估过程中，相关参数选择需保持一定程度的一致性，因此如何在大行业一致背景下，对两家标的公司的价值作出合理测定具有一定难度。

### 2. 国资PE参与交易的审批路径

本次交易前，山东省高新技术投资有限公司作为山东省国资委控股鲁信创业投资集团股份有限公司之全资子公司持有凯盛新材25%股权，且鲁信创业投资集团股份有限公司为上海证券交易所上市公司。在本次交易筹划过程中，山东省国资委作为一个标的公司的非控股股东如何体现国资管理职能，是否需要履行完整的国资审批程序，以及鲁信创投作为上市公司，其在履行信息披露过程中如何与华邦颖泰在披露内容以及时点保持一致构成本次交易一个难点。经过多方咨询以及中介机构专业探讨，本次交易涉及凯盛新材股权变更仍履行完整的国资审批程序，虽然在时间进度方面对本次交易造成一定程度的不利影响，但是解决了潜在的舆论压力。同时鲁信创投结合自身信息披露规则与华邦颖泰建立

了良好的沟通机制，保持了信息披露的一致性。

## （二）交易亮点——案例创新性

### 1. 与客户形成粘性伙伴关系提供全面服务

西南证券自2009年作为华邦制药吸收合并北京颖泰嘉和科技股份有限公司独立财务顾问以来，先后为华邦颖泰非公开发行股票、发行股票购买资产以及公开发行公司债券等提供保荐承销以及财务顾问服务，在合作过程中，西南证券不仅仅完成中介机构职能，还在深入理解上市公司发展战略的基础上，利用自身业务网络，协助公司寻找并购标的并且提供股东增资资金，与上市公司形成良好的互动关系，完成了从简单提供保荐服务的中介服务关系发展为粘性的战略合作关系。

### 2. 标的公司部分股东不愿参与交易，控股股东提供过桥

2011年3月10日，福尔有限、于俊田等13名福尔有限股东、长华投资三方签署了针对福尔有限的《增资协议》；2011年4月26日，福尔有限、于俊田等13名福尔有限股东、长华投资、元亨投资签署了针对福尔有限的《股权转让协议》。

长华投资增资福尔有限及长华投资、元亨投资受让福尔有限股权时，与于俊田等13名福尔有限股东约定了福尔有限的业绩保证和补偿、发行股票并上市的时间安排以及不能如期完成时的股份回购相关事项，并由福尔有限、于俊田等13名福尔有限股东做出了承诺和保证。

由于福尔股份决定不再进行公司首次发行股票并上市的工作，并拟与华邦颖泰股份有限公司进行资产重组，福尔股份与长华投资、元亨投

资进行了充分的沟通，长华投资、元亨投资作为福尔股份的投资者不愿承担二级市场股票价格波动的风险，且本次交易涉及中国证监会审核，时间进度等存在诸多不确定因素，在本次交易方案沟通过程中，长华投资、元亨投资基于多重因素考虑并结合自身实际经营情况，表示不愿意参与本次交易。

鉴于福尔股份对长华投资、元亨投资具有承诺及保证义务，为促进本次交易的顺利进行，汇邦旅业作为上市公司的控股股东先行认购长华投资、元亨投资合计持有的福尔股份12.50%的股权，由此解除了福尔股份对长华投资、元亨投资的承诺及保证义务。

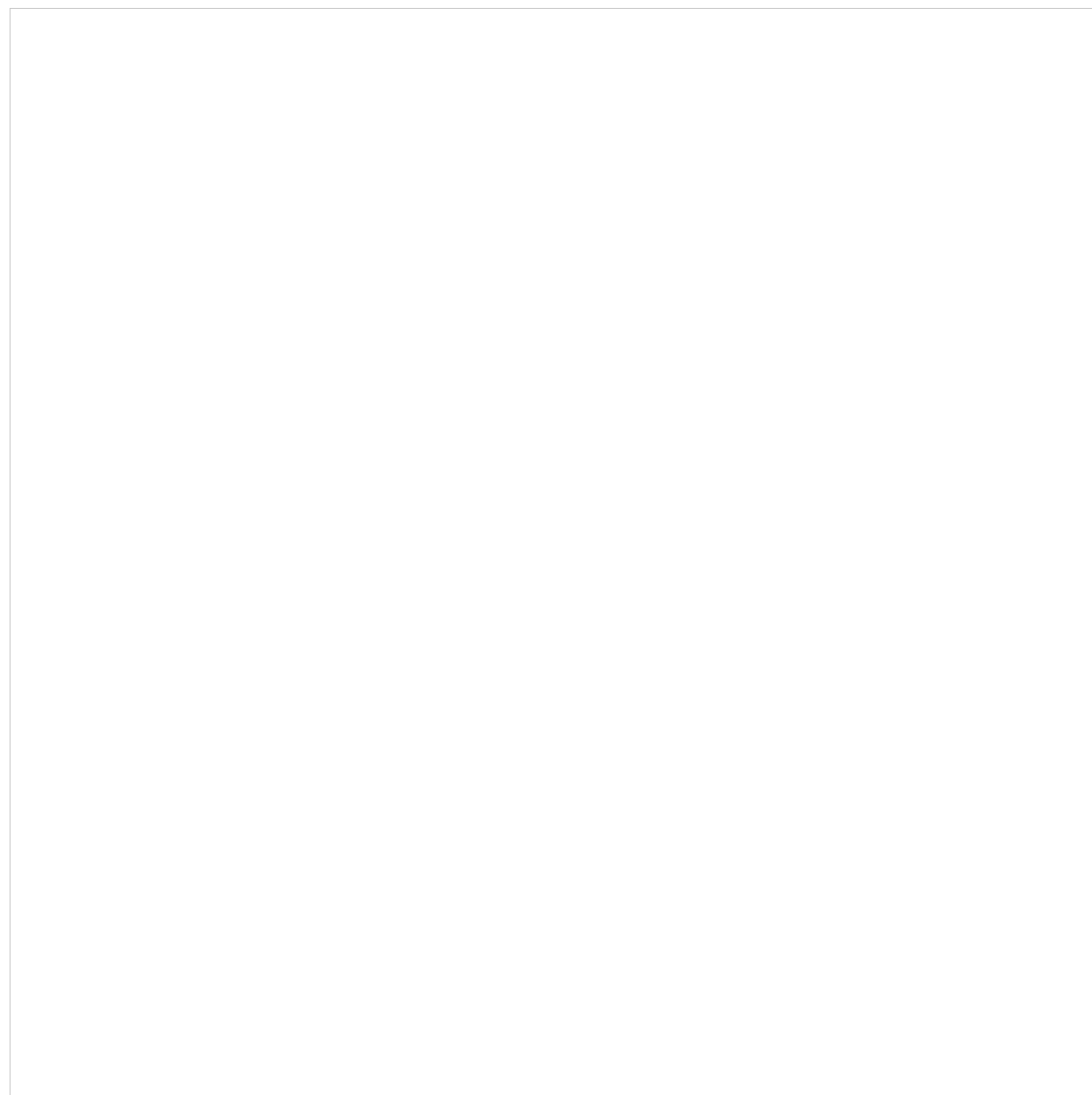
## 七、并购影响

### （一）对公司业务的影响

华邦颖泰发行股份和支付现金购买福尔股份和凯盛新材100%股权完成后，进一步整合农化行业的上下游资源，实现规模成本效益，并有效丰富现有产品线，能为巴斯夫等世界知名企业提供多种产品，巩固彼此间的合作关系，同时涉足高分子新型材料领域，利用自身的资金实力和技术优势，加大对聚醚酮酮等具有国际同步领先水平的新型高分子材料的研发和生产投入，奠定公司未来发展和业绩增长基础。

### （二）对公司财务的影响

#### 1. 本次交易前后营业收入、净利润分析



综上对比分析，交易前后公司营业收入、营业利润及净利润均得到显著增长，归属于母公司股东的净利润增长幅度约为30%，上市公司盈利能力将得到进一步增强。

本次交易前后盈利能力指标比较分析如下：

2011年度	交易完成后	交易完成前	增长幅度

销售毛利率	51.16%	66.82%	—23.43%
销售净利率	33.83%	48.34%	—30.00%
基本每股收益	0.82	0.77	6.49%
净资产收益率	17.13%	27.06%	—36.70%
2012年度	交易完成后	交易完成前	增长幅度
销售毛利率	26.58%	25.39%	4.66%
销售净利率	10.52%	9.56%	9.98%
基本每股收益	0.72	0.66	9.09%
净资产收益率	11.12%	13.24%	—16.01%
2013年1—6月	交易完成后	交易完成前	增长幅度
销售毛利率	26.89%	26.03%	3.30%
销售净利率	8.51%	7.47%	13.90%
基本每股收益	0.32	0.29	10.34%
净资产收益率	4.26%	4.81%	—11.43%

综上对比分析，本次交易完成后，上市公司销售毛利率、销售净利率及基本每股收益均得到提高，盈利能力得到增强；2011年度交易后毛利率、净利率下降原因系当年刚刚完成对北京颖泰的并购，毛利率较低的农药产品销售尚未对当年财务数据产生影响。

### （三）对原股东持股比例的影响

截至2013年9月30日公司的总股本为58 073.28万股，本次交易新增9 509.72万股，其中拟发行股份购买资产的股份发行数量为7 034.53万股，募集配套资金拟发行股份数量为2 475.19万股。

据此计算本次交易前后公司的股本结构变化如下表所示：



本次交易完成后，上市公司实际控制人不会发生变更，张松山及其一致行动人持股比例不超过30%，不构成要约收购。

#### （四）对上市公司市值及原股东财富的影响

华邦颖泰于2013年8月9日公告《关于筹划发行股份购买资产的停牌

公告》，并于2013年8月9日起停牌，2013年8月8日的收盘价为17.70元/股。2014年5月12日，本次交易新增股份在深圳证券交易所上市，当日收盘价为16.49元/股，较本次交易停牌日下降6.84%，同期中小板综合指数下降7.49%。由于华邦颖泰本次交易前市值较大，且流通股份较多，在本次交易完成后，并未在市值上反映出并购效益，另一方面华邦颖泰与标的公司均为化工行业，较为传统，不具备二级市场所需的炒作题材。因此本次交易对上市公司市值及原股东财富的短期交易较为有限，但是本次收购符合公司战略发展方向，为公司深耕行业和涉足新材料行业奠定坚实基础，符合股东的长远利益。

## 八、市场点评

安信证券：2014年初，公司收购了福尔股份和凯盛新材。2014年，公司拟以2.2亿美元认购Albaugh 20%的股权，Albaugh公司是美国最大的非专利农化品生产商之一，主要产品包括草甘膦（全球第二，仅次于孟山都）、2, 4D（全球第二，仅次于陶氏）、麦草畏和阿特拉津等，渠道遍及北美、南美和欧洲市场。此外，公司已公告将收购西藏林芝百盛药业股权，公司近两年通过内生和外延将有望实现快速发展，也成为国内农药业务产业链最全的公司。

广发证券：公司业务仍然呈多元化发展格局，但公司“农药+医药”两药并举的发展战略清晰，其中医药业务迎来内生、外延双轮驱动的加速增长阶段，预计未来利润占比将逐步提升，在农药业务保持快速发展基础上，未来三年有望成为公司主要的利润来源。

收购以上两家中间体企业，符合公司向大型精细化工企业发展的战略。福尔股份和凯盛新材均为所处细分领域的龙头企业且产品下游均可

用于农药、医药的生产，对公司原有业务形成重要补充，有利于公司综合竞争力的提升。其中，福尔股份主要产品重点应用于农药领域，有望与公司农化业务形成一定协同效应；在客户群体上与华邦颖泰存在共同之处（如巴斯夫），完成收购后有利于深化华邦颖泰与现有客户的合作关系。而收购凯盛新材则有助于公司进入精细化工新材料领域，有利于公司综合竞争力进一步提升，符合公司战略发展方向。

（本案例由西南证券提供，撰写人：西南证券投资银行北京三部张海安、孔辉焕）

## 2.1.2.3 神州泰岳收购天津壳木

### 一、案例简述

上市公司神州泰岳成立于2001年5月，2002年6月整体变更为股份有限公司，2009年10月作为首批创业板企业之一，成功登陆国内创业板。经过多年的业务实践，神州泰岳已形成了以运维管理、互联网运营服务为核心，并兼具电子商务、物联网的业务架构。在运维管理业务领域，主要向国内电信、金融、能源等行业的大中型企业和政府部门提供IT运维管理的整体解决方案，涵盖了网络管理、服务流程管理、信息安全管理、面向电信网络的综合网络管理、网络优化管理等方面。

神州泰岳为进一步拓展业务线，决定收购移动游戏开发商天津壳木软件有限责任公司100%的股权，企业价值为12.15亿元，其中现金对价合计42 750.00万元，公司计划使用超募资金21 669.28万元和节余募集资金21 080.72万元进行支付。同时，由于天津壳木存在海外关联企业 Camel Game Inc.，为避免增加上市公司神州泰岳的关联交易，其境外联

营公司神州泰岳（香港）同时开展了对Camel Game Inc.的收购。

该交易于2014年3月31日获得中国证监会批准，2014年4月10日完成标的资产的过户。此交易为我国首次境内企业投资收购由境内自然人建立的境外企业，通过创新性的方案设计和灵活的解决思路，填补了我国在相关法律法规方面的空缺，也为之后的类似案例提供了一个经典范式。

## 二、交易各方

### （一）神州泰岳（上市公司）基本情况

#### 1. 企业基本信息

神州泰岳基本信息			
发行人名称	北京神州泰岳软件股份有限公司	股票简称	神州泰岳
注册资本	61 341.392万元	法定代表人	王宁
注册地址	北京市海淀区万泉庄路28号万柳新贵大厦A座6层601室	控股股东或实际控制人	北京神州泰岳科技有限公司
主要经营范围	计算机网络综合管理及网络系统集成技术开发、技术服务、技术转让、技术培训；电子信息技术咨询（中介除外）；销售计算机网络软硬件产品；电子信息工程技术系统设计；技术进出口、代理进出口、货物进出口。		

#### 2. 股权结构

在收购天津壳木前，神州泰岳主要股东情况和股权结构如下表：

本次交易前		
股东名称	持股数量（万股）	股权比例
王宁	8 452.63	13.78%

李力	8 452.63	13.78%
齐强	4 428.06	7.22%
黄松浪	3 717.16	6.06%
王国华	3 516.44	5.73%
万能	2 973.73	4.85%
徐斯平	2 487.40	4.06%
汪铖	1 969.51	3.21%
汇金立方资本管理有限公司	1 231.14	2.01%
中国银行银华优质增长股票型证券投资基金	795.18	1.30%
其他股东	23 317.51	38.01%
合计	61 341.39	100.00%

其中王宁、李力为神州泰岳实际控制人，各持有神州泰岳13.78%的股份。

### 3. 主营业务及生产经营情况

神州泰岳的主要业务范围涵盖运维管理、互联网，并兼具电子商务、物联网的相关业务，在移动互联网方面已经形成了强大的产品能力和运营能力。近三年来，神州泰岳在经营规模不断增长的同时，产品线也得到了进一步丰富、业务结构得到进一步优化，整体呈现出“互联网运营服务业务稳步发展、运维管理业务快速提升”的态势，形成了以运维管理、互联网运营服务为重点，并兼具电子商务、物联网的业务架构。

2010—2012年，神州泰岳分别实现了营业收入84 162.90万元、115 725.81万元和140 951.29万元，年均复合增长率达到29.41%，分别实现了归属于母公司股东的净利润32 791.56万元、35 319.28万元和42 902.89万元，年均复合增长率达到14.38%。2013年，神州泰岳实现营业总收入190 646.65万元，比去年同期增长35.26%，实现营业利润52 885.24万元，较去年同期增长28.99%；实现利润总额56 345.24万元，比去年同期

增长了26.59%；实现归属于上市公司股东的净利润为51 754.42万元，比去年同期增长了20.63%。

项目	2013年	2012年	2011年
营业收入（万元）	190 646.65	149 951.29	115 725.81
利润总额（万元）	56 345.24	44 510.45	38 418.91
归属于上市公司普通股股东的净利润（万元）	51 754.42	42 902.89	35 319.28

## （二）天津壳木（标的公司）基本情况及财务数据

### 1. 天津壳木基本信息

天津壳木基本情况			
标的资产全称	天津壳木软件有限责任公司	注册资本	500万元
注册地址	天津生态城动漫中路482号创智大厦204室—135	控股股东	李毅
企业注册号	120116000146659	组织机构代码证号	59874650
税务登记证号	120120598746500	营业期限	2012年12月21日至2022年12月20日
经营范围	应用软件服务；计算机系统服务；基础软件服务；技术开发、技术推广、技术服务（以上经营范围设计行业许可的凭许可证件，在有效期限内经营，国家有专项专营规定的按规定办理）。		

### 2. 天津壳木子公司基本信息

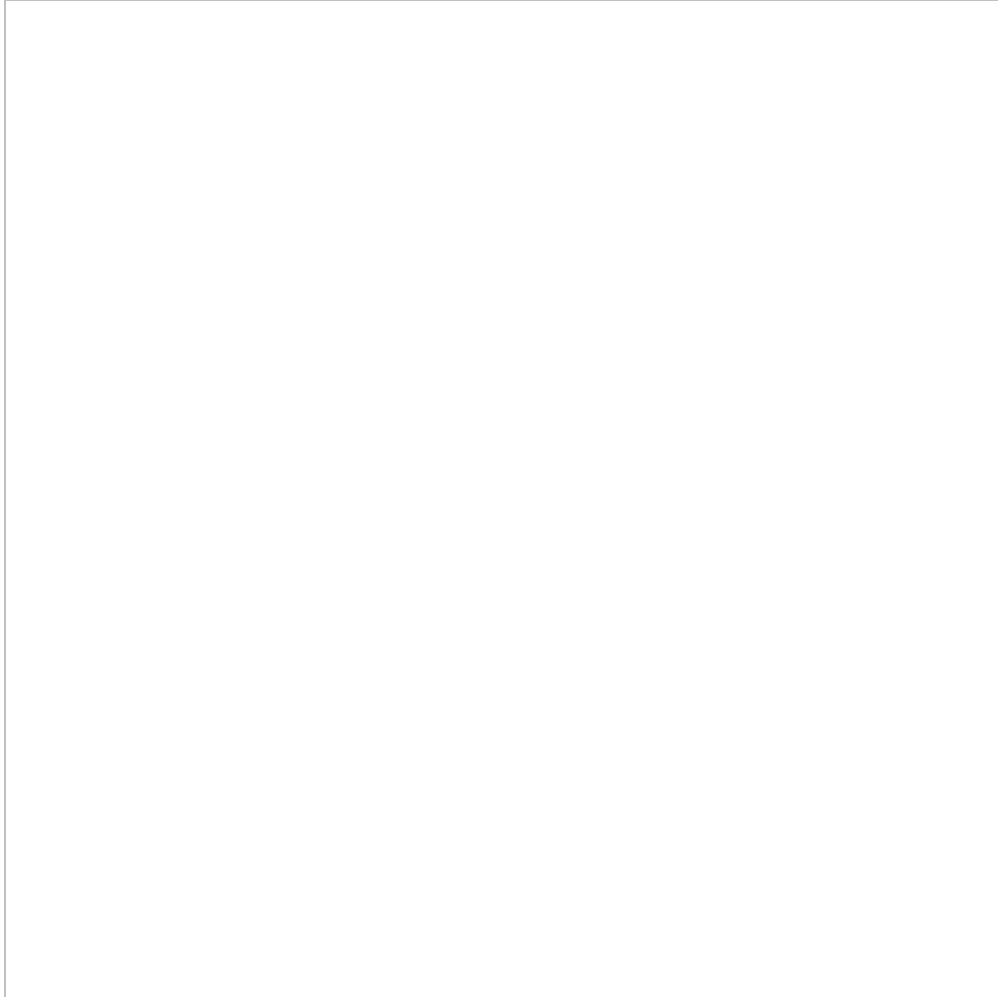
北京壳木基本情况			
标的资产全称	北京壳木软件有限责任公司	注册资本	200万元
注册地址	北京市海淀区上地十街1号院2	控股股东	李毅

	号楼15层1601室		
企业注册号	110108014065773	组织机构代码证号	57903657
税务登记证号	110108579036570	营业期限	2011年7月18日至2031年7月17日
经营范围	一般经营项目：计算机系统服务；基础软件服务；应用软件开发；技术开发、技术推广、技术服务；销售自行开发后产品（未取得行政许可的项目除外）。		

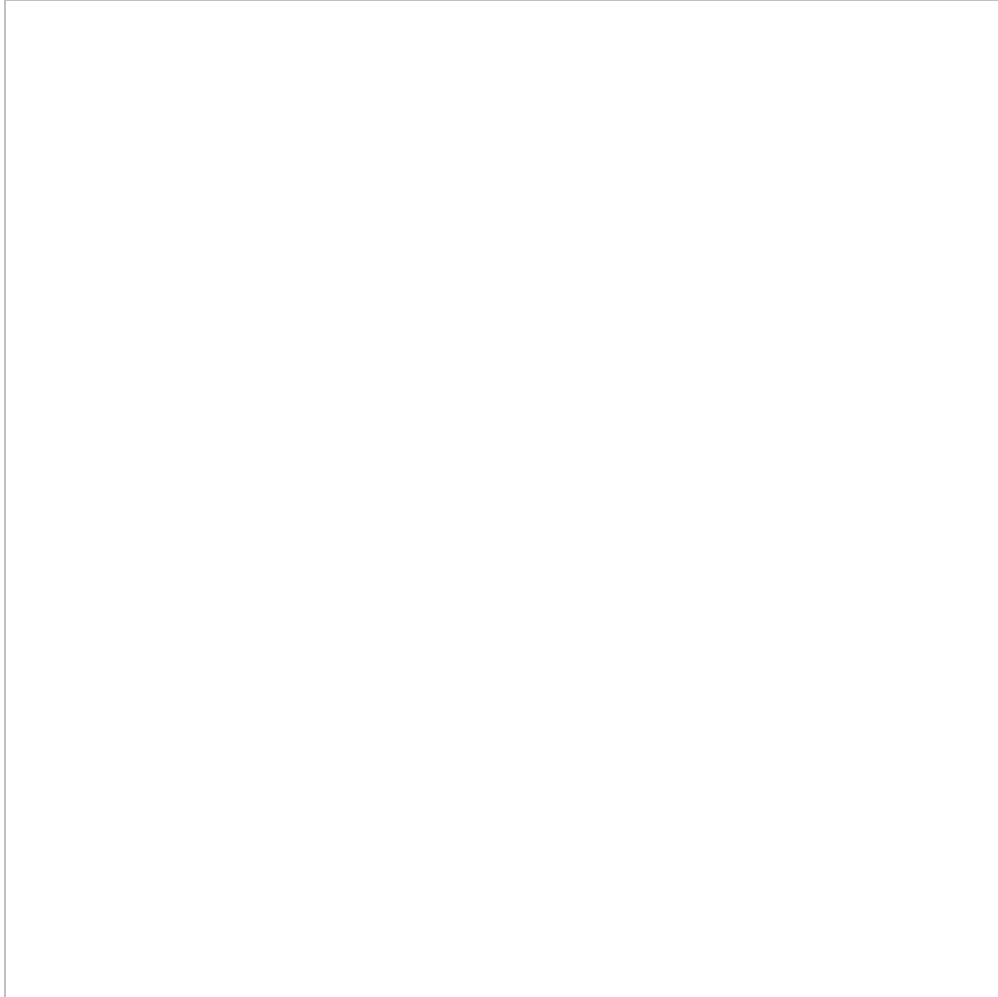
### 3. 主营业务情况

壳木软件是一家移动游戏开发商，其自主研发的游戏产品主要通过发行方在移动应用市场或与游戏运营平台联合运营的方式提供给游戏玩家。所谓联合运营的业务模式，即壳木软件与合作方主要采用收入分成的方式共同承担运营风险，有效利用了合作方在用户资源等方面的优势，在充分实现游戏收益的同时，将更多的精力投入到精品游戏的开发工作中。





壳木软件拥有包括基于LBS的策略类移动网络游戏《小小帝国》（Little Em pire）以及益智休闲类游戏*Space Physics*、*Blow Up*和竞速类游戏*MX Moto*等12款游戏产品，取得了游戏玩家的广泛认可。其中，*Space Physics*、*Blow Up*和*MX Moto*等八款游戏曾获得Google Play平台的推荐，六款游戏曾进入Google Play美国同类游戏下载量排行榜前五名。



壳木软件的主打产品《小小帝国》Android版本于2011年12月在Google Play平台发布，iOS版本于2012年7月在Apple App Store平台正式上线发布，游戏上线后取得了广大玩家的良好评价和较强的市场影响力。截至目前，Android版《小小帝国》及其计费插件曾在37个国家或地区的Google Play平台排名进入畅销总榜前十名（上述排名数据均来自App Annie）。在国内移动游戏市场《小小帝国》亦取得了多个奖项，包括移动互联网开放合作联盟（OMIA）举办的2012移动互联网应用创新大赛优秀作品奖、中国电信与人民网、移动游戏发展联盟联合举办的第二届“金鹏奖”中国原创Android手游大赛最佳休闲类手机网游奖等。截至2013年6月，《小小帝国》游戏在全球的注册用户数已超过800万，

#### （4）天津壳木最近两年主要财务数据

项目	2013.06.30	2012.12.31	2011.12.31

流动资产	4 806.15	1 831.86	165.51
非流动资产	37.19	19.14	4.16
资产总计	4 843.34	1 851.00	169.66
流动负债	294.56	149.60	135.10
非流动负债	0.00	0.00	0.00
负债合计	294.56	149.60	135.10
归属于母公司的所有者权益合计	4 548.79	1 701.40	34.56
所有者权益合计	4 548.79	1 701.40	34.56
营业收入	4 118.30	2 223.36	75.23
净利润	3 355.39	1 566.83	14.56
归属于母公司所有者的净利润	3 355.39	1 566.83	14.56

### （三）中介机构基本情况

本次交易的有关中介机构			
独立财务顾问	中信证券股份有限公司	律师	北京市天元律师事务所
审计机构	立信会计师事务所	评估机构	北京京都中新资产评估有限公司

## 三、交易背景

### （一）宏观背景：智能手机时代下移动游戏的迅猛崛起

#### 1. 智能手机时代来临

集语音通信、多媒体和掌上电脑功能于一体的智能手机（不只指狭

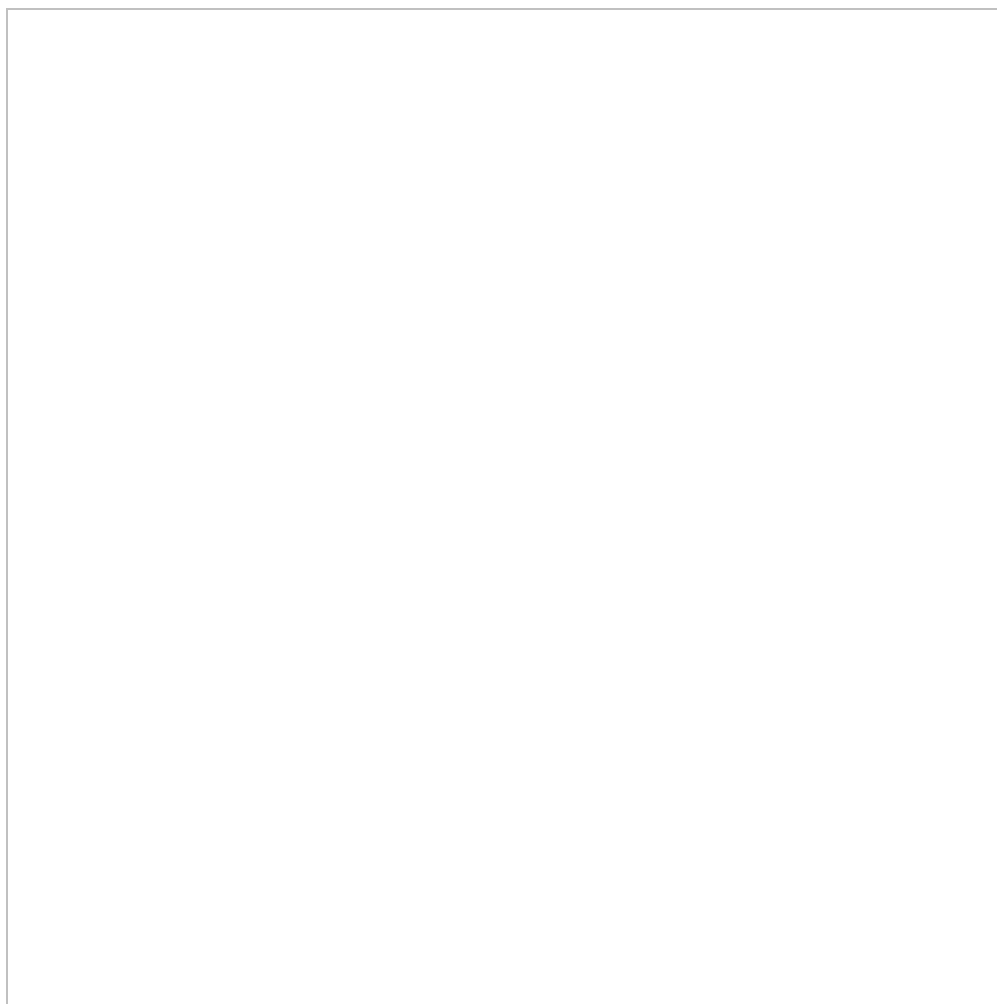
义的微软Smart Phone或苹果的iPhone，还包括PPC手机以及使用Android等操作系统的智能手机），正越来越受到消费者的青睐；从最初的Nokia N95到第一代iPhone，再到iPhone4以及三星等智能手机的普及和流行，智能手机市场在过去的不到十年的时间里经历了深度蜕变和爆发式的增长。



全球智能手机市场发展历程

另一反面，随着智能手机产品价格的逐年下降，以及运营商定制推广等因素的影响，智能手机市场正在飞速增长。根据IHS iSuppli的一份申报显示，智能手机的销量将在2015年在全球局限内赶超非智能手机。

因此，可以预判在未来，越来越多的人将会使用智能手机，智能手机的市场份额会不断扩大。神州泰岳作为IT技术服务供应商，需紧跟市场节奏，进一步拓宽在智能手机中的业务范围，以便在市场兴起的过程中占据有利地位。



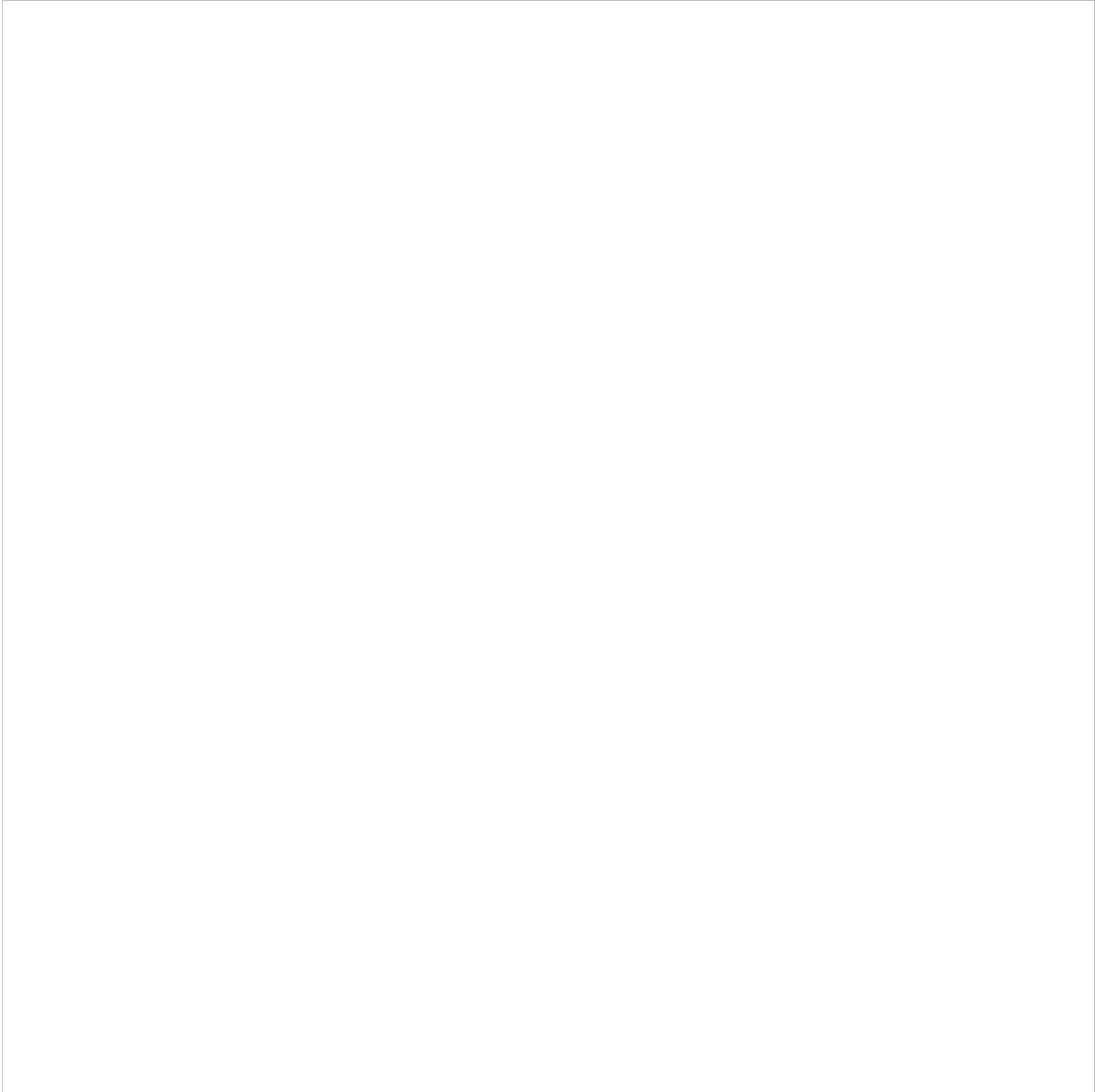
## 2. 移动游戏行业蓬勃兴起

## （1）行业背景

移动游戏是运行于移动终端（包括手机与平板电脑等）平台上的游戏软件的总称，包括移动单机游戏和移动网络游戏。相比移动单机游戏而言，移动网络游戏具有较强的互动性，能够形成相对稳定的用户群体，提高用户粘性和付费意愿，具有较长的生命周期和较高盈利空间。

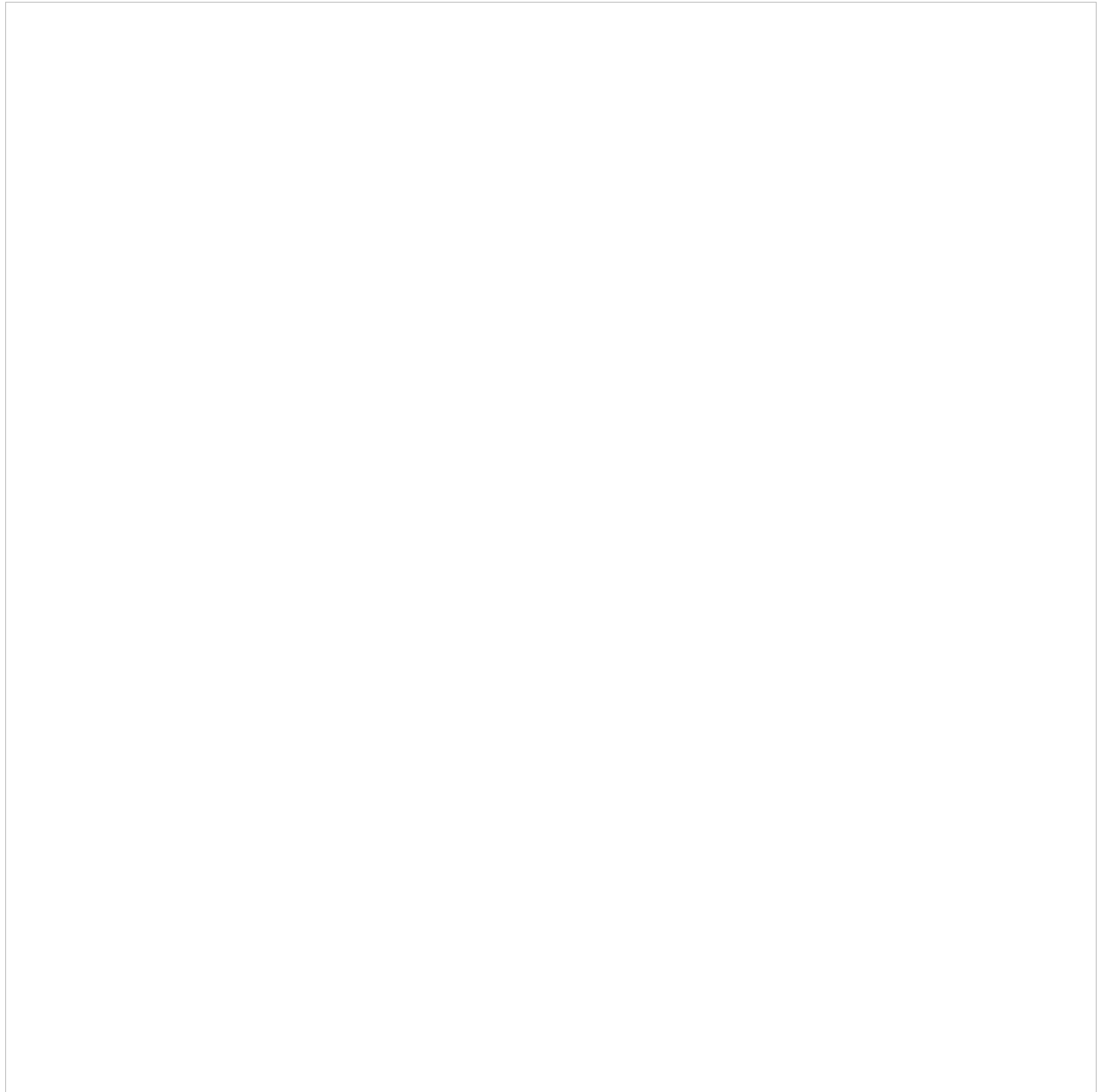
项目	移动网络游戏	PC网络游戏
游戏终端设备	智能手机、平板电脑等	有一定配置要求的PC
用户规模增速	快速增长	发展放缓
网络环境与带宽要求	移动通信网、互联网，有一定带宽要求	互联网，带宽要求相对较高
用户行为特征	利用碎片时间游戏，在线时间相对较短，游戏登录相对频繁，操作较为简捷、容易上手	单次登录在线时间较长，游戏操作相对复杂
主要推广渠道	移动应用商店、电信运营商游戏门户、Web / WAP门户、游戏网站、搜索引擎等	网吧、游戏网站、平面媒体、网络媒体、搜索引擎等
支付方式	手机话费、话费充值卡、银行卡等	游戏点卡、银行卡等

近年来，随着智能手机与平板电脑的普及与性能持续优化、游戏产品质量的不断提升、移动游戏商业模式的成熟以及全球新兴市场的发展，移动游戏市场一直保持稳定增长。根据Gartner的研究数据，2010年全球手机游戏总营收超过56亿美元，预计2014年全球手机游戏市场规模将达到114亿美元，而根据Juniper Research的预测数据，2016年全球移动游戏营收将达到184亿美元，到2017年全球智能手机与平板电脑的游戏下载量将超过2012年的3倍。对于国内移动游戏市场，易观国际研究数据显示，至2012年底国内手机游戏市场规模超过60亿元，预测至2015年将超过200亿元，年均复合增长率达到49%左右。除此之外，我国移动市场的增长相比于全球市场而言更为迅猛，增长空间更大。



2012-2016年全球智能移动游戏市场规模





2011-2017年中国移动游戏行业市场规模

在移动通信网络带宽和稳定性不断优化的产业环境下，移动网络游戏的市场占比逐步提升，根据易观国际发布的数据，2013年上半年我国移动网络游戏的市场占比已接近60%，占据了较高的市场份额。

## （2）国家产业政策支持

移动游戏行业系信息技术与文化创意紧密结合发展起来的新兴产业，属于国家鼓励与支持的产业之一。近年来，国家陆续发布了一系列产业政策，如《关于推动我国动漫产业发展若干意见的通知》《国家“十一五”时期文化发展规划纲要》《文化部关于加快文化产业发展的指导意见》《文化产业振兴规划》《国务院办公厅关于加快发展高技术服务业的指导意见》和《国务院关于促进信息消费扩大内需的若干意见》等，提出了要支持动漫游戏行业发展，促进动漫游戏等数字文化内容消费，鼓励国内游戏企业打造中国游戏品牌，积极开拓海外市场。

## （二）微观主体：基于强大开发运营能力的自主互联网业务拓展

自2007年以来，神州泰岳已连续六年为中国移动飞信业务提供全面的开发与支撑服务，充分展示了先进的产品开发能力和强大的产品运营能力，为飞信的发展提供了稳定可靠的支撑服务，获得了中国移动和广大飞信业务用户的好评。2009年以来，神州泰岳开始全面负责中国移动农信通的平台开发、全网运营支撑以及“务工易”产品业务运营，经营规模保持了良好的增长态势。

通过多年的飞信、农信通业务的开发与运营实践，神州泰岳已形成了强大的互联网产品开发能力和运营能力，在技术、产品、团队、运营经验、对互联网市场的理解等诸多方面均拥有深厚的经验积累，这些为神州泰岳进一步拓展和丰富互联网自主业务架构奠定了坚实的基础。

## （三）收购壳木软件对神州泰岳意义重大

### 1. 进一步增强了神州泰岳的互联网开发运营能力以及海外融合通

## 信业务的协同效应

移动游戏业务是神州泰岳互联网业务战略中的重要组成部分，通过此次交易，将神州泰岳的互联网开发运营能力与天津壳木的移动游戏研发能力进行整合，实现双方在技术、产品、市场和运营经验方面的资源与信息共享，有利于增强包括游戏在内的互联网产品开发运营能力与经验，拓展游戏产品线以及市场覆盖范围，将进一步强化神州泰岳在互联网业务领域的综合竞争实力。

运营平台与内容服务（包括游戏）相互依存，好的游戏产品作为服务内容可以吸引用户使用、提高平台的用户粘性，好的平台可以带来流量、降低游戏的市场推广成本，两者有着较强的协同效应。通过将壳木的游戏产品在海外融合通信平台进行内容服务的运营，不仅可以提升融合通信平台的内容丰富性、用户粘性，同时对壳木公司的游戏产品的运营推广也将起到积极促进作用。

## 2. 互联网业务已成为神州泰岳的业务架构中的重要组成部分，落实公司互联网战略的重要举措

自2009年上市以来，神州泰岳在经营规模不断增长的同时，逐步丰富了产品线、优化了业务结构，经过多年的业务实践与积累，形成了以运维管理、互联网运营服务为重点，并兼具电子商务、物联网的业务架构。其中，对于互联网自主业务，神州泰岳将进一步推进游戏产品、游戏运营平台等方面的开发与应用实践，积极与游戏开发、运营类企业等进行磋商与交流，探讨与论证包括商业合作、并购等在内的合作方式，完善神州泰岳互联网自主业务板块。

天津壳木对移动网络游戏行业有着较为深刻的理解，拥有丰富的游

戏软件开发和运营管理经验，通过本次交易，一方面丰富天津壳木互联网自主业务的内容、形成新的盈利增长点；另一方面也为公司海外融合通信平台的内容运营打下良好基础，促进海外融合通信业务的发展。

### 3. 本次交易有利于创造新的盈利增长点，进一步提升盈利水平

当前，全球的移动游戏行业处于快速发展阶段，移动游戏行业内的领先企业发展较为迅速，通过本次交易，神州泰岳可快速切入移动游戏行业，能够有效把握市场发展机遇，形成新的盈利增长点，实现神州泰岳盈利水平的进一步提升。天津壳木2013年1—6月实现营业收入4118.30万元，净利润3355.39万元。此外，神州泰岳承诺天津壳木2013年、2014年、2015年和2016年将分别实现净利润0.8亿元、1.1亿元、1.5亿元和2.0亿元。据此估算，本次交易完成后，神州泰岳盈利能力将进一步提升。

### 4. 丰富现有业务类型，进一步优化业务结构

通过收购天津壳木，神州泰岳的互联网业务将得到进一步丰富和拓展，整体业务结构将更为多元化，能够有效分散下游行业投资周期带来的经营风险，有利于提升神州泰岳的持续盈利能力，保持公司的稳定发展。

## 四、交易方案

### （一）交易要点

#### 1. 交易方案

在本案例中，神州泰岳通过向天津壳木的全体股东发行股份及支付现金的方式收购天津壳木100%的股权。具体情况如下表：

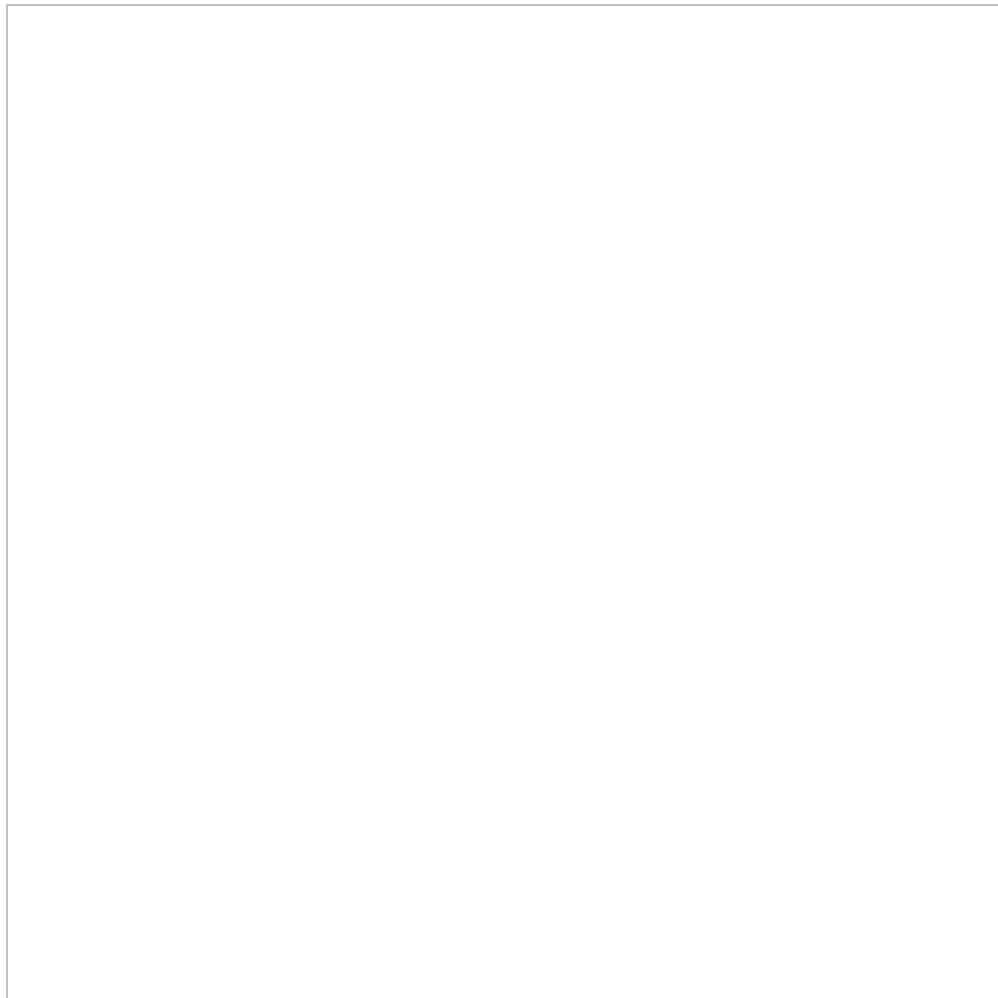
与此同时，由于天津壳木存在海外关联企业Camel Games Inc.，为避免增加神州泰岳的关联交易，其境外联营企业Bridge Minds Consulting Pte Ltd.（简称“智桥资讯”）于2013年8月26日全资收购了Camel Games Inc.，并全权委托北京壳木对Camel Games Inc.进行管理。随后，由神州

泰岳（香港）有限公司增加对智桥资讯的控股比重，收购CHEN BIN（陈斌）持有的智桥资讯55%的股权，收购完成后泰岳香港持有智桥资讯的股权比例从25%增至80%。同时，北京壳木即将启动在香港设立全资子公司（以下简称“香港壳木”）的相关工作，待其设立后即将智桥资讯持有的Camel Games Inc.的全部股权转让给香港壳木。

## 2. 交易架构

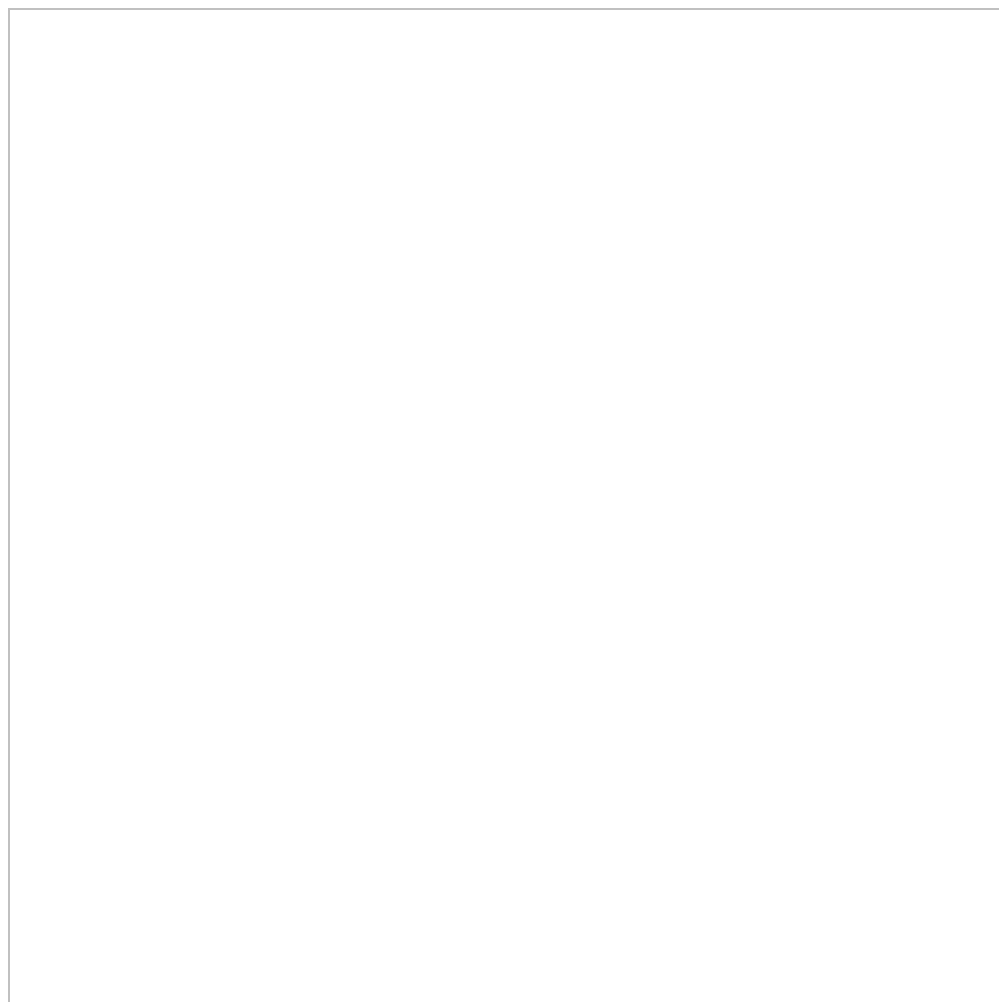
本次收购交易的交易架构可以概括如下：

交易前

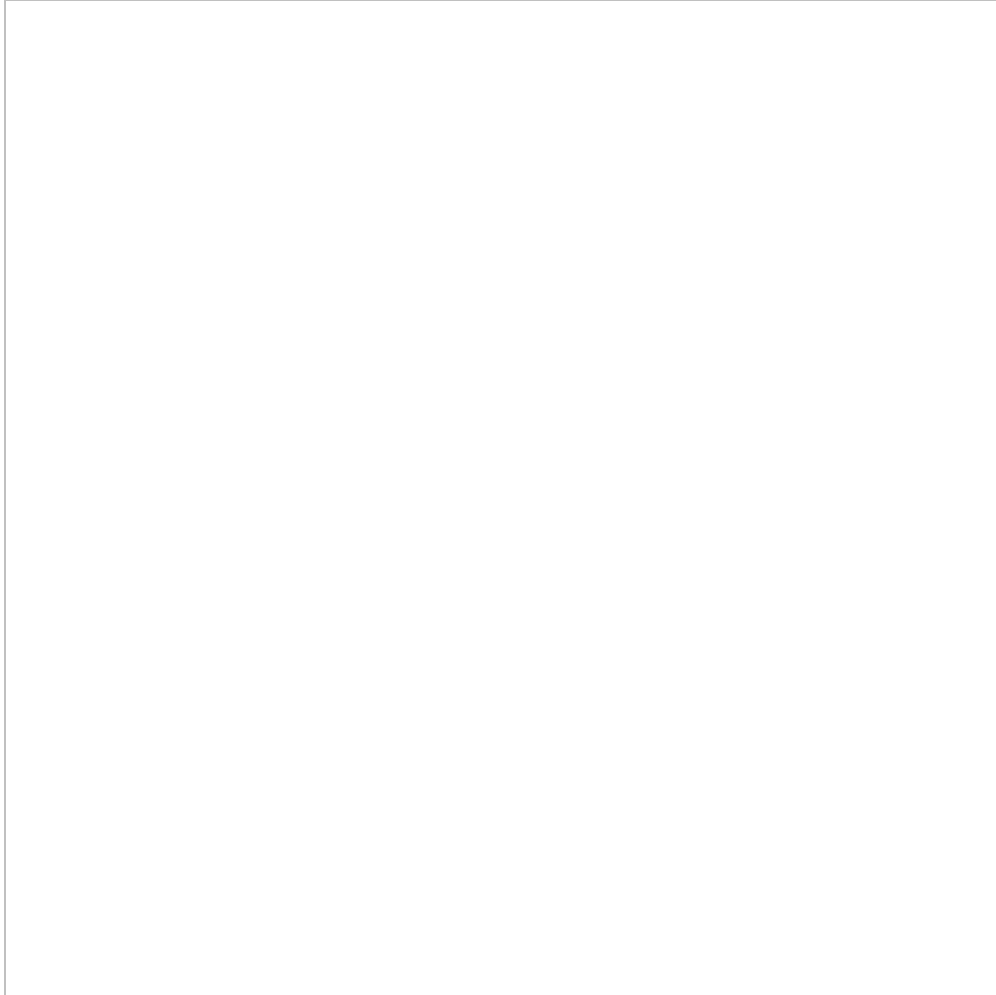


神州泰岳通过现金及非公开发行股权的方式收购天津壳木100%的股权，与此同时智桥资讯全资收购天津壳木的境外关联企业Camel Game Inc.。神州泰岳（香港）也增加对智桥资讯的控股比重。

交易后



随后壳木软件将会在香港设立全资子公司香港壳木，待香港壳木设立，再将Camel Games Inc.转让给香港壳木。整个交易完成。



## （二）对天津壳木的估值定价

### 1. 备择评估方法及评估值

#### （1）收益法

经采用收益法评估，壳木软件在评估基准日持续经营以及其他相关假设条件成立的前提下，股东全部权益的账面值4 260.47万元，评估值为122 093.74万元，增值额117 833.27万元，增值率2 765.73%。

#### （2）资产基础法



根据资产基础法，经评估机构评估，壳木软件在评估基准日持续经营状况下资产的账面价值为4 366.81万元，评估价值为7 748.19万元，增值3 381.38万元，增值率为77.43%；负债的账面价值为106.34万元，评估价值为106.34万元，与账面价值一致；净资产的账面价值为4 260.47万元，评估价值为7 641.85万元，增值3 381.38万元，增值率为79.37%。

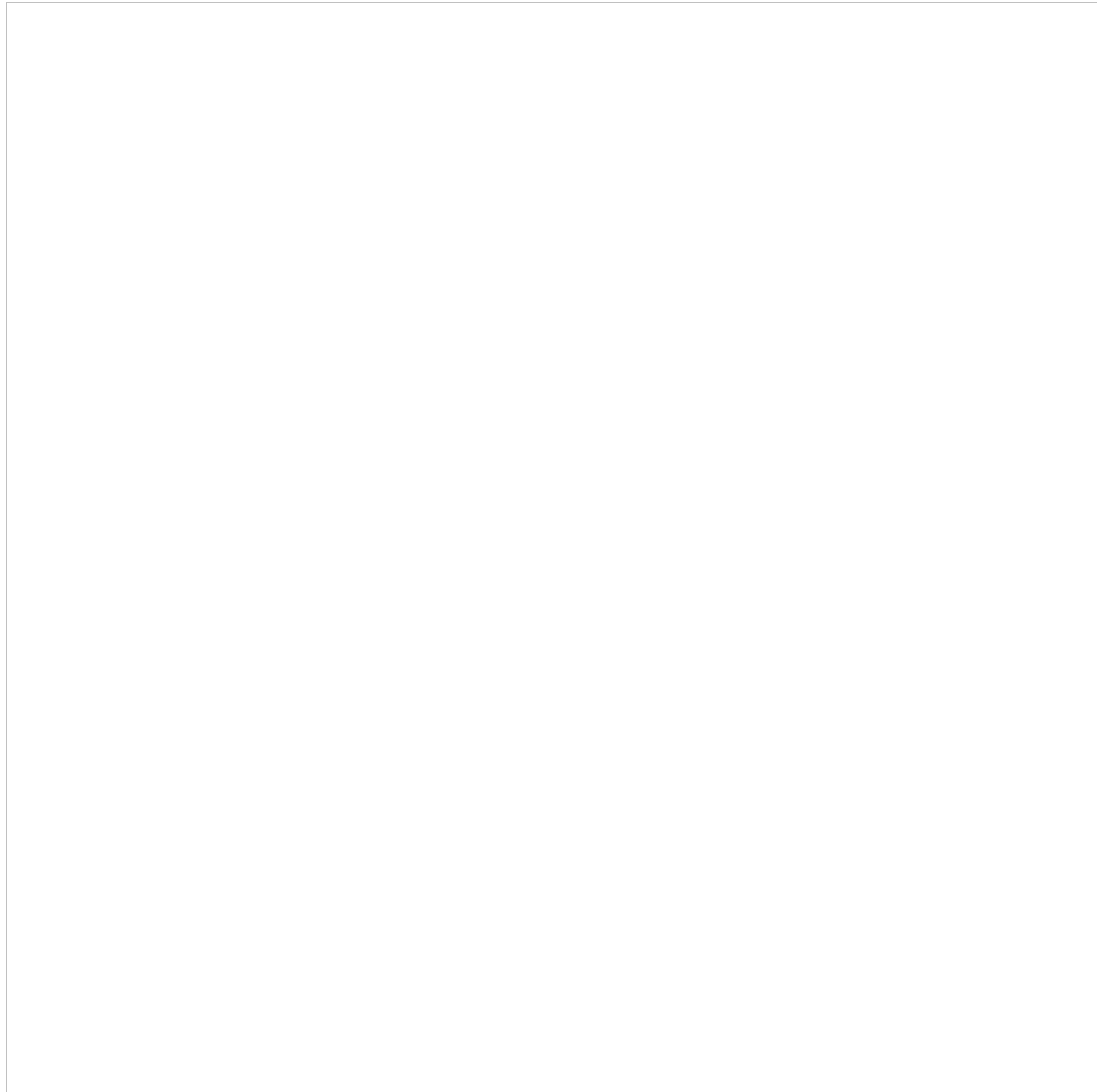
## 2. 总结

本次交易评估机构京都中新考虑到壳木软件属于游戏软件开发及服务业务，是轻实物资产或固定资产类型的企业，其有形资产的重置价值难以反映出股权真正的市场价值，因此不适宜使用资产基础法来估值。而收益法是对被评估单位的游戏软件著作权、优秀的研发团队、经营管理团队、稳定的游戏推广渠道及品牌等因素的综合运用所形成的未来收益能力的反映，故其反映了企业未来的盈利能力，相比资产基础法初步结论更为合理。

因此，最终在本案例中，京都中新采用了收益法作为估值方法。股东全部权益的账面值4 260.47万元，评估值为122 093.74万元，增值额117 833.27万元，增值率2765.73%。

## （三）对价支付方式

参考上述的资产评估结果，神州泰岳与天津壳木的全体股东协商确定标的资产的交易价格为12.15亿元。其中李毅应取得的对价为9.25亿元，天津骆壳应取得的对价为1.50亿元，戴志康应取得的对价为0.45亿元，高宇扬应取得的对价为0.45亿元，李章晶应取得的对价为0.50亿元。对价支付方式为现金支付和以非公开发行的股份支付两种。



## 1. 现金对价支付

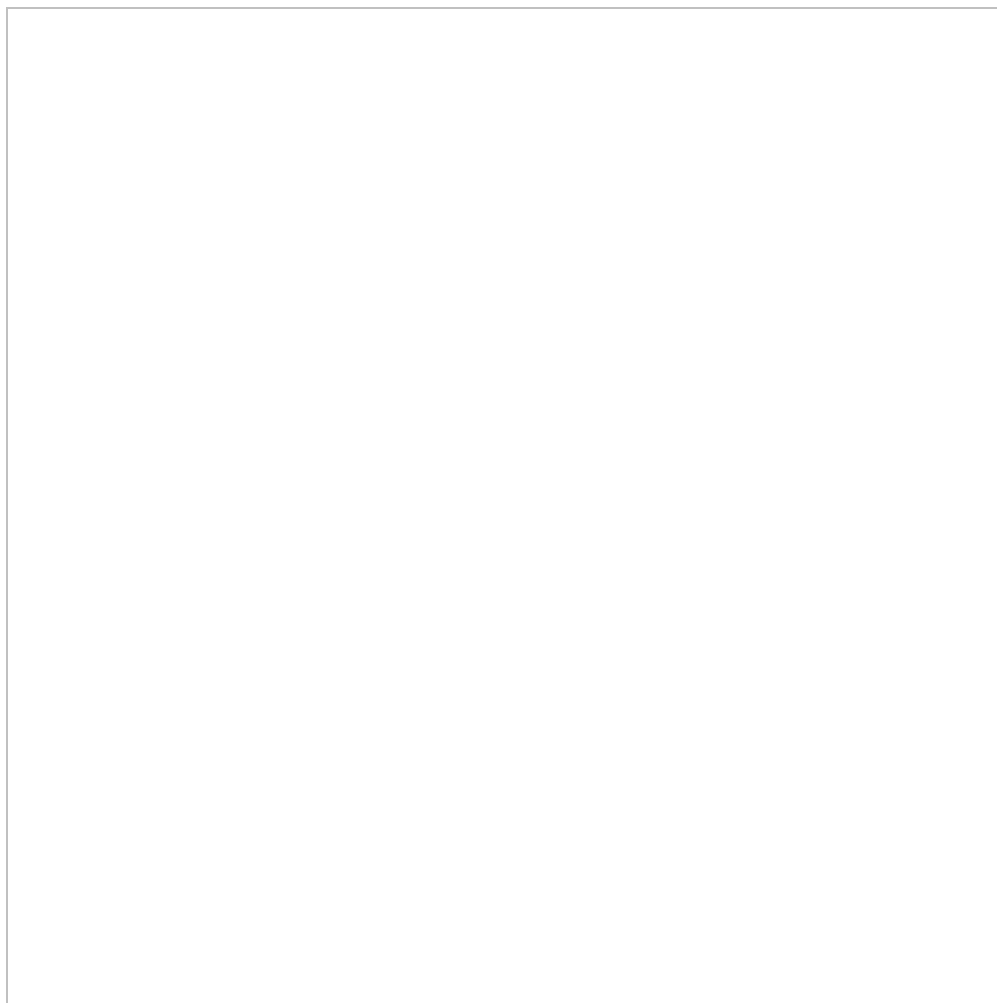
由上表可知现金对价的支付对象和比例。具体支付方式如下：

（1）神州泰岳向李毅、天津骆壳、李章晶支付的现金对价按下列期限支付：①证监会出具核准本次交易的核准文件后10日内支付70%；②天津壳木2014年度审计报告出具后10日内再支付15%；③天津壳木

2015年度审计报告出具后10日内再支付剩余的15%。

(2) 神州泰岳向戴志康、高宇扬支付的现金对价按下列期限支付：①证监会出具核准本次交易的核准文件后10日内支付80%；②天津壳木2014年度审计报告出具后10日内再支付剩余的20%。

可以用时间轴概括现金对价支付方式：



## 2. 非公开发行的股份支付

同时，神州泰岳以非公开发行股份的方式向本次交易发行股份认购人李毅、李章晶和天津骆壳支付对价总计7.875亿元，具体方案如下：

向李毅、天津骆壳、李章晶非公开发行股份。以神州泰岳第五届董事会第七次会议决议公告日为定价基准日，发行价格为定价基准日前20个交易日神州泰岳股票交易均价，即为17.23元 / 股。

向各认购人发行的股份数量为：李毅：37 579 802股；天津骆壳：6 094 022股；李章晶：2 031 340股。发行的股份数量共计为45 705 164股，占发行后总股本的比例为6.93%。

## 五、交易节点

2013年8月21日和2013年9月6日，神州泰岳分别召开第五届董事会第七次会议和第五届董事会第九次会议，审议通过了神州泰岳发行股份及支付现金购买资产的相关议案，本次交易尚需履行的审批程序包括但不限于：公司股东大会审议批准本次交易事项；证监会核准本次交易事项。

2013年8月21日，天津壳木召开股东会，同意李毅、天津骆壳、戴志康、高宇扬、李章晶分别将各自所持天津壳木74%、12%、5%、5%、4%的股权转让予神州泰岳，全体股东同意放弃对上述被转让股权的优先购买权。2013年8月21日，天津骆壳召开合伙人会议，全体合伙人一致同意天津骆壳将所持天津壳木12%股权转让予神州泰岳。

与此同时，2013年8月26日Bridge Minds Consulting Pte Ltd.（以下简称“智桥资讯”）全资收购Camel Games Inc.，并全权委托北京壳木对Camel Games Inc.进行管理。

2013年8月30日神州泰岳第五届董事会第八次会议审议通过了收购智桥资讯的议案，通过神州泰岳（香港）有限公司（以下简称“泰岳香

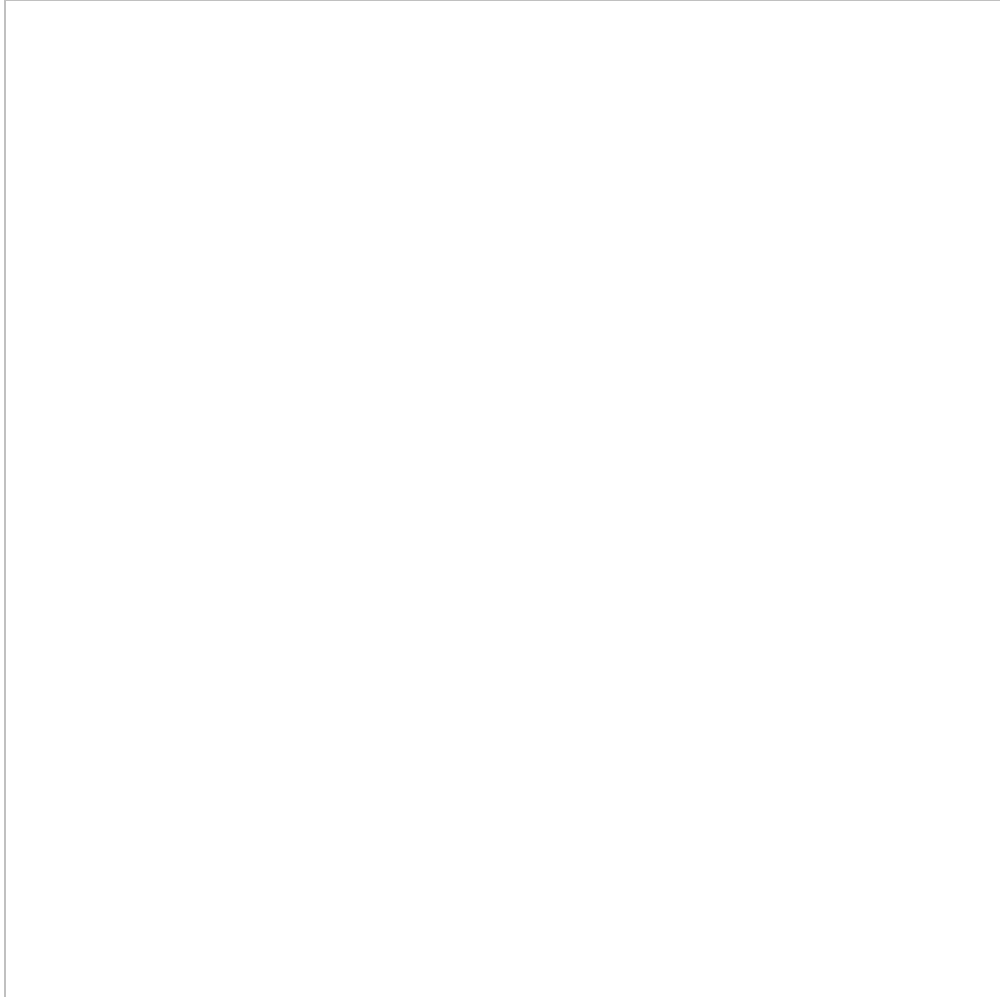
港”)收购CHEN BIN (陈斌)持有的智桥资讯55%的股权。

2013年9月6日神州泰岳第五届董事会第九次会议,审议通过了神州泰岳发行股份及支付现金购买资产的相关议案。

2013年11月12日,神州泰岳召开第五届董事会第十六次会议,根据股东大会的授权,审议通过了《关于调整公司发行股份及支付现金购买资产方案有关内容的议案》《关于公司与李毅、天津骆壳科技信息咨询合伙企业(有限合伙)、戴志康、高宇扬、李章晶签署附生效条件的〈发行股份及支付现金购买资产协议之补充协议(二)〉的议案》。

2014年3月31日,证监会正式批复核准了本次交易方案。

2014年4月10日,标的资产过户完成。



## 六、交易特点

### （一）难点：存在海外关联公司，关联交易比重较大

本案例中，壳木软件在海外游戏发行主体为Camel Games Inc.，该公司是2010年3月在美国特拉华州法律合法设立的公司，对外发行的总股本为1 500美元，由壳木软件的实际控制人李毅的父亲李昌建投资设立。Camel Games Inc.近两年该公司与壳木软件存在持续性的关联交易。

为保证壳木软件未来经营的稳定性和业务的完整性，同时避免神州泰岳因本次交易新增关联交易，除本次交易外，神州泰岳同时启动了对 Camel Games Inc.的收购。具体操作方案为：公司境外联营企业Bridge Minds Consulting Pte Ltd.（简称“智桥资讯”）于2013年8月26日全资收购了Camel Games Inc.，并全权委托北京壳木对Camel Games Inc.进行管理。随后，由神州泰岳（香港）有限公司增加对智桥资讯的控股比重，

收购CHEN BIN（陈斌）持有的智桥资讯55%的股权，收购完成后泰岳香港持有智桥资讯的股权比例从25%增至80%。同时，北京壳木即将启动在香港设立全资子公司（以下简称“香港壳木”）的相关工作，待其设立后即将智桥资讯持有的Camel Games Inc.的全部股权转让给香港壳木。

通过上述两个交易同时进行的方法，成功解决壳木软件的关联企业问题。同时，也未造成增加神州泰岳的关联交易。

## （二）创新：首次境内企业收购境内投资人在海外设立的公司

在本次收购交易之前，我们国家的法律法规对于审批境内企业投资收购境内自然人在境外设立的公司方面没有明确的规定。同时，在本次交易前，也尚无实施这类并购交易的先例和范式。因此，这次神州泰岳收购天津壳木及其海外关联公司是第一次成功实施的案例。通过神州泰岳的关联公司泰岳香港来对天津壳木的关联公司Camel Games Inc.进行全资收购，再委托北京壳木对Camel Games Inc.进行经营管理。待天津壳木设立海外公司后，再将Camel Games Inc.转让给天津壳木。

该方案的设计有效地弥补了我国现存国内境外投资法律制度的不完善，通过创新型的方案设计成功解决了可能增加上市公司关联交易的问题，也成功完成了此次收购交易。

## 七、并购影响

### （一）对神州泰岳业务的影响



神州泰岳收购天津壳木的交易完成后，神州泰岳在移动游戏领域内的开发、运营实力将大大增强，具体表现为：

### 1. 进一步增强互联网开发运营能力

移动游戏业务与神州泰岳现有的互联网业务具有一定的关联性，通过本次交易，神州泰岳将整合天津壳木较强的移动游戏研发实力与神州泰岳的互联网开发运营能力，通过交易双方在技术、产品、市场和运营经验方面的资源与信息共享，将进一步强化神州泰岳在互联网业务领域的综合竞争实力。

### 2. 推进国际化发展步伐

天津壳木的游戏用户分布在全球多个国家和地区，本次交易完成后，神州泰岳可以充分利用天津壳木针对海外市场的产品开发经验以及运营数据，快速拓展海外市场的互联网业务，推进神州泰岳的国际化发展步伐。

### 3. 创造新的盈利增长点，进一步提升盈利水平

当前，全球的移动游戏行业处于快速发展阶段，移动游戏行业内的领先企业发展较为迅速，通过本次交易，神州泰岳快速切入了移动游戏行业，能够有效把握市场发展机遇，形成新的盈利增长点，实现神州泰岳盈利水平的进一步提升。

### 4. 丰富现有业务类型，进一步优化业务结构

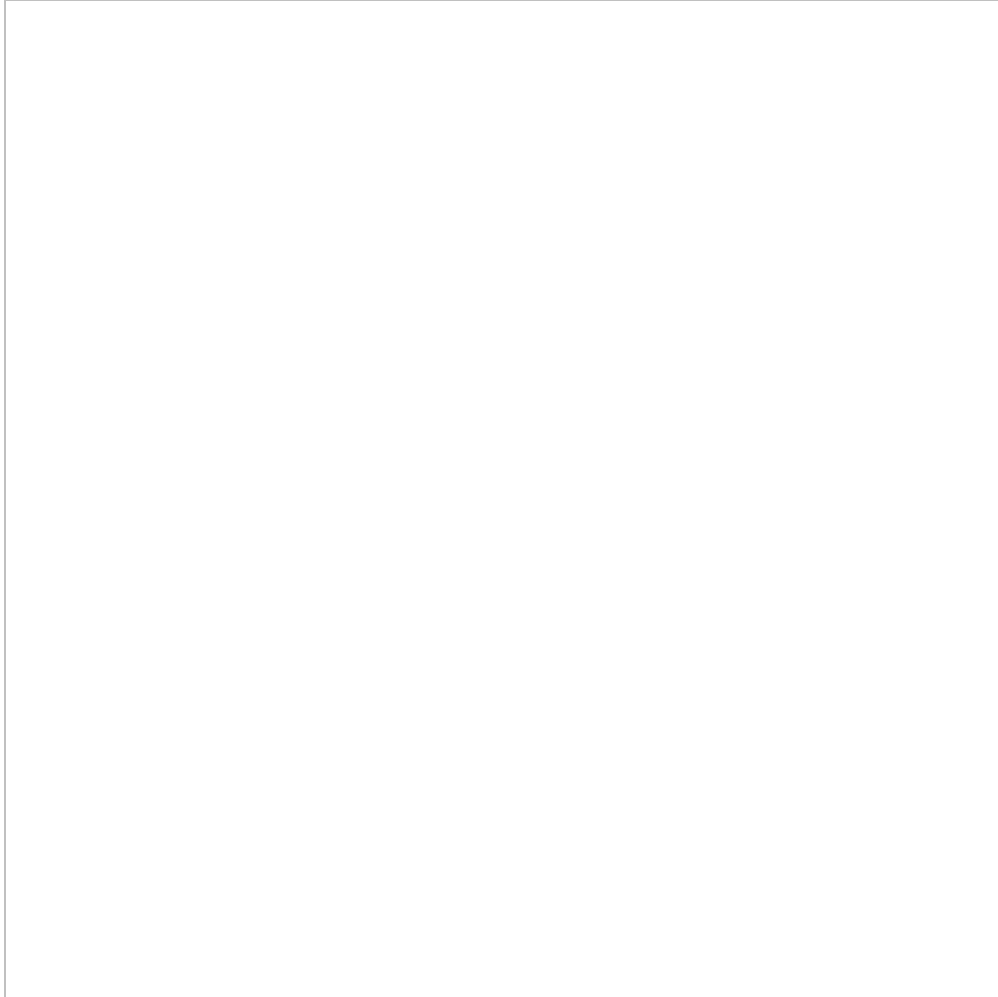
神州泰岳的互联网业务将得到进一步丰富和拓展，整体业务结构将更为多元化，能够有效分散下游行业投资周期带来的经营风险，有利于提升神州泰岳的持续盈利能力，保持神州泰岳的稳定发展。

同时，神州泰岳业务结构将进一步优化。通过交易双方在技术、产品、市场和运营经验方面的资源与信息共享；神州泰岳将通过整合壳木软件较强的移动游戏研发实力与互联网开发运营能力，进一步强化神州泰岳在互联网业务领域的综合竞争实力；充分利用壳木软件针对海外市场的产品开发经验以及运营数据，快速拓展海外市场的互联网业务，推进神州泰岳的国际化发展步伐；同时，神州泰岳通过收购天津壳木，能够快速切入移动游戏行业，高效把握市场发展机遇，形成新的盈利增长点，实现神州泰岳盈利水平的进一步提升。

## （二）对神州泰岳公司财务的影响

### 1. 未对偿债能力和财务安全构成不利影响

神州泰岳、天津壳木资产负债结构与神州泰岳同行业上市公司的平均值对比情况如下图：



神州泰岳与天津壳木的资产负债率均低于同行业可比公司平均值，流动比率与速动比率均高于同行业可比公司平均值。天津壳木的资产负债率、流动比率、速动比率等偿债能力指标均优于同行业的上市公司，因此，收购天津壳木有助于提升神州泰岳的偿债能力，其业务状态和盈利模式能够延续，在交易完成后神州泰岳的资产结构保持在合理范畴，偿债能力高于同行业可比公司平均水平。

另一方面，神州泰岳的资产负债率为9.52%，流动比率及速动比率分别为7.28与6.81，天津壳木的资产负债率为6.08%，流动比率及速动比率分别为16.32与16.26，神州泰岳和天津壳木的偿债能力和抗风险能力处于合理水平，两者均不存在到期应付负债无法支付的情形。

综上，此次收购不会对神州泰岳的偿债能力和财务安全性造成重大影响。

## 2. 有助提升资产周转能力

神州泰岳、天津壳木的资产周转能力指标如下表所示:

注：2013年上半年的资产周转能力指标按照年化标准计算。

由上表可知，天津壳木的总资产周转率、应收账款周转率均高于上市公司，收购天津壳木有利于神州泰岳提高资产周转效率，增强营运能力，降低经营风险。与此同时，根据交易价格12.15亿元和标的资产2013年6月末的净资产4 548.79万元，此次收购的大额溢价可计入商誉。

综上，本次交易完成后，神州泰岳偿债能力得到增强，资产周转效率获得提高。

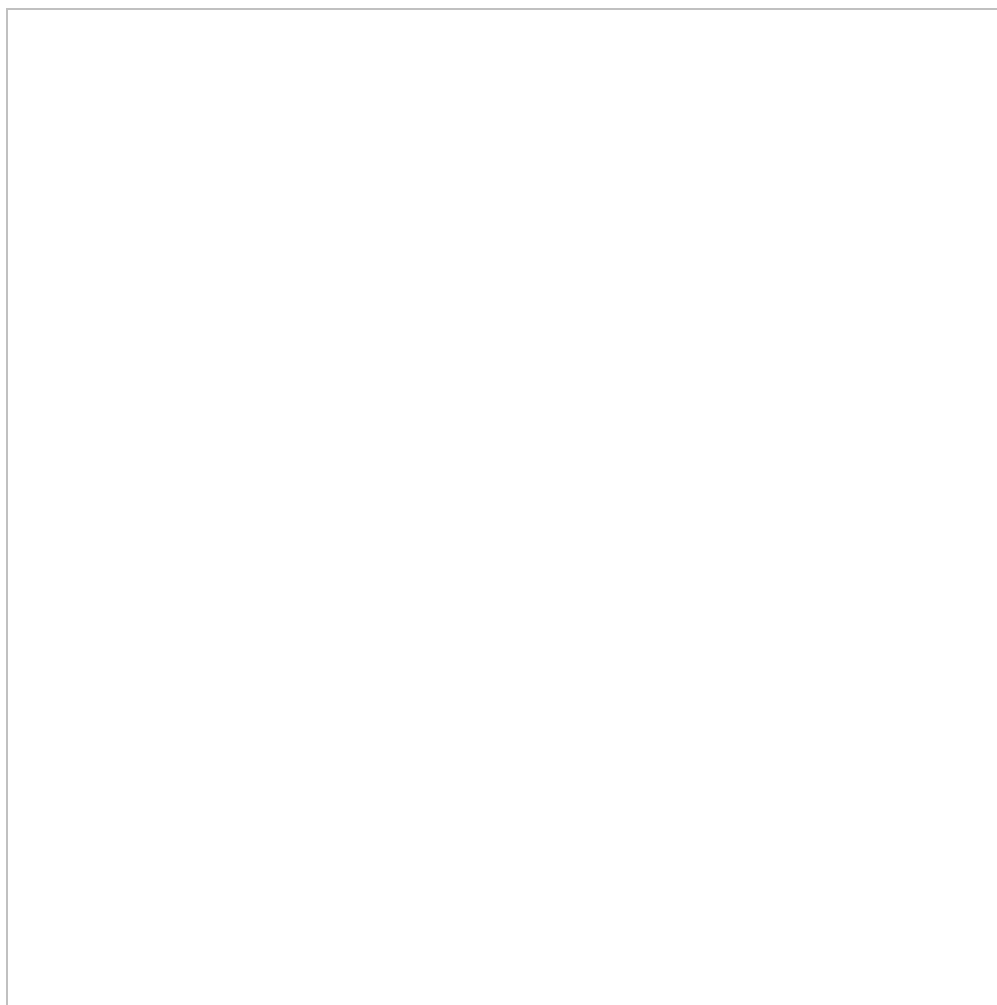
### （三）对原股东持股比例的影响

本次交易前后，神州泰岳的股权结构变化情况如下：

整体来看此次收购交易对原股东的持股比例影响不大，神州泰岳的控股股东及实际控制人王宁、李力仍为公司的实际控制人，并未导致神州泰岳控制权发生变化。

#### （四）对神州泰岳市值及原股东财富的影响

从公告收购方案到收购天津壳木完成，神州泰岳的股价变化图如下所示。从图中可以看出，神州泰岳在收购天津壳木期间股价没有发生明显异常，整体股价处在合理波动范围。



因此，概括来看，公司市值处于比较稳定的水平，没有出现大幅波动。再结合第三部分中股东持股比例的变动情况，可知股东财富数量没有出现明显的波动或偏离。

（本案例由中信证券提供，撰写人：中信证券投资银行委员会并购业务线王明希）

## 2.1.2.4 汉威电子收购嘉园环保和沈阳金建

### 一、案例简述

2014年5月14日，汉威电子与交易对方签署了《发行股份及支付现金购买资产协议》。本次交易汉威电子将通过发行股份及支付现金的方式向华顺置业及陈泽枝等14名自然人股东购买其合计持有的嘉园环保80.00%股权，向尚剑红购买其持有的沈阳金建48.91%股权。同时，汉威电子向其他不超过10名特定投资者发行股份募集配套资金，募集配套资金不超过本次发行股份及支付现金购买资产交易总金额的25%，扣除发行费用后拟全部用于支付本次交易的现金对价。其中：

1. 汉威电子以发行股份及支付现金为对价，向华顺置业及陈泽枝等14名自然人股东购买其所持有的嘉园环保80.00%的股份，交易价格合计44 000.00万元，其中，以股份方式支付对价32 000.00万元，以现金方式支付对价12 000.00万元。

2. 汉威电子以发行股份及支付现金为对价，向尚剑红购买其所持有的沈阳金建48.91%的股份，交易价格合计6 440.00万元，其中，以股份方式支付对价3 440.00万元，以现金方式支付对价3 000.00万元。

本次交易完成后，汉威电子将持有嘉园环保80%的股权，持有沈阳金建100%的股权。

### 二、交易各方

#### （一）交易各方基本情况



上市公司基本情况			
发行人名称	汉威电子	股票简称	300007
注册资本	11 800万元	法定代表人	任红军
注册地址	郑州高新技术开发区雪松路169号	控股股东或实际控制人	任红军、钟超
行业分类	仪器仪表制造业	主要产品及服务	研究、开发、生产、销售电子传感器
标的资产基本情况（如有多个标的资产，分别填写）			
标的资产全称	嘉园环保股份有限公司	注册资本	6 000万元
注册地址	福州市鼓楼区软件大道89号福州软件园C区27号楼	控股股东	陈泽枝
所属行业	环保	主要产品及服务	废气治理系统、废水污水处理系统整体解决方案提供商
标的资产全称	沈阳金建数字城市软件有限公司	注册资本	550万元
注册地址	沈阳市浑南新区天赐街7-3号14层	控股股东	任红军
所属行业	地理信息系统	主要产品及服务	从事基于GIS平台的软件开发、运营、咨询、销售业务
本次交易的有关中介机构			
独立财务顾问	西南证券股份有限公司	律师	北京国枫凯文律师事务所
审计机构	大信会计师事务所（特殊普通合伙）	评估机构	北京中企华资产评估有限责任公司

## （二）交易双方交易前最近两年及一期的主要财务数据

--	--	--	--

项目	2014年1—4月	2013年度	2012年度
上市公司			
营业收入（万元）	8 232.45	30 247.24	26 449.15
净利润（万元）	732.70	4 795.45	5 172.73
归属于母公司所有者的净利润（万元）	780.33	3 977.02	4 733.96
标的资产（嘉园环保）			
营业收入（万元）	5 424.80	16 332.26	13 585.50
净利润（万元）	892.93	2 413.93	2 415.49
归属于母公司所有者的净利润（万元）	892.43	2 414.60	2 418.03
标的资产（沈阳金建）			
营业收入（万元）	573.55	2 179.54	1 695.19
净利润（万元）	87.88	837.85	647.70
归属于母公司所有者的净利润（万元）	87.88	837.85	647.70

### 三、交易背景

#### （一）汉威电子在智慧市政、安全生产、环保领域面临重大发展机遇

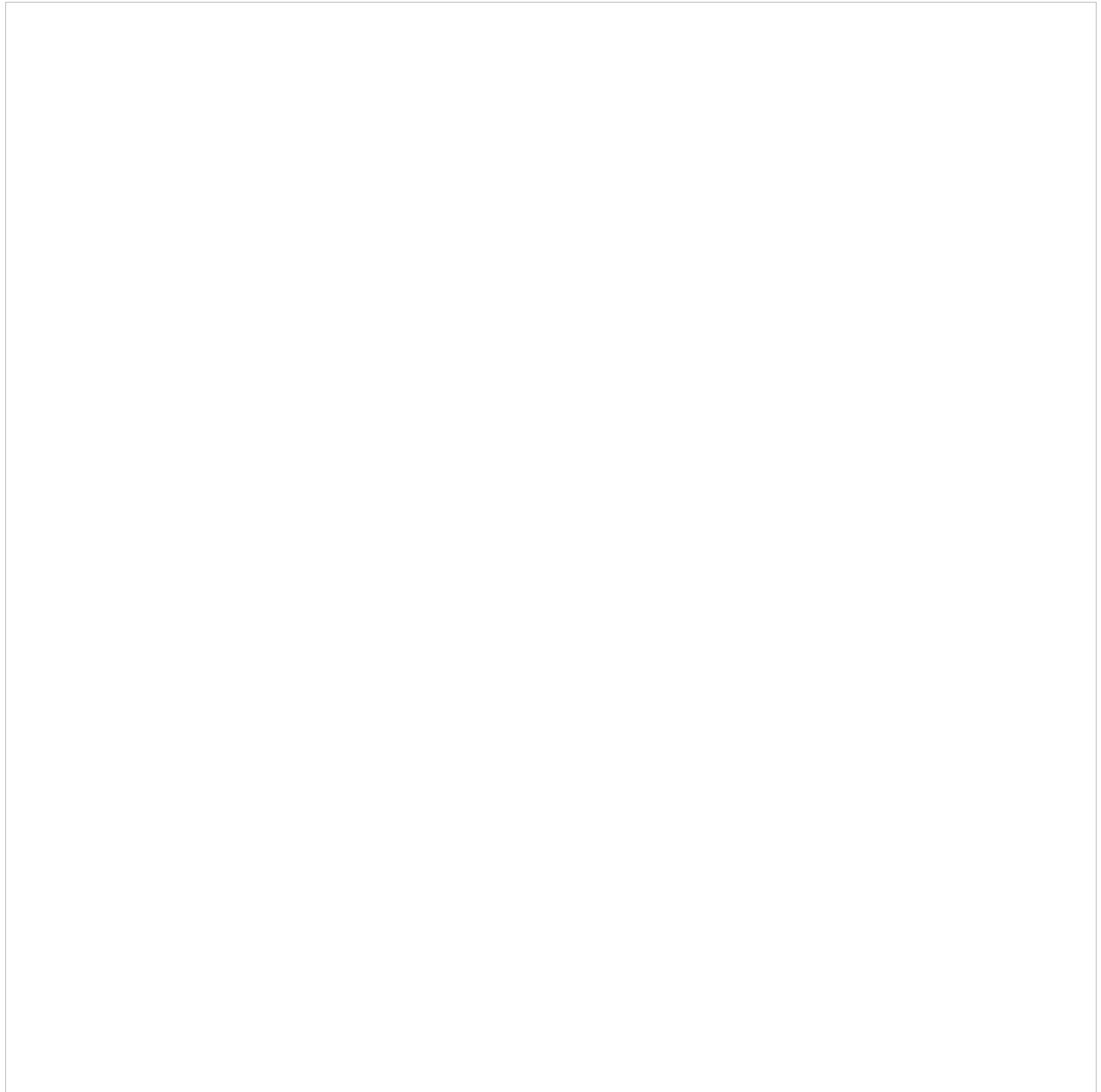
汉威电子主要从事气体传感器、气体检测仪表及系统解决方案的研发、生产和销售，所处行业涉及国民经济的各个领域，包括燃气、化工冶金、石油炼化、矿山、民生安全、建筑智能、环境自控、医药食品、消费电子、汽车等。自2009年创业板上市以来，汉威电子已拓展气体、压力、流量、湿度、热释电等多门类传感器及相关仪器仪表规模产业，尤其是气体传感器，国内市场占有率达60%，居国内第一，是国内领

先、国际知名的气体探测产品专业制造商。

受限于规模、技术、人才、资金等因素制约，行业内的优秀企业均表现为细分行业的龙头，未出现在多个垂直应用领域拥有系统解决方案的综合性企业，碎片化的行业力量为产业整合提供了巨大机会。同时，物联网技术、传感技术、移动互联等新技术的快速发展，使得客户需求从单一的设备购买逐步转变为一整套的系统解决方案，市场竞争也将从单纯的设备销售转换为基于客户应用场景开发的系统解决方案竞争。优秀的产品和解决方案能够帮助客户快速获取大量的优质数据，并在无线领域中应用，提高生产效率，增强安全和安防，帮助客户更好地作出正确的决策，节省成本。

当前，国家大力推进注重质量的新型城镇化建设，促进信息化和工业化深度融合，安全生产、环境压力导致清洁能源更广泛使用，依靠资源求发展的模式难以为继，人口红利逐渐消失，能源、环保压力加大；同时，各行业已经进入效率制胜时代，对管理水平提出了很高要求，相应地对以物联网为基础的新型信息化系统产生了广泛、迫切需求，这些新形势都使汉威电子在智慧市政、安全生产、环保领域面临重大机遇。

面对行业整合机会和新的发展机遇，汉威电子及时制定了既有业务自主发展与新业务并购整合并重的发展战略，不断加强产业纵向和横向发展，努力打造“智能传感器、智能仪表装备和物联网行业应用”三大产业板块，引领公司持续稳健发展。围绕发展战略，公司不断在传感器、智能仪器、物联网技术、安全、环保行业努力拓展并进行战略布局，努力将汉威电子打造为以先进多门类传感器为核心，以智能仪表装备为支撑，以物联网行业应用为主线，集工业安全、民生安全、环境保护、工业信息化物联网应用为一体的产品、服务提供商。



## （二）标的资产所处行业具有广阔发展前景

汉威电子本次拟收购的标的资产嘉园环保、沈阳金建分别为环保行业及地理信息软件行业，均属于政府大力支持的战略新兴产业范畴，符合国家经济发展的产业方向，具有广阔的发展前景。

## 1. 嘉园环保所处行业具有广阔发展前景

嘉园环保主要致力于提升资源综合利用、促进节能减排和发展循环经济，是目前国内领先的废气治理系统、垃圾渗滤液等废水污水处理系统整体解决方案提供商。根据国家发改委《产业结构调整指导目录（2013年修正）》，嘉园环保主要涉及的“有毒、有机废气、恶臭处理技术”、“垃圾填埋渗滤液和臭气处理技术装备”、“超生耦合法和生物膜法处理高浓度有机废水技术”属于国家鼓励类产业。

根据国家“十二五”环保纲要规划，到2015年我国节能环保产业总产值将达到4.5万亿元，年均增速在15%以上，成为国民经济新的支柱产业。

随着经济快速发展，以及“雾霾”、“城市光化学污染”、“家居污染”等因素日益引起人们的重视，有机废气的污染防治问题已成为社会关注的热点，国家政策对有机废气排放的标准和要求日益严格，有机废气治理市场正在迎来高速发展的时期。2010年5月，国务院下发《关于推进大气污染联防联控工作改善区域空气质量指导意见的通知》（国办发〔2010〕33号），首次正式从国家层面上明确了开展挥发性有机物污染防治工作的重要性，将VOCs和SO<sub>2</sub>、NO<sub>x</sub>、颗粒物一起列为改善大气环境质量的防控重点。继除尘、脱硫和脱硝以后，在“十二五”期间以及今后相当长的一段时间之内，我国VOCs的治理工作将会得到快速的发展，VOCs的治理产业将进入一个快速发展的时期。VOCs排放总量巨大，具有分布广泛、分散、无组织排放为主的特点，监测、治理难度较大，业内迫切需要经济、实用、分布式、可在线的VOCs监测仪器，给汉威电子以传感器为核心的气体检测方案和基于地理信息的系统平台技术带来了机会，是汉威电子实施既定的环保战略的重要机遇。

中国城镇化建设正处于快速发展时期，城镇化率迅速提高。但是与发达国家相比，我国城镇化水平依然存在较大提升空间。未来我国城镇人口数量和居民消费水平的进一步增长，将直接导致城市生活垃圾产量的快速上升，从而拉动垃圾渗滤液治理行业的发展。按照政府规划，“十二五”期间我国城镇生活垃圾无害化处理设施建设总投资约2 636亿元，投资增幅较“十一五”期间超过200%。政府高强度的建设投入，以及垃圾处理设施新建、扩建和改造工作的推动，将继续保持和促进垃圾渗滤液处理行业的快速发展。

## 2. 沈阳金建所处行业具有广阔发展前景

沈阳金建是一家基于GIS平台数据库系统的综合运营商，其自主研发的地理信息系统处于国内领先水平，能够为政府机关、企事业单位等各类客户提供专业化管理及监控系统解决方案。根据国家发改委《产业结构调整指导目录（2013年修正）》，沈阳金建主要涉及的“依托基础地理信息资源的城市立体管理信息系统”、“电子政务系统”等属于国家鼓励类产业。

随着国民经济水平的进一步提高，国内电子政务以及数字城市的蓬勃发展导致了对地理信息的需求不断扩大，国内GIS软件市场容量呈快速上升趋势，国内GIS软件市场正处在整体高速发展的阶段。根据国家测绘地理信息局预计，“十二五”期间地理信息产业总产值将增加至5 000亿元，较2011年增长2.3倍，整个行业年均复合增长率将达35%，到2020年将达到1万亿元，地理信息有望成为国民经济的重要增长点。

我国已经将软件行业列为鼓励发展的战略性行业，并为软件行业发展营造了优良的政策环境。从2000年开始，国务院连续颁布了多个涉及鼓励扶持软件行业发展的重要政策性文件，如国务院《鼓励软件产业和

集成电路产业发展的若干政策》（国发〔2000〕18号）、《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006—2020年）》（国发〔2005〕44号）和《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006—2020年）若干配套政策的通知》（国发〔2006〕6号）等，从投融资体质、税收、产业技术、出口、收入分配、人才吸引与培养、采购、知识产权保护、行业组织与管理等各个方面为我国软件产业发展提供了政策保障。作为软件产业的重要组成部分，GIS软件研发行业同样受益于产业政策的大力扶持。

### （三）本次交易符合公司发展战略，有利于实现各项业务的全面协同发展

汉威电子是国内领先的气体检测方案提供商，主要经营气体检测相关业务。嘉园环保是国内领先的有机废气、废水污水处理服务提供商，有机废气治理技术成熟，能够为客户提供多种解决方案。两家公司目标客户存在一定重叠，上下游关系明显。通过本次交易，汉威电子将得以从既有环境监测系统优势领域出发，进入环境污染治理板块，可以为客户提供从气体检测到废气治理的完整解决方案。嘉园环保作为领先的环保设备制造商，应用汉威电子从感知到云端应用的物联网技术，可以显著提高嘉园环保设备的“智慧”程度，增加业务价值和客户体验。

沈阳金建是一家基于GIS平台数据库系统的综合运营商，其地理信息系统及软件是汉威物联网整体方案的重要组成部分。收购沈阳金建股权，是汉威电子进入数字城市行业、发展物联网技术、延伸产业链的战略举措，是汉威电子现有业务向“新型城镇化”及“智慧城市”拓展的重要步骤。同时，本次收购还有助于充分利用沈阳金建的软件技术优势推动汉威电子业务、技术和管理的移动信息化改造，促进汉威电子全面互联网化。本次交易前，汉威电子已经持有沈阳金建51.09%股权。由于双方

面向相同的客户群体，本次全资收购沈阳金建，有利于汉威电子加强对数字化地理信息系统领域的控制力，实现双方业务资源、特别是在智慧市政领域的技术业务充分协同，提升双方产品服务的智慧化程度和使用价值。

综上，本次收购嘉园环保和沈阳金建是汉威电子实现既有战略拓展的重要步骤，将会显著增强双方核心竞争力和业务盈利能力。

#### （四）本次交易有利于发挥协同效应，提升上市公司既有气体业务服务能力

汉威电子目前为客户提供的主要产品包括气体传感器、气体检测仪器仪表及监控系统，但在整体的测后治理、软 / 硬件系统集成等综合气体业务服务方面存在一定欠缺。

嘉园环保是国内领先的有机废气处理企业之一，拥有吸附—催化燃烧、回收、RTO等全套有机废气治理技术及服务能力，能够与汉威电子在有机气体检测领域的市场资源实现系统集成，形成“前端检测、后端治理”的整体解决方案服务能力。汉威电子的安全生产监控系统广泛应用于各种工业客户，其中石油、有机化工、煤化工、涂装等工业客户在关注安全生产的同时，也面临VOCs的排放监控和治理问题，客户需求给公司提出了新的任务。汉威电子与嘉园环保业务天然具有上下游关系，面对相同的客户群体，双方通过结合给客户从安全监控到环保监测+治理的完整解决方案，有利于充分共享客户资源，增强产品和服务的竞争力，获得更好的协同效益。通过本次交易，有助于汉威电子树立行业影响力，快速切入环保领域。

沈阳金建是国内最早进入管网信息系统的企业之一，在燃气管网系



统领域具有技术、市场方面的比较优势，能够与汉威电子现有的气体传感器、气体检测仪器仪表相关业务形成软件—硬件的互补，更好地为客户提供完整解决方案，实现从“数字管网”到“智慧管网”、从“数字城市”到“智慧城市”的转变，提升上市公司在工业及市政燃气等气体检测领域的综合系统服务能力，同时为上市公司补充新的客户资源，提升综合业务能力，尽量避免青岛黄岛、台湾高雄类似地下管线灾难事件的发生，共同把握国家大力推进地下管网改造的大好机遇。

近年来，同行业上市公司纷纷加强在相关领域投入，例如：先河环保已经成立控股子公司开展工业有机废气治理业务，并与解放军环境科学研究中心合作成立了工业有机废气治理技术研发机构；聚光科技使用募集资金投资“数字环保信息系统建设”项目，对包括地理信息应用在内的监控及业务系统进行整合升级。本次交易完成后，汉威电子将得以有效提升气体相关业务领域的综合服务能力，更好的应对市场竞争。

## （五）本次交易有利于增加公司新的业务增长点

嘉园环保拥有污水防治工程、大气污染防治工程环境污染工程设计甲级、环保工程专业承包二级、环境污染治理设施运营甲级、环境工程咨询丙级等核心资质和环境保护领域的多项专利和专有技术，其有机废气治理、废水污水处理、垃圾渗滤液处理等成套设备及解决方案已经在相关行业得到了广泛的应用和推广，有利于汉威电子在相关领域的业务拓展。

沈阳金建自主研发的地理信息系统处于国内领先水平，能够为政府机关、企事业单位等各类客户提供专业化管理及监控系统解决方案。汉威电子已经于2013年4月通过收购及增资方式取得了沈阳金建51.09%股

权，顺利进入数字化城市管理系统领域；鉴于收购完成后沈阳金建运营状况良好，本次拟收购沈阳金建剩余部分48.91%的股权，有利于扩大汉威电子在监控系统解决方案领域的竞争优势，进一步增加利润贡献。

综上，本次收购嘉园环保和沈阳金建，有助于汉威电子增加新的业务增长点。

本次交易完成后，上市公司的总资产规模、归属于母公司股东权益规模及归属于母公司股东的净利润水平都将得到提升，有利于进一步提升上市公司的综合竞争能力、市场拓展能力、资源控制能力和后续发展能力，提升公司的盈利水平，增强上市公司的抗风险能力和可持续发展的能力，增加对股东的回报。

## 四、交易方案

### （一）交易主体

本次交易涉及的交易主体包括：汉威电子、尚剑红、华顺置业及陈泽枝等14名自然人、不超过十名特定投资者，其中：

尚剑红、华顺置业及陈泽枝等14名自然人为标的资产的出售方；

上市公司汉威电子为标的资产的受让方及股份发行方；

不超过十名特定投资者为配套募集资金的发行对象。

### （二）交易标的

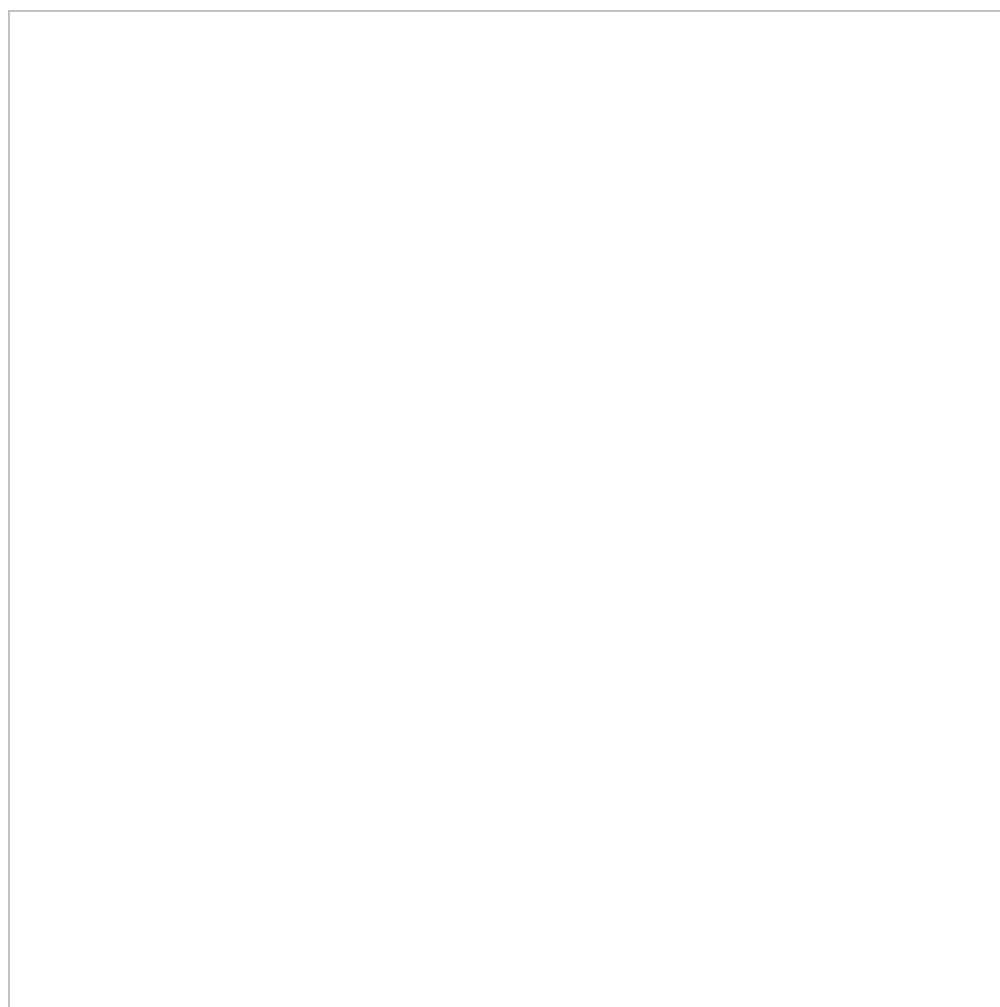
本次交易标的资产为交易对方合法持有的嘉园环保80.00%股权及沈阳金建48.91%股权。

本次交易涉及的交易标的、交易对方对照关系如下表：

--	--

### （三）交易方案

本次交易汉威电子将通过发行股份及支付现金的方式向华顺置业及陈泽枝等14名自然人股东购买其合计持有的嘉园环保80.00%股权，向尚剑红购买其持有的沈阳金建48.91%股权。同时，公司向其他不超过10名特定投资者发行股份募集配套资金，募集配套资金不超过本次发行股份及支付现金购买资产交易总金额的25%，扣除发行费用后拟全部用于支付本次交易的现金对价。



#### （四）交易价格情况

评估机构中企华评估采用成本法和收益法对嘉园环保、沈阳金建股

权价值进行了评估，并选择收益法的评估结果作为最终评估结论。根据中企华出具的中企华评报字〔2014〕第1068—01号、中企华评报字〔2014〕第1068—02号《资产评估报告》的评估结论，截至评估基准日2013年12月31日，嘉园环保经审计的账面净资产为18 917.91万元，收益法评估后净资产为53 676.08万元，评估增值34 758.17万元，增值率为183.73%；沈阳金建经审计的账面净资产为2 730.62万元，收益法评估后净资产为13 179.57万元，评估增值10 448.95万元，增值率为382.66%。

本次交易双方以标的资产截至2013年12月31日的评估结果为定价参考依据，经交易双方协商，嘉园环保80.00%股权作价为4.40亿元，沈阳金建48.91%股权作价为6 440.00万元。

在此基础上，考虑到交易完成后各交易对方所获对价的形式、未来承担的业绩承诺责任和补偿风险的不同，嘉园环保各名股东内部协商后一致同意本次交易中各方获得的对价情况如下：

本次上市公司拟向交易对方尚剑红发行股份221.506 7万股股份及支付现金3 000.00万元购买其持有的沈阳金建股权。

## （五）利润承诺

### 1. 嘉园环保

2014年5月14日，汉威电子与本次交易对方陈泽枝、李泽清、高孔兴、华顺置业、许金炉、刘智良、黄开坚签署了《利润承诺补偿协议》。

本次交易的资产受让方及股份发行方为汉威电子。

本次交易的补偿责任人为陈泽枝、李泽清、高孔兴、芜湖华顺置业投资有限责任公司、许金炉、刘智良、黄开坚。

本次交易的补偿责任人按下述比例计算各自应当支付的补偿现金数和违约金数。

序号	补偿责任人	补偿比例
1	陈泽枝	50.624 1%
2	李泽清	23.408 5%
3	高孔兴	14.622 0%
4	华顺置业	4.166 7%
5	许金炉	3.245 1%
6	刘智良	2.286 0%
7	黄开坚	1.647 6%
合计		100.000 0%

各方一致同意，补偿责任人承诺：如嘉园环保股权在2014年完成交割，则嘉园环保2014年、2015年、2016年实现的扣除非经常性损益前后归属于母公司所有者净利润孰低数不低于3 353.20万元，4 289.34万元5 252.41万元。

## 2. 沈阳金建

2014年5月14日，汉威电子与本次交易对方尚剑红签署了《利润承诺补偿协议》。

本次交易的资产受让方及股份发行方为汉威电子。

本次交易的补偿责任人为尚剑红。

各方一致同意，补偿责任人承诺：如沈阳金建股权在2014年完成交割，则沈阳金建2014年、2015年、2016年实现的扣除非经常性损益前后归属于母公司所有者净利润孰低数不低于1 156.09万元、1 355.66万元、1 497.80万元。

## 五、交易节点

1. 2014年1月14日，经深圳证券交易所批准，汉威电子股票停牌。
  2. 2014年2月24日，汉威电子召开第三届董事会第二次会议，审议通过《关于筹划重大资产重组事项的议案》。
  3. 2014年3月31日，华顺置业召开股东会，同意以其持有的嘉园环保200万股股份参与本次交易。
- 2014年4月1日，嘉园环保召开股东大会，审议通过本次交易的基本方案。
- 2014年5月14日，沈阳金建召开股东会，审议通过本次交易的基本方案，同意尚剑红将其持有的沈阳金建48.91%股权全部转让给汉威电子。



4. 2014年5月14日，汉威电子召开第三届董事会第五次会议，审议通过了《河南汉威电子股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》及相关议案，独立董事发表了独立意见。

5. 2014年5月14日，汉威电子与交易对方签署了《发行股份及支付现金购买资产协议》及《利润承诺补偿协议》。

6. 2014年6月3日，汉威电子召开2014年第二次临时股东大会，审议通过了《河南汉威电子股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》及相关议案。

## 六、交易特点

### （一）交易难点——遇到的主要问题及解决方案

#### 1. 主要问题

嘉园环保BOT相关的建造业务均由嘉园环保及下属公司承接。根据BOT合同，业主方对于该部分BOT建造劳务不予现金结算，而是在未来运营期间以支付运营费的方式给予补偿，即BOT建造收入不产生现金流入。根据相关规定，该部分收入可以按公允价值进行确认，但由于嘉园环保的BOT建造劳务主要为安装非标设备，收入确认的公允性和毛利率的合理性暂时无法判断。

#### 2. 处理方式

（1）财务部门会同业务部门，提供嘉园环保对外承接的与BOT类

似项目的相关资料，通过对比技术指标、投资额等相关参数，确定两者的毛利水平是否有重大差异。

（2）财务部门会同业务部门，搜集嘉园环保外部能取得的与合肥项目建设内容类似、技术指标接近的建设项目的毛利水平，来佐证目前毛利的合理性。

（3）财务部门牵头，修订相关收入确认的内部控制流程，包括但不限于定价方式、审批流程、结算方式等。

## （二）交易亮点——案例创新性

### 1. 市场化业绩对赌，更好的保障交易各方利益

买卖双方并购重组市场充分博弈的情况下，盈利补偿及超额奖励情况仍将持续存在。即通过交易条款的灵活约定，可以使标资产的出让方一方面承担业绩在不能实现条件下盈利补偿的义务，另一方面在标的资产超过预期实现业绩时，享有超额奖励的权利。通过超额奖励方案的设计，能够更好的体现市场化并购的公平性、合理性，促进交易双方达成交易，最大化程度的使交易价格贴近标的真实价值，也进而能保证交易完成后，作为交易对方同时更多情况也是标的资产的经营管理人员，更积极主动的负责标的资产的运营，提升上市公司整体业绩。

随着证监会审核监管体系市场化改革的逐步推进，在本次交易中，交易双方采取了高度市场化的业绩对赌。具体来说，本次交易的业绩对赌除传统的业绩补偿外，还增加了正向对赌、分批收购等多种方式。本次交易先收购标的资产嘉园环保80%的股权，若未来标的资产业绩不佳，交易对方陈泽枝、李泽清、高孔兴、芜湖华顺投资等七方需要进行业绩补

偿；反之，当未来业绩实现情况良好时，上市公司还将溢价收购嘉园环保剩余股份，并对管理层股东予以奖励。

### （1）业绩补偿

交易对方陈泽枝、李泽清、高孔兴、芜湖华顺置业投资有限责任公司、许金炉、刘智良、黄开坚承诺：嘉园环保2014年、2015年、2016年实现的扣除非经常性损益前后归属于母公司所有者净利润孰低数不低于3 353.20万元、4 289.34万元、5 252.41万元。如嘉园环保实际净利润低于上述承诺金额，则由上述交易对方按照《利润承诺补偿协议》的约定负责向上市公司进行补偿。

若嘉园环保在利润补偿期间实现的实际利润数低于补偿责任人的承诺净利润数，则补偿责任人需要以现金形式对上市公司进行补偿。差异比例在10%（含）以内，补偿责任人以等额现金补偿；差异比例在10%以上时，除等额现金补偿外，补偿责任人应以现金方式向上市公司额外支付等同于当年现金补偿金额数量的违约金。

### （2）奖励对价

如果嘉园环保2014年、2015年、2016年实际完成的税后归属母公司股东净利润（不扣除非经常性损益）合计数超出承诺净利润数合计数5%以上，则上市公司还将对嘉园环保管理层股东进行奖励。如果嘉园环保2014年、2015年、2016年实际完成的税后归属母公司股东净利润超出5%以上但实际完成的税后归属母公司股东净利润数合计数未超过15 000万元，按照超出部分的20%计算并支付奖励对价。如果实际完成的税后归属母公司股东净利润数合计数超出15 000万元，超出5%以上至15 000万元部分按照超出部分的20%计算并给予奖励；超出15 000万元部分

按照超出部分的40%计算并支付奖励对价。

本次交易前，陈泽枝、李泽清、高孔兴等既是嘉园环保的主要股东，也是嘉园环保的管理层核心人员，而本次交易后，嘉园环保现有的管理层结构并不会出现太大的变化。为了使以上人员能够更好的适应从公司股东到公司管理层的角色转换，本次交易中设置业绩奖励能够更有效地提高他们的积极性，从而为上市公司股东创造更多的价值。

(3) 本次交易中对嘉园环保的收购分两步完成，体现了“风险共担、利益共享”的市场化并购理念

本次交易中，汉威电子决定首先收购嘉园环保80.00%股权，并由承担业绩承诺的交易对方继续持有嘉园环保剩余股权。就整个激励体系而言，企业所有权是一个极为有效的激励机制。拥有所有权就意味着能够获取企业的剩余收益，能促使以上人员最大可能地付出努力去管理和监督企业的其他成员。因此，本次的交易架构有利于更好的保护汉威电子股东利益，实现汉威电子与嘉园环保既有管理团队的风险共担、利益共享。在嘉园环保业绩实现情况良好、2016年实际实现的扣除非经常性损益前后归属于母公司所有者的净利润孰低数不低于2016年承诺数的85%时，交易对方有权要求汉威电子收购嘉园环保的剩余20%股权；这一安排的实质是如本次交易完成后，嘉园环保业绩情况良好，则汉威电子将溢价收购嘉园环保的剩余股份，完成对嘉园环保的最后整合工作。

嘉园环保剩余20%股权的定价公式为：按照本次嘉园环保100%股权总作价5.5亿元为基础，按照每年10%的增长比例对嘉园环保进行估值，计算周期以本次80%股权交割日为起点日期，上市公司股东大会审议通过20%股权收购协议之日为截止日期，按每年360日按日折算20%股权的转让款金额基准，并在此基础上进行扣减后确定股权转让价款。股权转

让价款的计算方式为：

20%股权转让价款=转让款金额基准－（嘉园环保参与业绩承诺的股东在利润补偿期内应当支付的利润承诺补偿及违约金之和）×（20% / 80%）。

## 2. 差异化对价安排

根据本次交易中对嘉园环保的评估结果并经嘉园环保全体股东的友好协商，本次收购嘉园环保80.00%股权的总对价为4.4亿元。在此基础上，考虑到交易完成后各交易对方所获对价的形式、未来承担的业绩承诺责任和补偿风险的不同，交易对方内部协商后同意根据签署原则分为三种不同类型，享受不同对价和收益，承担不同类型的责任和义务，在法律法规许可的范围内体现了市场化的交易结构。

# 七、并购影响

## （一）对汉威电子业务的影响

汉威电子是国内领先的气体检测方案提供商，主要经营气体检测相关业务。嘉园环保是国内领先的有机废气、废水污水处理服务提供商，有机废气治理技术成熟，能够为客户提供多种解决方案。两家公司目标客户存在一定重叠，上下游关系明显。近年来汉威电子客户对“前端检测、后端治理”的产品整体解决方案需求迫切，双方业务整合将呈现较强的业务协同效应。通过本次交易，汉威电子将得以从既有环境监测系统优势领域出发，进入环境污染治理板块，可以为客户提供从气体检测到废气治理的完整解决方案。嘉园环保作为领先的环保设备制造商，应

用汉威电子从感知到云端应用的物联网技术，可以显著提高嘉园环保设备的“智慧”程度，增加业务价值和客户体验。

沈阳金建是一家基于GIS平台数据库系统的综合运营商。汉威电子收购沈阳金建股权，是汉威电子进入数字城市行业、发展物联网技术、延伸产业链的战略举措，是汉威电子现有业务向“新型城镇化”及“智慧城市”拓展的重要步骤。同时，本次收购还有助于充分利用沈阳金建的软件技术优势推动汉威电子业务、技术和管理的移动信息化改造，促进汉威电子全面互联网化。本次交易前，汉威电子已经持有沈阳金建51.09%股权。由于双方面向相同的客户群体，本次全资收购沈阳金建，有利于汉威电子加强对数字化地理信息系统领域的控制力，实现双方业务资源、特别是在智慧市政领域的技术业务充分协同。

## （二）对汉威电子财务的影响



升，汉威电子的整体竞争力增强。

### （三）对原股东持股比例的影响

本次交易前汉威电子的总股本为11 800.00万股，任红军、钟超合计持有上市公司4 628.572万股股份，占上市公司股本总额的39.23%，自上市以来任红军、钟超一直为公司实际控制人。按照本次发行底价计算，本次交易后，任红军、钟超合计持有上市公司总股本的30.28%，公司第一大股东仍为自然人任红军先生，任红军、钟超仍为上市公司实际控制人，上市公司实际控制人不会发生变更。

### （四）对上市公司市值及原股东财富的影响

本次重组方案公告后，上市公司股票连续保持稳定增长趋势，并创下自2010年下半年以来新高35.43元 / 股；截至2014年10月24日收盘时，汉威电子股票收盘价为31.22元 / 股，较本次发行价格15.53元 / 股涨幅超过100%。

## 八、市场点评

市场投资者对汉威电子本次通过并购重组实现产业整合的战略予以高度评价。国泰君安认为，汉威电子通过“内生+外延”的双重驱动，向下游延伸，使汉威电子从传统的传感器和仪器仪表生产商转变为市政管网监测领域的龙头企业。汉威电子未来将围绕智慧市政（燃气、供水等）、安全生产（在线监测等）、环保治理（VOC治理等）、智能家居和智能穿戴等领域展开，特别是市政管网检测领域的优势更为明显。



中信证券近日发布的研究报告称，汉威电子传感器业务在A股公司中极具稀缺性，且受益于传感器和物联网行业应用高景气，预计未来业绩在内生加外延双重驱动下或实现快速增长。

国信证券则认为，公司发展路径清晰，未来三年业绩增长确定性强且存在持续整合并购预期，本次收购对公司业绩将产生一定的推动作用。

申银万国表示，汉威电子通过一系列兼并收购切入环保领域，并依托自身气体传感器龙头优势打通“终端监测+GIS / SCADA+云端数据”、“VOCs监测+治理”全产业链，成长性优异。

（本案例由西南证券提供，撰写人：西南证券投资银行并购融资总部汪子文、徐思远）

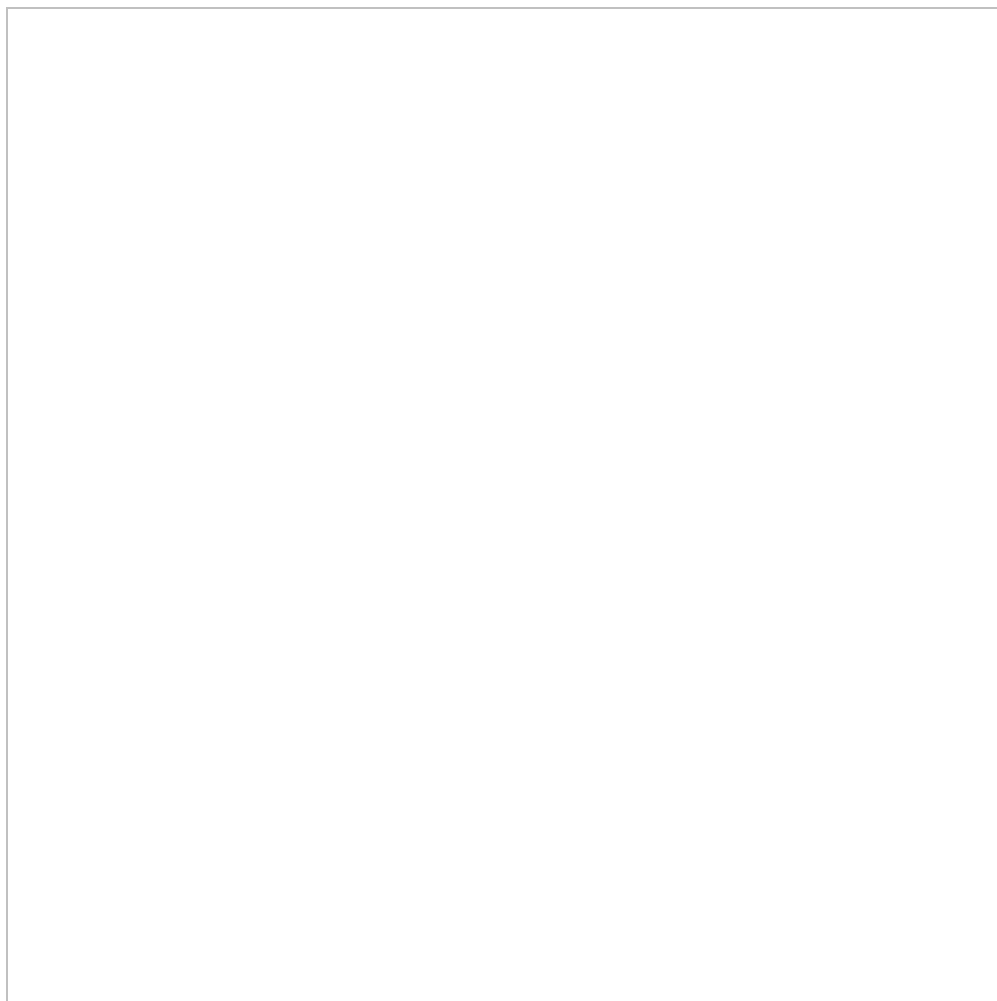
## 2.1.2.5 东华软件收购威锐达

### 一、案例简述

2013年8月，东华软件拟向黄麟维、侯丹军、侯丹云、程相利、李宇、白钢、吴勇、范学义、赫长云、姜永淑、储著荣、汪汉文、李姝、付琪舒、闫旭光、王静、秦友奎、姜以波等18名自然人发行股份及支付现金购买其合计持有的威锐达100%股权。

同时，东华软件拟向不超过10名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，募集资金金额不超过本次交易总金额的25%，用于支付本次收购标的资产的现金对价和补充公司流动资金。若本次配套融资未被证监会核准或配套融资发行失败，则东华软件将以自有资金或债务融资支付

本次交易的现金对价。本次交易的示意图如下所示：





本次交易完成后，东华软件持有威锐达100%股权。本次交易不会导致东华软件实际控制人发生变化。

## 二、交易各方

### （一）交易各方基本情况

上市公司基本情况			
发行人名称	东华软件股份公司	股票简称	东华软件
注册资本	689 967 200元	法定代表人	薛向东

注册地址	北京市海淀区紫金数码园3号楼15层1501	控股股东或实际控制人	薛向东
行业分类	软件和信息技术服务业	主要产品及服务	系统集成、软件开发和技术服务
标的资产基本情况（如有多个标的资产，分别填写）			
标的资产全称	北京威锐达测控系统有限公司	注册资本	1 210万元
注册地址	北京市西城区月坛北街26号608室	控股股东	黄麟维
所属行业	风力发电装备制造行业	主要产品及服务	风电机组状态监测与故障诊断系统
本次交易的有关中介机构			
独立财务顾问	华泰联合证券有限责任公司	律师	北京市天元律师事务所
审计机构	北京兴华会计师事务所有限责任公司	评估机构	中联资产评估集团有限公司

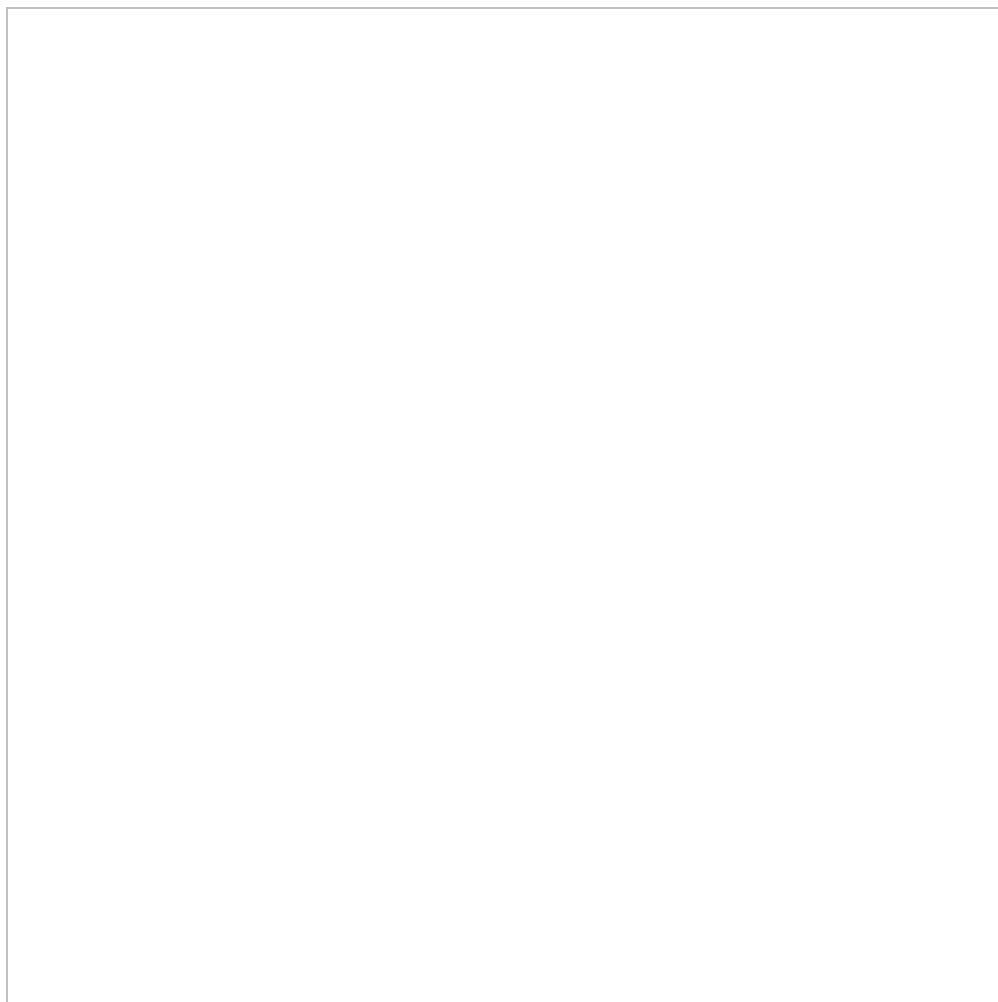
## （二）交易双方交易前最近两年及一期的主要财务数据

项目	2013年1—6月	2012年	2011年
上市公司			
营业收入（万元）	253 140.93	349 137.81	258 638.68
净利润（万元）	45 799.16	56 913.12	42 090.54
归属于母公司所有者的净利润（万元）	45 800.68	56 917.53	42 095.53
标的资产			
营业收入（万元）	2 825.07	1 159.66	—
净利润（万元）	1 477.10	89.63	—63.06
归属于母公司所有者的净利润（万元）	1 477.10	89.63	—63.06

### 三、交易背景

（一）东华软件专注于信息化产业，通过多行业布局战略，使公司保持持续、稳定、高速的发展

东华软件长期专注于信息化产业，并充分利用公司的体制优势，以及雄厚的资本和人才优势，在稳步推进相关业务的同时，积极进行研发储备，布局更多潜力型业务，从而形成了通用软件、专用软件两元业务结构布局，便于实现业务的大规模复制，使得业务布局能力大为提升。



伴随着东华软件在行业信息化10多年的耕耘，目前已经将业务领域

布局到医疗、政府、金融、电信、电力、煤炭、石油、石化、交通、国防、保险、科教及制造等20多个行业领域，是目前国内系统集成商中开展业务领域最多的企业之一。一方面，公司有丰富的数据中心，视频监控，容灾，网络工程，安全服务等许多基础服务项目，且大项目经验丰富，各行业均需要此类服务，所以行业扩展给公司带来的收益十分明显；另一方面，多业务布局有利于避免因单一行业或单一客户需求波动带来的业绩波动，重点布局信息化支出较高的电信、金融、电力、政府等领域，以及医疗等未来国家重点投入领域，以实现持续、稳定、高速发展。

## （二）标的公司为特定细分行业的领先企业，发展前景广阔

中国的风电机组监测工作起步相对较晚。近两年，我国风电机组脱网事故、风电设备故障频发。2011年12月2日国家电监会发布《风电安全监管报告》，介绍了近年来开展风电安全监管的情况。《风电安全监管报告》显示，随着风电产业的快速发展，风电机组脱网、机组故障等事故呈上升趋势，对下一步风电安全健康发展提出了明确的监管意见和监管建议，完善管理制度和技术规范，建立长效机制，也使业界开始越来越重视风电机组的后续监测运营工作。

2011年8月，国家能源局颁发了《风力发电机组振动状态监测导则》，要求“海上风电机组应选择采用固定安装系统，陆上2兆瓦（及以上）风电机组选择采用固定安装系统，陆上2兆瓦以下风电机组可选择半固定安装系统或便携式系统。”逐步使风电机组监测工作开展有章可循。考虑到国内巨大的风电机组存量 and 风电发展快速增长的势头，风电机组的监测领域市场前景广阔。

威锐达是国内领先的风电机组监测解决方案提供商，具有专业化的风电机组监测及故障诊断能力。为了满足我国大型风电运营商对旗下风电场内的风电机组进行日常维护管理的需求，威锐达研制了一套具有完全知识产权的风电机组状态监测与故障诊断系统，为风电机组全生命周期的运行维护管理提供了一个便捷、经济的解决方案。风电运营商、风电机组主机商通过在风电场部署威锐达提供的风电机组振动监测诊断系统（WindCMS），能以较低的成本实现对风电机组振动状态的实时监测，提前发现风电机组故障隐患，便于风电运营商统筹安排故障风机的维修计划，在提升风电机组运营质量的同时，有效降低了日常维护成本。

鉴于威锐达的技术、人力、市场等多方面的优势，威锐达的市场竞争力及市场美誉度均较高，处于行业的领先地位。

### （三）资本市场为东华软件外延式发展创造了有利条件

东华软件作为IT行业尤其是软件行业龙头企业之一，一直专注于行业应用软件开发、计算机信息系统及相关服务业务，并不断保持快速增长，采取内生式成长与外延式发展的双重举措是实现这一目标的重要步骤。东华软件内生式成长战略主要是通过提高东华软件管理能力、管理效率、业务水平，提升现有业务人员素质、增强东华软件竞争力的方式实现。东华软件外延式发展战略主要是通过并购具有独特业务优势和竞争实力、并能够和东华软件现有业务产生协同效应的相关公司的方式实现。

东华软件自登陆资本市场以来，不但从资本市场获得了充足的发展资金，而且拥有了股份支付等多样化的并购支付手段，为对外扩张创造

了有利条件，使东华软件有能力收购其他具有比较优势的公司，并成功实施了多次对外收购，积累了较成熟的收购整合经验，实现了公司外延式扩张，完成既定战略规划并做强做大各项业务。

## 四、交易方案

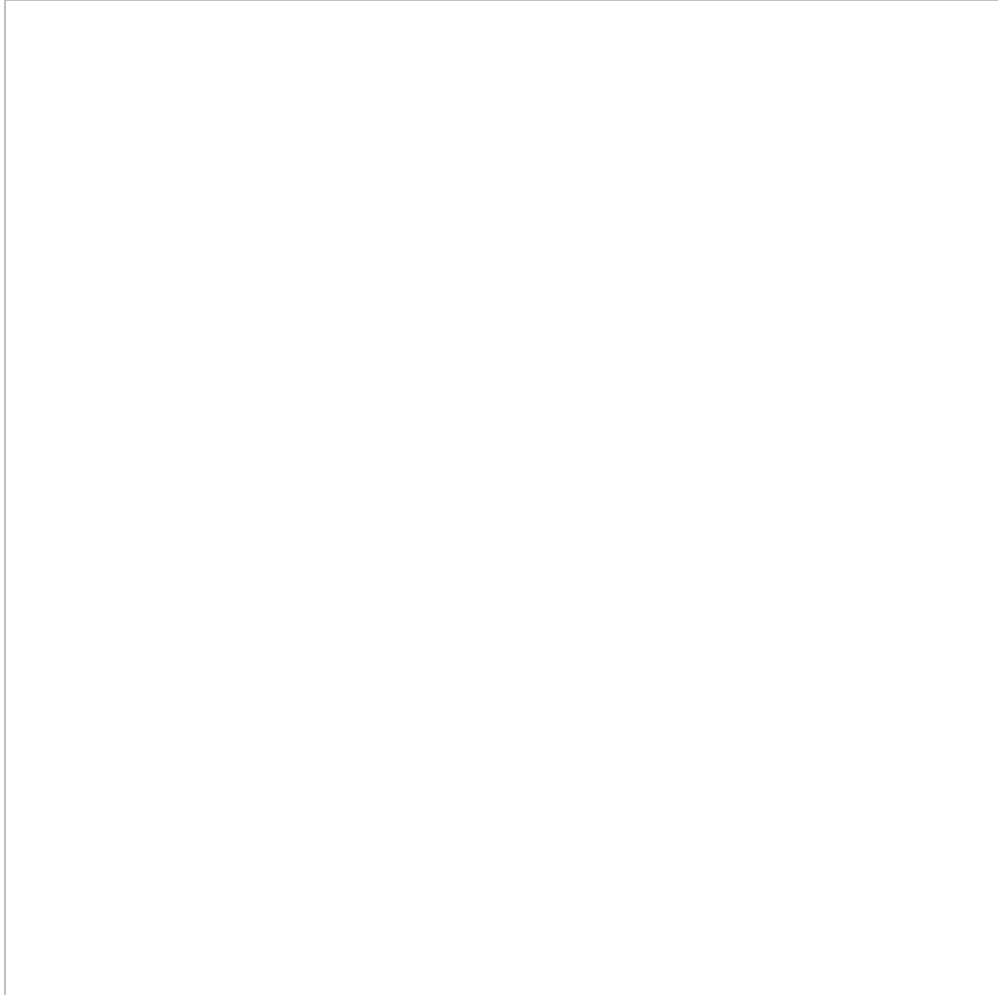
### （一）方案背景及交易方案说明

东华软件拟向黄麟维、侯丹军、侯丹云、程相利、李宇、白钢、吴勇、范学义、赫长云、姜永淑、储著荣、汪汉文、李姝、付琪舒、闫旭光、王静、秦友奎、姜以波等18名自然人发行股份及支付现金购买其合计持有的威锐达100%股权。

同时，东华软件拟向不超过10名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，募集资金金额不超过本次交易总金额的25%，用于支付本次收购标的资产的现金对价和补充公司流动资金。







## （二）估值定价

### 1. 前期谈判时，双方预期估值及估值基础

交易双方的预估值为58 300万元，为标的公司2013年预计净利润5 300万元的11倍。

### 2. 评估结论选用的评估方法及评估值

本次交易采用了资产成本法和收益法对标的资产进行评估，其中资产成本法的评估结果为7 304.56万元，评估增值5 335.93万元，增值率

271.05%；收益法的评估结果为58 681.35万元，评估增值55 758.12万元，增值率为1 907.41%。最后根据标的资产的特点，选取了收益法的评估结果作为本次评估的结果。经过交易双方的协商，本次交易的作价确定为58 300万元。

### （三）对价支付方式

东华软件采取非公开发行股份和现金支付相结合的方式支付购买标的资产的对价，其中，70%的交易对价即40 810万元以股份方式支付，30%的交易对价即17 490万元以现金方式支付，东华软件将为此募集配套资金。

### （四）盈利补偿安排

#### 1. 承诺净利润

交易对方承诺标的资产在盈利承诺期内各年度的净利润数（指合并报表中扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润数）如下：2013年度，2013年实现净利润不低于5 300万元；2014年度，2014年实现净利润不低于6 360万元；2015年度，2015年实现净利润不低于7 632万元；2016年度，2016年实现净利润不低于8 777万元。

#### 2. 未实现盈利预测的补偿安排

2013年、2014年、2015年、2016年的承诺净利润分别为A1、A2、A3、A4；实际净利润数分别为B1、B2、B3、B4；应补偿的股份数量分别为C1、C2、C3、C4，应补偿的现金金额分别为D1、D2、D3、D4。

交易对方认购的股份总数为E；本公司在本次交易中支付的现金对价总和为F。

2013年、2014年、2015年已补偿的股份数分别为G1、G2、G3，已补偿的现金金额分别为H1、H2、H3。

(1) 如果2013年实现的净利润未能达到当年承诺净利润5 300万元（A1），交易对方应以股份和现金对本公司进行补偿，补偿总额不超过标的资产的交易价格。

$$C1=(A1-B1) \times E/A1$$

$$D1=(A1-B1) \times F/A1$$

(2) 如果2013年、2014年累计实现的净利润未能达到11 660万元（A1+A2），交易对方应以股份和现金对本公司进行补偿，补偿总额不超过标的资产的交易价格。

$$C2=(A1+A2-B1-B2) \times E/(A1+A2+A3+A4)-G1$$

$$D2=(A1+A2-B1-B2) \times F/(A1+A2+A3+A4)-H1$$

(3) 如果2013年、2014年、2015年累计实现的净利润未能达到19 292万元（A1+A2+A3），交易对方应以股份和现金对本公司进行补偿，补偿总额不超过标的资产的交易价格。

$$C3=(A1+A2+A3-B1-B2-B3) \times E/(A1+A2+A3+A4)-G2$$

$$D3=(A1+A2+A3-B1-B2-B3) \times F/(A1+A2+A3+A4)-H2$$

(4) 如果2013年、2014年、2015年、2016年累计实现的净利润未

能达到28 069万元（ $A1+A2+A3+A4$ ），交易对方应以股份和现金对本公司进行补偿，补偿总额不超过标的资产的交易价格。

$$C4=(A1+A2+A3+A4-B1-B2-B3-B4) \times E / (A1+A2+A3+A4) - G3$$

$$D4=(A1+A2+A3+A4-B1-B2-B3-B4) \times F / (A1+A2+A3+A4) - H3$$

若交易对方未能进行现金补偿，上市公司可选择用股份进行补偿，股份补偿数量=本公司要求以股份补偿的金额÷本次非公开发行股份价格。

## （五）其他安排

### 1. 任职期限承诺

为保证威锐达及其子公司持续发展和保持持续竞争优势，威锐达的实际控制人（黄麟维、侯丹军、侯丹云）及管理层股东（程相利、范学义、李宇、吴勇、白钢）承诺，自签署本协议之日起五年内，未经本公司书面同意，不能以任何原因主动从本公司及其子公司、标的公司及其子公司离职。如果威锐达实际控制人及管理层股东违反该项承诺，则：

（1）该实际控制人 / 管理层股东因本次交易而获得的本公司股份在其离职时尚未解锁的部分，由本公司以1元对价回购注销或按照本公司公告的股权登记日本公司其他股东所持本公司股份数占本公司股份总数（扣除该实际控制人 / 管理层股东所持本公司股份数）的比例赠与该实际控制人 / 管理层股东之外的本公司其他股东，具体以本公司指定的方式为准；（2）该实际控制人 / 管理层股东因本次交易而获得的本公司

股份在其离职时已解锁并已减持所获得的现金应于本公司向离职的实际控制人 / 管理层股东发出通知之日起5个工作日内全部返还给本公司；

（3）该实际控制人 / 管理层股东向本公司支付100万元作为赔偿金，应于本公司向离职的实际控制人 / 管理层股东发出通知之日起5个工作日内一次性支付给上市公司。

## 2. 竞业禁止承诺

自签署本协议之日起八年内，威锐达实际控制人（黄麟维、侯丹军、侯丹云）及管理层股东（程相利、范学义、李宇、吴勇、白钢）除在本公司及其子公司、标的公司及其子公司任职以外，不得直接或间接通过直接或间接控制的其他经营主体或以自然人名义从事与本公司及其子公司、标的公司及其子公司相同或类似的业务；不得在本公司及其子公司、标的公司及其子公司以外的任何企业或组织任职或担任任何形式的顾问，从事与本公司及其子公司、标的公司及其子公司相同或类似的业务。威锐达实际控制人及管理层股东违反上述承诺的所得归标的公司所有，并需赔偿本公司的全部损失。

## 五、交易节点

时间	交易事项
2013年6月18日	上市公司与标的公司初步接触
2013年7月30日	上市公司及中介机构到标的公司进行现场走访
2013年8月22日	上市公司与标的公司确定核心交易条款，上市公司申请停牌
2013年8月23日	上市公司正式停牌
2013年11月21日	上市公司召开本次交易董事会，公告交易草案，公司股票复牌
2013年12月7日	上市公司召开股东大会

2013年12月9日	本次交易上报中国证监会
2014年2月21日	本次交易通过证监会并购重组委审核
2014年4月3日	本次交易取得中国证监会的核准
2014年6月3日	标的资产完成过户
2014年6月13日	完成了本次交易配套融资工作
2014年7月16日	完成非公发行股份购买资产和配套融资的股份上市工作

## 六、交易特点

### （一）交易难点——遇到的主要问题及解决方案

1. 标的公司股东为18名自然人，且分散在各地，入股背景多样，对历史沿革的核查造成很多困难；解决方案：对股东进行面对面的访谈，对访谈记录进行签字确认。

2. 收入确认原则的调整；解决方案：根据客户的业务模式，对收入的确认原则进行了调整，并保证与客户之前盈利承诺的设想一致。

3. 媒体负面报道，主要质疑：标的公司与竞争对手相比是否具有优势；标的公司部分股东与标的公司主要客户同城；公司核心技术在历史上的出资情况。解决方案：对标的公司的技术优势和主营业务发展情况进行归纳，并根据竞争对手公开信息（网站）进行整理，进行完整的信息披露；客户实地访谈，确认与标的公司股东不存在关联关系；对李宇等三位技术骨干进行实地访谈，并签署备忘录，确认股权置换真实，不存在争议，并在反馈答复中充分披露该次股权置换的原因、具体安排。

## （二）交易亮点——案例创新性

在交易中对对赌方案进行了一些创新的尝试，如对对赌的业绩设定了一定的范围，允许在业绩承诺期内完成到对赌的下限即先不进行补偿，待在承诺期最后统一计算应补偿的数额。但该措施在交易所的要求下进行了调整，改成了目前的情况。

## 七、并购影响

### （一）对公司业务的影响

根据上市公司所从事行业的发展趋势，为了实现公司成为国内领先的计算机信息系统综合解决方案服务商的愿景，东华软件在积极保持系统集成业务竞争优势的同时，努力扩大软件业务和技术服务业务的规模，并在行业应用服务领域和软件领域逐步加强核心竞争力，与相关系统集成业务形成良好互动。

本次交易完成后，威锐达将成为东华软件的全资子公司。东华软件可以在合并范围内更加灵活地调配资源，使威锐达与东华软件在产品和服务内容、市场共享、人力资源、资金与管理能力等方面互为补充，协同增长，并有利于东华软件在电力行业扩展，完善产品和服务链条，提升提供一站购齐的整体解决方案的能力，提升东华软件、威锐达在电力行业的知名度和价值，实现打造成为国内一流的系统综合解决方案服务商、做大做强上市公司、成为同行业领先者的发展目标。

### （二）对公司财务的影响



本次交易前，上市公司不持有标的公司的股权，交易完成后，上市公司将持有标的公司100%股权，标的公司将纳入上市公司合并财务报表的编制范围。本次交易中上市公司编制了2012年度和2013年1—6月上市公司备考财务报表，即假设本次发行股份及支付现金购买资产的交易已于2012年1月1日实施完成，东华软件通过发行股份及支付现金实现对威锐达的企业合并的公司架构于2012年1月1日业已存在，公司按照此架构持续经营，自2012年1月1日起将威锐达纳入财务报表的编制范围。

## 1. 本次交易后上市公司盈利能力分析

单位：万元

项目	2013年1—6月	
	实际数	备考数
营业收入	172 991.65	175 816.72
营业利润	31 345.19	32 556.94
利润总额	32 596.35	33 831.08
净利润	29 307.68	30 388.14
归属于母公司所有者的净利润	29 311.43	30 391.89
销售毛利率	33.89%	34.50%
销售净利率	16.94%	17.28%

根据备考数据显示，交易后，上市公司在营业收入、销售毛利率、销售净利率等指标均比交易前有所提升，上市公司的盈利能力将进一步增强。

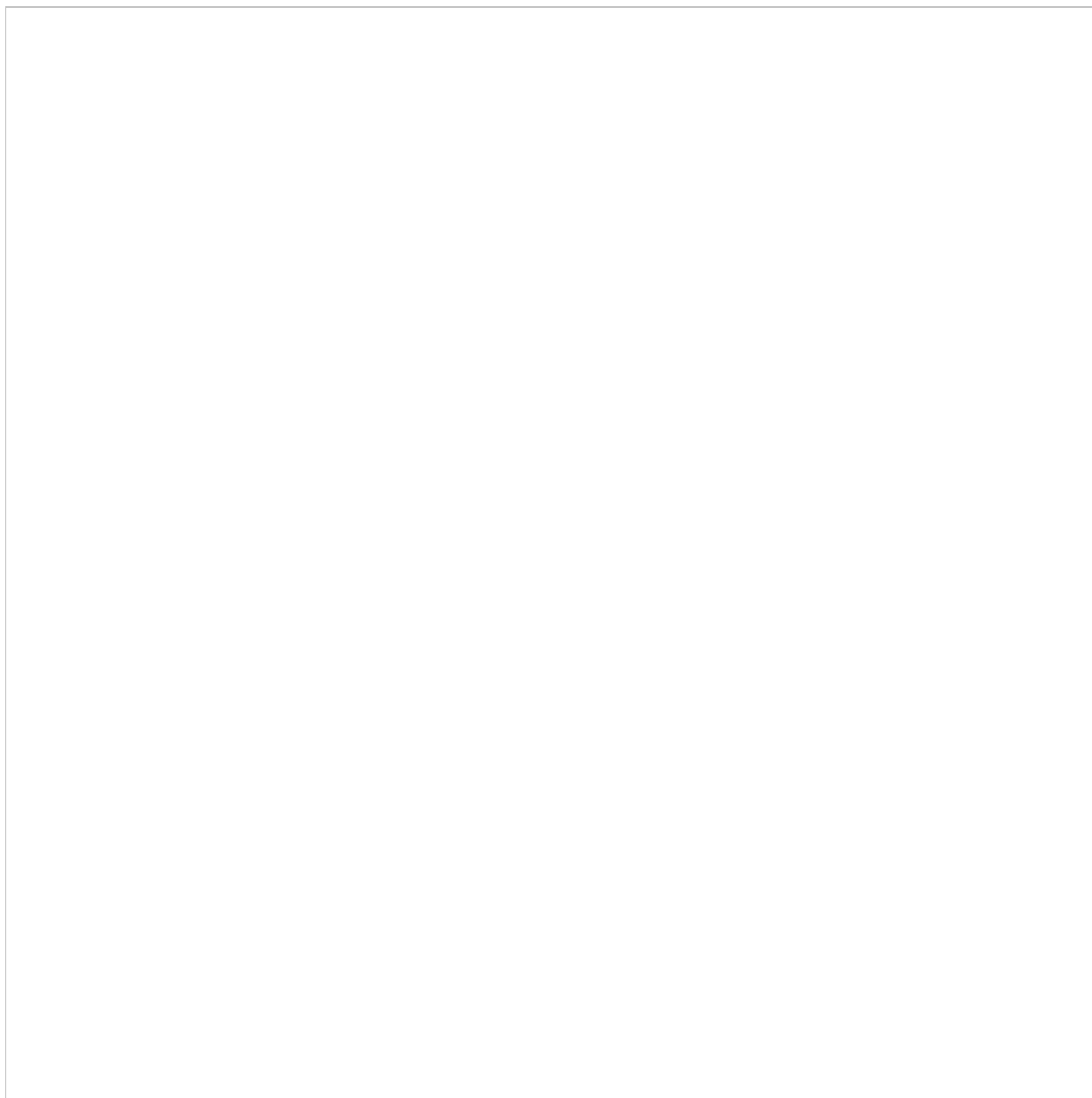
## 2. 本次交易后上市公司持续经营分析

根据兴华审计出具的上市公司备考盈利预测审核报告，本次交易完成后上市公司2013年的盈利状况如下：

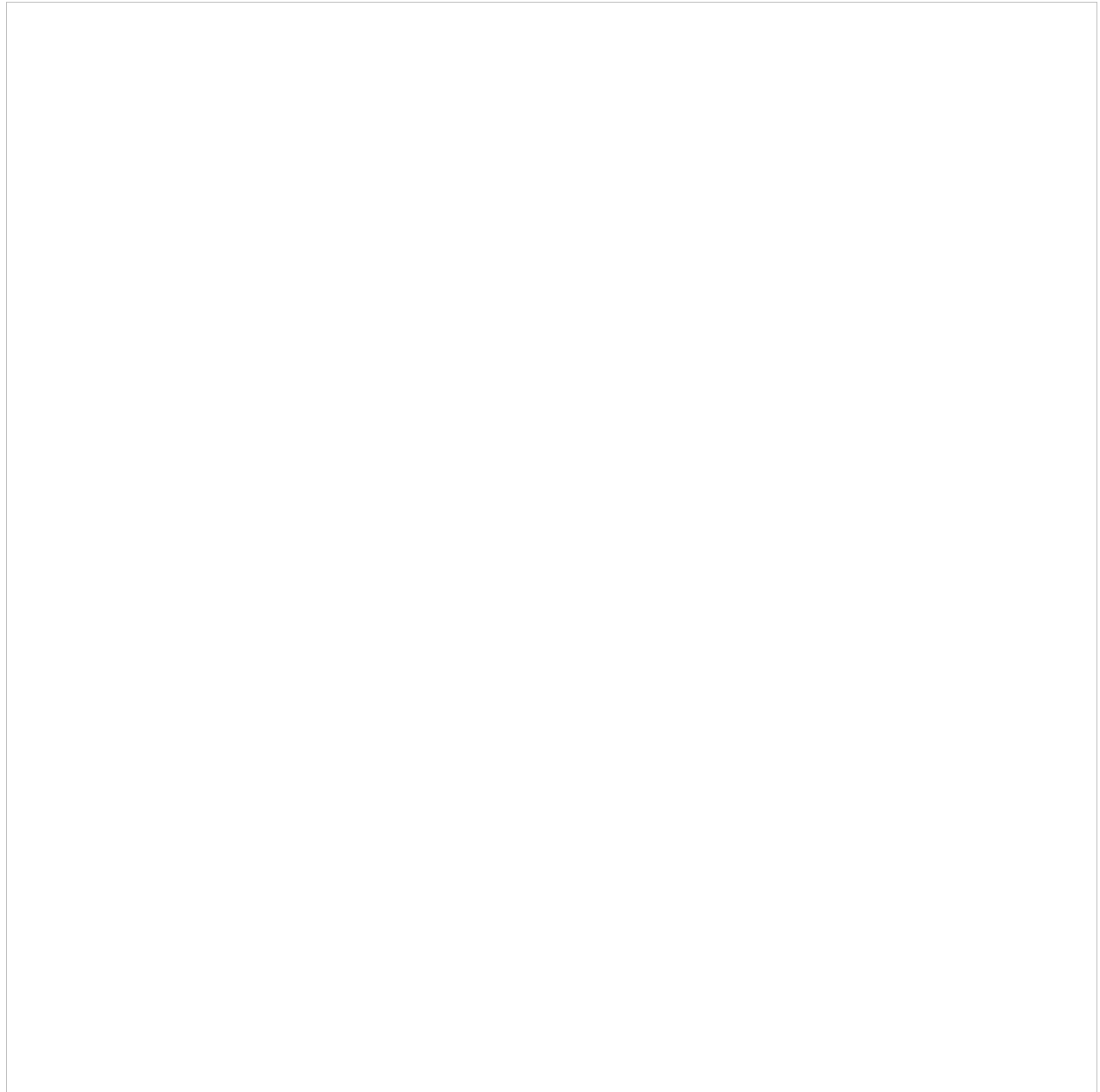
本次交易完成后，上市公司2013年度预测营业收入、预测营业利润及预测净利润等财务指标较2012年度均有明显的提高，上市公司的盈利能力将得到进一步的提升。

### （三）对原股东持股比例的影响

东华软件交易前后的股权结构变化如下：



#### （四）对上市公司市值及原股东财富的影响



## 八、市场点评

多家券商一致表示，该交易使东华软件多行业布局的战略进一步得到实现。本次收购，除增强公司在电力行业的服务能力和市场竞争力，同时还将共享彼此客户资源，实现技术融合和协同，市场占有率有望进一步扩大。

（本案例由华泰联合提供，撰写人：华泰联合投资银行部并购组刘昊）

## 2.1.2.6 科达洁能系列收购

### 一、案例简述

广东科达洁能股份有限公司（以下简称“科达洁能”、“公司”或“上市公司”）<sup>[2]</sup>创建于1992年，于2002年在上海证券交易所挂牌上市（股票代码：600499）。公司以生产制造陶瓷机械起家，经过20多年的创新发展，在全球范围内对陶瓷机械行业技术进步起到了关键和引领作用，在占领传统业务制高点的同时，科达洁能顺应国家和社会发展需要，主动谋求企业转型升级，逐步发展清洁能源装备业务。目前，公司业务领域涵括陶瓷机械、墙材机械、清洁能源机械等核心业务领域。

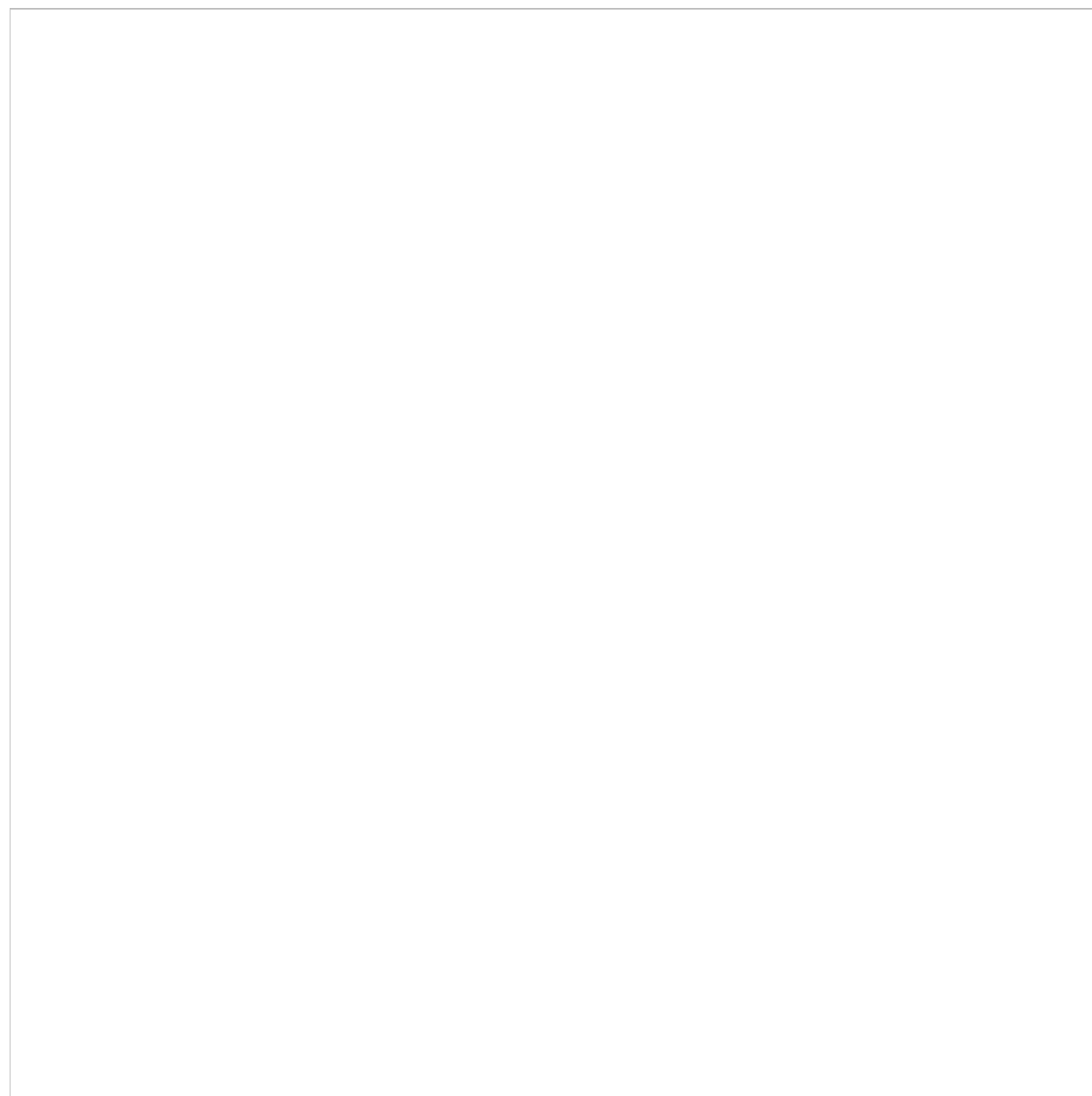
其中，陶瓷机械业务领域，公司2011年通过产业并购佛山市恒力泰机械有限公司（以下简称“恒力泰”），扩展了公司陶瓷机械业务海外销售渠道，提升了公司陶瓷机械业务的核心竞争力，确保了公司陶瓷机械业务在国内处于行业第一的地位，市场占有率不断得到巩固。

墙材机械业务领域，公司2012年通过产业并购芜湖新铭丰机械装备有限公司（以下简称“新铭丰”），极大的推动了尚处于起步阶段的墙材机械业务，提高了公司墙材机械业务的市场竞争力，并购完成后，公司墙材机械业务处于国内行业领先地位，业务收入和毛利水平不断提升。

洁能设备业务领域，公司2013年通过产业并购河南东大泰隆冶金科技有限公司（以下简称“东大泰隆”），扩大了公司在清洁炉煤气装备领

域综合实力和 market 影响，为公司洁能设备业务发展奠定基础。

科达洁能通过2011—2013年连续三年三次产业并购，使公司的陶瓷机械、墙材机械、清洁能源机械三大核心业务版块得到了巩固和发展，同时，公司的市值也大幅度上升。



## 二、交易各方

## （一）交易各方基本情况

上市公司基本情况			
发行人名称	广东科达洁能股份有限公司	股票简称	科达洁能（曾用名“科达机电”）
注册资本	69 722.72万元	法定代表人	边程
注册地址	广东省佛山市顺德区陈村镇广隆工业园环镇西路1号	控股股东或实际控制人	卢勤
行业分类	专用设备制造业	主要产品及服务	陶瓷机械、墙材机械、洁能设备以及石材机械等
标的资产基本情况			
恒力泰			
标的资产全称	佛山市恒力泰机械有限公司	注册资本	2 560万元
注册地址	佛山市禅城区高新技术开发区港口路西侧	控股股东	罗明照等自然人
所属行业	专用设备制造业	主要产品及服务	陶瓷机械
新铭丰			
标的资产全称	芜湖新铭丰机械装备有限公司	注册资本	1 000万元
注册地址	芜湖机械工业园	控股股东	徐顺武
所属行业	专用设备制造业	主要产品及服务	墙体机械
东大泰隆			
标的资产全称	河南东大泰隆冶金科技有限公司	注册资本	2 000万元
注册地址	郑州市建设西路187号	控股股东	吕定雄等自然人
所属行业	专用设备制造业	主要产品及服务	氧化铝、电解铝等成套设备的设计及制造（洁能设备）
本次交易的有关中介机构			
独立财务顾问	西南证券股份有限公司	律师	北京市康达律师事务所

问			
审计机构	中喜会计师事务所	评估机构	北京天健兴业资产评估有限公司

## （二）交易双方交易前最近两年及一期的主要财务数据

单位：万元

项目	最近一期	上一年度	再上一年度
上市公司（2011年、2012年、2013年）			
营业收入	381 189.64	266 064.31	249 254.91
净利润	34 240.18	27 150.62	34 866.90
归属于母公司所有者的净利润	37 020.62	27 327.16	35 613.83
标的资产			
恒力泰（2009年、2010年、2011年1—3月）			
营业收入	24 206.67	95 617.99	82 197.12
净利润	2 910.06	11 945.79	8 457.79
归属于母公司所有者的净利润	2 896.09	11 669.76	8 105.88
新铭丰（2010年、2011年、2012年1—3月）			
营业收入	3 444.39	17 518.96	5 067.75
净利润	644.533	264.77	634.66
归属于母公司所有者的净利润	644.53	3 260.36	649.88
东大泰隆（2011年、2012年、2013年1—6月）			
营业收入	15 263.53	29 821.13	27 935.18
净利润	1 517.15	2 060.55	1 564.72
归属于母公司所有者的净利润	1 517.15	2 060.55	1 564.72

## 三、交易背景



(一) **2011**年，公司通过产业并购恒力泰，扩展公司陶瓷机械业务海外销售渠道，提升公司陶瓷机械业务的核心竞争力

## 1. 本次交易的行业背景

科达洁能和恒力泰所从事的主要业务均为建筑陶瓷机械制造与销售，同属于建筑陶瓷机械装备行业。

2009年，国务院发布了《装备制造业调整和振兴规划》，支持装备制造骨干企业通过兼并重组发展大型综合性企业集团，鼓励主机生产企业由单机制造为主向系统集成为主转变；重点支持装备制造骨干企业跨行业、跨地区、跨所有制重组，逐步形成具有工程总承包、系统集成、国际贸易和融资能力的大型企业集团。

科达洁能的主要产品为以压砖机、窑炉、抛光线为代表的建筑陶瓷机械，同时生产、销售墙材机械、石材机械，是国内唯一可提供整线陶瓷机械装备的企业。但公司陶瓷机械装备的海外业务市场份额较小，制约了公司的长期发展。

恒力泰公司是一家专业从事陶瓷机械设备制造的高新技术企业，主要研发制造YP系列液压自动压砖机。恒力泰公司经过近十年的潜心研发和经验积累，YP系列压砖机技术不断进步，品质不断提高，其YP系列压砖机在国内市场有一定占用率，并先后出口到亚洲、非洲和南美洲等17个国家和地区，在国际上具有较好的知名度。

## 2. 本次交易拓展了公司海外销售渠道

中国建筑陶瓷机械装备行业依托国内市场迅速发展，建筑陶机装备

从完全依赖进口到目前国产化率已经达到100%。不过，国内建筑陶机装备从替代进口装备到走向国际市场，仍是一个艰苦奋斗的过程。国际市场上，相对于巨大的国际市场需求来讲，中国建筑陶机装备的出口贸易额所占份额较小。

恒力泰公司在压机的国际品牌形象和市场影响力方面具有一定优势，科达洁能的优势在于拥有制造陶机整线设备的能力。2007—2009年，科达洁能累计海外销售各类型压机40台，主要销往印度、伊朗、越南等国家和地区，压机海外销售能力不足。恒力泰公司自2003年开始开拓国际市场，其压机已累计出口超过150台，市场遍布亚洲、非洲和南美，已相继出口到17个国家和地区，包括印度、越南、伊朗、印尼、马来西亚、菲律宾、缅甸、朝鲜、巴基斯坦、孟加拉、巴西、埃及、尼日利亚、乌兹别克斯坦、安哥拉、布基纳法索等。

通过本次交易，科达洁能将借助恒力泰公司拓展其海外销售渠道，同时通过恒力泰公司在压机方面的优势，提高公司建筑陶机整线设备的竞争力，拉动国产建筑陶机整线装备出口贸易的发展。

### 3. 本次交易加强公司研发实力与自主创新能力，推进公司产品技术升级

科达洁能和恒力泰公司都是我国集“机、电、液、气”一体化的液压机械前沿技术的领跑者，但双方在一些具体的技术领域各有侧重、各有优势。本次交易后，能够形成优势互补，提高公司产品的竞争力，为液压机械更好更快地在其他领域拓展延伸应用打造更为坚实的平台。

目前恒力泰公司拥有一支技术过硬的研发团队。其中，有两名享受国务院特殊津贴的陶瓷机械专家，一名获得中国硅酸盐学会青年科技奖

的陶瓷机械专家，一名曾参加中国第一台自动压砖机的研制并获得国家科技进步奖的陶瓷机械专家。

通过本次交易，上市公司的研发实力与自主创新能力将得到显著增强，也将有利于推进我国在尖端液压机械领域的技术革新。

#### 4. 本次交易进一步提高公司单机产品竞争力与整线装备配套能力

恒力泰公司主要研发制造的YP系列液压自动压砖机，是集机械、液压、电气新技术于一体的高科技含量的产品，具有自动化程度高、性能稳定、操作简单、维护方便、结构紧凑、制造精良等特点。恒力泰公司的多个压砖机产品经国内权威专家鉴定为达到同类产品国际先进水平，其系列压砖机产品已成为中国陶瓷压砖机的“第一品牌”。

压砖机为建筑陶瓷机械整线装备的核心装备。通过本次交易，将在很大程度上提高科达洁能压砖机产品的竞争力。本次交易完成后，科达洁能将以高品质的压砖机为突破口，配以新型高效节能窑炉、性能优异的抛光线，提高公司陶瓷机械整线装备配套能力，增强公司的核心竞争力。

公司2011年完成恒力泰并购后，陶瓷机械的营业收入由2010年的17.81亿元上升至2011年的21.69亿元，上升21.80%；公司国外的营业收入由2010年的2.68亿元上升至2011年的3.70亿元，上升38.32%。

（二）**2012**年，公司通过产业并购新铭丰，极大地推动了公司尚处于起步阶段的墙材机械业务，提高了公司墙材机械业务的市场竞争力

科达洁能的主营业务已形成了陶瓷机械、石材机械、墙材机械三大业务板块。陶瓷机械业务在国内处于行业第一的地位，市场占有率逐年提高；墙材机械及石材机械业务是公司大力发展的业务板块，以完善公司产品结构，增强公司抗风险能力。

2009年科达洁能开始进入墙材机械市场。2011年度，公司的墙材机械业务营收收入为12 781.91万元，较上年增长率为177.13%，业务规模增幅较大。目前，公司墙材机械产品仅限于墙材压机，2011年度墙材机械收入规模占总营业收入的规模仅为5.13%，尚处于起步阶段。加气混凝土机械装备与墙材压机属于新型墙材机械装备中重要的两种机械装备，该两种机械装备生产的加气混凝土砌块及板材与蒸压砖市场应用具有较强的互补性，前者主要用于城市框架结构的围护及保温墙体材料，后者主要用于砖混结构的墙体以及城市框架结构的承重墙、地基等。目前我国使用粘土砖的地方都可使用这两种产品进行替代，且该两种产品的性能及节能降耗等方面均优于粘土砖。科达洁能进入加气混凝土机械装备市场，完善墙材机械业务的产品结构迫在眉睫。

新铭丰是一家集加气混凝土技术研发、加气混凝土专业装备设计、制造及安装、工程项目管理、运营管理咨询为一体的高新技术企业，在高端加气混凝土机械装备市场处于领先地位，处于行业排名前列。2011年12月，新铭丰公司被中国加气混凝土协会授予“最具影响力企业”。

科达洁能通过收购新铭丰进入加气混凝土机械装备市场，有利于完善公司墙材机械产品结构，增加公司墙材机械设备的生产能力，为公司墙材机械业务做大做强奠定基础。公司2012年完成新铭丰并购后，墙材机械的营业收入由2011的1.28亿元上升至2012年3.64亿元，上升184.48%。

（三）**2013**年，公司通过并购东大泰隆，扩大公司在清洁炉煤气装备领域综合实力和市場影响，为公司洁能设备业务发展奠定基础

为进一步扩展业务综合性，科达洁能自2007年以来开始进入清洁煤气化装备市场，已在陶瓷、氧化铝等行业应用取得一定进展。公司为广西信发铝电有限公司提供的“ $4 \times 10 \text{ kN m}^3/\text{h}$ 清洁粉煤气化”项目于2013年1月顺利完成安装调试并进入点火运营阶段，显示出了良好的节能环保效果和显著的经济效益。但总体来说，目前公司清洁煤气化装备产品数量较少，2012年度相关业务收入占公司总营业收入的规模很小，尚处于起步阶段。

东大泰隆是一家围绕氧化铝、电解铝等成套设备的设计及制造的高新技术企业。东大泰隆主要经营电解铝、氧化铝相关净化和焙烧炉系统。目前东大泰隆持有国家颁发的D1、D2级特种设备（压力容器）设计与制造许可证，具有专用、节能、环保设备等领域多项专利产品和专有技术，其悬浮焙烧炉、烟气净化系统等成套设备已经在有色金属冶炼领域得到了广泛的应用和推广，在国内民营铝金属冶炼行业处于领先地位。

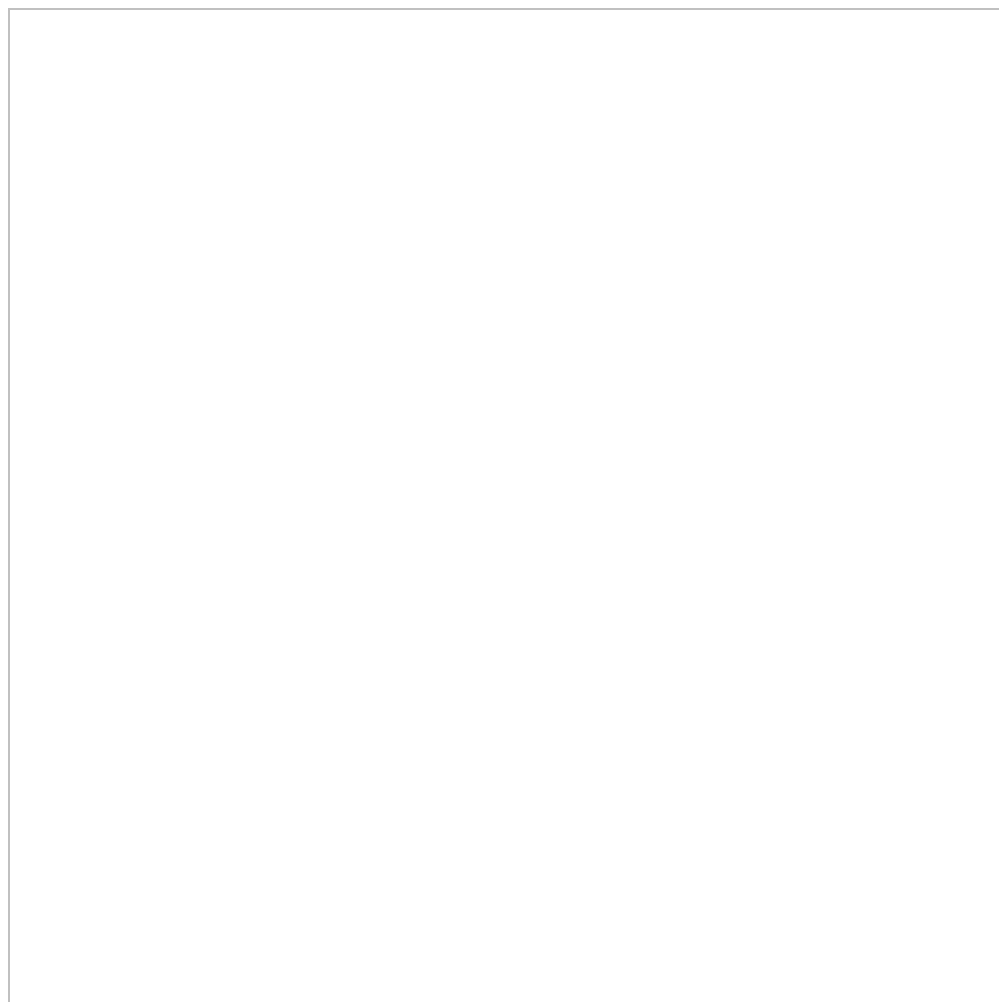
东大泰隆能够与科达洁能在经营资质、技术水平以及客户资源等众多方面形成互补优势，有利于公司在清洁煤气炉等节能环保设备领域快速发展，迅速提升市场份额，提高上市公司盈利能力。

## 四、交易方案

### （一）方案背景及交易方案说明

## 1. 收购恒力泰

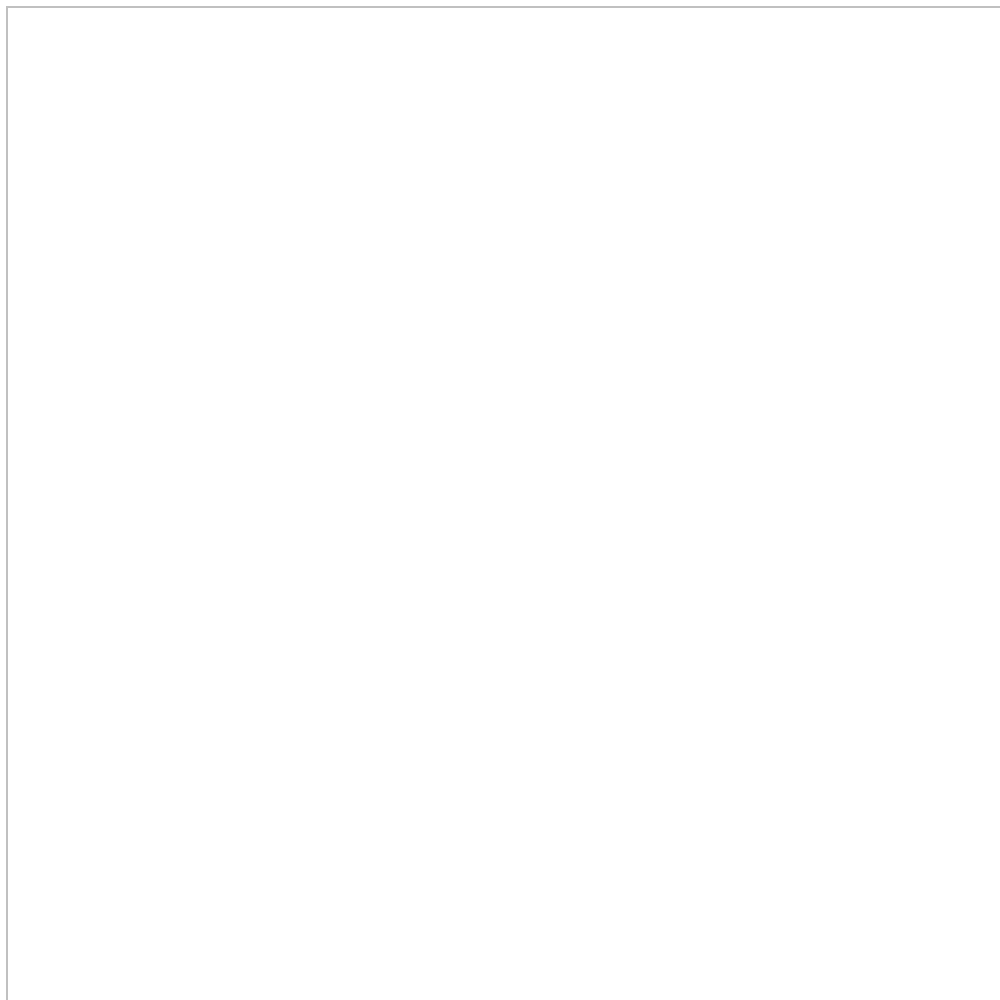
科达洁能于2011年5月以现金4亿元人民币收购恒力泰51%股权，并于同年6月与恒力泰其他十名自然人股东签署协议，向恒力泰十名自然人股东发行合计2 493万股普通股股票，用于购买十名自然人股东合计持有的恒力泰剩余49%股权。该股权以评估基准日的评估值39 140.10万元为基础，经交易各方协商，定价为39 140.10万元。本次交易完成后，公司合计持有恒力泰100%股权。具体情况如下图所示：



## 2. 收购新铭丰

本次交易科达洁能通过发行股份及支付现金的方式向沈晓鹤、徐顺武、陆洁、刘磊以及王忠华等5名自然人股东购买其合计持有的新铭丰100%股权。该股权以评估基准日的评估值33 094.10万元为基础，经交易各方协商，定价为32 540.80万元；其中，以发行股份方式向交易对方支付的对价款20 500.00万元，以现金形式向交易对方支付的对价款10 500万元。

同时，公司向不超过十名特定投资者非公开发行股份募集配套资金6 800万元，募集资金金额不超过本次交易总额的25%，用于支付收购新铭丰现金对价款。本次交易完成后，科达洁能持有新铭丰100%的股权。具体情况如下图所示：



### 3. 收购东大泰隆

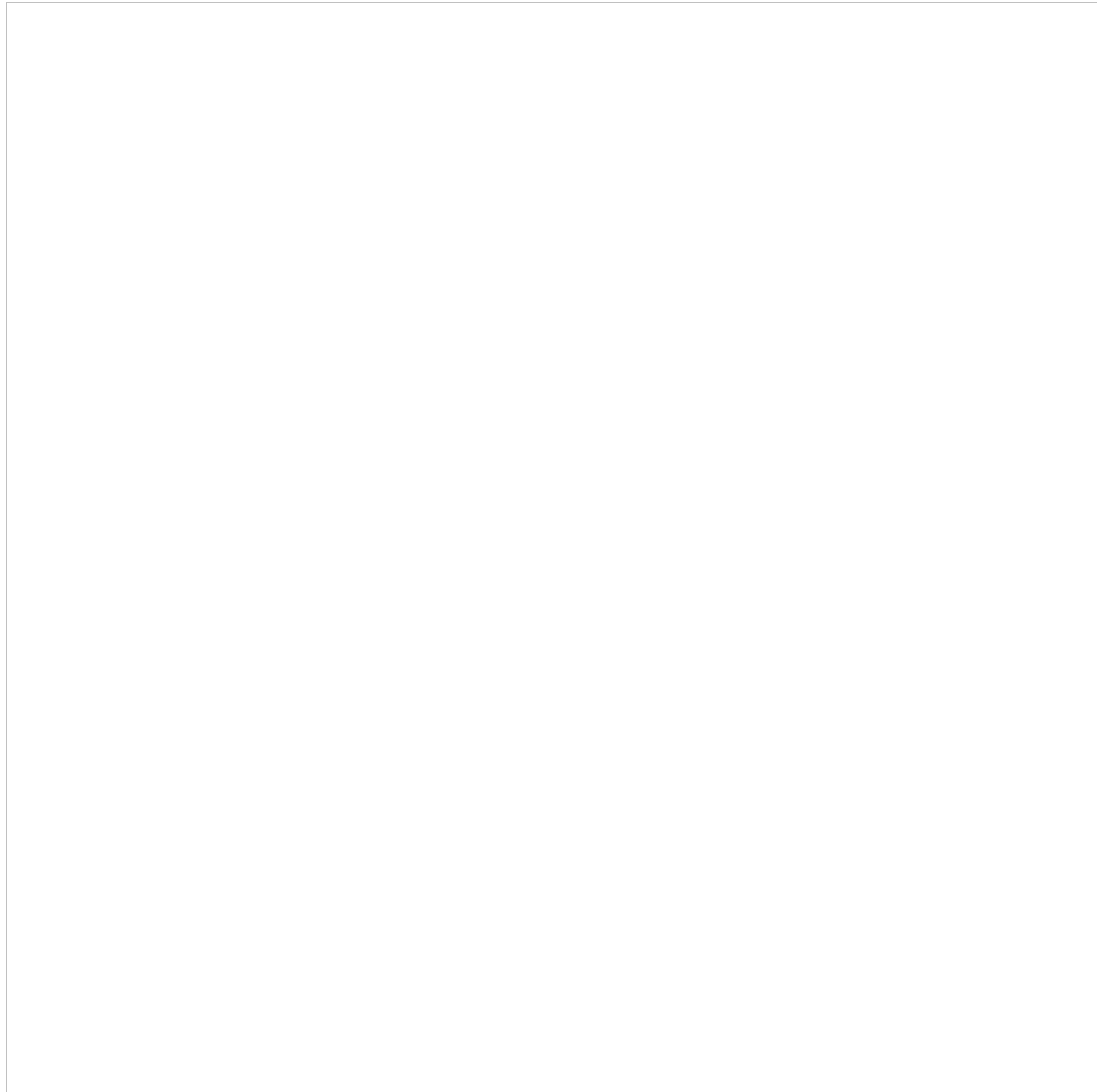
本次交易科达洁能通过发行股份及支付现金的方式向东大科技及吕定雄等27名自然人股东购买其合计持有的东大泰隆100%股权。该股权以评估基准日的评估值33 094.10万元为基础，经交易各方协商，定价为33 094.10万元；其中，以发行股份方式向交易对方支付的对价款22 094.10万元，以现金形式向交易对方支付的对价款11 000万元。

同时，公司向不超过十名特定投资者非公开发行股份募集配套资金1.1亿元，募集资金金额不超过本次交易总额的25%，拟用于支付收购东大泰隆现金对价款。本次交易完成后，科达洁能将持有东大泰隆100%的股权。具体情况如下图所示：





## （二）估值定价



### （三）对价支付方式

#### 1. 收购恒力泰——现金+股份

科达洁能先以现金4亿元人民币收购恒力泰51%股权，并于同年向恒力泰十名自然人股东发行合计2 493万股普通股股票，购买十名自然

人股东合计持有的恒力泰剩余49%股权。

## 2. 收购新铭丰——现金+股份

科达洁能收购新铭丰支付对价款的具体方式如下：

（1）公司以发行股份的方式支付新铭丰对价款20 550.00万元；

（2）公司以现金的方式支付新铭丰对价款10 550.00万元。

其中6 800万元资金全部来源于向其他不超过10名特定投资者发行股份募集配套资金；3 700万元资金为公司自有资金。

## 3. 收购东大泰隆——现金+股份

科达洁能收购东大泰隆支付对价款的具体方式如下：

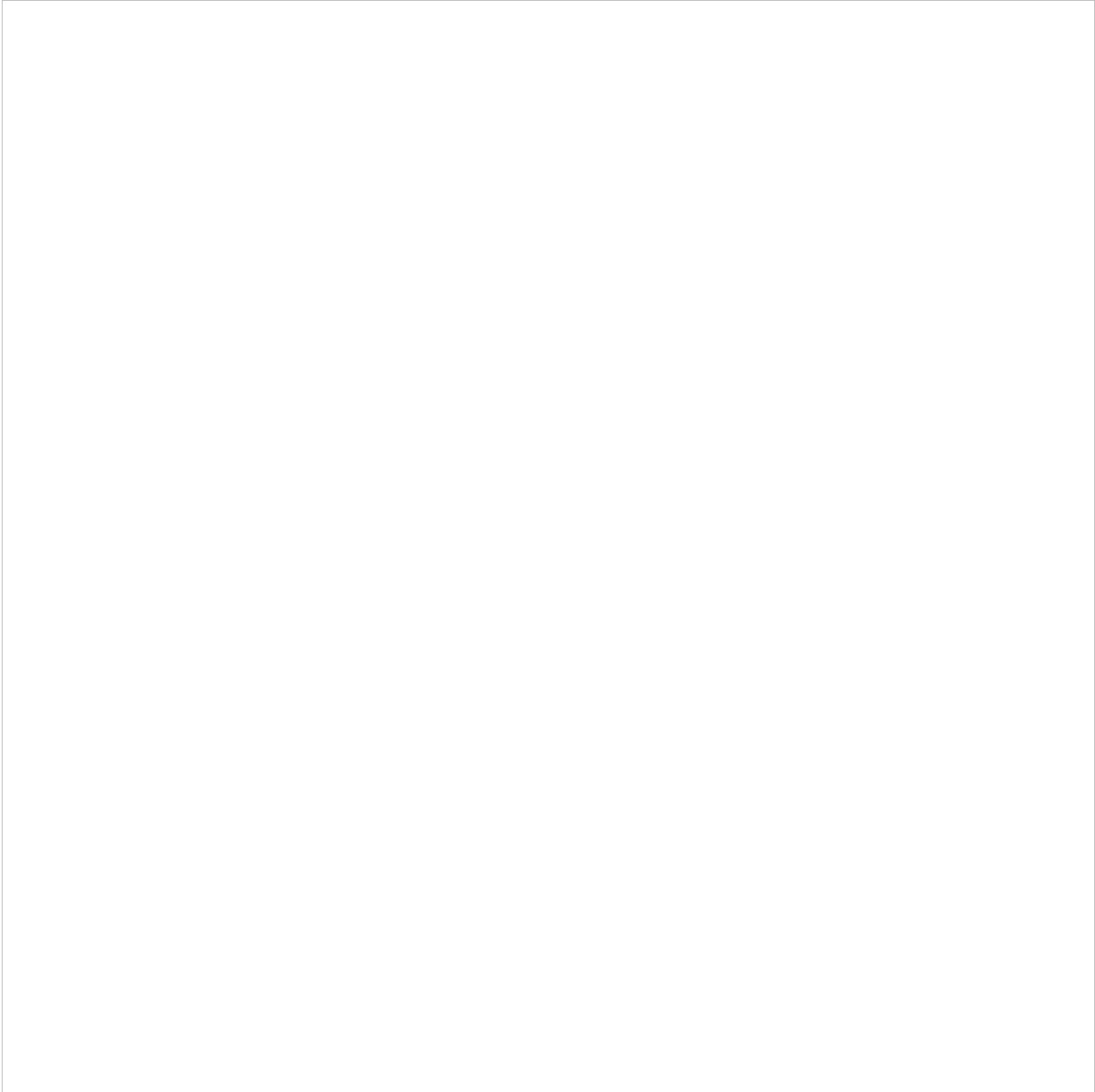
（1）公司以发行股份的方式支付东大泰隆对价款22 094.10万元；

（2）公司以现金的方式支付东大泰隆对价款11 000万元。

11 000万元资金全部来源于向其他不超过10名特定投资者发行股份募集配套资金。配套募集资金不超过本次交易总金额的25%。

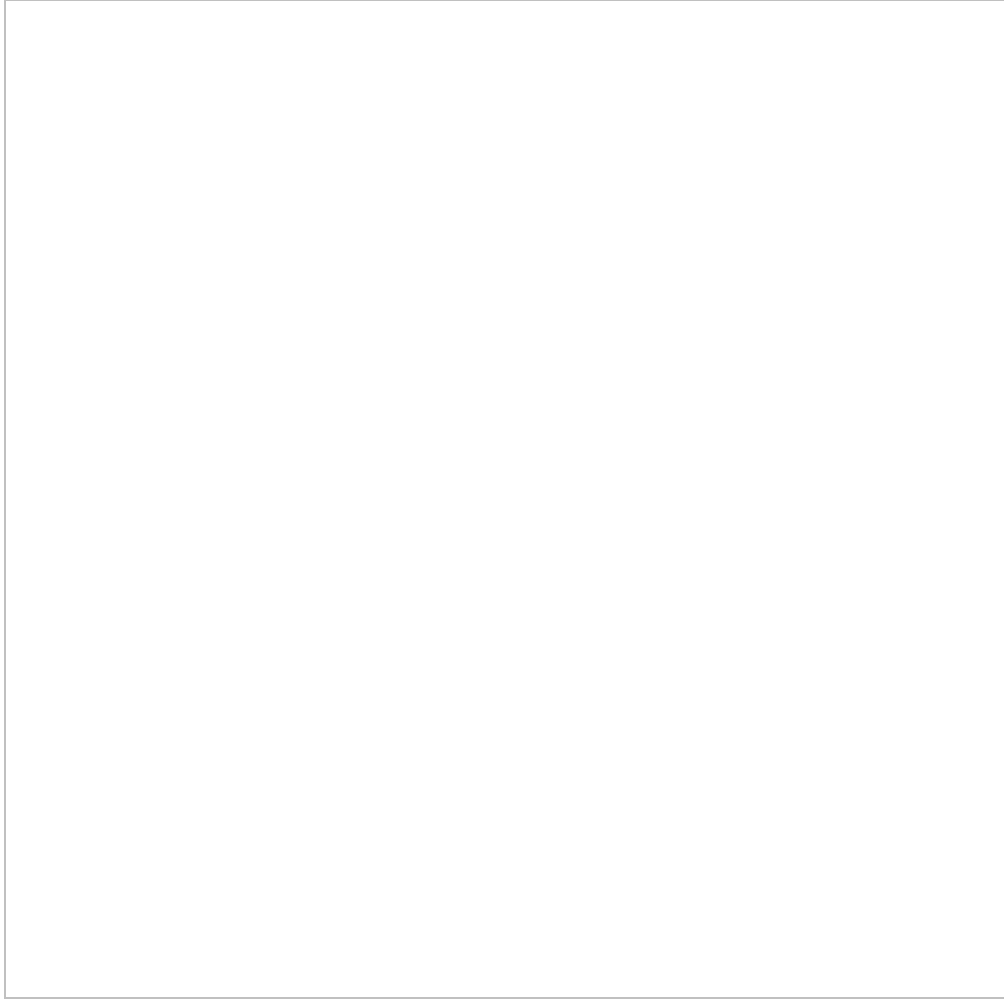
## （四）盈利补偿安排

据《重组办法》和中国证监会的相关规定，标的资产采用收益法进行评估并作为定价依据的，交易对方应当对标的资产未来三年的盈利进行承诺并作出可行的补偿安排。具体情况如下：

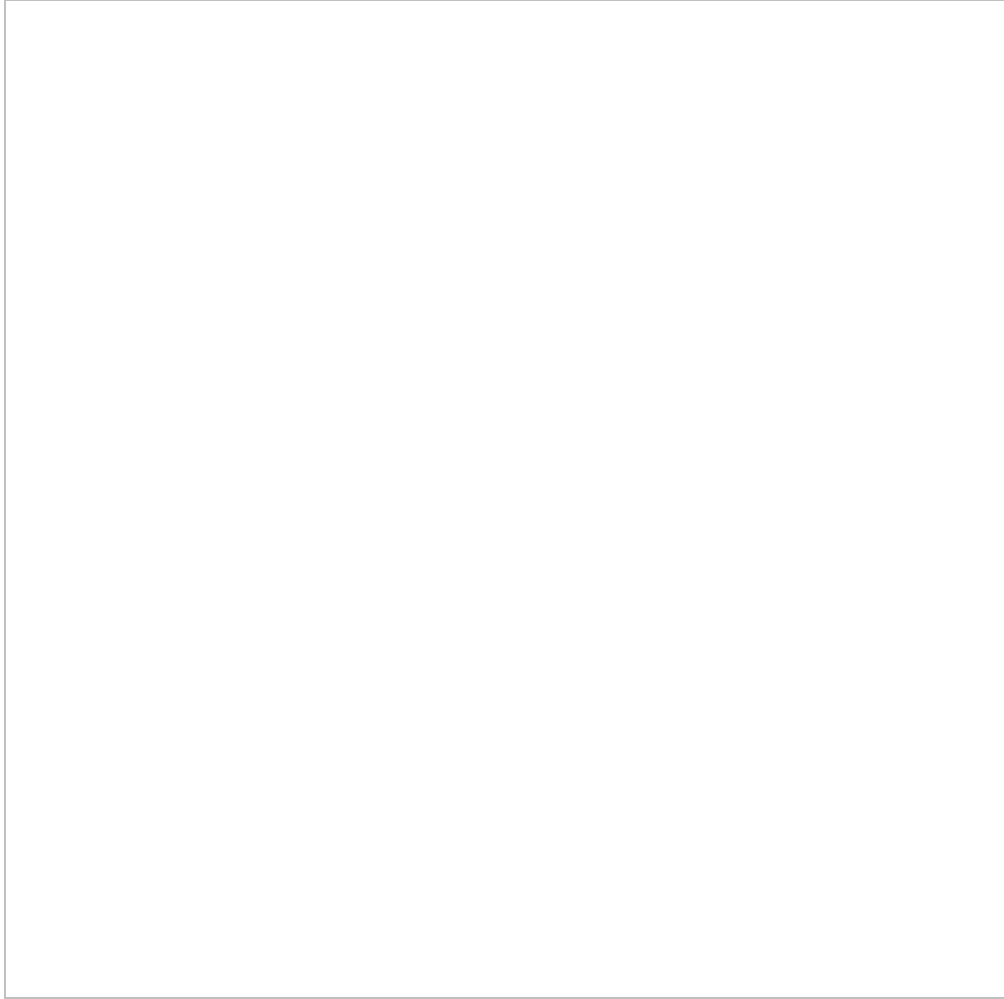


## 五、交易节点

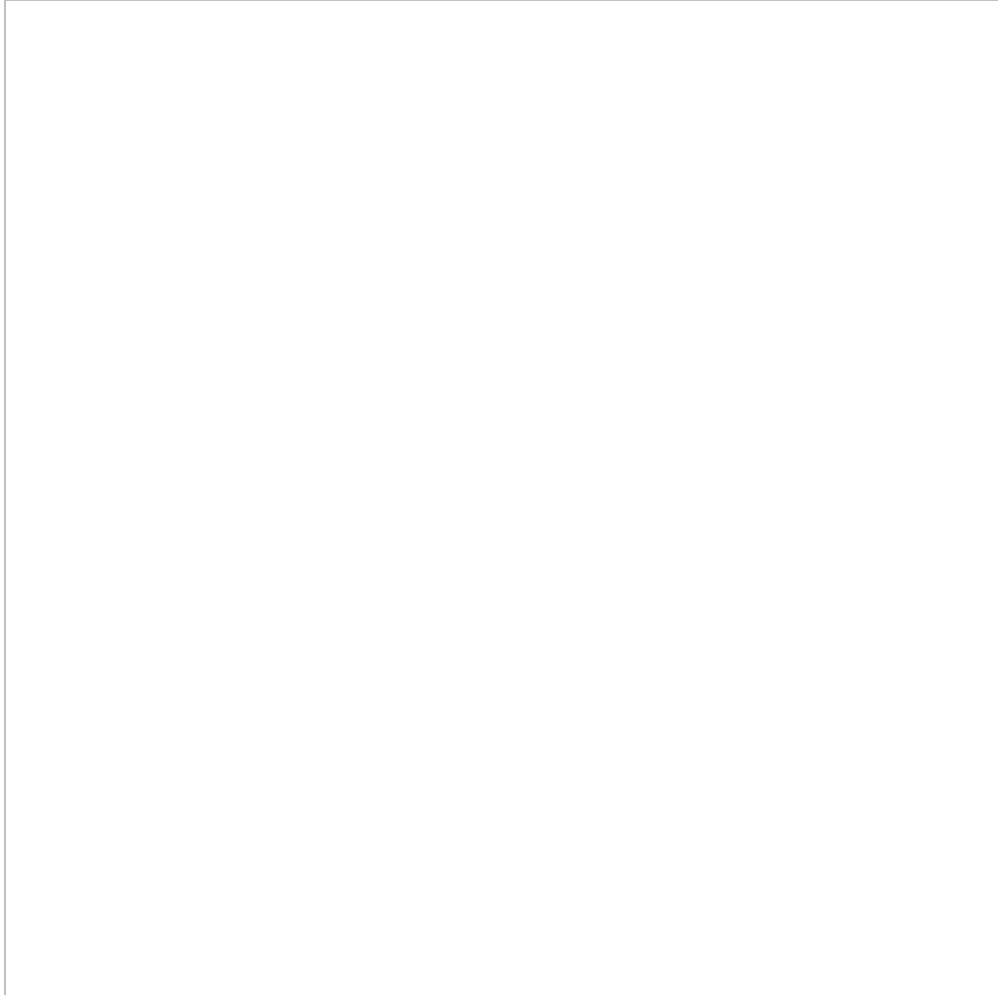
### （一）收购恒力泰时间节点



## （二）收购新铭丰时间节点



### （三）收购东大泰隆时间节点



## 六、交易特点

### （一）以灵活方式完成对恒力泰公司收购

科达洁能2010年原吸收合并恒力泰方案受阻于内幕交易核查后，西南证券帮助公司重新设计了合并收购方案，即采取了先现金收购恒力泰公司51%股权，然后发行股份收购剩余49%股权，最终分步顺利完成了对恒力泰公司完全整合。

## （二）重组配套融资项目为市场先例

第二次重组收购新铭丰为国内收购兼配套融资的首个案例，且开创了并购重组业务无条件过会的先河。

## （三）收购完成周期短，运作高效

科达洁能2011年收购恒力泰于2011年6月28日向中国证监会申报材料，并于当年9月26号通过中国证监会重组委审核，整个项目审核过会时间不到3个月。

2012年收购新铭丰，从5月4日向中国证监会申报材料，6月底前即无条件通过证监会重组委审核，从上报材料到过会不到2个月时间。

2013年收购东大泰隆，从中国证监会于2013年11月22日受理本次交易的行政许可申请材料，未就本次申请材料提出反馈意见，于2013年12月19日直接上会审核并通过，本次交易的行政许可申请材料从受理到过会不到一个月时间，为市场罕见。公司2011—2013年的三次产业并购运作高效，得到市场广泛赞誉。

# 七、并购影响

## （一）对公司业务的影响

### 1. 公司产业并购恒力泰对公司业务的影响

#### （1）拓展公司海外销售渠道



恒力泰公司在压机的国际品牌形象和市场影响力方面具有一定优势，恒力泰公司自2003年开始开拓国际市场，其压机已累计出口超过150台，市场遍布亚洲、非洲和南美，已相继出口到17个国家和地区，在国际上具有较好的知名度。

通过本次交易，科达洁能借助恒力泰拓展其海外销售渠道，同时通过恒力泰在压机方面的优势，提高公司建筑陶机整线设备的竞争力，拉动国产建筑陶机整线装备出口贸易的发展。

## （2）加强公司研发实力与自主创新能力，推进公司产品技术升级

科达洁能和恒力泰都是我国集“机、电、液、气”一体化的液压机械前沿技术的领跑者，但双方在一些具体的技术领域各有侧重、各有优势。本次交易后，能够形成优势互补，提高公司产品的竞争力，为液压机械的更好更快的在其他领域拓展延伸应用打造更为坚实的平台。

## （3）进一步提高公司单机产品竞争力与整线装备配套能力

恒力泰公司主要研发制造的YP系列液压自动压砖机，是集机械、液压、电气新技术于一体的高科技含量的产品。恒力泰公司的多个压砖机产品经国内权威专家鉴定为达到同类产品国际先进水平，其系列压砖机产品已成为中国陶瓷压砖机的“第一品牌”。压砖机为建筑陶瓷机械整线装备的核心装备。通过本次交易，将在很大程度上提高科达洁能压砖机产品的竞争力。本次交易完成后，科达洁能将以高品质的压砖机为突破口，配以新型高效节能窑炉、性能优异的抛光线，提高公司陶瓷机械整线装备配套能力，增强公司的核心竞争力。

2. 公司通过产业并购新铭丰，完善公司墙材机械产品结构，提高公司墙材机械设备的生产能力，为公司墙材机械业务做大做强奠定基础

加气混凝土机械装备与墙材压机属于新型墙材机械中两种重要机械装备，该两种机械装备生产的加气混凝土砌块及板材与蒸压砖市场应用具有较强的互补性，前者主要用于城市框架结构的围护及保温墙体材料，后者主要用于砖混结构的墙体以及城市框架结构的承重墙、地基等。目前我国使用粘土砖的地方都可使用这两种产品进行替代，且该两种产品的性能及节能降耗等方面优于粘土砖。

2009年科达洁能开始进入墙材机械市场，目前，公司墙材机械产品仅限于墙材压机，尚处于起步阶段。科达洁能通过收购新铭丰公司进入加气混凝土机械装备市场，有利于完善公司墙材机械产品结构，增加公司墙材机械设备的生产能力，为公司墙材机械业务做大做强奠定基础。

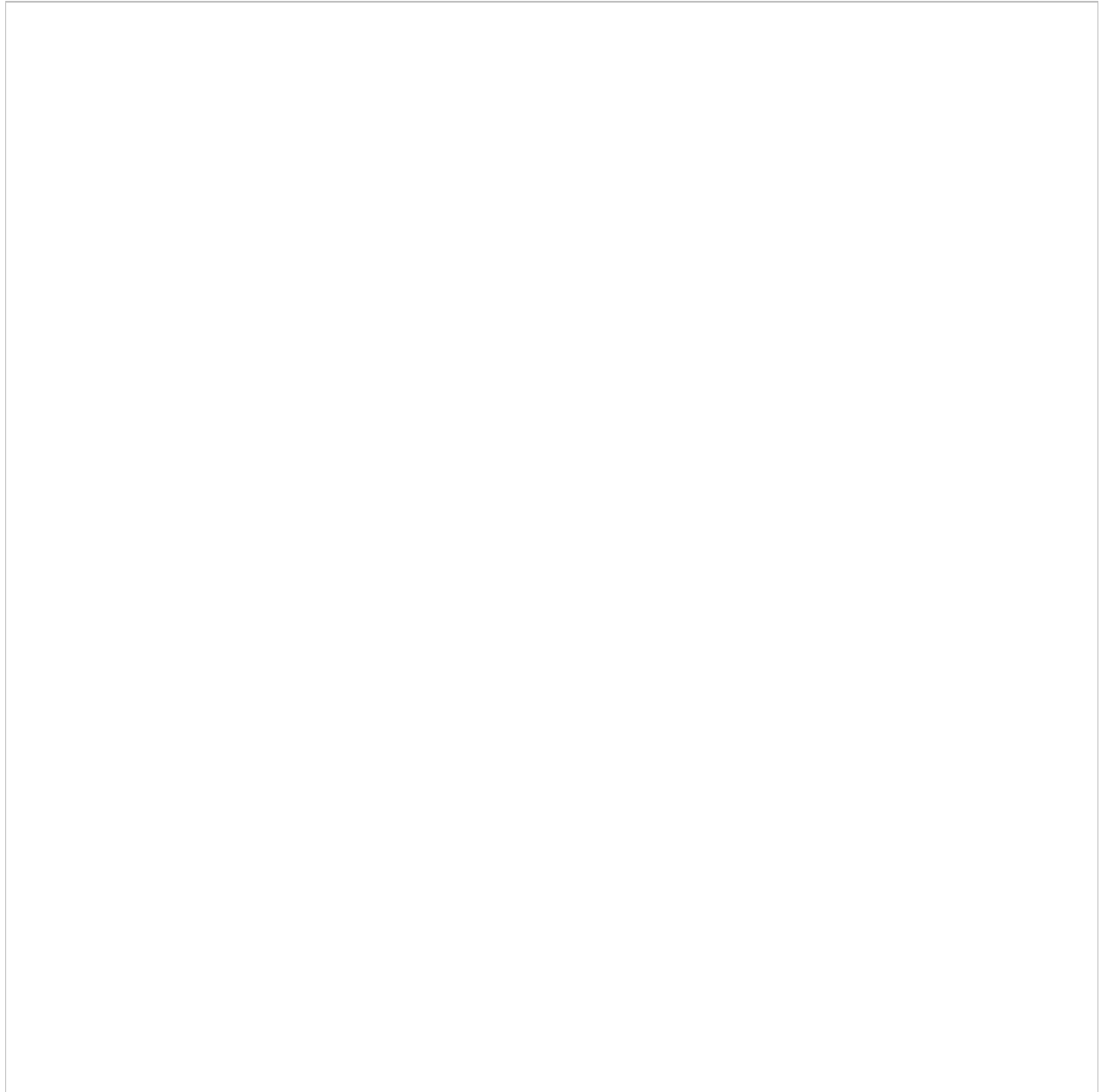
### 3. 收购东大泰隆，为公司洁能设备业务发展奠定基础

清洁炉煤气装备和悬浮焙烧炉、烟气净化系统等成套设备均属于铝工业及其他有色金属生产过程中所需的重要成套设备，具有较强的互补和协同效应。

本次收购东大泰隆前，科达洁能虽然已经在清洁炉煤气领域进行了多年研发和积累，取得了一定发展，但在铝工业及有色金属行业这一重要的市场尚处于起步阶段，影响力较为有限，市场份额不高。

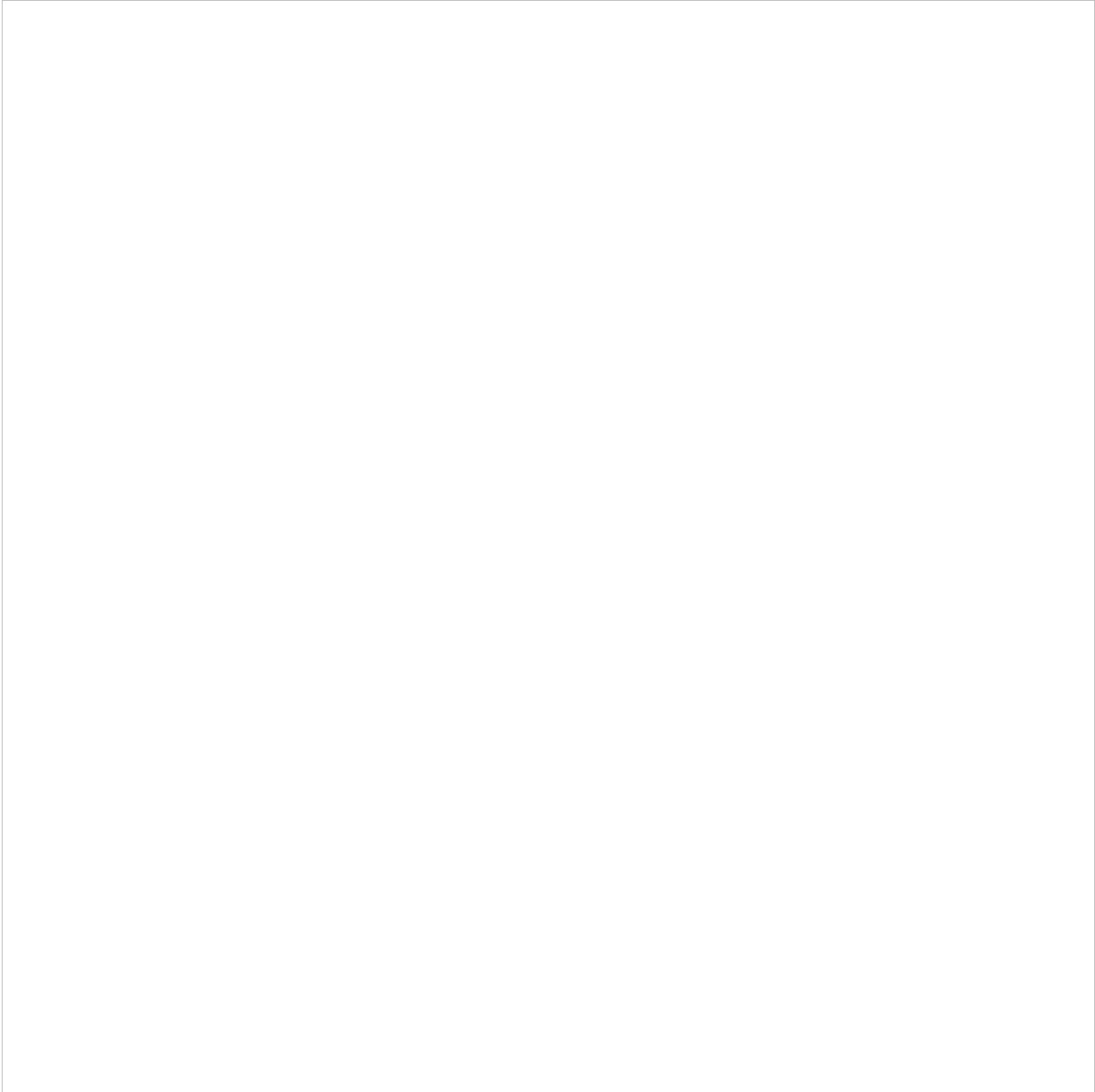
本次收购东大泰隆后，凭借着东大泰隆立足于有色冶金行业的工程勘察设计及工程总承包等经营资质，以及在业界的广泛知名度和良好业绩及经验，将有利于科达洁能下属子公司科达洁能的清洁煤气化技术、科达液压及长沙埃尔高效节能风机在相关行业及企业的推广应用。公司通过收购东大泰隆，有利于完善公司清洁煤气化产业链条，增强公司清洁煤气化业务的核心竞争力，为公司洁能设备业务做大做强奠定基础。

## 二、对公司财务的影响

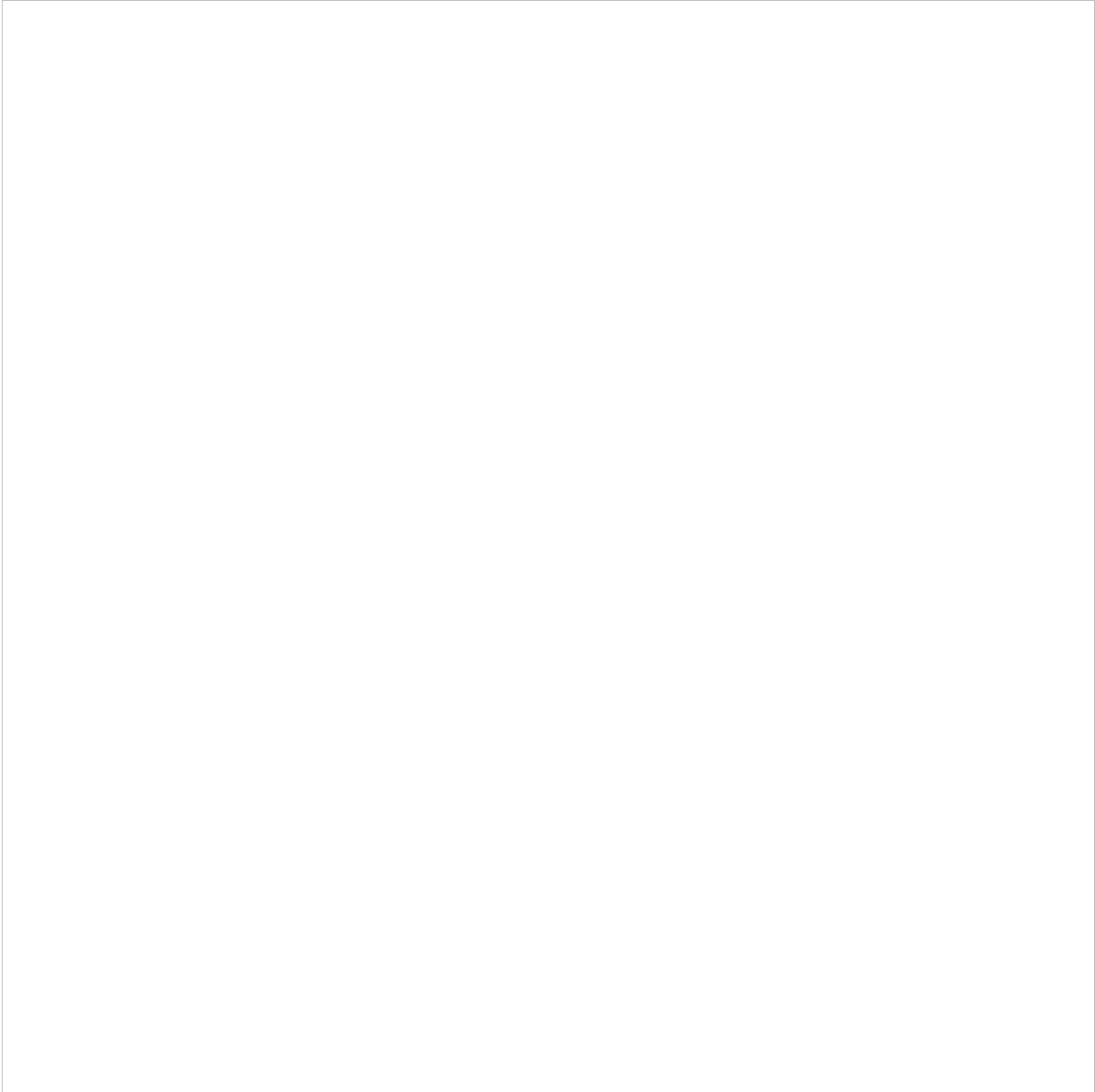


### （三）对原股东持股比例的影响

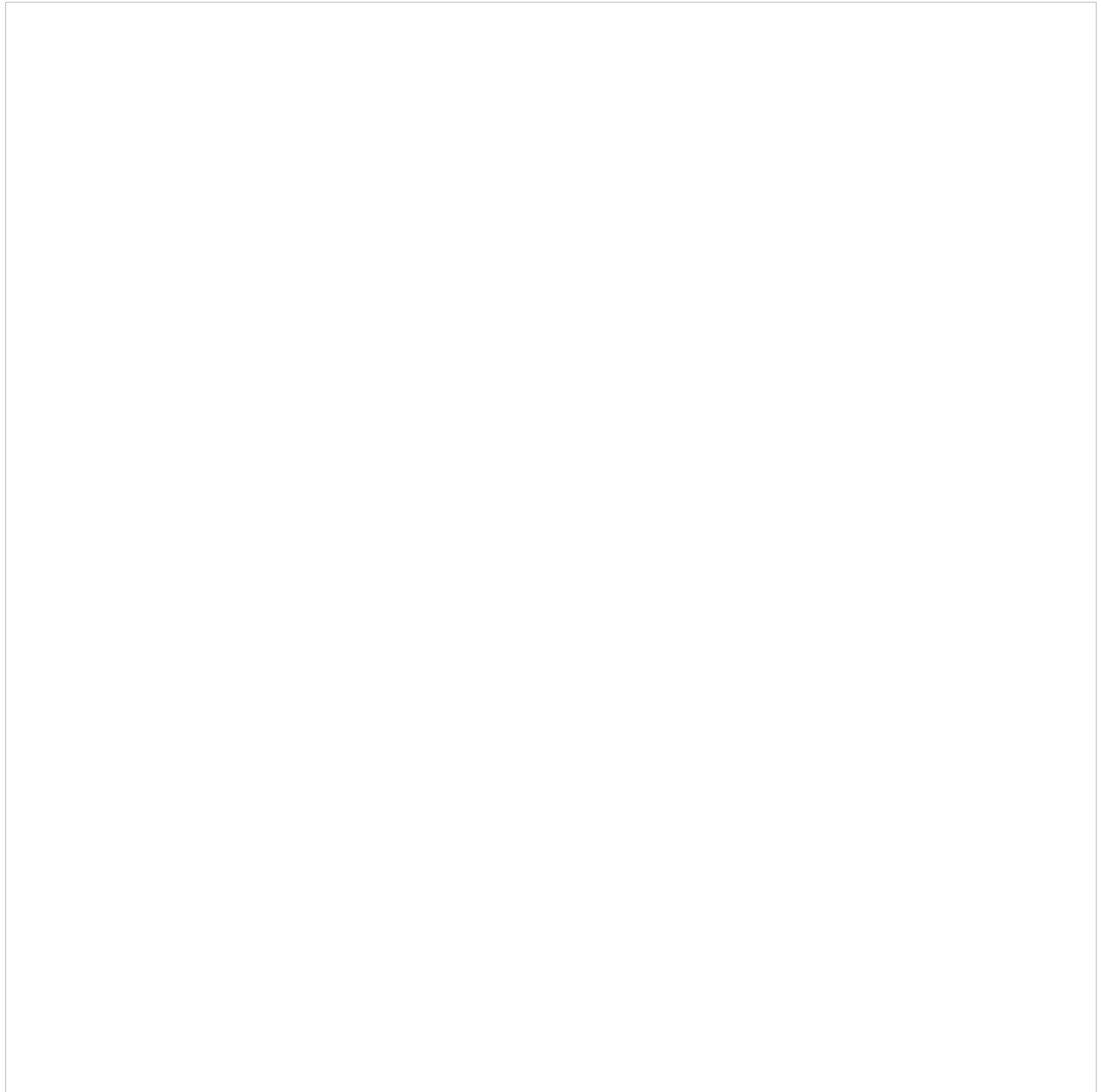
#### 1. 收购恒力泰对公司股权结构的影响



2. 收购新铭丰对公司股权结构的影响

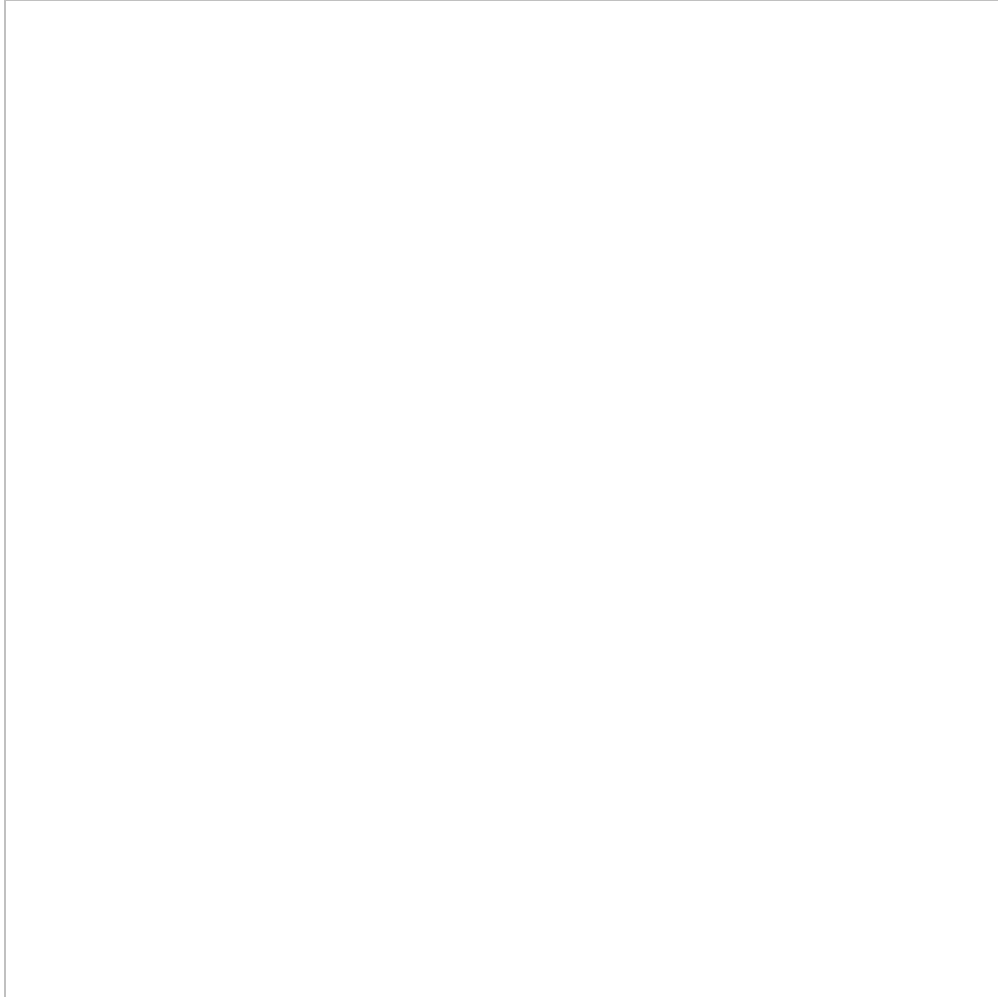


### 3. 收购东大泰隆对公司股权结构的影响

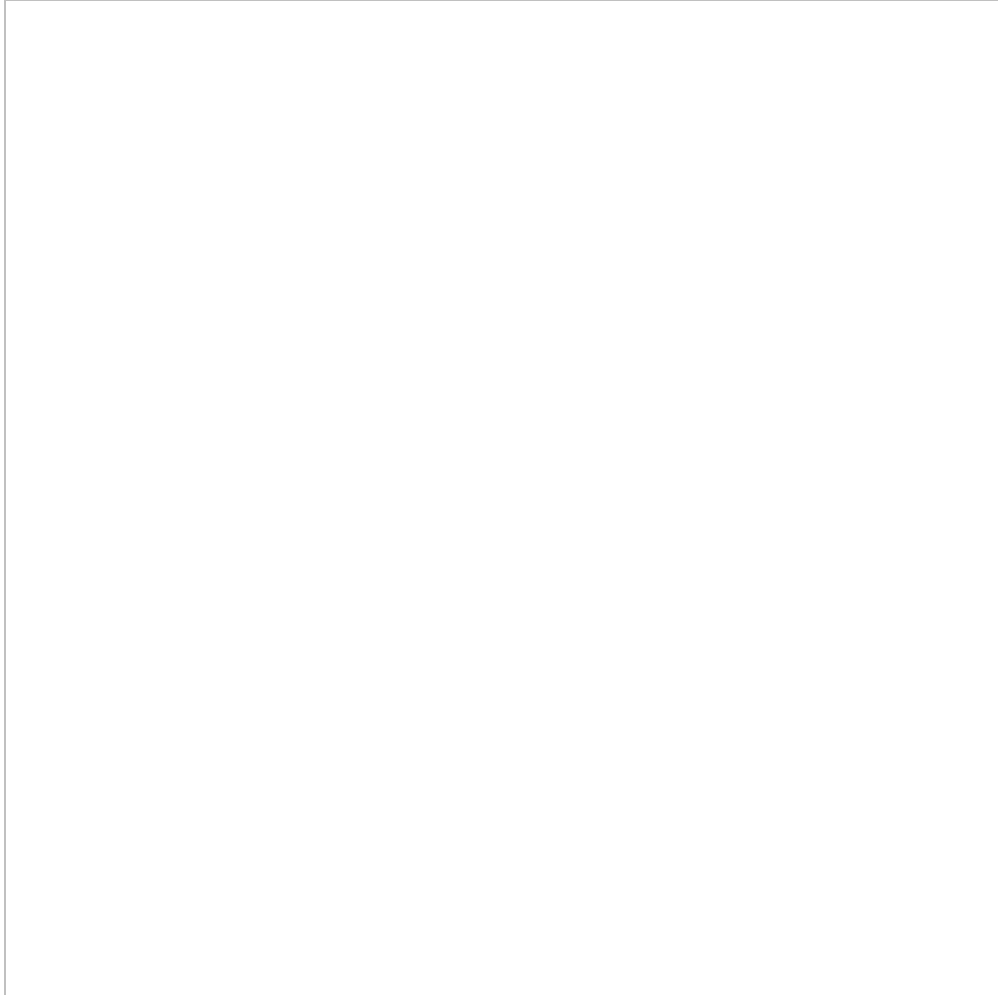


#### （四）对上市公司市值及原股东财富的影响

公司2011—2013年分别收购恒力泰、新铭丰以及东大泰隆对公司总市值的影响如下：



公司2011—2013年分别收购恒力泰、新铭丰以及东大泰隆对公司控股股东卢勤先生持有公司股票市值的影响如下：



## 八、市场点评

国信证券：公司在上游核心元件——气体传感器领域，技术国内领先，市占率高达60%，近年来又开始向流量、压力、湿度等多门类传感器市场拓展。在下游物联网应用方面，通过不断的外延扩张，已成功进入智慧市政及环保治理等领域，平台型公司雏形开始显现，有望成为未来5—10年万物互联时代独领风骚的弄潮儿。

申银万国：VOCs、智慧燃气、智慧水务等行业有望受益国家政策迎来爆发，公司通过兼并收购切入上述领域打通“终端监测+GIS /



SCADA+云端数据”“VOCs监测+治理”全产业链成长性空间广阔。

（本案例由西南证券提供，撰写人：西南证券投资银行并购融资总部童星、胡恒君）

## 2.1.2.7 联建光电收购分时传媒

### 一、案例简述

联建光电以现金及发行股份的方式购买何吉伦等12名交易对方合计持有的分时传媒100%的股权，并募集配套资金。

1. 经交易各方协商，何吉伦等12名交易对方合计持有的分时传媒100%股权交易作价为86 000万元，上市公司以现金及发行股份的方式向交易对方支付交易对价。其中，上市公司以现金方式支付交易对价中的24 029万元（现金来源为本次募集配套资金）；以发行股份方式支付交易对价中的61 971万元。

2. 为提高本次交易完成后的整合绩效，上市公司向刘虎军、何吉伦发行股份募集配套资金，配套资金总额为26 000万元，其中向刘虎军、何吉伦募集资金金额分别为20 537万元和5 463万元。本次配套融资金额不超过本次交易总金额（本次收购价格86 000万元与本次配套融资金额26 000万元之和）的25%。

本次交易完成后，联建光电持有分时传媒100%股权。

### 二、交易各方

## （一）交易各方基本情况

上市公司基本情况			
发行人名称	深圳市联建光电股份有限公司	股票简称	联建光电
注册资本	11 772.8万元	法定代表人	刘虎军
注册地址	深圳市宝安区68区留仙三路安通达工业厂区四号厂房2楼	控股股东或实际控制人	刘虎军、熊瑾玉夫妇
行业分类	计算机、通信和其他电子设备制造业	主要产品及服务	中高端LED显示应用产品的系统方案提供商
标的资产基本情况			
标的资产全称	四川分时广告传媒有限公司	注册资本	1 429万元
注册地址	成都高新区桂溪工业园	控股股东	何吉伦
所属行业	商务服务业	主要产品及服务	户外广告代理与运营
本次交易的有关中介机构			
独立财务顾问	华泰联合证券有限责任公司	律师	上海市锦天城律师事务所
审计机构	立信会计师事务所（特殊普通合伙）	评估机构	银信资产评估有限公司

## （二）交易双方交易前最近两年及一期的主要财务数据

项目	2013年1—9月	2012年	2011年
上市公司			
营业收入（万元）	42 677.12	53 416.46	51 215.06
净利润（万元）	1 856.19	2 555.40	5 103.45
归属于母公司所有者的净利润（万元）	1 867.00	2 689.54	5 077.37
项目	2013年1—10月	2012年	2011年

	标的资产		
营业收入（万元）	34 998.94	39 071.19	39 114.37
净利润（万元）	7 247.86	7 540.46	7 288.53
归属于母公司所有者的净利润（万元）	7 248.02	7 540.46	7 286.62

### 三、交易背景

#### （一）上市公司已将户外传媒行业确定为其产业延伸的重点方向

上市公司依托LED显示屏的制造和销售这一传统优势业务，结合自身在经营发展过程中形成的能力储备和对上下游相关行业的趋势研判，确立了向下游广告行业扩张的产业延伸方向。

本次交易前，上市公司已完成向广告行业扩张的技术储备和硬件准备，并基于其与下游媒体主的合作经验，通过设立联动文化（北京）有限公司，直接进入LED广告媒体运营领域。

LED户外广告媒体是近年来异军突起的新兴广告媒体，其市场前景被市场广泛认可。新媒体的出现将为广告媒体运营商提供新的市场机会。回顾最近十余年的广告媒体发展史，伴随楼宇媒体、公交地铁车载媒体、机场媒体等新媒体资源的出现，涌现出一批批新的广告媒体运营商，其中不乏佼佼者脱颖而出，例如经营楼宇媒体的分众传媒、经营公交地铁媒体的华视传媒等。

LED户外广告具有受众广泛、表现力强、到达率高等优势，是较为优质的广告媒体资源。相对于楼宇显示屏广告，LED户外广告独立于写

字楼宇，只要在具有一定人流的商圈或交通要道即可设置，从而能够实现三、四线城市的终端下沉；相对于公交地铁显示屏广告，LED户外广告的传播环境和体验效果具备优势。上市公司判断，LED户外广告媒体是近年来难得的优质媒体形式，具备良好的发展前景，如有龙头企业通过自建、并购等方式，率先完成媒体布局，形成资源优势，则可能成为像分众传媒一样的新兴媒体垄断运营商，享有巨大商机。

当前LED户外广告媒体的行业集中度较低，竞争格局相对分散，上市公司致力于成为LED户外广告领域的领先运营商。依托自身的LED制造成本优势、与下游广告客户合作中积累的广告行业经验，以及上市公司的资本平台和融资能力，上市公司正在积极建设“全国城市地标户外LED广告联播网”。从远期规划和战略角度，上市公司以实施“千屏户外广告联播”计划为长期目标，从而在巩固和发展LED显示屏制造业务优势的基础上，在广告业务领域成为覆盖全国主要城市、并实现对三四线城市终端下沉的规模化媒体运营商。

## 1. 产业延伸的必要性和可行性

### （1）LED显示屏制造行业已进入整合期，行业利润空间有限

2010年之前，随着LED显示屏技术的不断发展，其显示效果及传播效果不断提升，市场需求快速增长，行业盈利水平较高，从而吸引了大量中小型企业加入该行业。2010年之后，随着竞争者的不断涌入，行业产能快速增大，行业内企业之间尤其是中小型厂商之间开始出现同质化竞争，产品价格呈下滑趋势，企业利润空间日渐狭小。2012—2013年期间，由于行业内部分中小型企业不具备技术创新能力，不能有效降低生产成本，逐渐被市场淘汰，出现了多家中小型企业倒闭或被同行收购的情况。随着LED显示屏行业整合大幕的拉开，行业集中度将通过有技术

实力和资金实力的大中型企业不断提高，优势企业的竞争环境将有所改善。

在行业整合过程中，包括联建光电在内的具备资金、技术和自动化生产优势的龙头企业，凭借产品的更新换代以及成本控制，取得了较为理想的经营成果。尽管如此，从行业发展的生命周期来看，在产业整合完成前，行业内的激烈竞争可能成为一种常态，曾经的爆发式增长以及较高的利润空间在短期内较难重现。因此，单一的LED显示屏制造业务已经难以满足联建光电作为一家创业板上市公司保持长期快速发展的需要，寻求新的业务增长点已经成为公司发展过程中的必然选择。

## （2）LED制造下游行业户外广告市场形势良好

广告业作为一种现代传播服务业，在国民经济中扮演着重要的角色。但由于我国广告行业起步较晚，目前广告市场规模占GDP的比例尚不足1%，与美国等发达国家占GDP2%的市场规模差距甚远。伴随我国国民经济的增长，居民消费水平的提高，企业营销及广告投入力度的加大，未来的中国广告市场仍将处于快速发展阶段。近年来，随着科技发展、受众习惯和传播环境的变化，广告行业内部也正在进行着深刻变革：户外LED大屏凭借丰富、灵活的表现形式和具有震撼力的传播效果，成为与互联网、无线终端并行的新媒体形态在广告市场中脱颖而出，备受青睐。

LED户外广告市场与传统户外大牌广告市场同样具有媒体资源分散化的特点，导致广告主难以通过单一媒体主或媒体运营平台实现短期多点位、大面积、同时间的广告投放，从而达到大范围的传播效果以帮助广告主进行新品推广或阶段性的品牌传播。如果有媒体运营商能够率先在全国范围内完成媒体资源网络布局，并建成全国联播平台，则能够最

大限度地享有LED户外广告这一新兴媒体的巨大商机。

### （3）联建光电具备向下游LED广告行业延伸的切入优势

LED户外广告屏是联建光电重点开发的LED细分市场和传统优势领域。联建光电通过多年来与户外广告媒体主的业务合作，对于该行业的运营模式和媒体选位等方面均有了较为深刻的理解，在媒体点位选择、媒体资源评价等方面拥有丰富经验。联建光电利用其全国性的LED广告屏销售网络，能够更加便利地与全国范围的媒体主建立业务合作关系，其在全国方位内的业务布局较一些地方性的运营商具有明显的网络优势。公司在LED显示屏制造领域积累的行业资源及经验可以直接迁移到广告运营领域，从而降低上市公司进入下游LED广告行业的投资和经营风险。

联建光电作为LED显示屏制造商，其在向下游扩张过程中，较其他媒体主天然地拥有成本优势；同时，公司凭借对生产过程的严格管理，能够确保稳定可靠的供货质量，从而在未来实际运营过程中更好地降低因产品质量缺陷和运营故障导致的广告播放事故。

因此，户外传媒行业成为上市公司进行产业延伸的理想切入点。

## 2. 上市公司已经为进入户外传媒行业制定了明确的发展规划

联建光电自2011年10月在深圳证券交易所创业板上市后，即开始考虑向下游户外传媒行业发展的可行性，在上市后两年不断尝试的过程中，公司已经为进入户外传媒行业制定了明确的发展规划：

第一步，依托公司传统业务实力，在LED广告屏制造方面建立技术优势，形成向下游扩张的技术储备。上市公司始终紧贴市场需求，2009

年即在行业内率先针对广告媒体客户研发出具有高清节能显示效果的LED显示产品，能耗较传统LED全彩显示产品下降50%以上，占据市场先机。后续又不断应客户需求，开发出户外节能大屏、市内广告刷屏机等产品，受到了下游广告运营商的广泛认可。

第二步，成立联动文化（北京）有限公司，以联动文化为平台进入户外广告运营领域，逐步实现全国范围内的媒体资源布局。2012年，上市公司出资设立联动文化，并以联动文化为平台，通过“你出阵地我出屏”、自购广告时间和建立灵活机动的代理关系等三种主要业务模式，开始实践上市公司打造“全国城市地标户外LED广告联播网”的计划。为能够实现对媒体点位的科学甄选，联动文化自主研发了“媒体点位价值评估模型”，从屏体物理属性、媒体形象、位置环境、广告竞争度、受众感受、城市价值、人车流量等多维角度进行综合评估，选建最佳地段、性价比最高、传播效果最大化的大屏媒体，实现对广告点位的量化评估，避免选位的随意性。随着广告点位的增加，联动文化的屏体布局实现了由点到面再到矩阵式的联动，专业的全国联播平台已初具雏形，截至2013年10月31日，联动文化运营的LED广告点位已达87个。为在未来实现多屏编辑、播放、控制的统一管理，联动文化创新开发了集群播控系统与时联网监播平台，可保障多地、多平台大屏媒体共用服务平台，统一管理上刊流程和节目资源，为公司建设“全国城市地标户外LED广告联播网”提供技术支撑。截至2013年10月31日，该平台已进入交付使用前的调试和完善阶段，接近可使用状态。

第三步，依托联动文化的已有媒体资源，通过与优质媒体资源主进行业务合作或对其进行并购的方式，迅速实现全国范围内的LED户外媒体网络布局；同时，通过并购优秀广告代理商的方式，迅速提升公司的媒体销售能力。

第四步，完善全国媒体资源网络建设，形成核心城市多点布局，二、三、四线重点城市资源覆盖的媒体资源布局，实现对全国主要城市的终端下沉。最终打造联建光电“全国城市地标户外LED广告联播网”，形成具有全国影响力和行业领先优势的新媒体运营商。

截至本次交易前，上市公司已经完成了进军户外传媒行业的前两步发展规划，本次并购分时传媒，实现上市公司已有LED媒体资源与分时传媒户外媒体销售能力的嫁接，是上市公司实践第三步发展规划的重要组成部分。

## （二）并购是上市公司外延式扩张的首选方式

在保持LED显示屏制造领先地位的基础上，上市公司积极向下游LED户外广告运营行业延伸，力图打通LED显示屏制造和户外广告运营的产业链。为此，公司采取了内生式成长与外延式扩张并重的发展方式。

内生式成长主要以上市公司母公司和联动文化为载体，通过强化内部运营能力，提高运营效率，加强销售拓展等手段，增强公司现有业务的竞争能力和销售规模；外延式扩张主要是通过并购具有一定业务优势和核心竞争力、并能够与公司现有业务产生协同效应的相关标的的方式实现。

公司致力于在巩固和扩大原有LED制造业务优势的基础上，完善联动文化的媒体点位布局能力和提高媒体资源销售规模，做好内生式成长。同时，按照企业发展的一般规律，仅凭借企业自身力量向新业务或新领域拓展，通常周期较长、投入较大、拓展失败的风险较高。借助资



本市场的力量，选择外延式发展，通过并购具有较强经营实力、盈利能力和优秀管理团队的成熟企业，是公司现阶段实现快速成长更为有效的方式。外延式发展能够降低公司在新业务领域的投资风险、节约探索成本，同时提高发展效率，是上市公司现阶段做大做强的优选方案。

在户外广告运营端，由于市场主体以地方性运营商为主，运营主体较为分散，亟需通过并购整合方式打造全国性媒体运营商，以满足客户的全国性投放需求。同时，在LED屏幕制造端，随着市场竞争趋于加剧，市场份额逐步向具有技术、资金和规模优势的企业集中，行业整合趋势加快，横向并购整合的环境也已经具备。综合考虑上述因素，并购成为公司外延式扩张的首选方式。

### （三）上市公司与分时传媒在业务上已有合作，二者互补性强

本次交易前，为提升已有媒体资源的销售额，联动文化通过引入代理商加大营销力度，与日本电通等国际知名广告公司以及包括分时传媒在内的一批本土大型户外广告代理商建立了合作关系。

在业务合作过程中，上市公司对分时传媒的销售能力较为认可，双方也均认识到，上市公司与分时传媒的业务具备较强的互补性，上市公司拥有的终端媒体资源对广告代理商而言具备重要战略意义，而分时传媒稳定的客户资源和良好的销售能力则有助于联动文化媒体营销环节的销售和推广。无论从业务合作还是收购整合角度，联动文化的媒体资源与分时传媒的销售能力均能实现优势互补，对双方而言均能实现帕累托优化。

## （四）分时传媒是广告行业内的领先企业之一

在各个细分广告媒体中，户外广告具有到达率高、视觉冲击力强、发布时段长、千人成本低、城市覆盖率高等其他广告形式无可比拟的优点，因此已逐渐成为广告主投放广告时不容忽视的投放形式，并成为与电视、广播、纸媒、网络新媒体等并列的独立媒体形式，在广告市场占有重要位置。

分时传媒是中国户外广告行业内的领先企业之一，通过多年户外广告服务经验的积累，分时传媒首创户外广告“分时”投放模式，并开发出e-TSM户外媒体资源管理系统。截至2013年10月31日，分时传媒与全国范围内的10126家区域性媒体主或媒体运营商合作，建立了覆盖全国330个城市、拥有44288个广告资源的户外广告资源数据库。分时传媒依托于其特有的商业模式和数据库系统，已为一汽—大众、北京现代、泸州老窖、微软、联想、康佳等国内外100多个知名品牌广告主提供户外广告发布解决方案，赢得国内外一线品牌和4A广告公司的广泛认可。

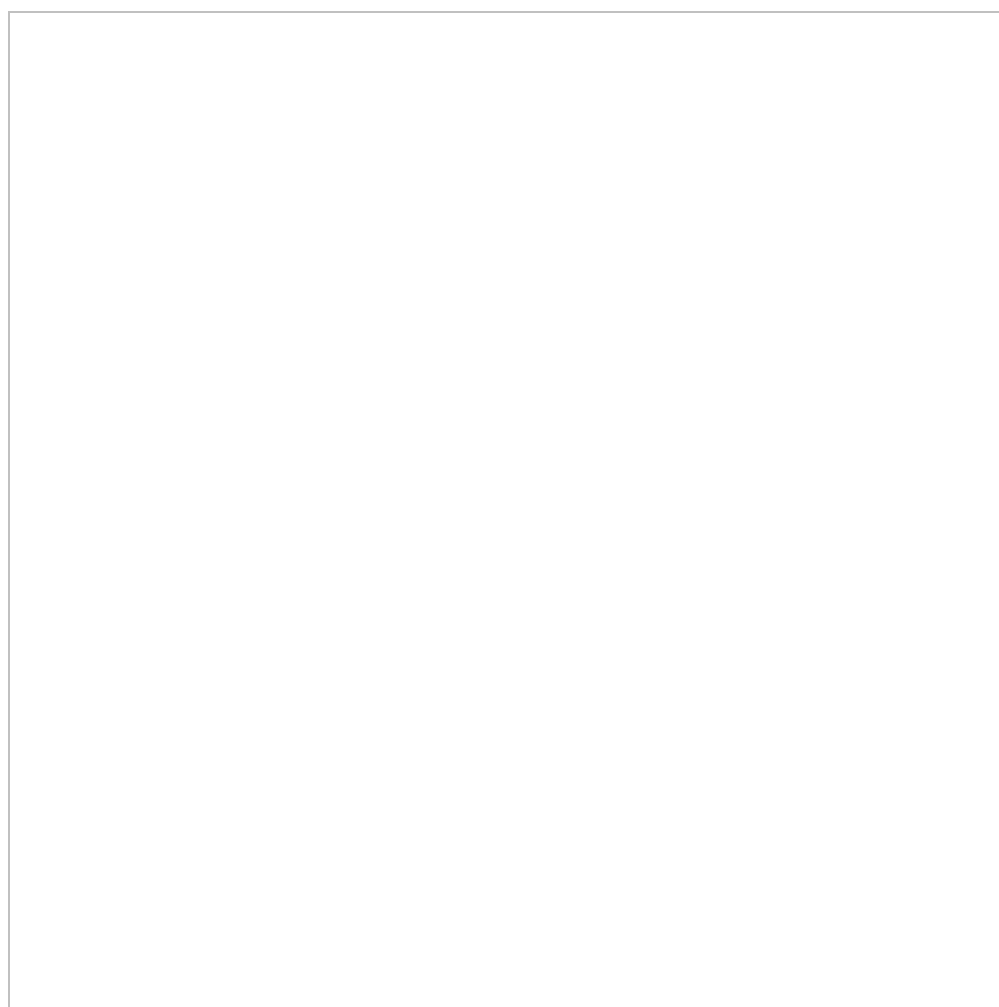
选择分时传媒作为本公司的并购目标，能使上市公司在户外广告领域的销售能力大大加强，获得优质的客户资源，对现有业务形成较好的补充。

## 四、交易方案

### （一）交易方案介绍

上市公司以现金及发行股份的方式购买何吉伦等12名交易对方合计

持有的的分时传媒100%股权，总作价为86 000万元。其中，上市公司以现金方式支付交易对价中的24 029万元（现金来源为本次募集配套资金）；以发行股份方式支付交易对价中的61 971万元。此外，上市公司向刘虎军、何吉伦发行股份募集配套资金，配套资金总额为26 000万元，其中向刘虎军、何吉伦募集资金金额分别为20 537万元和5 463万元。本次配套融资金额不超过本次交易总金额（本次收购价格86 000万元与本次配套融资金额26 000万元之和）的25%。



## （二）估值定价

## 1. 本次交易的评估情况

本次交易标的采用资产基础法和收益法评估，评估机构采用收益法评估结果作为分时传媒100%股东权益价值的最终评估结论。在评估基准日2013年10月31日，在《评估报告》所列假设和限定条件下，分时传媒的账面净资产（母公司财务报表）为10 258.87万元，采用收益法评估，评估后分时传媒股东全部权益价值为86 018.13万元，评估增值75 759.26万元，增值率738.48%。根据《现金及发行股份购买资产协议》，经交易各方友好协商，分时传媒100%股权的交易作价为86 000万元。

## 2. 本次评估与前次评估的差异情况

2012年9月25日，北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司与何吉伦、何大恩、周昌文、高存平、朱贤洲、黄允炜、罗洁、樊丽菲、张海涛、何晓波、邓泽平、王琦十二位自然人股东签署了《北京蓝色光标品牌管理顾问股份有限公司以现金及发行股份购买资产的协议书》，拟收购分时传媒100%股权。为确定分时传媒100%股权当时的市场价值，中通诚资产评估有限公司出具中通评报字〔2012〕201号《资产评估报告》，截至评估基准日2012年8月31日，在持续经营前提下，分时传媒于评估基准日经审计的账面净资产为7 267.57万元，采用收益法评估后分时传媒股东全部权益价值为67 495.03万元，增值额为60 227.46万元，增值率828.72%（以下简称“前次评估”）。

本次交易中，分时传媒股东全部权益价值为86 018.13万元，评估增值75 759.26万元，增值率738.48%。本次评估结果较前次评估结果增加约1.85亿元，增值额高于前次评估，评估增值率低于前次评估。本次评估与前次评估差异的主要原因详见后文“两次交易的估值差异和衔接”。

### （三）对价支付方式

本次交易中，上市公司以现金方式支付交易对价中的24 029万元（现金来源为本次募集配套资金）；以发行股份方式支付交易对价中的61 971万元，具体支付现金及发行股份数如下表所示：

注：在本次发行的定价基准日至发行日期间，上市公司实施了2013

年度利润分配，股份发行价格由15.89元 / 股调整为15.86元 / 股，发行数量相应做了调整。

#### （四）盈利补偿安排

##### 1. 利润补偿期间

各方同意，本次重组盈利承诺的承诺期为2013年度、2014年度、2015年度、2016年度及2017年度。

##### 2. 承诺利润数

分时传媒原股东承诺分时传媒2013年度、2014年度、2015年度、2016年度及2017年度净利润如下：

在承诺期内，若分时传媒实际实现的净利润小于承诺净利润，则补偿义务人需按照本条约定向上市公司履行补偿义务，补偿义务人应以股份补偿方式或以现金补偿方式或股份与现金混合补偿方式向上市公司进行补偿，具体补偿方式以本协议约定为准；若分时传媒实际实现的净利润大于或等于承诺净利润，则补偿义务人无需对上市公司进行补偿。

### 3. 实际净利润的确定

在承诺期内每一年度结束后，上市公司应聘请具有证券、期货业务资格的会计师事务所对分时传媒2013年度、2014年度、2015年度、2016年度及2017年度各年实际实现的净利润情况出具《专项审核报告》，以确定在上述承诺期内各年度中分时传媒实际实现的净利润，并据此确定交易对方是否负有补偿义务。如《专项审核报告》表明交易对方未完成其利润承诺，则上市公司应在该等《专项审核报告》出具后十个工作日内通知补偿义务人履行相应的补偿义务。

#### 4. 补偿方式

##### （1）当年应补偿金额

如分时传媒在承诺期内实际实现的净利润低于承诺净利润，则补偿义务人应根据本协议约定向上市公司进行补偿，并按照如下公式确定当年应补偿金额：

当年应补偿金额 = （截至当期期末累积承诺净利润数 - 截至当期期末累积实现净利润数） / 承诺期内各年的承诺净利润数总和 × 标的资产作价 - 已补偿股份数 × 本次发行股份价格 - 已补偿现金

如计算结果小于或等于0时，按0取值，即已经补偿的金额不冲回，已经补偿的股份和现金不退回。

如补偿义务人当年需向上市公司进行补偿，则补偿义务人有权选择以股份或现金方式或股份与现金混合方式进行补偿。补偿义务人应在收到上市公司要求其履行补偿义务通知后的30个工作日内，向上市公司支付补偿。除何吉伦以外的补偿义务人中的每一方根据其在本次重组前持有分时传媒股权比例承担补偿责任，且该等补偿义务人中的每一方就所承担的上述补偿责任互不承担连带责任；何吉伦根据其本人及其父亲何



大恩在本次重组前合计持有的分时传媒股权比例（即77.71%）承担补偿责任。

## （2）股份补偿

### ①股份补偿方式

如补偿义务人选择以股份方式进行补偿，则根据上市公司股东大会决议情况，确定将分时传媒原股东应补偿股份由上市公司以人民币1元的对价进行回购并予以注销，或无偿赠送给获赠股东。

### ②股份补偿数量

#### A. 管理层股东及成都斯为美

管理层股东及成都斯为美中的单个补偿义务人当年应补偿股份数 = 分时传媒原股东当年应补偿金额 × 该补偿义务人在本次重组前持有分时传媒的股权比例 ÷ 本次发行股份价格

#### B. 何吉伦

何吉伦当年应补偿股份数 = 分时传媒原股东当年应补偿金额 × 77.71% / 本次发行股份价格

#### C. 对孳息的效力

如分时传媒原股东持有的上市公司股份数因上市公司在本次发行结束后实施派发股利、送红股、转增股本或配股等除息、除权事项，则补偿股份数量作相应调整。

如分时传媒原股东持有的上市公司股份数因上市公司在本次发行结

束后实施现金分红，则补偿股份对应的现金股利分时传媒原股东应同时返还给上市公司。

### （3）现金补偿

#### ①现金补偿方式

如补偿义务人选择以现金方式补偿，则其当年应补偿现金数量按以下公式计算确定。

#### ②现金补偿金额

##### A. 管理层股东及成都斯为美

管理层股东及成都斯为美中的单个补偿义务人当年应补偿现金金额  
=补偿义务人当年应补偿金额×该补偿义务人在本次重组前持有分时传媒的股权比例

##### B. 何吉伦

何吉伦当年应补偿现金金额=补偿义务人当年应补偿金额×77.71%

### （4）股份与现金混合补偿方式

如补偿义务人采取股份与现金混合方式进行补偿，则补偿义务人所补偿股份数与现金金额应满足如下公式：

#### ①管理层股东及成都斯为美

管理层股东及成都斯为美中的单个补偿义务人当年应补偿金额=补偿义务人当年应补偿金额×该补偿义务人在本次重组前持有分时传媒的

## 股权比例

管理层股东及成都斯为美中的单个补偿义务人当年应补偿金额=该补偿义务人当年补偿股份数×本次发行股份价格+该补偿义务人当年所补偿现金金额

### ②何吉伦

何吉伦当年应补偿金额=补偿义务人当年应补偿金额×77.71%

何吉伦当年应补偿金额=何吉伦当年补偿股份数×本次发行股份价格+何吉伦当年所补偿现金金额

### (5) 减值测试及补偿

在承诺期届满后三个月内，上市公司及交易对方应共同聘请具有证券、期货从业资格的会计师事务所就分时传媒100%股权价值进行减值测试并出具《减值测试报告》，如：期末减值额>补偿期限内已补偿股份总数×本次发行股份价格+补偿期内已补偿现金，则补偿义务人应就减值补偿金额对上市公司另行补偿。补偿义务人有权选择以股份或现金方式或股份及现金混合方式支付减值补偿金额。补偿义务人应在收到上市公司要求其履行补偿义务通知后的30个工作日内，向上市公司支付补偿。补偿义务人中管理层股东及成都斯为美根据其在本次重组前持有分时传媒股权比例承担补偿责任；何吉伦对减值补偿金额的77.71%承担补偿责任。补偿义务人中的每一方就所承担的上述补偿责任互不承担连带责任。

减值补偿金额=期末减值额-补偿期限内已补偿股份总数×本次发行股份价格-补偿期内已补偿现金

补偿义务人中的各方的具体补偿方式参照前段“2”、“3”、“4”部分约定执行。

#### （6）补偿上限

除何吉伦以外的补偿义务人中的单个补偿义务人在上述盈利预测补偿和期末减值补偿中承担补偿责任合计不超过其在本次重组中所获得的交易对价。

何吉伦在上述盈利预测补偿和期末减值补偿中承担补偿责任合计不超过其本人及何大恩在本次重组中合计所获得的交易对价。

补偿义务人中的单个补偿义务人在上述盈利预测补偿和期末减值补偿中股份补偿上限为补偿义务人中的单个补偿义务人在本次重组中获得的股份数（如果承诺期内上市公司进行送股、配股、转增导致补偿义务人持有的上市公司股份数量发生变化，则股份补偿的上限相应调整）。

#### （五）其他安排——奖励措施

详见后文“六、交易难点”“（二）奖励措施的安排及会计处理”。

## 五、交易节点

本次交易的主要时间节点如下：

序号	时间	事项
1	2013年10月15日	联建光电停牌
2	2013年10月21日	联建光电董事会召开第三届董事会第十次会议，审议通过了《关于公司筹划重大资产重组事项的议案》，同意筹划重大资产重组事项
3	2013年12月18日	联建光电董事会召开第三届董事会第十三次会议，审议通过了本次重大资产重组的相关议案
4	2014年1月6日	联建光电召开2014年第一次临时股东大会，审议通过了本次重大资产重组的相关议案

5	2014年1月15日	联建光电收到证监会出具的《中国证监会行政许可申请受理通知书》（140020号）
6	2014年2月14日	联建光电收到中国证券监督管理委员会（140020）号《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》
7	2014年3月12日	本次重大资产重组获得证监会重组委审核通过
8	2014年4月11日	联建光电取得证监会证监许可（2014）395号《关于核准深圳市联建光电股份有限公司向何吉伦等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》
9	2014年4月29日	分时传媒完成资产过户
10	2014年7月4日	联建光电完成配套融资及新增股份登记、上市

## 六、交易难点

### （一）两次交易的估值差异和衔接

本次评估结果较前次评估结果增加约1.85亿元，增值额高于前次评估，评估增值率低于前次评估。为合理衔接两次估值差异，项目组对两次评估差异的原因具体分析如下：

#### 1. 分时传媒的资产状况已经发生变化

前次评估以2012年8月31日为基准日，与本次评估基准日间隔1年零2个月时间，其间分时传媒通过经营净利润积累，形成了一定的留存收益，本次评估的账面净资产（合并报表归属于母公司所有者的净资产）较前次评估增加约3 898.10万元。评估对象净资产规模的变化是导致两次评估结论出现差异的原因之一。

#### 2. 分时传媒的盈利能力有所提升



元，达到前次评估2013年盈利预测的85%。

近一年以来，分时传媒的盈利能力较前次评估时有所提升，主要原因为：首先，分时传媒不断扩充其e-TSM户外媒体资源管理系统中的媒体资源数量，扩大客户可选户外媒体范围，2013年10月31日，e-TSM系统中的媒体数量已经由2012年8月31日的42 695个增加至44 288个；同时，分时传媒利用e-TSM系统向客户提供一站式、多点位的户外广告投放整体解决方案得到了更广泛的客户认可，使其广告业务在供应商和客户两端的议价能力均有所提升，从而带动其整体利润水平不断增长。

基于以上原因，本次评估过程中，对分时传媒相同年度的盈利预测均高于前次评估盈利预测，具体情况如下：



注：本次评估预测2013年净利润=分时传媒2013年1—10月经审计的归属于母公司股东扣除非经常性损益后的净利润+本次评估预测2013年11—12月净利润。

鉴于采用收益法进行评估的思路是将企业预期收益进行折现，因此分时传媒盈利能力的提升反映为其未来预期收益的增加，导致其本次评估结果高于前次评估结果。

### 3. 交易对方作出的业绩承诺期限显著延长，承诺利润有所提高

前次评估时，交易对方仅对2012年至2014年的净利润作出承诺，基于上述业绩承诺情况，评估机构对分时传媒的业绩增长预测较为谨慎，未充分考虑其承诺期之后的净利润和现金流增长能力，仅假设其收入、利润在预测期2013年至2015年三个完整会计年度保持增长，从2016年（预测期的第四个完整会计年度）起进入永续期，假设收入、利润均不再增长（与2015年持平）。

本次评估时，交易对方在本次交易中的业绩承诺期延长为5年，即对2013年至2017年分时传媒的净利润增长情况均作出承诺。鉴于交易对方在本次交易时承诺的分时传媒净利润水平符合广告行业的发展趋势，具备可实现性，故评估机构综合考虑标的公司的增长潜力、行业发展趋势、交易对方对标的公司的利润承诺，将盈利预测的增长期设定为五个完整会计年度，即2014年至2018年；从2019年（预测期的第六个完整会计年度）起进入永续期，假设收入、利润均不再增长（与2018年持平）。因此，本次评估过程中，预测增长期2013年至2018年度的预测净利润均高于前次评估，且由于预测增长期的延长，本次预测的2015年及以后年度的净利润显著高于前次评估，对于本次评估价值的提升有较大贡献。

## （二）奖励措施的安排及会计处理

为充分兼顾交易完成后分时传媒实际经营业绩可能超出交易对方做出的利润承诺、目前对分时传媒的估值结果低于其实际价值的可能；同时也为避免分时传媒实现承诺利润后，其管理层缺乏动力进一步地发展业务，本次交易方案中包括了对分时传媒管理层的奖励措施安排。

### 1. 奖励措施的具体内容

交易各方约定，如分时传媒在承诺期内各年实际实现的净利润之和高于承诺期内承诺的净利润总和（亦即5.5亿元），则超额部分的50%将作为奖金由分时传媒以现金方式支付给截至2017年12月31日的分时传媒管理层（分时传媒除何吉伦以外的副总裁级别以上雇员）。

奖金总额＝（分时传媒承诺期内各年实际实现的净利润之和－分时传媒承诺期内承诺的净利润总和5.5亿元）×50%。

从2018年第一季度开始，每季度结束后20个工作日内，上市公司应对分时传媒截至该季度末的应收账款回收情况进行确认，据此确定该季度支付奖金的金额，并于每季度结束后30个工作日内，由分时传媒向截至2017年12月31日的分时传媒管理层支付奖金，直至奖金总额支付完毕为止。

当季度应支付奖金＝奖金总额×（截至当季季末累积收回的2017年度《专项审核报告》确认的应收账款－截至上季季末累积收回的2017年度《专项审核报告》确认的应收账款） / 2017年度《专项审核报告》中确认的应收账款账面净值。

如累加的当季应支付奖金超出奖金总额的，超出部分归分时传媒所有。

奖金分配方案由何吉伦先生根据分时传媒的绩效管理制度提出。何吉伦先生应在自2018年度开始奖金支付期限内的每季度结束后23个工作日内提出奖金分配方案；逾期提出的，分时传媒三分之一以上董事有权向董事会提出奖金分配方案。奖金分配方案经分时传媒董事会全体成员过半数审议通过后生效。

## 2. 分时传媒超额利润奖励的性质为奖金，并非奖励对价

根据《现金及发行股份购买资产协议》及其补充协议的约定，如分时传媒在承诺期内各年实际实现的净利润之和高于承诺期内承诺的净利润总和（亦即5.5亿元），则超额部分的50%将作为奖金由分时传媒以现金方式支付给截至2017年12月31日的分时传媒管理层（分时传媒除何吉伦以外的副总裁级别以上雇员）。根据该条款，分时传媒超额奖励的性质应为对管理层发放的奖金，发放主体为分时传媒，并非本次交易的或有对价。

### 3. 分时传媒超额利润奖励的会计处理方法

根据《现金及发行股份购买资产协议》及其补充协议的约定，分时传媒超额奖励的发放需要满足两个条件：（1）分时传媒在2013年至2017年的净利润之和超过5.5亿元；（2）根据2018年及以后年度每季度分时传媒对截至2017年12月31日应收账款的回收情况，确定当季度应支付奖金。

在上述前提条件下，于业绩承诺期各年内，分时传媒是否存在奖金支付义务具有不确定性，且未来应支付奖金金额不能准确计量，因此在承诺期各年内计提奖金的依据尚不充分。应在2018年及以后年度每季度根据上述两个前提条件的实现情况计提超额利润的奖金，具体处理方式如下：

假设分时传媒在2013年至2017年内各年实际实现的净利润之和为A，若A大于5.5亿元，则奖金总额 $B = (A - 5.5) \times 50\%$ 。

根据《现金及发行股份购买资产协议》，从2018年第一季度开始，上市公司应对分时传媒截至该季度末的应收账款回收情况进行确认，据此确定该季度支付奖金的金额，并于每季度结束后三十个工作日内，由

分时传媒进行奖金支付，直至奖金总额支付完毕为止。

假设每季度结束后上市公司确认的当期应支付奖金金额为 $C_i$  ( $i=1、2、3……n$ )，则会计处理为：

借：管理费用  $C_i$

贷：应付职工薪酬（奖金）  $C_i$

在实际支付当期奖金时，会计处理为：

借：应付职工薪酬（奖金）  $C_i$

贷：银行存款  $C_i$

从2018年第一季度开始，直至第 $n$ 个季度，截至当季季末累积收回的2017年度《专项审核报告》确认的应收账款 $\geq$ 2017年度《专项审核报告》中确认的应收账款账面净值，则累计支付奖金金额应等于奖金总额，即 $C_1+C_2+……C_n=B$ 。

4. 分时传媒超额利润奖励措施安排有可能对上市公司2018年及以后年度业绩造成较大影响

根据分时传媒超额利润奖励安排，若分时传媒在承诺期内各年实际实现的归属于母公司股东扣除非经常性损益后的净利润之和大于5.5亿元，则将触发奖励措施条款，从而在2018年及以后年度确认应计提相关奖金的会计期间将增加上市公司当期管理费用，进而影响上市公司当期净利润。同时，分时传媒在承诺期内实现的合计净利润越高，将导致分时传媒在2018年及以后年度需计提并支付超额利润的相关奖金越多，从而对上市公司当期净利润的影响越大。

## 七、并购影响

### （一）提升上市公司广告业务实力，实现产业延伸

通过本次交易，上市公司的户外广告服务能力大大加强，从而使原有的LED生产制造及广告运营业务链条得以进一步完善。本次交易是上市公司向下游户外媒体行业进军的重要步骤，本次交易的成功实施，使得上市公司的主营业务结构从以LED生产制造为主转为LED生产制造与户外媒体运营并重，实现产业结构由第二产业向第三产业延伸。

上市公司凭借自身内生式发展，已经完成了相关技术积累和户外媒体网络的初步建设，已有户外广告媒体已经投入运营。在此基础上，实现对分时传媒的收购，是上市公司提升LED广告媒体资源销售能力的重要举措，在公司业务发展过程中具有重要的战略意义。

### （二）本次交易有利于提升上市公司现有业务规模和盈利水平

根据分时传媒以及上市公司经审计的2011年、2012年的财务数据，分时传媒的营业收入分别相当于同期上市公司营业收入的76.37%和73.14%，归属于母公司股东净利润分别相当于同期上市公司归属于母公司股东净利润的143.51%和280.36%。本次收购完成后，上市公司在业务规模得到了大幅提升，盈利能力显著增强。

### （三）对原股东持股比例的影响

本次交易前，上市公司的总股本为117 728 000股，刘虎军、熊瑾玉夫妇为公司实际控制人，合计持有上市公司35.54%的股份，本次交易完成后实际控制人仍为刘虎军、熊瑾玉夫妇，合计持有上市公司31.63%股份，本次交易未导致公司控制权变化。

#### （四）对上市公司市值及原股东财富的影响

联建光电内生式成长与外延式发展并举的成长战略较为成功，取得了市场和投资者的高度认可，走势显著强于创业板综指及行业指数。

本次交易停牌前一交易日（2013年10月11日），上市公司股票收盘价为17.23元 / 股，对应实际控制人刘虎军、熊瑾玉夫妇的持股市值为7.21亿元。截至本次交易新增股份上市日（2014年7月4日），上市公司股票收盘价为31.66元 / 股，较交易停牌前上涨83.75%，对应实际控制人刘虎军、熊瑾玉夫妇的持股市值为17.35亿元，较交易前上涨140.62%。

同期，创业板综合指数（399102.SZ）累计涨幅16.22%，申万LED指数（850832.SZ）累计涨幅13.91%。

## 八、市场点评

联建光电本次收购分时传媒的交易被市场评价为公司进行战略转型的重要举措，获得了资本市场的积极认可。

联建光电自成立以来，始终秉承“做行业翘楚，创百年品牌”的理念，以做“LED屏幕全球前二强”为市场定位，树立了“建大屏，找联

建”的品牌形象。上市之后，公司基于先进的LED显示屏制造技术以及与下游媒体主的业务合作关系，积极向下游数字文化传媒行业进行纵向延伸，以促进产业发展由单纯制造业向制造业加服务业的转型升级。通过收购户外广告公司分时传媒，公司实现了LED显示业务和户外广告传媒业务双线协同发展，有力提升了公司的业务实力和市场竞争力，并为后续进一步的转型升级奠定良好基础。

（本案例由华泰联合提供，撰写人：华泰联合投资银行部TMT组杨阳）



## 2.1.3 跨界并购

### 2.1.3.1 大唐电信收购要玩娱乐

#### 一、案例简述

大唐电信科技股份有限公司（以下简称“大唐电信”、“上市公司”、“公司”）拟通过发行股份和支付现金相结合的方式，购买周浩、陈勇、叶宇斌、陈灵、康彦尊、黄勇、浙江弘帆创业投资有限公司（以下简称“弘帆创投”）、广州世宝投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“世宝投资”）、海通开元投资有限公司（以下简称“海通开元”）合法持有的广州要玩娱乐网络技术有限公司（以下简称“要玩娱乐”）100%股权，并发行股份募集配套资金和使用公司自有资金用于支付购买上述股权的部分现金对价。具体方式如下：（1）公司收购要玩娱乐100%股权所需支付对价合计168 074.430 0万元，其中，65%的对价以发行股份的方式支付，合计发行10 258.063 1万股，35%的对价以现金支付，合计支付58 826.058 0万元；（2）本次拟募集配套资金用于支付要玩娱乐25%股权的交易对价42 018.607 5万元，按本次募集配套资金的发行底价计算，不超过3 945.409 1万股；（3）本次交易中，所需支付要玩娱乐10%股权的现金对价16 807.449 4万元，由公司自有资金进行支付。

募集配套资金以本次发行股份及支付现金购买资产的成功实施为前提，但不构成本次交易的实施前提，配套融资能否实施以及融资金额的多少不影响本次发行股份及支付现金购买资产的实施。

## 二、交易各方

### （一）交易各方基本情况

上市公司基本情况			
发行人名称	大唐电信科技股份有限公司	股票简称	大唐电信
注册资本	501 489 900元	法定代表人	曹斌
注册地址	北京市海淀区永嘉北路6号	控股股东或实际控制人	控股股东为：电信科学技术研究院；实际控制人为：国务院国资委
行业分类	通信及相关设备制造业	主要产品及服务	集成电路；软件与应用；终端设计；移动互联网
标的资产基本情况			
标的资产全称	广州要玩娱乐网络技术有限公司	注册资本	1 076.344 1万元
注册地址	广州市天河区中山大道西路89号A栋14层南18—23号	公司实际控制人	周浩、陈勇为一致行动人
所属行业	互联网游戏行业	主要产品及服务	页游平台的运营以及手游产品的开发
本次交易的有关中介机构			
独立财务顾问	西南证券股份有限公司	律师	北京市通商律师事务所
审计机构	立信会计师事务所（特殊普通合伙）	评估机构	中资资产评估有限公司

### （二）交易双方交易前最近两年及一期的主要财务数据

项目	2013年度	2012年度	2011年度
上市公司			
总资产（万元）	930 071.24	846 718.93	668 014.17

总负债（万元）	720 035.25	611 767.59	538 295.38
归属于母公司股东的所有者权益（万元）	194 517.93	216 804.57	104 059.53
营业收入（万元）	162 760.50	117 902.80	126 798.30
净利润（万元）	19 208.62	14 256.44	13 056.12
归属于母公司所有者的净利润（万元）	18 555.41	14 129.72	13 181.50
标的资产			
总资产（万元）	19 841.35	14 554.33	5 977.19
总负债（万元）	5 234.80	5 281.31	2 747.93
归属于母公司股东的所有者权益（万元）	14 606.55	9 273.02	3 229.25
营业收入（万元）	30 348.89	25 661.41	17 102.03
净利润（万元）	7 196.35	2 540.22	531.21
归属于母公司所有者的净利润（万元）	7 196.35	2 540.22	531.21

注：由于要玩娱乐在报告期内有同一控制下业务合并，上述数据为按照业务合并进行会计处理的模拟财务报表。

### 三、交易背景

公司的发展战略是以国内领先的芯片设计与解决方案、软件服务、终端设计服务为核心竞争力，积极拓展增值业务与移动互联网业务，使公司成为细分行业综合领先的解决方案和服务提供商。

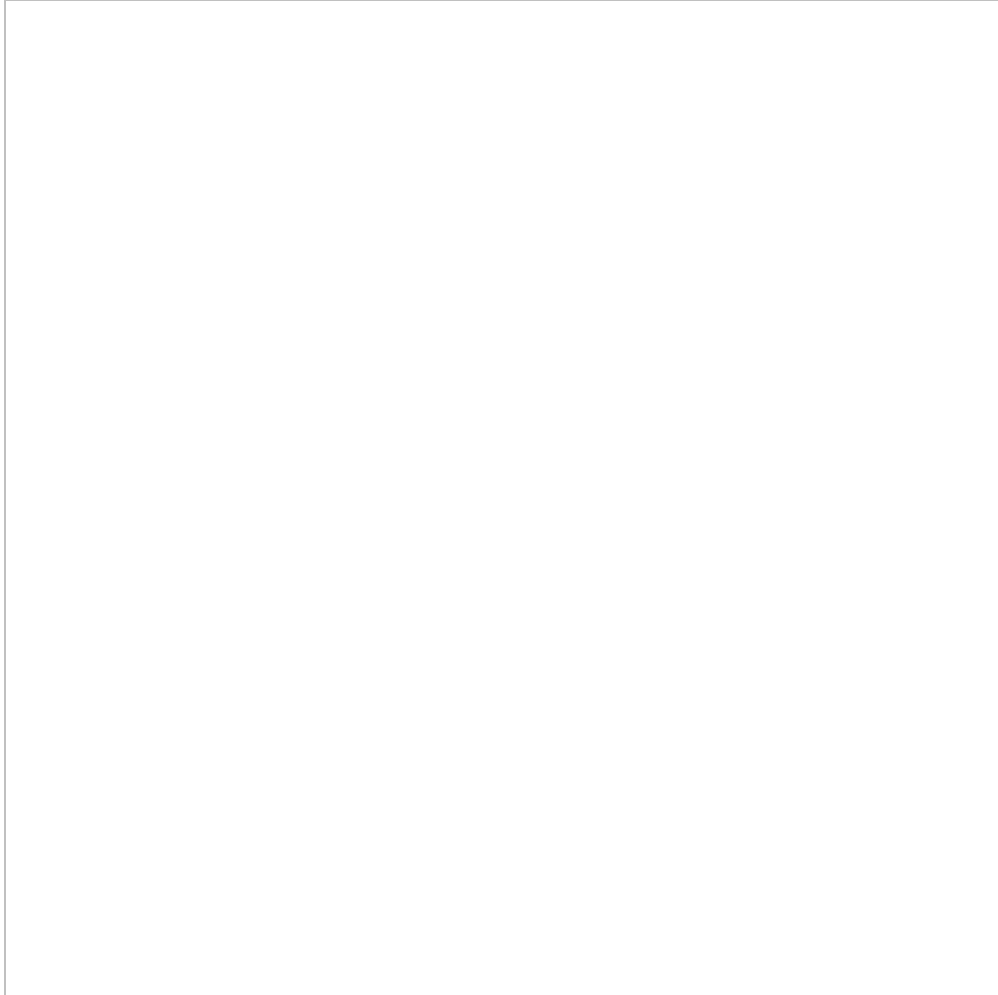
2012年度，公司通过发行股份购买资产的方式，收购了芯科技99.36%股权、优思通信49%股权以及优思电子100%股权。联芯科技在国产终端芯片处于行业第一梯队，目前公司在TDS的3G市场份额约为

20%，公司的LTE五模芯片有望2014年上市。公司占有80%以上军用终端芯片市场份额，未来随着国防信息化投资的加大，市场有望放量。<sup>[3]</sup>通过此次收购，大大加强了公司移动终端芯片设计能力与制造能力，大幅提升了公司的盈利能力与抗风险能力。2013年公司将延续既定发展战略，加速产业间和公司内外的融合与协作，围绕集成电路设计、软件服务、终端设计、增值业务与移动互联网业务等四大产业板块，把握产业形势，结合已有优势产业和重点方向，合理规划资源，继续完善产业链条并布局重点核心能力环节，提升产业整体经营能力和综合竞争能力。

根据公司2012年度按业务类别分类的收入情况，集成电路设计、软件与应用、终端设计、移动互联网等四大业务类别收入的占比分别为27.98%、50.93%、20.04%、1.04%。增值业务与移动互联网业务在公司四大业务板块中所占比重较小，尚处于起步阶段，与公司其他三大产业板块差距较大。

增值业务与移动互联网板块是公司的战略性新兴产业，公司正加强增值业务领域布局，积极发展完善移动互联网产业体系，创新移动互联网业务和商业模式，打造平台运营、解决方案和产品一体化布局，通过其与终端、芯片、软件等产业协作，实现大唐电信“终端+平台架构+技术支撑+运营服务”的完整移动互联网产业布局。

要玩娱乐作为国内规模较大的网页游戏运营商以及移动终端游戏的研发及发行商，在网页游戏领域及移动终端游戏领域有较强的市场影响力。截至2013年3月末，要玩娱乐的基本情况如下图所示：



通过本次重组对要玩娱乐的收购，上市公司移动互联网应用领域的业务将得到较大加强。总体而言，通过此次重组，公司将拓展相对较为薄弱的增值业务与移动互联网业务板块，促使公司各大产业板块平衡发展，实现公司产业结构调整及整体战略布局，提升整体盈利能力。

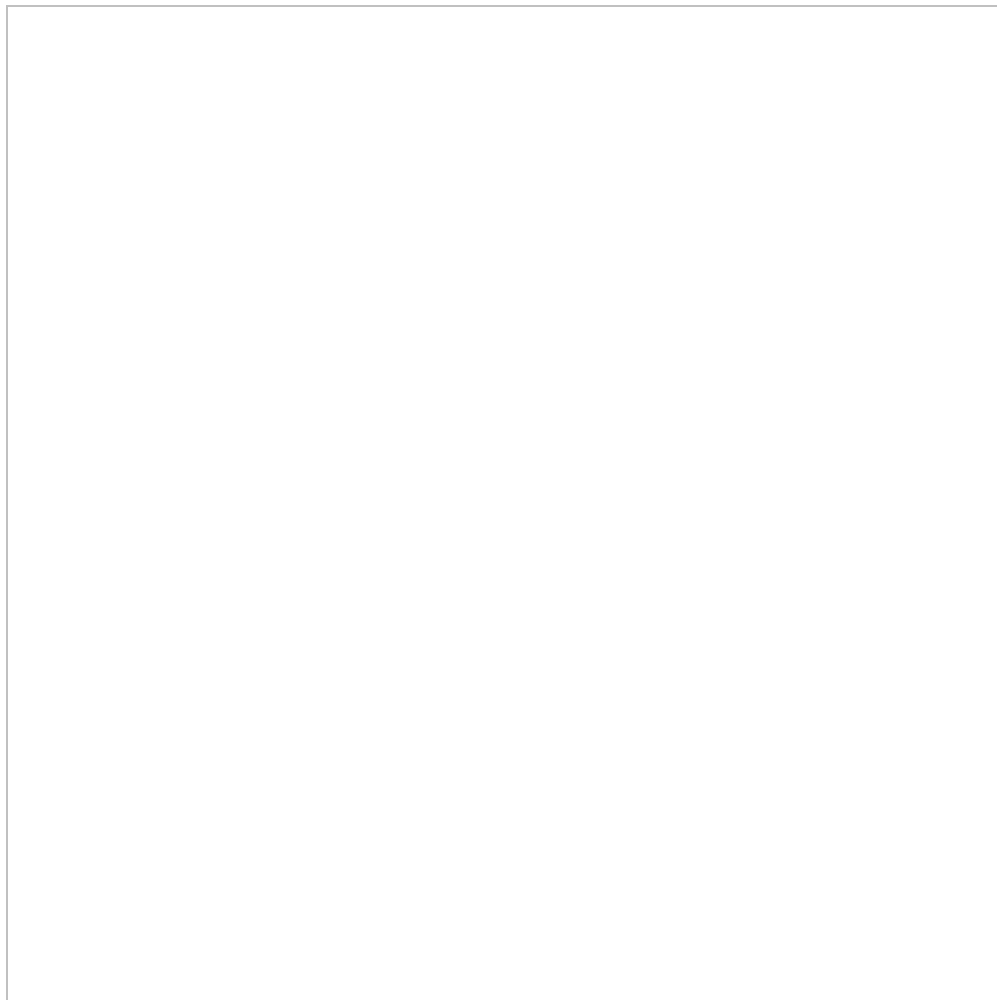
## 四、交易方案

### （一）交易方案说明

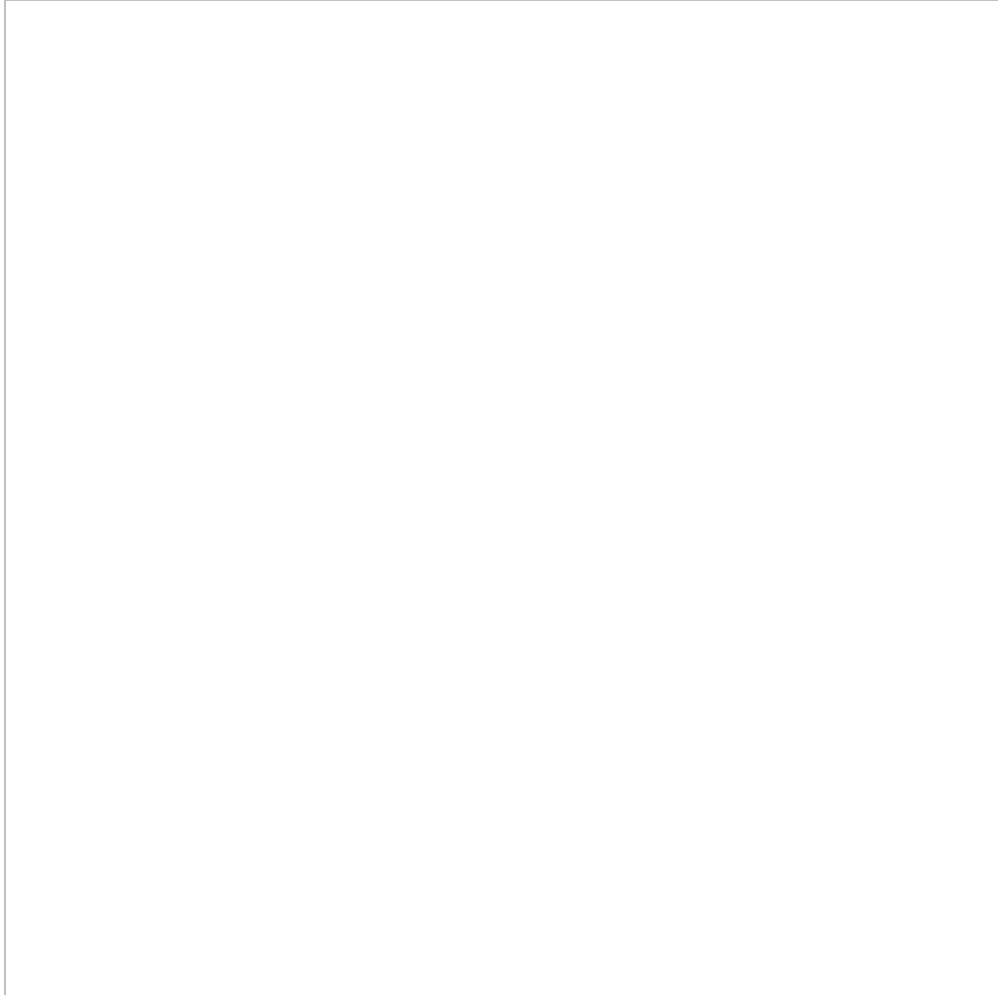
大唐电信拟发行股份购买周浩等合计持有的要玩娱乐100%股权。

本次交易完成后，大唐电信将持有要玩娱乐100%股权。

1. 本次交易前上市公司及标的资产的股权结构情况



2. 本次交易后上市公司及标的资产的股权结构情况



## （二）估值定价

### 1. 本次评估结论选用的评估方法及评估值

本次中资评估以2013年3月31日为评估基准日，对要玩娱乐进行了评估，并出具了评估报告（中资评报字〔2013〕202号）。上述评估报告已经国务院国资委备案。

要玩娱乐经审计的净资产（母公司）账面价值为10 452.80万元，经评估，资产基础法评估价值为112 264.05万元，增值额为101 811.25万

元，增值率974.01%；收益现值法评估价值为168 074.43万元，增值额为157 621.63万元，增值率为1 507.94%。

要玩娱乐作为移动互联网类企业，其具有轻资产的特征，其账面成本不能全部反映企业的未来获利能力的价值，采用收益现值法评估股东权益价值可以综合考虑要玩娱乐在行业中的竞争力、其所拥有的技术及研发人员队伍、产品营销网络、游戏运营平台的品牌优势、优秀的管理经验以及稳定的优质客户群体等因素对股东全部权益价值的影响。故本次评估选取收益法估值作为最终评估结果。经国资委备案、交易各方协商同意，要玩娱乐100%股权的最终估值和交易作价为168 074.43万元。

## 2. 结合可比交易的市盈率、市净率水平分析本次标的资产定价的公允性

2012年以来，随着智能手机的普及、宽带速度的提升、居民信息消费和游戏娱乐需求的增长以及国家文化产业政策的大力推动，网页游戏和手机游戏玩家数量 and 市场规模均获得了爆发式增长。基于网络游戏行业良好的发展前景，不少上市公司选择并购或入股游戏公司，此次重组方案公告近期案例包括：

上市公司股票简称	标的资产	交易类型
浙报传媒	杭州边锋网络技术有限公司100%股权	非公开发行股票
	上海浩方在线信息技术有限公司100%股权	
博瑞传播	北京漫游谷信息技术有限公司70%股权	非公开发行股票
掌趣科技	海南动网先锋网络科技有限公司100%股权	发行股份及支付现金购买资产
华谊兄弟	广州银汉科技有限公司50.88%股权	发行股份及支付现金购买资产



神州泰岳	天津壳木软件有限责任公司100%股权	发行股份及支付现金购买资产
天舟文化	北京神奇时代网络有限公司100%股权	发行股份及支付现金购买资产
掌趣科技	北京玩蟹科技有限公司100%股权	发行股份及支付现金购买资产
	上游信息科技（上海）有限公司70%股权	
顺荣股份	上海三七玩网络科技有限公司60%股权	发行股份及支付现金购买资产
大唐电信	广州要玩娱乐网络技术有限公司100%股权	发行股份及支付现金购买资产

注：以上案例仅包括构成非公开发行股票、重大资产重组或涉及发行股份购买资产等需证监会行政许可审核的案例。（重组报告书公告时的情况）

上述交易与本次交易的具体估值情况对比如下：

#### （1）市净率

注：基准日市净率（P / B）= 标的公司100%股权定价 / 标的公司基准日归属于母公司股东的净资产。漫游谷100%股权的定价系根据其70%股权的交易价格折算，银汉科技100%股权定价系根据其50.88%股权的交易价格折算，上游信息100%股权定价系根据其70%股权的交易价格折算。顺荣股份收购三七玩60%股权交易目前仅公告预案，三七玩财务数据未经审计，其100%股权定价系根据其60%股权的预估值折算。（重组报告书公告时的情况）

从上表可以看出，本次交易标的评估基准日市净率在可比交易案例

## (2) 市盈率

see more please visit: <https://homeofpdf.com>

通过对比可知：2012—2015年，要玩娱乐市盈率与可比交易之标的资产市盈率基本相当，处于合理的水平。

综上，本次交易对要玩娱乐100%股权的估值系交易双方基于对行业发展前景的一致判断，并结合要玩娱乐的竞争优势与业绩承诺协商做出，本次定价水平符合行业水平，是对其价值的合理判断。

### （三）对价支付方式

公司收购要玩娱乐100%股权所需支付对价合计168 074.43万元，其中，65%的对价以发行股份的方式支付，合计发行10 258.063 1万股，35%的对价以现金支付，合计支付58 826.058 0万元。

#### 1. 现金对价的支付概况

根据公司与交易对方签订的《发行股份及支付现金购买资产协议》及其补充协议，公司本次重组购买要玩娱乐100%股权的对价中35%的对价，合计为588 260 579.85元，以现金方式支付，具体支付方式如下：

首期现金对价自募集资金到账日起20个工作日内，大唐电信应向交易对方支付现金对价的40%，即人民币235 304 231.95元；第二期现金对价为现金对价的30%，即人民币176 478 173.96元，应在大唐电信聘请的具有证券从业资格的会计师事务所对要玩娱乐2013年的实际盈利情况出具专项审核报告后10个工作日内向交易对方支付；第三期现金对价为现金对价的15%，即人民币88 239 086.97元，应在大唐电信聘请的具有证券从业资格的会计师事务所对要玩娱乐2014年的实际盈利情况出具专项审核报告后10个工作日内向交易对方支付；第四期现金对价为现金对价的15%，即人民币88 239 086.97元，应在大唐电信聘请的具有证券从业

资格的会计师事务所对要玩娱乐2015年的实际盈利情况出具专项审核报告后10个工作日内向交易对方支付。

具体到单个交易对方的支付情况如下：

--

如果要玩娱乐在承诺年度未达到该年度预测净利润，且其根据《盈利预测补偿协议》计算出的当年现金补偿数额低于该期现金对价时，大

唐电信可以直接将扣除现金补偿数额后的当期应支付现金对价于《盈利预测补偿协议》规定的认购人应支付现金补偿部分的时间支付至认购人指定的银行账户；如果根据《盈利预测补偿协议》计算出的当期现金补偿数额高于该期现金对价，则大唐电信可以免除当期现金对价的支付义务，且认购人应就现金补偿数额高于该期现金对价部分以自有资金向大唐电信另行支付。最后承诺年度在进行上述计算时，现金补偿数额应为当年应补偿的现金数额与通过减值测试确定的另需补偿现金数额之和。

## 2. 股份对价的支付概况

本次交易标的资产评估值为168 074.43万元。其中，公司支付要玩娱乐65%股权对价（109 248.372 0万元）采用定向发行股份的方式支付，发行股票10 258.063 1万股。具体发行情况如下：

发行对象	发行数量（万股）
周浩	3 986.489 2
陈勇	3 557.188 3
叶宇斌	280.857 1
陈灵	143.099 9
康彦尊	124.019 9
黄勇	114.479 9
弘帆创投	596.822 7
世宝投资	429.299 9
海通开元	1 025.806 2
合计	10 258.063 1

注：按本次交易对价的65%发行股份，交易对方所获得股份数不足1股的，发行股份时舍去不足1股部分后取整，此部分对价由上市公司以现金方式支付给交易对方。

#### （四）盈利补偿安排

根据公司与利润承诺人签署的《盈利预测补偿协议》及《盈利预测补偿协议之补充协议》，利润承诺人承诺：如果本次交易于2013年度内实施完成，则认购人承诺要玩娱乐2013年度、2014年度、2015年度当期期末累积实际净利润将不低于当期期末累积预测净利润数据；如果本次交易于2014年度内实施完成，则认购人承诺要玩娱乐2014年度、2015年度、2016年度当期期末累积实际净利润将不低于当期期末累积预测净利润数据。“净利润”与《评估报告》的净利润口径一致，均指扣除非经常性损益（依法取得的财政补贴及税收减免除外）后的净利润。

根据《评估报告》，大唐电信及利润承诺人一致确认，要玩娱乐2013年度、2014年度和2015年度（如果本次交易于2014年度内实施完成，则业绩补偿年度为2014年度、2015年度和2016年度）的预测净利润分别为：

大唐电信及各利润承诺人一致同意，如果本次交易于2013年度内实施完成，则利润承诺人承诺要玩娱乐2013年度、2014年度、2015年度当期期末累积实际净利润将不低于当期期末累积预测净利润数据。

大唐电信及各利润承诺人一致同意，如果本次交易于2014年度内实施完成，则利润承诺人承诺要玩娱乐2014年度、2015年度、2016年度当期期末累积实际净利润将不低于当期期末累积预测净利润数据。



各方一致同意：鉴于海通开元不作为利润差额之补偿义务主体，则海通开元原承担之补偿义务由各利润承诺人按持股比例补足海通开元之现金补偿金额和股份数量。各利润承诺人承担利润差额补偿义务的具体比例对应为：周浩43.180 1%，陈勇38.530 0%，叶宇斌3.042 1%，陈灵1.550 0%，康彦尊1.343 3%，黄勇1.240 0%，弘帆创投6.464 5%，世宝投资4.650 0%。

如果要玩娱乐在承诺年度实现的当期期末累积实际净利润未达到当期期末累积预测净利润，利润承诺人应就当期期末累积实际净利润未达到当期期末累积预测净利润的部分（以下简称“利润差额”）对大唐电信进行补偿，补偿原则为：（1）同时以现金和在本次交易中认购的大唐电信股份进行补偿（即大唐电信有权以总价人民币1元的价格回购补偿股份）。（2）大唐电信可以从需要向利润承诺人支付的现金对价（股价款）中直接扣除补偿现金；扣除后仍未达到补偿现金的差额部分，利润承诺人应以自有资金补足；对于未能以自有资金补足的部分，应根据协议计算出的“补充补偿股份”补足。大唐电信有权随时比照协议关于股份补偿实施的方式对“补充补偿股份”进行划转、回购。（3）利润承诺人支付的现金补偿与股份补偿总计不超过本次交易利润承诺人及海通开元实际获得的股份及现金。

补偿股份、补偿现金、补充补偿股份以及资产减值数额计算的方式如下：

### 1. 补偿股份数的计算

补偿股份数 = （截至当期期末累积预测净利润 - 截至当期期末累积实际净利润） / 承诺年度内各年度的预测净利润总和 × 本次认购股份总数 - 已补偿股份数

(1) 根据上述公式计算补偿股份数时，如果各年度计算的补偿股份数小于0时，按0取值，即已经补偿的股份不冲回；

(2) 如果大唐电信在承诺年度内实施现金分红，则利润承诺人根据上述公式计算出的当年度补偿股份所对应的分红收益应无偿赠予大唐电信；

(3) 如果大唐电信在承诺年度内实施送红股或公积金转增股本的，则上述计算公式中“本次认购股份数”应包括利润承诺人根据上述就送红股或公积金转增股本方案新增获得的大唐电信股份数。

## 2. 补偿现金数额的计算

补偿现金金额 = (截至当期期末累积预测净利润 - 截至当期期末累积实际净利润) - 已补偿现金金额。

根据上述公式计算补偿现金金额时，如果各年度计算的补偿现金金额小于0时，按0取值，即已经补偿的现金不冲回。

## 3. 补充补偿股份数的计算

补充补偿股份的计算：补充补偿股份 = (补偿现金总额 - 大唐电信直接从股价款中扣除部分 - 自有资金补足部分) / 本次发行价格。

## 4. 资产减值的计算

在承诺年度期限届满时，大唐电信应当聘请具有证券从业资格的会计师事务所对标的资产进行减值测试，并出具专项审核意见。如果标的资产期末减值额 > 承诺年度期限内已补偿股份数 × 本次发行价格，认购人应对大唐电信另行补偿，另需补偿现金数额为：标的资产期末减值额

一承诺年度期限内已补偿现金总额；同时，需补偿股份数量为：标的资产期末减值额 / 本次发行价格－承诺年度期限内已补偿股份总数。

## （五）实现超额业绩的奖励

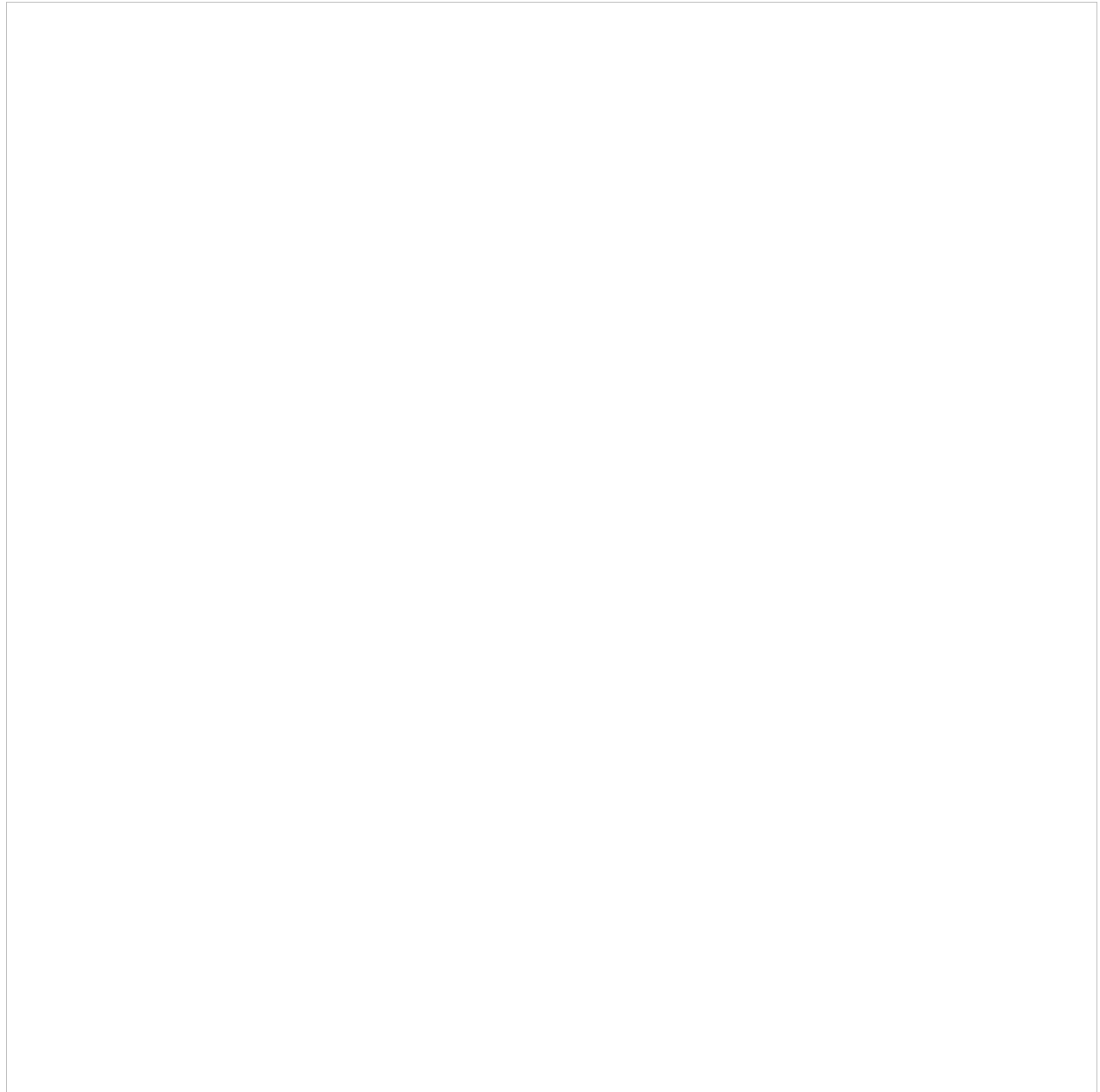
如果在承诺年度内要玩娱乐累积实际净利润总额高于累积预测净利润总额，则大唐电信将在承诺年度届满后给予利润承诺人相当于超额利润30%的奖励，但奖励总额不超过10 000万元。前述奖励应于大唐电信聘请的具有证券从业资格的会计师事务所就要玩娱乐最后一个承诺年度实际盈利情况出具专项审核意见后十个工作日内，由大唐电信一次性以现金方式支付。利润承诺人应按照在本协议签署日其对要玩娱乐的持股比例分配前述奖励。

## （六）周浩、陈勇的任职承诺

认购人周浩、陈勇承诺：除大唐电信同意外，自本次交易完成之日起，五年内不从要玩娱乐离职。

# 五、交易节点

本次交易的主要时间节点如下：



## 六、交易特点

### （一）交易难点

问题：要玩娱乐在报告期内业绩增长较大，需要重点核实其收入的真实性。

解决方案：主要对要玩娱乐在报告期内的如下指标进行了核查：

## 1. 主要游戏的开发商及代理商之间是否存在关联关系

因要玩娱乐存在页游平台，其运营中主要代理其他游戏开发商开发的页游产品，同时也将页游产品外放给其他页游平台联合运营。通过对游戏开发商与外放联运的页游平台商的核查与走访，要玩娱乐与游戏开发商与外放联运的页游平台商之间不存在关联关系，亦不存在利益输送情况。

要玩娱乐的手游平台主要在苹果APP上运营，其与苹果公司不存在关联关系。

## 2. 对要玩娱乐的充值情况进行核查与分析

（1）核查是否存在公司内部人员或公司股东有无对要玩娱乐的自我充值情况。通过核查公司以及公司主要股东、高管人员及其近亲属、核心人员及其近亲属的所有银行账户情况，发现不存在自我充值的情况。

（2）核查要玩娱乐的充值用户中，是否存在在要玩娱乐自身IP段内有充值情况。核查发现，存在部分充值和要玩娱乐自身IP在同一字段的情况，进一步核查发现，存在此种情况的原因是此部分IP字段和要玩娱乐的服务器在同一托管机房，另外，此部分IP字段充值总金额较小，且基本都为单笔较小的充值金额，此部分充值金额不会对要玩娱乐的财务真实性产生实质性影响。

（3）核查单笔充值金额较高的前100名用户情况。通过对收入较大的主要游戏的个报告期内单笔充值金额较大的客户进行核查，单笔充值

金额在5万元以上的较少，其所占整款游戏收入的比值极低，此部分单笔充值金额较大的充值不会对要玩娱乐的财务真实性产生实质性影响。

（4）对要玩娱乐游戏充值金额的结构进行分析。要玩娱乐单笔充值大部分都在单笔1 000元以下，且充值账户非常分散，符合游戏行业游戏玩家众多的真实情况，其可以印证其财务情况的真实性。

（5）对主要游戏的收入时间分布进行分析。要玩娱乐主要游戏收入情况与游戏的生命周期理论较为相符，其在游戏成长期收入增长较快，成熟期游戏收入接近峰值并开始缓慢下降。同时，其每款游戏在改款后都会有一定的充值上升，符合游戏行业的相关特点。

（6）对要玩娱乐的业务分成比例进行核实。要玩娱乐的页游业务主要需要与游戏开发商和外放联运平台进行分成，通过核查其结算情况，要玩娱乐的业务分成情况与业务合同保持一致。要玩娱乐的手游业务主要在苹果App上运营，通过登录要玩娱乐苹果App后台账号，苹果公司与其手游业务分成情况真实。

## （二）交易亮点——案例创新性

### 1. 严格的业绩对赌条款

本次收购设计的业绩对赌是同类并购最严格的，如果要玩在对赌期内完不成业绩，利润承诺方不仅要补齐利润，还要注销掉对应股权。

### 2. 双向激励机制

为了顺利实现对要玩娱乐的整合，激励原管理团队的积极性，本次交易设计了超额业绩奖励条款。如果在承诺年度内要玩娱乐累积实际净

利润总额高于累积预测净利润总额，则大唐电信将在承诺年度届满后给予利润承诺人相当于超额利润30%的奖励，但奖励总额不超过10 000万元。

## 七、并购影响

### （一）对公司业务的影响

公司对移动互联网寄予期望，移动互联网是最具活力，最有可能爆发的业务。但公司增值业务与移动互联网业务相对薄弱，公司在此业务板块的收入比重较小，公司四大板块发展相对不均衡，公司希望通过并购尽快把这一业务板块做起来。

要玩娱乐作为国内规模较大的网页游戏运营平台提供商以及移动终端游戏的研发及发行商，在网页游戏领域及移动终端游戏领域有较强的市场影响力。通过本次对要玩娱乐的收购，公司将拓展相对较为薄弱的增值业务与移动互联网业务板块，促使公司各大产业板块平衡发展，实现公司战略布局。

### （二）对盈利能力的影响

本次交易完成后，上市公司2012年度实现归属于母公司的净利润由16 889.66万元增长至18 747.81万元。根据立信会计出具的《备考盈利预测审核报告》（信会师报字〔2013〕第711031号），本次交易完成后，大唐电信预计2013年、2014年实现归属于母公司的净利润26 236.47万元、27 815.36万元，较2012年分别增长39.94%、64.69%。上市公司的整

体盈利规模将得到较大提升。

2011年度、2012年度，本次交易完成前，上市公司基本每股收益分别为0.217 7元 / 股、0.271 9元 / 股。根据经立信会计审核的上市公司备考盈利预测报告，预计上市公司2013年度、2014年度的每股收益将达到0.296 8元 / 股、0.314 7元 / 股，上市公司整体盈利水平将大幅提高。

因此，本次交易将有利于提高公司资产质量、改善公司财务状况，提升上市公司的盈利能力以及可持续发展能力，有利于保护上市公司全体股东的利益。

### （三）对原股东持股比例的影响

本次交易前公司的总股本为74 170.731 3万股。预计本次交易新增14 203.472 2万股A股股票，本次交易完成后上市公司总股本为88 374.203 5万股。本次交易前后公司的股本结构变化如下表所示：

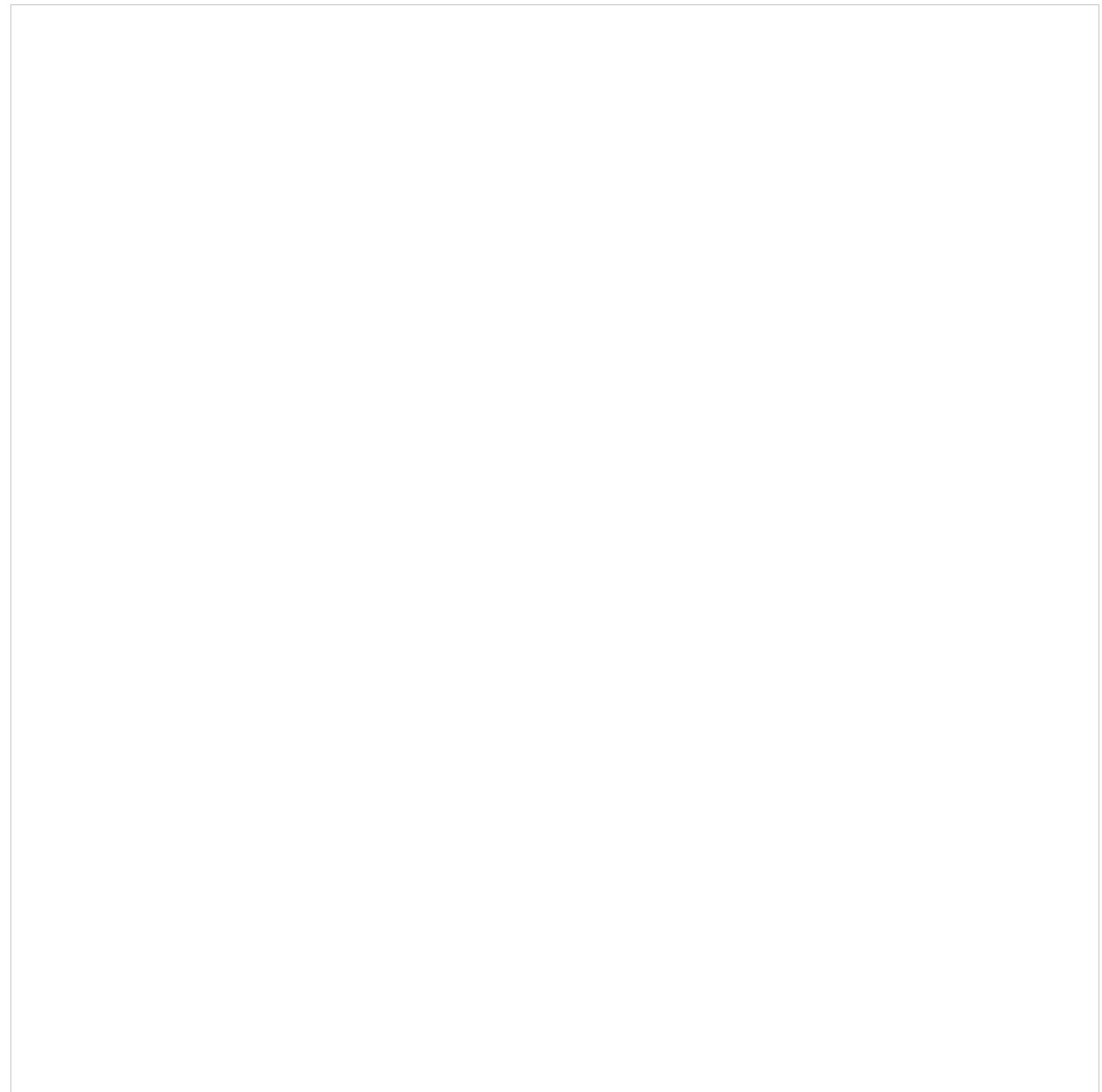


本次交易完成前，上市公司控股股东和实际控制人通过关联方合计控制上市公司50.91%股份，本次交易完成后，上市公司控股股东和实际控制人通过关联方合计控制上市公司股份数量不变，持股比例变更为42.80%，上市公司实际控制人不发生变化，实际控制人控制的股份比例下降较少。

#### （四）对上市公司市值及原股东财富的影响

上市公司于2013年3月21日开始停牌，筹划本次交易；2014年6月10日公告本次交易实施情况报告书，本次交易实施完毕。

根据停牌前最后一个交易日2013年3月21日的收盘价及股本，本次交易实施完毕后第一个交易日2014年6月11日的收盘价及股本，本次交易对上市公司市值及原股东财富的影响如下：



由上表可以看出，本次交易实施完毕后，上市公司市值由82.85亿元上升至133.11亿元，原股东持有市值由82.85亿元上升至111.92亿元。因此，本次交易获得了市场的积极认可，增加了上市公司原股东的财富，有利于维护上市公司原股东的利益。同时因上市公司为国有控股公司，通过本次交易，有利于国有资产的保值增值。

## 八、市场点评

华创证券认为，2012年以后公司的并购动作不断，基本完成了现在四大业务板块的雏形：集成电路设计、软件开发与应用、终端设计和移动互联网业务部门，过去几年的业绩显示公司的转型道路已经步入正轨。

（本案例由西南证券提供，撰写人：西南证券投资银行并购融资二部梁俊、胡增荣）

## 2.1.3.2 通鼎光电收购瑞翼信息

### 一、案例简述

2014年4月，通鼎光电股份有限公司（以下简称“通鼎光电”）拟计划向黄健、张煜、陈斌、刘文斌、盛森、黄佶、张咏梅、朱健彦、陈亮、方晓亮共10名自然人发行股份购买其合计持有的苏州瑞翼信息技术股份有限公司（以下简称“瑞翼信息”）51%的股份。

通鼎光电是国内专业从事通信电缆、光缆和铁路信号电缆研发、生产和销售的企业，其控股股东为通鼎集团，实际控制人为沈小平。公司通信电缆产品年综合生产能力880万对公里，光缆产品年生产能力达800万芯公里，信号电缆和城市轨道交通电缆年生产能力达100万芯公里，射频和漏泄同轴电缆年生产能力达15万公里，公司的生产规模、产品质量、供货能力等均位居国内前列。公司通过了ISO9001质量管理体系认证、ISO14001环境管理体系和OHSAS18000职业健康安全管理体系认证，通信电缆、通信光缆产品通过泰尔认证中心的产品单项认证，同时获得广电、总参、国电通信中心的进网许可证。信号电缆取得中国铁路产品认证中心CRCC证书。

瑞翼信息是一家以中小型企业移动互联网产品研发与营销为主的高科技企业，公司是中国电信号百集团公司（上海）和中国联通信息导航总部（北京）的战略合作伙伴，同时也是中国电信集团黄页公司的战略研发中心。公司致力于为中小企业提供移动互联网营销解决方案及系统

开发服务，目前公司主要产品有“E+翼”、“本地搜”、“微生活”以及“流量掌厅”等。

本次交易方案中，瑞翼信息51%的股份作价11 500.00万元，发行价格为11.92元 / 股，通鼎光电拟通过发行股份购买资产的方式实施并购，股份发行数量为9 647 651股，本次交易不构成重大资产重组，亦不构成关联交易及借壳上市。交易完成后，通鼎光电将持有瑞翼信息51%的股权，瑞翼信息将成为上市公司的控股子公司。根据上市公司的现有规划，瑞翼信息将继续作为独立经营实体存续并由其原有经营管理团队继续运营。在此基础之上，上市公司将从客户资源、企业文化、内控管理及财务管理等方面与其进行整合。

## 二、交易双方

### （一）交易各方基本情况

上市公司基本情况			
发行人名称	江苏通鼎光电股份有限公司	股票简称	002491.SZ
注册资本	35 792.9万元	法定代表人	沈小平
注册地址	江苏省苏州市吴江区震泽镇八都经济开发区小平大道8号	控股股东或实际控制人	沈小平
行业分类	制造业—电气机械和器材制造业	主要产品及服务	光纤、通信电缆、通信光缆、信号电缆等
标的资产基本情况			
标的资产全称	苏州瑞翼信息技术股份有限公司	注册资本	1 200万元
注册地址	苏州工业园区星湖街328号创意产业园6—301单元	控股股东	黄健
	信息传输、软件、信息技术服		“E+翼”、“本地搜”、“微

所属行业	务业	主要产品及服务	生活”、“流量掌厅”等
本次交易的有关中介机构			
独立财务顾问	西南证券股份有限公司	律师	北京市中咨律师事务所
审计机构	天衡会计师事务所	评估机构	湖北众联资产评估有限公司

## （二）交易双方交易前最近两年及一期的主要财务数据

单位：万元

项目	2014年上半年 (未审计)	2013年	2012年
上市公司			
营业收入	144 381.89	282 159.76	280 374.53
净利润	10 631.84	21 982.73	17 658.91
归属于母公司所有者的净利润	10 448.03	21 849.57	17 888.11
标的资产			
营业收入	1 829.86	3 000.64	1 697.48
净利润	721.97	919.89	336.61
归属于母公司所有者的净利润	721.97	919.89	336.61

## 三、交易背景

通鼎光电是国内专业从事通信光缆、电缆等产品研发、生产和销售的企业之一，是中国移动、中国电信、中国联通三大电信运营商的重要通信光缆供应商之一。目前，光纤光缆行业需求整体平稳增长，但光纤产能过剩，同时行业预制棒产能释放，价格竞争十分激烈，因此一段时期内光纤价格下行趋势无法避免，产品毛利率存下行压力。通鼎光电在

认真分析当前市场环境后，积极布局产业升级，拟通过收购瑞翼信息进军移动互联网行业。当前，我国的移动互联网行业处于高速发展阶段，行业未来发展空间巨大。同时，国家产业政策大力支持移动互联网行业的发展。此次交易完成后，瑞翼信息将成为通鼎光电的控股子公司，公司将快速切入移动互联网行业，从而有效把握市场发展机遇，优化公司产业布局，培育新的利润增长点。

从瑞翼信息角度看，瑞翼信息是一家从事移动互联网业务的高新技术企业，主要与中国电信、中国联通等电信运营商合作，为中小企业提供移动互联网营销解决方案及系统开发服务。本次交易有利于瑞翼信息和通鼎光电在客户资源方面的整合共享，提升瑞翼信息的市场拓展能力，进而深入挖掘客户需求，提供更丰富的产品和服务，提高通鼎光电及瑞翼信息与电信运营商合作的广度和深度。

因此，本次并购对于交易双方而言都是一次良好的机遇，有利于双方实现互利共赢，发挥产业的协同优势。

## 四、交易方案

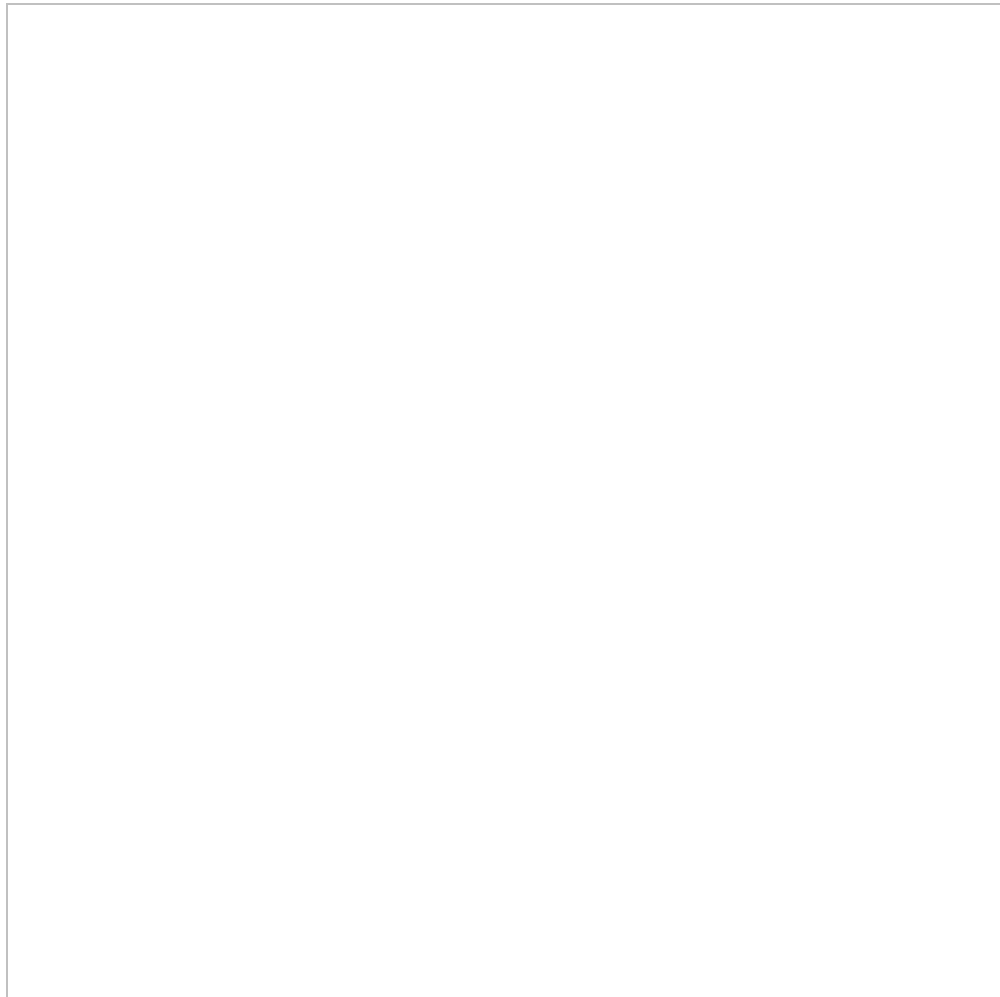
### （一）方案背景及交易方案说明

瑞翼信息从事移动互联网行业，本次交易的完成有利于交易双方在客户资源方面的整合共享，也有利于上市公司优化产业布局，培育新的利润增长点。政策层面上，国家积极鼓励移动互联网行业发展、鼓励上市公司实施产业并购。2010年，国务院发布《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》，支持民间资本开展增值电信业务；同年，国务院发布《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，将新一代信息



技术产业作为战略性新兴产业，提出要提升软件服务、网络增值服务等信息服务能力；2012年，工业和信息化部在《通信业“十二五”发展规划》，明确提出繁荣移动互联网产业。2014年，国务院发布《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》，鼓励优强企业兼并重组，推动优势企业强强联合、实施战略性重组，带动中小企业“专精特新发展”，形成优强企业主导、大中小企业协调发展的产业格局。

另一方面，瑞翼信息原来是一家新三板挂牌企业，为保证本次股份转让的顺利进行，需从全国股转系统终止挂牌，并将瑞翼信息的公司形式由股份有限公司变更为有限责任公司，同时完成公司章程的修改和相关工商变更登记手续。交易方案图示如下：



## （二）估值定价

### 1. 前期谈判时，双方预期估值及估值基础

瑞翼信息属于典型的轻资产企业，这为估值带来了难度。交易双方对移动互联网行业以及标的公司自身业绩开展情况做了深入分析，对标的公司未来的盈利状况初步达成共识。瑞翼信息各项产品用户及收入具体预测情况见下表：

上述预测是后期评估师估值的重要参考之一。

## 2. 评估结论选用的评估方法及评估值

湖北众联资产评估有限公司（以下简称“众联评估”）根据国家有关资产评估的法律、法规、规章和评估准则，本着独立、公正、科学、客观的原则，履行了资产评估法定的和必要的程序，分别采用资产基础法

和收益法两种评估方法以2013年12月31日为基准日对瑞翼信息的股东全部权益价值进行了评估。

资产基础法评估结果：在评估基准日2013年12月31日持续经营前提下，瑞翼信息经天衡事务所审计后的总资产为2 944.32万元，总负债为624.94万元，净资产为2 319.38万元；评估后的总资产为3 996.08万元，总负债评估值为624.94万元，净资产评估值为3 371.14万元，增值为1 051.76万元，增值率为45.35%。

收益法评估结果：瑞翼信息股东全部权益价值在评估基准日2013年12月31日采用收益法评估的结果为22 580.24万元，较经审计的账面值2 319.38万元，增值20 260.86万元，增值率873.55%。

考虑本次经济行为、特定的评估目的、资产基础法和收益法评估结论差异的特定原因，众联评估与交易双方一致认为收益法能够更好的体现公司的成长价值，因此，本次评估选取收益法的评估结论作为最终的评估结论。即：瑞翼信息在评估基准日的股东全部权益价值为22 580.24万元。瑞翼信息51%的股份对应的评估价值为11 515.92万元。

依据瑞翼信息资产的评估值，计算标的公司的估值水平如下：

项目	数额
标的公司评估值（万元）	22 580.24
标的公司2014年评估净利润（万元）	1 918.77
标的公司2014年预测市盈率（倍）	11.77
标的公司未来三年（2015、2016和2017年）评估平均净利润（万元）	4 309.8
标的公司未来三年（2015、2016和2017年）预测平均市盈率（倍）	5.24

注：①标的公司2014年预测市盈率=标的公司评估值 / 标的公司2014年评估净利润；

②标的公司未来三年平均预测市盈率=标的公司评估值 / 标的公司未来三年评估平均净利润。

### 3. 同类交易案例的估值比较

根据《上市公司行业分类指引》（2012年修订），瑞翼信息属于“信息传输、软件和信息技术服务业”。近期国内A股上市公司的并购案例中，交易标的属于“信息传输、软件和信息技术服务业”的可比案例2013年度市盈率情况如下：

注：①数据来源于各上市公司公告；

②标的公司2013年净利润为该公司归属于母公司股东的净利润；

③市盈率=标的股权的交易价格 / （标的公司2013年净利润\*收购股权比例）

上述可比交易案例2013年市盈率的平均值为24.63倍，本次交易标的2013年市盈率为24.54倍，与上述可比交易案例的市盈率水平相当。

数据来源：各公司重组报告书。

see more please visit: <https://homeofpdf.com>

项目中以收益法定价的标的资产总体预测平均市盈率为9.82倍，本次交易标的资产未来三年预测平均市盈率为5.24倍，远低于上述交易案例的预测平均市盈率。

### （三）对价支付方式

本次交易中，通鼎光电拟发行新股作为支付黄健、张煜、陈斌、刘文斌、盛森、黄佶、张咏梅、朱健彦、陈亮、方晓亮共10名自然人合计持有瑞翼信息51%的股份的对价。定价基准日为通鼎光电第二届董事会第二十八次会议决议公告日。发行价格为定价基准日前20个交易日公司股票的交易均价，即15.70元/股（除权除息前）。2013年度利润分配方案实施后，发行价格进一步调整为11.92元/股（除权除息后）。

公司向黄健等共10名自然人发行股份数量的计算公式为：发行数量＝标的资产的交易价格/发行价格。按照瑞翼信息51%的股份作价11500.00万元，发行价格为11.92元/股（除权除息后）计算，公司拟发行股份购买资产的股份发行数量预计为9 647 651股。具体情况如下：

发行对象	转让瑞翼信息股数（股）	上市公司发行股数（股）
黄健	3 246 379	4 723 972
张煜	487 438	709 296
陈斌	422 464	614 749
刘文斌	398 065	579 245
盛森	389 977	567 475
黄佶	389 977	567 475
张咏梅	324 936	472 831
朱健彦	324 936	472 831



陈亮	324 936	472 831
方晓亮	320 892	466 946
合计	6 630 000	9 647 651

最终发行数量以中国证监会核准的发行数量为准。黄健等人承诺本次认购的通鼎光电新增股份的限售期，为自股份上市之日起至2018年4月30日（含）。发行结束后，如果由于通鼎光电送红股、转增股本等原因增持的股份，也遵守上述锁定期的约定。

#### （四）业绩承诺与盈利补偿安排

##### 1. 业绩承诺

根据众联评估出具“鄂众联评报字〔2014〕第1036号”《评估报告》，瑞翼信息在利润承诺期间的预测扣除非经常性损益后归属于母公司净利润数如下：

单位：元

2014年	2015年	2016年	2017年
19 187 705	28 091 592	41 201 293	60 003 718

黄健等10自然人承诺，在利润承诺期间瑞翼信息实现的扣除非经常性损益后归属于母公司净利润数分别不低于：

单位：元

2014年	2015年	2016年	2017年
20 000 000	29 000 000	42 000 000	61 000 000

##### 2. 利润差额的确定

(1) 本次交易补偿期间，通鼎光电委托负责其年度审计工作的会计师事务所在其每一会计年度审计报告出具时，就年度报告中披露的瑞翼信息实际净利润数与黄健等10名自然人承诺净利润数的差异情况进行审核，并出具关于利润承诺的专项审核报告。

(2) 累计净利润差额以专项审核报告为准。

(3) 交易双方同意，瑞翼信息于承诺期内实际实现的净利润按照如下原则计算：

①瑞翼信息的财务报表编制应符合《企业会计准则》及其他法律、法规的规定并与上市公司会计政策及会计估计保持一致；

②除非法律法规规定或通鼎光电在法律允许的范围内改变会计政策、会计估计，否则，承诺期内，未经瑞翼信息董事会批准，不得改变瑞翼信息的会计政策、会计估计；

③净利润指合并报表中扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润。

### 3. 利润补偿期间

(1) 交易双方一致确认，本次发行股份购买资产经交易双方股东大会批准和中国证监会核准，且通鼎光电发行的股票在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理完成证券登记手续之日，为本次发行股份购买资产实施完成日。

(2) 交易双方同意，承诺方的利润补偿期间（即业绩承诺年度）为本次发行股份购买资产实施完成当年起的四个会计年度，即：2014年、2015年、2016年和2017年。

#### 4. 补偿义务

(1) 黄健等10名自然人承诺并保证：如果瑞翼信息在利润补偿期间内任一年度实现的净利润低于承诺利润，则黄健等10名自然人须连带的按照协议约定方式和数额对上市公司进行补偿。

(2) 如瑞翼信息在前款所定业绩承诺年度内任一年度实现的净利润未达到承诺数额，除双方另有约定外，黄健等10名自然人仅需对通鼎光电拟购买的资产所对应部分的承诺利润（即承诺利润的51%）与实现利润（即总实现利润的51%）的差额承担相应的补偿义务。

(3) 无论如何，黄健等10名自然人向通鼎光电支付的股份补偿总计不应超过标的资产的总对价。

#### （五）利润补偿方式及数额

##### 1. 补偿方式

标的资产在利润补偿期内任一年度实际利润未达到当年度承诺利润的，黄健等10名自然人应向通鼎光电进行股份补偿。黄健等10名自然人用于补偿的股份为其认购的通鼎光电本次发行的股份（含因通鼎光电派息、送股、资本公积金转增股本等而获得股份）。

##### 2. 每年股份补偿数量的确定

(1) 在利润补偿期间，若出现须补偿股份的情形，黄健等10名自然人将于专项审核报告出具后，依照下述公式分别计算各自当年应补偿股份数量：

应补偿股份数 = (截至当期期末累积承诺净利润数 - 截至当期期末累积实际净利润数) × 认购股份总数 / 补偿期间内各年的承诺净利润数总和 - 已补偿股份数量

前述净利润数均以瑞翼信息扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润数确定；前述认购股份总数是指黄健等10名自然人以标的资产所认购的通鼎光电的股份数量；在逐年补偿的情况下，在各年计算的补偿股份数量小于0时，按0取值，即已经补偿的股份不冲回；如果计算结果存在小数的，应当向上取整。

(2) 如果利润补偿期内通鼎光电以派息、送股、资本公积金转增股本等方式进行分配而导致承诺方持有的通鼎光电股份数发生变化，则承诺方补偿股份的数量应作相应调整。

(3) 在补偿期限届满时，通鼎光电将对瑞翼信息进行减值测试，并按照以下原则分别计算需另行补偿的股份：

如 (期末减值额 / 标的资产作价) > (补偿期限内已补偿股份总数 / 认购股份总数)，则黄健等10名自然人须另行补偿股份。另需补偿的股份数量为：

期末减值额 / 每股发行价格 - 补偿期限内已补偿股份总数

(4) 用于补偿的股份数量不超过黄健等10名自然人因本次标的资产认购而获得的股份总数 (包括转增或送股的股份)。

(5) 如通鼎光电在补偿期间有现金分红的，补偿股份数在补偿实施时累计获得的分红收益，应随之无偿赠予通鼎光电。

(6) 股份补偿的实施

A. 如果出现黄健等10名自然人需向通鼎光电补偿利润的情形，按照本条前款规定计算的应补偿股份数不再拥有表决权且不享有股利分配的权利。

B. 应补偿股份数由通鼎光电以人民币1元的总价按相同比例回购黄健等10名自然人当年应补偿的股份数量，并注销该部分回购的股份。

C. 通鼎光电在关于利润承诺的专项审核报告披露后的10个工作日内发出召开股东大会的通知，审议前述回购事项。通鼎光电股东大会通过回购事项后10个工作日内，应向黄健等10名自然人发出书面股份回购通知，该等回购通知应载明当年承诺利润与实现净利润的差额、通鼎光电购买的资产所对应部分的承诺利润（即承诺利润的51%）与实现利润（即总实现利润的51%）的差额、黄健等10名自然人当年应分别补偿的金额，以及黄健等10名自然人当年分别应向通鼎光电支付的用以回购的股份数额。

D. 黄健等10名自然人收到通鼎光电发出的书面回购通知后的10个工作日内，应将回购通知载明的每人应向通鼎光电支付的用以回购的股份数额由通鼎光电以总价1元人民币回购并注销。

## （六）其他过渡安排

### 1. 瑞翼信息股票从全国股转系统终止挂牌

黄健等10名自然人同意以不对本次股份发行的实施造成不利影响为原则，在过渡期内适时以股东大会决议的形式作出瑞翼信息的股票从全国股转系统终止挂牌的决定，并促使瑞翼信息及时按全国股转系统的程

序完成其股票终止挂牌及相关事项。

## 2. 瑞翼信息公司形式变更

黄健等10名自然人同意在瑞翼信息股票从全国股转系统终止挂牌后，立即将瑞翼信息的公司形式由股份有限公司变更为有限责任公司，并及时完成公司章程的修改和相关工商变更登记手续。瑞翼信息公司形式变更前后，黄健等10名自然人各自持有瑞翼信息的股份（股权）比例不变。

黄健等10名自然人承诺在瑞翼信息从全国股转系统终止挂牌且变更为有限公司后，任一自然人股东以其持有的瑞翼信息的股权向通鼎光电认购本次发行的股份，其他自然人股东放弃优先购买权。

## 3. 瑞翼信息不发生重大变化

黄健等10名自然人同意且承诺，将促使瑞翼信息在过渡期内按照正常经营过程和以往的一贯做法进行经营，并作出商业上合理的努力保证所有重要资产的良好运作，保证瑞翼信息的资产、负债、经营、管理等各重要方面不发生重大不利变化。

## 4. 管理及核心技术团队稳定

在本次交易实施过程中，黄健等10名自然人保证并承诺核心团队人员（包括但不限于公司高级管理人员和核心技术人员）与瑞翼信息签订自2014年4月起为期不短于4年的劳动合同以及保密和竞业禁止协议，以保证核心团队的稳定性。瑞翼信息高级管理人员范围依据公司章程确定；瑞翼信息核心技术人员范围由交易对方向通鼎光电提交名单，通鼎光电无异议后确定。

## 5. 损益享有和承担

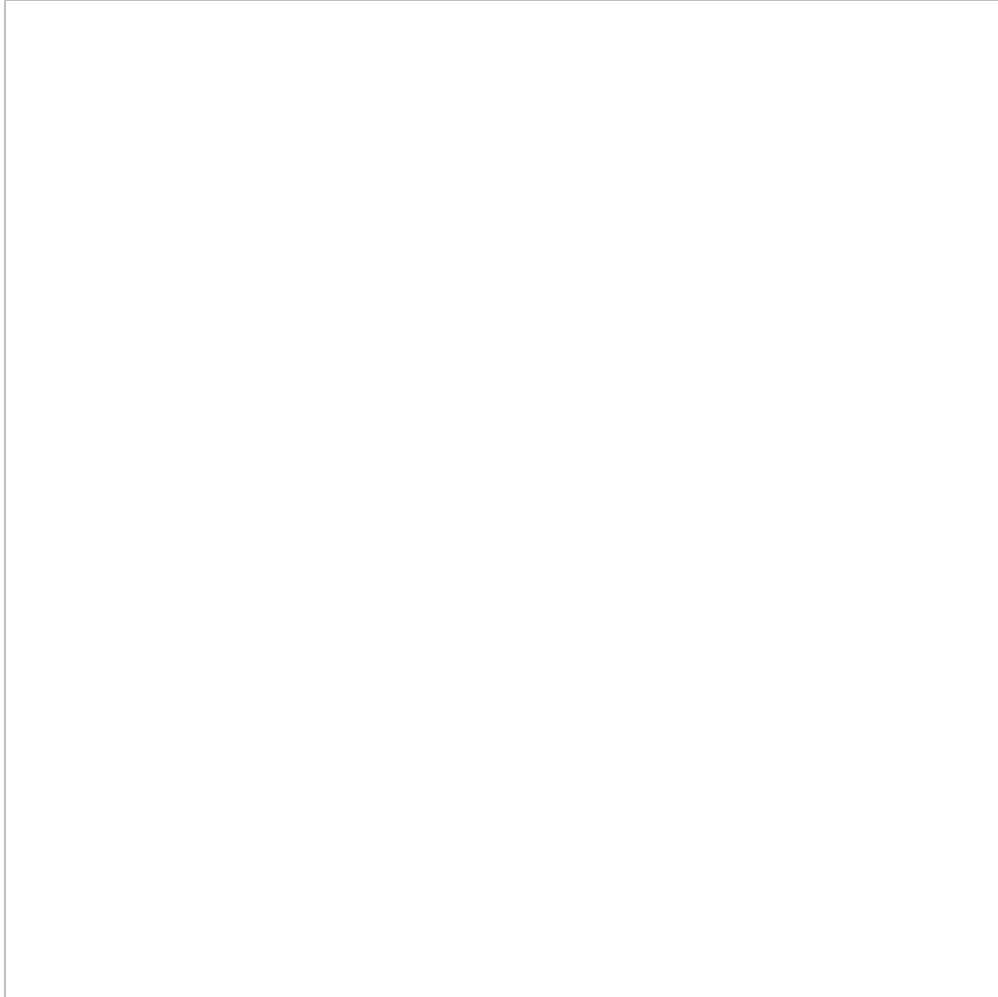
在过渡期内，瑞翼信息所产生的盈利和收益由通鼎光电和交易对方在本次交易完成后按持股比例享有和承担；亏损及损失由交易对方承担。

## 6. 附加保证

黄健等10名自然人承诺：过渡期内不签订任何委托贷款、委托理财、出租资产、授权许可使用等将瑞翼信息的资金、财产或其他权益授予他人占有或委托他人行使的协议。对于瑞翼信息已经与中信银行股份有限公司苏州分行签订的委托贷款合同，如该等合同的借款人到期未向瑞翼信息偿还借款致使瑞翼信息发生损失的，由黄健等10名自然人以现金的形式对瑞翼信息做出全额补偿，且黄健等10名自然人对此保证的履行承担连带责任。

# 五、交易节点

本次交易的主要时间节点如下图所示：



交易节点示意图

## 六、交易特点

### （一）交易难点

#### 1. 难点一：标的资产估值

本次交易的标的资产从事移动互联网行业，属于典型的轻资产行业，产品包括挂机短信、“E+翼”、流量掌厅等。市场上缺乏可比较的公司作为估值参考。



西南证券协同交易双方及其他中介结构就标的资产估值问题做了深入的讨论和研究，最终一致同意由瑞翼信息的管理层本着对行业的深刻理解和对公司自身经营的规划，对未来3—5年内的产品用户数以及收入做合理预测。评估师以上述预测为前提，运用科学的评估方法对标的资产进行估值，同时，瑞翼信息通过业绩承诺方式最大限度的保护上市公司以及中小股东的利益，若瑞翼信息在业绩承诺年度内的任一年度实现的净利润低于承诺利润，则黄健等10名自然人须连带的按照协议约定方式和数额对上市公司进行补偿。

## 2. 难点二：跨市场并购涉及的信息披露和监管

上市公司并购新三板企业涉及两个市场的信息披露和监管问题，由于新三板和中小板对并购交易的信息披露和监管有着不同的要求，如何保证交易双方在信息披露等方面的同步性是本次交易的难点之一，也是新三板未来亟需研究的新课题之一。

## 3. 难点三：新三板对股份转让的限制

根据《全国中小企业股份转让系统业务规则（试行）》（股转系统公告〔2013〕2号）规定，控股股东及实际控制人所持有股票在挂牌之日、挂牌满一年以及挂牌满两年等三个时点可分别转让所持股票的三分之一，其他股东所持股票在挂牌之日可一次性全部转让。本次发行方案是由包括实际控制人黄健在内的10大自然人股东同比例向通鼎光电转让其所持有的瑞翼信息51%的股份，同时，瑞翼信息于2014年1月挂牌，距离本次交易尚不足一年，因此，本次发行方案涉及的股份转让不符合新三板的规定，为使本次股份转让能够顺利实施，在交易前，瑞翼信息需要按全国股转系统的程序完成其股票终止挂牌程序。

同时，根据《公司法》第一百四十二条第二款规定：“公司董事、监事、高级管理人员应当向公司申报所持有的本公司的股份及其变动情况，在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的百分之二十五；所持本公司股份自公司股票上市交易之日起一年内不得转让。”因此，摘牌后的瑞翼信息公司形式需要由股份有限公司变更为有限责任公司，并完成公司章程的修改和相关工商变更登记手续。

## （二）交易亮点

### 1. 亮点一：首单A股上市公司换股并购新三板公司

本次交易是国内A股上市公司首次换股并购新三板挂牌企业。自新三板扩容以来，新三板吸引了不少质地不错且具有特色的公司挂牌，新三板也成了A股上市公司外延式发展的重要选择平台。预期未来新三板将出现更多并购案例，包括上市公司并购新三板企业，或者是新三板企业之间并购。

### 2. 亮点二：延长利润承诺期

考虑本次交易标的资产估值的难度，为保护上市公司及广大投资者的利益，交易双方同意，瑞翼信息的利润补偿期间（即业绩承诺年度）为本次发行股份购买资产实施完成当年起的四个会计年度，即：2014年、2015年、2016年和2017年，相较于传统的三个会计年度多一年，这一做法在同类并购案例中并不多见。

### 3. 亮点三：过渡期安排

由于现有的政策对本次交易涉及的股份转让的限制，本次交易前，

瑞翼信息需按全国股转系统的程序完成其股票终止挂牌程序，同时，公司形式需由股份有限公司变更为有限责任公司，并完成公司章程的修改和相关工商变更登记手续，为保护上市公司及广大投资者利益，本次交易针对瑞翼信息增加了过渡期安排，瑞翼信息承诺在过渡期内完成从全国股转系统终止挂牌程序，完成公司形式变更，保证公司管理及核心团队稳定等。

## 七、并购影响

### （一）本次交易对上市公司业务的影响

通鼎光电本次对瑞翼信息的并购属于公司实施多元化战略的一部分，双方的客户均为电信运营商，此次并购有利于双方将在客户资源方面实现整合共享，实现公司的产业整合。并且我国的移动互联网行业处于高速发展阶段，行业未来发展空间巨大。借助此次并购，公司将快速切入移动互联网行业，从而有效把握市场发展机遇，优化公司产业布局。

因此，本次并购是对通鼎光电当前传统光电缆业务的补充和提升，能从一定程度上增强通鼎光电与电信运营商合作的广度和深度，从而在提升上市公司传统业务销售规模的基础上，为上市公司培育新的利润增长点。

### （二）本次交易对上市公司财务状况和盈利能力的影响

根据通鼎光电2014年第一季度财务报表，以及天衡事务所出具的



了公司的持续盈利能力。

本次交易后，上市公司销售毛利率、净利率均有一定幅度提升。瑞翼信息2013年度实现净利润为919.89万元，2014—2017年预测净利润分别为1 918.77万元、2 809.15万元、4 120.13万元、6 000.37万元，年均复合增长率高达59.81%，标的公司盈利前景广阔。本次交易有助于进一步提升上市公司盈利水平，实现了公司股东利益最大化。

### （三）本次交易对上市公司股本结构的影响

本次交易前上市公司的总股本为357 929 000股。按照本次交易方案，上市公司拟发行普通股9 647 651股用于购买资产，占发行后公司总股本的2.62%。本次交易前后公司的股本结构变化如下表所示：

本次交易完成后，公司控股股东仍为通鼎集团，实际控制人仍为沈小平，本次发行股份不会导致公司控制权发生变化。

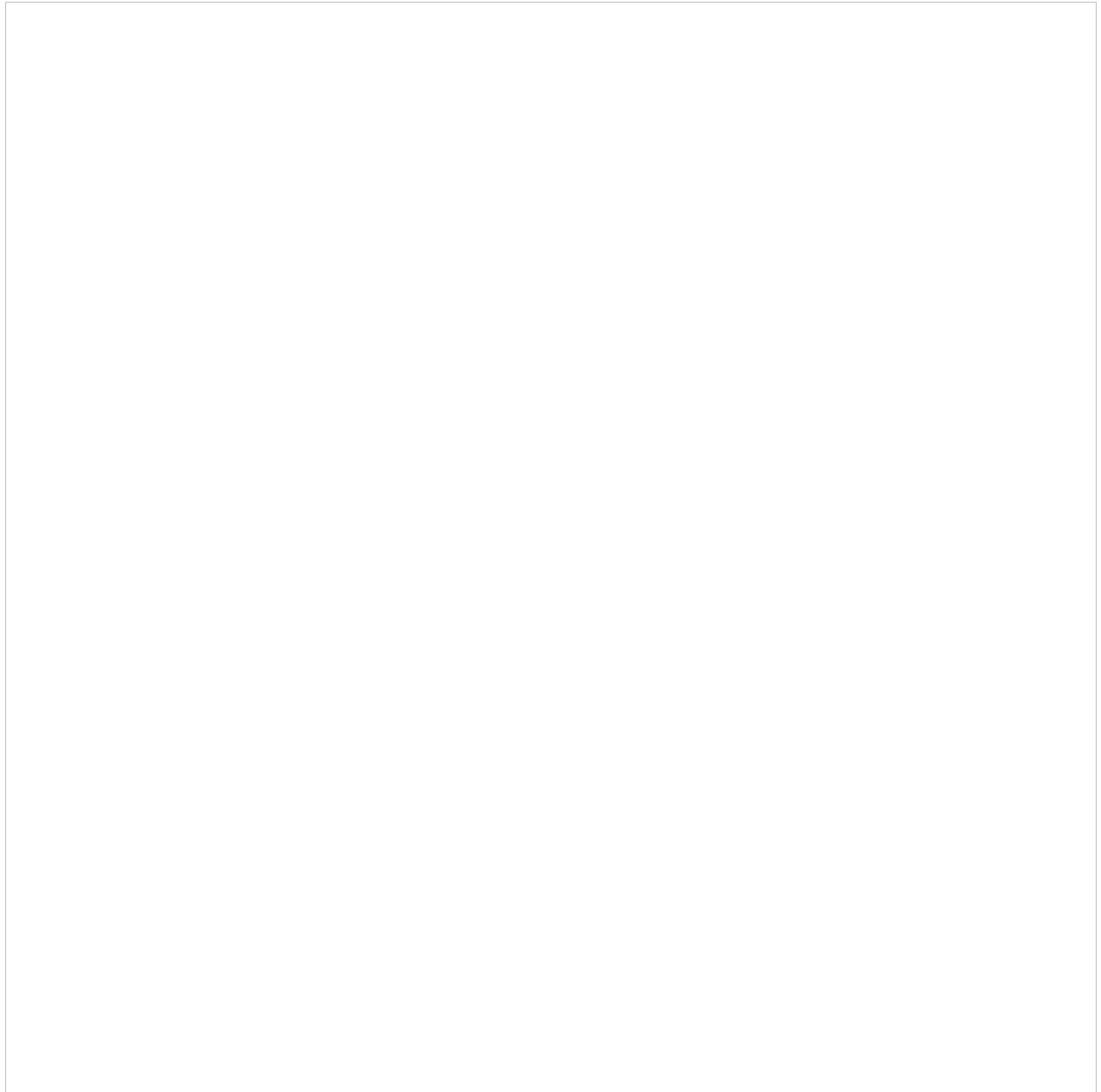
#### （四）本次交易对上市公司市值及原股东财富的影响

本次交易对上市公司股价的拉动较为明显，定价基准日当日上市公

公司股票收盘价为12.14元（复权后），随着本次并购预案的公布，股价有所下降，可能与市场对本次并购信息的消化有关，随后几日，股价一路上扬，至证监会正式通过本次收购方案时，通鼎光电股票收盘价为18.5元（复权后），与基准日相比上涨52.39%。与股价对应的是成交的持续活跃，反映了市场对本次并购前景的良好预期。股价的上升带动了公司市值和原股东财富的增加，从发行预案公布到证监会正式批准期间，通鼎光电市值增加约9亿元。（并购期间，上市公司同时发行了可转换债券，可能对股价有进一步刺激作用。）

## 八、市场点评

国金证券研究员郑宏达认为，2014年是移动互联网之年，伴随着智能手机用户量的不断提升和移动端使用率的逐渐上升，互联网总体流量中来自移动端的比例将会越来越大，国内外的互联网企业移动端盈利都开始呈现爆发式增长。上市公司顺应移动互联网发展潮流，积极布局产业转型，有望充分受益移动互联行业的发展，其发展前景被看好。



通鼎光电股价（复权后）和成交量走势

整体看来，市场对本次并购交易后上市公司未来业绩持乐观态度，上市公司涉足互联网行业后，后期业务发展有望迎来新的亮点。

（本案例由西南证券提供，撰写人：西南证券投资银行南京部邹峰）



[1]截至2014年9月30日，方正证券通过发行短期融资券、次级债券以及通过银行同业拆入资金、转融通融入资金等多种方式实现融资，以支持各项业务快速发展，因此负债规模较2013年同期快速增加。但其2014年三季度末的资产负债率仍低于2014年3月31日、2013年12月31日等重组完成前时点上市公司的资产负债率水平，本次重组对于上市公司增强抗风险能力的作用亦十分明显。

[2]广东科达机电股份有限公司于2014年4月将公司名称变更为“广东科达洁能股份有限公司”。本文所述“科达洁能”即指“广东科达洁能股份有限公司”与更名前之“广东科达机电股份有限公司”。

[3]华创证券研报。

## 2.2 集团内整合或整体上市

---

### 2.2.1 集团内整合

#### 2.2.1.1 江南红箭收购中南钻石

##### 一、案例简述

上市公司江南红箭向兵器工业集团、豫西集团、上海迅邦、北京金万众、王四清、喻国兵、张奎、张相法、梁浩等9名法人、自然人发行股份，购买其持有的中南钻石合计100%的股权；同时向不超过10名特定投资者非公开发行股票募集配套资金，募集配套资金总额不超过本次交易总金额的25%。

本次交易中，中南钻石100%股权的交易价格为397 023.02万元，上市公司发行股份购买资产的股份发行价格为9.68元 / 股，股份发行数量为410 147 747股；上市公司募集配套资金总额不超过132 341.00万元，非公开发行股票募集配套资金的股份发行价格不低于9.68元 / 股，定价原则为询价发行，股份发行数量不超过136 715 909股。

本次交易完成后，上市公司将持有中南钻石100%的股权，中南钻石现有股东及特定投资者将成为上市公司的直接股东。

## 二、交易各方

### （一）交易各方基本情况

上市公司基本情况			
发行人名称	湖南江南红箭股份有限公司	股票简称	江南红箭
注册资本	19 115.36万元	法定代表人	齐振伟
注册地址	湘潭国家高新技术产业开发区	控股股东或实际控制人	中国兵器工业集团
行业分类	汽车零配件	主要产品及服务	生产内燃机配件
标的资产基本情况（如有多个标的资产，分别填写）			
标的资产全称	中南钻石股份有限公司	注册资本	45 000万元
注册地址	河南省方城县中南公司院内	控股股东	豫西工业集团有限公司
所属行业	超硬材料	主要产品及服务	人造金刚石等超硬材料
本次交易的有关中介机构			
独立财务顾问	中信证券股份有限公司	律师	北京市君泽君律师事务所
审计机构	大华会计师事务所（特殊普通合伙）	评估机构	中联资产评估集团有限公司

### （二）交易双方交易前最近两年及一期的主要财务数据

项目	最近一期	上一年度	再上一年度
上市公司			
营业收入（万元）	6 149.47	30 204.66	34 809.56
净利润（万元）	－320.55	569.96	－1 106.53
归属于母公司所有者的净利润（万元）	－320.55	569.96	－1 106.53

标的资产			
营业收入（万元）		185 932.65	158 193.11
净利润（万元）		34 391.85	38 964.22
归属于母公司所有者的净利润（万元）		34 391.85	38 964.22

### 三、交易背景

目前，我国汽车零部件行业正经历严峻考验，受到国家宏观调控力度加大、汽车相关鼓励政策退出等诸多不利因素影响，我国汽车行业增速放缓的趋势难以改变，加之原材料价格上涨、人力成本上升等不利因素，汽车零部件行业产品盈利能力呈现整体下降的趋势。受上述因素影响，江南红箭2011年度亏损1 106.53万元，2012年度仅盈利569.96万元，且主要依靠1 016.66万元营业外收入实现盈利，盈利能力较弱。江南红箭已试图通过调整营销策略、提高服务质量、扩大销售规模、实现产品升级、使用替代材料、促销积压产品、严格预算管理等方式扩大生产规模、降低成本费用、提升盈利能力，但短期内很难彻底摆脱盈利能力较弱的状况。

#### （一）改善上市公司的资产质量和盈利能力，维护中小股东的利益

本次交易中，江南红箭以发行股份购买资产的方式收购中南钻石100%的股权。目前，中南钻石已发展成为国内超硬材料行业的龙头企业、全球最大的人造金刚石制造商，具有一定规模和行业竞争优势，盈利能力较强。本次重组完成后，江南红箭将成为具有相当规模和行业竞

争优势的优质上市公司。本次重组将从根本上改善上市公司的资产质量，提高上市公司的盈利能力和可持续发展能力，有利于上市公司规避可能面临的退市风险，有利于保护上市公司及广大中小股东的利益。

## （二）借助资本市场加快发展新型无机非金属材料产业

材料工业是国民经济的基础产业，新材料是材料工业发展的先导，是重要的战略性新兴产业。《新材料产业“十二五”发展规划》明确指出：新型无机非金属材料将作为“十二五”期间的新材料产业发展重点之一，其中包括人造金刚石和立方氮化硼等超硬材料。“十二五”时期将是我国材料工业由大变强的关键时期。兵器工业集团实施本次重组，不仅是推动结构调整和资源整合、优化资源管控和配置体系、提高资源利用效率和效益、充分发挥上市公司融资平台作用等战略的重要实践，也是顺应国家新材料产业发展政策、借助资本市场加快发展新型无机非金属材料产业的重要举措。

综上所述，本次交易将从根本上改善上市公司的资产质量，提高上市公司的盈利能力和可持续发展能力，有利于保护上市公司及广大中小股东的利益，有利于兵器工业集团借助资本市场加快发展新型无机非金属材料产业。

## 四、交易方案

上市公司向兵器工业集团、豫西集团、上海迅邦、北京金万众、王四清、喻国兵、张奎、张相法、梁浩等9名法人、自然人发行股份，购买其持有的中南钻石合计100%的股权；同时向不超过10名特定投资者

非公开发行股票募集配套资金，募集配套资金总额不超过本次交易总金额的25%。

## （一）交易对方

交易对方为兵器工业集团、豫西集团、上海迅邦、北京金万众、王四清、喻国兵、张奎、张相法、梁浩等9名法人、自然人。

## （二）标的资产

标的资产为中南钻石100%的股权。中南钻石是国内超硬材料行业的龙头企业、全球最大的人造金刚石制造商，其主营业务为超硬材料的研发、生产和销售，主要产品为人造金刚石、立方氮化硼等。

中南钻石是国内超硬材料行业产销规模最大的公司，现有超硬材料产品包括1.5毫米到200目以细三个系列超过150种规格的人造金刚石，并有立方氮化硼及PCD复合片，涵盖了目前超硬材料的大部分品种。40—50目以粗的大颗粒高品级人造金刚石为其核心产品，质量可达到国内先进水平，附加值高，可以部分替代国内进口产品。

中南钻石已通过GB / T 19001—2008（ISO 9001:2008）质量管理体系认证、GB/T 24001—2004（ISO 14001:2004）环境管理体系认证，中南钻石检测中心已获得中国合格评定国家认可委员会实验室认可证书。2009年，中南钻石技术中心被国家发改委等五部委联合认定为“国家认定企业技术中心”。2010年，中南钻石被河南省科学技术厅等四部门联合认定为高新技术企业（证书编号为GR201041000073），有效期三年。

### （三）标的资产的评估价值、交易价格及溢价情况

本次交易中，标的资产的交易价格以具有证券业务资格的资产评估机构出具的，并经国有资产管理部门备案的评估报告的评估结果为准。

根据中联出具的中南钻石资产评估报告（中联评报字〔2012〕第770号），截至2012年7月31日，中南钻石净资产账面值为125 482.46万元，评估值为397 023.02万元，评估增值271 540.56万元，增值率216.40%。中南钻石净资产评估值选取收益法的评估结果作为定价依据。该评估报告已经国有资产管理部门备案确认。

### （四）发行股份的定价方式和价格

本次交易中，发行股份的定价基准日为上市公司审议本次交易相关事项的第一次董事会决议公告日（2012年9月28日），具体的股份发行价格如下：

1. 本次交易中发行股份购买资产的股份发行价格为9.68元 / 股，不低于定价基准日前20个交易日江南红箭股票交易均价，即9.6736元 / 股。

2. 本次交易中向特定投资者非公开发行股票募集配套资金的定价原则为询价发行。根据《发行管理办法》《实施细则》等相关规定，经各方协商确定，本次非公开发行股票募集配套资金的股份发行价格不低于定价基准日前20个交易日江南红箭股票交易均价，即不低于9.68元 / 股。上市公司将按照《实施细则》等相关法律、法规及规范性文件的规定，依据发行对象申购报价的情况，按照价格优先的原则合理确定发行

对象、发行价格和发行股数。本次交易中上市公司非公开发行股票募集配套资金的发行对象不存在《实施细则》第九条规定的情况。

## （五）发行股份的数量

本次交易中，发行股份的数量将根据中南钻石由具有证券业务资格的资产评估机构出具的，并经国有资产管理部门备案的评估报告的评估结果、上市公司发行股份的价格以及非公开发行股票的认购情况确定。根据中南钻石的净资产评估值397 023.02万元，上市公司发行股份购买资产的股份发行数量为410 147 747股，非公开发行股票募集配套资金的股份发行数量不超过136 715 909股。

## （六）募集配套资金使用计划

本次交易中募集的配套资金将用于中南钻石主营业务发展，投资建设南阳大颗粒钻石产品生产线建设项目等五个募投项目，有利于提高本次重组的整合绩效。具体如下：

单位：万元			
序号	募投项目名称	项目总投资额	拟使用募集资金
1	南阳大颗粒钻石产品生产线建设项目	55 770	43 651
2	精密加工用高品级聚晶立方氮化硼复合片（PCBN）、聚晶金刚石复合片（PCD）系列刀具材料产业化项目	21 470	16 805
3	南阳高韧性工业钻石产品生产线建设项目	53 364	41 768
4	超硬材料研发中心建设项目	19 000	14 871
5	江西申田碳素有限公司年产6 000吨特种石墨（等静压）生产线项目	48 059	15 246
合计		197 663	132 341

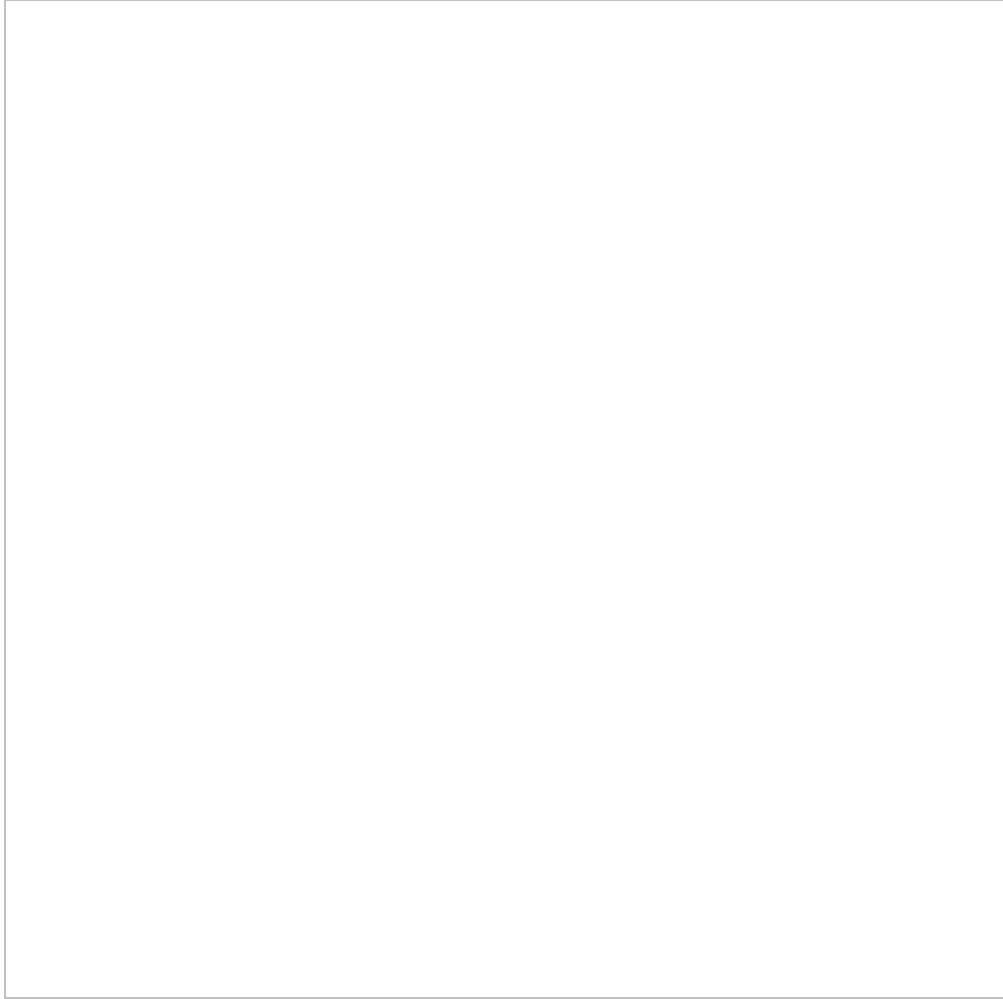


---

若本次交易中募集配套资金数额少于上述项目拟使用募集资金数额，上市公司将根据实际募集配套资金数额，按照募投项目的轻重缓急等情况，调整并最终决定募集配套资金投入的优先顺序及各募投项目的投资额等具体使用安排，募集配套资金不足部分由上市公司以自有资金或通过其他融资方式解决。若本次募集配套资金到位时间与募投项目实施进度不一致，上市公司将根据实际需要另行筹措资金先行投入，待募集配套资金到位后予以全额置换。

## （七）交易前股权结构情况

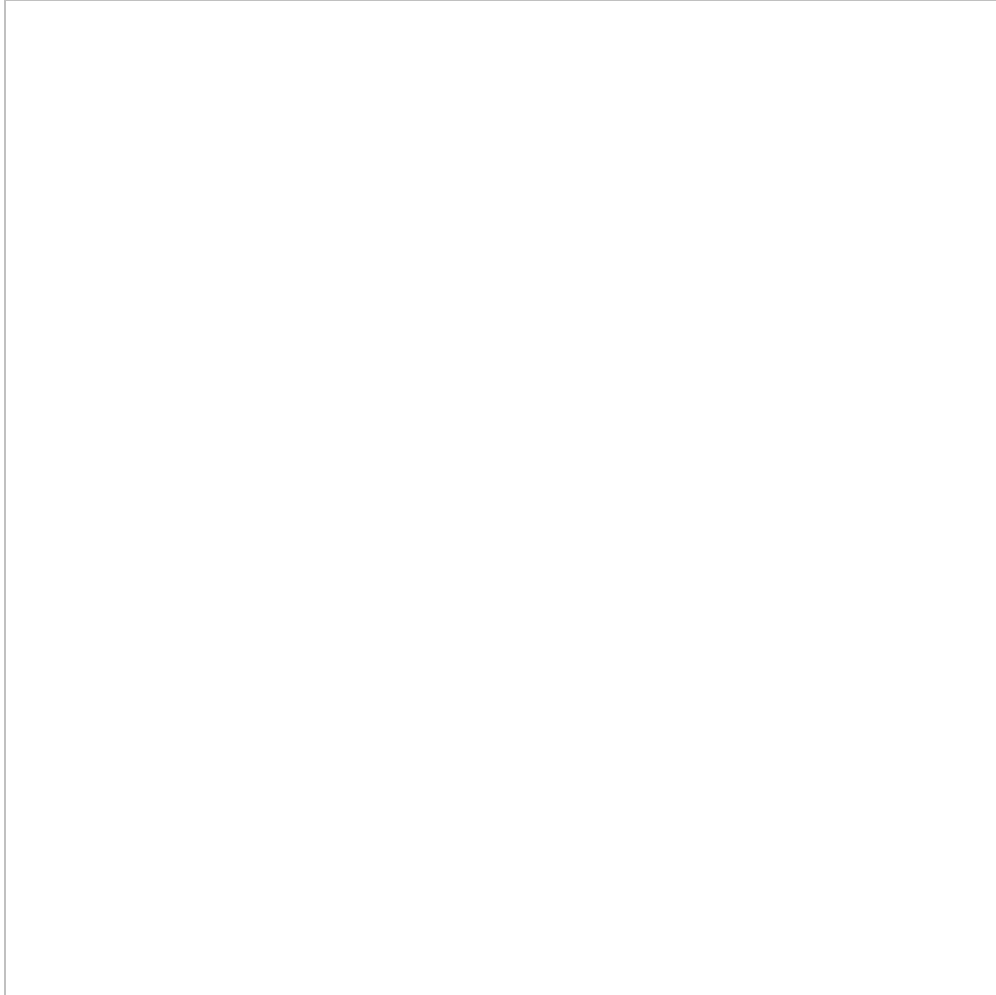
### 1. 本次交易前上市公司股权结构



## 2. 本次交易前中南钻石股权结构



### 3. 本次交易后股权结构情况



## （八）估值定价

### 1. 评估结论选用的评估方法及评估值

#### （1）中南钻石评估结果

本次评估分别采用资产基础法和收益法两种方法对标的资产进行整体评估，评估最终结论采用收益法评估结果，即标的资产价值为397023.02万元，具体情况如下：

#### ①资产基础法评估结果

截至2012年7月31日，中南钻石总资产账面值224 634.59万元，评估值415 055.36万元，评估增值190 420.77万元，增值率84.77%；总负债账面值99 152.13万元，评估值96 926.19万元，评估减值2 225.94万元，减值率2.24%；净资产账面值125 482.46万元，评估值318 129.17万元，评估增值192 646.71万元，增值率153.52%。

## ②收益法评估结果

截至2012年7月31日，中南钻石净资产账面值为125 482.46万元，收益法评估值为397 023.02万元，评估增值271 540.56万元，增值率216.40%。

## ③最终评估结果的选取

收益法以企业整体获利能力来体现全部股权价值，体现了企业现有账面资产的价值。把企业作为一个有机整体，从判断资产获利能力的角度出发，将被评估企业预期收益资本化或折现，以评价评估对象的价值，体现收益预测的思路。相对于收益法而言，资产基础法评价资产价值的角度和途径是间接的，在进行企业价值评估时无法反映评估对象的综合获利能力和综合价值效应。因此，采用收益法结果更能反应基准日中南钻石100%股权的价值。本次评估最终结论采用收益法评估结果，即标的资产价值为397 023.02万元。

## ④收益法评估增减值情况及原因分析

中南钻石净资产账面值为125 482.46万元，收益法评估值为397 023.02万元，评估增值271 540.56万元，增值率216.40%。评估值较账面值有较大增值，主要原因如下：

## A. 领先的行业地位

目前国内大部分厂家生产规模较小，中南钻石产销规模行业第一。企业进一步向专业化、大型化、集团化发展，主要特征是压机大型化、生产规模化、品质国际化、技术保密化。截至2012年7月31日，中南钻石合成压机总台数已达到2 900余台，均为近几年安装的大吨位压机。该公司目前使用的计算机控制及液压系统均为企业自主研制，且拥有和国际市场接轨的质量控制标准，是行业质量标准的制定者之一，拥有一批超硬材料学科带头人、国务院特殊津贴享受者等优秀人才。

## B. 技术优势

中南钻石注重科技进步、技术创新，经过多年的发展，先后完成了粉末触媒合成高品级金刚石技术、合成芯柱净化活化技术、智能计算机控制系统设计制造技术、 $\phi 650$  mm缸径压机设计制造技术等科技攻关项目，为人造金刚石产品改扩建提供了强有力的技术支持。中南钻石多项技术工艺属国内首创，六面顶压机、粉末触媒合成等技术的研究、开发水平处于国内领先地位，其研发团队能够承担起企业长期发展所需的技术开发任务。继批量生产35/40、30/35、20/30粗颗粒人造金刚石后，中南钻石16/20高品级粗颗粒人造金刚石技术已研发成功，填补了国内在该领域的技术空白，标志着我国金刚石合成技术已达到世界先进水平。中南钻石一直采用自有合成工艺，并在不断改进优化，该工艺在企业的经营管理中发挥重要作用。因此，企业能够根据市场变化对产品结构做出迅速调整，形成了一定的技术壁垒。

## C. 专业的经营管理团队

中南钻石经营管理团队具有成熟的经营管理经验和领先的超硬材料

合成技术，能够承担起企业持续发展所需的经营管理任务，生产工人全部经过专业培训，高素质的人员保证了高质量产品的产出。

因此，中南钻石目前财务报表反映的账面价值仅仅是目前实体营运资产的价值，企业多年来形成的生产技术优势、客户资源优势、管理优势等核心竞争力价值未能完全反映。本次对中南钻石的估值是从未来收益的角度测算，是对其整体价值的全面量化，因此评估值较账面值增值较大。

## 2. 同类交易案例的估值比较

中南钻石与国内同行业主要可比上市公司市盈率及市净率指标比较如下：

注：①可比上市公司市盈率=2012年7月31日收盘价×总股本 / 2011年度归属母公司所有者的净利润；②可比上市公司市净率=2012年7月31日收盘价×总股本 / 2011年12月31日归属于母公司所有者权益；③中南钻石市盈率=2012年7月31日评估值 / 2011年度归属母公司所有者的净利润；④中南钻石市净率=2012年7月31日评估值 / 2011年12月31日归属于母公司所有者权益。

资料来源：Wind资讯。

上述可比上市公司市盈率平均值为30.30倍，中位数为28.07倍；市



净率平均值为3.24倍，中位数为2.86倍。中南钻石对应的市盈率和市净率分别为10.17倍和2.85倍，市盈率显著低于可比上市公司的平均值和中位数，市净率略低于可比上市公司的平均值和中位数。

## （九）对价支付方式

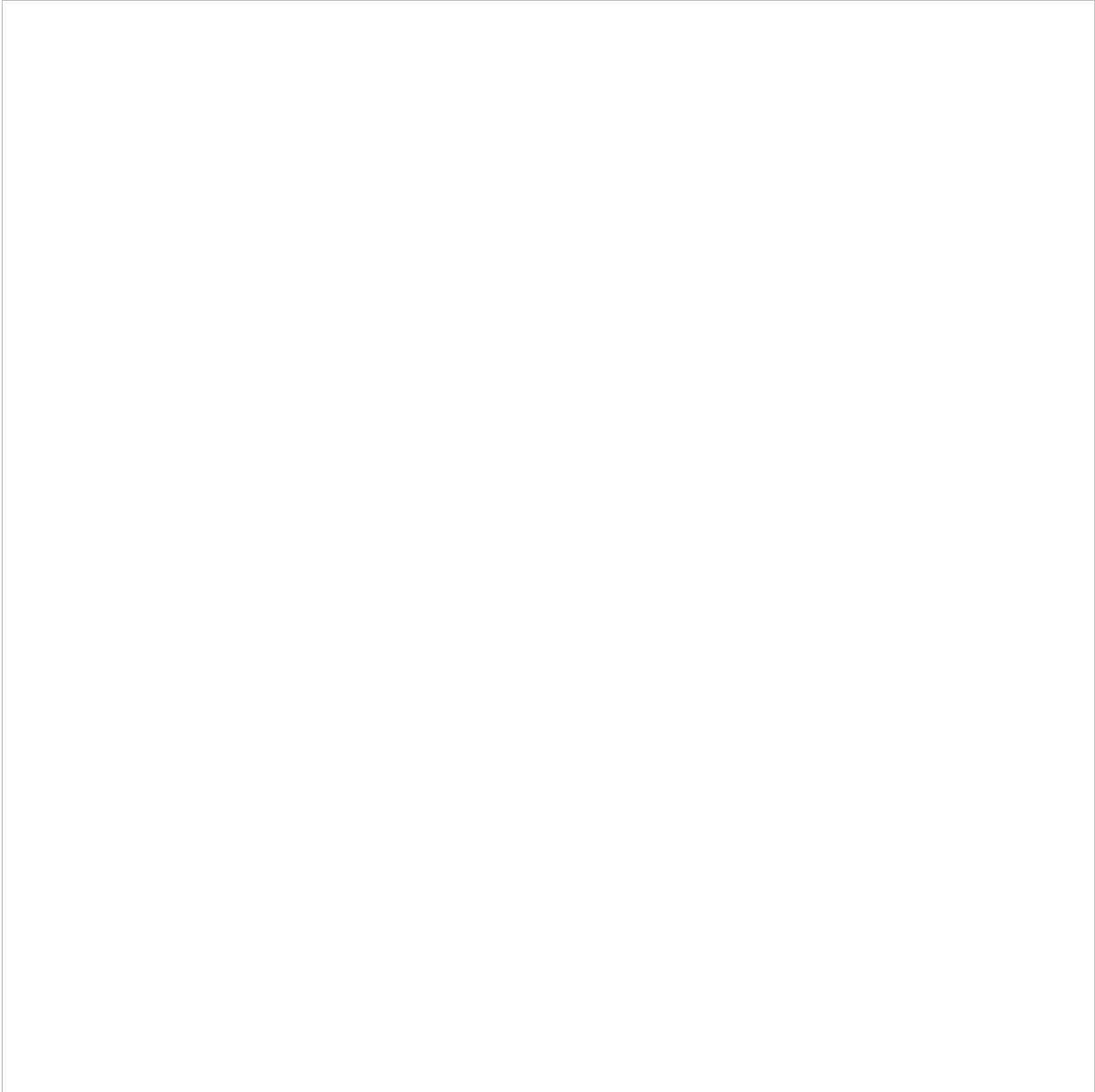
江南红箭以发行A股股份为交易对价，向兵器工业集团、豫西集团、上海迅邦、北京金万众、王四清、喻国兵、张奎、张相法、梁浩等9名法人购买其持有的中南钻石合计100%的股权。根据中南钻石的净资产评估值397 023.02万元，上市公司发行股份购买资产的股份发行数量为410147747股。

## （十）盈利补偿安排

根据《重组协议》，中南钻石全体股东与江南红箭约定：在本次交易实施完成日当年及之后的连续两个会计年度中，如果中南钻石当年实际利润（即扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润）未达到承诺利润，则上市公司有权以1元的总价格回购并注销交易对方持有的上市公司股票以进行业绩补偿，交易对方每年需补偿的股份数量即补偿股份数的具体计算公式如下：

每年补偿的股份数量＝（截至当期期末累积承诺净利润数－截至当期期末累积实际净利润数） / 补偿期限内各年的承诺利润总和×交易对方认购股份总数－已补偿股份数量

上述补偿期内中南钻石承诺利润的数额分别为：



## 五、交易节点

## 六、交易特点

根据《上市公司重大资产重组管理办法》（2011年修订）及相关规定，上市公司发行股份购买资产的，可以同时募集配套资金。当时，证监会对于重组配套资金的用途进行了原则性规定，应有利于提高重组项目整合绩效，但并未对具体用途做出明确规定，只在修订上述办法征求

意见稿的起草说明中进行了引导，“适用于为提高重大资产重组项目整合绩效而支付部分对价和补充流动资金等用途”。自此，几乎所有的重组配套资金均用于补充流动资金或支付部分交易对价，其中部分上市公司在本身自有资金充足、资产负债率较低、融资必要性不足的情况下也进行配套融资，被监管机构要求大幅削减或者取消配套融资，例如光迅科技、同方国芯等。

如果效仿历史案例中重组配套资金的用途，江南红箭则存在自有资金充足、资产负债率较低的情况，如果也以补充流动资金为用途，可能导致募集资金规模被大幅削减。在超硬材料行业快速发展的趋势下，置入资产中南钻石作为全球最大的人造金刚石生产商、国内超硬材料行业龙头企业，亟待通过投资建设具有良好发展前景和重要战略意义的募投项目，及时整合自身人造金刚石产业链，进一步向专业化、规模化、产业化、国际化、品牌化方向发展，促进中南钻石提升产品质量、增强市场竞争力、抢占市场先机，继续引导和推动国内超硬材料行业的创新和发展。项目组在充分论证合规性，并考虑到促进并购重组的国家相关政策基调下，大胆创新的提出重组配套资金用于募投项目，有利于上市公司足够募集配套资金，抓住战略性机遇大力发展自身优势业务。

2013年3月，该项目重组申请材料报会后，其对重组配套资金用途的创新引起了证监会的高度关注。鉴于项目在重组配套资金用途方面将起到引导性案例作用，证监会在两轮反馈中均要求进一步补充披露募集配套资金的必要性、说明是否符合相关规定。项目负责人带领项目组按照证监会要求详实论证了募集配套资金的必要性以及投向募投项目符合相关规定，并进一步深入分析了重组配套资金投向募投项目符合相关法规的立法本意，最终获得了证监会对于重组配套资金用途用于募投项目的认可。

该项目13.23亿元重组配套融资方案顺利获得证监会的核准，是市场上完成的第一例募集配套资金全部用于募投项目的案例，并以创新案例方式引导证监会发布《关于并购重组配套融资问题的答复》，明确将项目建设列为重组配套资金用途，并进一步明确募集配套资金其他合规用途和相关适用范围。自该项目获核准后，市场上陆续出现重组配套融资资金用于募投项目的案例，有效助推了资本市场服务实体经济。

## 七、并购影响

### （一）对公司业务的影响

本次交易前，上市公司的主营业务为生产内燃机配件。受到国家宏观调控、汽车鼓励政策相继退出、原材料价格上涨、人力成本上升等诸多不利因素的影响，汽车零部件行业产品盈利能力呈现整体下降的趋势，上市公司盈利能力较弱。

本次交易中，上市公司以发行股份购买资产的方式收购中南钻石100%的股权。中南钻石是国内超硬材料行业的龙头企业、全球最大的人造金刚石制造商，盈利能力较强。本次交易完成后，上市公司将成为具有相当规模和行业竞争优势的优质上市公司。本次重大资产重组将从根本上改善上市公司的资产质量，提高上市公司的盈利能力和可持续发展能力，有利于上市公司规避可能面临的退市风险，有利于保护上市公司及广大中小股东的利益。

### （二）对公司财务的影响

本次交易前，上市公司的主营业务为内燃机配件的生产，由于盈利能力较差，公司融资渠道不畅，资金利用效率偏低，资产负债率远低于行业均值和中位数；本次交易完成后，上市公司的主营业务加入了超硬材料的研发、生产和销售，由于盈利能力和融资能力的加强，上市公司的资产负债率有所提高，接近超硬材料行业中位数，反映了公司资金利用效率的显著提高。与同类公司相比，上市公司的相关偿债指标均处于合理水平，随着盈利能力的持续增强，以上指标会逐步改善。

本次交易前，上市公司盈利能力较差，各项盈利指标均低于汽车零部件行业。本次交易完成后，上市公司盈利能力有了显著提高，全面摊薄净资产收益率和净利率显著高于汽车零部件和超硬材料行业的均值和中位数。

本次交易完成后，由于盈利能力的增强，公司的应收账款周转率和总资产周转率有了显著的提升，周转速度加快，资金运营效率有了显著改善；存货周转率略有下降，这是由于超硬材料行业存货较多的特点决定的。通过同行业上市公司比较，本次交易前，上市公司的资产运营效率处于汽车零部件行业较低水平；本次交易完成后，上市公司的应收账款收回周期显著缩短，存货周转速度处于行业较高水平，资产总额周转速度较快，反映了公司更强的销售能力、资金回流能力和存货管理能力。

### （三）对原股东持股比例的影响

本次交易前后，上市公司的股权结构变化情况如下：

本次交易完成后，上市公司总股本将增至738 017 256股，其中：兵器工业集团及其一致行动人豫西集团、上海迅邦、江南集团、北方公司、现代研究所合计持有上市公司399 158 139股股份，占上市公司总股本的54.09%，江南工业集团将不再是上市公司控股股东，豫西集团将成为上市公司的控股股东，兵器工业集团仍将作为上市公司的实际控制人，本次交易不会导致上市公司变更实际控制人。

#### （四）对上市公司市值及原股东财富的影响

本次交易前后，上市公司市值情况和实际控制人财富的情况如下，由此可见，本次交易实现了上市公司市值的增长以及国有资产的保值增值。

时间	2012年07月20日	2013年12月12日	2014年10月29日
事件	重组停牌前	重组实施完毕	现在
股份数	191 153 600	738 017 256	738 017 256
股价（元）	10.27	12.57	15.65
总市值（亿元）	19.63	92.77	115.50
兵器工业集团持有相关资产价值（亿元）	38.97	50.17	62.47

## 八、市场点评

本次交易是中国兵器工业集团公司推动结构调整和资源整合、充分发挥上市公司融资平台作用战略的重要实践，也是顺应国家新材料产业发展政策、借助资本市场加快发展新型无机非金属材料产业的重要举措。通过本次重组，江南红箭通过发行股份的方式购买中南钻石股份有限公司的全部股权，顺利实现中南钻石的借壳上市，同时募集配套资金用于提升重组绩效，帮助中南钻石及时整合自身人造金刚石产业链，进一步提升上市公司综合盈利能力和可持续发展能力。交易完成后，上市公司成为国内超硬材料行业的龙头企业、全球最大的人造金刚石制造商，成为A股资本市场中材料行业上市公司的旗舰。

本次交易是市场上完成的第一例募集配套资金全部用于募投项目的



案例，13.23亿元重组配套融资方案顺利获得证监会的核准，并以创新案例方式引导证监会发布《关于并购重组配套融资问题的答复》，明确将项目建设列为重组配套资金用途，并进一步明确募集配套资金其他合规用途和相关适用范围。

（本案例由中信证券提供，撰写人：中信证券投资银行委员会并购业务线姚逸宇）

## 2.2.2 集团整体上市

### 2.2.2.1 中信集团整体上市

#### 一、案例简述

2011年底，经国务院批复，中信集团以占比超过98%的资产发起设立中信股份并拟境外直接发行H股。后经反复权衡，中信集团整体上市方案进行重大调整并取得国务院重新批准。调整后方案是中信集团将其全资持有的境内平台中信股份100%股权整体注入中信集团下属的香港上市公司中信泰富（0267.HK）实现境外整体上市，中信泰富以173亿股股票和534亿元港币现金作为对价支付给中信集团，现金部分由中信泰富通过市场配售募集。

交易完成后，中信泰富总股本扩大6倍，经常性盈利扩大10倍，资产规模扩大20倍。中信集团持有新中信77.90%股份，新引入投资者持股15.87%，原公众股东由42%股比摊薄至6.23%。本次交易共引入了27家战略投资者，其中境外机构13家，境内国资背景机构11家，境内民营机构3家，股东结构更加多元化并凸显全球化背景。交易完成后，中信泰富将更名为中信股份。

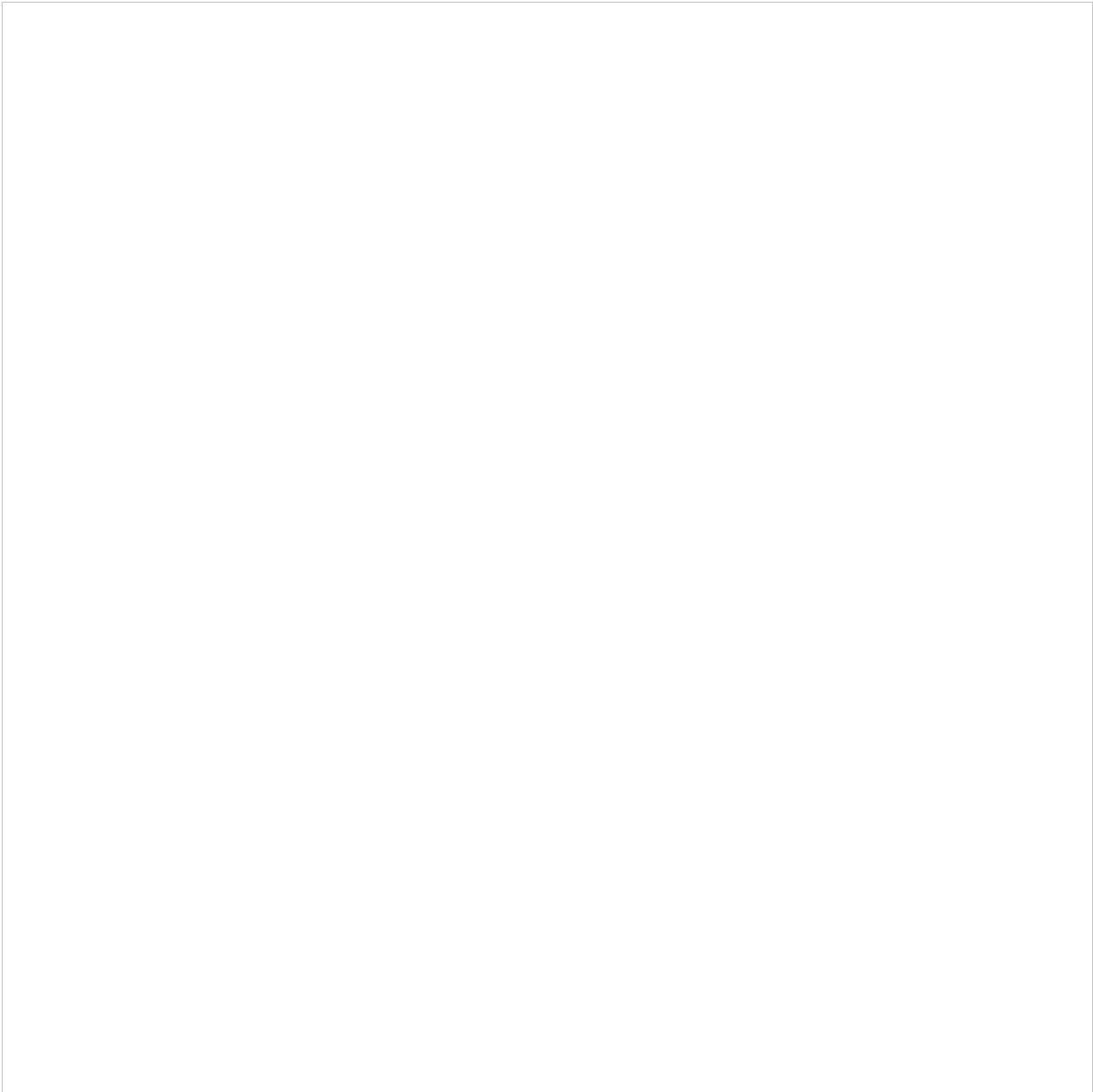
交易涉及并购资产规模超5万亿港币，交易对价近3 000亿港币，市场配售金额超530亿港币，是迄今中资企业最大规模跨境并购交易，也是香港市场最大规模的上市公司定向配售。本次交易在方案设计及实施方面有诸多突破创新，已成为2014年全球瞩目的一项资本运作案例。

## 二、交易各方

### （一）中信泰富基本情况

#### 1. 基本资料及主营业务

中信泰富（0267.HK）前身为泰富发展（集团）有限公司于1985年1月8日在香港注册成立，1986年2月26日泰富发展在联交所挂牌上市，1991年更名为中信泰富有限公司。中信泰富是一家香港本地知名蓝筹股公司、恒生指数成份股公司，在香港拥有较深的发展根基和较强的社会影响。中信泰富旗下的业务板块包括：特钢业务，拥有中国最大的特钢生产商大冶特钢（000708.SZ）；铁矿开采业务，拥有CITIC Pacific Mining（澳洲）等公司，其正在建设中的中澳铁矿，将成为世界上最大的磁铁矿项目；地产业务，旗下拥有恒联昌置业有限公司等，长期从事香港地产开发（累计约600万“平方呎”）并拥有一批物业，如愉景湾等；商贸业务，旗下拥有上市公司大昌行（1828.HK），占据香港食用油、糖等重要民生产品进口量约20%及汽车销售市场20%份额；基础设施建设业务，旗下拥有新香港隧道公司、香港西区隧道公司，拥有香港东区海底隧道71%和西区海底隧道35%股权；信息及服务行业，旗下持有上市公司中信国际电讯（1883.HK）41.42%股权，是亚洲领先的国际电讯枢纽运营商之一，主攻中港电讯市场。



## 2. 财务数据

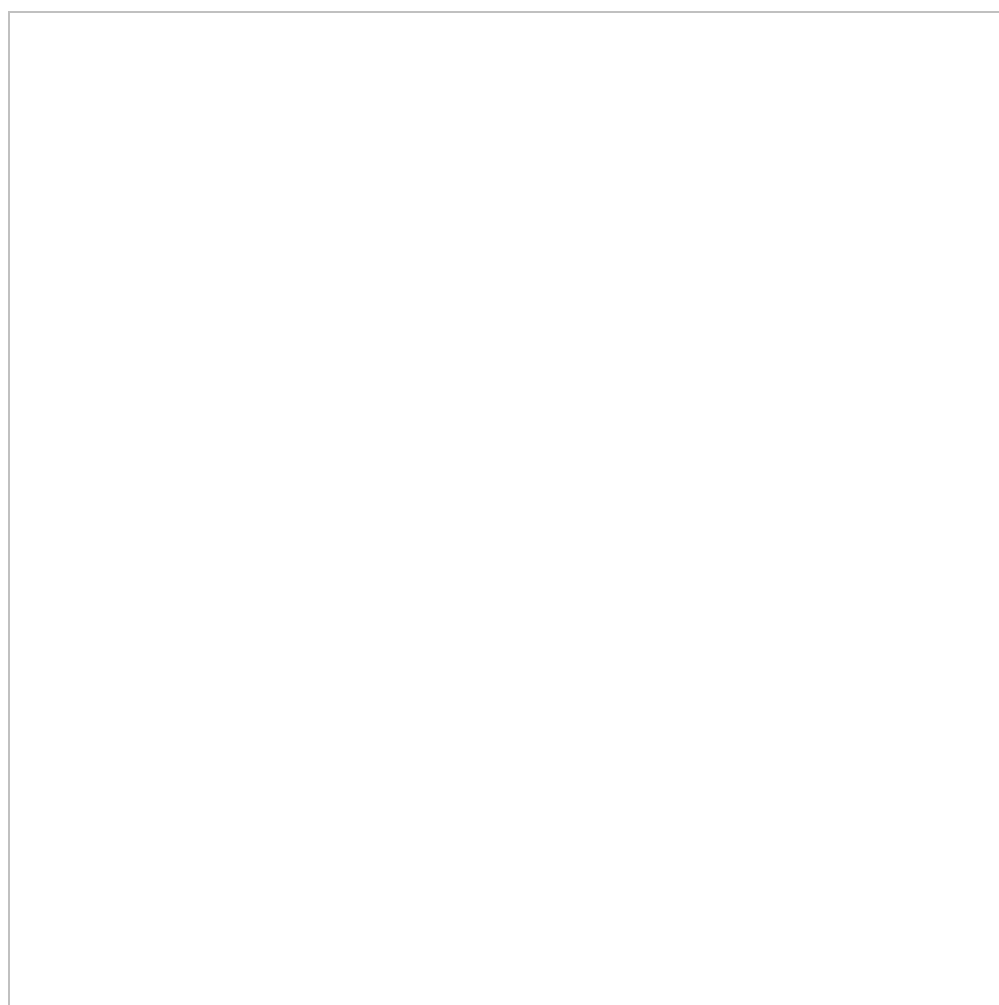
单位：百万港元

项目	2013年度	2012年度
资产总计	267 779	243 653
负债总计	102 147	104 589
归属于母公司所有者权益	101 76	84 678

营业收入	88 041	109 848
净利润	9 126	8 248
归属于母公司所有者的净利润	7 588	6 954

### 3. 股权结构

本次交易前，中信集团通过特殊目的公司合计持有中信泰富58.508%股权，为中信泰富的控股股东。



### （二）中信集团基本情况

## 1. 基本资料及主营业务

中国中信集团有限公司（中信集团）前身是中国国际信托投资公司，2011年12月，经国务院批准整体改制为国有独资公司并更名为中国中信集团有限公司，同时以绝大部分经营性净资产作为出资并联合全资附属公司北京中信企业管理有限公司共同设立中国中信股份有限公司（中信股份），作为其主要的经营主体。

1979年，作为中国改革开放政策的先驱者与探路者，前中国国家副主席荣毅仁先生在改革开放总设计师邓小平先生支持和倡导下创办了中信集团。经过30多年的发展，中信集团已经成为金融与实业并举的大型综合性跨国企业集团。在2011年、2012年及2013年《财富》杂志评选的“世界500强公司”中，中信集团分别位列第221位、第194位及第172位，并在所有上榜的中国企业中位列第21位、第20位及第20位。

中信集团的业务遍及全球，覆盖金融、房地产、基础设施建设、工程承包、资源能源、制造业等各个领域。其各板块主要经营企业如下表：

金融业，中信集团拥有银行、证券、信托、保险等多门类金融业务。中信集团通过中信银行及其附属公司开展境内外银行业务，通过中信证券开展证券业务，通过中信信托开展信托业务，及通过信诚人寿开展保险业务。根据英国《银行家》2013年公布的对世界1 000家的银行的排名，中信银行一级资本和总资产全球排名分别位居第47位和第57位；中信证券是中国规模最大的证券公司，在投资银行、经纪、资产管

理、融资融券等业务领域占据市场领先地位，根据万得信息，中信证券2013年股票和债券的主承销合计金额排名行业第一；根据中国信托业协会的统计资料，中信信托在2010年到2012年连续三年保持信托资产管理规模、收入、净利润的行业领先地位（2013年数据尚未公布）；根据保监会统计数据，2013年，信诚人寿原保险保费收入在全国外资及合资寿险公司中排名第六。

房地产基建，中信集团的房地产基建主要包括房地产的开发、销售和持有，以及投资经营高速公路和港口码头等基础设施项目。中信集团的房地产业务主要通过中信地产和中信和业开展，基础设置业务主要通过中信兴业投资开展。中信地产是中国领先的房地产企业。根据中国房地产测评中心（CRIC）的排名，2013年度中信地产度销售金额排名中国房地产企业第14名，销售面积排名中国房地产企业第17名。

工程承包，中信集团的工程承包业务主要包括基础设施、房屋建筑、工业建设等工程的承包和设计业务，其中工程承包主要通过中信建设开展，工程设计业务主要通过中信工程设计开展。中信建设已发展成为“以投资、融资和为业主提供前期服务为先导取得工程总承包，以工程总承包带动相关产业发展”的国际工程综合服务商，在美国《工程新闻记录》（ENR）2013年度“全球最大250家国际承包商”排名中名列第43位，在上榜的中国承包商中排名第六。

资源能源，中信集团的资源能源业务可分为三大类，第一类是资源能源开发，包括原油、煤炭等资源勘探与开发业务；第二类是资源能源加工，主要包括位于澳大利亚的电解铝的生产与加工业务；第三类是资源能源贸易，包括铌铁、铁矿石、铝锭、煤炭和铂金等资源产品的贸易业务，主要通过中信资源、中信裕联和中信金属开展相关板块的业务。根据中国海关进口统计数据，按照销售量计算，2013年中信裕联附属公



司中博世金之铂金贸易业务的中国市场份额排名首位；根据中国海关进口统计数据，按照销售量计算，2013年中信金属之铌铁销售业务在中国拥有最大市场份额。

制造业，中信集团的制造业主要包括重型机械、电力电子设备、汽车用铝车轮和汽车用铝铸件以及其他产品的制造。中信集团通过中信重工从事重型机械和电力电子设备的制造及总包服务，通过中信戴卡从事汽车用铝车轮和汽车用铝铸件的制造。中信重工是中国领先的集成、环保、国际化高科技矿业和建材机械装备制造制造商之一，在环保装备领域技术处于中国领先地位；按照销售量计算，中信戴卡是全球最大的汽车用铝车轮制造商之一，同时也是全球最大的汽车用铝制底盘零部件供货商之一。

其他行业，中信集团的其他行业还包括电讯服务、卫星转发器出租和出售、通用航空服务、出版服务、综合外包服务、旅游服务和足球俱乐部等。在电信业务领域，中信国际电讯是香港跨网短信服务市场的核心供货商。中信国际电讯的附属公司——澳门电讯是澳门唯一全业务电信运营商，并且从事移动电话、固网电话和互联网业务领域的市场份额均领先同业。此外，中信国际电讯的附属公司，中企网络通信技术有限公司是除中国移动、中国联通和中国电信三大电信运营商外，少数拥有中国全国性VPN牌照的增值通信服务运营商之一。在通用航空业务领域，2013年，以作业飞行小时统计，中信海直占据中国海上石油直升机飞行服务大部分市场份额。

## 2. 财务数据

单位：百万元

项目	2013年度 / 2013年 12月31日	2012年度 / 2012年 12月31日	2011年度 / 2011年 12月31日

资产总计	3 965 703	3 270 994	3 014 697
负债总计	3 646 065	2 984 119	2 770 371
归属于母公司所有者权益	225 051	192 800	162 338
营业收入	251 789	222 590	198 763
净利润	49 677	40 759	45 456
归属于母公司所有者的净利润	34 260	28 404	31 700

### 3. 股权结构

### 三、交易背景

#### （一）十八届三中全会后，新一轮国企改革的范例

十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》指出，混合所有制经济是我国基本经济制度的重要实现形式，

发展混合所有制是当前深化国企改革的基本方向。为持续稳健推进国有企业的混合所有制改革，我们必须对当前发展混合所有制经济的重要意义有一个充分认知。

中信集团的本次整体赴港上市，是践行党的十八届三中全会所提出的关于国有企业改革和国有资产监督管理新精神的重要探索和实践，通过改革释放潜在红利，必然产生示范效应。

## （二）搭建境内外两个资本运作平台，提升集团跨境资本运作能力

交易完成后，中信集团将在境内外拥有两家总资产规模超过4万亿人民币的资本运作平台——中信股份和中信有限，信用评级提升，融资渠道拓宽，有助于集团能够很好地利用境内外“两个市场”并提升跨境资本运作能力。同时，交易完成后的中信有限层级仍然保留并申请内资待遇，有助于利用外资产业政策使得中信银行、中信证券等下属经营实体保持原企业性质不变，享受产业监管政策方面的特殊待遇。

## （三）有效利用香港的人才资源和金融体系，同时稳定香港经济，支持其继续繁荣发展

香港作为长期以来亚洲的金融中心，拥有丰富的人才储备和成熟的金融体系。本次交易完成后，中信集团将可更灵活地通过市场手段配置集团资源、发展业务，充分利用香港人才资源和开放的金融体系。同时，香港市场成熟和透明的监管体系和完善的法制体系以及本次交易引入的大量高质量的财务投资者将有助于中信集团提升公司治理水平，进一步向国际一流企业接轨。

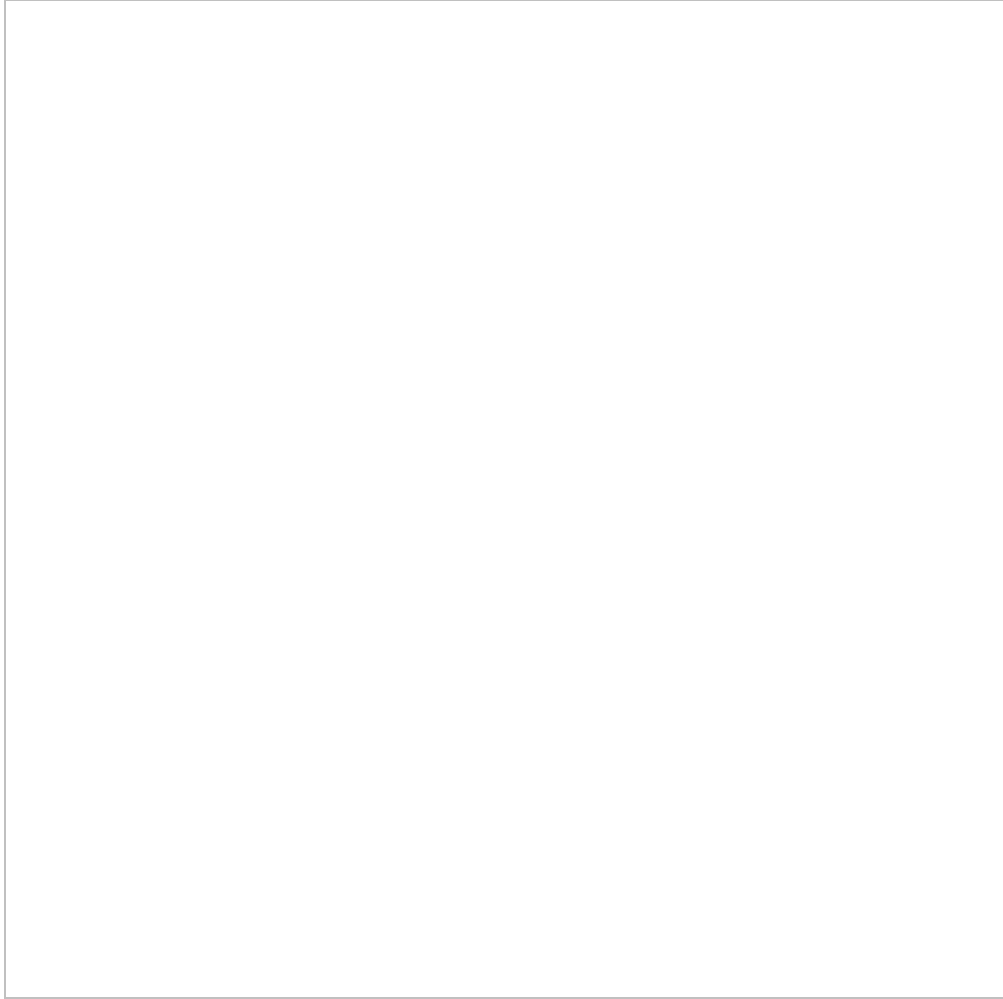
此外，中信集团赴港上市后将成为香港市场最大的中资企业及综合型上市公司，也将支持香港作为国际金融中心将继续在中国经济深化改革和发展的过程中发挥重要作用，有利于稳定香港经济，支持其持续的繁荣发展。

## 四、交易方案

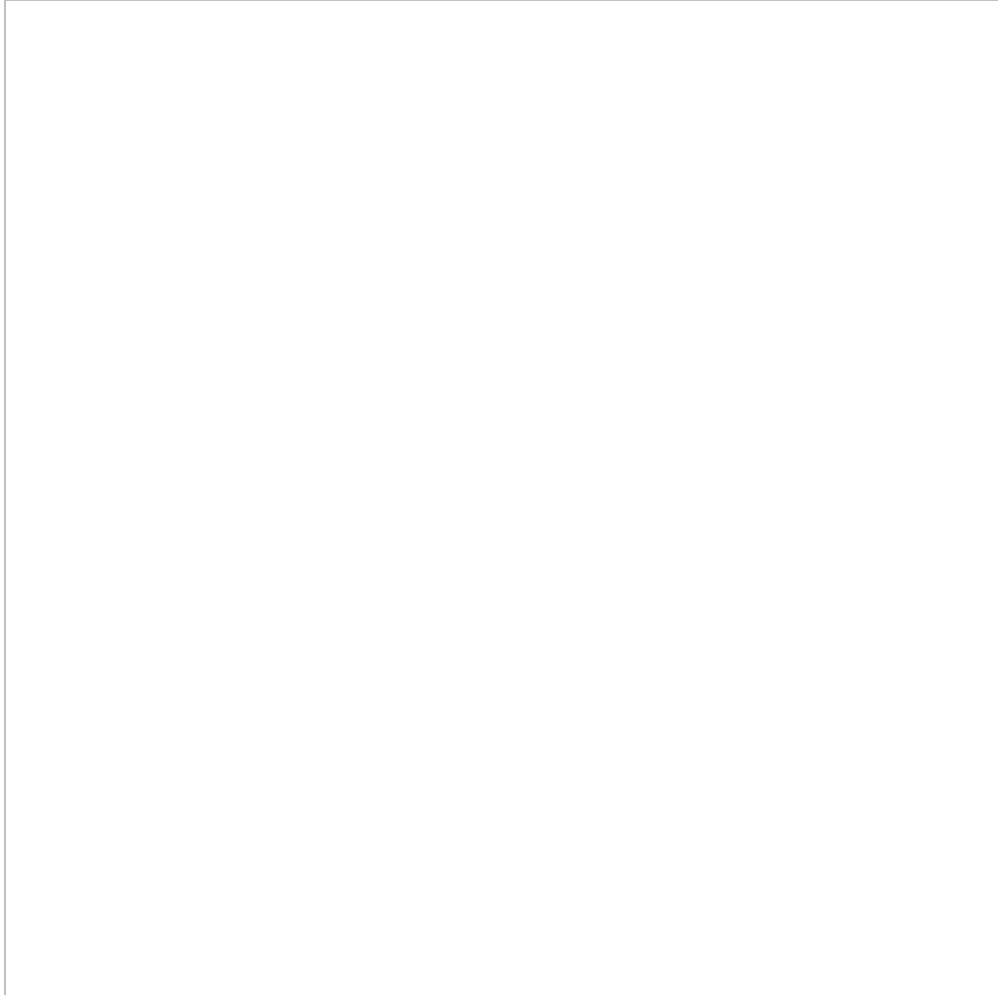
### （一）方案背景及交易方案说明

本次交易采用了“两步走”的方式实现境内外“母子公司身份互换”；先零对价划转中信泰富股权，提高“新中信”财务表现，提升本次交易市场吸引力；再整体注入中信股份100%股权，简化审批流程。具体如下：

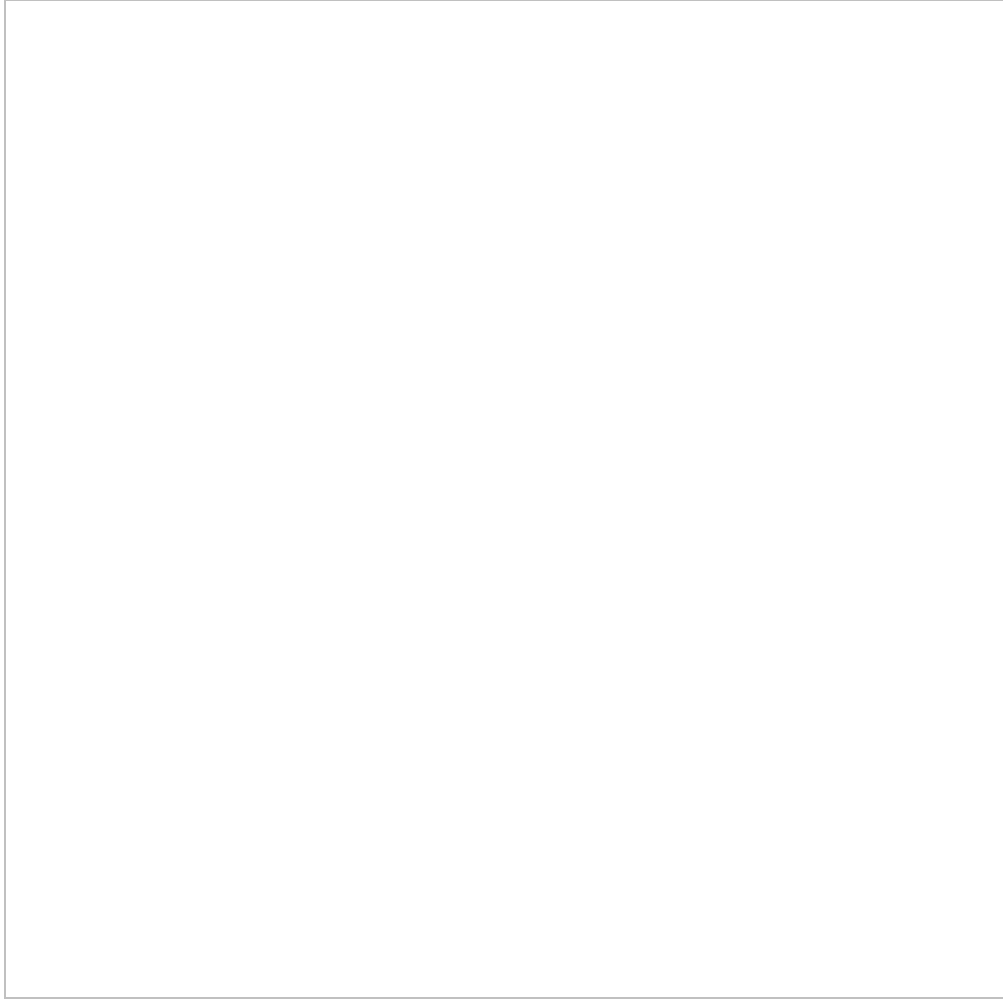
第一步，中信股份将中信泰富股份内部划转予中信集团，为第二步资产注入做好准备。



内部划转完成后的股权结构，如下：

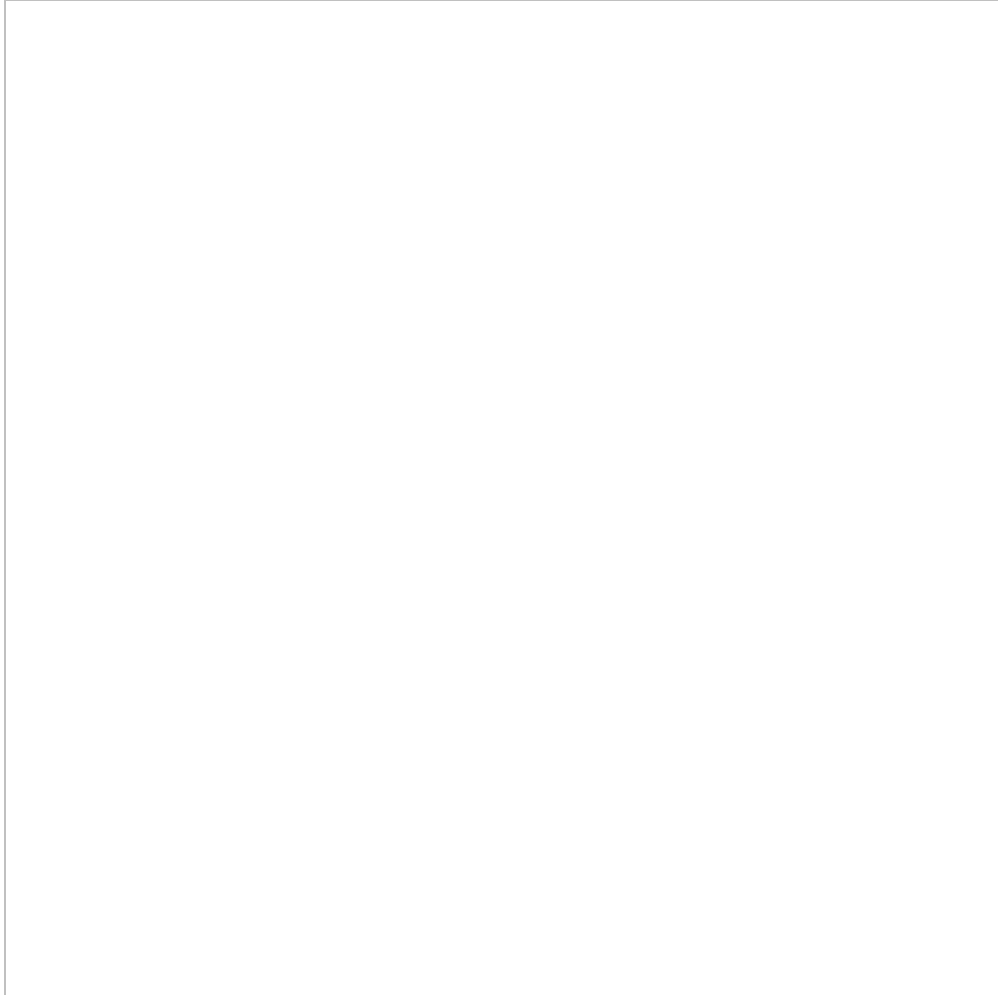


第二步，中信集团将中信股份100%股权整体注入中信泰富。作为对价中信泰富向中信集团发行股份并支付现金，其中现金部分由中信泰富通过向市场投资者配售募集。



交易完成后，中信股份成为中信泰富全资子公司，中信集团对中信泰富的持股比例增加到77.90%。





## （二）估值定价

### 1. 评估方法的选取

本次评估选用的评估方法为：资产基础法和市场法。

中信股份属于投资控股公司，即通过持股方式投资运营相关金融业，同时通过资本优势拓展实业的发展。中信股份本部主要为下属子公司提供战略策划，其下属各子公司在法律上都是各自独立的经济实体，它们同控股公司在经济责任上是完全独立的，相互之间没有连带责任。

因此，控股公司中各企业的风险责任不会相互转嫁。

针对上述特点，本次资产评估路径为对中信股份本部采用成本法评估，对下属各控股子公司根据其所属行业、经营状况及资产构成等选取最恰当的评估方法进行估值。

### （1）上市公司评估方法

对于在长期股权投资核算的上市公司，按评估基准日前30个交易日每日加权平均价格的加权平均价格与基准日当日收盘价孰高确定每股价值，然后乘以核实后基准日持股数量确定其评估值。对于以非控股形式持有的限售流通股，需要考虑合理的限售期折扣。

对于在交易性金融资产和可供出售金融资产科目核算的上市公司股票，按基准日收盘价确定评估值。

### （2）非上市控股子公司评估方法

金融板块：中信作为中国知名的金融服务品牌，金融板块内所属各子公司拥有稳定增长的营业利润及现金流，因此对该类非上市控股子公司宜采用收益法进行评估。

房地产基建：中信股份的房地产基建业务主要包括房地产的开发、销售和持有，以及投资经营高速公路和港口码头等基础设施项目。对于房地产开发公司，其开发项目一般在下属各项目公司中进行核算，项目实现销售完成汇算清缴后即工商注销，因此本次评估对该类公司采用资产基础法进行。

以投资经营高速公路等基础设施为主业的公司，所涉及的高速公路路况良好、预期车流量稳定、盈利能力较强。根据经营协定期限，采用

有限年期收益模型测算其现金流。高速公路的经营模式造成预测期资本结构的变化较大，因此适宜采用权益现金流模型进行评估。

制造业，中信股份制造业板块中最重要的非上市公司为中信戴卡股份有限公司，作为世界最大的铝车轮生产企业，拥有先进的产品研发和工艺技术水平，具有较强的市场竞争力，规模效益及完善的行销体系致使其拥有了较强的获利能力，采用收益法评估可以合理体现该公司的权益价值。根据工业企业特点，选用企业自由现金流折现模型。

资源能源业，中信股份涉及资源能源板块业务基本为上市公司（中信资源、中信大锰），非上市公司主要从事金属贸易业务，依托中信股份的资金优势及铌铁代理优势、客户资源优势，具有稳定的获利能力，故适宜采用收益法进行评估，并选用现金流量折现法中的企业自由现金流折现模型。

工程承包业，中信股份工程承包板块中最重要的非上市公司为中信建设有限责任公司，主要从事国际工程承包业务。在国际工程承包市场持续增长的大环境下，中信建设依托中信股份综合优势以及在商业模式创新、资源整合能力等方面的优势，凭借在重点区域形成的品牌效应，获得持续稳定的盈利能力，故适宜采用收益法进行评估，并选用现金流量折现法中的企业自由现金流折现模型。

其他行业，中信股份其他行业主要涉及出版服务、金融外包、旅游、物流和足球俱乐部等，除足球俱乐部外，其他行业主要借助中信品牌影响力，依托中信股份的综合优势以及多年经营积累的客户基础，具有持续稳定的获利能力，适宜采用收益法评估，并选用企业自由现金流折现模型。国安足球俱乐部的收入来源于门票、广告与赞助、电视转播权等，该等收入受国内联赛及亚冠联赛排名影响，具有较大不确定性，

因此适宜采用资产基础法进行评估。

### （3）非上市参股子公司的评估方法

对于不具有实际控制，评估师无法取得企业整体估值相关资料，以及分红预期不确定的期权投资，以被投资单位评估基准日账面净资产乘以持股比例确定评估值。

### （4）中信股份公司本部评估方法

中信股份公司本部不是经营实体，主要为下属子公司提供战略决策，其成立以来发生的期间费用滚存后均已反映到基准日资产负债表的所有者权益中，因此对中信股份公司本部采用成本法进行评估。

## 2. 评估结论

### （1）资产基础法评估结果

截至评估基准日中信股份总资产账面价值为人民币26 438 828.7万元，评估值为人民币30 891 721.13万元，增值率16.64%。

负债账面价值为人民币8 192 155万元，评估值为人民币8 192 155万元，增值率为0.00%。

净资产账面价值为人民币18 291 673.5万元，评估值为人民币22 699 566.0万元，增值率为24.10%。

中信股份股东全部权益价值的评估值为人民币22 699 566.09万元。

### （2）市场法评估结果

评估基准日，中信股份账面净资产人民币18 291 673.5万元，采用市场法评估后股东全部权益价值为人民币22 871 973.00万元，增值率为25.04%。

### （3）评估结论

中信股份全部股东权益的资产基础法评估结果为人民币22 699 566.09万元，市场法评估结果为22 871 973.00万元，两者相差172 406.91万元，差异率0.76%。

两种方法的差异主要由于市场法选用的可比公司均为境外公司，且涉及多个国家和地区。不同地区间的经济环境、市场条件存在差异，这也导致了不同地区证券交易市场对于同一类企业会给予不同的估值。例如，美国的金融企业已经基本摆脱了金融危机的影响，经营状况逐年好转，近两年的股价呈现出稳步上升的局面。而国内的金融企业，如银行业，虽然盈利状况良好，但股价整体上呈现下行趋势，而这点更多是证券市场对于国内银行金融风险 and 利率市场化预期的反应。

本次采用的资产基础法评估，在对各上市公司进行评估时，采用了证券市场的交易市值，充分体现了该类公司的市场价值；在对非上市控股子公司评估时，更多地采用了收益法的估值途径，收益法是从资产的预期获利能力角度来评估企业价值，可以更好地体现出企业整体的成长性和盈利能力。因此，选取资产基础法评估结果，可以全面、合理地反映中信股份的股东全部权益价值。

综上，中信股份的股东全部权益价值评估结果为人民币22 699 566.09万元。

### （三）对价支付方式

本次转让对价将以现金+股份方式支付：

转让对价中现金对价部分为人民币4 998 256.09万元，应由中信泰富于交割日或之前按照定价基准日中国人民银行公布的人民币兑港元汇率中间价计算的等值港元现汇支付。在符合适用法律的前提下经卖方同意，买方可以在交割日后一年以内支付全部或部分现金对价。

股份对价为17 701 210.00万元，应由中信泰富按照13.48港元 / 股的对价股份单价，并按照定价基准日中国人民银行公布的人民币兑港元汇率中间价计算的股份对价总金额，于交割日或之前，向中信集团或其指定的全资附属公司以发行对价股份的方式支付。按照股份对价人民币17 701 210.00万元计算，于交割日或之前拟发行的对价股份为16 578756 438股。

现金对价总额可由中信泰富自行决定调整。如果现金对价金额调减，则因本条所述调整而产生的与原现金对价金额之间的差额，将由中信泰富按股份转让协议之规定以增加发行对价股份或其他方式支付。

中信泰富应支付的现金对价，由中信泰富通过股权募资作为主要方式，并在需要的时候通过自由现金资源、银行贷款等途径筹集。

### （四）募集资金配售情况

本次交易在股权整体注入同时向市场配售资金，既满足了联交所最低公众股比要求，也为上市公司引入战略投资者以实现股权结构多元化和国际化，有助于中信集团长期战略性业务发展。同时市场配售工作在

上市公司股东大会前已经基本完成，确保交易不受后续市场波动影响。

本次配售获得了国内外投资者的热烈追捧，共引入27名投资者，配售金额近70亿美元。本次引入的类型多样，包括：

国内大型机构（11家）：社保基金、国家外管局、中国人寿、中国烟草、四大行、京投、中国信保、中化集团。

境外大型机构（13家）：淡马锡、卡塔尔投资局、友邦保险、中国信托、富邦人寿、郭氏集团（两家）、周大福、正大集团、东京海上、瑞穗银行、贝恩资本、奥氏资本。

国内民营企业（3家）：腾讯、泛海国际、雅戈尔。





4	中国人寿保险股份有限公司	30.81
5	正大集团	26.63
6	友邦保险有限公司（AIA）	18.48
7	中国银行（通过东高投资）	15.41
8	卡塔尔投资局（Qatar Holding LLC）	12.32
9	农业银行（通过和荣投资）	12.32
10	建设银行（通过鹏涛投资）	9.25
11	工商银行（通过工银国际）	9.25
12	中国信托人寿保险股份有限公司	6.43
13	东京海上日动火灾保险株式会社	6.20
14	瑞穗银行	6.20
15	淡马锡控股（通过Dunearn Investments）	6.16
16	富邦人寿保险股份有限公司	6.16
17	北京市基础设施投资有限公司（通过京投（香港））	4.77
18	香港郭氏家族（通过Baylite Company Limited、Trendfield）	12.31
19	泛海控股（通过泛海国际）	6.15
20	雅戈尔集团股份有限公司（通过雅戈尔实业）	6.15
21	贝恩资本（通过East Crimson Holdings, Ltd.）	3.69
22	腾讯控股有限公司（通过Mount Emei Investment Limited）	3.08
23	奥氏资本管理集团公司	3.08
24	郑裕彤（通过Chow Tai Fook Nominee Limited）	3.08
25	中国出口信用保险公司	3.08
26	中化集团（通过中化香港）	1.85
合计		423.39

投资者对本次交易抱有较大信心，认为此次交易是十八届三中全会后国企改革的一次实践，必然产生示范效应；中信的市场化程度较高，

改革会释放出潜在红利，期待国家会给予其更多体制机制上的支持，使其经营管理效率进一步提升；中信的各项业务布局与中国经济发展的领域高度契合，如城镇化建设、资源能源的进口需求及环保等可持续发展行业等；同时看好中信以往的经营业绩。

## 五、交易节点

中信集团整体上市项目从2008年开始筹划，期间经历了一波三折。2013年项目正式进入实质性阶段至圆满完成历时近十八个月，取得了包括国务院领导、财政部等相关部委及香港联交所的大力支持。大致时间表如下：

2008年：向国务院申请A股上市。因有关监管机构存在政策意见而搁置。

2009—2010年：形成中信集团整体改制及H股上市方案。征求相关部委意见后，获国务院原则同意。

2010—2012年：在财政部牵头下，形成整体改制重组及H股上市具体方案，征求相关部委意见后获国务院同意，中信证券作为独家财务顾问协助集团公司于2011年12月完成两层公司的改制工作及H股上市前的准备。

2013—2014年1月：中信证券就中信股份整体注入中信泰富实现境外上市论证及研究，并于2014年1月取得国务院同意。

3月底，完成国内、国际会计准则及备考财务三年审计、资产评估以及法律、业务等各项尽职调查工作。

4月底前，完成通函撰写、资产清理相关工作，同时取得香港联交所和香港证监会一系列豁免。

5月上旬，财政部核准中信股份资产评估结果。期间，中信泰富分别于3月26日、4月16日和5月14日发布了交易公告、董事会公告和股东通函。在公告中，确定已锚定投资者配售价格及后期持续参与配售投资者的定价机制。

5月14日，中信泰富同步公布第一批认购投资者名单，募集金额约395亿港元，满足了最低公众股比要求。

6月3日，中信泰富独立股东以超过99%的赞成率通过交易。6月17日和7月14日，又陆续披露了两批投资者名单，认购金额合计超过530亿港元。

截止8月15日，本次交易取得境内外监管部门的正式批准。境内监管机构包括财政部、证监会、银监会、保监会、商务部、外管局、工商总局；境外监管机构包括香港联交所、香港证监会、香港金管局、新加坡金管局、新加坡交易所、澳大利亚外国投资审查委员会、英国金管局等。

8月25日，本次交易完成交割。并拟于9月1日在香港召开新中信上市仪式。

## 六、交易特点

### （一）开创国有大型企业境外上市新模式

不同于常规H股IPO和红筹直接上市，本次交易方案设计大胆，另辟蹊径，通过将中信股份100%股权注入下属境外红筹上市公司的方

式，在实现中信股份境外整体上市的同时，将主要经营主体及注册地迁址香港，不仅是第一单以非常重大收购方式一次性完成大型国企整体境外上市，也是第一家将主要经营主体和注册地迁址香港的央企，对国企混合所有制改革及维护香港繁荣稳定有着一定示范效应。由于方案设计打破常规，能够实现多重目标，“中信模式”甫一亮相即成为国际市场议论热点，目前已经引起较多央企浓厚兴趣和仿效。

## （二）创新突破的交易结构和技术方案

主要特点包括分“两步走”实现境内外“母子公司身份互换”；零对价划转中信泰富股权，提高“新中信”财务表现，提升本次交易市场吸引力；整体注入中信股份100%股权，简化审批流程；保留境内公司中信股份的法律主体，为全面突破外资产业政策创造条件；搭建境内外两个资本运作平台，提升中信集团跨境资本运作能力；在非常重大收购的同时大量配售股票募集资金，从引入的投资者数量和认购门槛来说，资金筹集难度较一般IPO项目更高。

## （三）国内第一家尝试性的全面政策突破及监管豁免

中信集团体量大、层次复杂，涉及金融、实业超过30个细分行业，境内外下属上市公司14家，下属企业超过2 500家，涉及境内外20多家监管部门的批准。项目完成后，中信集团不仅成为第一家全方位突破外资产业政策限制的境内企业，在香港市场也是第一家在“蛇吞象”并购中不被联交所视为反向收购（RTO）的项目，同时也是香港市场唯一一家已上市公司被联交所豁免将公众持股比例从25%降低至15%。

#### （四）市场创新的配售融资安排

本次交易配售融资规模巨大，面临的困难重重，主要包括：（1）配售融资金额有最低要求。如果市场配售金额没有达到300亿港币，将不满足上市公司最低公众股比15%，则交易面临失败；（2）市场环境较为恶劣。大量资金从香港等新兴地区回流至欧美经济体，香港市场的投资者态度日趋谨慎，认购较为低迷；（3）境外部分媒体和机构的高调唱空。在3月底交易方案披露初始，投资银行普遍对本次交易的市场配售部分表示怀疑，媒体上的观点也是截然对立，这些都影响了投资者的投资意愿；（4）后续股价波动，影响最终交割。中信泰富股价一直在配售价格每股13.48港元上下拉锯，如股价大幅下跌，将会使战略投资者引入工作陷入困境，甚至可能导致部分投资者撤单。

为减少交易风险，本次市场配售进行了大量市场创新，一是香港市场第一单通过“多次、分批”配售安排逐步锁定投资者的项目，逐步缓解配售压力；二是考虑到决定本次交易成败的关键是满足最低公众股比要求，本次配售没有按照市场惯例在交易结束前进行闪电配售，而是在尚未获得上市公司股东授权及境内外监管审批前，提前锚定15家投资者（约395亿港元），一次性满足最低公众股比要求，提振市场信心的同时也为下一步配售安排奠定基础；三是在配售定价方面，打破“一次发行、一次定价”的市场惯例，以股东大会为分界点设定两种不同的定价基准。

#### （五）首例国内大型企业境外上市中没有外资投行参与的项目

本次交易是我国首家自重组改制至境外上市全程无外资投行参与、

由中信证券操办的大型国企项目，也被中信集团领导誉为除GOOGLE、高盛以外全球第三家自办完成发行上市的企业。本次交易向国际市场展现了以中信证券为代表的中资投行经过多年国际化探索，已经具备独立操办超大型、复杂的跨境资本运作的基本能力、专业化水平、职业化素质及销售队伍。

## 七、整合影响

### （一）对公司业务及持股结构的影响

交易完成后，上市公司将保留并做强原有的房地产业务、能源资源业务和特钢业务进一步加强在上述领域的竞争优势，并且将新增金融业务（包括银行、证券、保险和信托等），工程承包业务和其他业务，从而使上市公司的整体业务实力得到极大的提升。此外，更为多样化和更具综合实力的业务布局，也使上市公司能够把握中国经济发展的机遇，并且缓解经济周期波动在不同经济阶段对公司盈利能力的影响。

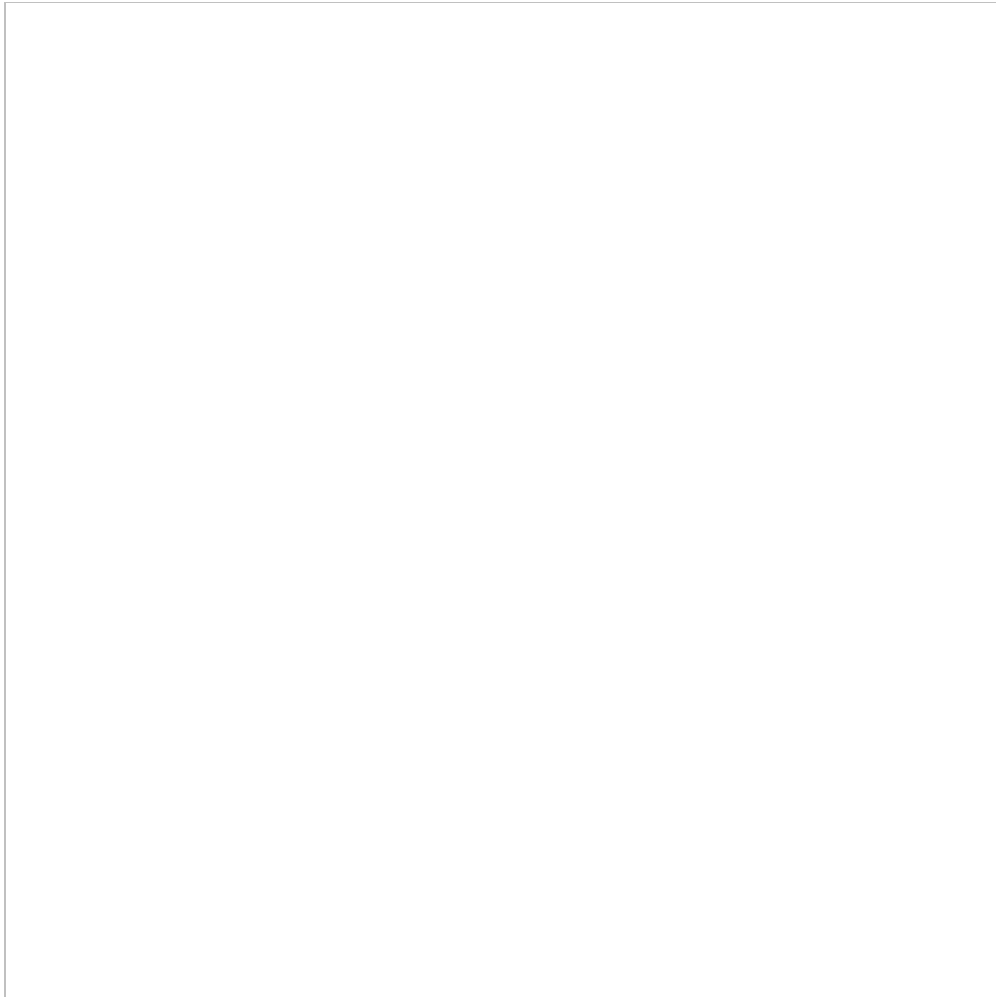
在持股比例方面，本次交易前，中信集团为上市公司的控股股东持股57.51%，公众持股比例为42.49%。本次交易完成后，中信集团仍将是上市公司的控股股东，持股比例提高到77.90%，公众持股比例为22.10%。通过本次交易，上市公司引入了淡马锡、卡塔尔投资局、瑞穗银行、贝恩资本等高质量的，且对于公司业务长期看好的机构投资者，进一步提高了上市公司的股东质量。

交易前：



交易后：





## （二）对公司财务的影响

### 1. 盈利能力

项目	2013年度	2013年度（备考）
归属于母公司股东净利润（百万港元）	5 505	48 430
总股本（百万股）	3 649.4	24 903.3
EPS（港元）	1.51	1.94

收购完成后，上市公司每股收益将由1.51港元提升到1.94港元，增

厚0.43港元，增幅达到28.5%。

## 2. 净资产收益率

项目	2013年度 / 2013年12月31日	2013年度 / 2013年12月31日（备考）
归属于母公司股东净利润（百万港元）	5 505	48 430
归属于母公司所有者权益（百万港元）	87 925	371 776
净资产收益率	6.3%	13.0%

收购完成后，上市公司的净资产收益率将达到13%，比交易前的6.3%提升6.7个百分点。

## 3. 杠杆比例及信贷评级

项目	2013年12月31日	2013年12月31日（备考）
总负债（百万港元）	120 730	418 669
现金及银行存款（百万港元）	35 070	97 612
净负债（百万港元）	85 660	321 057
股东权益及永久资本证券总额（百万港元）	101 763	385 614
总资本（百万港元）	187 423	706 671
杠杆比率	45.7%	45.4%

收购完成后，上市公司的杠杆比率约为45.4%，与交易前的45.7%基本保持一致。本次交易公告后，标准普尔将上市公司列入正面信用观察名单，并表示收购完成后极可能提升上市公司的信贷评级，因为收购将大幅提高上市公司的业务及财务状况。同样，穆迪投资者服务公司也表示基于相同理由由于收购完成后极可能提高上市公司的信贷评级。

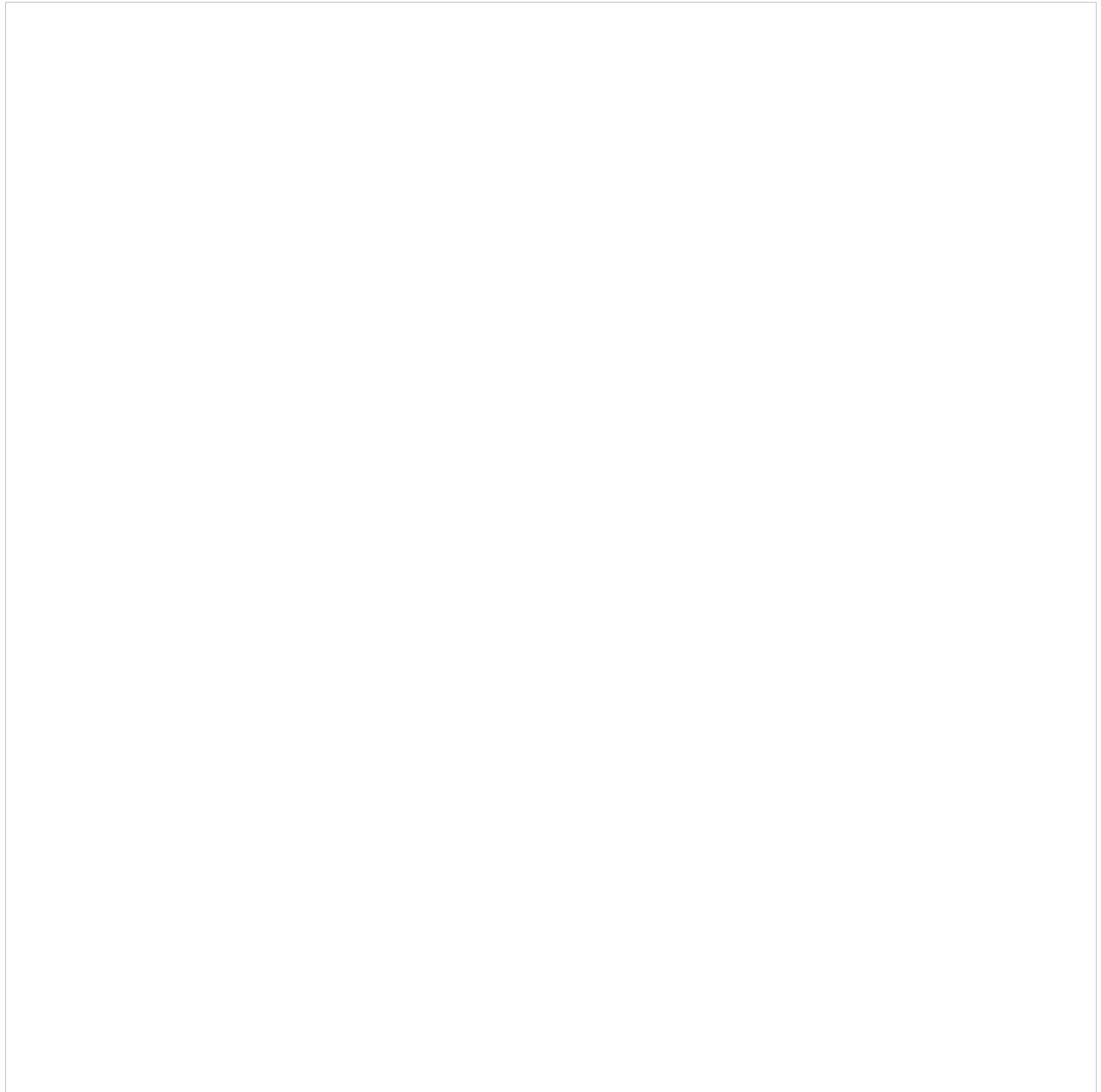
综上，本次交易将使得上市公司资产规模大幅提升，净利润增长超

过7倍，净资产增长超过3倍。上市公司的每股盈利和净资产收益率均有所提升。收购完成后，上市公司的杠杆比率基本保持不变，但信贷评级将极可能改善。

## 八、市场点评

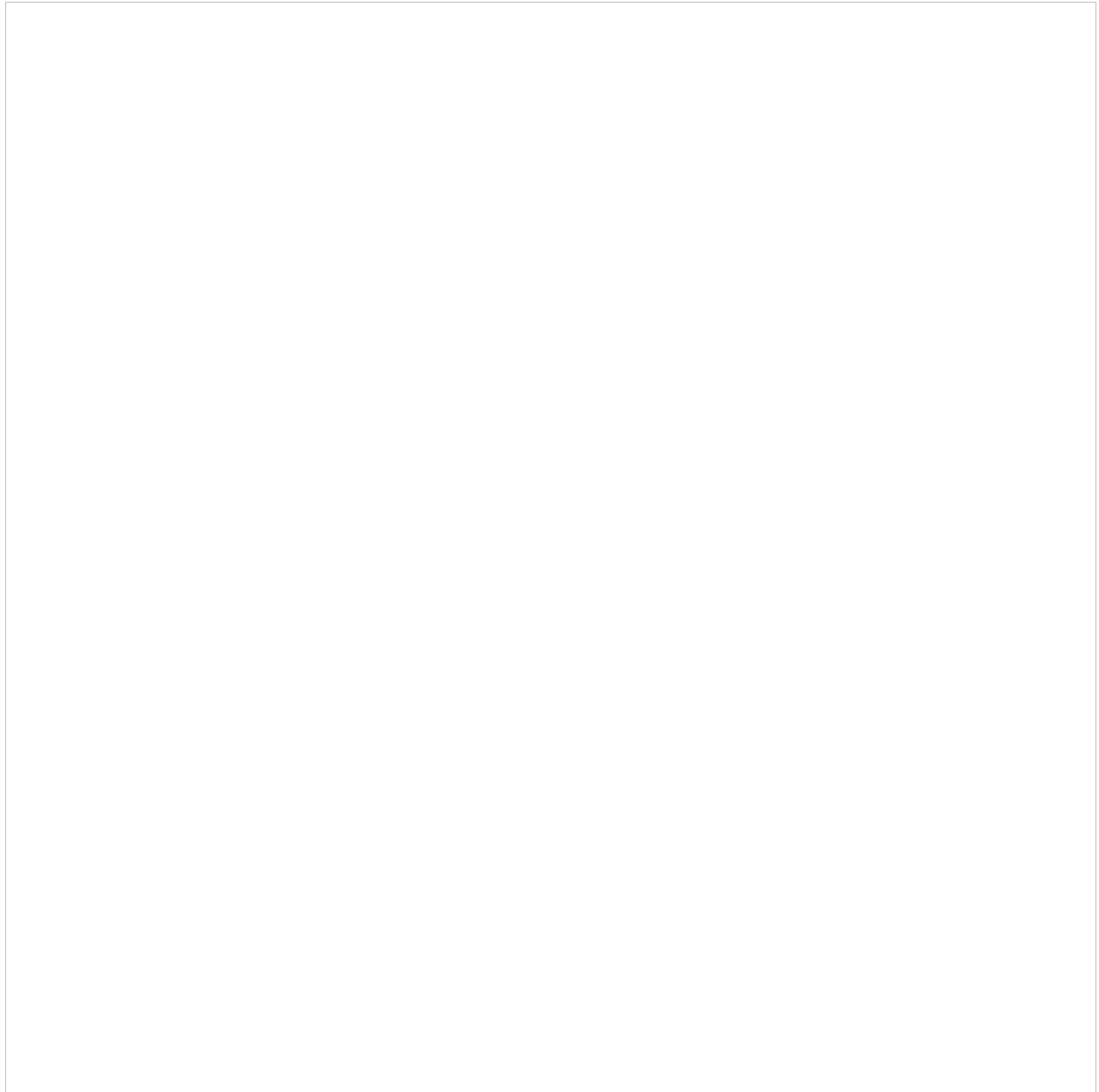
本次交易在香港资本市场具有里程碑式的意义，交易完成后的中信股份也将在相关资本市场具有显著的市场地位。

第一，本次交易是香港资本市场规模最大的一笔并购交易，交易金额达到约370亿美元，超过第二大交易中海油收购Nexen的交易金额的两倍。



2011年以来香港市场前十大并购交易

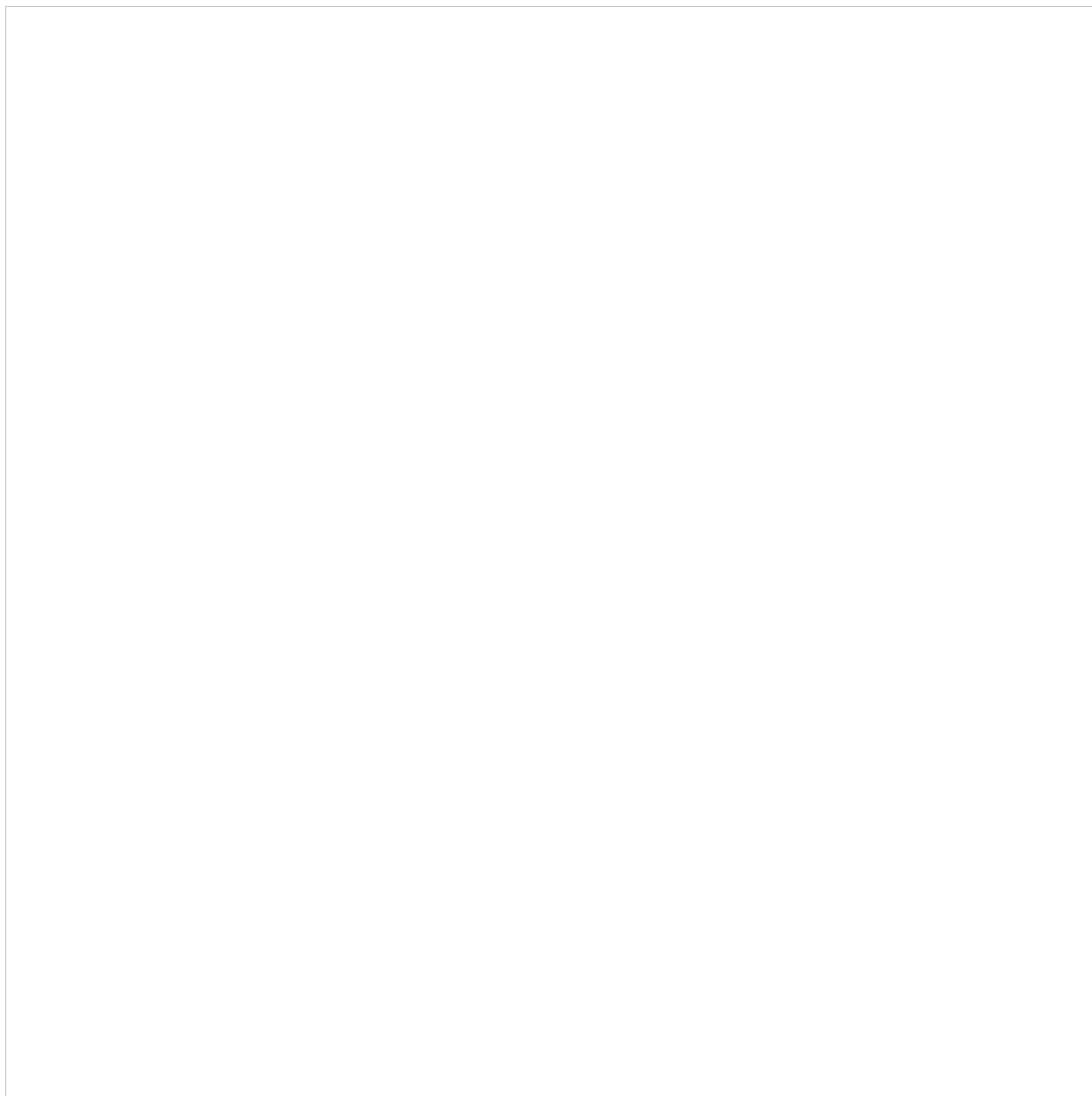
第二，本次交易的融资规模也创造了香港资本市场之最，其中仅现金募集部分的57.9亿美元，即超过了第二名的招商银行。



#### 2011年以来香港市场前十大上市公司融资

资料来源：Dealogic（截至2014年6月20日）。

第三，交易完成后，中信股份将成为香港资本市场综合性企业中营业利润排名第一的企业，且其990亿港币的营业利润超过第二名和记黄埔的3倍。



香港主要综合性企业的营业利润情况

资料来源：中信泰富公告。

第四，交易完成后，中信股份的总市值为479.6亿美元，在相关综合性企业中排名第二，仅次于和记黄埔。

（本案例由中信证券提供，撰写人：中信证券投资银行委员会并购业务线陈莹）

## 2.2.2.2 美的集团整体上市

美的集团股份有限公司（以下简称“美的集团”）向广东美的电器股份有限公司（以下简称“美的电器”）发行686 323 389股A股股份换股吸

收合并美的电器项目（以下简称“本次吸收合并”、“本次交易”、“吸收合并”）于2013年7月29日获得证监会核准批文，2013年9月18日美的集团在深圳证券交易所挂牌上市，股票代码000333，同日美的电器（股票代码000527）退市并进入注销程序，至此本次重组圆满完成。本次吸收合并的主要情况介绍如下：

## 一、吸收合并前的美的集团和美的电器的基本情况

### （一）美的集团的基本情况

#### 1. 历史沿革

美的集团前身是顺德市美托投资有限公司（以下简称“美托投资”），美托投资成立于2000年4月7日，注册资本为1 036.866万元。股东构成为：广东美的集团股份有限公司工会委员会占比22.90%；何享健等21个自然人占比77.10%。

2001年1月，广东美的集团股份有限公司工会委员会将其所持有的美托投资全部股权分别转让给何享健等5人。本次股权转让后，广东美的集团股份有限公司工会委员会退出公司经营，不再持有美托投资股权，美托投资股东变更为何享健等21个自然人。

2001年2月，何享健等5人收购张河川等16名自然人股东所持美托投资股权。本次股权转让后，股权结构变为：何享健占40%，陈大江占15%，冯静梅占15%，陈康宁占15%，梁结银占15%。

2001年7月，美托投资注册资本由1 036.866万元增至5 000万元，由



各股东按持股比例以货币认缴。

2001年11月，陈康宁将其所持15%股权转让给何享健，同时美托投资注册资本增至10 000万元，由何享健等4名股东按持股比例以货币认缴。本次变更后，股权结构变更为：何享健占55%，陈大江占15%，冯静梅占15%，梁结银占15%。

2002年9月，陈大江、冯静梅、梁结银分别将各自持有的15%股权转让给顺德市利迅投资有限公司。本次股权转让后，股权结构变更为：顺德市利迅投资有限公司占45%，何享健占55%。

2002年10月，何享健将其持有的55%股权全部转让给顺德市天拓投资有限公司。本次股权转让后，股权结构变更为：顺德市天拓投资有限公司占55%，顺德市利迅投资有限公司占45%。

2003年7月，美托投资注册资本由10 000万元增至50 000万元，由2名法人股东按持股比例以货币认缴。同时，股东进行了名称变更：顺德市天拓投资有限公司名称变更为佛山市顺德区天拓投资有限公司，顺德市利迅投资有限公司名称变更为佛山市顺德区利迅投资有限公司。本次增资后，股权结构变为：佛山市顺德区天拓投资有限公司占55%，佛山市顺德区利迅投资有限公司占45%。

2003年12月，美托投资申请变更名称为佛山市美的集团有限公司。

2004年4月，佛山市美的集团有限公司申请变更名称为美的集团有限公司。

2007年6月，佛山市顺德区利迅投资有限公司将20%股权转让给佛山市顺德区天拓投资有限公司，将4%股权分别转让给袁利群等4个自然

人。本次股权转让后，股权结构变更为：佛山市顺德区天拓投资有限公司占75%，佛山市顺德区利迅投资有限公司占21%，袁利群占1.2%，黄晓明占1.0%，栗建伟占1.0%，郑伟康占0.8%。

2007年12月，公司注册资本由50 000万元增至100 000万元，由各股东按照持股比例以货币认缴。

2008年9月，佛山市顺德区利迅投资有限公司将4%股权分别转让给方洪波等3个自然人。本次股权转让后，股权结构变更为：佛山市顺德区天拓投资有限公司占75%，佛山市顺德区利迅投资有限公司占17%，方洪波占1.6%，黄健占1.3%，袁利群占1.2%，蔡其武占1.1%，黄晓明占1.0%，栗建伟占1.0%，郑伟康占0.8%。

2009年6月，佛山市顺德区利迅投资有限公司将所持8%股权分别转让给方洪波等7名自然人股东。本次股权转让后，股权结构变更为：佛山市顺德区天拓投资有限公司占75%，佛山市顺德区利迅投资有限公司占9%，方洪波占3.6%，黄健占3.0%，袁利群占2.4%，蔡其武占2.0%，黄晓明占2.0%，栗建伟占2.0%，郑伟康占1.0%。

2010年6月，佛山市顺德区天拓投资有限公司吸收合并佛山市顺德区利迅投资有限公司，同时佛山市顺德区天拓投资有限公司更名为佛山市顺德区美的投资控股有限公司（以下简称“美的投资控股”）。本次股东变更完成后，股权结构变更为：美的投资控股占84%，方洪波占3.6%，黄健占3.0%，袁利群占2.4%，蔡其武占2.0%，栗建伟占2.0%，黄晓明占2.0%，郑伟康占1.0%。

2011年11月至2012年3月，美的投资控股将12.18%股权转让给融睿股权投资（珠海）合伙企业（有限合伙），将3.12%股权转让给天津鼎

晖嘉泰股权投资合伙企业（有限合伙）；经广东省对外贸易经济合作厅批准，将1.15%股权转让给佳昭控股有限公司，将2.4%股权转让给鼎晖美泰（香港）有限公司，将2.3%股权转让给鼎晖绚彩（香港）有限公司。前述股权转让后，股权结构变更为：美的投资控股占62.85%，融睿股权投资（珠海）合伙企业（有限合伙）占12.18%，天津鼎晖嘉泰股权投资合伙企业（有限合伙）占3.12%，鼎晖美泰（香港）有限公司占2.4%，鼎晖绚彩（香港）有限公司占2.3%，佳昭控股有限公司占1.15%，方洪波占3.6%，黄健占3.0%，袁利群占2.4%，蔡其武占2.0%，黄晓明占2.0%，栗建伟占2.0%，郑伟康占1.0%。

2012年4月，经广东省对外贸易经济合作厅批准，美的投资控股将3%股权转让给宁波美晟股权投资合伙企业（有限合伙）。本次股权转让后，股权结构变更为：美的投资控股占59.85%，融睿股权投资（珠海）合伙企业（有限合伙）占12.18%，天津鼎晖嘉泰股权投资合伙企业（有限合伙）占3.12%，宁波美晟股权投资合伙企业（有限合伙）占3%，鼎晖美泰（香港）有限公司占2.4%，鼎晖绚彩（香港）有限公司占2.3%，佳昭控股有限公司占1.15%，方洪波占3.6%，黄健占3.0%，袁利群占2.4%，蔡其武占2.0%，黄晓明占2.0%，栗建伟占2.0%，郑伟康占1.0%。

2012年8月，经广东省对外贸易经济合作厅批准，美的集团有限公司整体改制变更为股份有限公司，本次改制后，美的集团有限公司名称变更为美的集团股份有限公司，股权结构维持不变。

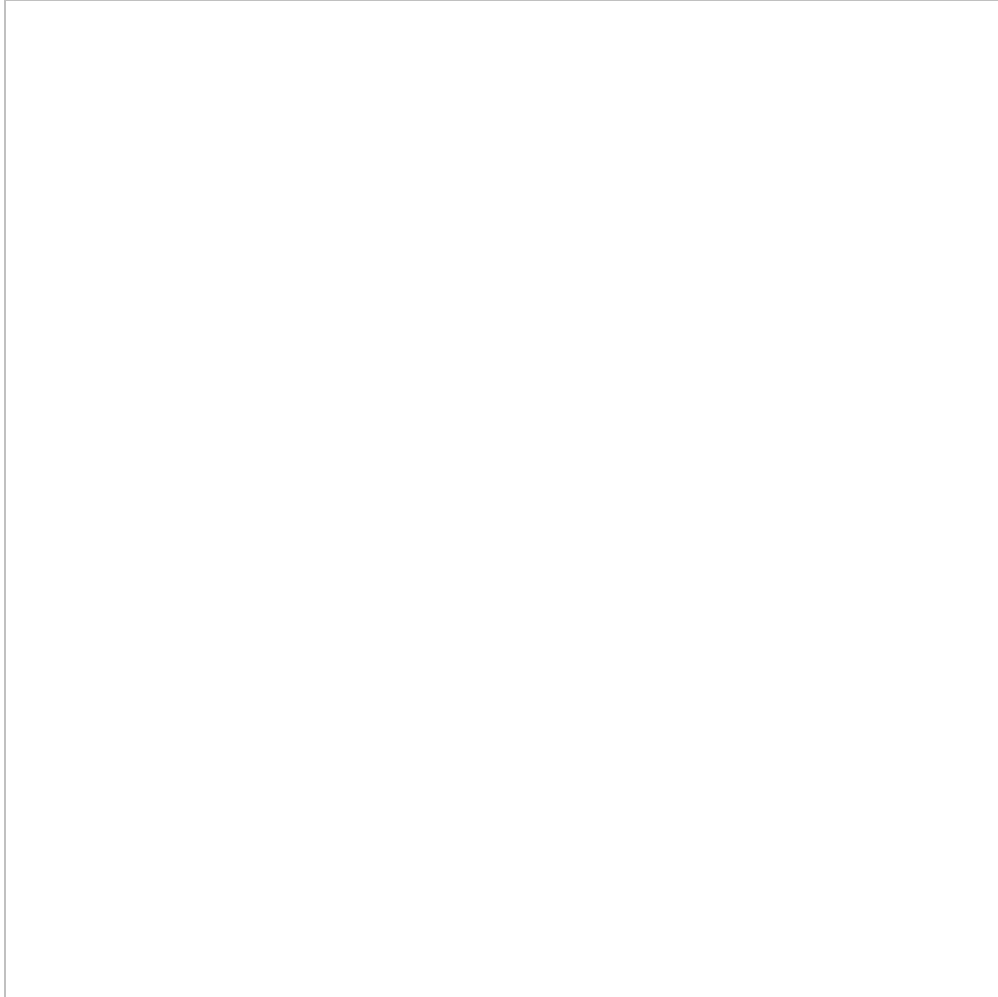
本次吸收合并前，美的集团的注册资本为100 000万元人民币，股权结构为：

股东名称	持股数（万股）	持股比例

美的投资控股	59 850	59.85%
融睿股权投资（珠海）合伙企业（有限合伙）	12 180	12.18%
天津鼎晖嘉泰股权投资合伙企业（有限合伙）	3 120	3.12%
宁波美晟股权投资合伙企业（有限合伙）	3 000	3.00%
鼎晖美泰（香港）有限公司	2 400	2.40%
鼎晖绚彩（香港）有限公司	2 300	2.30%
佳昭控股有限公司	1 150	1.15%
方洪波	3 600	3.60%
黄健	3 000	3.00%
袁利群	2 400	2.40%
蔡其武	2 000	2.00%
栗建伟	2 000	2.00%
黄晓明	2 000	2.00%
郑伟康	1 000	1.00%
合计	100 000	100.00%

## 2. 美的集团控股股东、实际控制人及股权控制关系

美的集团控股股东为美的投资控股，实际控制人为何享健先生。本次吸收合并前，美的集团及美的电器的股权控制关系如下：



### 3. 业务情况

美的集团以家电产业为主，涉足机电、物流等领域。公司拥有中国最具规模的白色家电生产基地和出口基地之一，拥有中国最大最完整的空调产业链、冰箱产业链、洗衣机产业链、微波炉产业链和洗碗机产业链，拥有中国最大最完整的小家电产品群和厨房家电产品群。公司旗下分为四大业务板块，分别为大家电、小家电、机电及物流，各业务板块的简介如下：

（1）大家电板块：从事白色家电（包括空调、冰箱、洗衣机等）的开发、设计、制造、销售，拥有美的、荣事达、华凌、小天鹅等品

牌。其中，家用空调销量占比居行业第二位，洗衣机销量占比居行业第二位，冰箱销量占比居行业第三位。该业务板块的主要运营主体为美的电器，也为本次交易的被吸收合并方。美的电器旗下控股A+B股上市公司无锡小天鹅股份有限公司（证券代码：000418.SZ，美的电器直接持股35.20%，并通过其境外全资子公司间接持股4.88%）。

（2）小家电板块：主要生产风扇、电饭煲、微波炉、饮水机等小家电产品，是国内产品线最全、规模最大的小家电生产商。小家电产业集群综合规模居全球前三，电饭煲、电磁炉、电压力锅、饮水机、电风扇、电暖器居行业第一，洗碗机为全球前四供应商，微波炉、豆浆机居行业第二位，厨卫产品市场占有率位居市场前列。

（3）机电板块：以家电核心部件制造为核心，生产空调类电机、洗涤类电机，空调电机、洗涤电机、磁控管等主要产品市场排名居于行业领先水平，拥有威灵、正力等多个行业知名品牌。该业务板块旗下拥有香港上市公司威灵控股有限公司（证券代码：0382.HK，美的集团通过境外全资子公司间接持股67.68%）。

（4）物流板块：从事第三方物流和仓储业务等，拥有行业知名品牌安得物流，该业务板块的主要运营主体为芜湖安得物流股份有限公司，该公司为AAAAA级综合服务型物流企业。

#### 4. 美的集团财务和盈利情况

美的集团在本次吸收合并前两年及一期的主要财务数据如下：

单位：亿元			
	2012年6月30日	2011年12月31日	2010年12月31日
总资产	979.32	903.45	756.80

总负债	674.85	602.00	524.14
净资产	304.47	301.46	232.65
归属于母公司所有者权益	129.13	124.94	115.21

	2012年1—6月	2011年	2010年
营业收入	578.24	1 240.46	1 102.53
营业利润	40.35	74.64	55.42
净利润	33.68	66.41	64.61
归属于母公司净利润	17.41	34.49	37.46

## （二）美的电器的基本情况

### 1. 历史沿革

美的电器原名广东美的集团股份有限公司（2004年5月25日更名为“广东美的电器股份有限公司”），系经顺德市乡镇企业管理局顺乡镇字〔1992〕68号文（《关于同意广东美的电器企业集团进行股份制试点的批复》）、广东省企业股份制试点联审小组和广东省经济体制改革委员会粤体改〔1992〕11号文（《关于同意设立广东美的集团股份有限公司的批复》）批准，由顺德市北滘镇经济发展总公司发起，在原广东美的电器企业集团的基础上进行内部股份制改造，并于1992年8月10日以定向募集方式设立的股份有限公司。

1993年3月14日，美的电器第二届股东大会决议通过每股送0.08股，派现金0.12元的1992年度分红派息方案，方案实施后，美的电器股份总额变更为6 831万股，其中发起人股4 781.7万股，内部职工股2049.3万股。

经广东省证券委员会1993年6月25日以粤证委发〔1993〕004号文批准，并经中国证监会于1993年9月7日以证监发行字〔1993〕34号文审核批准，美的电器于1993年10月4日在深圳证券交易所（以下简称“深交所”）向社会公开发行人民币普通股2 277万股，每股面值1.00元。1993年11月12日，美的电器2 277万股社会公众股在深交所上市交易。

1994年3月28日，美的电器股东大会决议通过每10股送10股，派现金1.5元的1993年度分红派息方案。方案实施后，美的电器股份总额变更为18 216万股，其中发起人法人股8 063.4万股，募集法人股1 500万股，社会公众股6 603.3万股、内部职工股2 049.3万股。

1995年8月，经广东省证券监督管理委员会《关于同意广东美的集团股份有限公司配股的批复》（粤证监发字〔1995〕017号）批准、中国证监会《关于广东美的集团股份有限公司申请配股的复审意见书》（证监发审字〔1995〕20号）批准，美的电器向全体股东以10：3的比例配售新股，实际配售新股数量2 625.78万股，美的电器法人股东认购30万股，个人股东认购2 595.78万股，配股价为3.95元 / 股。新股发行后，美的电器股份总额增加到20 841.78万股。

1996年4月15日，经中国证监会和深交所批准，美的电器2 049.3万股内部职工股全部上市流通。

1996年6月18日，美的电器股东大会通过每10股送1股，派发现金2元的1995年度分红派息方案，方案实施后，美的电器股本总额增加到22 925.96万股。

1997年5月，美的电器股东大会通过每10股送2股的1996年度分红派息方案，方案实施后，美的电器股本总额增加到27 511.15万股。



1997年7月，经广东省证券监督管理委员会《关于同意广东美的集团股份有限公司配股申请的批复》（粤证监发字〔1997〕011号）批准、中国证监会《关于广东美的集团股份有限公司申请配股的批复》（证监上字〔1997〕35号）复审批准，美的电器向全体股东以10：2.272 5的比例配售新股。美的电器全体法人股东认购2 208.80万股，社会公众股东认购3 374.18万股，配股价为7.00元 / 股。新股发行后，美的电器股本总额增加到33 094.12万股。

1998年9月，美的电器股东大会审议通过1998年度中期公积金转增股本方案，即每10股转增3股。方案实施后，公司股本总额增加到43 022.36万股。

1999年8月，经中国证监会《关于广东美的集团股份有限公司申请配股的批复》（证监公司字〔1999〕59号）核准，公司以10：2.307 693的比例配股，美的电器全体法人股股东放弃认购，社会公众股东认购5 466.61万股，配股价格为7.5元 / 股。新股发行后，美的电器股本总额增至48 488.97万股。

2005年5月，美的电器股东大会通过2004年度分红派息及资本公积转增股本方案，即每10股转增3股，派1.5元。转增实施后，美的电器股本总额增加到63 035.66万股，其中法人股25 133.83万股，社会公众股37 901.84万股。

2006年3月10日，美的电器股权分置改革方案获得相关股东大会审议通过。2006年3月22日，股权分置改革实施完毕。

2007年5月30日，美的电器股东大会通过2006年度分红派息及资本公积金转增股本方案，即每10股转增10股，派3.50元。方案实施后，美

的电器股本总额增加到126 071.33万股。

2008年3月10日，美的电器股东大会通过了2007年度分红派息方案，即每10股送5股红股、派4.00元人民币现金。方案实施后，美的电器股份总额增加至1 891 069 929股。

依据中国证监会《关于核准广东美的电器股份有限公司增发股票的批复》（证监许可〔2009〕668号），2009年7月30日，美的电器采取向原A股股东按持股比例优先配售，剩余部分以网上、网下定价发行相结合的方式发行新股18 910.692 2万股，每股发行价格为15.75元，本次发行后，美的电器股本总额由1 891 069 929股增加至2 080 176 851股。

2010年4月12日，美的电器2009年度股东大会审议通过了2009年度分红派息及资本公积转增股本方案，即每10股转增5股派1.00元现金。方案实施后，美的电器股本总额增加至3 120 265 276股。

依据中国证券会《关于核准广东美的电器股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可〔2011〕84号），美的电器向6名投资者非公开发行264 082 374股A股股票。本次定增完成后，美的电器股本总额增加至3 384 347 650股。

截至目前，美的电器总股本为3 384 347 650股，股权结构如下：

股东名称	持股数（股）	持股比例
美的集团股份有限公司	1 293 273 124	41.17%
其他股东	1 991 074 526	58.83%
合计	3 384 347 650	100.00%

## 2. 美的电器前十大股东情况

截至2012年6月30日，美的电器前十大股东情况如下：

股东名称	持股数（股）	持股比例
美的集团股份有限公司	1 293 273 124	41.17%
鹏华价值优势股票型证券投资基金	67 299 626	1.99%
全国社保基金一零二组合	66 075 687	1.95%
开联实业发展有限公司	56 224 825	1.66%
全国社保基金五零一组合	49 500 000	1.46%
全国社保基金一零四组合	38 199 819	1.13%
国元证券股份有限公司	37 601 030	1.11%
中国平安人寿保险股份有限公司	37 286 994	1.10%
易方达深证100交易型开放式指数证券投资基金	32 955 197	0.97%
广发大盘成长混合型证券投资基金	29 000 000	0.86%
合计	1 807 416 302	53.40%

### 3. 美的电器的财务和盈利情况

美的电器本次吸收合并前两年及一期的主要财务数据如下：

单位：亿元

项目	2012年	2011年	2010年
总资产	652.35	595.50	420.54
总负债	399.00	343.92	256.71
净资产	253.36	251.58	163.83
归属于母公司所有者权益	204.29	199.98	123.36

	2012年1—6月	2011年	2010年
营业收入	389.90	931.08	745.59
营业利润	28.57	50.23	25.57

净利润	24.02	45.41	40.43
归属于母公司净利润	20.89	36.99	31.27

## 二、吸收合并的方案

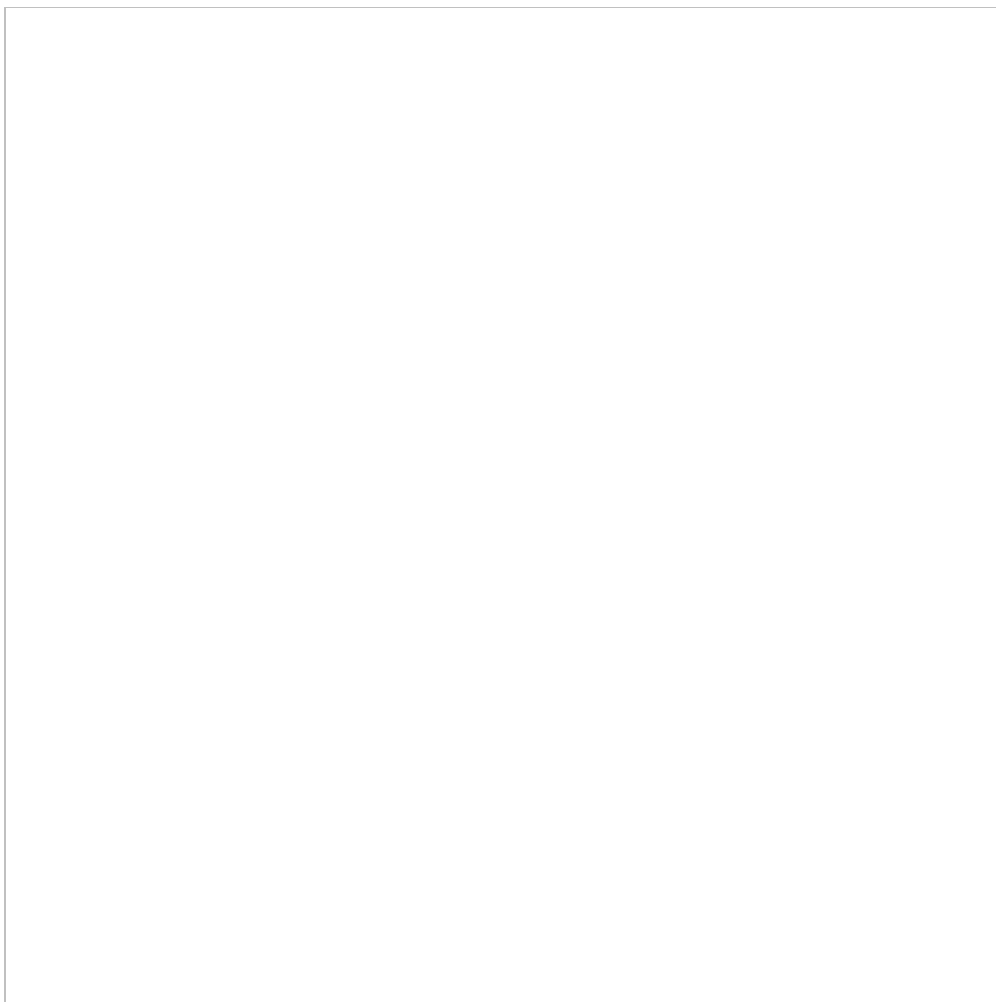
### （一）交易概况

美的集团以换股方式吸收合并其控股的上市公司美的电器，实现美的集团的整体上市，即美的集团向美的电器除美的集团外的所有换股股东发行股票交换该等股东所持有的美的电器股票。其中，美的集团所持美的电器股票不参与换股、也不行使现金选择权，并且该等股票在本次交易完成后予以注销。本次交易完成后，美的电器的法人资格将注销，美的集团作为存续公司将承继及承接美的电器的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务。

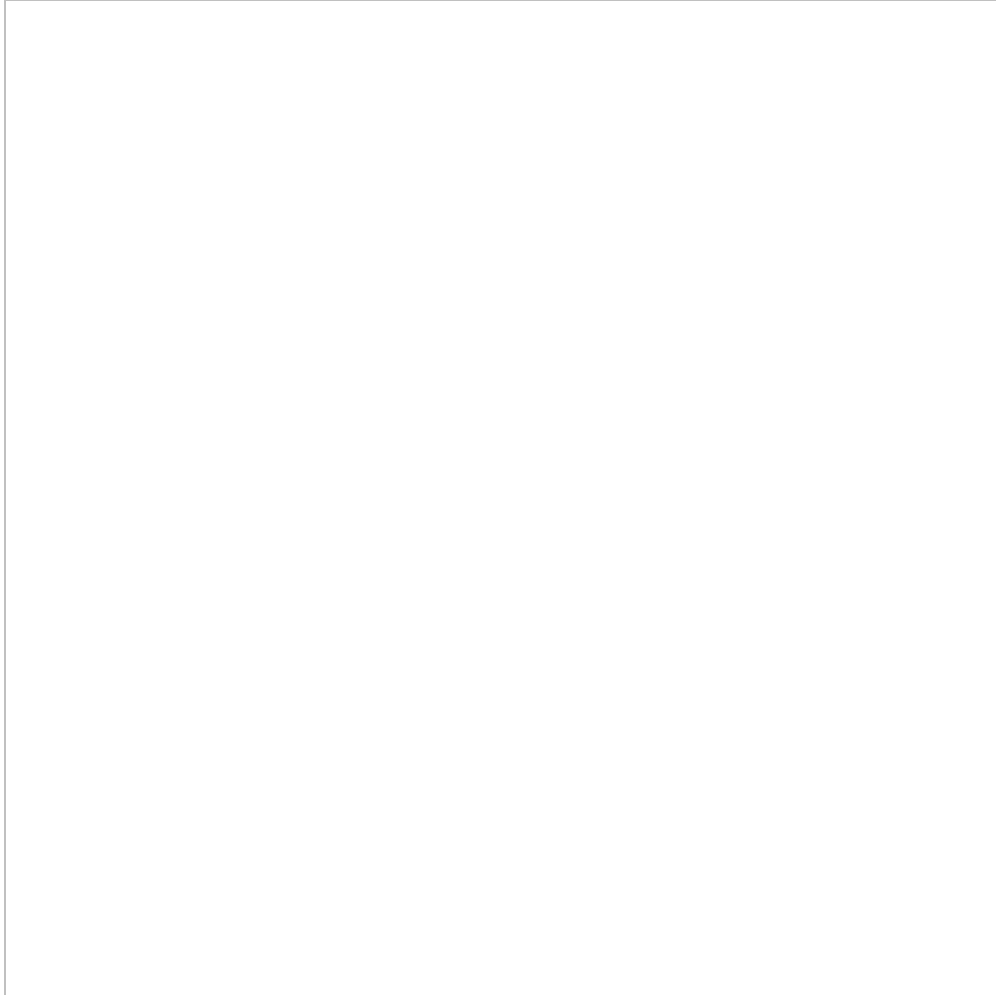
本次吸收合并，美的集团的发行价格为44.56元 / 股，美的电器的换股价格为15.36元 / 股，换股比例为0.344 7：1，即1股美的电器股份换取0.344 7股美的集团发行股份。本次吸收合并交易规模达306亿元，为《上市公司重大资产重组管理办法》实施以来首例纯非上市公司换股吸收合并A股上市公司的交易。

本次交易前后的架构图如下：

本次交易前



本次交易后



## （二）本次交易的具体方案

### 1. 本次发行的股票种类、面值及数量

美的集团为本次吸收合并之目的发行境内上市人民币普通股（A股），每股面值为1元。美的集团因本次吸收合并将发行686 323 389股股份，全部用于吸收合并美的电器。

### 2. 本次发行的对象

本次吸收合并发行的对象为合并实施股权登记日收市后登记在册的

除美的集团之外的美的电器的全体股东。

### 3. 发行价格、换股价格及换股比例

本次吸收合并美的集团发行价为44.56元 / 股。美的电器换股价格为15.96元 / 股（除息前），较定价基准日前20个交易日的美的电器股票交易均价9.46元 / 股溢价68.71%。本次吸收合并的换股比例为0.358 2：1（除息前，换股比例按照四舍五入原则保留四位小数），即，换股股东所持有的每1股美的电器股份可以换取0.358 2股美的集团本次发行的股份。

若合并双方中的任一方在换股之前发生派息、送股、资本公积转增股本等除权除息事项，则上述发行价格或换股价格将做相应调整。

2013年4月22日，美的电器股东大会已审议通过《2012年度利润分配议案》，根据利润分配方案，美的电器每10股将派发现金6.00元（含税）。该次分红派息的股权登记日为2013年6月5日，除权除息日为2013年6月6日。该方案实施后，美的电器每股换股价格按照上述原则相应调减0.60元 / 股。美的电器调整之后的换股价格为15.36元 / 股，换股比例相应调整为0.344 7：1。

### 4. 被合并方股东利益保护机制

为充分保护美的电器全体股东特别是中小股东权益，将由美的控股担任现金选择权提供方，向美的电器异议股东提供现金选择权。具有现金选择权的异议股东是指在作出本次吸收合并决议的美的电器股东大会正式表决换股吸收合并议案时投出有效反对票，并且一直持有代表该反对权利的股份直至现金选择权实施日，同时在规定时间内履行申报程序的股东。本次吸收合并的现金选择权价格为9.99元 / 股。

## 5. 本次吸收合并涉及的债权债务处置

本次吸收合并完成后，美的电器将注销，美的集团作为存续公司将承继及承接美的电器的全部资产、负债、业务、人员及其他一切权利与义务。

美的集团于2013年3月28日召开董事会审议通过本次合并相关事项后，已向全部金融债权人和主要债权人发出书面通知，告知债权人本次合并事宜并征求债权人同意由合并后的存续公司继续承担及履行债务。

美的电器于2013年3月28日召开董事会审议通过本次合并相关事项后，已向全部金融债权人和主要债权人发出书面通知，告知债权人本次合并事宜并征求债权人同意由合并后的存续公司继续承担及履行债务。美的电器按照相关法律法规的要求，于股东大会审议通过本次合并决议之日起十日内通知债权人，于三十日內在报纸上作出公告，并按照相关债权人的要求提前清偿债务或提供担保。

## 6. 本次吸收合并涉及的职工安置

本次吸收合并完成之后，美的集团的原管理人员和原职工将根据其与美的集团签订的聘用协议或劳动合同，继续在存续公司工作。

双方同意本次合并完成后，美的电器的全体员工将由存续公司全部接收。美的电器作为其现有员工雇主的任何及全部权利和义务将自本次合并的交割日起由存续公司享有和承担。

美的集团和美的电器已于2013年4月10日就本次吸收合并所涉及各自的职工安置方案分别召开职工代表大会，审议通过了各自的职工安置方案。



### （三）本次吸收合并的具体实施流程

2013年3月28日，美的集团召开第一届董事会第七次会议，审议通过了本次吸收合并相关事项。

2013年3月28日，美的电器召开第七届董事会第二十五次会议，审议通过了本次吸收合并相关事项。

2013年4月22日，美的集团召开2012年度股东大会，审议通过了本次吸收合并相关事项。

2013年4月22日，美的电器召开2012年度股东大会，审议通过了本次吸收合并相关事项。

2013年4月23日，广东省外经贸厅出具了原则性批复，初步同意本次吸收合并。

2013年6月8日，商务部反垄断局就本次吸收合并涉及的经营集中反垄断审查出具《不实施进一步审查通知》（商反垄初审函〔2013〕86号）。

2013年7月29日，中国证监会出具了关于本次吸收合并的核准批复文件。

2013年7月30日，广东省外经贸厅正式同意本次吸收合并。

2013年9月18日，美的集团实现在深圳证券交易所上市，股票代码000333，同日美的电器（股票代码：000527）退市。

### 三、吸收合并的成功经验

#### （一）选择对于企业最为合适的整体上市方案

本次合并方案是《上市公司重大资产重组管理办法》实施以来，首例非上市公司换股吸收合并A股上市公司的交易，交易结构较为创新。自项目启动后，公司和中介机构设计了多种合并方案，包括反向资产注入、反向换股吸收合并、正向换股吸收合并等多种方式，方案一度论证几十稿。在综合考虑美的集团实际经营情况、美的集团股东利益、美的电器中小投资者利益、操作效率、税费、操作可执行性等各种因素，经与美的集团、美的电器反复磋商，并与证监会、商务部、交易所、工商部门、税务部门等监管机构反复沟通，最终确定上述合并方案。事实证明，本次合并创造了市场、监管、企业、投资者共赢的良好局面：合并方案公告后，美的电器股价上涨超过50%；在通过本次合并方案的美的电器股东大会上，赞成票数高达出席会议所有非关联股东所持表决权的98.9%；在合并方案公告后的3个月后，本次合并顺利通过证监会并购重组委审核，5个多月后美的集团即实现在深交所挂牌上市；截至目前美的集团复权股价约为55元 / 股，较美的集团发行价格44.56元 / 股，上涨幅度超过20%，亦超过行业涨幅。

#### （二）精准估值定价

本次合并涉及多方投资者的利益，包括美的集团控股股东、战略投资者、管理层股东以及美的电器机构投资者、中小股东等。保障及平衡各方股东利益的关键是合并双方的估值定价是否能够公允。项目团队一方面运用DCF、可比公司法、可比交易法，并参考国内外市场情况运用

多种估值方法，另一方面深入美的集团各产品事业部、经销商、消费者市场进行调研走访，对公司经营模式、产品、市场做了深入的尽职调查。在此基础上形成初步的估值报告，再与合并双方股东进行了充分沟通协商，最终确定令双方绝大部分股东满意的合并对价。事实证明上述工作是卓有成效的，美的集团股东大会100%通过合并方案，美的电器股东大会99%通过（控股股东回避表决）。

### （三）现金选择权的设置

参考同类案例，现金选择权可向美的电器全体股东或异议股东提供。若向全体股东提供面临有可能行使现金选择权的股东较多，若仅向异议股东提供则可能造成股东为获得现金选择权而在股东大会投反对票，本次交易仅向异议股东提供现金选择权。

现金选择权的定价不宜过高，防止股东为获得现金选择权而在股东大会投反对票或行使现金选择权的异议股东较多，同类案例一般将现金选择权确定为董事会前20个交易日均价，由于本次交易采取两次董事会合开，且停牌时间长达7个多月，考虑到大盘涨幅，因此现金选择权价格在20个交易日均价基础上给予了12%溢价（参考美的电器停牌以来至2013年2月28日上证综指的涨幅），确定为10.59元 / 股，经除息调整后为9.99元 / 股。

### （四）盈利预测补偿承诺

根据《重组办法》第三十四条规定，资产评估机构采取收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的估值方法对拟购买资产进行评估

并作为定价参考依据的，上市公司应当在重大资产重组实施完毕后三年内的年度报告中单独披露相关资产的实际盈利数与评估报告中利润预测数的差异情况，并由会计师事务所对此出具专项审核意见；交易对方应当与上市公司就相关资产实际盈利数不足利润预测数的情况签订明确可行的补偿协议。

本次交易采取以市盈率为依据的定价发行方式，而并未聘请资产评估机构采取收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的估值方法对拟购买资产进行评估并作为定价参考，本次交易依规定不需与上市公司签订盈利预测补偿协议。

考虑到为进一步保护投资者的利益，2013年6月16日，美的控股及7名自然人股东（以下简称“8名股东”）与美的集团签署《美的集团股份有限公司与美的控股有限公司等8名股东盈利预测补偿协议》（以下简称“《盈利预测补偿协议》”），8名股东将就本次重组完成后美的集团2013年可能未实现的利润差额进行现金补偿，补偿范围不单是美的集团未上市的小家电、物流和电机资产的预测利润，而是包括了已上市大家电资产的扩大后上市公司备考盈利预测，以此形成对美的集团2013年盈利更为全面的保障。

## 四、完成整体上市的绩效

（一）通过本次交易，美的集团成为全球最大的白色家电上市公司之一，圆满实现其产业链整合的战略目标

通过本次交易，美的集团作为上市主体的2012年营业收入达167.65亿美元，成为全球最大的白色家电上市公司之一，并成为全产业链、全

产品线的白电生产企业。大家电、小家电业务均衡发展，避免单产品线周期波动风险，同时公司在采购、仓储、销售、研发及财务方面形成有效协同机制。

## （二）本次交易是中国新重组监管体系下首例非上市公司发行A股吸收合并上市公司案例

本次交易是自2008年《上市公司重大资产重组管理办法》颁布以来，首例由非上市公司发行A股换股吸收合并上市公司的交易，在实现公司上市、解决关联交易的同时，不涉及新的融资或股东套现，未对资本市场构成任何资金压力，成为一种市场可参考的新IPO模式。

本次交易涉及首次公开发行及上市公司重大资产重组两项操作，操作无太多先例可循，通过本次交易，监管机构譬如证监会、交易所及登记公司相应明确了此类交易的审核、操作程序，为以后类似交易创造了条件。

## （三）本次交易创新采用定价发行机制，精准估值获得市场高度认可

美的集团创新性地采用了定价发行方式，与以往国内IPO采用询价机制不同，美的集团发行价格综合考虑了可比公司情况、公司市场地位、资产质量、盈利能力、竞争优势等多方面因素确定，通过精准的估值，获得中小股东及市场的高度认可，2013年4月22日，美的电器股东大会审议通过了本次交易，赞成票数高达出席会议所有非关联股东所持表决权的98.91%；美的集团上市后股价亦一直稳定在发行价附近。

（四）本次交易金额超过**300**亿元人民币，为中国**2013**年交易规模最大的并购交易之一

本次交易的尽职调查涉及约200家公司，其中境内企业130余家，境外企业60余家，以及16个国内生产基地及6个海外生产基地，资产总额超过900亿元，销售收入超过1 000亿元，交易规模庞大，交易复杂度高。

（本案例由中信证券提供，案例撰写人：中信证券投资银行委员会并购业务线陈健健）

## 2.3 借壳上市

---

### 2.3.1 神州信息借壳ST太光

#### 一、案例简述

2013年8月1日，深圳市太光电信股份有限公司（以下简称“\*ST太光”或“公司”）与神州数码信息服务股份有限公司（以下简称“神州信息”）签署了《吸收合并协议》，公司与控股股东昆山市申昌科技有限公司（以下简称“申昌科技”）签署了《股份认购协议》。2013年8月26日，\*ST太光与神州信息签订了《吸收合并协议之补充协议》。根据前述协议，\*ST太光拟以向神州信息全部股东发行股份方式吸收合并神州信息，吸收合并完成后，神州信息全部资产、负债、业务、人员并入\*ST太光，神州信息予以注销。本次交易的标的资产为神州信息的全部资产、负债及其相关业务。吸收合并协议生效之日起五日内，\*ST太光应当终止其现有贸易业务。\*ST太光向其控股股东申昌科技定向发行股份募集配套资金2亿元，募集配套资金额度不超过本次交易总金额25%。募集配套资金将用于支付本次交易并购整合费用，以提高本次交易整合绩效。

本次重大资产重组完成后，\*ST太光将承继神州信息的全部资产、负债、业务及其与之对应的权利义务，主营业务由电子产品贸易变更为软件和信息技术服务业。

## 二、交易各方

### （一）上市公司及中介机构基本情况

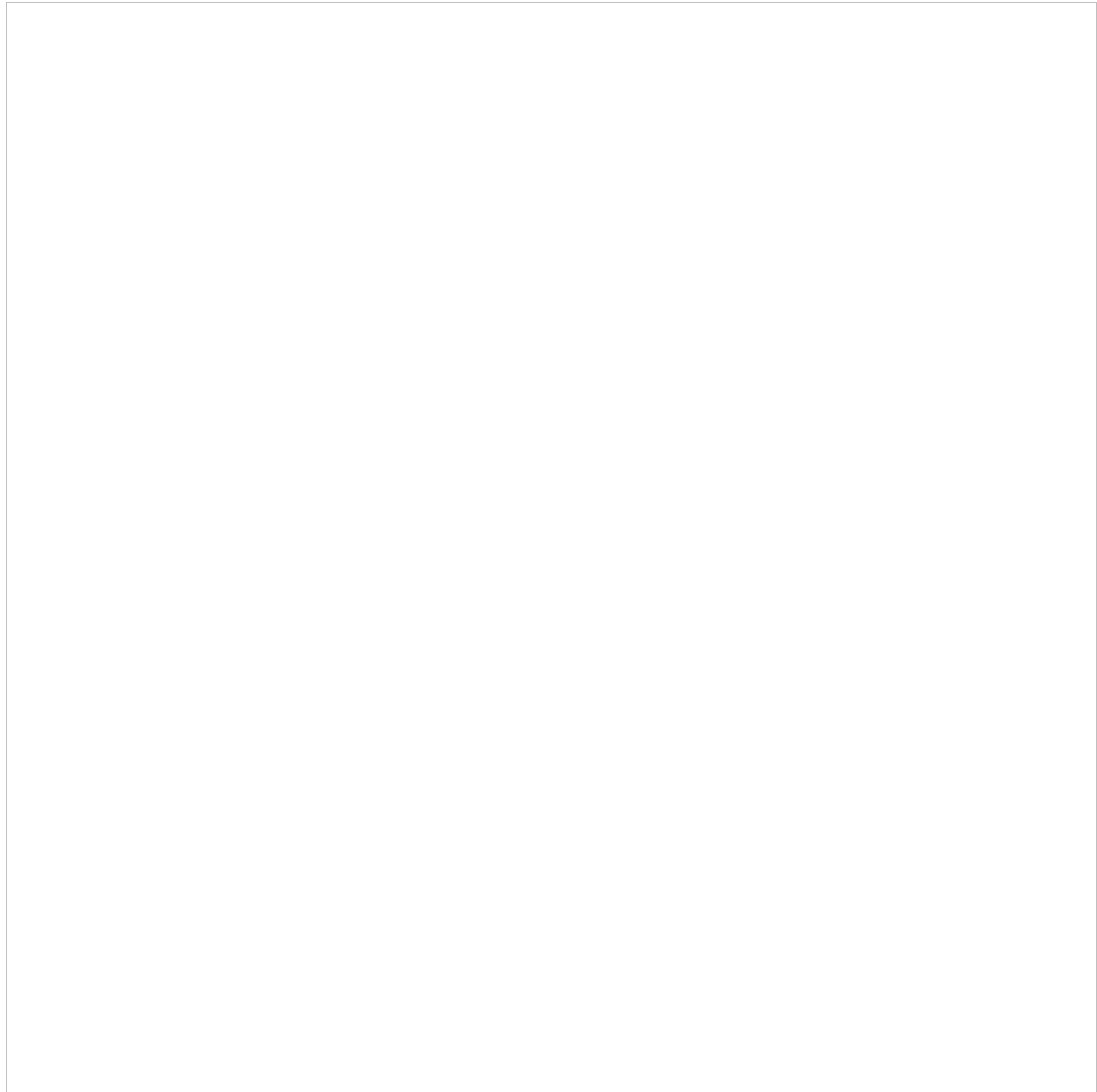
上市公司基本情况			
发行人名称	深圳市太光电信股份有限公司	股票简称	*ST太光
注册资本	90 627 680万元	法定代表人	宋波
注册地址	广东省深圳市福田区滨河路北与彩田路东联合广场A座3608室	控股股东或实际控制人	昆山市申昌科技有限公司
行业分类	计算机、通信和其他电子设备制造业	主要产品及服务	液晶薄膜显示面板贸易业务
本次交易的有关中介机构			
独立财务顾问	西南证券股份有限公司	律师	北京市金杜律师事务所
审计机构	信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）、中兴财光华会计师事务所有限公司	评估机构	北京中同华资产评估有限公司

### （二）标的资产的基本情况

#### 1. 股权结构

本次交易前，神州信息的股权结构为：





## 2. 业务情况

### （1）神州信息主营业务的构成

神州信息是国内最早进入信息技术服务行业的企业之一，也是目前国内规模最大、最具品牌影响力的整合信息技术服务提供商之一，拥有500多项自主创新的全行业应用解决方案，300多项自主知识产权的软件

著作权及产品技术专利，具有覆盖全国的销售网络和服务网络优势，在IT服务市场占有率均名列前茅，是中国IT服务标准的推动者和先行者。神州信息秉承“以客户为中心，以服务为导向”理念，构建了全面服务于行业客户的业务布局和组织体系，为金融、电信、政府、制造、军队、能源等行业客户提供涵盖应用软件开发、专业技术服务、系统集成、金融自助设备等的整合IT服务，有效促进了“工业化、城市化、信息化”融合，在推进信息化建设的同时普惠市民。

神州信息为客户提供整合IT服务，按照具体内容、工作重点、项目实施阶段等方面的不同，可以划分为系统集成业务、应用软件开发业务、技术服务业务和金融专用设备相关业务。这种划分只是为了管理与分析的需要而进行的，实际上神州信息向客户提供整合IT服务的同时提供上述全部或部分业务，并且各类业务相互交织。神州信息的主要产品为系统集成、技术服务、应用软件以及ATM。

## （2）主要产品的特点

### ①系统集成

所谓系统集成（SI, System Integration），就是通过结构化的综合布线系统和计算机网络技术，将各个分离的设备、功能和信息等集成到相互关联的、统一和协调的系统之中，使资源达到充分共享，实现集中、高效、便利的管理。这需要解决各类设备、子系统间的接口、协议、系统平台、应用软件等与子系统、建筑环境、施工配合、组织管理和人员配备相关的一切面向集成的问题。

神州信息集成解决方案群组有20多年的专业化系统集成服务经验，积累了丰富的客户资源，与全球40多家软、硬件知名厂商建立了长期战

略合作关系，为客户提供全方位、系统化的包含IT基础设施搭建、解决方案、运维管理解决方案、行业应用解决方案在内的综合信息化解决方案服务。

## ②技术服务

神州信息专业技术服务主导产品为神州信息锐行服务产品。2006年，神州信息在全行业率先开始迈向IT服务的产品化建设之路，至今已建立起较为完善的服务产品体系——锐行服务产品体系，并于2012年推出面向PC服务器硬件设备的响应式支持服务“锐行快捷”品牌。“锐行服务”是国内首推的IT服务品牌，在金融、电信、能源、电力行业以及政府部门有广泛的客户基础。

锐行服务产品体系是根据国家IT服务标准分类代码而设计的，包含三大产品系列、12条产品线，涵盖了IT技术服务的全过程。

## ③应用软件开发

神州信息在长期的应用软件开发实践过程中积累了雄厚的专业技术基础，形成了面向于特定领域的业务基础软件平台，具备了大型应用软件开发能力，能够为客户度身定制各种个性化和专业化的软件产品。神州信息在政府税务行业、战略物资行业、金融行业等细分市场上具有极强的竞争优势。

## ④ATM金融专用设备相关业务

神州信息金融专用设备相关业务主要产品为ATM（自动柜员机），主要供应给银行类金融机构。神州信息ATM机主要产品为：C6000系列和C7000系列ATM机。

### （3）神州信息的主要经营模式

#### ①系统集成业务

##### A. 服务模式

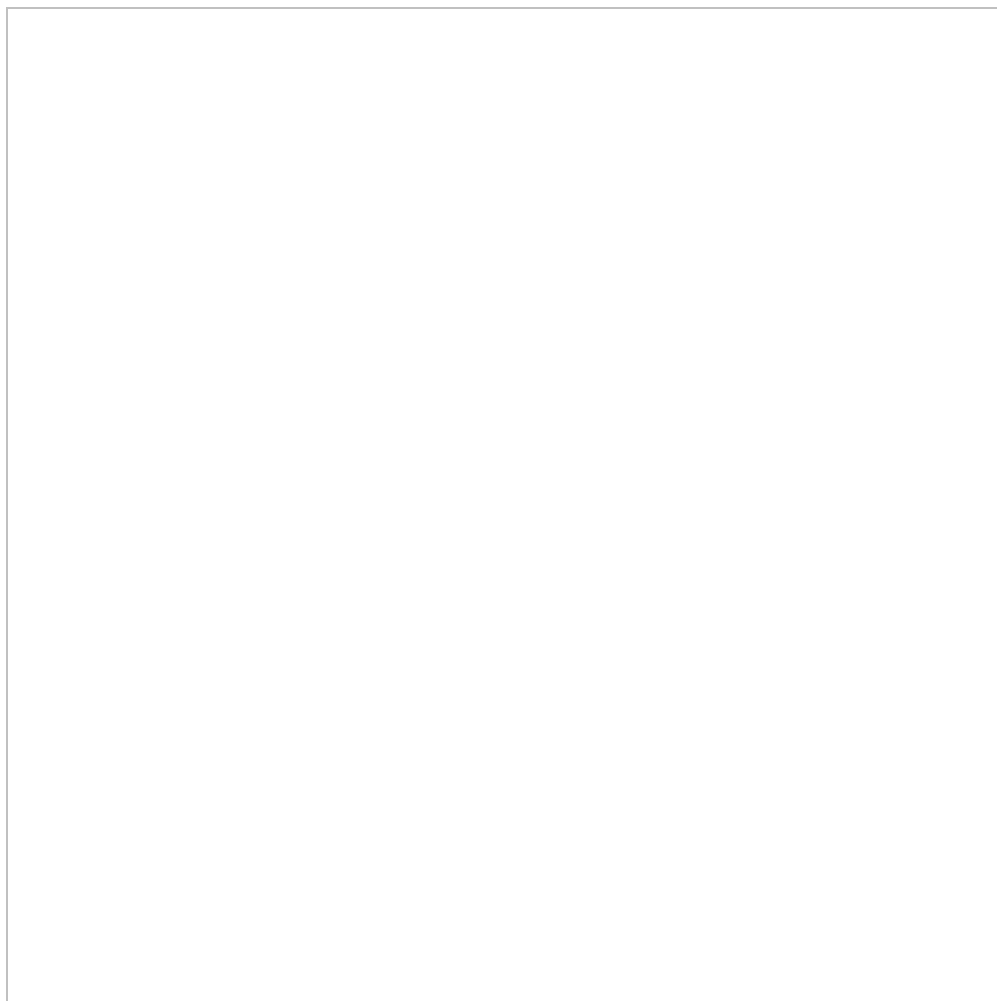
神州信息系统集成业务服务于目标客户的信息化过程，以“技术开发项目合同”、“系统集成项目合同”等方式，向客户提供信息系统全面解决方案。神州信息依据客户的实际情况，协助客户分析其拟建信息系统的实际需求，提出系统架构，设计具体项目方案（包括软、硬件选配方案等）。神州信息在项目方案取得客户认可后组织项目设备采购和现场实施，搭建软、硬件平台，配置系统软件和相关应用软件。实施完成后，神州信息组织系统测试和试运行，并对客户进行使用培训，组织工程验收和系统开通。

同时，神州信息在为客户提供信息系统全面解决方案之后，根据项目情况长期为客户提供系统维护、性能优化、硬件维修与备件服务、技术与应用咨询和软件升级等方面的服务。

##### B. 销售模式

神州信息系统集成业务主要目标客户为银行等金融机构、各大电信运营商、能源企业以及政府和其他企业客户。神州信息在市场营销上主要采取主动推广发掘客户、积极巩固拓展现有客户业务的直销模式。神州信息利用多年积累下来的行业产品开发和实施经验，在对不同行业内代表性的客户化需求进行归纳和总结的基础上，分析各行业信息化建设的需求，锁定潜在客户，着力加强向金融行业、政府、企业客户的推广，同时巩固现有电信运营商的市场份额，重点突破能源、军事行业客户。

系统集成业务具体销售环节如下：



### C. 采购模式

神州信息系统集成业务的采购主要根据项目需求采购IT硬件和软件，主要包括服务器、PC机及配件、存储设备、网络系统以及系统软件、支撑软件、应用软件等。神州信息在向客户提供系统集成服务时，首先根据客户的实际情况，设计出具体项目方案（包括IT软、硬件选配方案等），在具体项目方案获得客户认可后由神州信息采购部门根据客户和项目需求向国内外知名的供应商或代理商如IBM、惠普、联想、华为、神州数码等采购IT软、硬件。

神州信息的采购类型包括国内采购和国外采购两种，主要采用电汇、商票或银票、信用证等方式付款。具体的采购对象分为原厂供应商和经销商。向原厂供应商采购是指神州信息根据每年与原厂供应商签订的框架协议约定的内容，通过下订单 / PO的方式执行采购；向经销商采购是指神州信息根据项目采购需求，在项目成本计划内，依据神州信息定义的采购合同模版，与经销商完成采购合同签约。

## ②应用软件开发业务

### A. 生产模式

神州信息采用自主研发模式，在银行核心业务管理、税收征管、智慧城市、政府信息化等领域，为客户提供软件开发、软件升级及后续开发服务。应用软件的开发主要分为产品化开发和按需定制。

产品化开发模式为神州信息针对目标行业的通用需求，基于已经实施的定制化软件开发项目，按照软件产品开发的流程，从需求分析、概要设计、详细设计、程序编码、系统测试直到验收，初步完成神州信息相关应用软件产品的开发。这类产品包括成品化软件产品和半成品化软件产品，其中半成品华软件尚不具备独立销售的完整功能，但在销售推广和项目实施时可以为本神州信息赢得一定的竞争优势。

按需定制的软件开发生模式为神州信息与客户签订项目合同，根据客户的具体需求进行应用软件系统的改进、设计和开发，在神州信息现有产品化软件 and 开发技术积累的情况下，项目实施团队自身以半产品化的软件产品或第三方软件产品为基础进行再开发工作。软件系统整体开发完成后，配合硬件平台对软件系统进行测试，对客户进行使用培训，然后进入工程完工阶段，工程验收后系统即正式开通。

## B. 销售模式

神州信息应用软件的目标客户主要为政府部门、银行等金融机构以及大型国有企业，其销售全部采取直接向目标客户销售的直销模式。神州信息对应用软件销售市场按区域划分销售事业部，销售事业部采取销售总监负责制，由销售总监和客户经理负责本区域新客户的开发和老客户的维护工作。

## C. 采购模式

神州信息应用软件开发业务的采购内容主要是用于办公的硬件和软件设备，主要包括服务器、PC机及配件、网络设备及其他硬件、软件等。该部分商品属于神州信息办公设备，由业务部门根据实际需求向神州信息采购部门申请，采购部门统一向供应商采购。

## ③技术服务业务

### A. 服务模式

神州信息技术服务包含信息化规划与咨询、培训、测试与评估、运维服务、外包服务、云服务等，神州信息提倡“品牌化服务”，强调高质量的服务水平，神州信息技术服务的下游客户包含电信运营商、银行等金融机构、政府部门和企业等。

神州信息技术服务模式主要有两种：一种以成型的应用软件开发和系统集成项目为基础，向客户提供系统维护、性能优化、硬件维修与备件服务、技术与应用咨询和软件升级等方面的服务；一种以第三方的成熟产品和解决方案为载体，整合神州信息的技术资源等，为客户提供IT系统运营维护、维修等业务的外包服务。神州信息有完整的服务流程和

制度体系，确保神州信息技术和业务人员向客户提供专业的技术支持与服务。

## B. 销售模式

神州信息技术服务的目标客户包括银行等金融机构、电信运营商、政府部门和其他企业用户。神州信息技术服务的销售以行业客户直销为主，代理分销为辅。直销由神州信息直接对客户提供服务。分销是与其他IT服务商建立合作伙伴关系，自合作伙伴处取得分包的订单。神州信息采取以行业为主线，以区域为辅助进行全国覆盖的市场销售策略。

## C. 采购模式

神州信息技术服务根据业务需要，需采购一定数量的备品及备件。备品备件的采购为直接向供应商采购，长期以来神州信息与许多国内知名的供应商如IBM、惠普、联想、华为等建立了良好的客户关系，凭借良好的客户关系，神州信息建立了稳定的采购渠道。

## ④金融专用设备相关业务经营模式

### A. 生产模式

神州信息金融专用设备相关业务主要由ATM产品销售、ATM机相关技术服务构成。其中，报告期内ATM机的销售收入占金融专用设备相关业务收入的比重均超过50%，是主要收入来源。

神州信息ATM机的生产模式是：神州信息根据市场情况，对当年的销售进行预测，制定年度生产经营计划，由高级管理层、董事会审核通过后予以实施。在具体生产经营过程中，神州信息只负责ATM机产品的整机设计以及ATM机产品核心零部件供应商的选择和采购，第三



方生产厂商向神州信息购置核心零部件进行组装生产，产品生产完成后神州信息向生产厂商采购ATM成品并销售给客户。在这种业务模式下，神州信息集中资源在研发和售后服务中创造更好的品牌和更高的附加价值，有效降低了神州信息的生产成本和设备投资风险，缩短了产品生产周期，通过引进和利用外部资源，建立了反应迅速、灵活多变的产品生产模式，并为神州信息确立了竞争优势。

## B. 采购模式

神州信息金融专用设备相关业务的采购事先要对未来市场需求进行预测，基于对未来市场需求的预测来决定生产计划和采购计划，采购主要分为ATM机模组、读卡器、显示屏、密码键盘等在内的ATM机核心零部件的采购和ATM整机的采购，采购流程包括请购、审核、询价、索样、订购、交货、付款等。

## C. 销售模式

神州信息金融专用设备相关业务的目标客户为银行等金融机构，在销售上主要采取直接面向市场独立自行销售的模式。神州信息根据不同的业务区域和目标客户的需求建立了总行业务部、外资银行部、华北事业部、东北事业部、西北事业部、华东销售部、西南事业部、华南销售部等营销部门，业务覆盖全国十余个省份，并分别在北京、南京和广州设立了子公司，在大部分省份建有办事处。

针对市场特点，神州信息制定了相应的销售策略：一是加强神州信息研发能力建设，提升服务技术水平，升级优化既有产品；二是加强神州信息服务网络建设，提高产品满意度和市场美誉度；三是加强销售网络建设，在积极维护已有客户的基础上开发新客户，拓展业务规模；四

是瞄准中国工商银行、中国建设银行等大型商业银行，争取业务订单。

(4) 神州信息的行业地位

神州信息是国内最早进入信息技术服务业领域的企业之一，是目前国内规模最大、品牌影响力最强的服务提供商之一。神州信息为金融、电信、政府、能源、制造业等行业的信息化建设做出了重要贡献，是国内信息技术行业的重要领导者，是国家多项行业政策、标准制定的重要参与者。迄今为止，神州信息连续多年荣冠政府行业和税务行业信息技术服务商第一，是中国第二大金融解决方案提供商，同时也是唯一一家能够提供金融高端咨询服务的本土服务商，在电信、制造业等信息化服务领域也名列前茅。2013年，在由北京软件协会指导、商业伙伴咨询机构主办的“2013中国方案商百强”评选中荣获第一，营业收入远超第二名。

神州信息之全资子公司神州数码系统集成服务有限公司连续多年荣膺“中国最具价值IT服务品牌企业”称号，2009年在信息技术服务领域的成绩得到了国家层面以及行业的认可。在工信部推进的国家信息技术服务标准工作制定中，神州数码系统集成服务有限公司正式入选信息技术服务工作组整体组副组长和运维组组长单位，支撑工信部软件服务业司并协助部电子工业标准化研究所推进国家信息技术服务标准化工作，是工作组级别最高的企业成员。神州信息子公司神州数码融信软件有限公司在2010年曾经作为咨询专家参与“中国银行业信息科技十二五规划”，2011年金融云服务业务高速发展，并成功纳入北京市云计算重大工程“祥云计划”。

3. 主要财务数据

项目			
----	--	--	--

	2013年9月30日	2012年12月31日	2011年12月31日
总资产（万元）	514 594.22	566 034.52	518 400.72
归属于母公司股东的所有者权益（万元）	175 023.12	166 320.93	136 872.89

项目	2013年1—9月	2012年度	2011年度
营业收入（万元）	485 895.15	783 313.22	604 323.68
净利润（万元）	9 483.44	31 409.83	18 293.29
归属于母公司股东的净利润（万元）	11 004.74	30 811.72	18 067.96
毛利率	15.53%	15.91%	18.20%

### 三、交易背景

神州信息是香港上市公司神州数码控股有限公司（00861.HK）旗下专业的整合IT服务商。神州信息是目前国内规模最大、最具品牌影响力的整合信息技术服务提供商之一，在金融、电信、政府及制造等行业IT服务市场占有率均名列前茅，位列“2013中国方案商百强”第一名。神州信息是神州数码智慧城市战略的重要承载者，以客户为中心，以服务为导向，为行业客户提供应用软件开发、专业技术服务、系统集成、金融自助设备等服务，以帮助客户打造卓越的竞争优势，提升业务价值。

神州信息成立于2008年，是神州数码分拆出的优质资产，分拆后业务、资产、财务、机构和人员均保持了独立性。2011年、2012年的营业收入分别为60.43亿元、78.33亿元，归属于母公司的净利润分别为1.81亿元和3.08亿元。各项财务指标已经远远超过境内IPO的标准。从公司战略发展的角度，神州信息有寻求直接融资平台，并在国内市场上市的强烈意愿。而2013年IPO暂停，国内一级市场处于严冬期，神州信息从

IPO的漫长队伍中抽身，拟定了借壳上市的目标。

## 四、交易方案

### （一）方案背景及交易方案说明

#### 1. 方案背景

（1）神州信息增资扩股过程中，引入了中新创投和华亿投资两家PE基金，其中华亿投资是一家注册在以色列的有限合伙企业，持有神州信息2.93%的股份。由于外资股东的存在，如果\*ST太光以新增股份方式作为支付华亿投资持有股份的对价，本次重组将面临外国战略投资者的问题。

（2）\*ST太光因2012年经审计的净资产为负值，股票交易于2013年5月2日被深圳证券交易所实施“退市风险警示”。根据《深圳证券交易所股票上市规则（2012年修订）》的有关规定，若公司2013年未经审计净资产仍为负值，公司股票将被暂停上市，若公司2014年未经审计净资产仍为负值，公司股票将被终止上市。因此本次重组必须在上市公司被暂停上市之前实施完成，项目运作时间较为紧迫。

（3）神州信息借壳案例不仅涉及证监会、国资委和商务部三个部委，地方层面还涉及多级政府部门协调。此外由于系港股上市公司分拆上市，还需香港联交所的确认。方案创新点多，审批环节复杂，加剧了上述时间紧迫的状况。

#### 2. 交易方案说明

(1) 为避免交易完成后上市公司母公司仍然是无实际经营业务的壳公司，同时避免《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》对于外国战略投资者“首次投资完成后取得的股份比例不低于该公司已发行股份的百分之十”的规定，本次交易采取了吸收合并的方式，即保留\*ST太光的主体资格，注销神州信息。具体方案为：

\*ST太光以每股9.44元的价格向神州信息全部股东发行股份吸收合并神州信息并向其上市公司控股股东申昌科技定向发行股份募集配套资金2亿元，以募集配套资金支付本次交易并购整合费用。吸收合并完成后，神州信息全部资产、负债、业务、人员并入\*ST太光，神州信息予以注销。

(2) 为加快审核效率、缩短项目周期，经过和监管层的充分沟通，本次交易争取到证监会和商务部平行审核流程，为交易进程节约了2个月时间。即分别向商务部和证监会报送申请材料，商务部与证监会各自按照工作流程审核本次重组所涉及的事项。以下为平行审核的时间节点：

## （二）估值定价

### 1. 前期谈判时，双方预期估值及估值基础

前期谈判时，参考同行业上市公司市盈率水平及神州信息2011—2013年盈利状况，并且考虑到未来盈利能力，双方预期神州信息全部资

产、负债及业务估值为30亿—35亿。

## 2. 评估结论选用的评估方法及评估值

根据经江苏省国资委核准的具有证券期货相关业务从业资格的中同华出具的中同华评报字〔2013〕第260号《资产评估报告》的评估结果，本次评估采用资产基础法（标的资产母公司为资产基础法，其主要经营性控股子公司采用收益法）、市场法两种方式对标的资产进行评估。截至评估基准日2013年4月30日，神州信息资产基础法评估价值为301 513.50万元，市场法评估价值为333 000.00万元。

本次评估中对为控股型公司的神州信息母公司采用资产基础法进行评估，对神州信息控股的主要经营性子公司均采用收益法进行评估，神州信息整体资产仍以收益法作为主要评估方法。本次评估以资产基础法的评估值301 513.50万元作为标的资产价值的评估结果。

## 3. 同类交易案例的估值比较

近年来，随着网络信息技术的快速发展，众多上市公司通过投资并购切入该领域或扩大在该领域的实力，因此市场上可比交易的案例较多。在此比较了2013年公告的交易案例定价情况，具体如下：



注：市盈率（申报前一年）=标的资产作价 / 申报前一年净利润；市盈率（申报当年）= 标的资产作价 / 申报当年承诺净利润；市盈率（承诺期内平均）=标的资产作价 / 承诺期内平均净利润。

本次拟吸收合并资产为神州信息全部资产、负债及相关业务。截至评估基准日，神州信息全部净资产评估值为301 513.50万元。神州信息2012年归属于母公司股东净利润30 811.72万元，评估市盈率9.79倍（神

州信息2012年扣除非经常性损益及对参股公司SJI大幅减值影响后的净利润为21 126.43万元，评估市盈率相应为14.27倍），低于上表中65.75倍的平均水平。

在本次资产基础法评估中，对神州信息持有的鼎捷软件股份有限公司23.96%的股份及SJI株氏会社20.54%的股份（以下简称“市场法评估股权资产”）采用市场法进行评估，对神州信息拥有的除上述股权以外的其他资产（以下简称“收益法评估资产”）主要采用收益法进行评估。收益法评估资产的估值为258 232.63万元，按照重组方对神州信息收益法评估资产2013年承诺净利润19 494.84万元计算，对应的评估市盈率为13.25倍，与上表中13.08倍的平均水平相当；按照重组方对神州信息收益法评估资产2013年至2015年承诺净利润的平均值21 993.21万元计算，对应的评估市盈率为11.91倍，略高于上表中8.95倍的平均水平。因此，本次拟吸收合并资产评估值301 513.50万元比较合理。

### （三）对价支付方式

\*ST太光以新增股份方式作为支付神码软件、天津信锐、中新创投、华亿投资、南京汇庆合计持有的神州信息100%股份的吸收合并对价。其中，向神码软件发行194770055股新股，向天津信锐发行59 510 588股新股，向中新创投发行52 956 503股新股，向华亿投资发行9 358 417股新股，向南京汇庆发行2 804 331股新股。

### （四）盈利补偿安排

1. 根据经江苏省国资委核准的中同华评报字〔2013〕第260号《资

产评估报告》，收益法评估资产2013年至2015年扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润如下表：

单位：万元			
项目	2013年	2014年	2015年
收益法评估资产预测净利润数	18 003.39	21 443.67	24 211.58

根据\*ST太光与重组方于2013年8月1日签署的《盈利预测补偿协议》，重组方承诺收益法评估资产2013年度、2014年度、2015年度经审计的扣除非经常性损益后的归属于母公司所有者的净利润分别不低于人民币19 494.84万元、21 926.81万元、24 558.00万元（以下合称“预测利润数”）。

2. \*ST太光将分别在2013年、2014年、2015年的年度报告中单独披露收益法评估资产在扣除非经常性损益后的实际净利润数与前述净利润预测数的差异情况，并由会计师对此出具专项审核意见。

3. 若收益法评估资产2013年、2014年、2015年三个会计年度扣除非经常性损益后的实际净利润数未达到相关年度的净利润预测数，重组方将分别按以下公式计算股份补偿：

每年应补偿股份数=各方因本次吸收合并取得的股份数量×[（截至当期期末收益法评估资产累积预测利润数－截至当期期末收益法评估资产累积实际净利润数）/补偿期限内各年收益法评估资产的预测利润数总和]×[收益法评估资产的估值/（收益法评估资产的估值+市场法评估股权资产的估值）]

实际股份回购数=补偿股份数－以前年度已补偿的回购数总额。

在逐年补偿的情况下，在各年计算的实际补偿股份数量小于0时，

按0取值，即已经补偿的股份不冲回。

补偿期内计算出“实际股份回购数”由上市公司以名义价格1.00元进行回购，并予以注销。

4. 各方同意，在补偿期内，对于《资产评估报告》（中同华评报字〔2013〕第260号）中采用市场法进行评估的标的资产，即神州信息截至评估基准日2013年4月30日间接持有的鼎捷软件23.96%股权以及SJI20.54%的股权，\*ST太光在进行年度审计时应对该项资产单独进行减值测试，并由负责\*ST太光年度审计的具有证券业务资格的会计师事务所对减值情况出具专项审核报告。如果在补偿期内前述股份发生减持，则市场法评估股权资产的资产价值以神州信息获得的减持所得及剩余持有股份的市场价值为依据确定。若专项审核报告证明上述标的资产当年出现减值情况，重组方应分别按以下方式进行补偿：

应补偿股份数量＝市场法评估股权资产期末减值额×吸收合并前各自在神州信息股份比例 / 每股发行价格－已补偿股份数量。

在逐年补偿的情况下，若各年计算的应补偿股份数量小于0，按0取值，即已经补偿的股份不冲回。

补偿期内计算出“实际股份回购数”由上市公司以名义价格1.00元进行回购，并予以注销。

5. 在《盈利预测补偿协议》《盈利预测补偿协议之补充协议》约定的补偿期限届满时，\*ST太光应当聘请会计师事务所按照监管要求在出具当年度财务报告时对标的资产进行减值测试，并在出具年度财务报告时出具专项审核意见。经减值测试如：标的资产期末减值额>补偿期限内已补偿股份总数×本次发行价格，则神州信息股东将另行进行补

偿。进行标的资产减值测试时应当考虑补偿期限内标的资产股东增资、减资、接受赠与以及利润分配的影响。

神码软件、天津信锐、中新创投、华亿投资、南京汇庆另需分别向上市公司补偿的股份数量分别为：标的资产期末减值额×吸收合并前各自在神州信息股份比例 / 每股发行价格－补偿期限内各自己补偿股份总数。

## （五）其他安排

### 1. 新增股份的限售期

神码软件、华亿投资通过本次吸收合并获得的新增股份，自该等股份上市之日起36个月内不得转让。

天津信锐、中新创投、南京汇庆通过本次吸收合并获得的新增股份，自该等股份上市之日起12个月不得转让，前述限售期满后的24个月内，转让比例不得超过其本次获得的新增股份总数的50%。

### 2. 现金选择权

（1）为充分保护\*ST太光异议股东的利益，在本次合并过程中将由现金选择权提供方\*ST太光的异议股东提供现金选择权。现金选择权提供方将在太光电信审议本次交易临时股东大会召开前确定。

（2）在本次吸收合并方案获得中国证监会核准后，太光电信将确定实施本次现金选择权的股权登记日。太光电信将向在\*ST太光股东大会表决本次合并方案时投出有效反对票，并且持续持有代表该反对权利的股票直至现金选择权股权登记日的异议股东派发现金选择权。取得现

金选择权的异议股东在现金选择权申报期内可以进行申报登记行权。在股东大会股权登记日之后买入或者先卖出后又买入的股东，太光电信将不向其派发现金选择权。

(3) 获得现金选择权的异议股东在现金选择权申报期内，有权以9.44元 / 股的价格将其持有的全部或部分有权行使现金选择权的股份申报现金选择权。对于\*ST太光异议股东持有的已经设定了质押、其他第三方权利或被司法冻结的股份，未经合法程序取得质权人、第三方或有权机关相关的书面同意或批准，不得行使现金选择权。

如在\*ST太光审议本次合并方案的首次董事会决议公告日至\*ST太光异议股东现金选择权实施日期间，发生除权、除息的事项，则现金选择权价格将作相应调整。

(4) 太光电信将在本次交易获得中国证监会核准后另行公告异议股东现金选择权方案的实施细则（包括但不限于申报方式、申报期等）。

(5) 在《吸收合并协议》生效后，现金选择权提供方应当于现金选择权实施日受让成功申报行使现金选择权的异议股东所持有的\*ST太光股份，并按照9.44元 / 股的价格向异议股东支付相应的现金对价。

### 3. 本次合并的债务处理

\*ST太光与神州信息将于本次吸收合并方案分别获得双方股东大会通过后，按照相关法律的规定履行债权人的通知和公告程序，并且将根据各自债权人于法定期限内提出的要求向各自债权人提前清偿债务或为其另行提供担保。在前述法定期限内，相关债权人未向神州信息或\*ST太光主张提前清偿的，相应债权将自交割日起由吸收合并后的\*ST太光

承担。

#### 4. 人员安置

本次合并完成后，神州信息的全体员工将由\*ST太光接收。神州信息作为其现有员工雇主的全部权利和义务将自本次合并的交割日起由\*ST太光享有和承担。

#### 5. 交割

(1) 交割日为神州信息的全部资产、负债、业务及人员转由\*ST太光享有及承担之日，初步定为本次吸收合并获得中国证监会核准后的第60日或\*ST太光与神州信息协商确定的其他日期。双方应于交割日完成《吸收合并协议》项下约定的交割义务，签署资产交割确认文件。

(2) 自交割日起，神州信息的全部资产、负债、业务及其全部权利、义务和责任将由\*ST太光享有和承担。神州信息同意将协助\*ST太光办理神州信息所有财产由神州信息转移至\*ST太光名下的变更手续。神州信息承诺其将采取一切行动或签署任何文件，或应\*ST太光的要求（该要求不得被不合理地拒绝）采取一切行动或签署任何文件以使得前述资产、负债和业务能够尽快过户至\*ST太光名下。如由于变更登记等原因而未能及时履行形式上的移交手续，不影响\*ST太光对上述资产享有权利和承担义务。

(3) \*ST太光应当在换股实施日将作为本次合并对价而向神州信息股东发行的新增股份登记至神州信息股东名下。神州信息股东自新增股份登记于其名下之日起，成为\*ST太光的股东。

(4) 在交割日，\*ST太光应当将全部公司印章（包括但不限于公司

法人章、财务专用章、合同专用章、法定代表人私章、财务负责人私章等）、\*ST太光本身及\*ST太光历史上曾存在过的子公司的全部账簿、银行账户资料及其密码、公司营业执照正本、副本等全部文件移交神州信息指定的人员保管。

（5）\*ST太光应当完整保留其历史经营期间所形成的全部文件，并于交割日将其保存的全部文件移交神州信息指定的人员保管，该等文件包括但不限于\*ST太光自成立以来的股东大会文件、董事会文件、监事会文件；\*ST太光自成立以来的所有组织性文件及工商登记文件；\*ST太光自成立以来获得的所有政府批文；\*ST太光自成立以来所有与政府部门的往来函件（包括但不限于通知、决定、决议）；\*ST太光自成立以来的纳税文件；与经营有关的许可、批准、权证；所有合同、协议或其他文件。

（6）神州信息应当于交割日向\*ST太光移交其保存的全部文件，该等文件包括但不限于神州信息自成立以来的股东大会文件、董事会文件、监事会文件；神州信息自成立以来的所有组织性文件及工商登记文件；神州信息自成立以来获得所有政府批文；神州信息自成立以来所有与政府部门的往来函件（包括但不限于通知、决定、决议）；神州信息自成立以来的纳税文件；与经营有关的许可、批准、权证；所有合同、协议或其他文件。

（7）本次吸收合并完成后，神州信息的现有分公司应继续存续。

## 6. 过渡期交易标的损益的归属

自评估基准日（不含评估基准日当日）至交割日（含交割日当日）的期间为本次交易的过渡期。神州信息在过渡期间产生的收益由本次吸



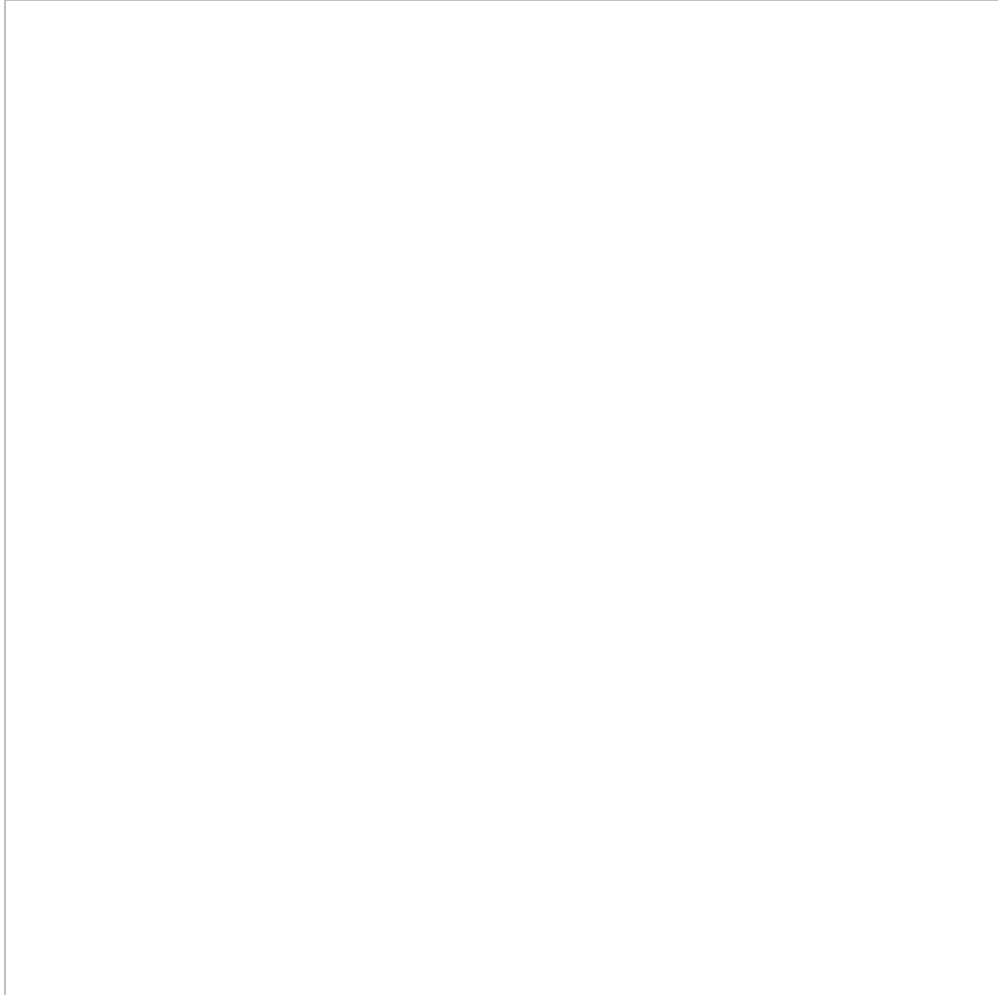
收合并完成后的存续方\*ST太光享有或承担；神州信息在过渡期间产生的损失由神州信息股东按其在神州信息的持股比例承担，并于本次吸收合并完成后以现金方式对\*ST太光予以补偿。

#### 7. 关于滚存未分配利润的处理

协议各方约定\*ST太光和神州信息在本次合并前的滚存未分配利润将由本次合并完成后\*ST太光的新老股东共同享有。

## 五、交易节点

本次交易的主要时间节点如下图所示：



## 六、交易特点

### （一）获得壳公司控股权的成本

#### 1. 壳公司的选择

在借壳上市前，独立财务顾问为重组方选择壳公司拟定了若干标准，主要包括壳公司市值小于10亿元、基本无经营性业务、无或有或潜在负债。

经过对壳公司精心筛选及与壳公司及其控股股东的深入谈判，神州信息选择\*ST太光作为借壳上市的标的公司。

\*ST太光于1994年在深交所主板上市，因其2012年度经审计的净资产为负值，于2013年5月2日被深交所实施“退市风险警示”。目前，\*ST太光的股本总额为9 062.77万股，按停牌前20日交易均价计算的股票市值约为8.56亿元。

自2010年起，为维持日常经营，\*ST太光与实际控制人控制的其他企业开展合作，全部从关联方购入液晶薄膜显示面板产品并对外销售，且最近几年持续欠关联方大额债务，\*ST太光的持续经营能力存在问题。目前，\*ST太光基本为净壳公司，仅依靠自身实力已无法扭转亏损现状。\*ST太光需要借助实力雄厚的重组方来改变现状，重新确定公司主业，获得持续发展能力与盈利能力。

## 2. 受让控股权付出的成本

神州信息要获得上市资格，首先需要\*ST太光大股东同意让出控制权，其次上市公司需偿还对实际控制人的债务。

\*ST太光实际控制人昆山市国资委自2009年11月取得\*ST太光的控制权后，通过其下属企业昆山国投公司承接了\*ST太光原债权人部分债务，同时为维持\*ST太光运营，向\*ST太光提供了资金支持，形成了\*ST太光对昆山国投公司所负的13 549.92万元长期债务。

通过重组双方充分协商，本次交易决定采用锁价方式向大股东申昌科技募集2亿资金，其中13 549.92万元用于偿还对昆山国投公司的债务。

上述债务中7 977.34万元是公司实际控制人取得公司控制权后付出的承接债务成本，是公司实际控制人取得公司控制权付出的代价，属于其取得公司控制权除支付购买股权转让价款外的另一种形式的成本支出。其余5 572.59万元债务是公司实际控制人取得公司控制权后投入的资金，属于其控制上市公司投入的运营成本。

本次交易完成后，\*ST太光的控制权将发生变更，现有实际控制人要求昆山国投公司收回其前期投入的资金。\*ST太光偿还昆山国投公司长期债务的实质是支付本次交易的并购整合费用，有利于促进重组各方达成合作意向。

通过上述配套融资安排，既解决了对实际控制人的债务问题，也取得了大股东对本次方案的认可，确保本次交易的顺利启动。原大股东虽然让出了控股权，在上市公司通过重组迅速改善经营状况的预期下，此前持有的股份以及本次交易中认购的股份，都将在二级市场中获得可观的账面收益。

### 3. 支付成本的合规分析

#### (1) 向大股东锁价发行符合相关规定

上市公司发行股份购买资产的，可以同时募集部分配套资金，其定价方式按照现行相关规定办理。

根据证监会“《关于修改上市公司重大资产重组与配套融资相关规定的决定》的问题与解答”，上市公司募集配套资金部分的股份定价方式、锁定期和询价方式，按照《上市公司证券发行管理办法》《上市公司非公开发行股票实施细则》等相关规定执行。对于采用锁价方式募集资金的重组项目，募集资金部分的发行价格应当与购买资产部分一致，

视为一次发行。

本次重组锁定价格及锁定对象的发行方式符合中国证监会的相关规定，也有利于重组各方达成重组意向，有利于重组进程的推进，更好地保护了广大股东的利益。

## （2）募资资金偿还债务符合相关规定

按照证监会《关于并购重组配套融资问题》，并购重组如构成借壳上市，不得以补充流动资金的理由募集配套资金。\*ST太光以募集配套资金偿还昆山国投公司长期债务，不属于补充流动资金，实质是支付本次交易的并购整合费用，符合相关规定。

## （二）交易难点——遇到的主要问题及解决方案

### 1. 审核流程复杂

神州信息借壳上市全过程涉及12项内部决策程序和8项外部审批程序，历经香港联交所审核、地方省政府及地方国资委审核、商务部批复和证监会审核，仅凭项目审核的复杂程度，本次交易已经让市场观察者印象深刻。

本次重组能在7个月内取得必要的批准和授权并实施完成，整个过程天时、地利、人和，缺一不可。2013年为中国证监会深化并购重组改革的关键年度，证监会在审核神州信息案例中，采取了跨部门的平行审批机制，不再将对外投资、外资审查作为证监会并购重组行政许可的前置条件。

2013年11月22日，本次交易获得并购重组委审核通过。2013年11月

30日，中国证监会发布通知，明确借壳上市条件和IPO标准等同。监管政策的这一变化是神州信息项目的交易双方以及中介机构未提前预料的。而本次借壳上市赶在通知发布之前过会，虽然只是巧合，却让市场观察者们看到了与时间赛跑的意义。

## 2. 外资股东的利益安排

神州信息增资扩股过程中，引入了中新创投和华亿投资两家PE基金，其中华亿投资是一家注册在以色列的有限合伙企业，持有神州信息2.93%的股份。由于外资股东的存在，神州信息借壳上市复杂程度再次加码。

在方案设计初期，独立财务顾问曾计划本次交易由\*ST太光以支付现金方式作为华亿投资持有神州信息2.93%股份的吸收合并对价。而华亿投资看好神州信息的成长性，更倾向于持有重组后上市公司的股份。如果\*ST太光以新增股份方式作为支付华亿投资持有股份的对价，本次将面临一个新的课题——外国战略投资者。

为了妥善安排参股股东的权益，本次交易最终选择面对这一新课题，向华亿投资增发新股，并履行商务部对外国战略投资者的审批。2013年8月16日，商务部外国投资管理司出具〔2013〕商资服便231号函，明确界定神州信息与\*ST太光进行的重组上市适用现行《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》。

2013年9月27日，证监会受理了本次重大资产重组，2013年11月5日，\*ST太光取得《商务部关于原则同意Infinity I-China Investments (Israel), L. Pzh战略投资深圳市太光电信股份有限公司的批复》，原则同意本次吸收合并方案。

### （三）交易亮点——案例创新性

#### 1. 港股分拆回归A股

由于不同市场的投资者偏好不同，长期以来H股和A股市场存在估值差异，同行业的公司在H股上市的发行市盈率普遍低于A股市场，A+H股上市公司的两地股价也存在偏差，H股的估值一般会低于A股。H股市场中主体业务位于境内的优质公司众多，而且多数公司拥有回归A股融资的意愿，但采取行动的公司却寥寥无几。神州信息实施借壳上市，为众多跃跃欲试的上市公司做了一次表率。

2013年7月12日，神州数码向香港联交所递交信函，申请分拆控股子公司神州信息在A股借壳上市。香港联交所出于上市公司股东的利益考虑，对神州数码的分拆申请进行了几轮提问。香港联交所主要关注的重点问题包括：拟分拆集团与保留集团的独立性、是否存在同业竞争、关联交易定价的公允性、保留集团是否仍具备上市地位等。

经过充分的交流，神州数码的分拆申请于2013年8月30日获得香港联交所的确认函，确认神州数码可继续进行分拆神州信息上市事宜。

从证券市场的监管者角度，始终欢迎优质的上市公司登陆A股，神州信息借壳上市释放了一个强烈的市场信号。红筹架构、母公司在境外、涉及境外VC和PE，通过神州信息借壳上市案例，市场观察者们看到这些问题不再是在A股上市的拦路虎。

#### 2. 采取吸收合并方式借壳

经过十几轮的会议讨论，独立财务顾问为神州信息借壳设计了吸收合并方案，即\*ST太光吸收合并神州信息，并同时向上市公司原控股股

东募集配套资金以支付本次交易的并购整合费用。重大资产重组最常规的方式一般是由上市公司发行股份购买资产（非上市公司），由上市公司作为母公司控股非上市公司，而本次交易选择的是难度较高的吸收合并。

A股市场的借壳上市从来都是一次交易双方翻山越岭的旅途，而财务顾问就是借壳旅途的向导，交易方案的设计就犹如本次旅途的路线指南，直接决定了未来的方向。

后来的实践证明，以吸收合并的方式，避免了交易完成后上市公司母公司仍然是无实际经营业务的壳公司，且可以避免《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》对于外国战略投资者“首次投资完成后取得的股份比例不低于该公司已发行股份的百分之十”的规定，在并购重组审核中得到了监管层的认可。

### 3. 监管层试行并联式审核

2013年是并购重组监管进一步向市场化改革的一年，神州信息借壳案例涉及证监会、国资委和商务部三个部委，方案创新特点多，审批环节复杂，得到了监管部门的高度重视。经过和监管层的充分沟通，本次交易争取到证监会和商务部平行审核流程，为交易进程节约了2个月时间。

神州信息借壳上市直接受益于这项审批制度的变革。在获得商务部原则性批复前，证监会受理了本次重大资产重组，两大部委几乎在同一时间审核本次重组事项。在11月5日取得商务部批复之后，神州信息回复了证监会的反馈意见，并在当月顺利过会。

2014年初，国务院发布《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的



意见》，提出“优化企业兼并重组相关审批流程，推行并联式审批，避免互为前置条件”。在2013年试行并联审核的基础上，证监会于2014年10月24日正式施行上市公司并联审批方案。

## 七、交易影响

### （一）对上市公司原股东持股比例的影响

本次交易完成后，公司的控股股东将由申昌科技变更为神码软件。由于神码软件是神州数码的全资子公司，而神州数码股权结构分散，不存在实际控制人，因此本次交易完成后，公司间接控股股东为香港上市公司神州数码，无实际控制人。

### （二）对上市公司市值及原股东财富的影响

通过本次重组，A股市场减少了一家ST公司，新增一家在国内名列前茅的信息技术企业。重组改善了上市主体的经营质量，实际效益惠及全体股东。

重组前的\*ST太光基本为净壳公司，市值不足10亿元，2012年度经审计的净资产为负值，2013年被深交所实施“退市风险警示”，依靠自身实力已无法扭转亏损现状，濒临退市。

完成重组后，上市公司的经营主体变为神州信息。作为国内领先的整合IT服务提供商，2013年公司结合自身与外部环境，持续推动战略转型，聚焦自有软件、服务及金融专用设备相关业务，业务结构不断优化，保障了公司业务健康、稳定发展。

2012年末上市公司净资产为-1.38亿元，当年实现归属于母公司所有者的净利润为-829.61万元。2013年末，神州信息净资产约为19.02亿元，当年实现归属于母公司所有者的净利润约为2.55亿元。截至2014年10月25日，上市公司的市值接近160亿元，为市场投资者带来丰厚的回报。

## 八、市场点评

《证券时报》：2013年神州信息借壳\*ST太光，不仅是国内资本市场上第一单境外上市公司通过分拆业务回归A股的案例，而且以复杂却不失精巧的交易方案为后来者提供了优质范本。

宏源证券：中国最大的IT服务商神州数码H股分拆优质资产回归A股，成为境外上市公司通过分拆业务回归A股的第一个成功案例。神州数码是中国最大的整合IT服务提供商，当前已成为拥有前瞻性理论架构及最多成功案例的中国“智慧城市”专家。

（本案例由西南证券提供，撰写人：西南证券投资银行并购融资一部江亮君）

附：关于香港联交所分拆上市的审核流程及审核关注要点

### 一、分拆上市的法规要求

有关港股主板上市公司分拆上市主要受香港联交所《证券上市规则》之《第15项应用指引》的规范。根据该指引，港股主板上市公司无论是在香港联交所还是在其他境外市场进行分拆上市均要按照该指引的规定履行香港联交所的审批程序。该指引规定了以下分拆上市需遵循的

原则：

1. 新公司须符合基本上市准则（注：若被分拆公司在香港上市则需要新公司满足香港基本上市准则，若在其他市场分拆上市，联交所审核时不适用此条款）。

2. 母公司最初上市后的三年内不得作分拆上市。

3. 母公司经分拆后余下之业务能够保证母公司仍然具备独立上市地位（主要指余下业务仍具备香港上市条件，核心是盈利指标）。

4. 考虑分拆上市申请时所采用的原则包括：（1）由母公司及新公司分别保留的业务应予以清楚划分；（2）新公司的职能应能独立于母公司。上市委员会除要求新公司保持业务及运作独立外，亦要求新公司在董事职务及公司管理方面的独立、行政能力方面的独立、两者之间的关联交易公允；（3）对母公司及新公司而言，分拆上市的商业利益应清楚明确，并在上市文件中详尽说明；（4）分拆上市应不会对母公司股东的利益产生不利的影响。

5. 分拆上市是否需上股东会，视交易量是否触及股东会审议条件而定，如控股股东在分拆中占有重大利益，需要放弃表决。

资产总额、利润总额、营收收入、交易对价等财务指标任意一项超过25%（含25%），则需要经股东大会审议。

6. 需要向母公司现有股东提供一项保证配额，使他们具备能够获得新公司股份权利（可采用股东大会批准豁免或不开股东大会联交所审批两种形式取得保证配额的豁免，请详见下文分析）。

## 二、分拆上市的审核流程

通常由港股上市的母公司聘请的香港律师代表母公司依据香港联交所上市规则编写分拆建议书，并按照母公司要求向联交所提交（通常由律师先发传真给联交所，之后再由律师提交原件给联交所）。分拆建议书的内容包括：分拆方案、逐条论述是否符合《第15项应用指引》的要求等。

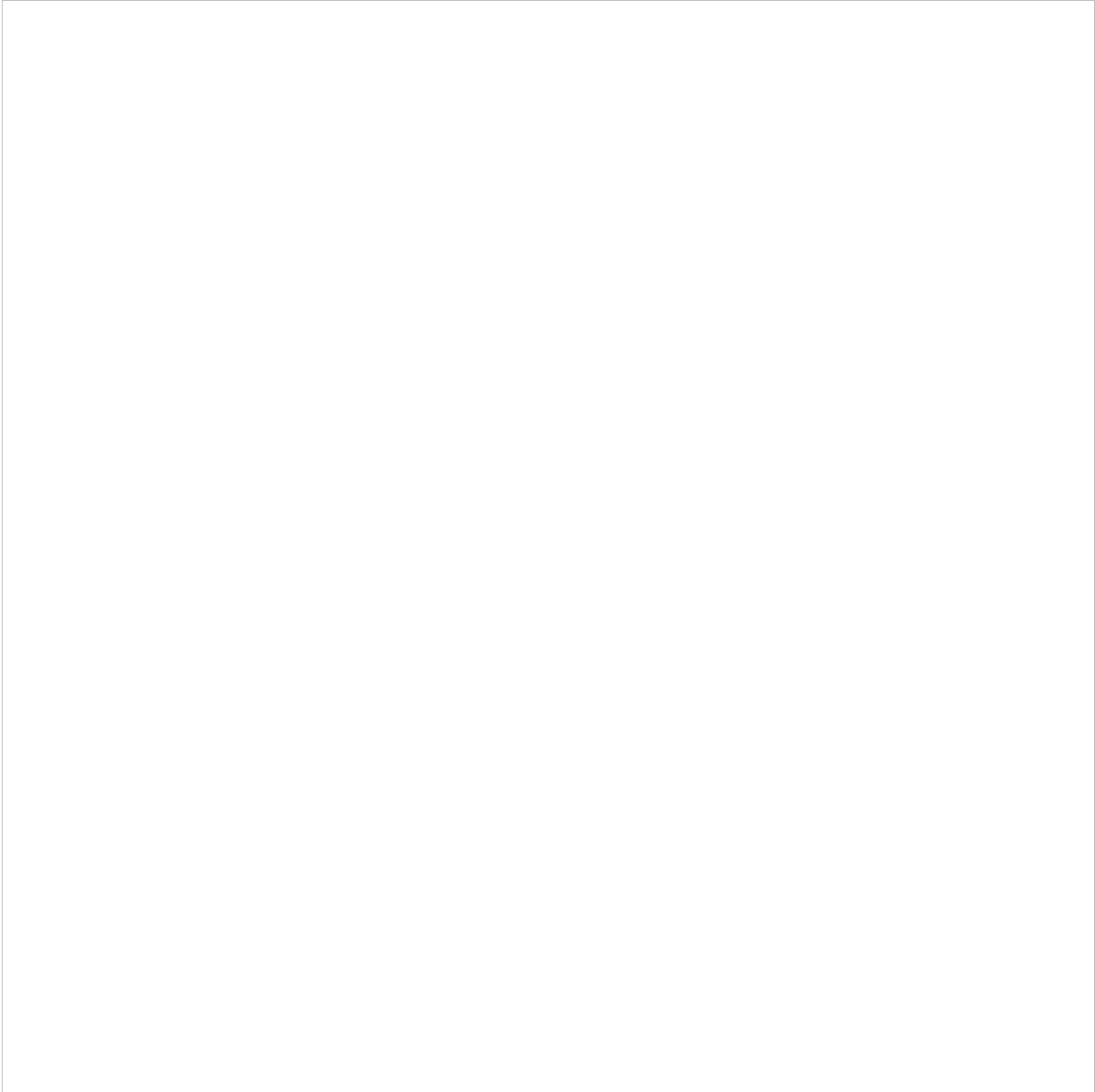
神州数码分拆聘请的律师为佳利（香港）律师事务所，创维数码分拆聘请律师为香港礼德齐伯礼律师行，该两家律师事务所在分拆上市操作方面已积累一定的经验及资源。

在律师提交分拆建议后，联交所会审核首次提交的文件（通常一周时间会有首轮反馈）。根据审核结果，联交所会以传真的方式向母公司及律师进行提问，要求律师按照《第15项应用指引》的规定就相关问题进行补充阐述。如果认为阐述得不清楚，联交所会接着进行提问，直至其认为律师将相关问题阐述清楚。

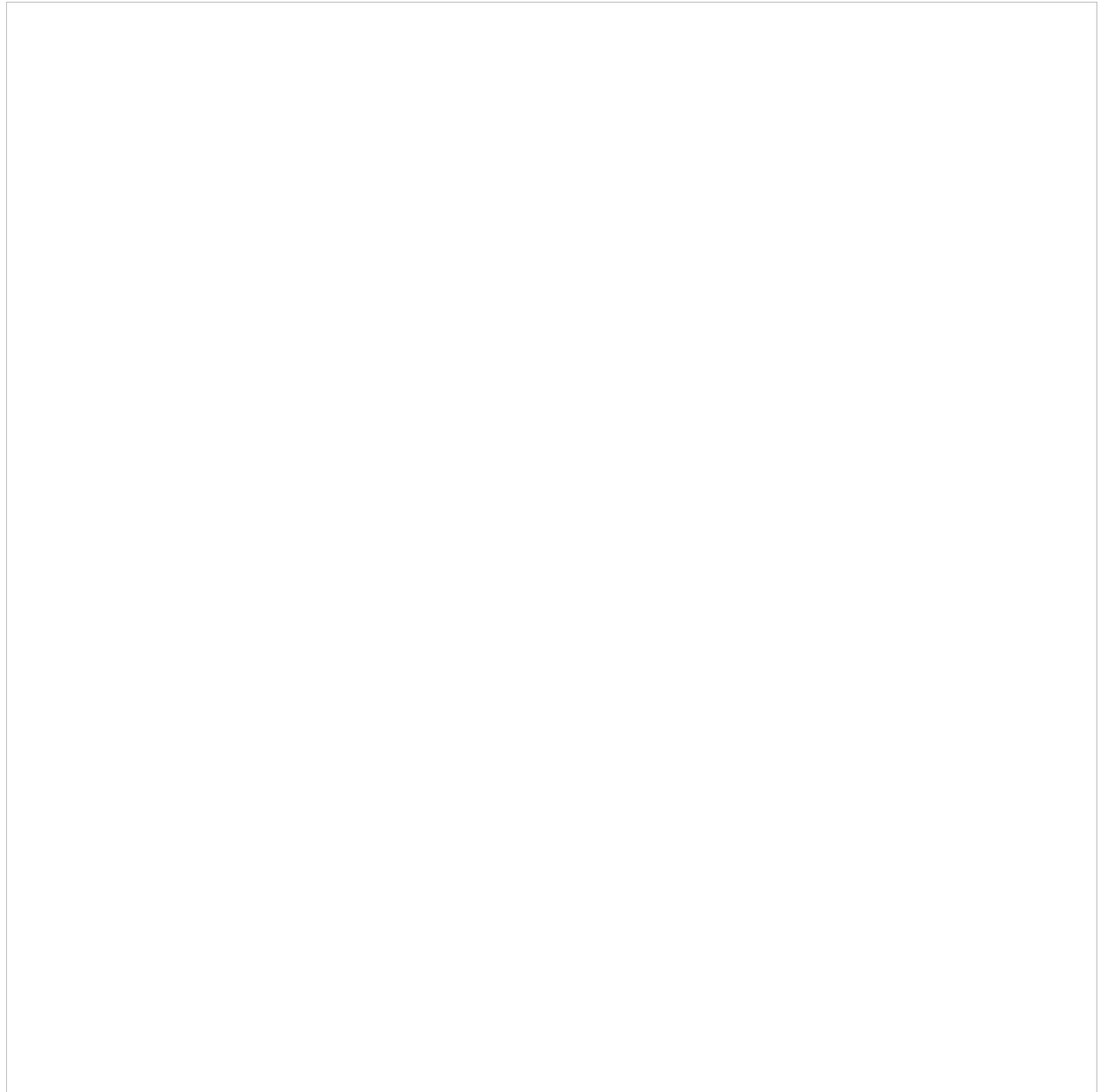
通常至少会有两轮书面的反馈意见，之后通常还会有1—2次口头的反馈意见。提问结束后，联交所会召开内部的审核会议，审核通过后发核准文件。

联交所的审核时间一般在两到三个月左右。具体审核流程如下：

#### 1. 分拆上市申请不触发召开股东大会的审核流程

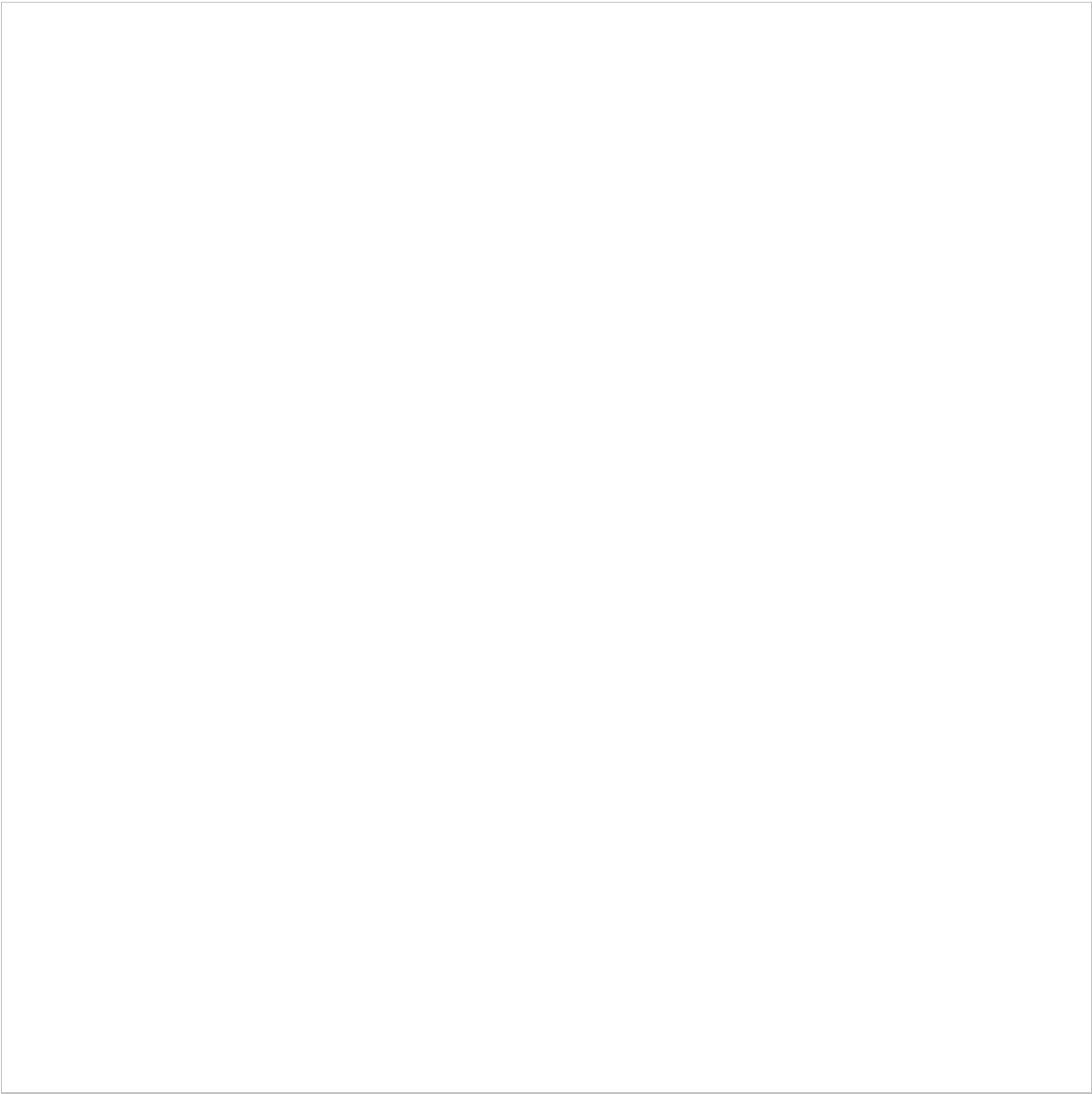


## 2. 分拆上市申请触发召开股东大会的审核流程



注：此种情形下，召开股东大会与联交所审核能否并行尚需香港律师确认。

3. 豁免母公司向其股东提供保证配额可以采取联交所审批或召开股东大会的方式，若采用前者应与分拆申请一并由联交所审批，若采用后者的操作流程如下：



我们总结了目前市场上仅有两个香港上市公司在国内分拆案例的审核流程及信息披露情况，具体如下：

（一）神州数码分拆神州信息借壳上市的简要时间表

神州数码（H股）流程		*ST太光（A股）流程	

时间	神州数码履行的程序	时间	*ST太光履行的程序
2013年5月6日	可能收购公告	2013年5月6日	公告停牌
2013年5月19日	可能收购最新进展公告，披露交易对手方		
2013年7月12日	律师向联交所提交分拆建议书		
2013年7月19日	联交所针对分拆事宜进行第一轮提问		
2013年7月30日	律师向联交所提交第一轮提问回复		
2013年8月1日	在相关交易协议签署后神州数码公告分拆方案	2013年8月1日	召开董事会审议方案、协议等，向交易所报送方案，公告重组报告书、协议等
2013年8月5日	联交所针对分拆进行第二轮提问		
2013年8月9日	律师向联交所提交第二轮提问回复		
2013年8月26日	在签署相关补充协议后神州数码公告分拆方案	2013年8月26日	召开董事会审议调整后的方案、补充协议等，公告调整后的重组报告书、协议等
2013年8月30日	联交所核准分拆及豁免提供保证配额		
2013年9月2日	神州数码公告获得联交所核准	2013年9月2日	*ST太光公告神州数码分拆神州信息获香港联交所核准
2013年11月24日	公告分拆神州信息事项于11月22日获重组委有条件通过	2013年11月24日	公告重大资产重组事项于11月22日获重组委有条件通过
2013年12月16日	神州数码公告收到证监会核准批文	2013年12月16日	收到证监会核准批文
2013年12月26日	神州数码公告重组已经实施完成	2012年12月25日	公告实施完成



## （二）创维数码分拆创维数字借壳上市的时间表

华润锦华（A股）流程		创维数码（H股）流程	
时间	华润锦华履行的程序	时间	创维数码履行的程序
2013年1月21日	公告可能收购一家国内上市公司	2013年1月22日	华润锦华股票停牌
2013年4月23日	公告“华润锦华与华润纺织、创维RGB、领优投资及创维数字自然人股东签署《框架协议》”	2013年4月23日	公告华润锦华与华润纺织、创维RGB、领优投资及创维数字自然人股东签署《框架协议》、重大资产重组预案
2013年5月10日	发布关于建议分拆深圳创维数字技术股份有限公司的进一步公告。创维数码作出董事会决议，决定如独立股东于特别股东大会上批准豁免分拆上市情形下的保证配额义务，将于重组完成后宣派特别股息每股港币4分		
2013年5月27日	公告“创维数字的评估值及最终盈利预测”及独立财务顾问、德勤会计师事务所的审核意见		
2013年6月5日	分布通函，公布财务顾问创越融资就豁免建议分拆下保证配额向独立董事委员会及独立股东提供之意见，公布独立董事委员会就豁免建议分拆下保证配额向独立股东提供推荐建议，并向股东发出股东特别大会通告		
2013年6月25日	公告“召开特别股东大会并批准豁免分拆上市情形下的保证配		

	额义务”		
2013年8月2日	公告“深圳创维—RGB与华润锦华、创维数字少数股东、华润纺织签订有关框架协议拟进行交易的最终协议，包括资产出售及置换协议、债务处理协议、发行股票协议、偿付应收款项协议和补偿协议”	2013年8月2日	公司第八届董事会第十七次会议审议通过调整方案等相关议案，同时公告了重大资产重组报告书等相关文件
2013年8月9日	公告本公司8月8日接到联交所通知，按上市规则第15项应用指引所提交分拆上市方案已经符合有关规定	2013年9月5日	临时股东大会审议通过《关于华润锦华股份有限公司重大资产出售、置换及发行股份购买资产暨关联交易的议案》等议案，6日公告
2013年11月21日	公告资产重组未获通过，正商讨下一步行动	2013年11月20日	重组委审核未通过，21日公告
		2013年12月17日	董事会二十二次会议审议通过《关于继续推进公司重大资产出售、置换及发行股份购买资产暨关联交易事项的议案》，19日公告
2013年12月30日	公告“资产重组经修订的申请获得中国证监会受理”	2013年12月30日	公告证监会二次受理

### 三、香港联交所关于分拆上市的审核关注重点

根据我们操作的案例情况，联交所在审核分拆上市公司时通常重点关注以下事项：

（一）是否符合《第15项应用指引》的要求以及可以采取的应对措施

### 1. 新公司须符合香港联交所基本上市准则

新公司如在香港以外的市场上市，则不适用该条规定。

### 2. 母公司最初上市后的三年内不得作分拆上市

母公司上市年期要超过三年，如从创业板转至主板，则上市年期从在创业板上市开始计算。

### 3. 母公司经分拆后余下之业务

(1) 母公司和新公司都有独立的业务或资产，能够分别支持母公司和新公司的上市地位，不能以同一项业务同时支撑两个上市公司。

(2) 分拆后母公司应满足联交所《上市规则》第8.05条的最低盈利规定（最近三年不少于5 000万元港币，且最近一年不少于2 000万元港币）。

如果分拆后母公司的盈利达不到联交所《上市规则》第8.05条的最低盈利规定的情况，则如果符合一定要求则联交所可以考虑进行豁免。

### 4. 关于业务独立性（含同业竞争与关联交易）

(1) 由母公司及新公司分别保留的业务应予以清楚划分。可阐述母公司和新公司的主要业务区别及业务流程，表明留存业务和分拆业务能够清晰划分，且不存在同业竞争或潜在同业竞争。

(2) 新公司的职能应能独立于母公司。上市委员会除要求新公司保持业务及运作独立外，亦要求新公司在下列方面有其独立性：

#### ① 营运的独立性

可以从运营管理独立、业务板块划分独立、销售渠道和产品用途独立、部分客户和供应商重叠不影响独立性等方面来解释营运的独立性。

## ②财务的独立性

可从单独设立财务核算部门、各自拥有单独的财务系统、是否存在相互担保及能够独立取得融资等方面解释财务独立。

## ③董事职务及公司管理方面的独立

在发行人分拆后的两个公司可以出现相同董事任职的情况，但前提是不能存在损害任一方上市公司利益的情形。

可主要从人员独立、业务独立、财务独立性、董事及管理层的独立性等方面进行阐述并解释相关措施，证明公司管理方面是独立的。

## ④行政能力方面的独立

新公司需保证基本行政只能均由新公司独立执行，并对关联交易进行合理安排，保障母公司与新公司的少数股东权益，保证关联交易的公允性。

（3）对母公司及新公司而言，分拆上市的商业利益应清楚明确，并在上市文件中详尽说明；以及分拆上市应不会对母公司股东的利益产生不利的影响。

此部分需阐述分拆事项对母公司及新公司产生的优势，可从提升集资能力、突出主业及提供新的集资平台等方面重点说明。可引用母公司董事的意见，说明母公司股东利益不受损。

## 5. 分拆上市建议获得股东批准

如拟分拆上市的标的资产在资产比例、利润比例、收入比例、交易额比例、权益资本比例中的任一比例超过上市公司相关指标的25%，则需要通过母公司股东批准。

如控股股东在有关建议中占有重大利益，则该控股股东及其联系人均须放弃其表决权。如控股股东在面对大多数小股东反对下投票通过分拆上市建议，则有关独立财务顾问须就在有关股东大会上所作出的讨论向联交所提交报告。

在向股东发出通函中，必须载有分拆上市之详情及分拆上市对母公司的影响，此时可能需要会计师对母公司及分拆子公司出具单独的审计报告以便分析分拆上市对母公司的影响。此外，若母公司（不包括其在新公司的权益）盈利水平不能让联交所确信满足上市规则最低盈利要求时，也可能要求会计师出具相应的审计报告。

## 6. 保证获得新公司股份的权利（提供保证配额）

联交所要求母公司向其现有股东提供能够使其获得新公司股份的权利，即提供保证配额。但是根据中国的法律，存在港股母公司相当比例的股东将被界定为外国投资者。在中国，除经批准外，依据法律法规外国投资者不被允许持有A股。因此，母公司不能确保提供保证配额，需要豁免提供保证配额。

## （二）其他注意事项

母公司由于分拆将产生大额的亏损，但这种亏损仅是账面亏损而非

实际意义的亏损，也不会有现金流流出。母公司由于分拆确认亏损金额的为分拆公司估值乘以母公司分拆前后持有拟分拆公司股权比例的差额。

## 2.3.2 千方集团借壳联信永益

### 一、案例简述

千方集团作为国内领先的智慧交通全面解决方案提供商，在2012年美国退市后积极筹划登陆A股资本市场。经过千方集团与联信永益董事会友好协商，双方就千方集团借壳联信永益上市方案达成一致。交易完成后，联信永益主业由电信、烟草行业应用软件开发转为智能交通全面解决方案提供。优质资产注入后，上市公司盈利能力有效增强，保护了投资者的利益。

### 二、交易各方

#### （一）上市公司及中介机构基本情况

上市公司基本情况（重组前）			
发行人名称	北京联信永益科技股份有限公司	股票简称	002373
注册资本	13 706.00万元	法定代表人	赵余粮
注册地址	北京市海淀区中关村南大街甲8号10层1002号	控股股东或实际控制人	陈俭
行业分类	计算机应用服务业	主要产品及服务	行业应用软件开发、计算机信息系统集成和专业技术服务
本次交易的有关中介机构			
独立财务顾问	华泰联合证券有限责任公司	律师	天元律师事务所

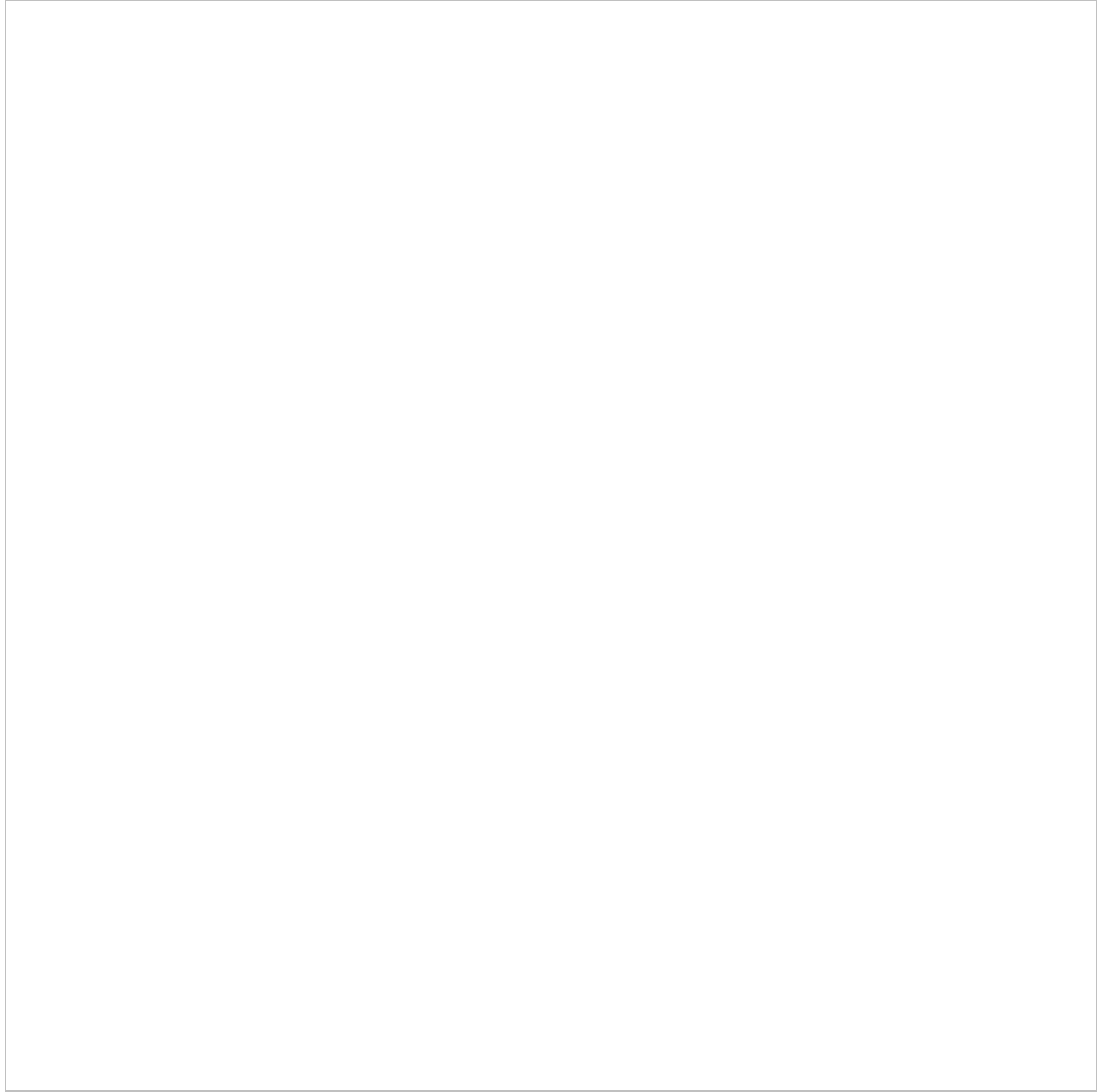
审计机构	致同会计师事务所	评估机构	中联资产评估集团有限公司
------	----------	------	--------------

## （二）标的资产的基本情况

本次交易拟购买资产为千方集团100%股权，紫光股份、启迪控股、吴海合计持有的紫光捷通30.24%股权，以及北京世纪盈立科技有限公司持有的北京掌城48.98%股权。千方集团持有紫光捷通55.95%股权和北京掌城51.02%股权。本次拟购买资产为千方集团100%股权及下属控股子公司紫光捷通和北京掌城的参股权。

拟购买资产各级控股公司情况如下图所示：





## 1. 股权结构

交易完成前，借壳主体千方集团的股权结构如下：

夏曙东为中智慧通唯一股东，夏曙东直接及间接持有千方集团65.38%股权，为千方集团实际控制人。

## 2. 业务情况

千方集团为智能交通全面解决方案及出行信息服务提供商，主要业务包括城际智能交通、城市智能交通、智慧出行等产品的提供。千方集

团下属四家子公司分别负责智能交通业务不同板块的经营，其中：紫光捷通为高速公路机电工程解决方案提供商；北大千方主营业务为城际交通信息化、城市交通系统信息化和系统集成、智慧城市业务；北京掌城为综合出行服务提供商；掌城传媒主营业务为出租车监控管理运营服务。

## （1）主营业务发展情况及主要产品

### ①北大千方主营业务发展情况及主要产品

北大千方是千方集团智能交通全面解决方案业务体系中的重要组成部分。经过多年的专业化发展，北大千方在城市交通信息化、枢纽交通信息化、公路交通信息化、交通综合管理平台建设等领域建立起一定的竞争优势。

北大千方研发并提供的一系列智能交通产品及服务，主要应用于城市及城际智能交通领域。北大千方主要产品和服务分为核心硬件产品、基于交通运输管理职能的信息化业务、基于城市交通的整体解决方案业务。北大千方主要产品业务及对应产品和服务情况如下：

产品分类	产品名称
核心硬件产品	ETC产品
	交通流量调查设备
	客流监测设备
基于交通运输管理职能的信息化解决方案	路网中心综合管理及应急处理系统
	交通应急指挥系统
	行业信用系统
	交通经济运行情况分析系统
	综合交通运行指挥中心

基于城市交通的整体解决方案	综合交通客运枢纽管理信息服务系统
	轨道交通运营管理信息服务系统
	城市综合管理应急联动平台
	出租汽车综合管理信息服务平台
	城市交通诱导系统

## ②紫光捷通主营业务发展情况及主要产品

紫光捷通是致力于推进中国智能交通领域科技创新与产业化应用的高科技企业。经过多年的专业化发展，现已成为中国高速公路建设领域知名的智能交通整体解决方案与服务提供商。

紫光捷通研发的一系列智能交通产品及服务是智能交通体系中的重要子域，主要服务于国内高速公路的交通主管部门。紫光捷通主要产品和服务分为高速公路机电工程解决方案，智能交通产品和智能交通服务业务等。

目前紫光捷通主营业务以高速公路机电工程解决方案为主，紫光捷通将进一步发展新型智能交通产品和服务，着眼于降低交通排放，提高交通管理水平和出行安全性。

紫光捷通智能交通产品主要为“Joy Traffic”智能交通系统，智能交通服务业务包括本地化服务、系统维护、流程管理。其主要产品和业务情况如下：

产品分类	产品名称
高速公路机电系统集成	高速公路监控系统集成
	高速公路通信系统集成
	高速公路收费系统集成

	高速公路隧道机电系统集成
高速公路机电维护	高速公路运营维护服务
智慧高速	高速公路数据处理中心
	智慧高速智慧调度与应急处理系统
	公众信息发布系统

### ③北京掌城主营业务发展情况及主要产品

北京掌城致力于成为中国最专业的出行综合信息服务提供商与智慧出行解决方案提供商。主要利用车载定位终端、移动通信网络、交通行业信息管理系统、呼叫中心等，将动态交通信息通过互联网、呼叫中心、车载终端、自导航设备、智能手机等平台进行发布和应用整合，组成信息闭环，与道路交通形成良性互动。同时，面对具有广泛市场需求的公共交通出行信息服务，北京掌城结合位置服务和移动互联网应用，陆续推出实时公交到站和行人导航等服务内容。此外，北京掌城也提供基于交通大数据进行快速处理、分析建模、信息挖掘和预测等服务。

北京掌城的主要业务分为：实时交通信息数据产品和服务业务、移动互联网云端产品与服务业务、智慧出行解决方案与系统集成业务。其主要产品业务及对应产品和服务情况如下：

业务分类	产品名称
实时交通信息数据产品与服务业务	城市路况信息
	城际路况信息
	交通事件、管制、天气信息
	交通信息拓展产品——图示路况 / 文字路况
	公共交通动态信息
	交通信息云服务

移动互联网云+端产品与服务业务	掌城网
	掌城路况通
	节油达人
智慧出行解决方案与系统集成业务	公众出行解决方案
	节能减排解决方案

#### ④掌城传媒主营业务发展情况

通过为城市出租车安全运营管理提供系统解决方案和监控服务，掌城传媒开展出租车监控、运营服务，获取信息增值服务和广告收益。

### （2）盈利模式

#### ①北大千方主要盈利模式

北大千方主要业务分为两个部分：一是以智慧城市、交通信息化为核心的系统集成业务，面对的客户包括各级政府、交通运输部及其下属机构，国内各省市的交通厅局，以及城市职能部门等。二是以ETC、客流检测设备为主的射频识别、智能卡读写的硬件销售业务，服务的客户包括高速公路业主单位、各大银行、城市建设部门、城市安全重点单位等。北大千方凭借多年积累的各项竞争优势，通过向客户提供全面的解决方案，为客户提供高质量、高水准的服务以及性能优良的产品，并以此获得相应的利润。

在系统集成方面，北大千方以“专业化模式”及“策略跟进模式”获得盈利。

“专业化模式”即北大千方以业务领域专一、业务水平专业、提供专门人才三方面获得客户认可，通过对客户需求的深入了解，获得订单，

这样的模式其组织形式比多领域复合式业务要简单，管理也相对容易，在扩大规模的同时可降低成本，增加利润。

“策略跟进模式”是指北大千方对于战略方向的进行实时评估，清楚分析自身的优势、劣势后，判断未来走向，进而做出调整。跟进模式不是对一个业务域进行全新投入，而是开拓已有成功商业活动案例及市场容量较大的业务域。市场培育成本大幅减少，降低了策划成本，从而有效提升盈利水平。

在硬件产品方面，北大千方以“品牌”和“速度”模式为核心。

品牌模式是指北大千方以“专业”为核心，在行业内逐步提升品牌价值，以产品品牌来推动具体销售。北大千方已经在2011年荣获“中国不停车收费五大最具影响力”，近两年品牌价值提升已使北大千方成为中国不停车收费产品销售的三甲成员。现在，北大千方的品牌模式正逐步从“销售工具化品牌”过渡到“战略增值型品牌”，成为北大千方硬件产品业务方面的中长期战略模式。

速度模式是指北大千方以“创新”为核心，以独特的产品或服务快速扩大市场，以灵活性、技术优先性对抗同类产品市场。“基于激光客流检测传感网的客流信息监测系统”是北京十大科技应用成果入围产品，北大千方的激光类客流检测产品在市场以超高精度区别于其他客流检测设备，在应用体现上独树一帜。北大千方的速度模式并不创造市场，而是在充分分析市场后，以战略洞见迅速调整方向，使公司始终处于产品开发的前沿。

## ②紫光捷通主要盈利模式

紫光捷通主要从事高速公路机电系统（收费、通信、监控）相关的

产品设计、研发、集成、销售、实施、服务与咨询，服务的客户主要是国内的各个省份的高速公路业主单位。

系统的初期建设一般采用招标方式进行。若业务支撑模式未发生改变，此后系统建设一般采用议标方式进行，即与现有建设厂家按照用户的投资计划，进行议标谈判来签订合同。

高速公路机电系统是高速公路的核心系统，性能指标要求很高，要求支持7×24小时的不间断运行。同时，用户的信息服务业务和营销的需求在不断发生变化，系统需要进行持续的建设和服务。高速公路用户基本每年都有相关的投资计划和建设要求。紫光捷通凭借在高速公路行业多年积累的各项竞争优势，通过向客户提供全面的机电系统解决方案，为客户提供高质量、高水准的服务以及性能优良的产品，并以此获得相应的利润。

### ③北京掌城主要盈利模式

随着中国汽车产销量的不断攀升，汽车保有量迅速上升，城市道路拥堵现象愈发严重。无论是驾车出行还是乘坐公交车或出租车出行，用户对综合实时交通出行信息的需求迫切。加之物联网及车联网行业的快速发展，国家对该行业的大力扶持，市场需求日益旺盛。

在当前市场背景下，北京掌城以B2B2C的模式与车载导航、车联网平台、互联网等服务载体合作，向公众提供出行信息服务，以此获得首次开通服务许可及后期项目运营带来的直接利润。在直接面向公众服务中，北京掌城通过应用客户端（APP）向公众提供出行信息服务。随着活跃用户数不断积累，后续可通过前向收费（向用户收取服务许可费）和后向收费（广告运营费用）获得直接收益，也可通过大数据分析产生的



价值获得间接收益。

### 3. 千方集团核心竞争力

千方集团在行业内有较强的竞争优势，在智能交通行业中处于领先地位。具体表现在如下几点：

（1）专注交通信息化行业，产业链布局完善，细分业务竞争优势明显

千方集团一直扎根于中国的ITS行业，集团所有下属公司都围绕交通信息化行业开展业务，在细分业务市场深耕细作，经过十几年的发展，已经形成完整的产品与技术架构和合理的分工协作，产业链布局完善，协同优势独到，在各细分领域均具有较强的竞争优势。

千方集团下属北大千方、紫光捷通、北京掌城、掌城传媒涉及公路智能交通、城市智能交通、智慧城市解决方案、信息服务等业务，经营活动涉及交通信息采集、数据处理、解决方案提供、应用服务，在智能交通领域构成了完整的交通信息化产业链。具体情况如下：

北大千方专注于交通信息化和智慧城市解决方案（包括轨道交通、公路、水路、公众出行等）提供，在交通行业管理与应用领域提供较完整的解决方案，在行业业务及管理系统、行业数据中心和综合交通应急指挥中心等方面的规划、建设与实施方面处于领先的地位。同时北大千方是国内最早从事智慧城市建设的企业之一，在智能交通、智慧城市业务的融合与开展方面具有很强的经验背景。北大千方提供的重点产品及解决方案已成功应用于全国多个省、市、自治区以及北京奥运会、国庆六十周年庆典、上海世博会、深圳大运会等国家重大活动中，取得了良好的示范效应。北大千方已完成全国6座城市216个表结构的入库管理，

存储交通历史数据八千余万条，51个表结构的历史数据八十余万条，清洗过滤异常数据近百万条。

紫光捷通专注于高速公路领域的信息化解决方案提供，项目实施和信息服务的产品研发与应用。高速公路智能交通系统集成行业在国内ITS行业中发展最为成熟，行业起步于上世纪90年代中后期，市场目前处于稳步发展阶段。紫光捷通进入市场较早，积累了相当的技术能力、市场经验和客户资源。紫光捷通已在国内30个省份（直辖市）完成了426个公路机电建设项目，累计里程达1.5万余公里，工程优良率100%，先后多次获得“鲁班奖”、“飞天奖”、“优质工程一等奖”、“国家优质工程奖”等多项荣誉。

北京掌城专注于提供综合出行信息服务，是国内率先开展商用化实时交通信息服务的公司。在交通信息的采集、处理、发布环节拥有多项专利技术，已建立起完整的运营服务保障体系。北京掌城借助千方集团在交通信息化领域的行业布局优势，已商用发布国内30余个主要城市及城际间高速公路实时交通信息服务。产品及服务在车载导航、互联网及移动互联网、电信增值、消费电子等领域广泛应用。在车载导航领域，北京掌城已与日产汽车、上海汽车、比亚迪、东风裕隆等国内外多家主流整车厂家达成合作，并与其他主流车厂建立产品对接合作，未来将陆续推出合作产品。在互联网及移动互联网领域，北京掌城已与百度、腾讯、搜狗等主要基于位置服务（LBS）互联网服务提供商达成合作，正在为过亿用户提供交通出行信息服务。在移动互联网高速发展的趋势下，互联网位置服务应用的规模成几何倍数增长，北京掌城将在现有合作优势的基础上，拥有更广阔的市场空间。

（2）重视技术体系的建设，研发创新能力较强

千方集团始终重视技术体系的建设和研发能力的提升。千方集团从人才选拔、引进、培养、课题负责、考核、技术和产品应用保障、知识产权保护 and 开发、奖励等方面形成团队建设体系及相关制度，技术成果在集团内以市场化方式进行转化和市场推广，在保障人才队伍稳定发展的同时引导创新能力不断提高。同时积极同各研究机构、大专院校合作建设行业公共研发和服务平台，集合行业研发力量共同进行行业发展趋势研究、共性技术关键技术课题攻关及新技术、新产品应用示范研究，承担了大量政府专项课题。

千方集团拥有一大批智慧交通专业技术人才，一批高层次人才入选国家及北京市“新世纪百千万人才工程”、“北京市优秀人才”、“北京经济技术开发区海外高层次人才”等优秀人才培养工程。

截至目前，千方集团获得国家及省级奖项共14项，承担国家级、省部级重大专项15项，主要包括国家攻关课题——“智能交通领域核心软件开发”、863“十五”科技攻关课题智能交通专项、科技部火炬计划——“高速公路收费及监控系统”、科技奥运项目——“城际智能交通系统”、交通部西部重点课题——“高速公路隧道（群）安全与节能综合技术研究”、“大城市交通拥挤对策与交通需求管理系统研究”、“胶东沿海经济区域交通体系规划研究”、国家火炬计划——“基于分布式多点融合技术的高速公路智能交通系统”等。

2013年，千方集团作为唯一的民营企业被交通运输部认定为“全国智能交通技术和设备行业研发中心”，成为全国8家交通运输行业研发中心之一。行业研发中心依托交通运输部国家级重点实验室，重点建设行业共性技术、新技术标准研发及自主产品开发，交通运输部将从资金、政策、行业应用和示范等方面对研发中心研发能力建设、课题建设等方面给予支持。千方集团研发团队的研发能力始终处于行业领先水平，千

方集团超过40%的员工为ITS相关领域的研发人员，拥有约200项软件著作权及专利，为新技术、新产品的研发及市场化推广创造了良好的基础，形成了研发、应用、产业化、再提升的良性循环。

### （3）客户关系良好，具备品牌优势

千方集团保持了良好的客户关系和优良的产品口碑。千方集团通过过去10余年在高速公路ITS和城市交通ITS业务上和各级主管部门的合作，多年的高品质项目为千方集团赢得了良好的声誉和信任，积累了优异的品牌知名度、公司认可度和美誉度。2011年，北京市交通委和中关村管委会成立首都智能交通产业联盟，旨在整合首都智能交通企业资源和技术优势，集中力量提升北京智能交通行业技术研发能力和创新能力，推动重点、关键环节技术自主研发，加大研发成果的示范应用和推广，形成智能交通产业链和产业集群，促进北京智能交通产业快速发展，千方集团被推选为理事长单位，并参与编制了北京智能交通产业链全图和产业发展蓝皮书，为千方集团融合行业资源、创新智能交通技术研发和应用，带动产业链整体协同发展奠定了良好基础。

### （4）团队稳定，经验丰富

千方集团创始人和高管团队平均行业经验都在15年左右，主要高级管理人员毕业于北京大学和清华大学等高等学府，取得相关专业博士、硕士学历，专注于中国智能交通行业相关技术研发和业务开展，对中国智能交通行业有深刻的理解。此外千方集团业务管理团队稳定，为长远发展奠定良好基础。

千方集团具有良好的业务管理能力，通过各地参控股公司在本地市场积累了丰富的服务经验，确保服务的高质量、高效率。

#### 4. 主要财务数据

截至审计基准日2013年7月31日，拟购买资产两年一期模拟合并主要财务数据如下表所示：

项目	2013年7月31日	2012年12月31日	2011年12月31日
总资产（万元）	176 166.18	173 194.18	151 278.84
归属于母公司股东的所有者权益（万元）	38 111.57	24 232.69	11 609.65

项目	2013年1—7月	2012年度	2011年度
营业收入（万元）	54 108.13	91 737.74	69 409.91
净利润（万元）	8 570.85	12 286.60	6 813.08
归属于母公司股东的净利润（万元）	8 013.32	10 766.98	5 458.53
毛利率	27.09%	28.95%	29.33%

注：上述模拟财务数据的合并基础为千方集团母公司、北大千方100%股权、掌城传媒100%股权、北京掌城100%股权、紫光捷通86.18%的股份。

### 三、交易背景

千方集团海外上市主体China Trans Info Technology Corporation（Nevada）（以下简称“CTFO”）于2007年通过反向收购实现在美国OTCBB上市。2008年，CTFO转板至NASDAQ交易。

自2011年下半年开始，中小市值中概股普遍在美遭受双重标准差别对待，CTFO受此影响股票交易清淡，股价低迷，无法反映公司真实价值；同时千方集团主要业务及管理团队均在中国境内，每年因CTFO在

美上市所发生的费用较高，给千方集团带来较大的财务和经营管理负担；在美国上市中小规模中国企业不被美国资本市场看好的背景下，千方集团及CTFO无法充分发挥上市公司再融资功能。因此，2012年2月21日，夏曙东向CTFO提出关于私有化交易的初步非约束性提案，拟回购非其本人持有的所有流通股。2012年10月31日，私有化交易获CTFO股东投票通过。同日，CTFO收到SEC发出准许其退市并注销的通知。

CTFO私有化后，考虑到公司发展战略，千方集团筹划再次上市，可选方式包括A股IPO、港股IPO和A股借壳上市。考虑到筹划时点A股堰塞湖现象较为严重，在A股进行IPO并非为公司的第一选择。同时，考虑到港股市场对同类公司估值水平较低，并未公允地反映公司价值，公司未选择在香港资本市场进行IPO。综合考虑A股市场的价值发现能力、借壳上市途径的时间优势，千方集团选择通过借壳上市方式登陆国内资本市场。

## 四、交易方案

### （一）方案背景及交易方案说明

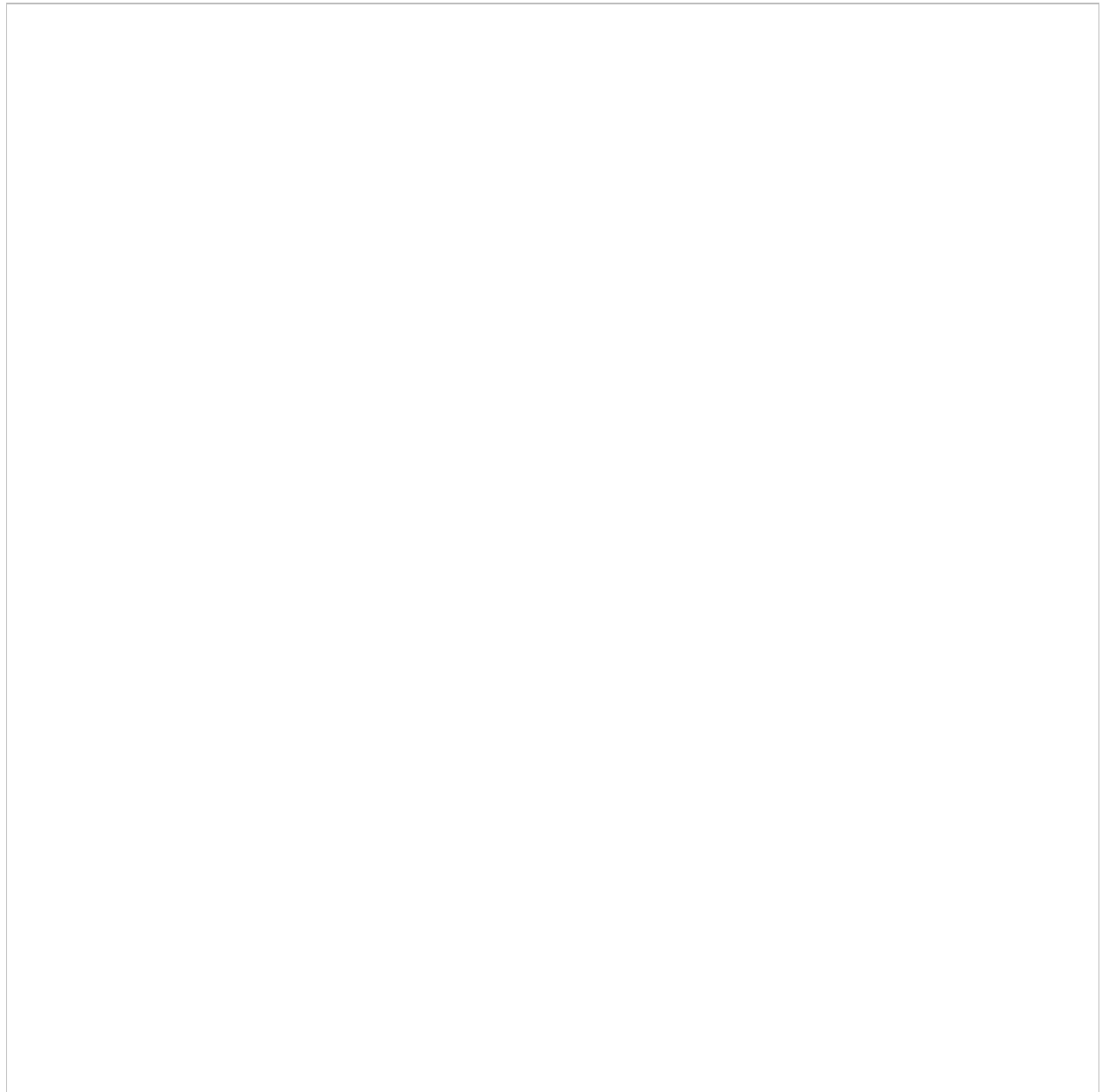
#### 1. 千方集团海外上市VIE架构的建立和拆除

##### （1）VIE架构的建立

千方集团在美上市主体为CTFO，中交千方及其下属子公司为千方集团在内地实际经营主体。

通过东方亚娱（后更名为“千方车联”）与中交千方（后更名为“千方集团”）签署一系列VIE协议，CTFO间接控制的东方亚娱协议控制中

交千方及下属子公司日常经营、高管选聘、财务以及需获得股东批准等重要事务，从而实现CTFO对中交千方及其下属企业的实际控制。



## （2）NASDAQ退市

通过内部股权调整，夏曙东成为East action单一股东。

CTFO与夏曙东控制的BVI公司Shudong全资持有的开曼公司

TransCloud以及由TransCloud直接全资拥有的内华达州公司TransCloud Acquisition达成合并计划与协议。根据该合并协议，夏曙东及CTFO管理层将其持有的8 046 973股CTFO普通股，SAIF III将其持有的4 151 152股CTFO普通股共同投入TransCloud，并分别取得等额的Shudong股份，并由TransCloud向除公司管理层股东及SAIF III以外的所有CTFO普通股股东发出收购要约，以每股5.80美元的价格收购全部发行在外的普通股。收购CTFO普通股股票完成后，TransCloud的全资子公司TransCloud Acquisition与CTFO吸收合并，合并后CTFO成为TransCloud的全资子公司。

交易费用合计约1.3亿美元由夏曙东和SAIF IV合计提供30%现金，按5.8美元 / 股的要约收购价转换为对Shudong的股权。同时，国家开发银行股份有限公司香港分行向夏曙东间接控制的TranCcloud提供9 600万美元贷款授信额度，实际借款9 100万美元，用以补充收购公众投资人所持CTFO剩余普通股所需资金。

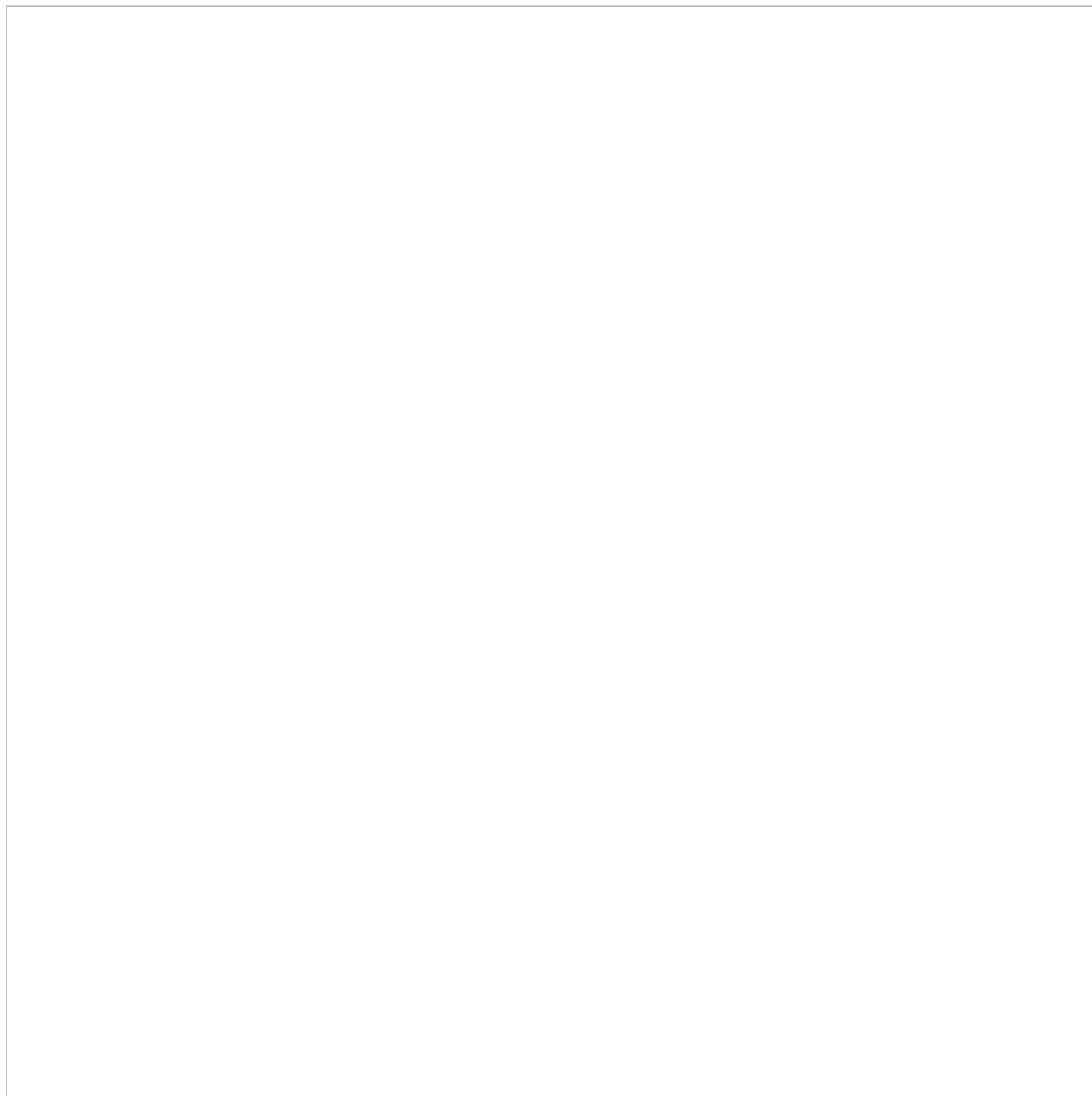


### （3）SAIF基金退出

经过管理层张志平、赖志斌及SAIF股票期权行权和股权转让后，SAIF通过三支基金合计间接持有CTFO27.58%股权。

SAIF将27.58%Shudong股权转让予夏曙东100%持有的Karmen，转让价格为2.25亿元人民币的等值美元。

为筹措受让SAIF对应股权的资金，夏曙东在VIE协议解除并根据Shudong股权结构恢复千方集团股权结构时点将千方集团14%股权转让给两支境内基金。



#### （4）VIE架构拆除及境内股权调整

按照VIE架构拆除前Shudong股权结构，千方集团进行境内股权结

构还原。

千方车联与千方集团等相关公司签署相关VIE协议的终止协议，千方集团VIE架构拆除。同时，夏曙东将中智慧通持有的千方集团12%股权、2%股权分别转让予建信投资、重庆森山，相应资金用于境外Karmen向SAIF支付Shudong股权转让款。股权转让完成后，千方集团完成借壳上市前的股权调整。

## 2. 部分主体参与股权置换

本次交易中上市公司除了发股购买千方集团100%股权，还同时发股购买紫光捷通少数股东权益。该部分权益对应的股东紫光股份和启迪控股为国资背景，考虑到保护国有资产和国资审批程序的便捷性，紫光股份和启迪控股未参与资产置换过程。

## 3. 潜在股东夏曙东存在股权质押的风险

2012年10月31日，千方集团境外关联公司CTFO实现了私有化退市。为实现CTFO的私有化退市，国家开发银行股份有限公司香港分行向夏曙东间接控制的境外主体TransCloud Company Limited提供了9 600万美元贷款授信额度，实际借款9 100万美元，用以补充收购公众投资人所持CTFO剩余普通股所需资金。

为担保上述贷款的偿还，中国车联将其持有的千方车联的100%股权质押给国家开发银行股份有限公司香港分行，同时夏曙东及其配偶提供连带责任保证。

由于VIE架构的废止，千方车联已无法对千方集团进行实际控制，因此国家开发银行股份有限公司香港分行要求，夏曙东于本次重大资产重组完成后将其持有的8 000万股联信永益股票进行质押，用于担保或偿还因废止VIE架构而给千方车联造成的损失以保证国开行香港分行的贷款安全。

由于上述股权质押承诺存在，交易完成后夏曙东可实际用于千方集团业绩承诺补偿的股份数量仅为通过中智慧通间接持有及直接持有上市公司股份的约60%。

#### 4. 仅部分交易对方参与业绩对赌

上市公司于2013年11月1日与夏曙东、夏曙锋、赖志斌、张志平、吴海、重庆中智慧通信息科技有限公司签署了《利润补偿协议》，并于2013年11月27日，与夏曙东、夏曙锋、赖志斌、张志平、吴海、重庆中智慧通信息科技有限公司签署《利润补偿协议之补充协议》。上市公司未与包括重庆森山投资有限公司、紫光股份有限公司、启迪控股股份有限公司、北京世纪盈立科技有限公司、北京建信股权投资基金（有限合伙）在内的其他交易对方签署《利润补偿协议》。

上市公司向参与业绩补偿的交易对方夏曙东及中智慧通发行的股份总数为198 412 072股，占上市公司本次发行股份总数的53.85%，向参与业绩补偿的交易对方夏曙锋、赖志斌、张志平、吴海发行的总数为67 100 856股，占上市公司本次发行股份总数的18.21%。由于仅部分交易对方承诺对在利润补偿期内注入资产净利润实现情况与净利润预测情况的差额予以补偿并作出可行的补偿安排，有可能导致当出现本次交易后上市公司利润补偿期内净利润实现情况不足承诺净利润时，参与业绩承诺补偿的交易对方所取得的股份数量将低于用于补偿盈利不足部分所需的股份数量的情况。

考虑到标的资产2013年已实现业绩情况和2014年签订订单情况，在方案推出时点上述仅部分交易对方参与业绩对赌导致股份不够补偿的风险是可控的。

## （二）交易方案

本次重大资产重组整体方案包括：（1）重大资产置换；（2）发行

股份购买资产。

重大资产置换及发行股份购买资产互为前提，同时生效，任何一项内容因未获得监管机构批准而无法付诸实施，其他项均不予实施。

本次交易完成后，上市公司的主营业务将变更为提供智能交通全面解决方案、出行信息服务和智慧城市建设。

## 1. 重大资产置换

北京联信永益科技股份有限公司（以下简称“联信永益”或“上市公司”）拟将截至评估基准日2013年7月31日拥有的除位于北京市东城区广渠家园10号楼以外的其他全部资产、负债中价值2.5亿元的部分与包括夏曙东、夏曙锋、赖志斌、张志平、重庆中智慧通信息科技有限公司（以下简称“中智慧通”）、北京建信股权投资基金（有限合伙）（以下简称“建信投资”）、重庆森山投资有限公司（以下简称“重庆森山”）、吴海、北京世纪盈立科技有限公司（以下简称“世纪盈立”）的置换主体所持有的千方集团合计100%股权、紫光捷通3.49%权益以及北京掌城48.98%股权中价值2.5亿元的部分进行等值资产置换。置换主体支付现金购买拟置出资产作价超出2.5亿元的差额部分，价值40 125 491.78元。各置换主体按其所置入的资产价值占拟置入资产总值的比例分别置换、支付现金并承接拟置出资产。

根据中联资产评估集团有限公司（以下简称“中联评估”）出具的中联评报字〔2013〕第820号资产评估报告，以2013年7月31日为基准日，本次交易拟置出资产评估值为290 125 491.78元。根据《重大资产置换及非公开发行股份购买资产协议之补充协议》，经交易各方友好协商，拟置出资产作价290 125 491.78元。

本次重大资产置换中，联信永益与各置换主体分别进行资产置换及现金购买的具体金额如下表：

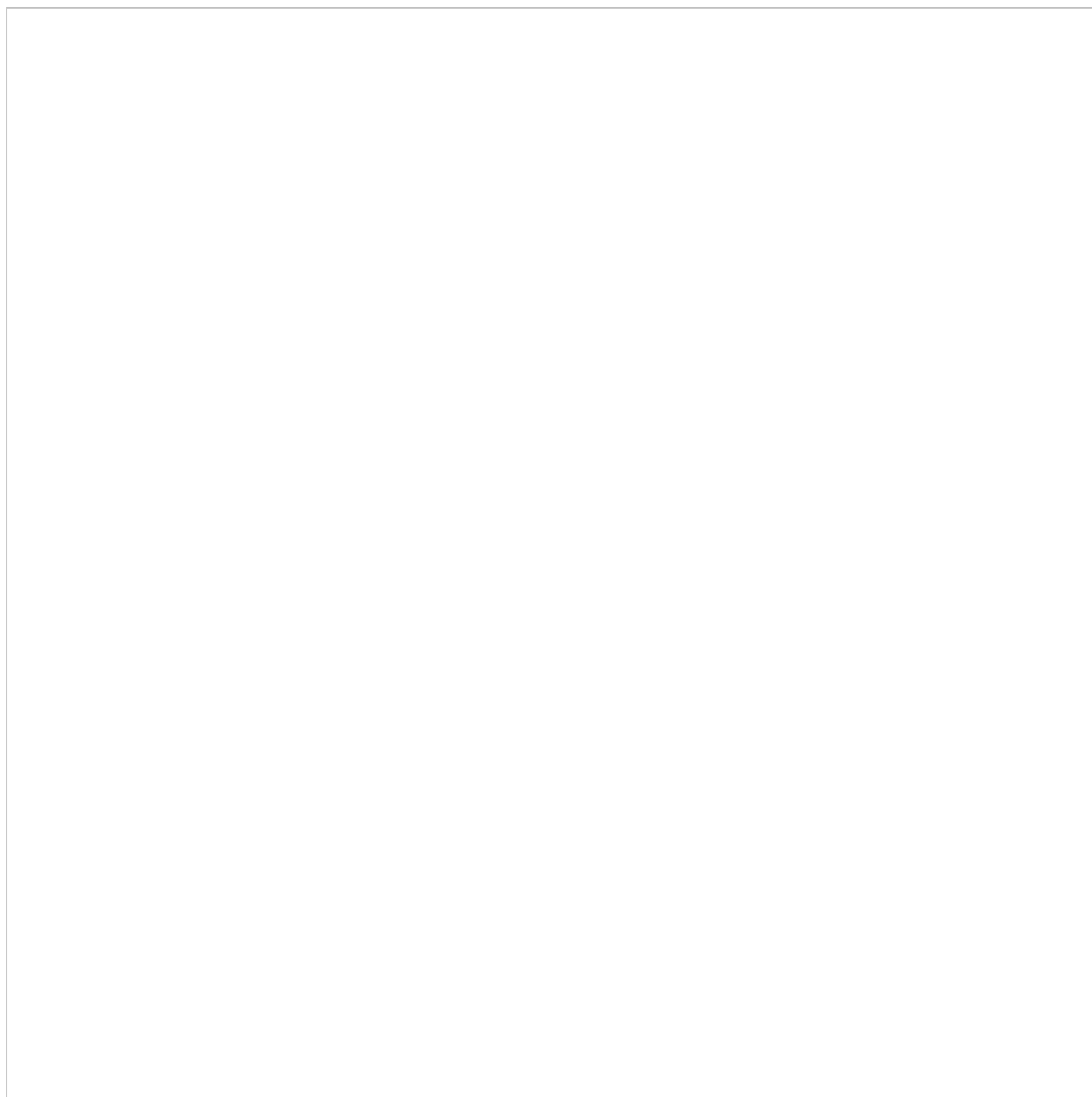
置换主体	拟置入资产价值（元）	承接资产价值（元）	支付现金购买的资产价值（元）
夏曙东	119 107 698.61	119 107 698.61	19 117 019.93
夏曙锋	6 799 594.87	6 799 594.87	1 091 348.35
赖志斌	20 302 436.11	20 302 436.11	3 258 580.93
张志平	20 302 436.11	20 302 436.11	3 258 580.93
中智慧通	31 223 905.14	31 223 905.14	5 011 498.20
建信投资	27 591 079.65	27 591 079.65	4 428 422.56
重庆森山	4 598 513.28	4 598 513.28	738 070.43
吴海	3 436 086.19	3 436 086.19	551 498.59
世纪盈立	16 638 250.04	16 638 250.04	2 670 471.86
合计	250 000 000.00	250 000 000.00	40 125 491.78

## 2. 发行股份购买资产

根据《重大资产置换及非公开发行股份购买资产协议之补充协议》，经交易各方友好协商，千方集团100%股权作价2 348 095 000.00元，紫光捷通30.24%权益作价303 753 502.05元，北京掌城48.98%股权作价169 916 620.41元。拟购买资产整体作价为2 821 765 122.46元。

上市公司向夏曙东、夏曙锋、赖志斌、张志平、中智慧通、建信投资、重庆森山、紫光股份有限公司（以下简称“紫光股份”）、启迪控股股份有限公司（以下简称“启迪控股”）、世纪盈立及吴海发行股份购买

其持有的千方集团合计100%股权、紫光捷通合计30.24%权益以及北京掌城48.98%股权在与上市公司2.5亿元等值资产置换后剩余的2 571 765 122.46元部分。



### （三）估值定价



### 1. 前期谈判时，双方预期估值及估值基础

由于本次交易为借壳上市，交易双方对置入资产估值不存在复杂的博弈过程。置入资产的估值根据置入资产未来几年的盈利预测为基础，根据收益法测算结果得出。

### 2. 评估结论选用的评估方法及评估值

考虑到置入资产属于轻资产公司且未来业绩预测可期，评估机构最终采用收益法作为评估结论选取的评估方法。

根据中联评估出具的中联评报字〔2013〕第839号资产评估报告，以2013年7月31日为基准日，本次交易的拟购买资产千方集团100%股权的评估值为234 809.50万元；根据中联评估出具的中联评报字〔2013〕第811号资产评估报告，以2013年7月31日为基准日，本次交易的拟购买资产紫光捷通100%权益的评估值为100 453.78万元，根据中联评估出具的中联评报字〔2013〕第840号资产评估报告，以2013年7月31日为基准日，本次交易的拟购买资产北京掌城100%股权的评估值为34 691.31万元。

根据《重大资产置换及非公开发行股份购买资产协议之补充协议》，经交易各方友好协商，千方集团100%股权作价2 348 095 000.00元，紫光捷通30.24%权益作价303 753 502.05元，北京掌城48.98%股权作价169 916 620.41元。

### 3. 同类交易案例的估值比较

由于千方集团为首例借壳上市的智慧交通公司，因此不存在可比交易对其估值水平进行比较。

#### （四）对价支付方式

本次交易中对价支付方式包括资产置换和发行股份购买：

上市公司将截至评估基准日2013年7月31日拥有的除位于北京市东城区广渠家园10号楼以外的其他全部资产、负债中价值2.5亿元的部分与包括夏曙东、夏曙锋、赖志斌、张志平、中智慧通、建信投资、重庆森山、吴海、世纪盈立的置换主体所持有的千方集团合计100%股权、紫光捷通3.49%权益以及北京掌城48.98%股权中价值2.5亿元的部分进行等值资产置换。置换主体支付现金购买拟置出资产作价超出2.5亿元的差额部分，价值40 125 491.78元。各置换主体按其所置入的资产价值占拟置入资产总值的比例分别置换、支付现金并承接拟置出资产。

同时，上市公司向夏曙东、夏曙锋、赖志斌、张志平、中智慧通、建信投资、重庆森山、紫光股份、启迪控股、世纪盈立及吴海发行股份购买其持有的千方集团合计100%股权、紫光捷通合计30.24%权益以及北京掌城48.98%股权在与上市公司2.5亿元等值资产置换后剩余的2 571 765 122.46元部分。

#### （五）盈利补偿安排

本次交易盈利预测补偿期限为2013年、2014年、2015年及2016年。本次交易对方中的夏曙东、夏曙锋、赖志斌、张志平、中智慧通、吴海承诺拟购买资产2013年、2014年、2015年和2016年实现的经具有证券业务资格的会计师事务所审计的净利润（扣除非经常性损益后的归属于母公司所有者的净利润）分别不低于17 000.00万元、21 889.94万元、26 832.41万元和31 628.51万元，如果实际实现的净利润低于上述承诺的净

利润，则夏曙东、夏曙锋、赖志斌、张志平、中智慧通、吴海将按照与上市公司签署的《利润补偿协议》及《利润补偿协议之补充协议》的规定进行补偿：

夏曙东、夏曙锋、赖志斌、张志平、中智慧通、吴海当年应补偿股份数量按以下公式计算确定（三年累计补偿的上限为本次发行股份购买资产中发行股份购买资产的交易对方持有的上市公司股份总量）：

每年应予补偿的股份数量＝（截至当期期末累积预测净利润数－截至当期期末累积实际净利润数）×认购股份总数 / 补偿期限内各年的预测净利润数总和－已补偿股份数量

在应用上述公式时，应遵循以下原则：

1. 联信永益分别回购的夏曙东、夏曙锋、赖志斌、张志平、吴海、中智慧通认购的联信永益的股份数按该等方各自在本次重大资产重组完成后所认购上市公司的股份数的相对比例确定。

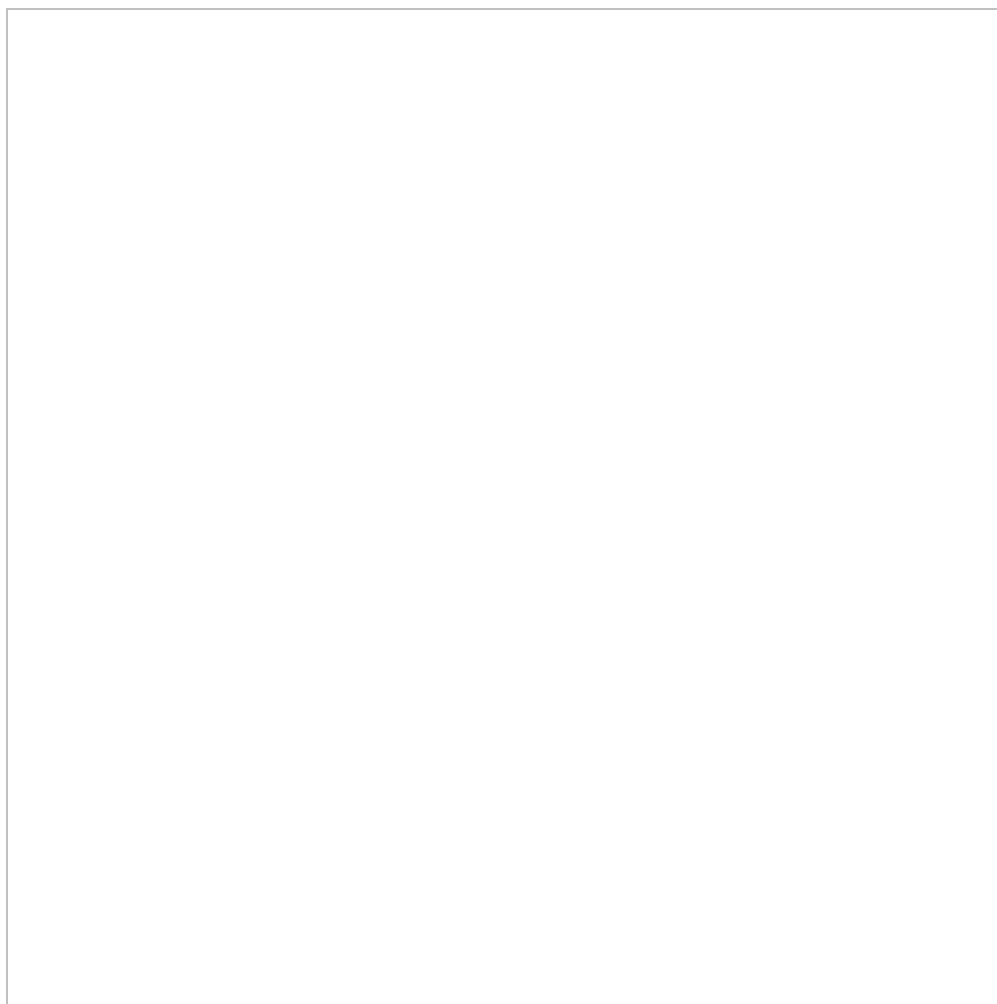
2. 截至当期期末累积预测净利润数为注入资产在补偿年限内截至该补偿年度期末净利润预测数的累计值；截至当期期末累积实际净利润数为注入资产在补偿年限内截至该补偿年度期末实际实现的利润数的累计值。

3. 若实际股份回购数小于零，则按0取值，即已经补偿的股份不冲回。

4. 如联信永益在2014年、2015年和2016年有现金分红的，按前述公式计算的回购股份数在回购股份实施前上述年度累计获得的分红收益（以下称“分红收益”）应随之无偿赠予联信永益；如联信永益在

2014年、2015年和2016年实施送股、公积金转增股本的，上述公式中“本次发行股份数”应包括送股、公积金转增股本实施行权时夏曙东、夏曙锋、赖志斌、张志平、吴海、中智慧通获得的股份数。

## 五、交易节点



## 六、交易特点

### （一）借壳成本分析

本次交易中，交易双方友好协商。借壳方并未为壳资源支付额外的费用。借壳成本仅为本次交易中夏曙东等原股东持股比例的稀释。

## （二）交易难点—遇到的主要问题及解决方案

### 1. 拟购买资产股权处于质押状态

为实现CTFO的私有化退市，国开行香港分行向夏曙东间接控制的境外主体TransCloud提供9 600万美元贷款授信额度，用以补充收购公众投资人所持CTFO剩余普通股所需资金。为担保上述贷款的偿还，中国车联将其持有的千方车联的100%股权质押给国家开发银行股份有限公司香港分行，同时夏曙东及其配偶提供连带责任保证。

由于本次借壳交易需要废止千方车联与拟购买资产千方集团及其子公司的VIE架构，千方车联已无法对千方集团进行实际控制，因此国家开发银行股份有限公司香港分行最初要求，夏曙东在本次交易完成后将其持有的市值不超过20亿元人民币的本公司股票进行质押，用于担保或偿还因废止VIE架构而给千方车联造成的损失。

问题解决方式：

（1）国开行要求质押市值为20亿元的上市公司股票，由于无法明确股份数量，无法保证交易完成后千方集团实际控制人夏曙东对上市公司的控股地位。经过与国开行协商，将质押股份数确定为8 000万股。

（2）通过拟购买资产盈利预期对交易完成后上市公司股价进行预测，从而明确并减少需质押的股份数。

（3）寻找质押条件更为宽松的借款方进行上市公司股份质押，用

以替换国开行贷款，以减少需质押的上市公司股份数。

## 2. 拟购买资产股权架构调整

由于VIE控制关系存在，千方集团原美国上市主体的股权架构与境内千方集团的股权架构不一致，境外股权架构为真实架构。还原境内股权架构需要转让股权，涉及税收问题。赛富作为千方集团境外主体的股东之一，存在退出意愿。需要在境内股权架构还原为真实股权架构前完成赛富股权的清退，境内承接方资金出境存在障碍。

问题解决方式：

（1）寻找境内投资者承接赛富持有的千方集团股权。

（2）夏曙东控制的境外实体支付赛富股权转让款，实现赛富股权的清退。

（3）按照境外股权结构进行境内股权转让，转让价款为零。向税务机关说明该次股权转让系还原真实股权架构，因此采用零对价。

（4）夏曙东将部分股权转让给承接赛富股权的境内投资者。

## 3. 仅部分交易对方参与业绩承诺补偿

11名交易对方中，重庆森山、紫光股份、启迪控股、世纪盈立、建信投资等5名交易对方不参与业绩承诺补偿。参与业绩承诺补偿的股东认购的股份数仅占本次交易中发行总股份数的72.06%。

问题解决方式：

根据2013年已实现收入情况和签订未执行订单情况，预测拟购买资

产完成业绩承诺的可能性。经测算，拟购买资产仅需在2015年度、2016年度实现承诺业绩的26%，即可保证业绩补偿承诺的可实现性。

### （三）交易亮点——案例创新性

千方集团为首家美股退市后在A股市场借壳上市成功的公司，为我国赴海外上市公司回归A股开辟了一条新的路径。

## 七、交易影响

### （一）对标的公司原股东持股比例的影响

借壳上市交易前，夏曙东及其一致行动人夏曙锋合计直接或间接持有千方集团65.38%股权。借壳上市交易后，夏曙东、夏曙锋合计直接或间接持有上市公司39.25%股权。夏曙东、夏曙锋的控制权存在较大程度的稀释。

### （二）对标的公司市值及原股东财富的影响

重组方案公告时点，千方集团100%股权作价2 348 095 000.00元，紫光捷通30.24%权益作价303 753 502.05元，北京掌城48.98%股权作价169 916 620.41元，拟购买资产合计价值为2 821 765 122.40元。

2014年6月5日新增股份上市完成时点，千方科技收盘价为16.98元/股，本次交易的交易对方获得千方科技368 447 719股市值为6 256 242 268.62元，考虑到部分交易对方持有的2.5亿元置换资产，标的公司原股

东合计持有的资产价值为6 506 242 268.62元，较重组方案公告时点的资产作价增值130.57%。

（本案例由华泰联合提供，撰写人：华泰联合投资银行部并购组傅鹏凯）



## 2.3.3 宏发股份借壳ST力阳

### 一、案例简述

#### （一）案例简介

2011年10月13日，武汉力诺太阳能集团股份有限公司（以下简称“力诺太阳”、“ST力阳”、“公司”、“上市公司”）、济南力诺玻璃制品有限公司（以下简称“力诺玻璃”）与厦门有格投资有限公司（以下简称“有格投资”）、联发集团有限公司（以下简称“联发集团”）、江西省电子集团有限公司（以下简称“江西省电子集团”）签署了《重大资产置换及非公开发行股份购买资产协议》。

交易双方约定力诺太阳以其全部资产和债务，与有格投资、联发集团、江西省电子集团置换其所合计持有的厦门宏发电声股份有限公司（以下简称“厦门宏发”）75.01%的股权，拟置入资产与置出资产的差额，由力诺太阳向上述交易对方以非公开发行股份的方式支付。拟置出资产由上述交易对方按各自在拟置入资产中的比例承接，并以评估价格由公司直接转让给力诺玻璃。

本次交易完成后，公司的控股股东将由力诺集团变更为有格投资，实际控制人由高元坤变更为以郭满金为核心的22名一致行动人，本次交易拟置入资产占置出资产比例超过100%，本次交易构成借壳。

#### （二）交易实施情况

2012年7月11日，本次交易获中国证监会《关于核准武汉力诺太阳能集团股份有限公司重大资产重组及向厦门有格投资有限公司等发行股份购买资产的批复》（证监许可〔2012〕920号）核准；同日，中国证监会以《关于核准厦门有格投资有限公司公告武汉力诺太阳能集团股份有限公司收购报告书并豁免其要约义务的批复》（证监许可〔2012〕921号）核准豁免有格投资以资产认购本次发行股份而持有公司总股份的38.31%而应履行的要约收购义务。

2012年8月27日，上市公司与力诺玻璃签署《资产移交确认书》；2012年10月19日，上市公司与力诺玻璃签署《重大资产重组负债移交确认书》。

2012年10月19日，厦门宏发75.01%股权过户至上市公司名下。

2012年10月23日，中国证券登记结算有限责任公司上海分公司出具了《证券变更登记证明》，证明本次发行股份已完成登记。

## 二、交易各方

### （一）上市公司及中介机构基本情况

上市公司基本情况			
发行人名称	武汉力诺太阳能集团股份有限公司	股票简称	力诺太阳
注册资本	153 743 772元	法定代表人	李明春
注册地址	湖北省武汉市桥口区古田路17号	控股股东或实际控制人	力诺集团股份有限公司为控股股东、高元坤为实际控制人
行业分类	制造业	主要产品及服务	太阳能高硼硅玻管

本次交易的有关中介机构			
独立财务顾问	西南证券股份有限公司	律师	北京市天元律师事务所
审计机构	大华会计师事务所有限公司（置入资产）；众环海华会计师事务所有限公司（置出资产）	评估机构	北京中企华资产评估有限责任公司（置入资产）；湖北众联资产评估有限公司（置出资产）

## （二）标的资产的基本情况

### 1. 股权结构

截至2012年7月17日，厦门宏发的股权结构如下表：

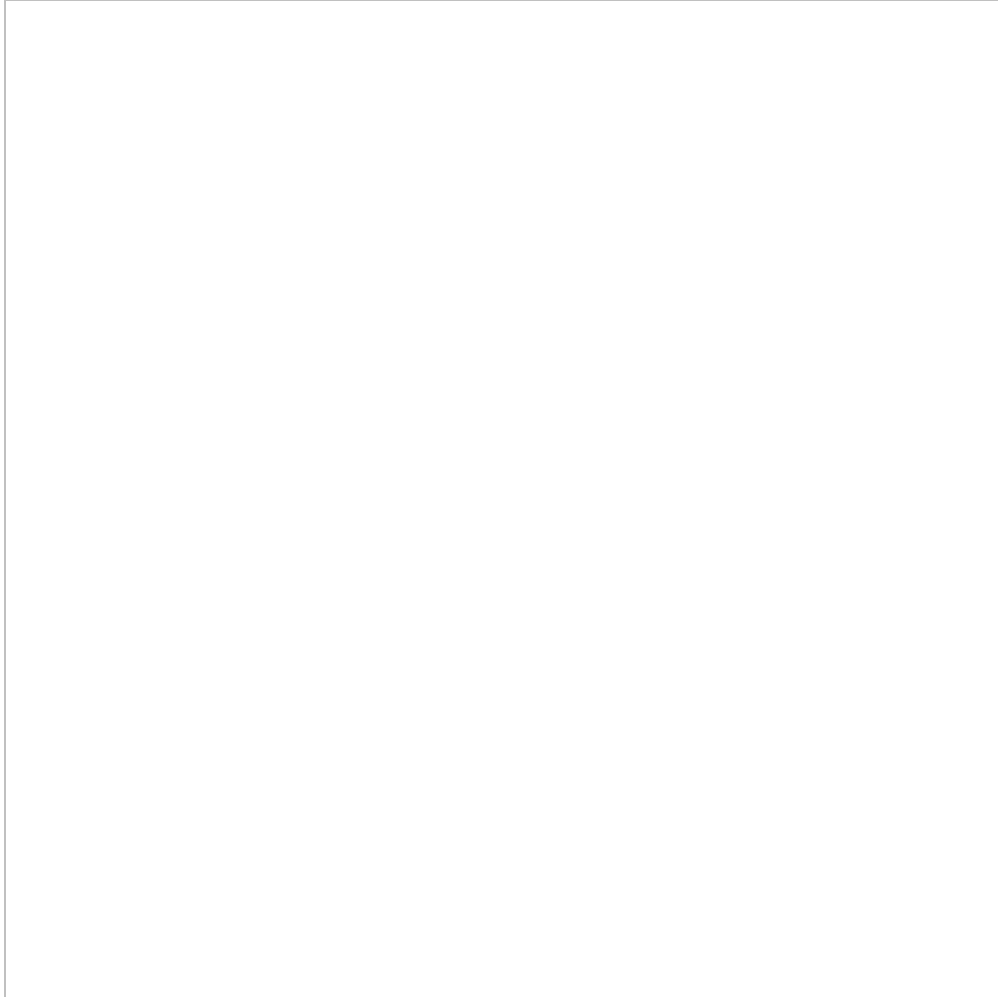
序号	股东名称	出资金额（万元）	占注册资本比例
1	有格投资	15 810.00	42.41%
2	联创光电	9 315.00	24.99%
3	联发集团	7 665.00	20.56%
4	江西省电子集团	4 485.00	12.03%
合计		37 275.00	100.00%

### 2. 置入资产主要产品

厦门宏发有近三十年的继电器研发和制造经验，是中国继电器行业的龙头企业，综合经济效益位居国内同行业之首，同时也是全球主要的继电器生产销售厂商之一。厦门宏发的主要产品有通信继电器、功率继电器、电力继电器、汽车继电器、密封继电器、工业继电器六大类，由包含160多个系列、40 000多种常用规格的产品组成，年生产能力达10亿只。



2010年全球主要继电器厂商份额



2010年国内主要继电器厂商份额

资料来源：国金证券研究所。

厦门宏发是国内技术规模领先、产业链最完整的继电器厂商。公司规模领先，技术一流，产业链完整，产品线齐备，客户基础广泛。公司的通用、汽车、通讯等各类别继电器在技术、性能、质量、规模等方面均处于同行中领先地位，并具有较强的性价比优势，使公司赢得了较高的行业知名度和市场份额，也为公司带来了全球范围内的大批知名中高端稳定客户，包括电力行业的ABB、艾默生、西门子、丹佛斯、三菱，汽车行业的福特、一汽、奇瑞、吉利，家电行业的格力、美的、海尔、三星、LG、松下，以及通讯行业的中兴等。

### 3. 主要业务模式

#### (1) 采购模式

根据厦门宏发董事会下达的年度生产经营指标由各下属部门按照本年度产品生产计划，参考上年度的物资消耗，结合当年的市场动态，确定本年度物资的需求量，并按照各类定额标准编制物资申请计划报材料和设备采购部门。各下属部门负责向材料和设备采购部门提供物资计划的基础资料，由材料和设备采购部门统一汇总，编报年度物资供应计划，并负责计划的执行和检查工作。

所用物资原则上由材料和设备采购部门统一订货、加工和采购，在此过程中必须严格执行公司规章制度，厦门宏发下属各部门一律不得擅自采购物资。物资采购的原则是：择优采购，物美价廉；就近采购，降低成本；按计划采购，杜绝报废，减少积压。严格执行批复计划，严格计划组织进货。通过正常渠道进货，保证物资的数量和质量。如出现以次充好，假冒伪劣产品，则要追究责任人的责任。同时要严格控制物资的异地采购。

#### (2) 生产模式

厦门宏发计划管理部门编制年度生产经营计划（含子公司），由厦门宏发高层管理、董事会逐级审核通过后，厦门宏发管理层（含子公司）按照审核后的年度生产经营计划组织落实。

厦门宏发集产品设计开发、模具设计和开发、零部件制造及产品装配于一身的生产模式，产品广泛应用于家电、通讯、汽车、工控、电力、医疗、交通、航空航天等方面，已成为全球主要的继电器生产销售商之一，公司的研发、供应、生产、销售四位一体的产业链趋于完善，

公司未来经营和收益可以合理预测。

成品计划模式：计划管理部门利用ERP系统依据销售订单以及销售部门评审表将计划下达各子公司执行生产任务。

零件计划模式：计划管理部门利用ERP生产管理系统依据成品生产计划和零部件需用量及库存情况下达至零件生产单位执行生产任务。

### （3）销售模式

厦门宏发营销渠道主要以子公司和经销商的分销为主，总部营销中心直销为辅的方式，根据不同行业、不同地区和目标客户群的差异，采取直销和分销相结合的方式，制定灵活的销售方式。2010年度，分销渠道的比例占到当年销售金额的70%左右。

厦门宏发本部对销售市场按全球范围内进行区域划分，并设立相应的销售机构，在划分区域进行销售的前提下，如遇到冲突，本着“避免恶性竞争，相互沟通，总部营销中心统一协调”的原则来处理。总体而言，厦门宏发的营销渠道可以从国际、国内市场两个层面进行分析，其具体的情况分别如下：

国际市场指：中国境外市场以及境内市场的进出口贸易商及以外币为结算单位的客户，由厦门宏发本部营销中心负责操作。

国内市场指：中国境内市场但不包括进出口贸易商及以外币为结算单位的客户。

### （4）营销管控

厦门宏发营销体系的管控采用多层级相结合的方式。一是依据厦门

宏发整体战略，制定营销战略，确定销售模式，进行相关职能体系的建设；二是从营销管控的角度，对厦门宏发总部自身的营销职能进行定位分析，从而达到对各级营销机构的统一管理，实现对产品资源的合理统筹。通过上述两方面的有机结合，来达到构建以总部为中心的全球化市场运作及完善管控体系的营销目标。

#### （5）货款结算与资金安全

目前厦门宏发营销系统的货款结算方式主要有电汇、银行转账、银行承兑汇票等。通常，货品的回款期为内销60—90天、外销30—120天，但对于特殊区域、特殊客户，会根据市场特点、竞争态势做一些调整，以确保产品的竞争力。

### 4. 主要财务数据

项目	2011年12月31日	2010年12月31日	2009年12月31日
总资产（万元）	292 069.43	214 138.45	154 600.12
归属于母公司股东的所有者权益（万元）	114 461.46	83 764.24	68 005.47
归属于拟置入资产的所有者权益（万元）	85 857.54	62 831.56	51 010.90

项目	2011年度	2010年度	2009年度
营业收入（万元）	51 010.90	234 159.41	126 178.68
净利润（万元）	34 098.02	24 296.33	11 103.29
归属于母公司股东的净利润（万元）	30 321.21	21 490.80	9 837.13
归属于拟置入资产的净利润（万元）	22 743.94	16 120.25	7 378.83
毛利率	45.48%	45.12%	46.69%



### 三、交易背景

#### （一）本次交易的背景

##### 1. 力诺太阳资产质量一般，盈利能力较弱

力诺太阳的主营业务为高硼硅玻璃管的生产与销售。2009年、2010年和2011年实现归属上市公司股东净利润分别为-12 044.24万元、997.08万元和-13 647.00万元；扣除非经常性损益后归属上市公司股东净利润分别为-9 513.81万元、-3 597.53万元和-13 685.69万元。另截至2009年末、2010年末和2011年末，公司的资产负债率分别为83.90%、77.63%和120.08%，资产质量较差，负债率居高不下，盈利能力较弱，抗风险能力较低。

2. 力诺太阳与控股股东及其他关联方存在关联交易且金额较大，独立性有待加强

2011年初力诺太阳完成重大资产重组，置出了涂料类业务资产，同时置入主营业务为高硼硅玻璃管的山东力诺光热科技有限公司100%股权。虽然通过该次重大资产重组解决了公司与控股股东在生产高硼硅玻璃管业务的同业竞争，但同时加大了公司与关联方的关联交易。根据众环会计师事务所出具的众环审字〔2012〕370号审计报告，公司2011年向关联方销售产品金额为19 681.36万元，采购产品及接受劳务的金额为6 283.82万元。公司关联销售及关联采购占同类业务的规模较大，公司的独立性有待加强。

3. 厦门宏发盈利能力良好，核心竞争力突出，拥有较强的可持续发展能力

本次交易上市公司置入资产为厦门宏发75.01%的股权，厦门宏发拥有几十年的继电器研发和制造经验，是中国继电器行业的龙头企业，综合经济效益位居国内同行业之首，同时也是全球主要的继电器生产销售厂商之一。自1995年以来，连续跻身“中国电子元件百强企业”行列；被国家科委授予“实施火炬计划高新技术先进企业”；被国家商务部、发改委首批认定为“国家汽车零部件出口基地企业”，是中国继电器行业唯一的入选企业；同时荣获“中国驰名商标”称号。厦门宏发拥有全系列、多领域的继电器产品，包括通信继电器、汽车继电器、功率继电器、工控继电器、电力继电器、密封继电器等160多个系列、40 000多种常用规格，年生产能力达10亿只。厦门宏发具有较强的市场竞争力与可持续发展能力。

## （二）本次交易的目的

1. 解决上市公司困境，使上市公司主营业务突出，获得可持续经营能力

由于上市公司资产质量一般，盈利能力较弱且上市公司与控股股东及其他关联方存在关联销售、采购且交易金额规模较大，公司存在独立性有待加强、上市地位和持续经营能力受到较大影响等问题。通过本次重大资产重组，公司置出了盈利能力较弱的业务资产，同时置入盈利能力较强、具有可持续发展能力的继电器行业的优质资产。本次重大资产重组有利于上市公司走出其所处困境，保持持续经营能力，维护上市公司地位，最大程度的保护全体股东，尤其是中小股东的利益。

2. 改善上市公司的财务状况，提高上市公司盈利能力与可持续发展能力、符合股东利益诉求

公司通过本次交易将资产质量较差、盈利能力较弱的高硼硅玻璃管资产置出，同时将优质的继电器资产——厦门宏发75.01%股权置入。厦门宏发2009年实现收入126 178.68万元，实现归属于母公司所有者的净利润9 837.13万元。2010年实现收入234 159.41万元，同比增长85.58%；实现归属于母公司所有者的净利润21 490.80万元，同比增长118.47%。2011年实现收入301 985.79万元，同比增长28.97%；实现归属于母公司所有者的净利润30 321.21万元，同比增长41.09%。厦门宏发有能力依据其自身的产品质量、技术优势和市场份额，获得良好的盈利能力，符合股东的利益诉求。

## 四、交易方案

### （一）方案背景及交易方案说明

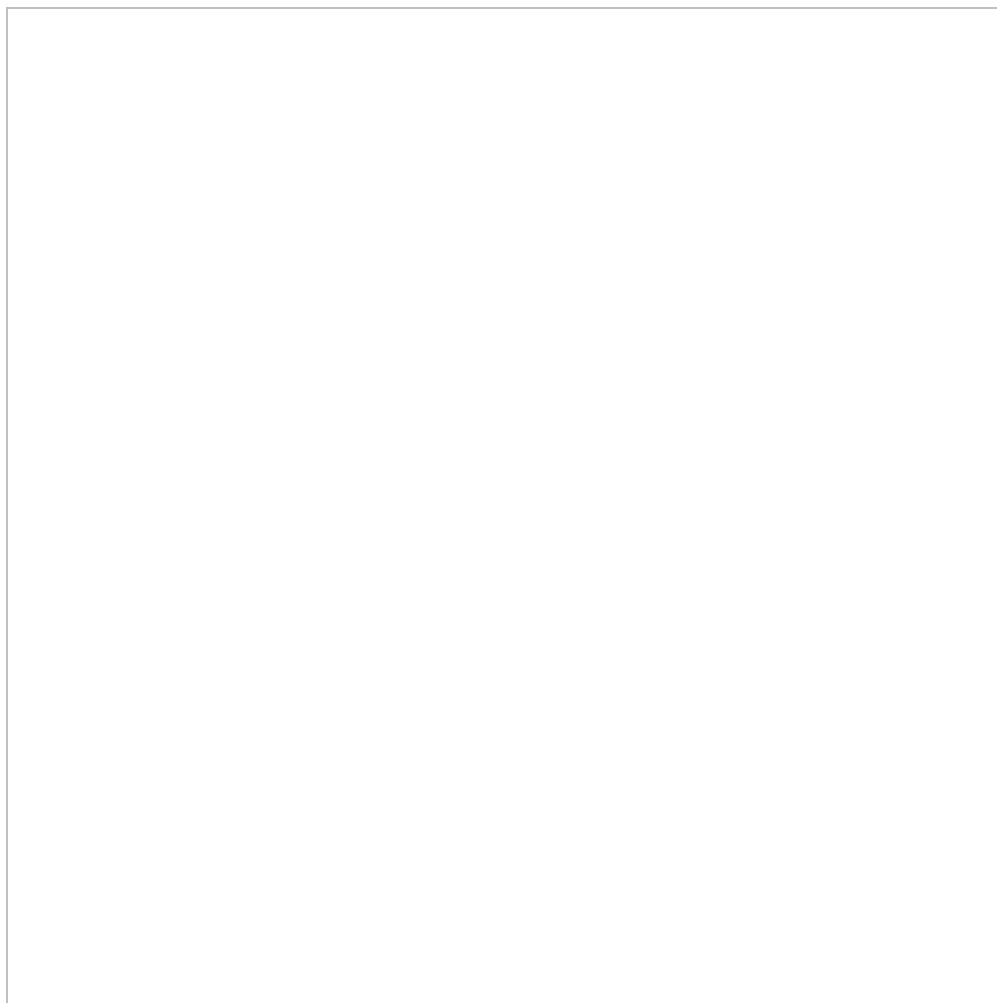
ST力阳与力诺玻璃、有格投资、联发集团、江西省电子集团签署了《重大资产置换及非公开发行股份购买资产协议》。本次重大资产重组的总体方案为：

1. ST力阳实施重大资产置换。公司以截至评估基准日合法拥有的全部资产和负债，与有格投资、联发集团、江西省电子集团所合计持有厦门宏发75.01%的股权进行置换。

2. ST力阳非公开发行股份。公司拟置入资产与拟置出资产之间的差额，由公司向有格投资、联发集团、江西省电子集团以非公开发行股份的方式支付有格投资、联发集团、江西省电子集团将按各自在拟置入资产中的比例承接拟置出资产，各自以置入资产与承接置出资产的差额认购上市公司非公开发行的股份。

3. 拟置出资产的后续安排。有格投资、联发集团、江西省电子集团承接拟置出资产后，将拟置出资产以评估值的价格转让给力诺玻璃并且由公司直接过户给力诺玻璃，由此引发的一切税费由力诺玻璃承担。

本次交易方案具体如下图所示：



## （二）估值定价

### 1. 前期谈判时，双方预期估值及估值基础

前期谈判时，交易双方参考2010—2011年度同行业并购案例、同行

业上市公司市盈率，并结合厦门宏发经营现状及未来经营趋势，初步预计厦门宏发整体估值范围为30亿至33亿。

## 2. 评估结论选用的评估方法及评估值

本次交易拟置入资产为厦门宏发75.01%的股权。评估机构中企华评估采用成本法和收益法对拟置入资产价值进行评估，并最终选择收益法的评估结果作为评估结论。根据中企华评报字〔2011〕第3386号评估报告的评估结论，截至评估基准日2011年9月30日，厦门宏发账面总资产为203 065.98万元，账面总负债为108 946.70万元，账面净资产为94 119.28万元；评估后净资产（股东全部权益）为316 837.23万元，评估增值222 717.95万元，增值率为236.63%。按评估结论拟置入厦门宏发75.01%的股权账面值为70 598.87万元，评估值为237 659.61万元，评估增值额为167 060.74万元。

本次交易拟置出资产为公司截至评估基准日2011年9月30日合法拥有的全部资产与负债。评估机构湖北众联采用成本法对置出资产进行评估。根据鄂众联评报字〔2011〕第148号评估报告的评估结论，截至评估基准日2011年9月30日，拟置出资产经审计后账面净资产合计为-4 295.24万元，评估值为977.23万元，评估增值额为5 272.47万元。

本次交易拟置入资产与拟置出资产的交易价格均以评估值为基础，并经交易各方协商确定。拟置入资产的交易价格为237 659.61万元，拟置出资产的交易价格为977.23万元。

## 3. 同类交易案例的估值比较

### （1）同行业交易案例估值比较

注：市盈率（基准日前一年）= 标的资产作价 / 基准日前一年厦门宏发71.01%股权对应净利润；市盈率（基准日当年）= 标的资产作价 / 基准日当年厦门宏发71.01%股权对应承诺净利润；市盈率（承诺期平均利润）= 标的资产作价 / 承诺期内厦门宏发71.01%股权对应承诺平均净利润。

本次交易中，基准日前一年、基准日当年及承诺期限内，厦门宏发市盈率均低于同期同行业并购交易案例，厦门宏发本次交易估值较为合

理。

## （2）可比同行业上市公司市盈率

厦门宏发属于电子元器件制造业，本次拟置入资产为厦门宏发75.01%股权。厦门宏发100%股权评估值为316 837.23万元（75.01%股权为237 659.61万元）。厦门宏发2010年归属于母公司股东净利润21 490.80万元，评估市盈率14.74倍；2011年预测归属于母公司股东净利润27 831.20万元（依据评估报告扣除非经常损益的盈利预测），评估市盈率11.38倍。

厦门宏发属于电子元器件行业。根据WIND咨询统计的99家电子元器件行业的上市公司，扣除其中6家亏损企业，6家微利企业后，以截止2011年11月9日股票二级市场价格、2010年每股收益计算的87家公司市盈率算术平均值为45.14，远高于厦门宏发此次评估值计算的市盈率。因此，本次拟置入资产237 659.61万元的评估值还是属于比较合理的。

## （三）对价支付方式

力诺太阳以其评估日全部资产和负债与有格投资、联发集团、江西省电子集团合计持有的厦门宏发75%的股权置换，其中置入资产与置出资产差额为236 682.38万元。力诺太阳按每股7.33元发行32 289.55万股普通股，作为差额部分的支付对价。其中，向有格投资、联发集团、江西省电子集团分别发行18 258.14万股、8 851.91万股、5 179.49万股，最终发行数量将以中国证监会核准的发行数量为准。如本次发行价格因上市公司出现派息、送股、资本公积金转增股本等除权除息事项做相应调整时，发行数量亦将作相应调整。

有格投资、联发集团、江西省电子集团承接拟置出资产后，将以拟置出资产的评估值977.23万元转给力诺玻璃并且由公司直接过户给力诺玻璃，由此引发的一切税费由力诺玻璃承担。

#### （四）盈利补偿安排

##### 1. 利润补偿

有格投资、联发集团、江西省电子集团向ST力阳保证并承诺拟置入资产厦门宏发75.01%股权对应的2012年实现净利润不低于24 030.82万元，2012年与2013年累计实现净利润不低于50 624.29万元，2012年至2014年累计实现净利润金额不低于80 019.28万元。

力诺太阳将分别在2012年、2013年、2014年的年度报告中单独披露厦门宏发75.01%股权在扣除非经常性损益后的实际净利润数与前述净利润预测数的差异情况，并由会计师对此出具专项审核意见。

若厦门宏发75.01%的股权2012年、2013年、2014年三个会计年度扣除非经常性损益后的实际净利润数未达到相关年度的净利润预测数，有格投资、联发集团、江西省电子集团将于ST力阳年度审计报告出具后两个月内，依照下述公式计算出每年应予补偿的股份数量，该应补偿股份由ST力阳以一元的总价格进行回购。每年应予补偿的股份数量计算公式如下：

补偿股份数＝本次发行股份数×（截至当期期末累积预测净利润数－截至当期期末累积实际净利润数） / 补偿期限内各年的预测净利润数总和



## 2. 减值测试

在2014年末，上市公司应对拟置入资产进行减值测试，如：拟置入资产期末减值额 / 拟置入资产作价 > 补偿期限内已补偿股份总数 / 认购股份总数时，则本次交易中认购股份的交易对方将另行补偿股份。

另需补偿的股份数量为：拟置入资产期末减值额 / 每股发行价格 - 补偿期限内已补偿股份总数。

## 3. 厦门宏发注入的投资性房地产利润补偿措施

本次交易中，厦门宏发注入资产中包含的两项投资性房地产分别是厦门宏发本部（以下简称“宏发本部”）拥有的宏发大厦以及电力电器拥有的对外出租的部分厂房及办公场地。厦门宏发注入的两项投资性房地产选择收益法的评估结果作为评估结论，评估后作为一项“非经营性资产”予以加回，其评估值包含在本次置入资产的整体评估价值内。

有格投资、联发集团、江西省电子集团向公司保证并承诺置入资产厦门宏发75.01%股权包含的投资性房地产2012年实现收益不低于151.54万元，2012年与2013年累计实现收益不低于950.76万元，2012年至2014年累计实现收益金额不低于1 793.95万元，不足部分按照《利润补偿协议》约定的补偿方式进行补偿。具体补偿股份计算方式如下：

补偿股份数 = 投资性房地产折换股份 × (截至当期期末投资性房地产累积预测收益金额 - 截至当期期末投资性房地产累积实际收益金额) / 补偿期限内各年投资性房地产预测收益金额总和 - 以前年度已补偿的回购数总额

其中，投资性房地产折换股份 = 本次发行股份数 × (投资性房地产

评估价值 / 置入资产评估价值) = 322 895 465 × (11 915.65 / 316 837.23) = 12 143 489股

补偿股份的实施、减值测试条款、交易对方各自应补偿股份数等依据已签署《利润补偿协议》及补充协议的约定。

## （五）其他安排

### 1. 过渡期及过渡期交易标的损益的归属

过渡期：2011年9月30日至本次重大资产置换及发行股份购买资产事宜办理完毕资产交割手续之日的期间，为本次交易的过渡期。

本次交易各方同意，在过渡期内，拟置出资产的收益和亏损均由力诺玻璃享有和承担，拟置入资产的收益由上市公司享有，亏损由有格投资、联发集团、江西省电子集团承担，并以现金补偿给上市公司。

各方同意，在过渡期内，本次交易各方仍需以正常方式经营运作和管理标的资产，应当保持标的资产在过渡期内的商誉和经营不受到不利影响。

### 2. 人员安置

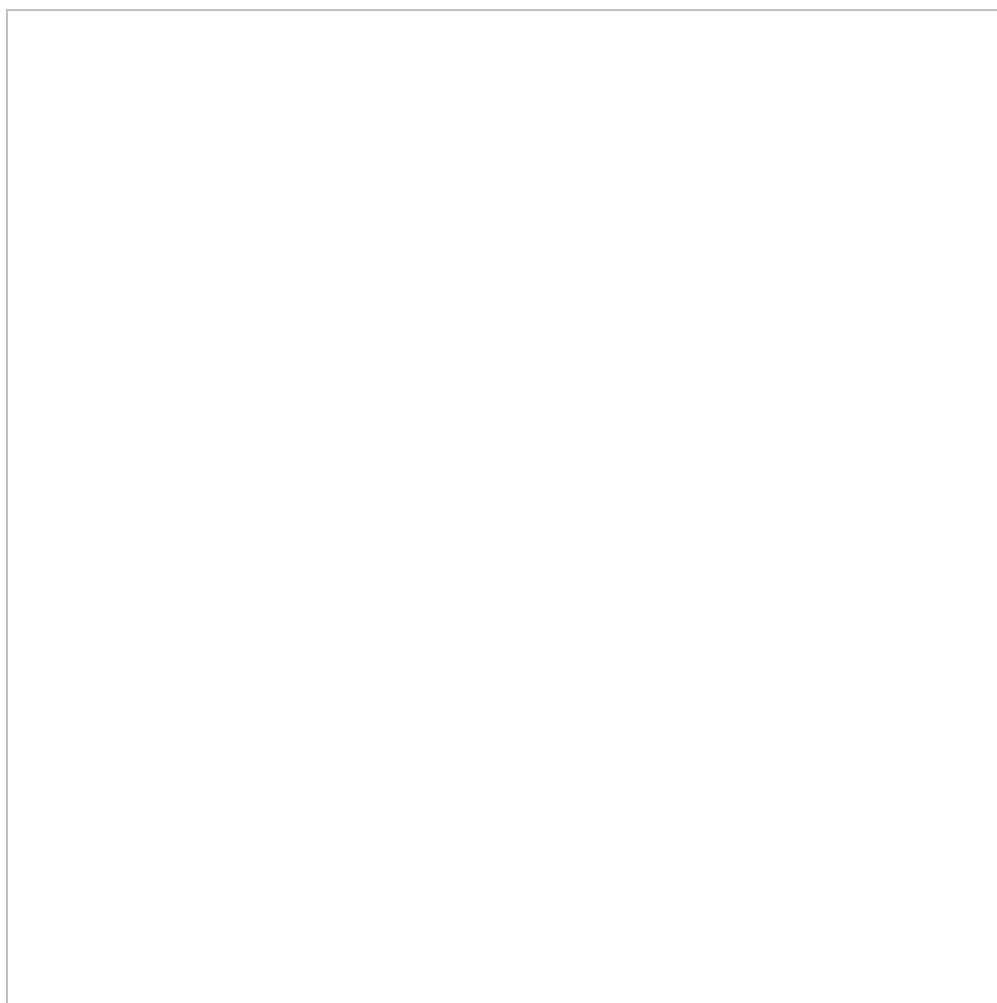
本次交易置入资产仅涉及股权转让，不涉及人员安置事宜，本次交易完成后，员工与厦门宏发的劳动合同关系保持不变。

ST力阳员工安置方案在取得职工代表大会批准后，现有员工按照“人随资产走”的原则于交割日后与ST力阳解除劳动合同，并与力诺玻璃重新签订劳动合同。该等员工的劳动关系转移手续依照相关的劳动法

律、法规办理。

## 五、交易节点

本次交易从上市公司停牌到交易完成，历时一年，交易节点时间轴如下：



2011年7月21日，上市公司因筹划重大事项停牌。

2011年10月13日，上市公司召开第六届董事会第二十二次会议，审议通过了公司重大资产置换及发行股份购买资产预案等相关议案。

2011年11月11日，上市公司召开第六届董事会第二十四次会议，审议通过了公司重大资产置换及发行股份购买资产正式方案等相关议案。

2011年11月28日，上市公司召开2011年第三次临时股东大会，审议通过了公司重大资产置换及发行股份购买资产正式方案等相关议案。

2012年5月30日，中国证监会并购重组委员会审核通过了本次重大资产重组事宜。

2012年7月17日，上市公司收到了中国证监会下发的关于核准本次交易的批复。

2012年10月23日，本次交易的资产过户及发行股份的登记工作完成。

## 六、交易特点

### （一）借壳成本分析

按照上市公司停牌前一日收盘价7.82元 / 股、总股本15 374.38万股计算，上市公司停牌时总市值为120 227.65万元；本次交易置入资产作价237 659.61万元，置出资产作价977.23万元，置入置出资产差额236 682.38万元；交易完成后交易对方的持股比例为67.74%。

根据“借壳成本=置入置出资产差额－交易完成后交易对方持股比例×（上市公司停牌时总市值＋置入置出资产差额）”公式计算，本次借壳成本5 088.47万元。

本次交易中上市公司总股本约1.5亿股，总市值约12亿元，股本和市值都较小，属于较好的壳资源。本次借壳成本仅约5 000万元，借壳成本较低。

## （二）交易难点——遇到的主要问题及解决方案

### 1. 交易涉及债权债务转移问题

本次交易涉及资产及负债置出，根据有关法律法规，债务的转移需要事先经过债权人的同意。本次交易置出资产中53 499.87万元负债需要取得相关债权人的同意。具体解决方案如下：

#### （1）履行债权人通知及公告程序

上市公司向主要债权人发出《通知函》，通知债权人上市公司拟进行的资产置出及债务转移至力诺玻璃事宜。

上市公司履行相关通知或公告义务，分别于2011年11月1日、2日、3日在《中国证券报》《上海证券报》《证券时报》《证券日报》刊登了《关于重大资产置换及发行股份购买资产的债权人公告》，凡上市公司债权人均可于公告首次刊登之日起十五日内向上市公司申报债权。

#### （2）出具《关于债务转移安排的承诺函》

2011年11月，本次最终承接置出资产的主体力诺玻璃以及力诺集团出具《关于债务转移安排的承诺函》。力诺玻璃承诺对转移债务负责清偿，并对该等债务可能对上市公司造成直接或间接的损失承担赔偿责任。力诺集团承诺就上述债务转移事项及相关责任承担连带责任。

### （3）核查债权人同意债务转移的回函及承诺人的履约能力情况

截至本次重大资产重组申请文件上报中国证监会之日（2011年11月29日），上市公司已取得相关债权人同意债务转移回函金额（含期后已归还短期借款7 850万元）共计26 551.41万元，占置出资产总负债的比例为49.63%。上市公司未收到相关债权人不同意债务转移的申报债权或回函。

截至上市公司收到中国证监会批复之日（2012年7月17日），力诺玻璃和力诺集团为履行本次交易义务合计需要资金规模在2.2亿元左右。力诺集团2011年1—11月净利润为31 692.65万元，经营活动产生的现金流量为112 728.43万元，2011年11月末净资产为581 310.26万元，货币资金余额为178 546.24万元，具备履约能力。

## 2. 最近三年厦门宏发实际控制权是否发生变动的问题

根据证监会的规定，借壳与IPO审核标准趋同，为了符合《首次公开发行股票并上市管理办法》第十二条“实际控制人没有发生变更”的规定，最近三年厦门宏发的实际控制人不能发生变动，具体解决方案如下：

### （1）关于厦门宏发的实际控制人

通过获取并核查相关资料，近三年，以郭满金为核心的一致行动人直接持有厦门宏发股份或者通过有格投资持有厦门宏发股份的比例一直位列第一；以郭满金为核心的一致行动人均在股东大会议案表决中保持一致意见且均能形成有效决议；中高层管理团队未发生重大变化；以郭满金为核心的一致行动人持股比例没有重大变化，股份不存在重大不确定性；有格投资的章程对以郭满金为核心的一致行动人为厦门宏发共同

实际控制人的情况进行了确认；厦门宏发其他持股5%以上的股东对厦门宏发不具有控制权，也未与其他股东共同拥有厦门宏发的控制权；有格投资出具《关于股份锁定期的承诺函》，承诺对于其认购的力诺太阳本次发行的股份，有格投资自本次发行结束之日起36个月内不转让。

通过上述工作核查后，可以认为，最近三年以郭满金为核心的一致行动人是厦门宏发的实际控制人，拥有厦门宏发的控制权。

## （2）江西省电子集团不存在对厦门宏发间接控制

通过获取并核查相关资料，自2009年4月20日至2009年11月期间，联创电子为中外合资企业，第一大股东江西省电子集团出资比例33.33%。根据《江西联创电子有限公司章程》的规定，联创电子的最高权力机构为董事会，董事会9名成员，其中江西省电子集团3名，联创光电1名。

据上，联创光电和其控股股东江西省电子集团委派的董事人数为4人，未达到董事会作出有效决议的二分之一，因此江西省电子集团无法对联创电子董事会形成控制，进而单方决定联创电子的重大经营事项。且其余股东已经签署一致行动协议，约定在联创电子行使股东权利的过程中将保持一致意见。

通过上述工作核查后，可以认为，江西省电子集团不存在通过联创光电和联创电子对厦门宏发的间接控制。

## （三）交易亮点——案例创新性

### 1. 设计交易方案，满足税收优惠政策的适用条件

2011年5月，有格投资、联发集团、江西省电子集团合计持有厦门宏发73.33%股份，根据财政部、国家税务总局下发的《关于企业重组业务企业所得税处理若干问题的通知》（财税〔2009〕59号）的规定：“收购企业购买的股权不低于被收购企业全部股权的75%，且收购企业在该股权收购发生时的股权支付金额不低于其交易支付总额的85%……被收购企业的股东取得收购企业股权的计税基础，以被收购股权的原有计税基础确定。”

为了满足购买股权不低于75%的税收优惠政策适用条件，顺利推进本次交易，2011年9月，刘春燕将持有厦门宏发0.95%的股权作价2856.60万元转让给有格投资。同时，有格投资、联发集团同时向厦门宏发增资1050万元。本次股权转让及增资的价格均以中企华评估关于本次重组出具的中企华评报字〔2011〕第3312号评估报告结果为作价依据，每股价格为8.44元。

经过上述股权转让及增资，本次交易前有格投资、联发集团、江西省电子集团合计持有厦门宏发的股份增加到75.01%，超过了《关于企业重组业务企业所得税处理若干问题的通知》中税收优惠的适用条件，有利于本次交易的顺利推进。

## 2. 置出资产由上市公司直接过户给原控股股东，加快项目进度

本次交易方案中上市公司向交易对方发行股份购买置入置出资产的差额部分，交易对方将按照各自在置入资产中的比例承接置出资产，后将置出资产按照评估价格转让给力诺集团的子公司力诺玻璃。

当时资本市场交易案例中，均为上市公司将置出资产过户给交易对方后，由交易对方过户给最终承接方。本次交易中，上市公司直接将置



出资产在资产交割日过户给力诺玻璃，并约定“力诺玻璃同意按照拟置出资产在交割日的状况，完全地受让拟置出资产，并按照协议的规定支付全部拟置出资产转让价款及由此带来的一切税费”。通过交易方案设计，减少了交易对方过户给最终承接方的过户环节，有利于加快项目进度，为资本市场上的创新。

### 3. 为避免分拆上市嫌疑，联创光电未转让其持有的厦门宏发股份

本次交易前，联创光电持有厦门宏发24.99%股份。联创光电为上交所上市公司，当时证监会严格限制境内上市公司子公司的分拆上市，为了避免分拆上市的嫌疑，联创光电持有的厦门宏发股权未参与本次交易。

## 七、交易影响

### （一）对标的公司原股东持股比例的影响

通过本次交易，有格投资、联发集团、江西省电子集团通过持有的厦门宏发股份置换为持有的上市公司股份，交易前后持股情况变化如下：

厦门宏发股东	交易完成前持有厦门宏发出资额比例	交易完成后持有上市公司股份比例	交易完成后间接（直接）持有厦门宏发出资额比例
有格投资	42.41%	38.31%	28.74%
联创光电	24.99%	—	24.99%
联发集团	20.56%	18.57%	13.93%
江西省电子集团	12.03%	10.87%	8.15%

合计	100.00%	67.75%	—
----	---------	--------	---

注：交易完成后间接（直接）持有厦门宏发出资额比例=交易完成后持有上市公司股份比例×75.01%。

本次交易完成后，有格投资、联发集团、江西省电子集团通过上市公司间接持有厦门宏发出资额下降，联创光电直接持有的厦门宏发出资额不变。

## （二）对标的公司市值及原股东财富的影响

本次交易前，根据中企华评报字〔2011〕第3386号评估报告的评估结果，厦门宏发100%股权的收益法评估值为316 837.23万元。交易前后，厦门宏发各股东持有标的资产市值或上市公司股票市值变化情况如下：

注：交易完成前持有厦门宏发市值=厦门宏发100%股权收益法评估值×交易前各股东出资比例；交易完成后持有上市公司市值=交易完成后持股数量×交易完成公告日收盘价。

本次交易停牌前一交易日（2011年7月20日）股票收盘价7.82元 / 股，本次交易完成公告之日（2012年10月23日）股票收盘价11.33元 / 股，上市公司股价上涨44.88%。厦门宏发股东因本次交易，股东财富大幅增长。同时，上市公司股价的上涨亦为投资者带来较好的投资回报。

（本案例由西南证券提供，撰写人：西南证券投资银行并购融资一部刘冠勋）

## 2.3.4 视觉中国借壳ST远东

### 一、案例简述

视觉（中国）文化发展股份有限公司（原名：远东实业股份有限公司，以下简称“视觉中国”或“上市公司”）2014年重大资产重组方案为：视觉中国向廖道训、吴玉瑞、吴春红、柴继军、姜海林、陈智华、袁闯、李学凌、高玮、梁世平、黄厄文、谢志辉、秦弦、马文佳、王广平、张向宁、喻建军等17名自然人发行股份购买其合计持有的华夏视觉（北京）图像技术有限公司（以下简称“华夏视觉”）100%股权、北京汉华易美图片有限公司（以下简称“汉华易美”）100%股权。

本次交易完成后，公司将持有华夏视觉100%股权、汉华易美100%股权（以下华夏视觉和汉华易美合称“标的公司”）。

### 二、交易各方

#### （一）交易各方基本情况

上市公司基本情况			
发行人名称	视觉中国	股票简称	000681
注册资本	19 875万元	法定代表人	姜放
注册地址	江苏省常州市钟楼区西新桥二村99幢	控股股东或实际控制人	姜放
行业分类	纺织服装、服饰业	主要产品及服务	电视剧摄制出品、智能娱乐

本次交易的有关中介机构			
独立财务顾问	西南证券股份有限公司	律师	北京国枫凯文律师事务所
审计机构	天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）立信会计师事务所（特殊普通合伙）	评估机构	中和资产评估有限公司

## （二）标的资产的基本情况

### 1. 股权结构



## 2. 业务情况

标的公司隶属于文化创意产业，根据证监会行业分类，标的公司属于传播与文化产业中的信息传播服务业。标的资产自成立以来，一直基于互联网技术，从事视觉素材数字产品的交易并提供相关的增值服务。标的公司通过对视觉素材进行审核、分类、集合和管理，依托互联网平台，为媒体客户（主要包含报纸、杂志、出版社、广电、互联网等）、商业客户（主要包含广告公关公司、企事业单位、政府机构等）提供视觉素材；并根据客户的需求，提供商业特约拍摄、视觉化营销、图片视频数字内容管理系统，定制化服务等增值服务。根据清科研究中心于2013年5月出具的《数字化视觉素材行业市场环境与发展趋势》，标的公司在国内视觉素材行业的市场占有率约为40%。

按照视觉素材的属性和作用的不同，标的公司的产品和服务分为：

产品或服务	简介
图片素材及增值服务	编辑类图片、创意类图片、增值服务
视频素材及增值服务	编辑类视频、创意类视频、增值服务

按照服务对象的不同，公司客户分为：

客户	简介
媒体类客户	报纸、杂志、出版社、广电、互联网等
商业类客户	广告公司、公关公司、企事业单位、政府机构等

按照视觉素材内容属性分为创意类和编辑类两大类，是摄影师、插画师、摄像师拍摄或创意的图片、视频素材：

（1）创意类素材：画质精美、质量上乘，包含一种情绪、概念、

潮流、符号或一种创意的理念。创意类素材广泛适用于商业客户，也应用于媒体插图。创意类素材一般按照图片或视频的精度、授权使用的时间、范围、形式等具体因素定价。国内主要的广告公司均是标的公司的客户，标的公司为广告公司提供创意源泉及素材。

（2）编辑类视觉素材：以体育、娱乐、时尚为主要内容的，有时效性特征并容易引起公众兴趣的素材。编辑类素材按照最终客户实际用途、发行数量、发布期限、发布区域、发布次数等具体因素定价。自2010年以来，国内的门户网站腾讯、新浪、搜狐、网易是标的公司的前四大客户，标的公司为门户网站提供体育、娱乐、时尚的实时素材。

### （3）增值服务

当视觉素材库中的素材无法满足客户需求时，标的公司依托专业资源与平台为客户提供满足其个性需求的定制化服务。

商业委托拍摄：指为企业、广告公司等客户提供的商业化拍摄，包括平面和视频（TVC）两类。

以下为商业委托拍摄案例：南航全球最大客机A380平面广告全案执行。

客户	南方航空公司
时间	2012年1—2月
客户需求	1. A380全球最大客机的形象宣传； 2. 围绕南航“从此飞行大不同”的宣传理念进行整体拍摄宣传； 3. 7张拍摄成片 and 30张素材需求； 4. 通过南航企业员工的拍摄，展示企业文化。
执行过程	约请全球航空器领域最权威的两位摄影师进行定向A380拍摄



部分图片展示	image
客户反馈	南航作为国内首家引入A380的航空公司，力争提高行业品牌知名度和客户美誉度，此次拍摄前期讨论近一年之久，反复沟通不断修改，客户对摄影师的专业能力完全认可。本次拍摄图片作为南航参加澳大利亚国际航展的主视觉图。

视觉化营销：指集合公司的素材、拍摄、创意众包等业务资源，为企业 提供全面的视觉化营销服务。

以下为视觉化营销——创意征集案例：央视纪录频道标识艺术化演绎 / 舌尖上的中国 II 海报设计大赛。

客户	中央电视台纪录频道
时间	2012年12月15日至2013年3月20日
客户需求	1. 契合CCTV9频道开播两周年之际，以其“错视立方体”LOGO为设计元素进行创意形象及创意礼品的征集； 2. 通过创意征集评选出版权清晰的“舌尖上的中国 II”创意海报； 3. 通过设计师、艺术家对立方体的艺术化创作，进而深入打造CCTV—9纪录频道多元、立体、包容的品牌形象。
实施结果	征集活动历时3个月，参与互动设计师4000余人。“舌尖上的中国2”共征集海报作品2622件，频道标识创意创新大赛共征集作品1917件。

大赛专区首页截屏及获奖作品	<div>image</div>
客户反馈	非常满意。此次活动不仅成功征集到海量优秀作品，整个大赛执行过程中，广大设计师积极参与互动，增强了纪录频道的品牌影响，取得良好的社会反响。

定制化服务：包含公关拍摄、媒体推广、数字图片视频内容管理系统、定制化设计服务等。

3. 主要财务数据（模拟合并）

--	--	--	--

项目	2013年12月31日	2012年12月31日	2011年12月31日
总资产（万元）	30 783.87	16 986.14	12 811.76
归属于母公司股东的所有者权益（万元）	20 056.49	8 522.24	4 886.33

项目	2013年	2012年	2011年
营业收入（万元）	26 201.43	18 842.04	15 584.94
净利润（万元）	8 034.25	3 800.92	1 993.35
归属于母公司股东的净利润（万元）	7 900.44	3 736.87	2 123.82
毛利率	61.51%	54.61%	56.63%

### 三、交易背景

#### （一）国家政策环境支持文化企业跨越式发展

文化产业作为一种新兴的产业形态，是现代化建设的重要组成部分，具有知识密集和附加值高、技术含量高、可重复开发等特点，在优结构、扩消费、增就业、促跨越等方面具有独特优势。自十七大以来，全社会对文化产业的地位、作用和功能认识逐渐取得了共识。为推动文化产业的长期繁荣，国务院、中共中央宣传部、文化部、国家发改委等有关部门相继出台了一系列产业政策，促进了文化产业与经济、政治和社会的协调发展。

2009年9月，国务院发布《文化产业振兴规划》（国发〔2009〕30号），提出将加大对文化产业的扶持力度，推动跨地区、跨行业联合或重组，尽快壮大企业规模，提高集约化经营水平，促进文化领域资源整合和结构调整。

2010年4月，中共中央宣传部、中国人民银行、财政部、文化部等九部委联合发布《关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见》（银发〔2010〕94号），鼓励已上市的文化企业通过公开增发、定向增发等方式进行融资和并购重组。

2011年10月，十七届六中全会通过了《中共中央关于深化文化体制改革、推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》，鼓励有实力的文化企业跨地区、跨行业、跨所有制兼并重组，强调培育文化产业领域战略投资者。

2012年2月，中宣部、国家发改委共同发布了《国家“十二五”时期文化改革发展规划纲要》提出“要加快发展文化创意等新兴文化产业.....实施文化数字化建设工程，改造提升传统文化产业，培育发展新兴文化产业；鼓励和引导文化企业面向资本市场融资，推动条件成熟的文化企业上市融资，鼓励已上市公司通过并购重组做大做强”。

目前，我国文化产业正处于大调整、大发展、大繁荣的关键时期，国家在支持文化企业发展方面已打造了极好的政策环境支持，为公司在文化领域实现跨越式发展提供历史性机遇。

（二）上市公司已通过重组文化类资产成功恢复上市，但仍寻求收购重组其他优质文化资产，增强公司核心竞争力、抗风险能力和综合实力

公司原主营业务为服装加工生产，因连续三年亏损，公司股票自2009年3月24日起被实施暂停上市。暂停上市期间，公司进行了资产重组和业务转型。2012年6月，公司收购了艾特凡斯51%的股权，拓展了公司在文化领域的业务范围，持续经营能力和稳定盈利能力得到增强，

达到了恢复上市的实质性要求。2012年12月31日，公司收到深圳证券交易所《关于同意远东实业股份有限公司股票恢复上市的决定》（深证上〔2012〕470号），核准公司股票恢复上市。2013年2月8日，公司股票在深圳证券交易所恢复上市交易。

公司完成收购和增资艾特凡斯并恢复上市后，盈利能力已得到了较大提升，公司在文化领域已经进入了良性发展的轨道。然而与A股其他文化类上市公司相比，公司现有资产和业务的总体规模仍然较小，截至2013年12月31日，公司合并报表资产总额2.09亿元，归属于母公司的净资产1.49亿元；2013年公司合并报表总收入1.05亿元，归属于母公司的净利润1 310.39万元，公司的核心竞争力、抗风险能力和综合实力仍然有待进一步提升。为增强核心竞争力、抗风险能力和综合实力，公司在文化领域积极寻求其他优质文化类资产进行收购重组，进一步提升公司的可持续发展能力。

### （三）标的公司所处行业的增长潜力巨大

本次交易的标的公司属于文化创意产业，其业务主要基于互联网技术，对创意类视觉素材（图片、视频等）、编辑类视觉素材（图片、视频等）等数字产品进行交易并提供相关的增值服务。

视觉素材行业主要受互联网、创意行业以及传媒业的发展影响，其中与广告、创意设计、广电、报刊杂志、互联网新媒体等行业的发展紧密相关，随着这些下游行业的快速发展，视觉素材行业的容量将迅速扩大，行业发展已进入高速增长阶段。

根据赛迪顾问发布的《中国创意图像素材行业发展研究报告》，

2012年中国文化创意产业规模达到12 917亿元，逐年大幅度攀升，增速明显高于电子信息等领域的增长速度；北京、上海、广东、湖南、云南等省市的文化创意产业增加值占GDP的比重已突破5%，成为区域经济的战略性支柱产业，成为产业经济的新增长点。近年来，中国文化创意产业平均增长速度高达25.1%以上，比同期GDP增速高出15个百分点左右。根据普华永道发布的《2012—2016年全球娱乐及媒体行业展望》，2011年中国广告市场规模约为362亿美元（约合2 333亿元），图片市场规模在广告市场规模中占比不足0.5%（据此计算2011年中国图片市场规模不足2亿美元）；同期，美国的图片行业市场规模占广告市场规模比例为2.4%（根据Shutterstock招股说明书，2011年美国商业图片市场规模约40亿美元），因此，视觉素材产业增长空间广阔。另外，随着“读图时代”、“移动宽带时代”的到来，传媒业对图片、视频等视觉素材的需求也将大大提高。未来中国视觉素材行业市场规模的快速增长，将主要得益于以下几点：

### 1. 下游产业对视觉素材内容需求的不断增长

中国广告市场、传媒市场、互联网市场规模在过去几年间实现了高速增长，中国广告市场平均增长率在15%左右，并有望在2014年成为仅次于美国的第二大广告市场。广告市场规模的持续快速增长，将成为推动中国视觉素材行业增长的主要动力。

对于传媒业对编辑图片的需求方面，网络应用的普及正对传统媒体业态带来颠覆性影响，但其中不变的是对优质内容的需求。除了新生网络媒体，传统媒体也在谋求向互联网媒体的转型，并带动其对内容需求的加速增长。对于新兴的移动互联网，随着移动终端的大屏幕化趋势，移动应用对图片质量的要求逐步提高，因此，在移动互联网时代，客户对视觉素材数量以及质量的需求将保持快速增长。

## 2. 版权保护环境改善对行业发展的推动作用

由于网络具有交互性、快速传播性的特点，使得网络图片未经得作者授权而被作为商业用途的事情十分常见。近年来中国商业图片的版权保护环境正在逐步改善，尤其是在创意素材使用领域，公关公司、大型企业等机构的版权意识逐渐加强，主要原因之一就是过高的侵权成本。例如，一张普遍的广告用图片，广告公司或企业购买价格不过数千元，而其因侵权而被起诉后付出成本可能高达数万元；一张用于商标的商业图片，其购买价格约在一万元左右，而其侵权付出成本可能高达数十万元。因此，对于一些会批量使用视觉素材的企业而言，处于风险防范考虑，多会选择购买正版图片。

对于市场规模增长的有利条件在于，素材供应商往往并不会以起诉那些盗用图片使用者并获得赔偿为真正目的，相反，这些公司努力与这些人合作，把他们转变为客户。通过这一途径获得的客户资源，往往会成为企业业务增长的重要组成部分。因此，对盗版图片监测技术的不断改进，对潜在客户的持续培养，将推动中国视觉素材行业保持高速增长。

## 3. 商业模式创新对企业业务的推动

视觉素材的商业模式是依托互联网，打造海量版权素材的交易平台，通过版权分销与版权所有者进行分成的独特模式，盈利模式的核心在于“平台”和“渠道”；在素材业务的基础上，企业通过委托拍摄、图片数据库管理、创意众包等整体解决方案，满足客户多样化、个性化的需求，进而将原有的“素材交易”拓展成为综合的视觉营销服务。

目前，标的公司的产品仍以高品质的视觉素材为主，价格相对较

高；与之对应的微利图片因性价比较高等特点，有利于进入中小企业甚至个人市场，将成为视觉素材市场未来的商业创新模式和发展重点。同时，随着摄影技术门槛的降低，越来越多的非专业、爱好者开始大量提供高质量的内容，UGC（User Generated Content，也就是用户生成内容）内容将成为未来发展趋势，这种C2B的新型商业模式也将大大拓展视觉素材行业市场空间。

据统计，截至2013年二季度，中国活跃智能移动终端设备已经超过5亿，随着智能手机为代表的移动新媒体的快速发展，个人消费者对壁纸下载、手机主题UI、个性表情以及SNS社交媒体数字内容需求急速增长。作为拥有大量优质视觉内容的行业领军企业能够以很低的成本进入B2C领域，图片库行业领先公司将以智能手机等移动终端新媒体为主要载体，逐渐探索开拓以消费者为直接受众的海量市场，这无疑将大大拓展视觉素材行业市场空间。

#### （四）标的公司在行业内具有领先地位

##### 1. 行业的竞争格局

视觉素材行业仍处于高成长期，行业内部企业之间的竞争主要是内容、技术以及服务的竞争。在此基础上，在线素材库的搜索、上传、下载、社区服务，以及增值服务为优势企业增加了更多竞争优势。

在国内市场，创意类素材领域的主要企业是华盖创意（标的公司子公司）和北京全景视觉网络科技有限公司（全景视觉）。前者不仅同Getty Images等众多国外供应商建立长期、稳定合作关系，拥有大量优质的国际化创意类图片资源，同时依托强大的本土创意机构不断丰富本



土创意内容。全景则是中国最早的数字商业图片库之一，在本土创意内容方面较有特色。

在编辑类视觉素材领域，主要参与者可分为官方通讯社和民资企业两大类，其中，官方通讯社主要包括新华社、中新社、中国日报亚洲新闻图片网等，其内容主要为时政类编辑视觉素材，尽管不具有独立的市场地位，但在中国图片交易总量中仍占有较大份额；民资企业则更多专注于体育、娱乐、财经等编辑视觉素材，主要包括汉华易美（标的公司子公司）、上海展宇网络图片设计有限公司（东方IC）。

## 2. 标的公司具有领先的行业地位

综上所述，标的公司的业务涵盖了创意类视觉素材和编辑类视觉素材，在上海、广州、深圳、大连等地设立了分支机构，是目前国内视觉素材行业中少有的综合类视觉素材和服务提供商，在创意类视觉素材和编辑类视觉素材领域均具有较大的影响力。标的公司2011年、2012年及2013年收入为15 584.94万元、18 842.04万元和26 201.43万元，实现归属于母公司净利润分别为1 993.35万元、3 800.92万元和8 034.25万元，总体规模和利润在国内同行业企业中具有领先地位。

## （五）标的公司在行业内的竞争优势明显

标的公司在视觉素材行业内具有较为明显的优势，在国内企业中处于领先地位。标的公司的竞争优势主要体现在如下几点：

### 1. 内容优势

通过与国际国内众多机构、摄影师建立长期的合作关系，其中大部

分为在中国区域的独家合作，标的公司建立了稳定的视觉素材获取平台。经过持续的努力，标的公司已经积累了庞大的视觉素材内容。截至2013年6月30日，标的公司获得销售授权的图片约3 400万张、视频约105万条，已经成为国内领先的视觉素材综合提供商。

标的公司严格执行与机构、摄影师等签订的合同，每月提供素材销售情况的报告并进行结算，在行业中树立了正面、良好的经营形象，保证了标的公司未来视觉素材资源供应的稳定、可靠。截至2013年6月30日，为标的公司提供视觉素材的国内外机构超过240家，与标的公司签约的摄影师超过10 100名，既有Getty Images等全球知名机构，也有大量著名摄影家艺术家。内容囊括体育、娱乐、时尚、历史、创意、艺术等；其中绝大部分内容为独家合作，且以本土内容居多，能够满足据大多数用户需求。稳定、丰富的视觉素材来源，使标的公司视觉素材资源不断积累，竞争力不断增强。

## 2. 平台优势

随着信息技术的发展，视觉素材内容提供更加网络化、信息化。对整个行业而言，过去单靠实物CD的传播方式所能联系的客户数量有限，规模效益受到限制。经过多年的积累，公司通过互联网为基础，以独立研发的图片及视频数字内容管理系统为纽带，与众多媒体及企业客户建立了紧密的联系，既丰富了视觉内容的来源，又提高了客户的粘性。目前，标的公司客户包括媒体客户（主要包含报纸、杂志、出版社、广电、互联网等）、商业客户（主要包含广告公关公司、企事业单位、政府机构等）。标的公司与主要客户的合作关系稳定，并长期向中央电视台等30余家主流媒体提供国内外优质的视觉素材。

## 3. 技术优势

标的公司拥有独立的技术开发团队，具有丰富的互联网开发及运营经验。标的公司目前拥有自主开发和运营的www.gettyimages.cn、www.cfp.cn等网站平台，在同行业居于领先水平。标的公司已陆续开发了具有自有知识产权的“图片视频素材搜索及管理平台”、“素材生产平台MMP”、“CRM数据管理平台”、“基于云平台的媒体管理系统IRM”以及“以关键词系统为核心的API开放系统平台”。目前标的公司已经拥有十六项软件著作权和一项软件产品。

“图片视频素材搜索及管理平台”具备完整的图片及影视的搜索、排序、购买、相似推荐等系列功能，可以为用户搜索所需的图片、视频等业务需求提供有力的支持；“素材生产平台MMP”为供应商及摄影师提供了基于互联网的内容生产加工平台；标的公司“CRM数据管理平台”包括销售自动化、市场管理、供应商信息、客户信息、图片授权管理以及决策支持等几个方面，通过数据挖掘及大数据分析，对内容创作、销售、市场趋势以及行业变化能做出前瞻性的分析判断，为标的公司业务发展提供有效数据保障；“基于云平台的媒体管理系统IRM”是基于云模式的媒体管理系统平台，可以为企业级用户提供完整功能的数字内容管理系统，用户不需自己安装和维护软件即可通过网络使用图片及影视内容的管理及搜索，所生产的内容可以无缝连接到标的公司各个电子商务交易平台进行销售；“API开放系统平台”，建立了图片、视频等视觉素材的中文关键词、中英文关键词互译、同义词等完善的关键词体系，以满足中外客户的使用需求。依托该系统，建立了开放的API体系，为商业用户直接提供基于内容数据的个性化服务。技术部门还在开发“以图搜图”技术，通过图片对比搜索，对版权保护、客户使用体验均有重要意义。

为了进一步扩大标的公司的领先优势，标的公司技术团队已独立开

发支持完整电子商务流程的“微利图片库电子商务交易平台”。该系统可实现客户在线支付，供应商、签约作者以及图片及视频的购买用户可以在线获得完整的交易信息，交易的整个过程透明公开，系统采用大数据销售推荐、人工智能客服等技术保证系统的高效运营。该系统将有助于实现并完成标的公司业务从B2B到B2C业务范围的全面覆盖，为标的公司未来的高速发展打下基础。

#### 4. 维权优势

合法版权是文化创意类企业持续运营的基石，自成立以来，标的公司经营中始终坚持合法授权的原则，从而保障标的公司经营的合法性和稳定性，降低标的公司经营中的法律风险。

同时，标的公司设立了专门的维权部门，组建了20余人的专业维权团队，积极参与公共版权保护维权工作，促进全民反盗版意识的提高。标的公司联合国内律师事务所，对严重侵害标的公司合法利益的企业进行诉讼，已经成为打击网络侵权盗版的重要力量。

基于标的公司在维权方面的优势，一方面可以最大程度地避免标的公司因版权被侵权而遭受的损失，并将部分侵权用户转化为公司客户，另一方面可以通过更好地保护版权所有者的利益吸引更多的视觉素材版权所有人选择与标的公司进行签约或合作。

#### 5. 管理优势

视觉素材存在内容海量化、权利种类多样化、作品授权时间期限差异化等特点，综合管理的难度大。同时，客户需求各异，对数字视觉产品内容及质量的要求不尽相同，视觉素材服务需要将海量的内容和繁杂的客户需求进行有效的对接。标的公司拥有一套高效、稳定的运营和管

理流程，能够及时把最合适的数字视觉内容，按最优化的方式在短时间内以合理价格提供给不同需求的用户，同时建立起用户和标的公司之间有效的沟通平台。与此同时，标的公司亦具有丰富的运营经验，能够为合作伙伴提供相应的增值服务。

标的公司具有统一的版权审核及内容管理、统一的数据及结算管理、统一的产品销售及反馈管理和统一的用户及数据管理。通过运营体系的有效运行，减少风险，提升视觉素材使用效率，节省运营成本。

## 6. 团队优势

标的公司团队建设也较为合理规范，主要表现在以下方面：标的公司主要管理人员和业务骨干在司工作时间平均超过五年，业务及管理经验丰富，对客户的需求把握准确，保证标的公司经营决策的高效性；标的公司非常重视管理系统的建设，目前已构建完成符合标的公司业务特点的信息化管理平台，以保持标的公司管理的高效性；标的公司依据自身的经营特点，制定了详细的员工绩效考核机制，提高了员工的工作效率。

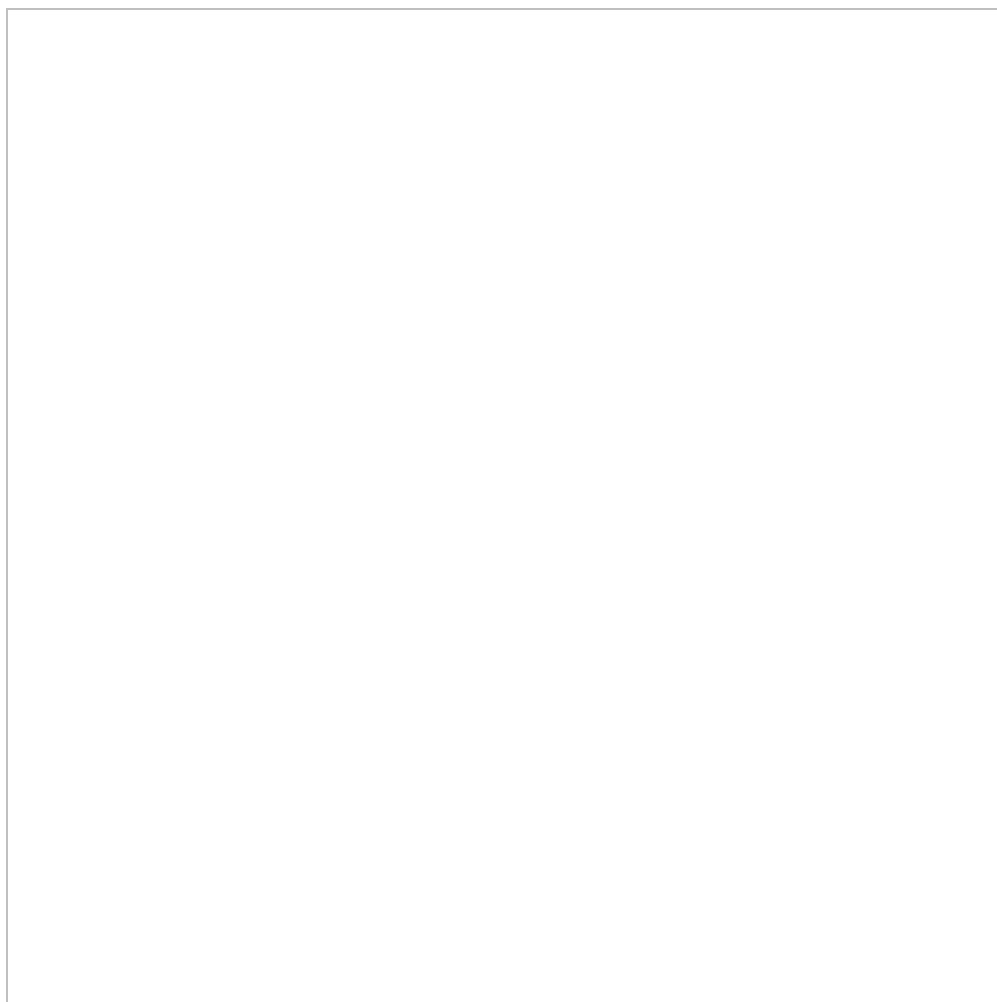
标的公司的高级管理人员和主要核心人员均在视觉素材行业从业多年，具有丰富的市场经验；标的公司定期开展培训活动保证了业务人员成长速度，业务人员素质普遍较高；标的公司通过企业文化建设加强员工的凝聚力，使员工在认同标的公司企业文化的过程中形成主人翁意识，同时分享标的公司高速成长的利益，最大程度地激发员工的工作积极性，保持管理团队和业务团队稳定性。

## 四、交易方案

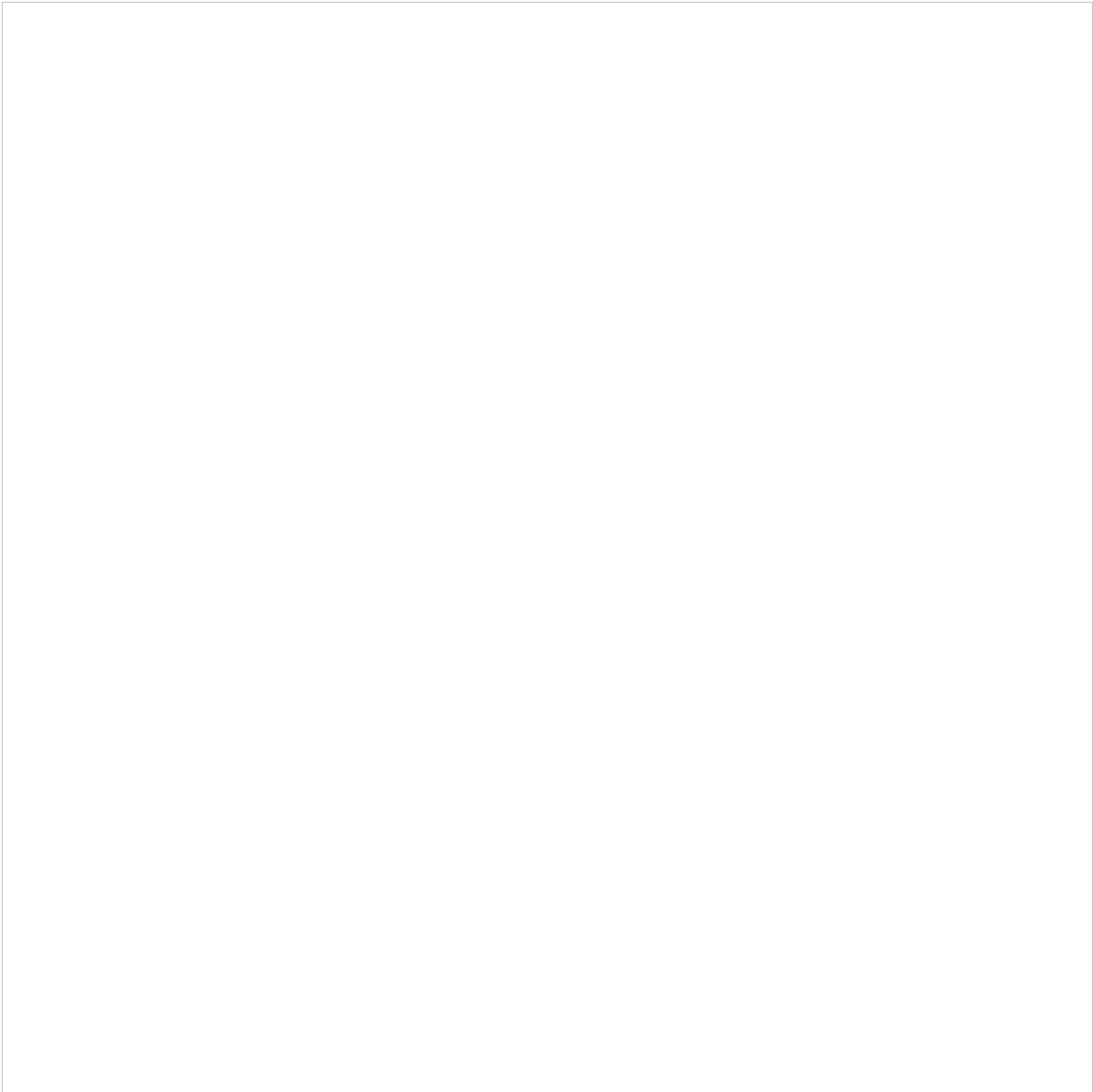
## （一）方案背景及交易方案说明

本次交易中，远东股份拟向廖道训、吴玉瑞、吴春红、柴继军、姜海林、陈智华、袁闯、李学凌、高玮、梁世平、黄厄文、谢志辉、秦弦、马文佳、王广平、张向宁、喻建军等17名自然人发行股份购买其合计持有的华夏视觉100%股权和汉华易美100%股权。

交易完成前上市公司股权结构如下：



交易完成后上市公司股权结构如下：



（二）对价支付方式

按照经交易双方确认的标的资产交易价格248 813万元计算，本次交易向廖道训等17名自然人合计发行股份数为471 236 736股。具体如下表所示：

--	--	--

发行对象	持有标的资产股权比例		发行股数（股）
	华夏视觉	汉华易美	
廖道训	18.920 7%	18.920 7%	89 161 290
吴玉瑞	18.920 7%	18.920 7%	89 161 290
吴春红	20.777 8%	20.777 8%	97 912 627
柴继军	10.559 9%	10.559 9%	49 762 128
姜海林	6.495 7%	6.495 7%	30 610 125
陈智华	3.147 2%	3.147 2%	14 830 762
袁 闯	1.476 3%	1.476 3%	6 956 868
李学凌	1.297 8%	1.297 8%	6 115 710
高 玮	0.648 9%	0.648 9%	3 057 855
梁世平	0.100 0%	0.100 0%	471 236
黄厄文	12.762 9%	12.762 9%	60 143 474
谢志辉	1.578 0%	1.578 0%	7 436 115
秦弦	1.385 5%	1.385 5%	6 528 985
马文佳	0.596 1%	0.596 1%	2 809 042
王广平	0.596 1%	0.596 1%	2 809 042
张向宁	0.596 1%	0.596 1%	2 809 042
喻建军	0.140 3%	0.140 3%	661 145
合计	100%	100%	471 236 736

### （三）盈利补偿安排

#### 1. 股份补偿

华夏视觉、汉华易美在补偿期间每年实际净利润数未达到当年度承诺净利润数的，廖道训等17名自然人应向公司进行股份补偿，由公司



人民币1元的总价回购廖道训等17名自然人当年应补偿的股份数量并注销该部分回购股份。公司在每年关于利润承诺的专项审计报告披露后的10个工作日内发出召开股东大会的通知，审议前述回购事项。

廖道训等17名自然人每年应予补偿的股份数量计算公式如下：

应补偿股份数 = (当年承诺净利润数 - 当年实际净利润数) × 认购股份总数 / 补偿期间内各年的承诺净利润数总和

2. 前述净利润数均以华夏视觉、汉华易美扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润数确定；前述认购股份总数是指廖道训等17名自然人以标的资产所认购的上市公司股份数量；在逐年补偿的情况下，在各年计算的补偿股份数量小于0时，按0取值，即已经补偿的股份不冲回；如果计算结果存在小数的，应当向上取整。

3. 补偿期间为2014年、2015年和2016年时，若廖道训等17名自然人根据本条第1款约定应履行补偿义务的，首先由廖道训等17名自然人中的廖道训、吴玉瑞、吴春红和柴继军履行补偿义务，当前述4名自然人根据《发行股份购买资产的框架协议》所获得的公司全部股份不足以补偿时，不足部分由廖道训等17名自然人中的其他13名自然人以其根据《发行股份购买资产的框架协议》所获得的公司全部股份履行补偿义务，即廖道训等17名自然人中的廖道训、吴玉瑞、吴春红和柴继军等4名自然人为第一顺序补偿义务人（4人内部按照交付日前各自所持华夏视觉股权占其合计所持华夏视觉全部股权的比例承担补偿义务），廖道训等17名自然人中除前述4人之外的其他13名自然人为第二顺序补偿义务人。同一顺序的补偿义务人在履行补偿义务时，按照如下比例计算：该方在交付日前持有的华夏视觉股权比例 / 同一顺序补偿义务人在交付日前持有的华夏视觉股权比例之和。尽管有本条前述约定，若廖道训等

17名自然人中的廖道训、吴玉瑞、吴春红和柴继军等4名自然人在公司书面通知其履行补偿义务后无正当理由未能在20个工作日内履行完毕补偿义务，则廖道训等17名自然人中除前述4人之外的其他13名自然人应在公司书面通知其承担补偿义务的20个工作日内履行完毕补偿义务。廖道训等17名自然人股份补偿数量不超过其依据《发行股份购买资产的框架协议》所取得的公司股份。

补偿期间为2017年和2018年时，若廖道训等17名自然人根据本条第1款约定应履行补偿义务的，由廖道训等17名自然人中廖道训、吴玉瑞、吴春红、柴继军、姜海林、陈智华、袁闯、李学凌、高玮、梁世平10名自然人履行全部补偿义务（10人内部按照交付日前各自所持华夏视觉股权占其合计所持华夏视觉全部股权的比例承担补偿义务），廖道训等17名自然人中其他7名自然人即黄厄文、谢志辉、秦弦、马文佳、王广平、张向宁、喻建军不需要履行补偿义务。

4. 若上市公司上述回购股份事项无论因任何原因（包括但不限于：上市公司董事会否决回购议案、股东大会否决回购议案、债权人原因）而无法和 / 或难以实施的，则廖道训等17名自然人应在上市公司书面通知（含在中国证监会指定信息披露媒体上公告通知）廖道训等17名自然人之日起的2个月内，将该等股份无偿赠送（参照《利润补偿协议》第四条第3款的顺序履行补偿义务）给上市公司审议回购股份事项的股东大会股权登记日在册的除廖道训等17名自然人之外的其他股东，其他股东按各自所持上市公司股份占该等其他股东所持全部上市公司股份的比例获赠股份。

#### （四）估值定价

### 1. 前期谈判时，双方预期估值及估值基础

2013年3月底，上市公司与交易对方的代表进行谈判时，基于标的公司未来良好发展预期以及较高的盈利能力，对标的资产预估值为25亿元左右。

### 2. 评估结论选用的评估方法及评估值

本次交易采用收益法和资产基础法对华夏视觉100%股权、汉华易美100%股权进行评估，评估机构采用收益法评估结果作为华夏视觉100%股权、汉华易美100%股权的最终评估结论。以2013年6月30日为基准日，华夏视觉100%股权评估值为120 556万元、汉华易美100%股权的评估值为128 257万元，评估值合计为248 813万元，相对于标的资产模拟合并报表的账面净资产14 903.13万元的增值率为1 569.54%。交易各方确认华夏视觉100%股权、汉华易美100%股权的交易价格为248 813万元。

### 3. 同类交易案例的估值比较

#### （1）本次标的资产交易作价的市盈率

本次交易中，华夏视觉100%股权和汉华易美100%股权交易价格合计248 813万元，廖道训等17名交易对方承诺标的资产在2013年、2014年、2015年和2016年实现的扣除非经常性损益的归属于母公司股东的净利润（合并计算）分别为7 876.64万元、11 487.38万元、16 328.02万元及22 341.27万元，据此，计算标的资产的估值水平如下：

项目	数量
标的资产交易作价（万元）	248 813

标的资产2013年承诺净利润（万元）	7 876.64
标的资产2013年预测市盈率（倍）	31.59
标的资产未来三年（2014年、2015年和2016年）平均净利润（万元）	16 718.89
标的资产未来三年（2014年、2015年和2016年）平均预测市盈率（倍）	14.88

注：①标的资产2013年预测市盈率=拟购买资产作价 / 承诺的标的资产2013年净利润。

②标的资产未来三年平均预测市盈率=拟购买资产作价 / 承诺标的资产2014年至2016年净利润的平均值。

③标的资产自身及所处行业具有高增长特性，标的资产2012年实现净利润3 800.92万元，较2011年增长90.68%；2013年、2014年、2015年和2016年承诺实现扣除非经常性损益后的归属于母公司股东的净利润分别为7 876.64万元、11 487.38万元、16 328.02万元及22 341.27万元，相对于2012年净利润的年均复合增长率为55.71%。标的资产收入和利润呈现高速增长的特点，以标的公司预测净利润计算的预测市盈率能够更合理的反映出标的资产的估值水平。

## （2）同行业上市公司市盈率

根据中国证监会行业分类，标的公司在行业类别上属于传播与文化产业中的信息传播服务业；在细分行业方面，作为视觉素材行业产业链中的交易渠道和平台，标的公司在细分行业中并没有主营业务完全相同的A股上市公司，因此在做市盈率对比时，选取信息传播服务业中相似可比的A股上市公司作为比较的对象。

截至2013年12月20日，剔除市盈率为负值及不可比公司，传播与文化产业中的信息传播服务业可比上市公司最新市盈率情况如下：

证券代码	证券简称	市盈率（PE, TTM）	最新市盈率（PE）
000156.SZ	华数传媒	91.36	128.02
000665.SZ	湖北广电	15.52	23.68
002181.SZ	粤传媒	25.77	26.23

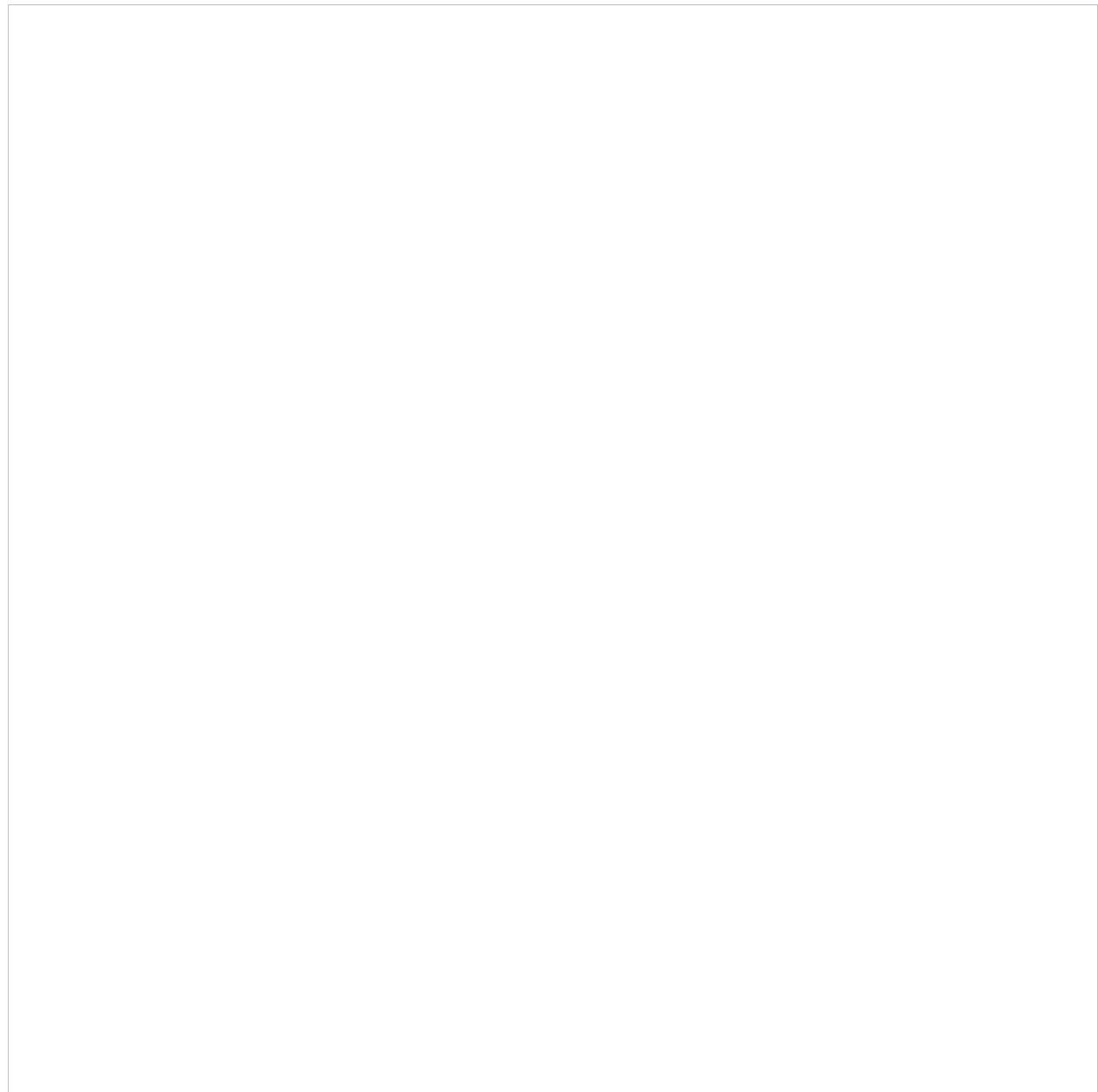
300058.SZ	蓝色光标	77.38	98.36
300104.SZ	乐视网	124.63	156.86
300226.SZ	上海钢联	144.93	122.24
600037.SH	歌华有线	23.38	27.85
600637.SH	百视通	66.76	80.48
600880.SH	博瑞传播	39.18	40.84
平均值（算术平均）		67.66	78.28

数据来源：Wind资讯。

2013年12月20日，信息传播服务业上市公司最新平均市盈率为78.28倍，TTM为67.66倍，本次交易标的资产作价对应的2013年预测市盈率为31.59倍，显著低于行业平均水平；标的资产未来三年平均预测市盈率约为14.88倍，较行业最新平均市盈率折价80.99%，显示本次交易标的资产作价具有合理性。

（3）结合交易案例的市盈率水平分析本次交易标的资产作价的合理性

2013年1月1日至2013年12月20日通过证监会审核的重组项目中以收益法定价的标的资产市盈率情况如下表：



注：①三年平均预测市盈率=标的资产作价 / 承诺的三年净利润平均值；

②标的资产三年平均预测市盈率较行业平均市盈率折价率=（同行业上市公司平均市盈率－三年平均预测市盈率） / 同行业上市公司平均市盈率。

数据来源：各公司重组报告书。

标的资产三年平均预测市盈率较行业平均市盈率的折价率反映了标的资产相对估值水平，折价率越高，说明标的资产的估值相对于同行业

公司的估值越低，并购交易对上市公司越有利。

2013年1月1日至2013年12月20日通过证监会审核的重组项目中以收益法定价的标的资产三年平均预测市盈率较行业平均市盈率折价的平均值为75%，本次交易标的资产三年平均预测市盈率较行业平均市盈率的折价率为80.99%，高于其他重组项目的平均折价率。

## 五、交易节点

1. 2013年8月15日，公司与廖道训、吴玉瑞、吴春红、柴继军、姜海林、陈智华、袁闯、李学凌、高玮、梁世平、黄厄文、谢志辉、秦弦、马文佳、王广平、张向宁、喻建军等17名自然人签署了《发行股份购买资产的框架协议》及《发行股份购买资产的利润补偿协议》。

2. 2013年8月15日，公司第七届董事会第十六次会议审议通过《远东实业股份有限公司向特定对象发行股份购买资产暨关联交易预案》等议案，并于2013年8月17日公告。

3. 2013年9月22日，华夏视觉分别召开股东会和董事会，审议并通过公司全体股东将其所持华夏视觉100%股权转让给远东股份；同日，汉华易美分别召开股东会和董事会，审议并通过公司全体股东将其所持汉华易美100%股权转让给远东股份。

4. 2013年9月24日，公司与廖道训、吴玉瑞、吴春红、柴继军、姜海林、陈智华、袁闯、李学凌、高玮、梁世平、黄厄文、谢志辉、秦弦、马文佳、王广平、张向宁、喻建军等17名自然人签署了《发行股份购买资产的框架协议的补充协议》及《发行股份购买资产的利润预测补偿协议的补充协议》。

5. 2013年9月24日，本次交易的具体方案经公司第七届董事会第十七次会议审议通过。

6. 2013年10月15日，本次交易的具体方案经公司2013年第一次临时股东大会审议通过。

7. 2014年1月13日，公司与廖道训、吴玉瑞、吴春红、柴继军、姜海林、陈智华、袁闯、李学凌、高玮、梁世平、黄厄文、谢志辉、秦弦、马文佳、王广平、张向宁、喻建军等17名自然人签署了《发行股份购买资产的利润预测补偿协议的补充协议二》。

8. 2014年2月19日，远东股份发行股份购买资产获得中国证券监督管理委员会的核准，取得证监许可〔2014〕221号《关于核准远东实业股份有限公司向柴继军等发行股份购买资产的批复》，核准公司向柴继军等17名自然人合计发行471 236 736股股份购买相关资产。

9. 华夏视觉、汉华易美依法就本次发行股份购买资产过户事宜履行工商变更登记手续，并分别取得了北京市工商行政管理局于2014年3月4日换发的《企业法人营业执照》（注册号为：110000410296416）、北京市工商行政管理局朝阳分局于2014年2月25日换发的《企业法人营业执照》（注册号为：110105007973352）。标的资产已变更登记至远东股份名下，双方已完成了华夏视觉100%股权、汉华易美100%股权的过户事宜，相关工商变更登记手续已办理完毕，华夏视觉、汉华易美成为远东股份的全资子公司。

10. 2014年3月12日，立信会计师事务所（特殊普通合伙）出具《验资报告》（信会师报字〔2014〕第510106号），经其审验认为：截至2014年3月12日，公司已收到廖道训、吴玉瑞、吴春红、柴继军、姜



海林、陈智华、袁闯、李学凌、高玮、梁世平、黄厄文、谢志辉、秦弦、马文佳、王广平、张向宁、喻建军等17名自然人缴纳的新增注册资本（股本）合计人民币471 236 736.00元，新增股本占新增注册资本比例为100%。

11. 2014年3月28日，远东股份已久就本次增发股份向中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司提交相关登记材料。经确认，本次增发股份将于该批股份上市日的前一个交易日日终登记到账，并正式列入上市公司的股东名册。

## 六、交易特点

### （一）借壳成本分析

本次交易前，以上市公司股票发行价格计算的上市公司市值为10.49亿元；本次交易后，重组方合计持股比例为70.34%，重组方持股被摊薄的比例为29.66%，即借壳资产中31.66%的权益和利益由上市公司原有股东获得，对重组方的利益造成较大稀释。

除上述持有标的公司股份被稀释外，本次交易中，上市公司以发行股份的方式购买资产，不涉及资产置出及由重组方认购配套资金。

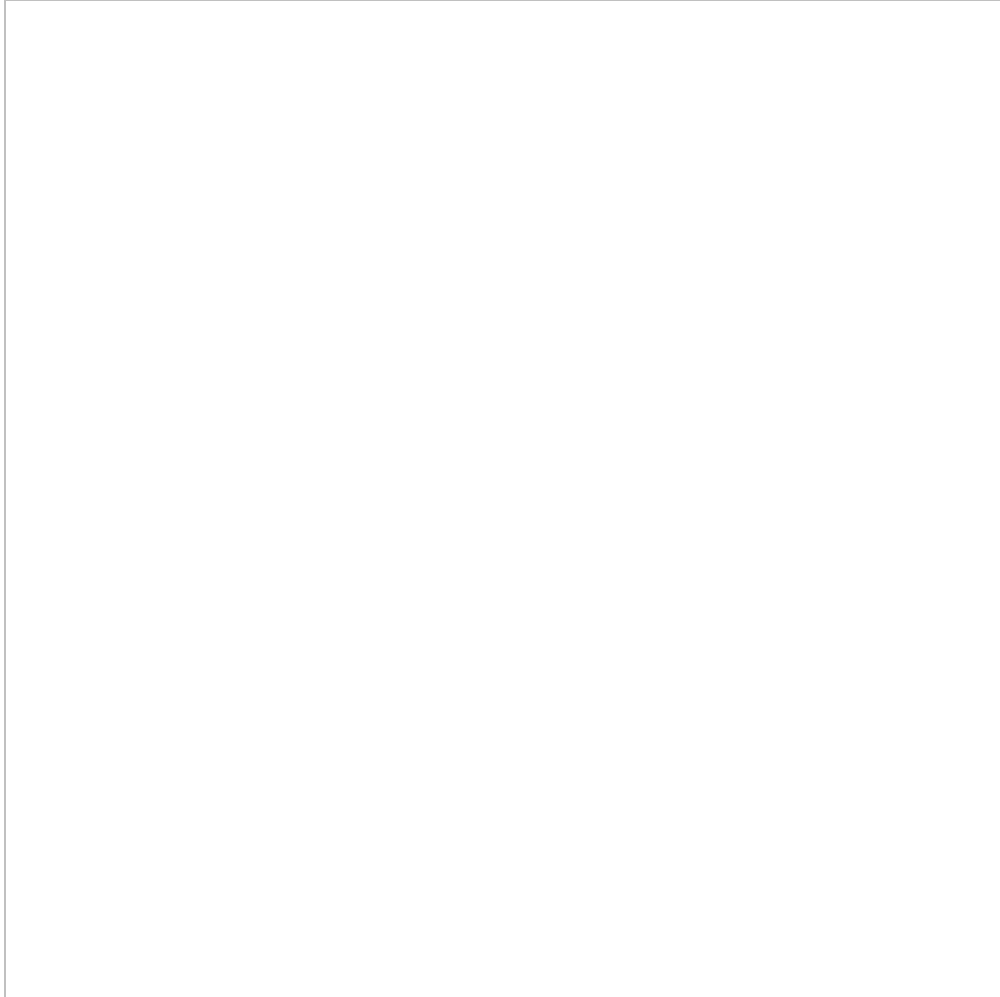
### （二）交易难点——遇到的主要问题及解决方案

本次交易前，标的公司存在境外上市的红筹架构；本次交易中，标的公司拟采取借壳方式实现A股上市。鉴于A股借壳上市中，在标的公司以收益法评估结果作为定价依据下，监管机构要求交易对方对于标的

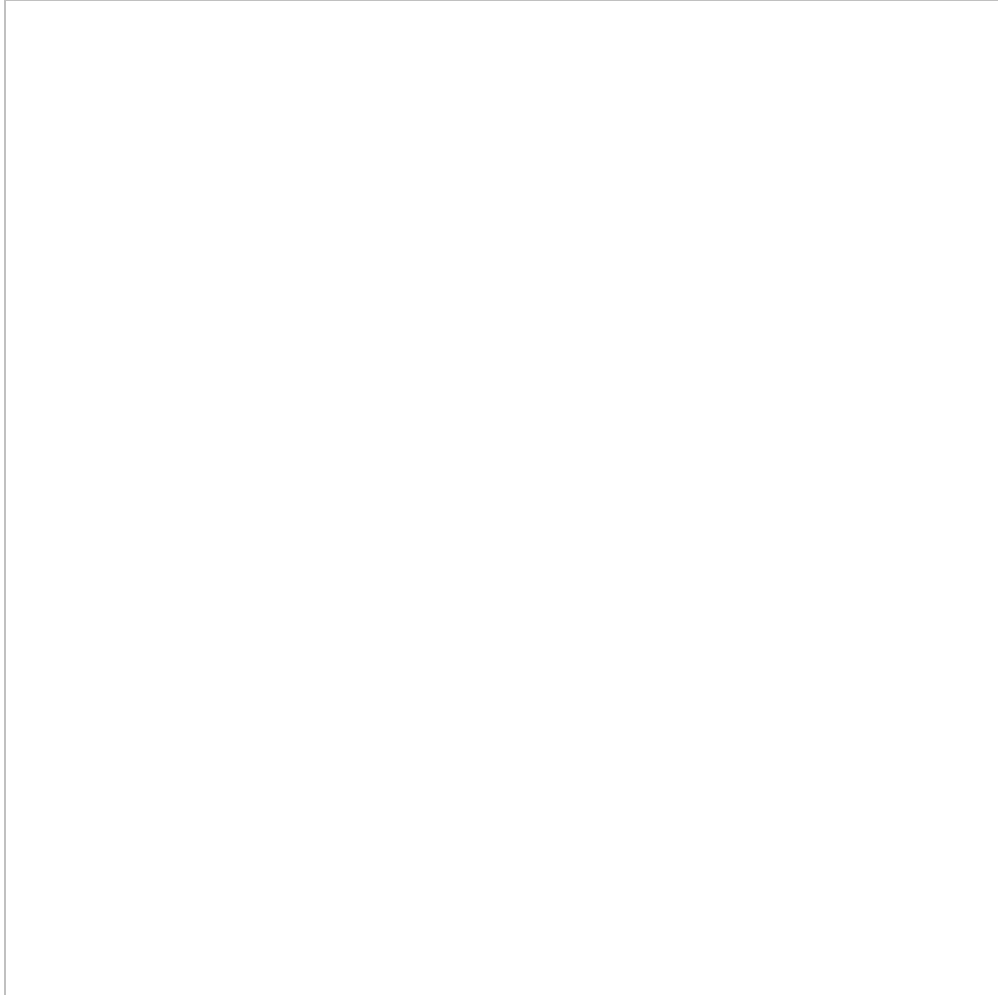
公司未来业绩进行承诺并制定切实可行的利润补偿措施。为此，经交易对方内部协商，制定了差异化的利润补偿责任的安排，即由廖道训、吴玉瑞、吴春红、柴继军自愿作为第一序列的义务人承担标的公司未完成承诺业绩时的补偿责任，即假如发生需要补偿业绩的情形，由廖道训、吴玉瑞、吴春红、柴继军以本次发行所获得的股份先承担全部补偿责任，在上述四人本次发行获得的股份全部补偿完毕后，再由其他13名股东承担补偿责任。

在上述差异化的利润补偿责任下，第二序列业绩补偿义务人希望能以部分股份对上市公司进行补偿。为平衡各方利益，经项目组与交易各方沟通，制定了在红筹回归过程中，由第二序列业绩补偿义务人无偿稀释部分股份作为上述四位股东承担业绩承诺的补偿。具体红筹回归及股权调整过程如下：

境外上市、返程投资解除前，标的公司股权结构如下：



第二序列业绩补偿义务人无偿转让部分股权后，标的公司股权结构如下：



### （三）交易亮点——案例创新性

1. 标的公司历史上存在红筹架构，本次借壳上市过程中成功实现了红筹架构的解除

为实现境外上市，标的公司搭建了境外上市、返程投资架构。随着国内资本市场环境不断优化，以及标的公司在国内品牌知名度的不断提高，为实现标的公司主营业务更好更快发展，以及把优质资产留在境内资本市场，2013年标的公司解除境外上市、返程投资架构，调整发展方向，拟实现境内上市。具体红筹架构的解除过程请详见本节“交易难点

—遇到的主要问题及解决方案”。

## 2. A股首家上市视觉素材交易及提供视觉素材相关增值服务平台

标的公司自成立以来，一直基于互联网技术，从事视觉素材数字产品的交易并提供相关的增值服务。标的公司通过对视觉素材进行审核、分类、集合和管理，依托互联网平台，为媒体客户（主要包含报纸、杂志、出版社、广电、互联网等）、商业客户（主要包含广告公关公司、企事业单位、政府机构等）提供视觉素材；并根据客户的需求，提供商业特约拍摄、视觉化营销、图片视频数字内容管理系统，定制化服务等增值服务。

视觉素材包含图片与视频，是摄影师、摄像师等根据市场需求提前拍摄和创作的作品。利用数字、互联网技术将这些碎片化的图片、视频有序地整合在互联网平台上，方便了创意、设计、广告以及媒体客户快速便捷地找到所需的内容，并激发他们的灵感；同时也大大降低了客户的成本，提高了客户的效率。视觉素材是内容产业的核心组成部分，也是文化创意产业发展的基本要素。视觉素材为各类文化企业提供内容和灵感，是整个文化创意产业中具有资源属性、创意属性、内容属性的新型业态。本次交易完成后，一方面使得标的公司能够借助资本市场更好更快的发展自身主营业务，实现盈利能力的快速提升，为股东创造更大收益；另一方面，也为A股注入了视觉素材的新鲜血液，有助于国内文化创意产业的发展，更增强了国民的知识产权保护意识。

## 3. 利润补偿方案新颖

本次交易中，为平衡各方利益并满足审核要求，经交易对方内部协商，制定了差异化的利润补偿方案，即由廖道训、吴玉瑞、吴春红、柴

继军自愿作为第一序列的义务人承担标的公司未完成承诺业绩时的补偿责任，假如发生需要补偿业绩的情形，由廖道训、吴玉瑞、吴春红、柴继军以本次发行所获得的股份先承担全部补偿责任，在上述四人本次发行获得的股份全部补偿完毕后，再由其他13名股东承担补偿责任。本次交易的利润补偿方案较为新颖。

## 七、并购影响

### （一）对标的公司原股东持股比例的影响

本次交易前公司的总股本为19 875.00万股。假定本次交易新增47 123.67万股A股股票，本次交易完成后，公司实际控制人变为廖道训等10名一致行动人。本次交易前后公司的股本结构变化如下表所示：

本次交易完成后，公司的实际控制人由姜放变更为廖道训等10名一致行动人。

## （二）对标的公司市值及原股东财富的影响

本次交易前，上市公司刚刚恢复上市，公司股票价格维持在6元左

右。本次重组方案公告后，上市公司股票连续保持稳定增长趋势，并创下自1997年上市以来的最高价格（复权后），实现了维护全体股东利益、为市场创造回报的目标。截至2014年10月24日收盘时，视觉中国股票收盘价为23.20元 / 股，公司总市值达到155亿元，成为一家在文化传媒领域具有代表性的大型上市公司。

## 八、市场点评

目前A股上市的文化企业主要集中在出版发行、影视制作、广告、演艺会展等传统产业，而创意设计、数字出版、版权交易、网络科技等新兴文化产业形态较少，之前众多互联网、文化创意企业纷纷选择在海外上市。而此次视觉中国回归A股成功实现借壳上市，极大促进了我国文化创意企业利用资本市场来加快发展，也将开启A股市场文化创意企业上市潮。

与此同时，我国文化产业正处于大调整、大发展、大繁荣的关键时期，国家在支持文化企业发展方面已打造了极好的政策环境支持，相继颁布了《关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见》《中共中央关于深化文化体制改革、推动社会主义文化大发展大繁荣若干重大问题的决定》《国家“十二五”时期文化改革发展规划纲要》，要加快发展文化创意等新兴文化产业，鼓励和引导文化企业面向资本市场融资，推动条件成熟的文化企业上市融资，鼓励已上市公司通过并购重组做大做强。

在此背景下，随着视觉内容行业格局的基本形成和产业逐渐成熟，预计国内龙头企业也将逐渐强化全价值链的发展方向，市场将形成强者愈强局面。上市后的视觉中国，可以整合产业链，开展跨行业、



跨地区的经营，扩大本土视觉素材产品出口、积极开拓国际市场，对“文化走出去”，提升国家“软实力”也具有重要意义。

（本案例由西南证券提供，撰写人：西南证券投资银行并购融资总部童星、朱正贵）

## 2.4 跨境并购

---

### 2.4.1 中航通飞收购美国西锐

#### 一、案例简述

2011年3月1日，中航通用飞机有限责任公司（以下简称“中航通飞”）宣布将通过海外设立的子公司以合并方式收购美国整机制造商西锐公司100%股权并承接既有债务，此次交易出让方为ArcaPita基金、西锐管理层及其他中小股东，企业价值2.1亿美元。

该交易于2011年2月2日正式签约，并于5月23日获得美国政府审批，6月24日正式交割。此交易为中国航空工业企业首次成功并购欧美发达国家飞机整机制造企业，也是当时中国航空工业最大的海外并购。

#### 二、交易各方

##### （一）中航通飞基本情况

##### 1. 基本情况

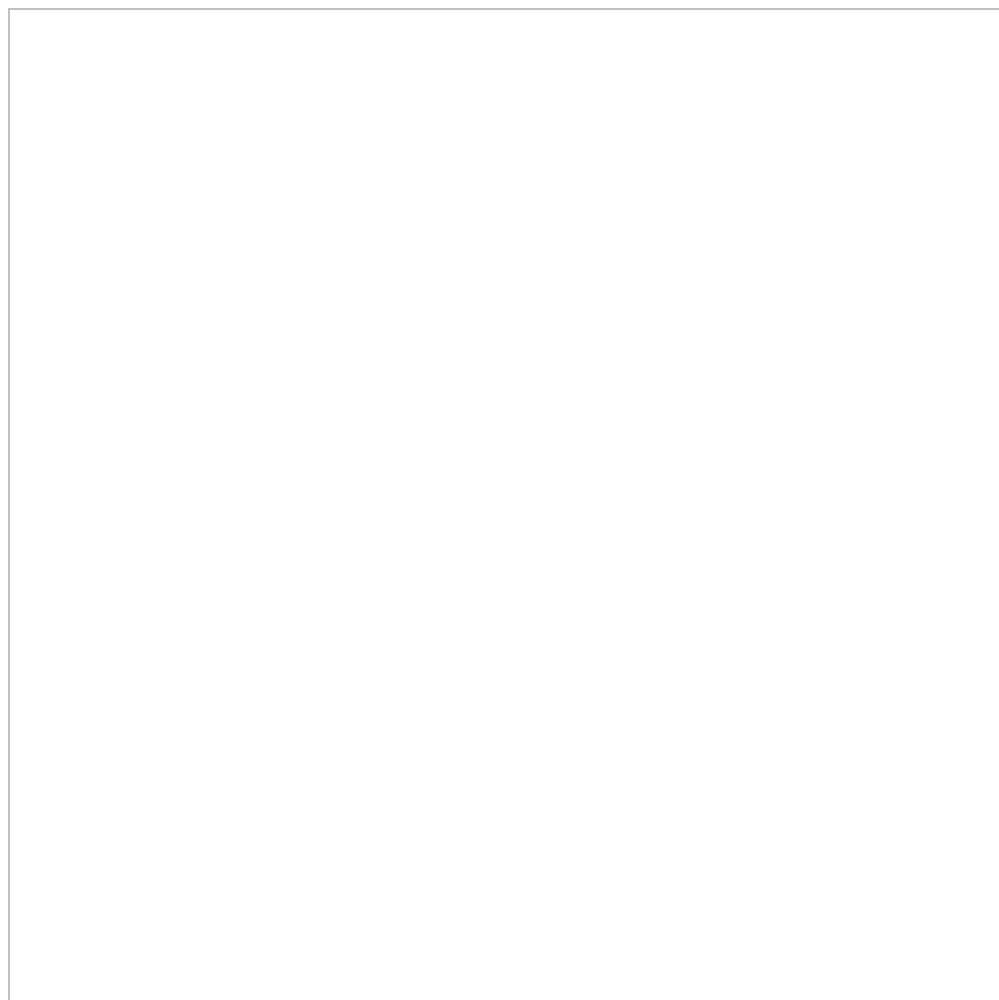
企业名称	中航通用飞机有限责任公司
注册资本	人民币100亿元

主要经营范围	公司主营业务涵盖了飞机研制、飞机配套产品研制等航空业务以及汽车零部件、特种玻璃材料生产销售等民品业务
--------	--

## 2. 股权结构

中航通用飞机有限责任公司是由中国航空工业集团（持股比例：70%）、广东粤财投资控股有限公司（持股比例：14%）、广东恒健投资控股有限公司（持股比例：10%）和珠海格力航空投资有限公司（持股比例：6%）共同投资成立。

股权结构示意图：



### 3. 资产负债状况

中航通飞最近两年的资产负债率、流动比率、速动比率、利息保障倍数和经营活动产生的现金流量如下表：

资产负债结构指标	2010年12月31日	2009年12月31日
资产负债率（%）	65.14	68.15
流动比率	1.53	1.40
速动比率	1.11	1.03
利息保障倍数	2.06	2.42
经营活动产生的现金流量（元）	959 220 000	1 125 780 000

注：利息保障倍数 = （利润总额 + 利息净支出） / 利息净支出；

资产负债率 = 负债 / 资产；

流动比率 = 流动资产 / 流动负债；

速动比率 = 速动资产 / 流动负债，其中速动资产仅包括现金类资产、应收账款和应收票据。

### 4. 主要股东情况

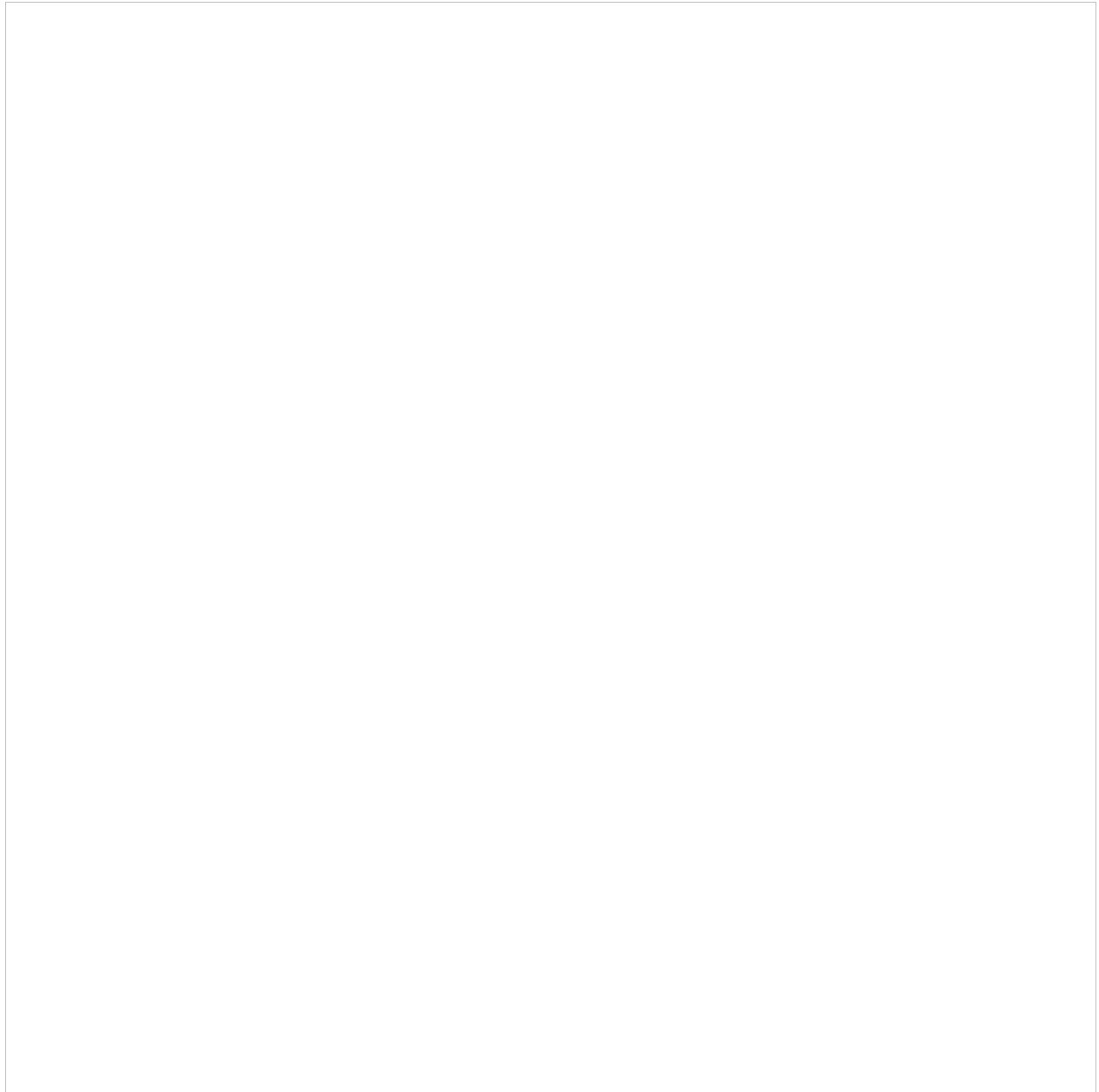
控股股东中国航空工业集团公司是由国务院国有资产监督管理委员会监督管理的国有特大型企业，2008年11月6日由原中国航空工业第一、第二集团公司重组整合而成。

### 5. 主营业务及生产经营情况

通飞公司经营范围主要包括：通用飞机、特种飞行器以及航空机载设备等航空产品制造、销售及售后服务，通用航空服务，汽车、摩托车及其零部件设计、制造、销售，煤矿冶金、农用机械设备的制造、销

售，新材料（玻璃）、橡塑件、齿轮、紧固件制造、销售，航空转包生产等。在通用航空飞机产业领域，公司现有小鹰500、运5B、A2C超轻型水上飞机、地效飞机、系留气球系统等通用航空产品，以及四家通航运营公司。同时，在航空及汽车零部件、新材料等产品领域初具规模，保持了良好发展势头。国家批准立项研制的海鸥300轻型水陆两栖飞机按计划于2010年11月10日进行正式首飞；作为国家应急救援能力建设重要内容的重大民用飞机研制项目——大型灭火 / 水上救援水陆两栖飞机正在抓紧研制；以资本运作为渠道，以取得美国、中国适航认证为目标的四型先进轻型涡桨公务机、喷气公务机研制工作全面展开。通航运营服务业务迅速增长，飞行员培训、飞行俱乐部建设工作正式启动。

2009年，公司实现营业收入150.7亿元，实现利润和收益7.37亿元。截止到2010年12月末，公司资产总额为440亿元，同比增长29.82%；所有者权益为153亿元，同比增长42.12%。全年累计实现销售收入191.06亿元，同比增长26.77%。其中：航空产品业务实现销售收入62.23亿元，比上年同期50.83亿元增加了11.4亿元，增长22.4%；非航空产品业务实现销售收入128.83亿元，比上年同期增加28.6亿元，增长28.55%。全年累计实现利润5.97亿元。



## （二）西锐公司基本情况

### 1. 基本情况

西锐公司（Cirrus Industries Inc.）注册于美国特拉华州，是单引擎活塞驱动式小型私人飞机的全球领先制造商，从事单发小型飞机的研

发、制造、销售和维护。

其产品主要包括SR20及SR22等型号复合材料单发小型飞机，其中超过65%的新飞机销售集中在北美地区本土销售（美国及加拿大），此外国际销售主要集中在巴西、英国、澳大利亚、法国、加拿大及德国。

除了新飞机销售外，西锐公司的主营业务还包括二手飞机回购销售、售后维修及零配件销售。

## 2. 生产经营情况

西锐公司是美国单发活塞类飞机的领先制造商，总部位于美国明尼苏达州德鲁斯市，截至2010年10月拥有员工481人，并拥有以下公司100%股权：西锐设计公司（Cirrus Design，主要从事配件组装、整机生产及销售）、Dakota飞机公司（Cirrus Dakota，主要从事复合配件的生产）、喷气飞机公司（Cirrus Jet，主要从事新型喷气式飞机SF50的研发）、西锐金融公司（Cirrus Finance，为客户购买飞机时申请贷款和提供保险中介服务）、保险公司（SAIC，产品责任险自保服务）、Aileron公司、原料公司（Resources）、工业资源公司（Industrial Resources）及Aerospace Design投资公司。

西锐的第一架单发活塞类飞机SR20于1998年获得美国FAA认证，并于1999年开始交付，其产品SR22于2000年获得FAA认证，并于2001年开始交付。公司在金融危机以前，其交付量持续上升，并在2006年达到创纪录的721架，显示出较强的增长能力。然而自2008年开始，由于受金融危机的影响，交付量急剧下降，2009年的交付量仅为268架，相对历史最高峰，下降幅度达到62.8%。

与交付量类似，公司在2008年以前收入规模也呈现快速上升的态

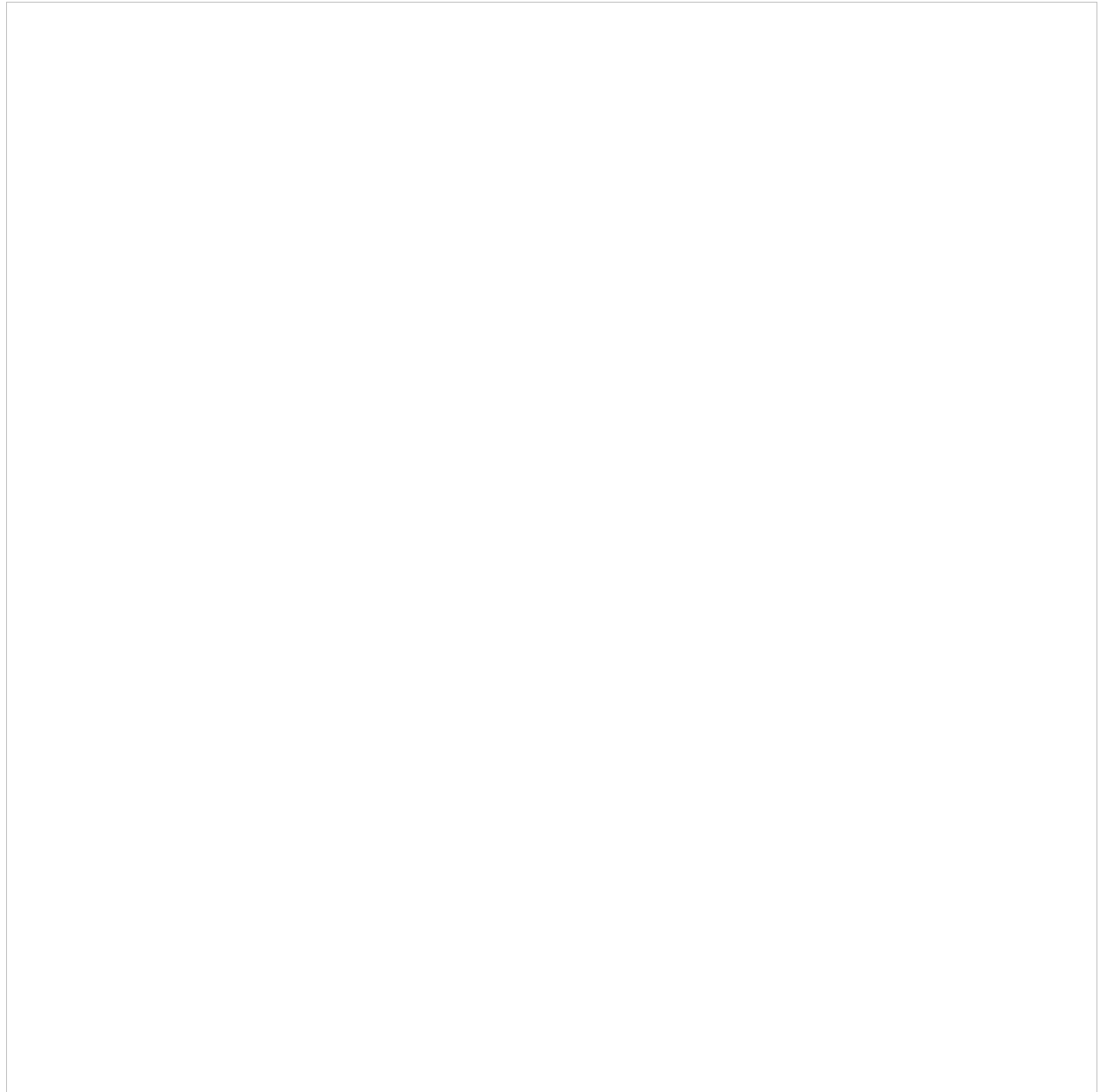
势，销售收入在2002年突破1亿美元后，于2007年达到创纪录的3.65亿美元。自2008年开始，由于受金融危机的影响，销售收入萎缩，2009年仅实现销售收入1.86亿美元，相对历史高峰下降了49%，这也为中航通飞创造了良好的收购机会。

然而，与交付量和收入规模相对应的，西锐飞机的市场占有率呈持续上升的态势，2002年以前，西锐在单发活塞飞机的市场占有率不到10%，2002年市场占有率达到29.1%，2003—2008年，其市场占有率始终保持在30%至34%之间。虽然全球活塞类飞机交付量在此轮经济危机中急剧萎缩，但西锐的市场占有率未受影响，仍保持同类飞机中最大份额，2009年更是达到全球同类机型市场占有率的37%。相对于同类飞机行业的竞争对手，西锐显示出其较高的抗风险能力。

通过持续提高产品质量，不断进行航电系统升级，西锐飞机的平均售价一直保持稳步上升趋势，即便面临全球金融危机，西锐单机售价上升的趋势仍没有改变，其中2009年相对2008年单机均价上升了22.33%。这也解释了为何在交付机型没有变化，在2009年交付量相对2008年下降51.33%的情况下，销售收入只下降了40.27%。

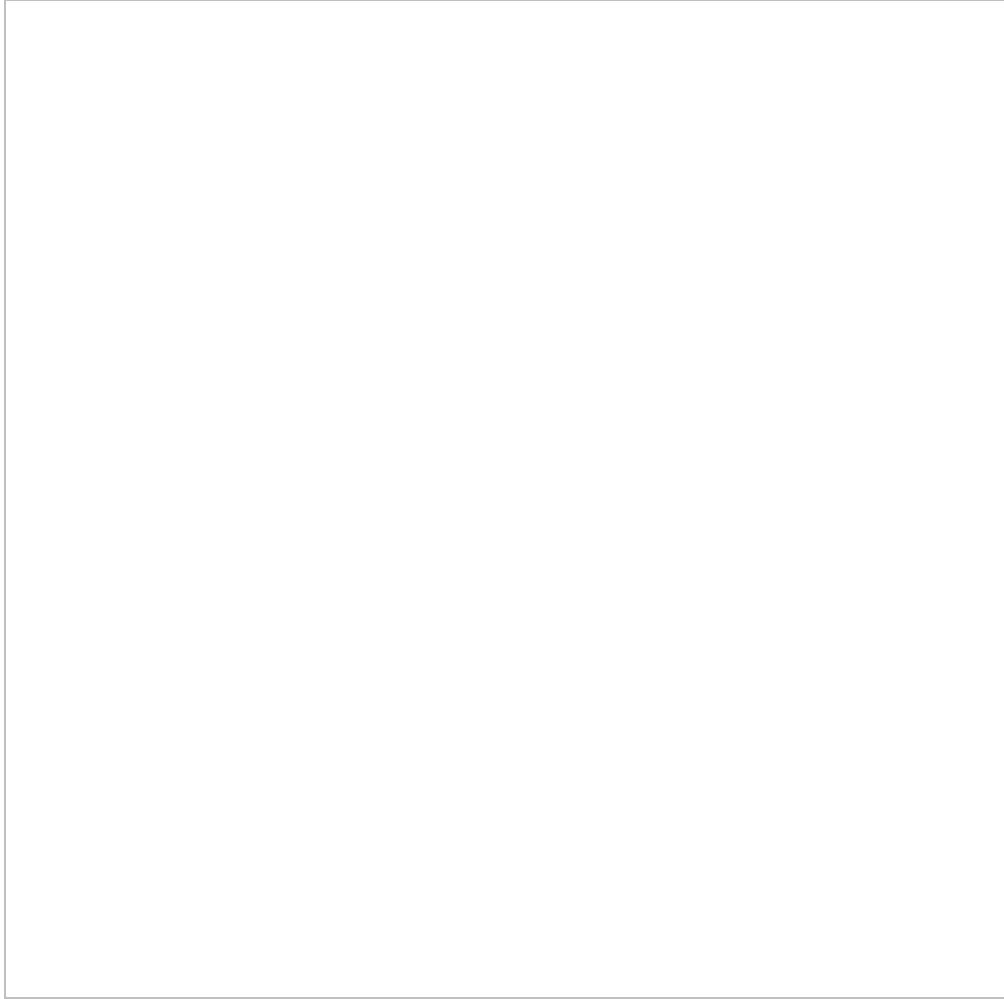
### 3. 主要财务数据





#### 4. 股权结构

西锐公司的股权结构如图所示，其中西锐工业公司（Cirrus Industries）及其所有附属公司为本次收购的标的公司，Arcapita通过其子公司西锐控股公司（Cirrus Holdings）持有西锐工业公司60.8%的股份，西锐的创始人Klapmeier家族持有西锐工业公司10.4%的股份。



### 三、交易背景

#### （一）对于中航工业集团的意义

##### 1. 布局海外，国际化转型

本次收购是中航工业集团融入世界航空产业链的又一次有益尝试。本次收购的顺利完成，使得中航工业集团获得全球化的整机生产、营销、认证体系，加速中航工业集团融入世界航空产业链的进程，成为中航工业集团国际化开拓的一个重要里程碑。

## 2. 加强民用，做大做强

本次收购为中航工业集团实现军民结合，做强做大民用航空产业创造良好的发展机遇。本次收购通过市场化的海外资源整合，大大增强中航工业集团民用航空产业的竞争实力，为中航工业集团军民结合发展，做强做大民用航空产业创造良好的发展机遇。通用航空的主要市场还是集中在民用领域，随着国内政策限制的逐渐放开，中国通用航空市场的增速将远高于GDP增速，收购成功后，中航通飞能够迅速拥有占领市场高地的产品，极大地增强中航通飞的行业竞争力。

## 3. 品牌价值提升

本次收购将进一步推动中航工业集团核心竞争力的升级转型。本次收购有助于中航工业集团提升产品品牌价值，借鉴先进商业模式，学习国际化的管理理念，积累世界级运营销售的企管能力，构建生产、销售、服务一体的集成网络，进一步推动中航工业集团核心竞争力的升级转型。

## 4. 促进完成既有战略目标

本次收购有助于中航工业集团把握市场先机，创造新的增长点，助力“万亿”目标的实现。随着我国低空空域管理改革逐步推进，未来几年中国通用航空市场将迎来巨大的发展机遇，本次收购将使中航工业集团获得成熟且具有市场竞争力的产品，有助于中航工业集团抢占通用航空市场大发展的历史机遇，培育集团业务新的增长点，为“万亿”目标的实现、成为全球航空制造业的第三级奠定坚实的基础。

## （二）对于中航通飞的意义

## 1. 契合通飞公司发展战略

**全球运作能力：**“国内领先，世界一流”是中航通飞的愿景，成为具国际影响力和全球化运作能力的综合性通用航空产业强者是中航通飞的长期战略目标。此次收购将作为中航通飞国际化布局的关键一步，通过整合西锐公司成熟的产品线，覆盖全球的销售网络，引入高效、细腻的工艺水平和组装技术，储备国际化管理人才和FAA的认证团队，有利推动通飞成为全球通用航空业的主导者。

**民用航空地位：**推进和巩固通飞公司在民用航空领域的地位和优势，并进一步推进国际化战略。

**全产业链条：**通过收购西锐，并将其纳入中航工业的全产业链中，通飞将能够把西锐转化为类似于Cessna的全产品飞机公司，拥有多种机种，分布于更广泛市场，有效抵抗经济周期波动对其带来的不利影响。

## 2. 缩短自身发展时间，降低发展投入和机会成本

**全球营销网络的有利互补：**西锐的产品销往58个国家和地区，拥有逾30个国际销售中心辐射全球客户；通过吸收整合西锐的整体销售网络和市场服务体系，能够使通飞的市场销售能力达到国际水平；借助西锐现有市场地位，并购之后，通飞将直接成为细分市场的世界前三；现有西锐的销售团队对于通用飞机市场的了解，将带来通飞自身销售团队的质的飞跃；另一方面，收购西锐公司能与通飞现有的亚非市场形成强大互补效应，扩张相互产品的销售渠道并增加销量。

**直接获得全球知名品牌：**节约了品牌建设的时间，增强了市场认可度，直接承接老客户的品牌忠诚度。

先进工艺和技术的补充：西锐公司在小飞机行业已经有十余年的研发和组装经验，其加工精度高，流水线整合度优化。通过收购西锐，通飞可将西锐现有平台嫁接整合到通飞的平台，有效促进通飞消费业务的商业化速度。另外，超轻型喷气式飞机目前为西锐公司重点研发部分，目前已进入测试阶段，收购西锐的现有超轻型飞机成果，并整合通飞现有的超轻型飞机研发技术，将有效促进和加速通飞的超轻型飞机的研发进程。

经验丰富的FAA认证团队：西锐公司拥有专业的FAA认证团队，同美国认证机构保持了长期良好的关系，通飞公司在短期内难以培养类似的认证团队，此次收购对帮助通飞产品未来获得FAA认证拥有重要意义。

国际化管理团队的扩充：西锐公司拥有一支对美国通用航空市场有深入理解、对通用航空制造公司运营有丰富经验的管理团队。此次收购可以获得宝贵的人力资源，为通飞公司未来打开美国市场、进行全球化布局储备人才。

### 3. 不可多得的收购美国通用航空公司的机会

西锐公司是活塞类飞机制造领域较少有的适合收购的标的。活塞类飞机行业集中度较高，对通飞具有收购意义的公司数量有限，除西锐公司外，其他活塞式飞机制造商或市场占有份额过小，缺乏投资亮点；或规模过大，抗风险能力强，出售可能性不大。此次受益于经济危机创造的契机，中航通飞能够在较低价位收购一家在活塞类飞机行业领先的公司，是不可多得的机会。

### 4. 海外资本运作的平台

作为现有的美国公司主体，西锐具有良好的市场影响力和市场地位，具有很好的未来上市的软实力。经过美国经济的复苏、收购后通飞对于西锐经营的改善以及西锐本身销售情况的触底反弹，未来其经济利润可彻底反转。通过引入通飞的中国概念，并不断增资扩股，可有效增强西锐公司的运营实力和加快其经营周转。一旦时机成熟，可选择在美国（新西锐主体）、中国香港（通飞设立的特殊目的公司）或内地A股市场（通飞合并报表）上市。

### （三）对于我国航空产业的意义

#### 1. 从大到强

本次收购有助于进一步推动我国从航空制造大国向航空制造强国转变。本次收购是中国航空工业第一次收购国外完整的整机制造企业，本次收购的顺利完成将使得中国航空工业有机会全面借鉴和学习西方航空工业企业先进的运营模式和管理经验，有助于提升中国航空工业的软实力，完善现代产业体系，增强国际竞争力，促进我国由航空制造大国向制造强国转变。

#### 2. 推动产业发展

本次收购将全面推动中国民用航空工业发展。目前我国在民用航空制造领域已有重大突破，特别是大飞机项目的顺利推进对我国民用航空工业具有巨大的提升作用；本次收购将对民用航空工业的另一个重要组成部分——通用航空制造业产生积极的影响，成熟产品的引入将填补国内市场空白，对全面推动中国民用航空工业发展产生巨大作用。

#### 3. 积累国际化经验

本次收购将为中国航空工业参与全球航空工业整合积累宝贵经验。本次收购顺利完成，将是中国航空工业首次通过市场化的方法成功并购欧美整机制造企业，也是中国航空工业最大的海外并购案例，为中国航空工业“走出去”，参与全球航空工业整合奠定坚实的基础。

## 四、交易方案

### （一）收购价格

中航通用飞机有限责任公司（简称“中航通飞”）计划基于西锐公司（Cirrus Industries, Inc）全部企业价值估值为2.1亿美元的基础上，以约8 600万美元作为西锐公司的全部股权收购价格，收购西锐公司的100%股权，同时在交割时或交割后短期内支付西锐应付的付息债务以及其他债务（包括欠缴的部分责任险保费、已计提的诉讼赔偿金、管理层长期激励、交割日营运资本的调整以及卖方对于本次交易所产生的交易费用等）合计约1.24亿美元，同时投入1.4亿美元营运资金以满足西锐公司后续发展要求。所以中航通飞在本次收购中将要使用的资金约为3.5亿美元。

### （二）实施主体

本次交易的买方为中航通用飞机有限责任公司美国控股公司及其指定的用于此次收购的特定合并公司，卖方为西锐公司的大股东Arcapita投资公司和其他包括管理层在内的全部中小股东。

### （三）交易方式

## 1. 交易要点

(1) 中航通飞首先在美国特拉华州成立一家一级控股公司（CAIGA CO., LTD.），这家公司将成为未来中航通飞开展全部国际业务的平台。之后通过这家公司在美国特拉华州再专门为本次收购设立一家美国控股公司（CAIGA (US) CO., LTD.）及其下属的一家特殊目的公司（CAIGA MS CO., LTD.），通过将该特殊目的公司与西锐公司合并，合并后该特殊目的公司股份全部转换成西锐公司股份，而西锐公司原股东所持有的股份转换成现金的方式收购西锐公司的全部股权。

(2) CAIGA MS CO., LTD.与西锐公司合并过程中，CAIGA (US) CO., LTD.持有的CAIGA MS CO., LTD.的全部股份被转换成合并后西锐公司的股份。

(3) CAIGA MS CO., LTD.与西锐公司合并过程中，原西锐公司股东持有的西锐公司100%股份被全部取消，该等股东同时获得收取现金形式的合并对价的权利——中航通飞将通过现金支付的方式以8 600万美元作为合并对价支付给Arcapita投资公司以及其他原西锐公司股东。

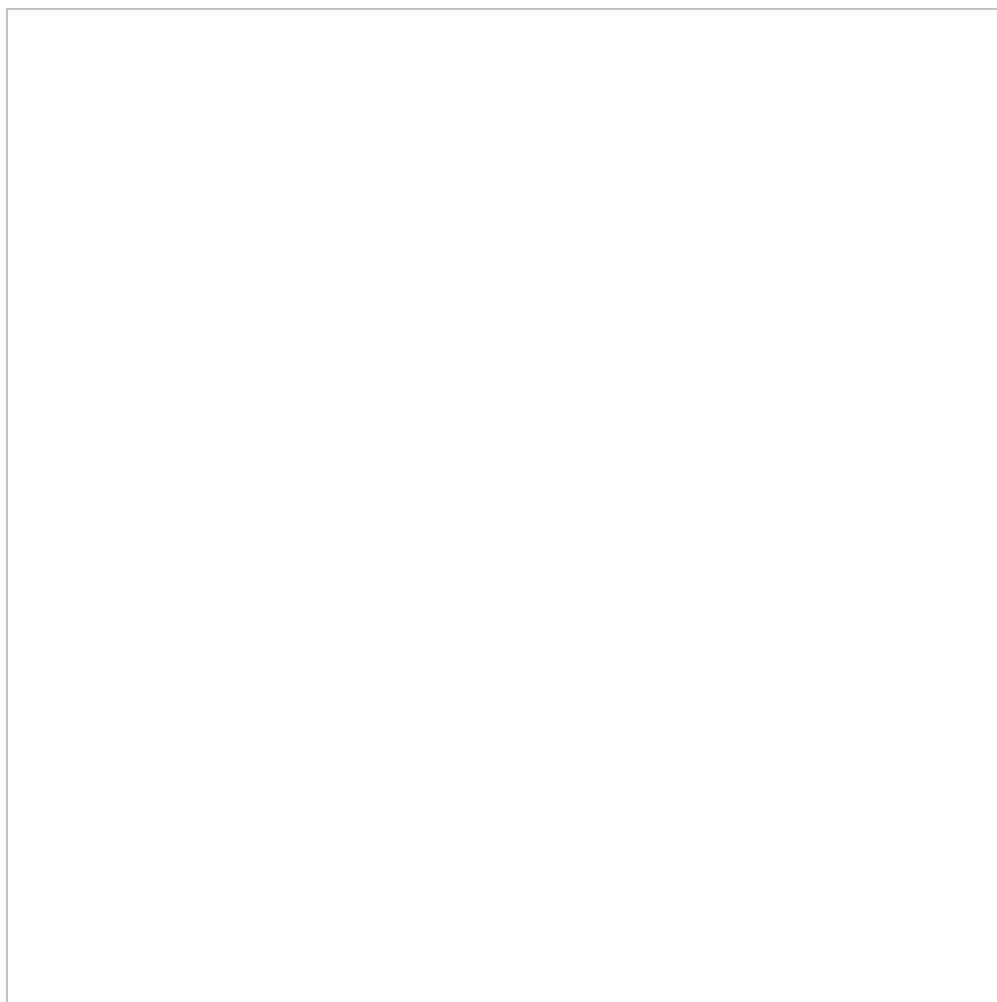
(4) 合并完成后，中航通飞的美国控股公司（CAIGA (US) CO., LTD.）成为新西锐公司唯一股东，新西锐公司继承CAIGA MS CO., LTD.与原西锐公司的所有对外债务；中航通飞拟通过现金的方式帮助新西锐公司偿还贷款及其他负债共计1.24亿美元。

(5) 部分原管理层股份将视情况在本交易后续转为合并后新西锐公司的股份。

## 2. 交易架构及步骤



交易前



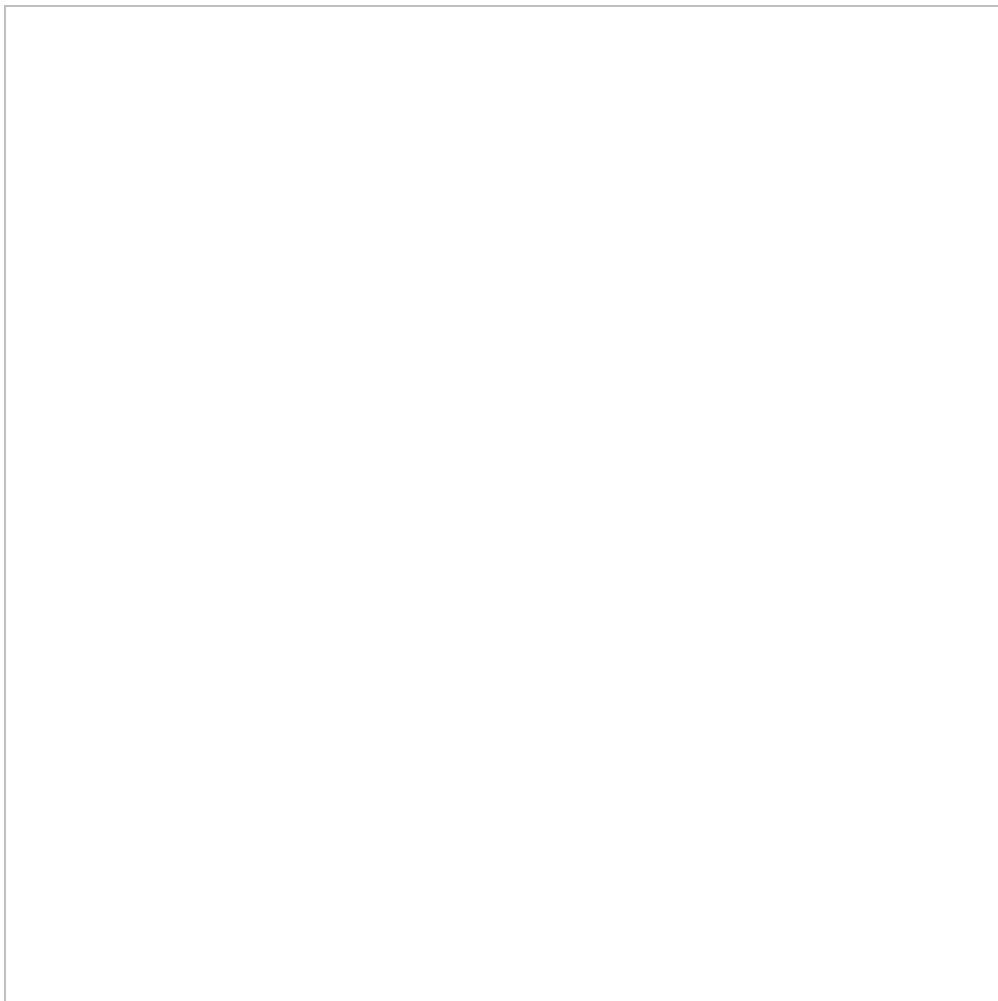
中航通飞公司首先在美国成立一家一级控股公司即CAIGA CO., LTD., 随后再通过这家公司设立中航通飞（美国）控股公司，即CAIGA (US) CO., LTD.。

中航通飞（美国）控股公司（CAIGA (US) CO., LTD.）在美国再设立一家特殊目的公司（CAIGA MS CO., LTD.），该公司将作为中航通飞本次交易的收购载体并入原来的西锐公司，CAIGA (US) CO., LTD.所持的全部CAIGA MS CO., LTD.股份被转换成西锐公司的股份。中航通飞（美国）控股公司（CAIGA (US) CO., LTD.）作为收购方向西锐公司

所有原股东支付8 600万美元现金作为合并对价，该等原股东拥有的100%的原西锐公司股份被全部取消。交易后的存续公司即为CAIGA MS CO., LTD.和原西锐公司合并后形成的新西锐公司，其资本结构中只有CAIGA (US) CO., LTD.持有的经CAIGA MS CO., LTD.股份转换而成的西锐公司股份。

债务偿还：中航通飞通过CAIGA (US) CO., LTD.以股东贷款形式支付现金给收购后的新西锐公司，由其偿还其所承担的对外债务（但为支付安全起见，中航通飞会直接参与偿还某些约定承担的债务）。

交易后



#### （四）对价支付方式

本次交易采取现金支付方式，其中8 600万美元用于收购西锐公司100%股权，1.24亿美元偿还西锐公司现有的贷款和其他负债。收购完成后，中航通飞计划额外投入1.4亿美元作为后续营运资金。

#### （五）收购资金的筹措

本次收购中航通飞的资金来源于自有资金和银行贷款，其中来自中航工业集团和中航通飞的自有资金占比20%，即0.42亿元。中航通飞向中国进出口银行和中国银行贷款3.08亿美元用于支付剩余80%的收购资金以及100%的后续营运资金。

#### （六）标的公司估值

根据西锐公司的历史财务数据，结合标的公司管理层的预测以及所聘请的专业中介机构花旗和中信的独立研判，对西锐公司现有的单发活塞式飞机业务和未来将要投产的单引擎喷气式飞机业务进行了分别估值，并且将两者的价值相加从而得到西锐公司的现有的企业价值，再通过净负债和其他资产负债表调整项的调整得到中航通飞收购西锐公司全部股权的价值。

单发活塞式飞机业务（成熟业务），根据公司不同的销售前景，我们在估值中采用了两种不同的情境：

基本情境，单发活塞式飞机全球销量平稳增长，2020年时达到613架，基本情境下的西锐公司单发活塞式飞机业务的企业价值为1.50亿—

1.80亿美元（加权平均资本成本为12.5%—13.5%）。

乐观情境，单发活塞式飞机全球销量高速增长，2020年时达到745架。

乐观情境下的西锐公司单发活塞式飞机业务的企业价值为1.88至2.17亿美元（加权平均资本成本为12.5%—13.5%）。

单引擎喷气式飞机业务（新业务）：利用现金流折现法对于SF50业务估值，所得的价值区间是0.81亿—0.94亿美元（加权平均资本成本WACC为15.5%至16.5%）。

根据不同的情境和不同加权平均资本成本（WACC）假设，将单发活塞式飞机业务和SF50单引擎喷气式飞机业务的企业价值相加得到西锐公司整体的企业价值区间为2.31亿—3.11亿美元。

## （七）投资回报率测算

交易条款及假设：

此次交易股权部分的收购价格约为8 600万美元，交割时或交割后短期内需支付的付息负债及其他债务数额为12 400万美元，中航通飞还需要投入1.4亿美元运营资金以满足西锐的后续发展要求，则本次交易预计共需支付约3.5亿美元。

假设现在西锐公司的长期贷款均由中航通飞以新贷款的方式偿还，新贷款的利率为6%。

中航通飞如用贷款支付部分股权价款，其贷款利率为6%。

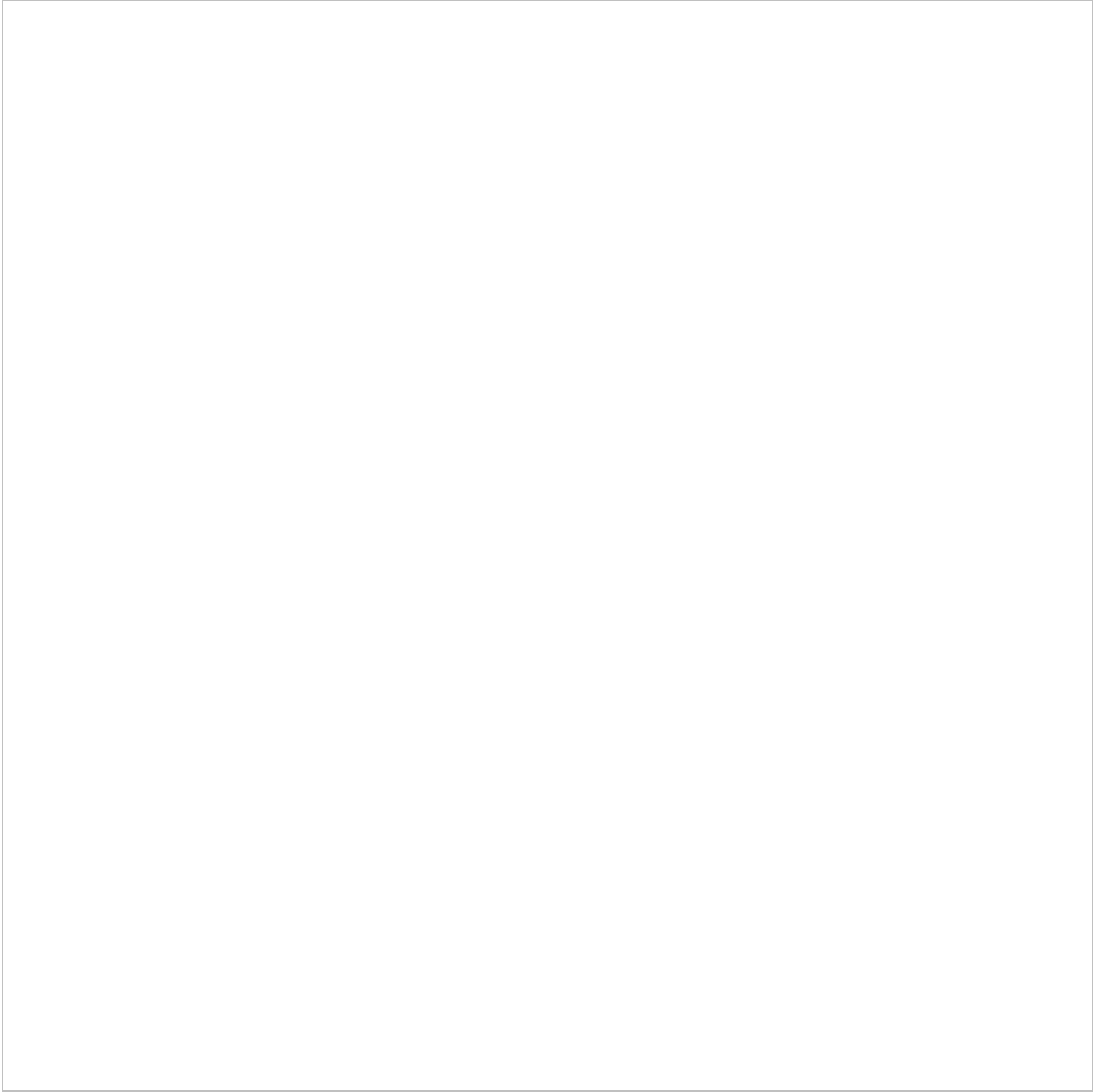
中航通飞在2020年退出时的企业价值为当年EBITDA的6—10倍。

我们根据以上交易条款和假设，用两种情境对于中航通飞的此次投资预期回报进行测算。

情境一：100%的收购及后续投入营运资金全部由中航通飞承担，中航通飞自有资金出资3.5亿美元，根据该情境计算得到的中航通飞的内部投资回报率为8.6%—16.5%。

情境二：20%的收购资金由中航通飞承担，中航通飞自有资金出资0.42亿美元，80%的收购资金和全部的后续营运资金计3.08亿美元通过银行贷款解决，根据该情境计算得到的中航通飞的内部投资回报率为16.7%—23.7%。

**100%使用自有资金情境下的内部回报率敏感性分析**



**20%自有资金，80%贷款情境下的内部回报率敏感性分析**

## 五、交易节点

### （一）前期接触

2010年1—2月，交易双方经过多轮的谈判沟通，初步达成了中航通飞收购西锐大部分股权的意向，并且就后续的合作方案达成了一致。

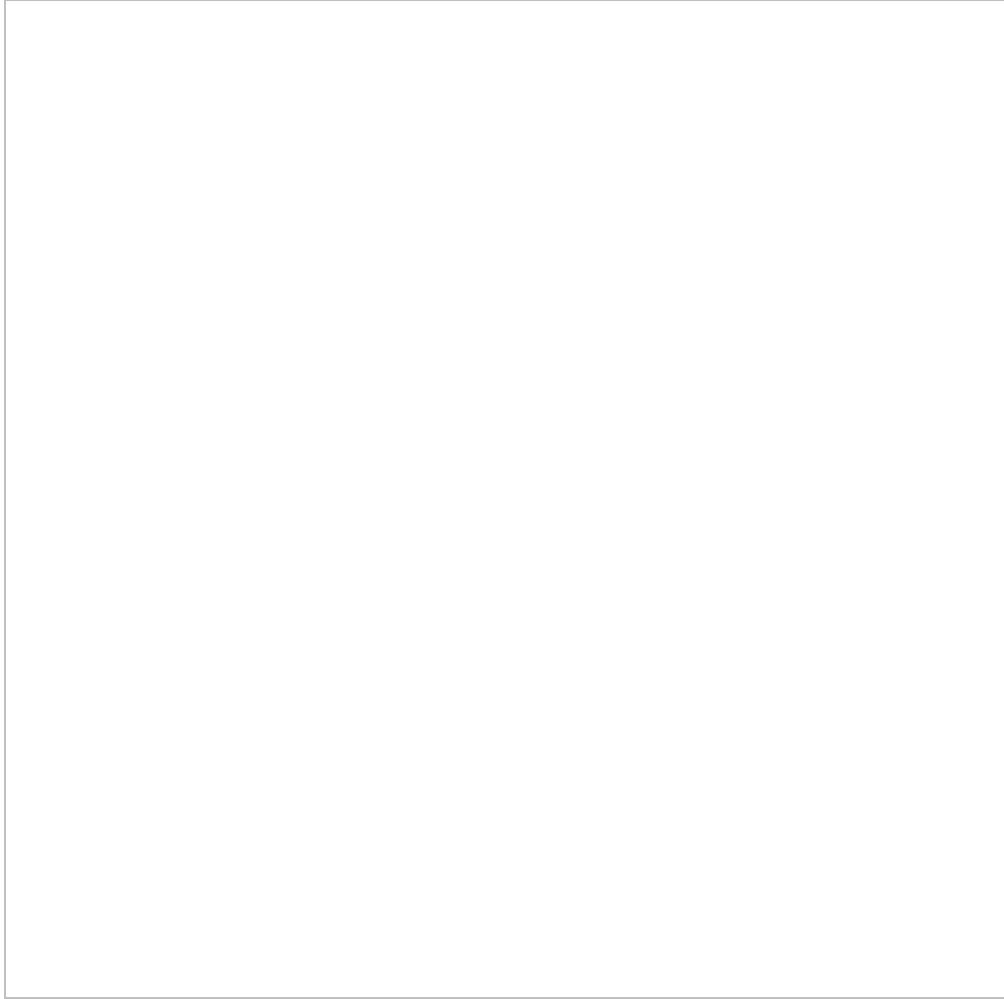
## （二）投资方对外考察、尽职调查、与外方谈判情况

2010年5—10月，中航通飞对西锐公司进行了初步尽职调查和现场走访，管理层访谈，并于10月19日对西锐公司作出了第一轮报价。之后，中航通飞对西锐公司进行了全面的财务、税务尽职调查和现场尽职调查，并根据相关尽调结果调整了对西锐公司的报价。12月初，西锐公司大股东Arcapita针对中航通飞提出的报价作出回应，对部分交易条款提出调整意见，并对企业价值提出了提价的要求。经过多轮的谈判和对交易细节的调整，双方最终就交易价格和其他交易条款达成了一致，并于2011年2月初签署了中航通飞美国公司（CAIGA [US] CO., LTD）、中航通飞合并项目公司（CAIGA MS CO., LTD）和西锐公司间的合并协议，从而达到中航通飞收购美国西锐公司的目的。

## （三）审批与交割

2011年3月4日，中航通飞正式向美国外国投资审查委员会（CIFIUS）递交了申请，并于5月23日获得批准。2010年12月20日，中航通飞向国家发改委提交前期信息报告并于2011年1月14日获得确认函。2011年3月23日，中航通飞向国家发改委提交正式申请报告，并于5月27日取得发改委正式批准；6月2日，中航通飞向商务部提交正式申请报告，并于6月10日获得正式批准；6月13—17日，完成外汇登记备案；6月24日，完成交割。





## 六、交易特点

### （一）民用航空业国际化发展路径的创新

此次收购是我国首次成功并购欧美发达国家飞机整机制造企业，以及中国航空工业最大的海外并购。

在此次交易之前，我国航空制造业主要通过转包生产方式融入国际产业链，提供零部件和简单组装，附加值并不高。而要通过企业自身增长，逐渐向产业链的高价值端渗透，则需要长时间的积累。

因此，中航通飞此次通过跨境并购方式，直接收购一家全球领先的通用飞机制造商，可以迅速走向国际舞台，提升国际竞争力，这是其在短期内通过自身成长难以达到的，本次并购使中航通飞缩短了国际化路程，是航空制造业发展路径的创新，也是资本运作推动产业发展的实例。

## （二）创新的交易结构

本交易采用的合并方式（**Merger**）和中国公司法中提到的合并有所不同，是美国比较特殊的一种交易方式，也被称为反三角吸收合并。即收购方利用其特定的收购子公司完全并入被收购公司，然后收购方获得被收购公司原来股东持有的全部股份，而被收购公司的原股东获得交易对价（可为现金或收购方子公司的股票）。如果被收购公司的原股东选择全部现金交易对价，则交易后收购方将持有新的存续公司（即收购子公司并入被收购公司产生的新公司）100%的股权，这也正是中航通飞目前采用的交易方式。如果被收购公司的原股东选择全部股票对价，则交易后收购方和被收购公司原股东共同成为收购方子公司的股东。

相比较普通的股权收购方式，合并方式只需征得股东会及董事会过半数通过即可，是具有法律强制力的操作方式，因而中航通飞无需和每一个股东签署股权转让协议。这样可以大幅调高谈判及具体操作的效率，最快地满足中航通飞获得西锐公司100%股权的要求。

## （三）突破美国**CFIUS**审批的成功案例

该交易涉及行业敏感，标的公司虽为通用飞机制造商，但历史上曾

为美国国防部提供服务，而收购方中航通飞的母公司中航工业集团是我国军队航空武器装备的主要供应商。为顺利通过CFIUS（美国外资投资委员会）审批，中航通飞积极同CFIUS沟通，并剥离了标的公司涉及敏感技术的业务，同时在就业、员工福利方面做出承诺，减少媒体舆论压力，最终成功通过了CFIUS审批。

（本案例由中信证券提供，撰写人：中信证券投资银行委员会并购业务线陈莹）

## 2.4.2 南京新百收购英国Highland Group Limited

### 一、案例简述

南京新街口百货商店股份有限公司（以下简称“南京新百”）为中国A股上市公司，是一家老字号大型百货零售企业。2014年9月6号，随着南京新百发布《关于收购英国Highland Group Limited股权完成交割的公告》，这喻示着迄今以来A股零售行业上市公司海外单笔最大投资已经正式画上了句号。南京新百为此次交易在英国设立的收购主体House of Fraser Group Limited支付约1.55亿英镑现金，向BG Holding ehf等股东收购了其持有的Highland Group约89%的股权。

经过多年发展，南京新百现已形成百货连锁、房地产开发、生物制药和物业管理等四大业务板块。Highland Group是一家国际知名的百货公司集团，其经营实体House of Fraser运营超过164年历史，是英国历史最悠久的皇家授权百货商店连锁。House of Fraser曾长期在伦敦证券交易所主板上市，并且入选FTSE100成分股，后于2006年被以冰岛财团BG Holding ehf为首的财务投资者私有化后退市。

在消费升级和消费崛起的大背景下，本次跨境并购将助力南京新百转型为国际化经营的大型百货集团，成为A股百货企业龙头，实现跨越式发展。

### 二、交易各方

## （一）交易各方基本情况

上市公司基本情况			
发行人名称	南京新街口百货商店股份有限公司	股票简称	南京新百
注册资本	358 321 685元	法定代表人	杨怀珍
注册地址	江苏省南京市中山南路1号	控股股东	三胞集团有限公司
行业分类	零售业	主要产品及服务	零售连锁百货商店及房地产、物业管理等
标的资产基本情况			
标的资产全称	Highland Group Holding Ltd.	注册资本	1 811 268.16英镑
注册地址	27 Baker 8AH, UK Street, London W1U	控股股东	—
所属行业	零售业	主要产品及服务	零售连锁百货商店
本次交易的有关中介机构			
独立财务顾问	华泰联合证券有限责任公司	律师	中伦律师事务所
审计机构	德勤华永会计师事务所	评估机构	北方亚事资产评估有限责任公司

## （二）交易双方交易前最近两年及一期的主要财务数据

项目	2013年度	2012年度
上市公司		
营业收入（万元）	335 336.02	285 013.13
净利润（万元）	13 003.48	18 836.91
归属于母公司所有者净利润（万元）	13 524.08	19 052.81
项目	2014财年	2013财年

标的公司 <sup>[1]</sup>		
营业收入（百万英镑）	731.7	695.5
净利润（百万英镑）	(1.7)	(17.7)
归属于母公司所有者净利润（百万英镑）	(1.7)	(17.7)

### 三、交易背景

从国际百货业的发展历程来看，并购重组一直是推动行业整合和市场集中度提升最有效的途径。随着国内经济转型与消费产业的升级，国内百货行业内部也已拉起了横向整合的大幕。大型百货公司集团纷纷收购业绩下滑的单体百货企业，以尽早占据一二线城市核心商圈，获得城市发展的潜在消费资源。作为区域龙头企业的南京新百必然需要抢占战略高点，通过外延式发展完善中高端产品组合，占领更多市场份额。

另一方面，随着英国经济从金融危机中复苏，英国百货零售业也将以年均2.4%的增长率稳步增长。同时，电子商务等新兴产业的爆发也给百货零售行业带来了新的增长点。House of Fraser作为拥有164年历史的零售百货企业，在英国有着广泛的品牌知名度。在2006年被私有化并退市后，House of Fraser采取了一系列措施加强公司的营运效率。通过与特约品牌商建立良好的合作关系、加强供应链管理削减成本、重视客户体验及网上销售、翻新现有门店并开设新店、组织结构扁平化等多项措施，House of Fraser维持了作为英国中高档百货知名品牌的行业地位，市场份额稳居英国百货行业前列。

此次，私有化股东开始寻求退出机会，为南京新百提供了收购英国中高端百货品牌，学习国外领先百货零售企业管理经验，并进军国际市场的难得机会。

## 四、交易方案

### （一）方案背景及交易方案说明

交易方案方面，本次交易标的公司存在不同类别的股份，包括：600 500股优先普通股（PO股），169 999 999股优先股，10 000 001股A股，526 316股B股。南京新百与交易对方签订一揽子协议，收购全部PO股600 500股、89%的优先股151 111 110股、89%的A股8 888 890股以及全部B股526 316股，不同类别的股份转让互为前提条件，构成本次交易协议的完整部分。本次交易总价款约为1.55亿英镑，由南京新百在英国设立的收购主体以现金方式收购Highland Group约89%的股权。具体交易方案及交易架构如下图所示：

首先，本次交易采取差异化定价的方式，PO股与B股的支付对价较优先股与A股的支付对价不同。其中，支付PO股的对价为37 327 166英镑，每股基础转让价格约为62.16英镑；支付优先股的对价为108 103 651英镑，每股基础转让价格约为0.72英镑；支付A股的对价为6 359 039英镑，每股基础转让价格约为0.72英镑；支付B股的对价为3 541 022英镑，每股基础转让价格约为6.73英镑。对PO股而言，其定价较高是由于



历史原因，PO股是由苏格兰银行提供的约6 000万英镑借款转换而成，交易对价考虑到银行借款的历史成本。对B股而言，B股的持有者均为House of Fraser的管理层，而本次交易过后，南京新百希望管理层可以留任继续参与公司运营，所以B股的定价反应出了对于管理层的激励，将有利于本次交易完成后House of Fraser的稳定发展。

其次，本次交易南京新百以上市公司为主体直接收购标的公司，并没有采取控股股东先行收购后续注入的模式。若采取控股股东三胞集团先行收购的模式，市场上对后续资产注入会产生一定的预期，不易控制交易节奏，并可能产生同业竞争等相关问题。此外，相比控股股东三胞集团，南京新百作为上市公司，财务信息相对透明，并拥有南京新街口核心商圈优质物业作为借款抵押物。故本次交易很好地利用了上市公司的平台，有效地降低了资金成本。

再次，本次交易架构中，南京新百新设香港投资平台以完成本次交易。在跨境交易中，设立香港投资平台并不是必需。但凭借此次交易契机设立香港平台，将为南京新百在之后的业务发展及资本运作中提供大量便利。一方面，在行业竞争愈发激烈与科技发展愈加快速的今天，作为一家区域性传统优质百货企业，南京新百只有做大市场规模，在对外拓展中取得突破，才能进一步保持公司竞争力。香港投资平台的设立将增强公司与国际市场的联系，实现海外业务的拓展。另一方面，香港市场背靠中国内地，是连结中国企业与海外市场的重要经济贸易中心，能够更加便利地接触到国际市场的最新信息与行业内的最新发展趋势。南京新百此次在香港设立全资子公司可促进公司与国际市场的交流合作，引进国际市场最新发展理念。同时，香港投资平台的设立有利于后续拓展海外业务，进行海外产业布局，提高南京新百综合竞争力。

最后，本次交易架构中，南京新百在英国设立投资平台与项目公司

两层架构以完成本次交易。一方面，两层架构的设立便于南京未来资产的重组或整合，境外资产的变动将不涉及公司境内结构变动。另一方面，该架构便于后续不同公司层级的债务融资及担保安排，并且，由境外公司导致的潜在法律责任与风险能够得到很好的隔离与控制，不会对南京新百境内上市公司产生影响。

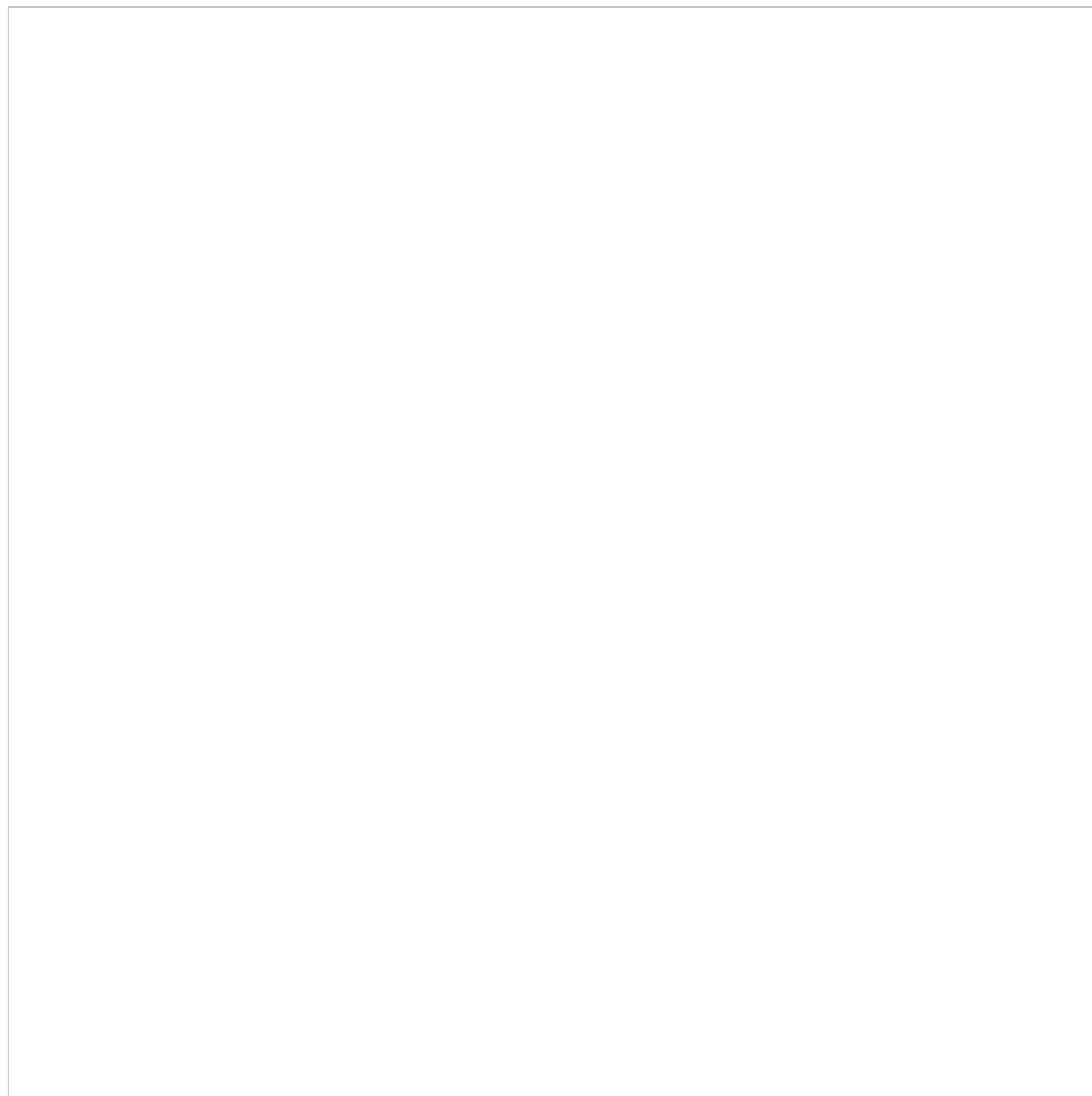
## （二）估值定价

在本次交易的评估中，标的公司作为一个已连续运营多年的企业，历史财务数据能够得到比较详尽的收集，并且财务状况稳定，未来收益及其所承受的风险能够合理预测。此外，伦敦证券交易所主板市场上存在性质类似、业务相同的可比上市公司，且可比上市公司在评估基准日及历史年度的市场信息、财务信息及其他相关资料方便了解和掌握，具备使用上市公司比较法的条件。故综上所述，本次评估主要采用收益法和市场法中的可比上市公司法对其股东全部权益价值进行评估，最后在细致分析两种评估方法对评估结果差异的基础上合理确定评估值。

最终，本次交易选择了可比公司法的评估结果作为最终评估结论，主要是由于收益法的结果更多地依靠未来的预期收益，而在经济复苏的过程当中，百货企业的未来经营存在一定不确定性。相比之下，上市公司的市场价格是各个投资者在公平市场状况下自由交易得出的公允价值，故评估机构认为市场法中的可比公司法能够较好地反映各个投资者在当前市场状况下对标的公司公允价值的判断。

本次交易的评估基准日为2014年1月25日，根据可比公司法的评估结果，Highland Group的股东全部权益价值为182.3百万英镑，较经审计的净资产增值75.8百万英镑，增值率71.17%，评估选择的主要可比公司

如下：



本次交易的评估基准日为2014年1月25日，根据可比公司法的评估结果，Highland Group的股东全部权益价值为182.3百万英镑，较经审计的净资产增值75.8百万英镑，增值率71.17%，评估选择的主要可比公司如下：

参考A股市场上同类交易案例的估值方法，根据交易类型以及交易时点的不同，市场法、收益法及资产基础法都在资产评估师的选择范围内。如2013年杭州解百收购杭州大厦，最终以收益法的评估结论作为评估结果；2011年，友谊股份换股吸并百联股份，最终以资产基础法的评估结论作为购买资产的评估结果；2011年大商股份收购淄博商厦，最终以资产基础法的评估结论作为购买资产的评估结果；2011年，成商集团收购惠和商业广场，最终以市场法的评估结论作为购买资产的评估结果。

## 五、交易节点

## 六、交易特点

### （一）交易难点——遇到的主要问题及解决方案

#### 1. 促成跨境并购交易

如前所述，本次交易双方具有促成交易的主观要求，客观上国务院优化企业兼并重组的相关意见也创造了相对宽松的监管环境。但另一方面，也存在阻碍本次并购交易的众多因素，主要简述如下：

首先是交易卖方对买方的心理认同。的确，与财务投资者相比（House of Fraser投资机会已经先后推荐给PAG等多家投资机构），卖方及标的公司管理层更加认同产业投资者实施本次收购，能够有机会帮助House of Fraser进军具有广阔增长潜力的亚太市场。但是House of Fraser作为英国排名前四的百货公司集团，其历史可以追溯至160多年前。公司管理层及主要股东均为英国居民，曾经王室供货商的贵族身份使其对于来自中国的买家并不持完全开放的态度。甚至就在谈判过程中，股东汤姆·亨特爵士将旗下持有的约11%House of Fraser股权出售给体育大亨迈克·阿什利<sup>[2]</sup>，意图借此阻止南京新百对House of Fraser的收购。

其次是交易卖方对买方融资能力的信心。不同于国内并购，交易对方对上市公司基本不存在对价支付能力的疑虑。本次交易中卖方始终要求南京新百提供有效的支付能力证明作为签署《股权购买协议》的前提。这是由于南京新百的资产负债率相比同行业上市公司已经处于较高的水平，另外House of Fraser自身还有大量债务存在替换的需要。对于没有跨境并购经验的南京新百，卖方及标的公司始终对交割付款存有疑虑。这种疑虑对于买方及其控股股东来说也是很难接受的，给双方很长时间建立起来的互信造成了很大的负面影响。

再次是交易卖方对通过南京新百股东大会和中国监管审批的信心。本次重组由南京新百筹划，并取得控股股东三胞集团支持，由于三胞集团及其一致行动人仅合计持有26.86%的南京新百股份，交易卖方及标的

公司对其他股东是否支持本次交易存有疑虑。另外中国境内监管审批，特别是证监会核准重大资产购买需要较长时间。相比PE或者非上市公司，出售给南京新百对于卖方面临一定的交割风险。

合理管理交易双方的预期，帮助交易双方建立互信是境内外投行和南京新百收购团队共同努力的结果。项目组以中国市场前景和南京新百战略协同为重点，向交易对方生动说明：整体出售给中国上市公司是比出售给财务投资者或者在英国市场IPO更好的选择。另外，在融资能力上南京新百提供了中国银行出具的8 000万英镑的贷款承诺函，加上自有资金证明了本次交易支付对价方面不存在任何问题。最后，对于通过审批的问题，南京新百同意支付1 000万英镑的单向分手费（如果南京新百无法完成交割，则交易对方将收取分手费；如果交易对方违约，南京新百不能向其主张分手费）。当时适逢《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》出台，华泰联合经过审慎评估，认为无法通过审批的风险已经处在可接受的水平之内。对于交割时间，华泰联合力争在四个月内完成A股信息披露和监管审批并交割<sup>[3]</sup>。通过主动承担监管协调和信息披露的压力，尽可能促进上市公司达成商业目的。此两项小幅让步对于交易对方和标的公司而言是一项巨大让利，因而极大促进了交易的达成。华泰联合项目组还列席了审议本次重组相关议案的董事会和股东大会，细心解答所有交易相关问题，为本次交易顺利通过董事会和股东大会批准保驾护航。

## 2. 控制权变更寻求相关利益方同意

本次交易涉及标的公司的控制权变更，相关利益方对此无异议尤为重要。例如，如果公司债权人反对本次交易，8 000万英镑的循环周期信贷将被取消，2.5亿英镑的高息债券也面临赎回的压力。如果养老金

托管机构出具异议，则会触发购买方2 060万英镑的养老金缺口补缴责任。如果股东凯文·斯坦福先生持有股权的质押权人不同意解质押<sup>[4]</sup>，本次交易股权能否按期交割亦受到影响。此外，对于控制权变更是否会影响House of Fraser多年合作伙伴重新审视其合作关系，南京新百也面临不可预知的商业风险。

自签署《股权购买协议》支付1 000万英镑分手费之后，争取所有相关利益方同意本次交易导致的控制权变更就成为本次交易成功达成的重中之重。此项工作由标的公司Highland Group管理层主导，南京新百工作团队协助其与相关利益方展开谈判，华泰联合提供争取控制权变更的成本测算并负责相关的境内信息披露。在境内外各方机构的共同努力下，最终本次交易导致的控制权变更得到了所有相关利益方的同意。南京新百只支付了股权价值就顺利收购了对一家年营业额接近12亿英镑的大型百货公司。

### 3. 满足信息披露监管要求

由于本次交易是上市公司直接收购，需要满足证监会对于上市公司重大资产重组的信息披露要求，对交易的可操作性是一个严重的考验。目前很多财务顾问都建议海外资产由大股东或者基金先予收购，再由上市公司通过募集现金、发行股份的方式从集团或并购基金的手上收购海外资产的股权。华泰联合作为本次交易的财务顾问，以促成市场化交易商业目的和保护投资者知情权并重的原则，充分发挥多年A股并购重组经验和独立跨境并购团队的双重资源优势，与监管机构详细做好沟通工作，帮助南京新百顺利完成上市公司本次交易相关信息披露。

根据证监会相关准则的规定，上市公司首次召开重组相关董事会后，公告董事会决议的同时就应当披露重组预案。在跨境交易中，交易



对方要求上市公司召开董事会授权签署《股权购买协议》，在协议签署完成之后方才配合买方开展境内监管审批工作，这就导致了重组预案因在董事会召开后暂时无法取得详细信息不能按期披露。这里存在交易配合监管法规还是监管适应交易实践的问题。华泰联合就此实际情况与交易所进行了充分沟通，在公告授权签署《股权购买协议》的董事会决议同时，按照上市公司对外投资公告的标准披露了本次对外投资情况，后续再根据重组工作的展开及时进行重大资产重组的信息披露。

另外对于四个月的交割期限，华泰联合同南京新百密切配合，协调审计、法律、评估等中介机构高效工作，实现标的公司信息资料共享。经过合理论证与积极沟通，本次交易豁免了在交割前提供标的公司按照中国会计和审计准则要求编制的财务报告及相关审计报告的要求，仅提供标的公司现有的按照国际财务报告准则编制的财务报告、相关审计报告及其翻译稿，审计师就准则间差异出具鉴证意见，创造了收购境外非上市公司交割前豁免境内会计师事务所审计的先例。对于跨境交易难以取得的披露信息，合理申请豁免披露或者使用替代信息披露。上述方案最终极大缩短了重组草案的准备时间。最近市场上公告的跨境交易亦开始借鉴相关做法。

## （二）交易亮点——案例创新性

### 1. 从行业发展层面

南京新百跨境收购项目是中国零售行业近年来金额最大的一单跨境收购交易，标的公司是一家具有悠久历史和卓越声誉、纯境外运营的知名百货企业。回顾整个交易，从标的公司整体出售与IPO<sup>[5]</sup>同时准备，到其与法国老佛爷百货收购谈判破裂，再到迈克·阿什利闪电收购约11%

股权意图阻止南京新百收购，整个过程跌宕起伏。另外，在启程前往英国最后进行收购协议谈判之前，南京新百内部也存在众多分歧，一些部门对House of Fraser的持续盈利能力、交易的协同效应和收购完成后上市公司的资金压力都有很多看法。最后交易的达成，离不开南京新百股东和管理层的决断能力、公司收购团队对整个交易环节的把控和境内外中介机构的高效协调与支持工作。在南京新百管理层看来，国内的百货行业始终停留在联营招租、比拼商圈人流的初级阶段，这种管理粗放的百货商业模式既不能抵挡零售业电子商务化的冲击，也无法大面积复制到不具有商圈优势的其他地区。House of Fraser具有良好的买手品牌和自有品牌管理经验，且O2O业务增长强劲。对House of Fraser的收购表明南京新百管理层决心借此次交易启动老牌百货公司的转型升级，学习House of Fraser先进的百货运营模式和国际化战略，实现南京新百的跨越式发展。

## 2. 从交易操作层面

南京新百跨境收购项目还是中国上市公司直接收购境外大型知名企业的典型案例。如前所述，考虑到收购完成后注入上市公司的预期以及并购融资成本的问题，本次交易由上市公司直接收购。华泰联合承担了协助上市公司信息披露和监管审批的全部工作。其境外谈判尽调小组与境内监管协调小组紧密配合，使本次交易的信息披露工作既没有影响交易谈判的顺利进行，又充分保障了上市公司投资者的知情权益，为市场上其他同类型交易操作方式提供了很好的借鉴。另外，华泰联合A股并购团队还同时担任了南京新百境内并购项目的财务顾问，上市公司因两个重组项目时间重合进行股票停牌并被交易所同意，向市场表明监管机构对有确定性并购需求的上市公司为把握交易时机及时实施重组方案持开放态度，对A股市场上的并购重组业务是一项正向激励。

## 七、交易影响

### （一）对上市公司业务的影响

#### 1. 交易完成后南京新百的竞争优势

南京新百与本次交易的标的公司所处行业均为百货零售业，主营业务一致，南京新百不会因本次交易产生进入新业务领域的风险。南京新百目前业务范围主要集中在苏皖两省，区域内行业竞争格局中，有诸多优质零售网点，以及商业业态全、服务水平高、技术先进的企业，行业竞争较为激烈。通过本次交易，南京新百能够快速将产业链和市场延伸到海外，同时将先进的品牌资产、业务模式和管理经验带入中国，实现跨地域、双品牌的协同发展，为公司未来主营业务实现全面、快速、持续的发展奠定坚实的基础。

#### （1）迅速占领海外市场，实现国际化经营布局

南京新百作为国内的传统优秀百货公司，交易前其主要业务及影响力集中在苏皖两地。交易后，该公司的资产规模和业务覆盖范围均得到了显著提升，凭借House of Fraser在英国百货行业的深厚底蕴和行业地位，该公司能够迅速将业务拓展到欧洲市场，在对外拓展中取得重大突破。此外，该公司通过本次交易了解国际市场及相关环境，积累海外并购和跨国企业管理经验，实现国际化经营布局，在未来的百货行业竞争中占得了先机。

#### （2）业务模式多元化，提高盈利能力和品牌形象

随着我国居民消费结构逐步升级和其他业态带来的竞争压力日渐增

加，国内百货业集中于特约品牌销售的传统模式已日显落后。通过本次交易，南京新百拥有了House of Fraser的多个自有品牌，实施自有品牌、采购品牌和特约品牌均衡发展的战略。另外，House of Fraser多年以来与各大优质品牌供应商建立的合作关系也有利于南京新百进一步拓展供应渠道，提升南京新百的百货品牌形象。再次，从国际百货业的发展历程来看，电子商务将是我国百货行业未来几年的重要增长点，凭借House of Fraser先进的线上平台和成熟的网上销售模式，南京新百更能够在百货业多渠道销售进程中占据主动，进一步提高其发展空间和整体盈利能力。

### （3）利用优势互补，发挥协同效应

尽管南京新百与House of Fraser所处行业均为百货零售业，但两家公司的业务分别覆盖不同的地理区域，二者的品牌定位也有所差异，在资源配置和业务经营上各有优势。南京新百作为国内具有区域影响力的传统优秀百货公司，凭借其在国内百货行业深厚的底蕴和资本市场平台，在中国市场上拥有丰富的渠道资源和强大的资源整合能力。而House of Fraser作为英国中高档百货品牌，拥有广阔的海外品牌供应渠道、经验丰富的管理团队和先进的业务模式。因此在收购完成后且整合顺利的情况下，双方错位经营，实现优势互补，发挥协同效应，将大大提升上市公司的整体效率和竞争实力。

## 2. 交易完成后南京新百面临的挑战

本次交易是南京新百第一次收购境外标的公司，并且标的公司位于成熟的发达国家市场，发展历史悠久，整体规模大于南京新百。南京新百不仅要坚持既有的发展战略，还要投入资源与标的公司进行整合，以实现优势互补并发挥协同效应。例如，公司要寻找合适的市场定位和切

入点，为House of Fraser品牌进入中国做好调研；要投入物业资产、设计团队、宣传资源为House of Fraser开设中国门店提供支持；要建设一支具有国际化经营水平的管理团队，推动有关财务管理、客户管理、资源管理、业务拓展、企业文化等方面整合措施的稳步实施，等等。上述工作需要公司投入大量资源支持，倘若整合工作不顺利推进，或者整合效果没有达到预期，公司自身经营业务亦可能受到一定影响。

## （二）对上市公司财务的影响

### 1. 交易前南京新百的财务状况

本次交易前，南京新百立足于百货连锁主业，同时在房地产、生物医药等领域实现多元化发展。

从资产负债结构看，其流动资产与非流动资产占比均接近50%，流动资产主要为货币资金和存货，非流动资产主要为固定投资和投资性房地产，流动性负债占负债总额的93%以上，主要为短期借款。

从资本结构和偿债能力看，其资产负债率处于合理水平，现金流量利息保障倍数较高，偿债能力较强，但由于其短期借款较多，因此营运资金的现金流压力较大。

从经营成果看，其百货连锁业务板块收入增长迅速，三家门店实现了品牌调整率和坪效同步增长。

### 2. 交易后南京新百的财务状况

由于标的公司资产和负债规模大于南京新百，并且南京新百向银行申请并购贷款完成本次交易。因此，本次交易完成后，南京新百资产和

收入均将超过百亿元人民币。南京新百的规模将排在A股零售业上市公司的前列，推进其稳步实现成为国内龙头百货企业的目标。另外，南京新百取得了历史悠久的英国知名百货品牌，其市场影响力及综合竞争力均得到极大提升，有利于该公司的长久持续稳定发展。

从资产负债结构看，本次交易完成后预计南京新百的流动资产占比下降，且非流动负债增加，由此导致其短期偿债能力将受到一定影响，但其整体负债结构将趋于合理。

从财务安全性看，本次交易完成后，南京新百资产负债率将进一步提高。主要是由于本次交易的标的公司经历了杠杆收购，资产负债率一直处于较高水平，此外南京新百为本次交易进行并购融资，相应将增加其长期借款数量。虽然本次交易会对南京新百造成一定的资金压力，但是该公司作为历经半个多世纪稳健发展的优质百货企业，始终保持着通畅的融资渠道。本次交易也将推动南京新百增加非流动负债的比重，形成期限合理、与资产结构相匹配的负债结构。

从盈利能力看，本次交易完成后南京新百的营业毛利率将有所提高，这主要是由于标的公司拥有较为先进的商业模式且具有较高毛利率的自有品牌和采购品牌销售占销售总体金额的近一半。随着标的公司进一步将自有品牌作为战略发展方向，以及南京新百计划改进自身百货销售模式，该公司的营业毛利率有较大的提升空间。

## 八、市场点评

市场对本次并购普遍持积极态度，认为本次收购能够产生巨大的协同效应。从短期来看，本次交易可以提升南京新百的经营规模，实现国

际扩张，且预计随着南京新百后续对House of Fraser进行债务置换，House of Fraser有望恢复内生盈利能力（乐观情况下预计2015年）；从中长期来看，有望推进该公司商业模式转型升级，推进全渠道营销体系建设。

## （一）市场对标的公司价值的理解

海通证券研究认为该公司本次以低成本收购House of Fraser（0.15倍PS、1.6倍PB），主要与其短期高息债而亏损影响有关，而这一因素短期内也难以提升公司估值，除非House of Fraser恢复上市（其2006年被私有化之前在伦敦证券交易所主板上市，且入选FTSE100成分股），实现市值的流动性溢价以及业绩改善后的估值溢价，但这仍有较大不确定性。

申银万国研究认为，House of Fraser价值逐渐被市场认知，沪港通后或受海外资金追捧。House of Fraser为英国165年历史的老牌百货，拥有61家门店，营业面积超过45.5万m<sup>2</sup>，市场份额居英国百货行业第四名，约为5.9%，为南京新百唯一海外商业资产。

House of Fraser定位于“高档”和“时尚”专注于：（1）针对富裕客户、覆盖广、高质量、高档品牌商品。（2）不断提升独家经营的自家品牌份额，提高整体毛利。（3）多渠道的销售方式，包括快速增长的网上商店。（4）向客户提供非凡的购物体验。

House of Fraser未来的资本开支主要投入在两大方面：物业装修和多渠道销售系统，原股东无法从资金层面支持公司未来发展，是其退出的主要原因。通过物业改造和多渠道系统升级，House of Fraser未来数

年内每年收入将至少增加1亿英镑，2018财年含增值税交易金额将增加到约20亿英镑，5年年均复合增速达7%以上。

House of Fraser拥有2.5亿英镑高息负债（利率8.875%，09年股东冰岛财团破产所致），市场普遍认为公司通过债务替换当年即可实现盈利（替换利率4%—5%）。

2006年私有化之前，House of Fraser一直在海外市场上市，冰岛财团私有化后并未进行大力发展，南京新百接手或筹划House of Fraser海外再次上市，市场价值将被重估。

## （二）市场对协同效应的分析

本次并购能对新百产生如下协同作用：

第一，O2O运营成熟。公司线上销售增长迅猛，House of Fraser 2007年9月建立电商平台House of Fraser.com，提供网络订单、邮件订单、即日送达、线上下单商场提货等多渠道销售，目前SKU已超10万个，近三年复合增速近50%，占整体销售比重达10%，分析师认为相比于目前全渠道零售领先零售商梅西百货（线上销售占15%），House of Fraser线上业务占比仍有提升空间。此外，House of Fraser网购平台已于2013年盈利，但考虑销售和管理等费用分摊后的利润率仍较低。但House of Fraser线上线下形成完整运营体系，有助于未来高速增长。House of Fraser的并购能有效帮助南京新百建立成熟完善的线上销售模式，使其更能应对购物网站的兴起对其的冲击。

第二，现代商业运营模式。2014年以来，中国零售行业的全渠道转型从O2O逐渐深化至商品经营领域（单品管理、自有品牌和买手制



等），比如全国零售龙头王府井已推出首个男装自有品牌，而步步高也已在湖南部分门店试点快时尚买手制，金鹰集团5月初宣布收购美国品牌经销商Skinmint 60%股权。House of Fraser已经从最为传统的，也是中国百货使用最广泛的联营模式，演变为联营、买手和自有品牌混合的商业模式，House of Fraser自有品牌16个，均为收购英国百年品牌，拥有庞大买手团队，当前自营、买手销售占比达47%，自营、买手毛利率分别为50%、40%，House of Fraser预计至2019年将逐渐提升自有品牌、降低特约品牌销售占比，自营、买手销售占比将达到57%，为南京新百引进和学习自有品牌和买手制经营提供了良好借鉴，有望取得更快且深于同业的发展。

第三，品牌经营。House of Fraser独有的、历史悠久的品牌价值能令新百在高端百货扩张中取得先发优势。House of Fraser是英国具有164年历史的中高端百货品牌，英国皇室用品的特许供应商。公司合作品牌丰富，从低端到高端，同全球大部分奢侈品品牌保持着历史悠久、稳定合作关系。House of Fraser进入中国市场后，品牌中文名将命名为“东方福来德”，今年或将启动东方商城的改造，预计明年上半年完成。另外，江苏徐州店和广西柳州店也将在明年年底之前开业。House of Fraser将会在英国为“东方Fraser”进行试点工作，包括对进入中国市场的品牌、尺码进行调整，使其更符合中国消费者的习惯和喜好。同时，House of Fraser还将为“东方Fraser”引入买手系统和自有品牌系统，提升利润水平。

第四，实现跨国经营、生产、管理，扩大收入规模，降低经营成本。House of Fraser拥有经验丰富的管理团队和先进业务模式。管理团队拥有数十年零售行业管理经验，经历经济周期的各个阶段，对于不同经济景气时期的百货营销策略有深刻的理解。另外，House of Fraser强

调自有品牌和网上销售的模式也领先于大多数国内百货。此次收购完成后，新百有机会跟发达国家成熟百货管理团队相互交流，为上市公司抓住行业发展趋势、正确制定并执行经营战略提供有力支持。

新百作为中国具有区域影响力的传统百货，在中国市场拥有强大的资源配置能力。首先，在收购完成之后，利用渠道优势，为House of Fraser进军中国提供便利，例如与天猫、京东等网上商城合作，与微信、支付宝等电子支付平台合作，在新百商场中配置其自有及特约品牌。其次，将House of Fraser自有品牌部分供应链转移至亚洲利于降低生产成本。由于中国、印度、泰国等国具有劳动力成本优势，新百可在以上地区配置制造加工、客服中心、数据服务器等基础设施。再次，此次收购将实现House of Fraser再次上市，新百可利用公开资本市场为House of Fraser重组债务，有效降低债务水平及债务成本。

（本案例由华泰联合提供，案例撰写人：华泰联合投资银行部并购组贺竞颐、吴铭基、占锐南）

## 2.4.3 时代新材收购德国BOGE橡塑资产

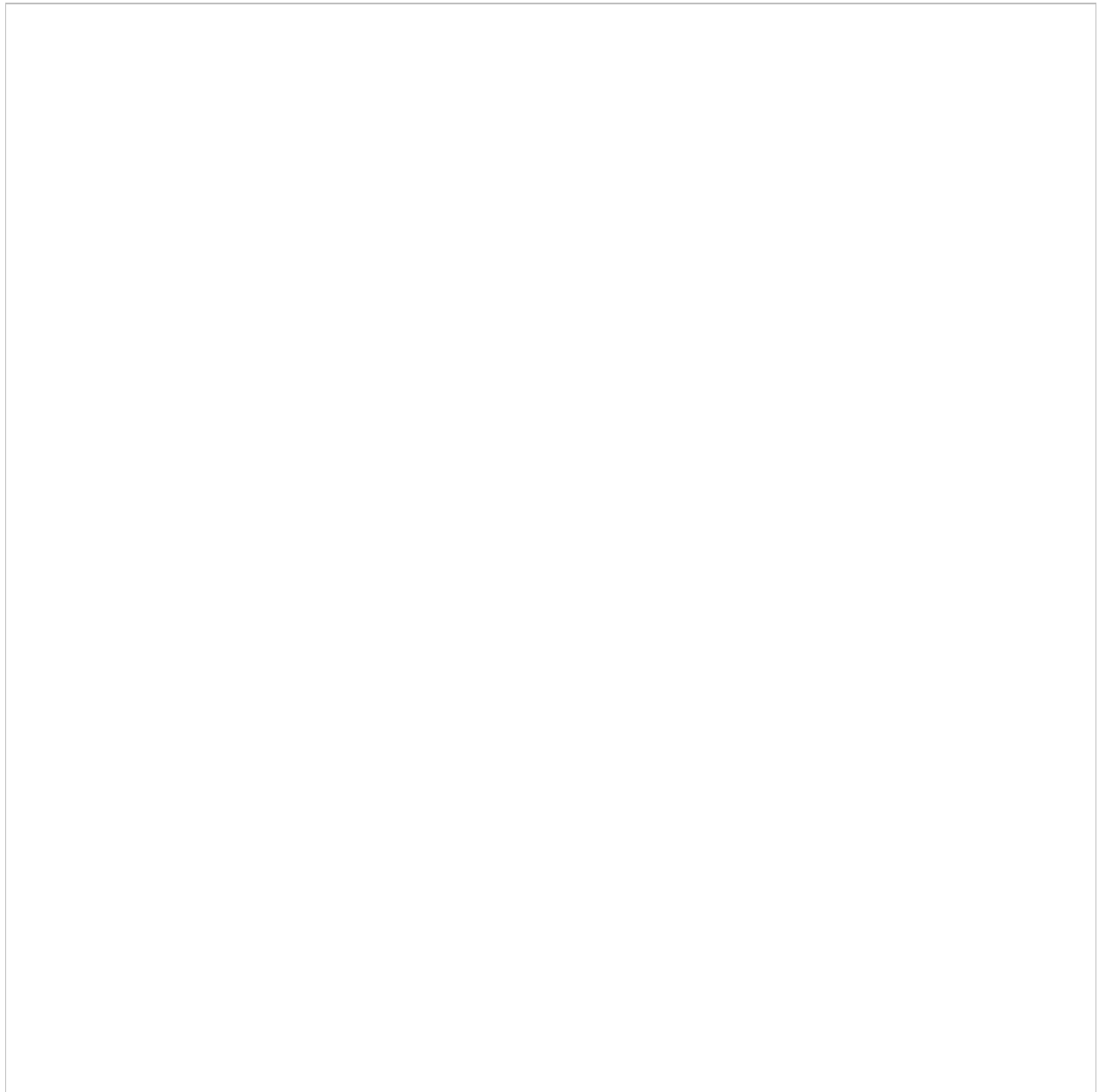
### 一、案例简述

株洲时代新材料科技股份有限公司（以下简称“时代新材”）为国务院国资委直接管理的国有独资大型集团公司——中国南车集团公司（以下简称“中国南车”）控股的A股上市企业，是中国南车的新材料产业发展平台。时代新材致力于高分子复合材料研究及工程化推广应用，现已成为中国轨道交通装备领域研发实力最强、销售规模最大的高分子材料及制品企业，2013年销售规模达42亿元。在2013年公布的全球非轮胎橡胶制品企业50强排行榜上，时代新材位居全球第36位、国内第1位。

根据公司战略发展规划，为突破企业受制于轨道交通减振降噪细分领域的发展瓶颈，进一步将公司现有汽车业务版块做大做强，按照国家“走出去”战略方针的指引，时代新材一直积极寻找海外并购机会。2011年，时代新材成功收购了澳大利亚代尔克公司（投资额340万澳元），并积累下一定的海外并购经验。2013年12月11日，时代新材与德国采埃孚集团签署了现金收购其下属的BOGE橡胶与塑料业务的《主购买协议》，双方协商后的固定交易金额高达2.9亿欧元（约24亿人民币），正式拉开了央企上市公司海外重大资产收购的序幕。

本次收购，时代新材以德国设立全资子公司新材料公司和橡塑公司作为收购主体，现金收购德国采埃孚集团下属的BOGE橡胶与塑料业务。主要包括：BOGE德国相关业务全部资产、BOGE法国99.995 5%股

权、BOGE美国100%股权（剥离油盘和有机薄板业务）、BOGE斯洛伐克100%股权（剥离油盘和有机薄板业务）、BOGE澳大利亚100%股权，BOGE巴西99.98%股权、BOGE中国100%股权。其中，标的资产BOGE德国主要包括不动产，知识产权，达梅、西梅尔恩、波恩三个非法人工厂等相关资产。其中达梅为BOGE管理总部和最大的生产基地。目标资产股权结构如下图所示：



## 二、交易各方

### (一) 交易各方基本情况

上市公司基本情况			
发行人名称	株洲时代新材料科技股份有限公司	股票简称	600458
注册资本	66 142.209 2万元	法定代表人	曾鸿平
注册地址	株洲市高新技术开发区黄河南路	控股股东或实际控制人	南车株洲电力机车研究所有限公司
行业分类	橡胶和塑料制品业	主要产品及服务	减振降噪制品、工程塑料制品、绝缘结构材料及制品、大型风电叶片
标的资产基本情况			
标的资产全称1	BOGE德国（业务总部，非独立法人）	注册资本	不适用
所处国家或地区	德国	控股股东	不适用
标的资产全称2	Sorocaba Metal-Borrachae Plásticos S.A（99.98%股权）	注册资本	10 000巴西雷亚尔
所处国家或地区	巴西	控股股东	采埃孚巴西
标的资产全称3	ZF BogeElastmetall Slovakia a.s.（100%股权）	注册资本	7 141 000欧元，被分成500股注册记账股份，每股面值14 282欧元
所处国家或地区	斯洛伐克	控股股东	采埃孚奥地利
标的资产全称4	ZF Rubber & Plastics Hebron, LLC（100%股权）	注册资本	不适用
所处国家或地区	美国	控股股东	采埃孚北美
标的资产全称5	ZF BogeElastmetall France A.S.（99.995 5%股权）S.	注册资本	825 789欧元，分割为223 581股

所处国家或地区	法国	控股股东	采埃孚法国
标的资产全称6	ZF BogeElastmetall Australia Pty Ltd. (100%股权)	注册资本	2 300 000澳元
所处国家或地区	澳大利亚	控股股东	采埃孚澳大利亚
标的资产全称7	采埃孚橡胶金属（上海）有限公司（100%股权）	注册资本	不适用
所处国家或地区	中国	控股股东	采埃孚（中国）投资有限公司
所属行业	橡胶和塑料制品业	主要产品及服务	橡胶与塑料业务
本次交易的有关中介机构			
境内独立财务顾问	西南证券股份有限公司	境内律师	上海市方达律师事务所
境内审计机构	安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）	境内评估机构	中水致远资产评估有限公司

## （二）交易双方交易前最近两年及一期的主要财务数据

项目	2013年度	2012年度
上市公司		
营业收入（万元）	416 470.46	371 940.68
净利润（万元）	12 385.72	15 724.33
归属于母公司所有者的净利润（万元）	12 156.87	15 774.04
标的资产（模拟合并）		
营业收入（万元）	550 224.9	513 452.9
净利润（万元）	215.5	-11 947.2
归属于母公司所有者的净利润（万元）	不适用	不适用

由于目标资产营业收入占上市公司最近一年营业收入的比例在

100%以上，因此，本次交易构成重大资产重组。

### 三、交易背景

#### （一）国家产业及宏观经济背景对于本次并购的支持

##### 1. 响应国务院“走出去”战略

2013年，国务院《政府工作报告》中明确提出：“加快实施‘走出去’战略，鼓励各类企业开展对外投资和跨国经营。”中国企业“走出去”发展，不仅可以帮助企业利用国内国外市场，在全球范围内配置资源，推动产业升级，而且有利于减少与欧美国家的贸易摩擦。因此，实施“走出去”战略意义重大，已经成为我国重要企业参与国际合作和竞争新的战略举措。本次收购响应了国务院“走出去”的战略，也符合中国南车集团国际化的发展方向。

##### 2. 符合国家关于推进汽车行业兼并重组的指导思想

2010年，国务院发布《关于促进企业兼并重组的意见》（国发〔2010〕27号），要求进一步贯彻落实重点产业调整和振兴规划，做强做大优势企业；以汽车、钢铁、水泥、机械制造、电解铝、稀土等行业为重点，推动优势企业实施强强联合、跨地区兼并重组、境外并购和投资合作，提高产业集中度，促进规模化、集约化经营，加快发展具有自主知识产权和知名品牌的骨干企业，培养一批具有国际竞争力的大型企业集团，推动产业结构优化升级。

2013年，工信部发布《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》，提出要以汽车、钢铁、水泥、船舶、电解铝、稀土、电子信

息、医药等行业为重点，推进企业兼并重组；要求在汽车零部件行业“推动零部件企业兼并重组，支持零部件骨干企业通过兼并重组扩大规模，与整车生产企业建立长期战略合作关系，发展战略联盟，实现专业化分工和协作化生产”、“支持参与全球资源整合与经营。鼓励汽车企业‘走出去’，把握时机开展跨国并购，在全球范围内优化资源配置，发展并完善全球生产和服务网络，提升国际化经营能力，增强国际竞争力”。

时代新材本次并购，既符合国务院关于推进汽车行业兼并重组、强强联合的要求，又响应了工信部关于“推进汽车零部件兼并重组、参与全球资源整合与经营、发展并完善全球生产和服务网络”的指导意见。

3. 欧洲汽车零部件行业受经济危机重挫，为本次收购提供了良好的契机

本次并购抓住了国外特别是欧洲汽车零部件产业受国际金融危机重挫的有利时机，响应国家“走出去”战略，以及国务院《汽车产业调整和振兴规划》（2009）关于鼓励汽车零部件企业“突破碰撞安全性、NVH（振动、噪声、平顺性）等关键技术”政策需要，通过并购国外优秀企业获取优质业务，结合企业现有技术沉淀和产业基础，提升汽车NVH全面解决方案提供能力，打破国外汽车零部件供应商（比如瑞典特瑞堡、日本东海橡胶以及德国康迪）对国内高端汽车减振领域的垄断，提升国内汽车产业竞争能力，迅速取得全球先进的行业地位，实现替代进口，符合国家关于振兴中国汽车产业、实现关键领域核心技术突破、提升汽车产业竞争能力的要求。

（二）橡胶减振降噪制品业务有着广泛的市场前景



减振降噪制品总趋势是产品向个性化、高性能、节能、安全、环保、轻量化、长寿命方向发展，属于资金和技术密集型产业。从中长期来看，AVS产品将随着汽车舒适性、安全性要求的提高而将日益受到重视，并保持快速发展，特别是整车厂商实施的一系列完善燃油经济性的措施对AVS产业具有积极的影响。

根据中国汽车工业协会统计，除了在整车配套中使用减振制品，在维修售后市场中一辆汽车在使用寿命中至少更换两次该制品。随着全球尤其是中国整车销售量和保有量的上升，对于减振降噪制品需求会逐渐增加，该项业务及产品有着广泛的市场前景。

## 四、交易方案

### （一）方案背景及交易方案说明

时代新材拟通过资产交易和股权交易方式收购BOGE全球的业务。其中，BOGE位于法国、美国、澳大利亚、中国、巴西、斯洛伐克的标的资产由时代新材在德国新设公司新材料公司以股权交易的方式收购；BOGE位于德国的三个工厂以及管理总部（非独立法人）以资产方式由新材料公司在德国新设的全资子公司橡塑公司直接收购。

具体交易结构如下图所示：

### （二）估值定价

## 1. 标的资产估值及估值基础

本次交易价格的计算方式为：

“买方为所购置的资产、房地产、知识产权、合同、股份（含因此涉及的股份交易实体），以及为继承承继负债和转聘雇员的劳动关系（合称‘转让业务’）所支付的总购买价款（‘购买价款’）应按下列各项

进行计算：

（1）290 000 000欧元的固定金额（大写：贰亿玖仟万欧元）（‘基础金额’）；

（2）减去在生效日存在的交割金融债务总额；

（3）加上在生效日存在的交割现金总额；

（4）加上生效日贸易营运资金的总额超出目标贸易营运资金的金额，或者减去生效日贸易营运资金的总额低于目标贸易营运资金的金额。”

注：根据双方约定，固定金额的计算方式为平均“经调整及正常化的”2012—2014年EBITDA+2 500 000欧元之和的8倍。其中2012年的EBITDA以实际数额和2500万欧元较高者为计算依据。在该计算方式上，双方协商固定金额为2.9亿欧元。

本次收购为时代新材进行的市场化收购，交易定价由双方经过公平谈判协商确定。

## 2. 同类交易案例的估值比较

根据中水致远出具的中水致远评报字〔2014〕第1046号《资产评估报告》，截至评估基准日2013年12月31日，标的资产净资产账面价值为66 086.30万元，采用市场法评估后的净资产评估值为178 017.97万元，评估增值额为110 473.82万元，增值率163.56%。

根据汽车为强周期行业，同时结合标的资产的定价确定方式，本次相对估值选择EV / EBITDA作为相对估值法。

## 1. 本次交易作价相对估值水平

本次交易标的企业价值的确定方式为：经调整及正常化的2012—2014年EBITDA+2 500 000欧元之和的8倍（2012年的EBITDA以实际数额和2500万欧元较高者为计算依据），即2.9亿欧元。根据标的资产审计数据，2013年的EBITDA为32 512千欧元，因为标的资产的相对估值水平为：

EV/EBITDA	
项目	2013/12/31
EBITDA	32 512千欧元
EV	2.9亿欧元

## 2. 与可比同行业上市公司相对估值情况对比分析

标的资产的主营业务为汽车零部件制造，按照申银万国汽车零部件行业选取，并剔除ST类、EV / EBITDA超过50倍的公司和特别处理的上市公司进行比较分析，同行业上市公司与交易标的的EV / EBITDA对比如下：

证券代码	证券名称	企业倍数（EV/EBITDA）
000030.SZ	富奥股份	10.682 8
000338.SZ	潍柴动力	5.471 0
000559.SZ	万向钱潮	9.178 1
000581.SZ	威孚高科	20.303 1
000678.SZ	襄阳轴承	32.259 3
000700.SZ	模塑科技	8.484 6
000757.SZ	浩物股份	21.340 0
000887.SZ	中鼎股份	13.655 2

000903.SZ	云内动力	10.167 4
000980.SZ	金马股份	6.465 1
002048.SZ	宁波华翔	4.574 7
002085.SZ	万丰奥威	12.483 3
002101.SZ	广东鸿图	9.286 4
002126.SZ	银轮股份	16.256 6
002190.SZ	成飞集成	31.481 6
002213.SZ	特尔佳	38.295 3
002265.SZ	西仪股份	33.741 6
002283.SZ	天润曲轴	15.533 1
002284.SZ	亚太股份	10.776 4
002328.SZ	新朋股份	17.636 1
002355.SZ	兴民钢圈	23.172 1
002363.SZ	隆基机械	15.746 2
002406.SZ	远东传动	12.034 9
002434.SZ	万里扬	16.229 4
002448.SZ	中原内配	10.683 5
002454.SZ	松芝股份	10.798 9
002472.SZ	双环传动	11.589 2
002488.SZ	金固股份	15.832 1
002536.SZ	西泵股份	17.786 4
002553.SZ	南方轴承	33.243 9
002590.SZ	万安科技	17.170 3
002592.SZ	八菱科技	16.544 9
002593.SZ	日上集团	19.118 1
002602.SZ	世纪华通	11.768 2
002625.SZ	龙生股份	24.325 3

002662.SZ	京威股份	6.383 9
002703.SZ	浙江世宝	38.058 4
002708.SZ	光洋股份	0.941 9
002715.SZ	登云股份	3.530 7
300100.SZ	双林股份	10.776 2
300176.SZ	鸿特精密	12.542 7
300237.SZ	美晨科技	31.991 6
300258.SZ	精锻科技	12.364 3
300304.SZ	云意电气	29.379 5
600081.SH	东风科技	8.650 1
600093.SH	禾嘉股份	17.843 3
600148.SH	长春一东	20.803 1
600480.SH	凌云股份	5.676 5
600482.SH	风帆股份	18.339 4
600523.SH	贵航股份	14.937 7
600660.SH	福耀玻璃	5.513 6
600698.SH	湖南天雁	31.637 3
600699.SH	均胜电子	11.914 5
600741.SH	华域汽车	2.507 9
600742.SH	一汽富维	6.232 6
601311.SH	骆驼股份	12.052 2
601799.SH	星宇股份	12.138 2
平均值		15.76
标的资产		8.92

注：以上数据来源于同花顺IFIND数据中心。

综上所述，以2013年度标的资产的财务数据和企业价值计算，EV / EBITDA为8.92倍，而同期国内同行业上市公司EV / EBITDA均值分别为15.76倍，交易标的企业价值的定价EV / EBITDA率低于国内行业平均水平。

### （三）对价支付方式

本次交易为现金收购。时代新材拟通过银行贷款和自筹资金解决，其中本次收购合同总金额的70%由银行贷款提供，其余为时代新材自筹资金解决。就本次价款支付，中国南车向采埃孚集团出具了承诺函：当且仅当时代新材（“买方”）或买方指定方不能完成主购买协议项下的付款义务时，中国南车股份有限公司（“母公司”）承诺通过以下一种或几种方式向买方或买方指定方提供相当于主购买协议项下全部价款与买方或买方指定方已支付价款之间差额的资金支持：（i）母公司直接或通过母公司指定的第三方认购买方或买方指定方新增注册资本；及 / 或（ii）母公司直接或通过母公司指定的第三方向买方或买方指定方提供股东贷款（“承诺”）。但是，母公司履行资金支持承诺的义务必须以符合适用法律（包括但不限于主管的证券监管机构的规定）为前提，并且母公司不应在任何情形下有义务以超出承诺的金额提供本函项下的资金担保。

### （四）盈利补偿安排

根据《上市公司重大资产重组管理办法》第三十四条，“资产评估机构采取收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的估值方法对拟购买资产进行评估并作为定价参考依据的，上市公司应当在重大资产重

组实施完毕后三年内的年度报告中单独披露相关资产的实际盈利数与评估报告中利润预测数的差异情况，并由会计师事务所对此出具专项审核意见；交易对方应当与上市公司就相关资产实际盈利数不足利润预测数的情况签订明确可行的补偿协议”。由于本次交易的目标资产采用市场法评估，因此，不涉及盈利补偿安排。

## 五、交易节点

### （一）本次交易的决策、核准程序

1. 2013年12月12日和2014年3月21日，时代新材第六届董事会第十六次、十九次会议审议通过本次交易，同意公司与采埃孚集团签署MPA协议及相关附属协议。

2. 2013年12月12日，中国南车第二届董事会第三十次会议审议通过本次交易。

3. 采埃孚澳大利亚作为BOGE澳大利亚的唯一股东已作出股东决议批准BOGE澳大利亚的股份转让；BOGE法国的股份转让已经完成与BOGE法国工会的协商，采埃孚法国已经接受要约；采埃孚北美已批准一项决议，授权出售其在BOGE美国中拥有的股权；采埃孚集团已取得所有相关的批准（包括2013年10月17日从采埃孚集团监事委员会取得对本次交易批准）或者将在剥离过程中取得相关的批准；BOGE斯洛伐克的股份转让已经取得采埃孚奥地利的批准；BOGE巴西的转让已取得采埃孚巴西的股东决议批准。

4. 国务院国资委于2014年2月18日出具了国资厅规划〔2014〕62号



《关于中国南车集团公司所属企业收购德国ZF集团橡胶与塑料业务有关意见的复函》，原则同意时代新材收购采埃孚集团橡胶与塑料业务。

5. 国家发改委于2014年3月10日出具了《境外投资项目备案证明》。

6. 商务部于2014年5月12日对本次交易境外投资的核准（商境外投资证第1000201400158号）。

7. 中国、德国、斯洛伐克、美国政府机构对本次交易涉及反垄断的批准，其中中国商务部反垄断局于2014年3月6日出具了商反垄审查函〔2014〕第27号《审查决定通知》，对时代新材收购采埃孚集团旗下橡胶与塑料业务单元案不实施进一步审查，从即日起可以实施集中。

8. 根据《德国外贸及付款条例》，2014年1月13日，时代新材从德国联邦经济和技术部取得了“交易不会产生德意志联邦共和国的公共秩序和安全问题”合规证明。

9. 2014年4月16日，BOGE澳大利亚的股份转让已取得澳大利亚联邦财政部的许可，确认澳大利亚联邦不反对BOGE澳大利亚的股份转让。

10. 2014年5月22日，南车集团对本次交易评估报告的备案（备案编号：Z56820140021109）。

11. 2014年6月7日，时代新材2014年第一次临时股东大会对本次交易的批准。

12. 2014年6月19日，中国证券监督管理委员会作出的《关于核准株洲时代新材料科技股份有限公司重大资产重组的批复》（证监许可

〔2014〕615号）。

13. 本次交易涉及的中国银行法兰克福支行和法国兴业银行香港分行商业借款协议（金额合计为20 300万欧元）已经获得国家发改委《国家发展改革委关于株洲时代新材料科技股份有限公司借用国际商业贷款的批复》（发改外资〔2014〕1482号）批准和国家外汇管理局株洲市中心支局核准。

## （二）交割行动

相关交割协议的签署：

1. 2014年7月24日，时代新材同采埃孚集团签署《交割确认书》，确认本次交易的交割从2014年7月24日开始。

2. 2014年7月24日，BOGE橡塑与采埃孚集团签署了《德国转让协议》《知识产权转让协议》《知识产权许可协议》《软件许可协议》。

3. 2014年7月24日，BOGE控股与采埃孚澳大利亚签署澳大利亚股份出售和转让协议；与采埃孚中国签署中国股权出售和转让协议；与采埃孚奥地利签署斯洛伐克股份出售和转让协议；与采埃孚北美签署的美国有限责任公司股权出售和转让协议（2014年8月28日，BOGE控股与时代美国签署协议，约定由时代美国履行收购义务）。BOGE控股、Oliver Suadicani与采埃孚巴西、Wilson Medina Bricio Junior、Jose Carlos Ferreira Catib签署巴西股份出售和转让协议。

4. 2014年7月24日，BOGE法国、BOGE美国、BOGE中国与采埃孚法国、采埃孚北美、采埃孚中国签署兼并协议。

5. 2014年7月24日，BOGE法国、BOGE美国、BOGE中国分别与采埃孚法国、采埃孚北美、采埃孚中国签署兼并额外资产协议。

6. 2014年7月24日，标的方与卖方相关主体签署《合作供应协议》《服务协议》《索罗卡巴租赁协议》。

7. BOGE控股已经于2014年9月1日向采埃孚集团指定托管账户支付于初始购买价款2.447亿欧元。

8. 时代新材与采埃孚集团已确认2014年9月1日为生效日。

### （三）主要资产过户情况

根据采埃孚集团提供的生效日确认函，根据MPA协议8.2条款，股权单位所有的权利和义务归属于BOGE控股。BOGE德国相关资产根据已经签署的《德国转让协议》《知识产权转让协议》《知识产权许可协议》《软件许可协议》等归属于BOGE橡塑。相关股权主体的工商变更登记情况如下：

1. BOGE澳大利亚已经于2014年9月15日办理了股权变更登记手续，目前BOGE控股持有BOGE澳大利亚100%股权。

2. BOGE法国已经于2014年9月1日办理了相关的股权变更登记手续，目前BOGE控股持有BOGE法国99.995 5%的股权。

3. BOGE巴西已经于2014年9月1日办理了相关股权变更登记手续，目前BOGE控股持有99.98%的股权，Oliver Suadicanani持有0.02%的股权。

4. BOGE美国100%股权已经于2014年9月1日过户到时代美国名下（美国股权变更不需要办理相关的工商登记程序）。

5. BOGE中国已经于2014年8月25日在上海工商局办理了股东变更登记，目前BOGE控股持有BOGE中国100%股权。

6. BOGE斯洛伐克股权已经于2014年9月3日办理了相关的过户登记手续，目前BOGE控股持有BOGE斯洛伐克股权100%股权。

## 六、交易特点

### （一）交易难点——遇到的主要问题及解决方案

买方时代新材为中国南车下属的国有控股上市公司，是我国轨道交通行业减振降噪领域研发实力最强、市场占有率居首的高分子材料及制品企业，在我国非轮胎橡胶制品行业排名第一。多年来由于受制于轨道交通行业发展规模的限制，公司积极的开展多元化经营。本次收购，为时代新材由轨道交通减震领域向汽车减震领域的扩张。

卖方采埃孚集团为世界500强企业，是全球领先的轿车、商用车动力传动系统和底盘技术供应商，2012年ZF集团销售额174亿欧元（约合人民币1 420亿元），是德国第3大，全球第9大企业零部件厂商。

标的资产为全球排名第三的汽车减震制品企业，拥有先进的技术和生产工艺，优秀的营销网络和如宝马、奔驰、大众等优秀的客户。

具体而言，本次交易的难点可以总结为以下几点：

## 1. 完全遵循国际市场惯例，需要在中西方证券监管理念间寻求平衡

一方面，交易对方为世界500强企业，销售规模超过中国南车，交易双方谈判地位悬殊，交易谈判只能遵循国际惯例；交易对方也非上市公司，交易对方及境外中介机构对于中方证券监管方面关于目标资产审计、评估、盈利预测乃至交易定价等要求无法在短期内接受。

另一方面，中方监管机构的监管理念强势且相对滞后，部分监管要求对于本次交易完全无法适用，甚至无规可循。

为了在境内监管要求和交易对方利益之间寻求平衡点，需要项目组充分做好境内外各方的解释沟通工作，以有效推动交易进程。

## 2. A股市场首例既有资产收购又有股权收购，存在剥离和反向剥离的并购项目，项目尽调、沟通难度巨大

本次交易标的不是独立运营的主体，而是采埃孚集团的事业部分支。交易标的位于欧洲、美洲、亚洲等不同的国家，语言和文化方面同国内企业有很大不同。由于交易标的的特殊性，其尽职调查难以完全由境内中介担当，而主要由境内外中介共同完成。项目同时涉及多个国家的财务、税务、人力资源、法律、市场、技术、环境保护等多个方面的尽职调查资料翻译、审阅和讨论工作，以及与国务院国资委、国家发改委、商务部、国家外管局等主管部门的沟通工作，难度巨大。

此外，标的资产的定价、审计、评估、盈利预测、信息披露等方面和常规做法也有不同，挑战证券监管机构惯常的审核思路，需要项目组事前重重把关。项目实施过程中需要项目组充分协调交易主体、境内外中介机构、国家相关主管部门，特别是向证券监管部门澄清诸多疑问。

由于目前资本市场上鲜见与本次交易相近的案例，因此，本次交易构成重大无先例事项。

## （二）交易亮点——案例创新性

### 1. 本次并购是真正意义上的海外产业并购

标的资产的寻找、谈判过程、标的资产估值、交易结构的设计、购买协议的签订、境内外中介机构团队的搭建、海外标的资产尽职调查、相关业务与资产的剥离、交割方式等均不同于国内上市公司重大资产重组，遵循国际惯例。

### 2. 首例上市公司重大资产重组豁免审核项目

时代新材本次交易符合《国务院关于促进企业兼并重组的意见》所支持的九大产业，西南证券为并购重组A类券商，以及上交所和湖南证监局对于本项目“好公司、好项目”的认定，最终使本项目成功进入中国证监会并购重组豁免审核通道（国内首单），并在申报受理后五个工作日成功获得证监会核准批文，审批进度远超企业预期，为企业避免了巨额的“分手费”支出，规避了交易终止的风险。

## 七、交易影响

### （一）对上市公司业务的影响

#### 1. 有利于突破企业发展瓶颈，实现核心主业持续发展

纵观时代新材在全球的主要竞争对手德国康迪、日本东海和瑞典特瑞堡等公司，其在轨道交通行业的销售规模均比时代新材小，但其总体规模与综合竞争力远优于时代新材（德国康迪、日本东海和瑞典特瑞堡分别位于2013年全球非轮胎橡胶制品排名第1、4、10位，时代新材位列第36位；三家公司2012年销售收入分别为人民币2 579.6亿元、205.1亿元、192.5亿元）。分析国际顶尖竞争对手的销售构成，不难看出其均基于橡胶减振技术的通用性在轨道交通行业之外大举进入了汽车减振领域，然后再利用其在汽车减振领域积累的经验、技术，创造性地服务于轨道交通、工业等其他行业，互为补充、互为提高。

BOGE拥有先进的橡胶和塑料实验设备与分析工具，具备专业的复合物成分鉴别系统，拥有900余种大批量应用的成熟配方和8 000余种概念型配方，建立了完整的复合材料数据库以支持汽车在不同环境、载荷和成本情况的产品需求，在橡胶减振、新材料技术方面具有独特的核心能力优势。并购BOGE可以帮助时代新材进一步深化对减振领域前沿技术的理解与掌握，帮助时代新材从国内橡胶减振领域的领先者一跃成为全球橡胶减振制品领域的先进企业。

由于橡胶减振技术是一项基础核心技术，不仅在轨道交通、汽车，还在军工、桥梁建筑、家电、工程机械等行业有着广泛的应用，时代新材橡胶减振技术能力的进步将为企业赢得更大的发展空间。

## 2. 有利于依托核心技术延伸，更好地跨行业拓展市场

在国内轨道交通市场发展放缓、国际轨道交通市场趋向饱和的外部环境下，汽车市场稳步发展的趋势尤其是其巨大的减振产品市场容量，将为时代新材基于核心技术延伸优势的进一步发展提供数倍于轨道交通行业的空间。

根据全球著名专业咨询机构罗兰贝格对未来几年全球汽车市场的分析和预测，从2013年至2020年，全球汽车销量预计将以年复合增长率4%的速度从8 470万辆增长到1.104亿辆。其中，中国有望成为全球汽车产销量最大和发展速度最快的区域，汽车销量将从2012年的1 923.6万台增长到2020年的3 100万辆；西欧和北美预计将会持续平稳增长，销量将从2012年的3 067.8万辆增加到2020年的3 548.7万辆；至2020年，新兴国家汽车销量预计也将得到快速增长，从2013年的990万辆增长到1 470万辆。而随着汽车舒适性、安全性要求的不断提高，汽车减振产品将更加受到重视并保持快速发展，全球汽车减振产品市场容量将同步得到大幅提升，预计将从2013年的914.64亿元增长到2020年的1 022.8亿元。

3. 有利于创新商业模式，成为行业首创的NVH（噪声、振动、平顺性）系统解决方案供应商

具备NVH（噪声、振动、平顺性）系统方案解决能力是汽车减振降噪领域企业顶尖综合实力的象征，也是该行业当前及未来的技术发展方向。

时代新材拥有国际先进的噪声测试系统、CAE分析软件、原材料和产品检测设备，并设立了专业的声学室和道路模拟试验台，具备为整车提供降噪方案的能力。同时，时代新材拥有业内先进的降噪产品生产线，已经为广汽菲亚特、长安标致、北汽控股等多家客户成功开发并批量供应降噪产品。

BOGE长年专注于汽车底盘减振、动力悬置产品，在橡胶减振制品、双向非线性阻尼器、主动 / 半主动悬置、电控变刚度悬置等方面处于全球行业领先地位。



时代新材利用自身在全球轨道交通行业减振降噪领域的技术沉淀，结合现有汽车降噪产业基础，加上并购BOGE所获取的汽车减振核心技术，充分发挥三者的协同优势，通过在整车开发阶段与客户的联合设计实现同步开发，致力于成为行业领先的NVH系统解决方案及产品的提供者。

#### 4. 有利于打破国外技术壁垒，促进民族工业发展

多年来，国内高端汽车减振领域一直被国外汽车零部件供应商如德国康迪、瑞典特瑞堡、日本东海橡胶等企业所垄断。国内汽车减振行业虽然个别技术有所发展，但整体发展由于起点低，与国外先进水平仍存在较大差距。

国内中低端车型的减振制品领域呈现市场份额高度分散的状态。以宁波拓普、安徽中鼎为代表的国内汽车减振制品生产厂绝大多数为民营控股公司，在汽车减振制品领域的销售规模均未超过10亿元。这类企业主要是依靠低成本优势获取一定市场份额，但其在技术创新、产品质量、制造水平等方面与上述国外企业存在明显差距，无法为自主品牌车型的升级换代提供有力的技术支撑与依托。

BOGE是全球汽车振动控制技术的领先者，拥有传统橡胶减振、液压减振和高端减振（可切换式、半主动和主动）技术，并购后时代新材可以直接引进BOGE成熟的振动控制技术，突破现有技术壁垒，节省技术摸索的时间及大量研发费用。同时，该技术可广泛应用到轨道交通、军工、工程机械、建筑工程等行业，并购BOGE所获取的技术也可以为以上产业的发展提供更为强劲的技术支撑。

#### 5. 积极响应国家产业政策，深化企业全球资源配置

本次并购符合国务院《汽车产业调整和振兴规划》政策，符合国家关于“鼓励汽车零部件企业‘突破碰撞安全性、NVH（噪声、振动、平顺性）等关键技术’”，“支持汽车生产企业通过自主开发、联合开发、国内外并购等多种方式发展自主品牌”，振兴中国汽车产业、实现关键领域核心技术突破、提升汽车产业竞争能力的要求，符合国家关于“走出去”的号召。

项目同时符合中国南车依托轨道交通专有技术实现跨行业发展的“十二五”国际化经营战略规划。如项目能得到成功实施，不但能够实现时代新材利用现有轨道交通专有技术的产业延伸及产品结构的调整，更可以利用BOGE现有的全球化布局进一步打造中国南车的国际化经营平台，促进全球化研发布局、全球性营销网络，拓展中国南车海外资源配置的深度，助力中国南车在国际化人才、技术、资本、市场等各类资源上实现历史性跨越，加速企业国际化进程。

## （二）对上市公司财务的影响

### 1. 交易前后主要财务数据的影响

本次交易前，上市公司与标的公司收入及利润数据情况如下表所示：

单位：千元

项目	2013年	
	时代新材	BOGE
营业收入	4 164 705	5 502 249
营业成本	3 425 003	4 856 457
毛利	739 701	645 792

营业利润	110 557	3 128
利润总额	131 426	16 658
净利润	123 857	2 155

本次交易完成后，公司营收规模会出现较大的增长，达到近100亿元的规模，增长幅度为132.12%。在毛利率水平上，BOGE为11.74%，低于上市公司17.76%的水平。净利润方面，BOGE由于其期间费用较高，显著低于上市公司。通过本次并购，时代新材将对BOGE进行一系列的整合来提升BOGE的毛利水平和净利润。

同时，时代新材将为本次收购承担大额银行利息费用以及相关费用，上述支出及此后的本金偿还将减少公司整体的现金净流入，对于公司整体的盈利水平也将造成一定的不利影响。

## 2. 交易前后盈利指标分析

本次交易前，上市公司与标的公司盈利能力情况如下表所示：

项目	2013年	
	时代新材	BOGE
销售毛利率（%）	17.76	11.74
销售净利率（%）	2.97	0.04
加权净资产收益率（摊薄）（%）	5.02	0.46

从盈利指标来看，上市公司的盈利指标显著高于BOGE，这与BOGE较高的人力成本和期间费用相关。BOGE盈利能力和指标的提升尚需通过时代新材于交割后实施相关整合措施。在整合过渡期内，BOGE的盈利能力除了受到客户和供应商能否顺利转移的影响外，还取决于一系列整合措施的成败，因此，存在波动的可能性。

### 3. 本次交易后上市公司未来持续盈利能力分析

本次交易标的BOGE作为世界著名的减振器生产企业，在原材料供应、技术研发、生产装备及客户资源方面均已形成系统独特的核心竞争力体系。通过本次收购及后续业务整合，有助于提升公司主营业务规模，进一步强化公司在技术、研发、设备、供应链、市场销售等方面的竞争优势。若时代新材对BOGE实现成功整合，将进一步增强BOGE及时代新材整体的盈利水平和能力。

### （三）对集团公司经营战略的影响

#### 1. 实现公司发展战略及在汽车零部件行业的定位

时代新材的发展战略为，以高分子复合材料的研究及工程化推广应用为主线，布局轨道交通、汽车等五个行业，以并购重组作为实现跨越发展的主要路径，选取符合公司发展战略、业务上具有协同效应并具备使被并购企业快速做强做大的资源的公司，通过并购重组实现产业链的上下延伸，获取其优质业务或营销网络，实现公司跨越式发展；增强对同一市场资源的整合，提升产业协同效应。

2013年公司在汽车、特种装备市场，全年完成销售收入4.74亿元，比上年同期增长26.06%。公司在汽车、特种装备产业的市场定位已基本形成，将围绕NVH，分别以橡胶制品、软内饰类产品消除低频和高频噪声，致力于节能、降噪、环保和舒适性系列产品的拓展，成为国内领先的NVH整体解决方案的提供者。2011年，时代新材成功收购了澳大利亚代尔克公司（投资额340万澳元），并积累一定的海外并购经验。本次收购的标的资产BOGE位列2013年发布的全球非轮胎橡胶制品企业排名

第21位，在全球汽车减振领域排名第3位。若能够成功实现并购，将促进公司NVH整体解决方案定位的实现。

## 2. 加速产业整合，发挥上市公司与被收购公司的协同效应

基于技术“同心多元”的发展思路，为突破企业受制于轨道交通减振降噪细分领域的发展瓶颈，进一步将公司现有汽车业务版块做大做强，按照国家“走出去”战略方针的指引，时代新材一直积极寻找海外并购机会。并购标的BOGE主营高端汽车橡胶减振件与精密注塑件，其拥有如大众、奔驰、宝马、通用、福特、保时捷、奥迪等优质的客户，强大的研发能力，优秀的销售、生产、研发技术人员储备，与本公司橡胶业务发展和研发定位十分契合。公司通过本次并购，实现与标的资产在采购、生产、销售、研发等方面的整合，将有效的实现公司产业链的扩张，国际化的实现以及主营业务的增强。

## 3. 收购优质资产，提升上市公司现有的业务规模和市场占有率

BOGE作为汽车AVS行业的领先企业，拥有较高的市场地位和广泛的市场认可度，市场竞争力较强。本次交易完成后，一方面丰富了公司在橡胶领域的产品线，另一方面公司在汽车AVS领域的业务竞争力将得到进一步增强。目前国内汽车用减振制品市场容量约为200亿元，时代新材市场占有率尚较小，本次并购完成后，时代新材在汽车AVS领域的占有率将显著提升。

# 八、市场点评

时代新材是自2013年10月并购重组审核分道制实施以来，首家进入豁免 / 快速通道的重大资产重组上市公司。该项目作为中国汽配行业在

欧洲最大的跨国收购，受到中德两国领导人高度重视。2014年3月28日，国家主席习近平与德国总理默克尔在德国总理府见证了时代新材及中国南车与德国采埃孚集团签署《中国南车股份有限公司收购德国采埃孚集团橡胶与塑料业务之合作备忘录》。

项目实施过程中，恰逢国务院及其各部委连续发文活跃企业兼并重组市场。2010年，国务院发布《关于促进企业兼并重组的意见》（国发〔2010〕27号），要求进一步贯彻落实重点产业调整和振兴规划，做强做大优势企业；以汽车、钢铁、水泥、机械制造、电解铝、稀土等行业为重点，推动优势企业实施强强联合、跨地区兼并重组、境外并购和投资合作，提高产业集中度，促进规模化、集约化经营，加快发展具有自主知识产权和知名品牌的骨干企业，培养一批具有国际竞争力的大型企业集团，推动产业结构优化升级；2013年，工信部发布《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》，提出要以汽车、钢铁、水泥、船舶、电解铝、稀土、电子信息、医药等行业为重点，推进企业兼并重组；要求在汽车零部件行业“推动零部件企业兼并重组，支持零部件骨干企业通过兼并重组扩大规模，与整车生产企业建立长期战略合作关系，发展战略联盟，实现专业化分工和协作化生产”、“支持参与全球资源整合与经营。鼓励汽车企业‘走出去’，把握时机开展跨国并购，在全球范围内优化资源配置，发展并完善全球生产和服务网络，提升国际化经营能力，增强国际竞争力”。

与此相应的，证券监管部门抓紧了兼并重组涉及资本市场的工作部署。2013年10月8日起，中国证监会正式对上市公司并购重组采用分道审核，即根据上市公司信息披露和规范运作状况、财务顾问执业能力以及中介机构及经办人员的诚信记录，结合国家产业政策和交易类型，对符合标准的并购重组申请，有条件地淡化行政审核和减少审核环节，实

行差异化的审核制度安排。具体分为豁免审核、正常审核和审慎审核。若适用豁免审核，则取消审核环节，由证监会直接核准。本次重组的目标资产主营业务为汽车零部件行业，属于《国务院关于促进企业兼并重组的意见》和工信部等12部委《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》支持的九大行业，其交易类型属于同行业或上下游并购、不构成借壳上市；时代新材的信息披露和规范运作状况均得到了上交所与湖南证监局的认可，得到了A类评价结果；本次重组聘请西南证券作为独立财务顾问，该财务顾问在中国证券业协会发布的并购重组财务顾问专业评价结果中取得了A类评价。根据中国证监会《并购重组审核分道制实施方案》，作为公司好，行业好，券商好的“三好项目”，该项目顺利进入豁免 / 快速审核通道。

本次重组作为国内A股市场少有的与非关联的世界500强企业进行的海外并购项目，该项目完全遵循国际市场惯例。同时，本次收购标的的规模较大，目标业务位于7个国家的10个工厂，收购采取“资产+股权”的方式，需要进行剥离与反向剥离等一系列工作；涉及多个国家的财务、税务、人力资源、法律、市场、技术、环境保护等多个方面的尽职调查资料翻译、审阅和讨论工作，以及监管审批工作。为了确保收购的顺利进行，交易双方及其聘请的境内外中介机构进行了大量工作，并得到了国家各部委、中国证监会及其派出机构的多次指导和大力支持。本次重组顺利通过监管审批，体现了以中国南车为代表的央企对国务院“走出去”战略的积极响应，也体现了中国证监会等各部委与时俱进，服务市场和企业的理念，将大大提升企业兼并重组效率。通过本次重组，时代新材不仅为公司跨越式发展奠定了基础，也为优质上市公司加快兼并重组步伐提供了启示。

（本案例由西南证券提供，撰写人：西南证券投资银行深圳一部叶

宏)

---

[1]标的公司的财务数据由境外审计机构采用国际财务报告准则IFRS审计获得，2014财年为截至2014年1月25日，2013财年为截至2013年1月26日。

[2]英国体育用品零售商Sports Direct的创始人和实际控制人。

[3]从签署《股权购买协议》之日到完成股权交割之日，此前市场上鲜有上市公司跨境并购交易六个月之内能够完成从协议签署到交割完成的案例。

[4]凯文·斯坦福先生拥有标的公司100万股A股和1700万股优先股。Kaupthinghf和Pillar Securitisation S. A因和凯文·斯坦福先生的民事纠纷，诉称对其持有的Highland Group股份拥有质押权。

[5]Highland Group聘请了HSBC、Numis Securities和Rothschild三家投行协助其准备伦敦证券交易所上市事宜，在《股权购买协议》签署之前已经完成了尽职调查和招股说明书初稿的撰写工作。



## 2.5 收购上市公司股份

---

### 2.5.1 嘉士伯收购重庆啤酒

#### 一、案例简述

嘉士伯（Carlsberg）是世界第四大酿酒集团，于1847年创立，总部位于丹麦哥本哈根。在全球拥有包括啤酒和其他饮料产品在内的不同品牌，包括知名的国际啤酒品牌之一嘉士伯（Carlsberg），以及波罗的海啤酒（Baltika）、乐堡（Tuborg）啤酒等。嘉士伯雇用超过43 000人员工，产品也销至超过全球150个不同市场。

在我国政府进行“西部大开发”的宏观背景下，嘉士伯集团在西部并购了多家啤酒厂。嘉士伯通过各种投资方式全资或合资拥有的酿造厂遍布在云南、宁夏、新疆、西藏、甘肃、重庆、四川、湖南和安徽等地区。而本案例，嘉士伯收购重庆啤酒就是在嘉士伯西部发展战略中的重要一步。

嘉士伯收购重庆啤酒的过程可以分为三个阶段。

2008年，嘉士伯集团收购了英国最大的啤酒公司苏格兰纽卡斯尔啤酒。而苏格兰纽卡斯尔啤酒拥有重庆啤酒17.46%的股权。因此这次收购使得嘉士伯继承了重庆啤酒这部分的股权。

2010年12月，经国务院国有资产监督管理委员会、中华人民共和国商务部批准，公司原第一大股东重啤集团将其持有的重庆啤酒12.25%股权转让给嘉士伯啤酒厂香港有限公司（Carlsberg Brewery Hong Kong Limited.，以下简称嘉士伯香港）。该股权转让完成后，嘉士伯香港与其关联公司嘉士伯重庆有限公司共同持有重庆啤酒29.71%的股权，计143 794 582股，为重庆啤酒第一大股东；重啤集团持有重庆啤酒20.00%的股权，计96 794 240股，为重庆啤酒第二大股东。

2013年12月，经国务院国有资产监督管理委员会、中华人民共和国商务部、中国证券监督管理委员会批准，嘉士伯香港完成对公司146 588 136股的要约收购，该要约收购完成后，嘉士伯香港与其关联公司嘉士伯重庆共同持有公司60.00%的股权，实际控制人地位不变。原第二大股东重啤集团持股比例降至4.95%。

## 二、交易各方

### （一）上市公司基本情况及最近两年及一期的主要财务数据

重庆啤酒基本情况			
发行人名称	重庆啤酒股份有限公司	股票简称	重庆啤酒
注册资本	48 397.12万元	法定代表人	王克勤
注册地址	重庆市北部新区大竹林恒山东路9号	控股股东或实际控制人	嘉士伯香港、嘉士伯重庆
行业分类	啤酒生产	主要产品及服务	啤酒生产与销售

2013年度，重庆啤酒实现啤酒销量120.20万千升，实现营业收入

33.87亿元，实现归属于重庆啤酒股东的净利润1.59亿元，实现归属于重庆啤酒股东的扣除非经常性损益的净利润为1.67亿元，与2012年度实现啤酒销量114.03万千升，实现营业收入31.49亿元，实现归属于重庆啤酒股东的净利润1.59亿元，实现归属于重庆啤酒股东的扣除非经常性损益的净利润为1.37亿元相比，分别实现了5.41%、7.54%、－0.19%和22.14%的增长。

总体来看，重庆啤酒的经营业绩稳健，无明显波动。具体的财务数据可见下表。

项目	2014年1—6月	2013年	2012年
营业收入（亿元）	15.36	33.87	31.49
净利润（亿元）	1.11	1.59	1.59
归属于母公司所有者的净利润（亿元）	1.11	1.59	1.59

## （二）收购方基本情况及介绍

### 1. 收购方基本情况

企业名称	嘉士伯啤酒厂香港有限公司
注册地址	中国香港
办公地点	香港新界沙田小沥源安耀街3号汇达大厦一楼
注册资本	261 000 000 HKD
登记证明码	05539765-000-04-13-A
税务登记证号码	CN LLY 41
设立日期	1978年4月7日
企业类型	有限公司

经营范围	投资控股
股东名称	嘉士伯亚洲和嘉士伯啤酒厂
联系电话	+85231898000

## 2. 收购人实际控制人基本情况

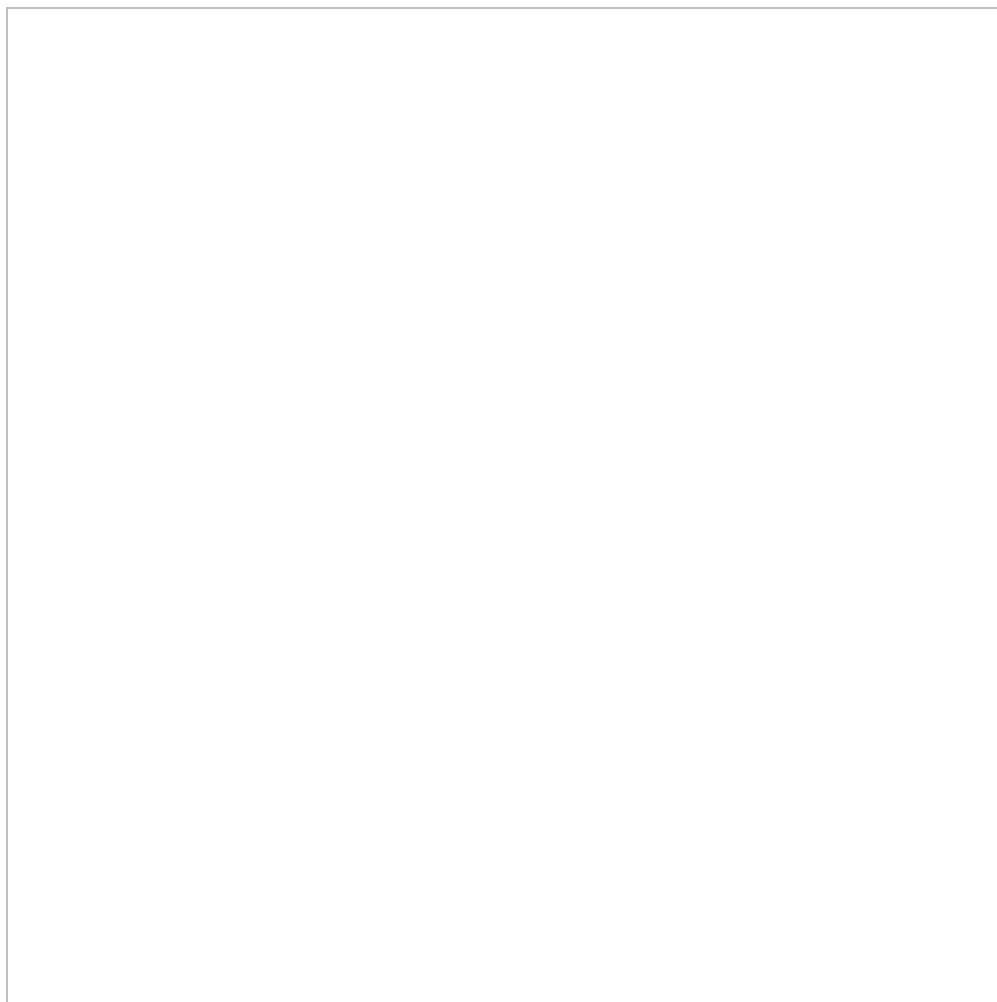
企业名称	嘉士伯基金会
注册地址	丹麦
办公地点	H.C. Andersens Boulevard 35, 1553 København V, Denmark
登记证明码 / 税务登记证号码	60223513
设立日期	1876年
企业类型	基金会

嘉士伯于1847年创立于丹麦哥本哈根，在丹麦哥本哈根交易所上市，并在多地挂牌，为全球著名的啤酒生产企业。2012年实现啤酒销售1 409万千升，销售收入753.6亿元，归属于母公司股东净利润约63亿元。

嘉士伯的实际控制人为嘉士伯基金会。截止2012年12月31日，嘉士伯基金会拥有嘉士伯30.33%股权以及74.65%的表决权。嘉士伯基金会是由嘉士伯品牌创始人J.C.Jacobsen于1876年创建，是全球第一家商业基金会。嘉士伯基金会的董事会成员来自于丹麦皇家科学暨文学院成员，目前主要对嘉士伯实验室，独立研究基金，国家历史博物馆以及乐堡基金会进行支持。

嘉士伯基金会内部由四个部门组成，部门A是嘉士伯实验室，部门B主要支持科学研究，部门C是位于丹麦Frederiksborg的国家历史博物馆，部门D是乐堡基金会。新嘉士伯基金会也是嘉士伯基金会的重要组

成部分，目前主要运营新嘉士伯艺术博物馆，此外嘉士伯基金会持有嘉士伯30.33%股权和全资拥有6家房地产公司。具体情况如下图所示：

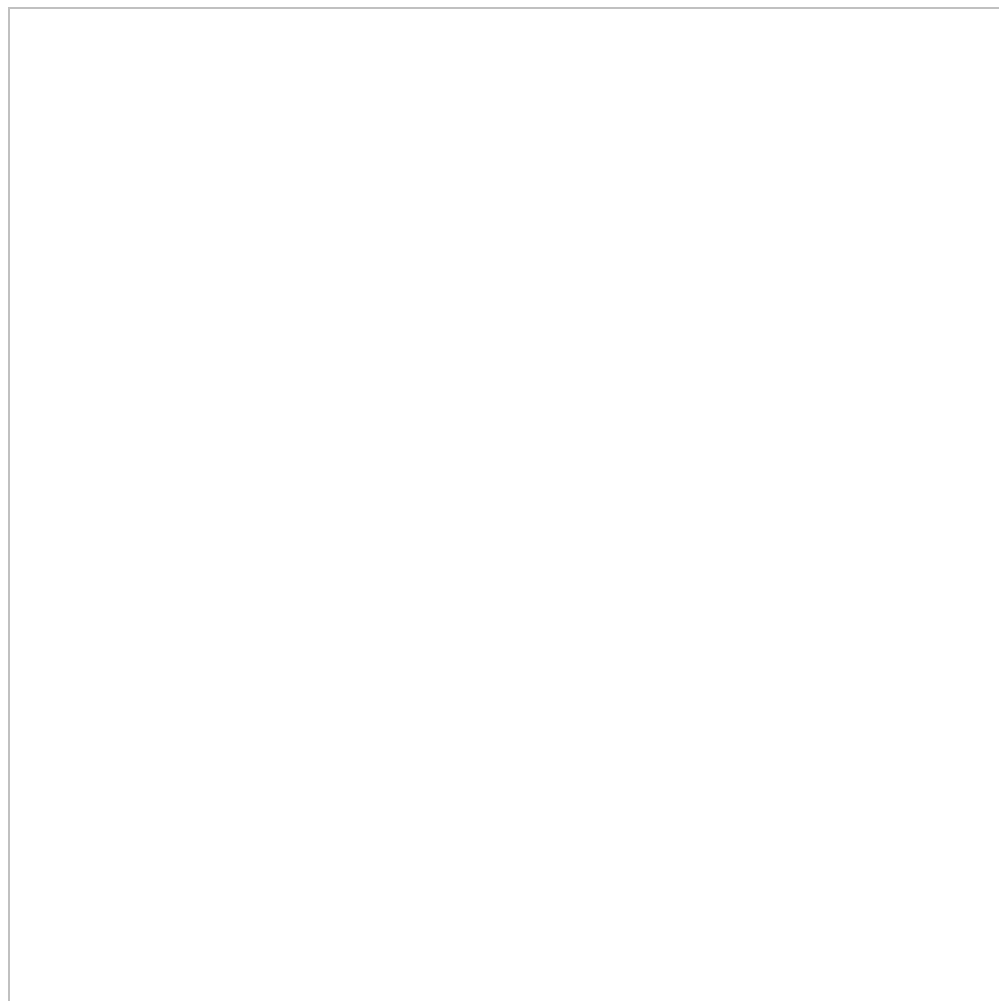


\*6家地产公司分别为Ved Boldparken Kbh地产有限公司、Munken Kbh地产有限公司、Haraldborg Kbh.地产有限公司、Hoeghsminde Parkbebyggelse Kbh.有限公司、C.F.Richsvej地产有限公司、Soborg Huse Kbh.地产有限公司。

### 3. 与收购人相关的股权关系

嘉士伯香港成立于1978年，为嘉士伯在国内投资的控股运营平台之一。嘉士伯香港的控股股东系嘉士伯亚洲。嘉士伯亚洲是一家依据新加坡法律设立的有限责任公司，系嘉士伯啤酒厂直接控制的全资子公司。

其与嘉士伯相关的股权关系图如下所示（最新）：



嘉士伯股权关系图

### （三）交易对方基本情况

#### 1. 股权转让收购重庆啤酒12.25%股权（第一次交易）

在此次收购中，交易对方为重庆啤酒（集团）有限责任公司。其前身为重庆啤酒厂，始建于1958年。1995年，经重庆市人民政府重府函〔1995〕154号文批准，重庆啤酒集团公司改组为国有独资公司，更名

为重庆啤酒（集团）有限责任公司。此时公司已由单一的生产经营发展为既从事生产经营，又从事资产经营的混合控股公司。

经过四十余年的不断发展，重啤集团由建厂之初的总资产60万元，发展为拥有资产近40亿元，集啤酒、饮料、生物制药于一体的大型企业集团。公司拥有28家分、子公司，分布于重庆、四川、贵州、江苏、湖南、浙江等地，啤酒年生产能力突破280万吨，核心企业重庆啤酒股份有限公司成为我国啤酒行业中仅有的四家上市公司之一。

## 2. 以要约收购方式收购重庆啤酒30.29%的股权（第二次交易）

第二次收购为要约收购，交易对方为全体股东。但在第二次要约收购前，嘉士伯与重啤集团已经签署了股权转让锁定协议，协议规定重啤集团以20.00%的股权接受要约。

### （四）中介机构基本情况

#### 1. 股权转让收购重庆啤酒12.25%股权（第一次交易）

第一次交易的有关中介机构			
财务顾问	中信证券股份有限公司	律师	北京市海问律师事务所

#### 2. 以要约收购方式收购重庆啤酒30.29%的股权（第二次交易）

第二次交易的有关中介机构			
财务顾问	中信证券股份有限公司	律师	君合律师事务所

## 三、收购背景

## （一）国家发展政策背景：西部大开发与西部战略

新中国成立50年特别是改革开放20年以来，各地区经济和社会发展都取得了长足进展，东部地区由于具有较好的经济基础，有利的地理位置，加上国家政策的支持，现代化建设走在了全国的前列，经济和社会发展突飞猛进，人们普遍过上了小康生活。西部地区由于受历史、自然和区位等诸多因素的影响，总体发展水平与东部相比，存在着较大的差距，近十几年来，这种差距还呈拉大趋势。国家为了缩小地区间发展差距，适时地提出了西部大开发发展战略，从而加速实现全国各地区的共同繁荣和人民的共同富裕。

政府支持的政策背景是本收购案例的最重要的背景环境。得益于国家政策的支持，以西部为发展重心的企业不仅可以获得更大的发展空间和更快的发展速度，还能够享受到国家政策带来的各项利好。因此，对于许多初入中国市场的外资企业而言，西部市场就是他们的“新兴市场”。通过进入并主导西部市场来和已经发展相对成熟的东部市场进行抗衡。

## （二）嘉士伯中国市场布局与前瞻

对于嘉士伯而言，其作为全球顶尖的啤酒生产制造商，显然不会无视增长空间巨大的中国市场。与此同时，在综合考量发展前景和增长空间等要素的基础上，嘉士伯提出了向西发展的“西部拓展”战略。一方面，西部发展水平较东部相对落后，增长空间巨大；另一方面，得益于我国“西部大开发”的国家发展战略扶持，嘉士伯的西部战略亦可加速前进。



重庆啤酒作为中国中西部最大的啤酒制造商，无疑是嘉士伯“西部战略”中最为重要的收购对象。从地理位置上来看，重庆处在中部和西部交界的要塞，既可向西拓展，以增加嘉士伯中国布局的版图，亦可巩固中部，增厚嘉士伯的业务根基。与此同时，还可以和东部的业务相呼应，形成网络协同效应。在战略重要性上，收购重庆啤酒对于嘉士伯而言，具有十分特殊的意义。

嘉士伯在中国一方面发展国际高档品牌，同时更加强调与当地的强势伙伴合作打造本地品牌。重庆啤酒与嘉士伯目前在中国的品牌及地域市场都具有高度互补性，嘉士伯目前已经是重庆啤酒的战略合作伙伴。重庆啤酒与嘉士伯强强联手，可将重庆啤酒做大做强。

随后，2013年，嘉士伯为了进一步加强嘉士伯对重庆啤酒的战略投资，并基于嘉士伯对中国啤酒市场的良好预期，希望进一步增持其在重庆啤酒的股份数量。与此同时，嘉士伯也认为此次收购将有助于深化双方的合作，进一步提升重庆啤酒公司价值及对社会公众股东的投资回报。

通过前后两次收购重庆啤酒共计60.00%的股权，嘉士伯将进一步将其品牌、技术优势与重庆啤酒的产品、渠道优势相结合，使重庆啤酒在品牌和市场支撑下实现快速扩张。同时，嘉士伯成为重庆啤酒的实际控制人，进一步在中西部市场上发挥其国际品牌和本土产品相结合的发展战略。

嘉士伯本次要约收购旨在进一步加强嘉士伯对重庆啤酒的战略投资，基于嘉士伯对中国啤酒市场的良好预期，嘉士伯希望进一步增持其在重庆啤酒的股份数量，并相信此次收购将有助于深化双方的合作，进一步提升重庆啤酒公司价值及对社会公众股东的投资回报。

### （三）重啤集团：国资退出，企业在市场中竞争

重庆啤酒作为重啤集团旗下的主要业务，长期以来是以“国资”身份示人的。为了增强国企在市场中的竞争力，进一步提高国有企业的产业创新能力和市场活力，重庆国资委选择以国资退出、市场主导的方式对国有企业进行改革。因此，对于重庆啤酒一方，也有诉求希望能够以市场化的方式来完成这一次国企改革的政策目标。

## 四、收购方案

由于本案例涉及两次收购，一次是通过股权转让的方式收购12.25%的重庆啤酒的股权，第二次是通过要约收购的方式收购重庆啤酒30.29%的股权。因此这两次的方案设计和特点均不相同，具体分析如下文。

### （一）股权转让收购重庆啤酒**12.25%**股权（第一次交易）

#### 1. 收购方式

股权转让采用协议转让方式，根据《股份转让协议》的约定，嘉士伯香港拟受让重啤集团持有重庆啤酒59 294 582股股份，占重庆啤酒总股本的12.25%。

2010年6月9日，嘉士伯香港与重啤集团签署了《股份转让协议》，协议主要内容如下：

#### （1）协议当事人

《股份转让协议》各方当事人为：

股份转让方：重庆啤酒（集团）有限责任公司；

股份受让方：嘉士伯啤酒厂香港有限公司。

## （2）拟转让股份的数量及比例

《股份转让协议》约定，本公司受让重啤集团所持有的重庆啤酒59 294 582股股份，占重庆啤酒总股本的比例为12.25%。

## （3）拟转让股份的价格

《股份转让协议》约定，股份转让总价款为2 384 828 088.00元人民币。

## （4）股份转让价款的支付

嘉士伯啤酒厂香港有限公司应于《股份转让协议》签署日后的五（5）个营业日内以美元支付转让价款的百分之三十（30%）（下称“首付款”）。首付款应付至一个以嘉士伯香港的名义开立、并由双方共同控制的外汇账户（下称“共管账户”）。在山城商标已经按照《股份转让协议》之规定完成从重啤集团到重庆啤酒的转让的前提下，存放于共管账户内的首付款及其在共管账户中孳生的全部利息应于《股份转让协议》生效后的五（5）个营业日内解付至重啤集团指定的银行账户。

在山城商标已经按照《股份转让协议》相关规定完成从重啤集团到重庆啤酒的转让的前提下，嘉士伯香港应于《股份转让协议》生效日后的五（5）个营业日内，但任何情况下不得迟于股份交割之日以任何可自由兑换的外币向重啤集团支付转让价款的百分之七十（70%）（下

称“尾款”)。尾款应付至重啤集团指定的银行账户。

#### (5) 协议的成立、生效

《股份转让协议》自重啤集团与嘉士伯香港签署后成立，自以下条件满足后生效：

①重庆啤酒董事会和股东大会批准嘉士伯香港通过本次股份转让的形式进行战略投资；

②重庆啤酒董事会和股东大会批准重庆啤酒向重啤集团购买待转商标；

③重庆啤酒职工代表大会批准与本次股份转让相关的职工安置方案；

④重庆市政府批准本次股份转让；

⑤国务院国资委批准本次股份转让；

⑥商务部签发反垄断批准并对嘉士伯香港通过本次股份转让对重庆啤酒进行战略投资做出批准。

#### (6) 协议的终止

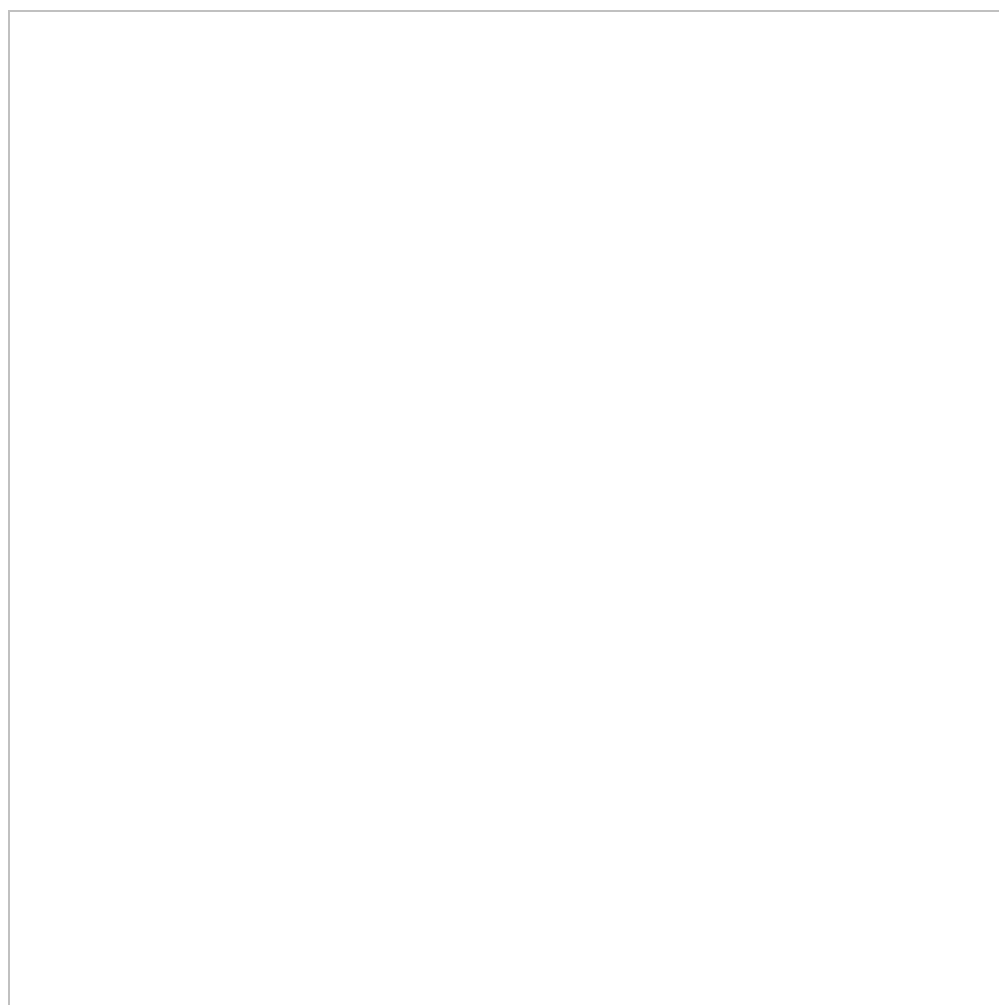
①如果任何国家权力机关或重庆啤酒股东大会决定不作出实现生效日所必需的任何批准，或者如果《股份转让协议》签署后十八(18)个月内未得以实现生效，则重啤集团或嘉士伯香港均可终止本协议；

②如果山城商标未能按照相关约定转让至重庆啤酒，嘉士伯香港可终止本协议。(《重庆啤酒详式权益变动报告书》，2010)

在进行了第一次交易后，嘉士伯集团的股权结构和重庆啤酒的股权结构都相应的发生了变化。

第一次交易前，嘉士伯通过其全资子公司嘉士伯重庆持有重庆啤酒84 500 000股股权，占重庆啤酒总股本的17.46%。除上述事项外，交易前，嘉士伯没有直接或间接持有任何重庆啤酒的股份。

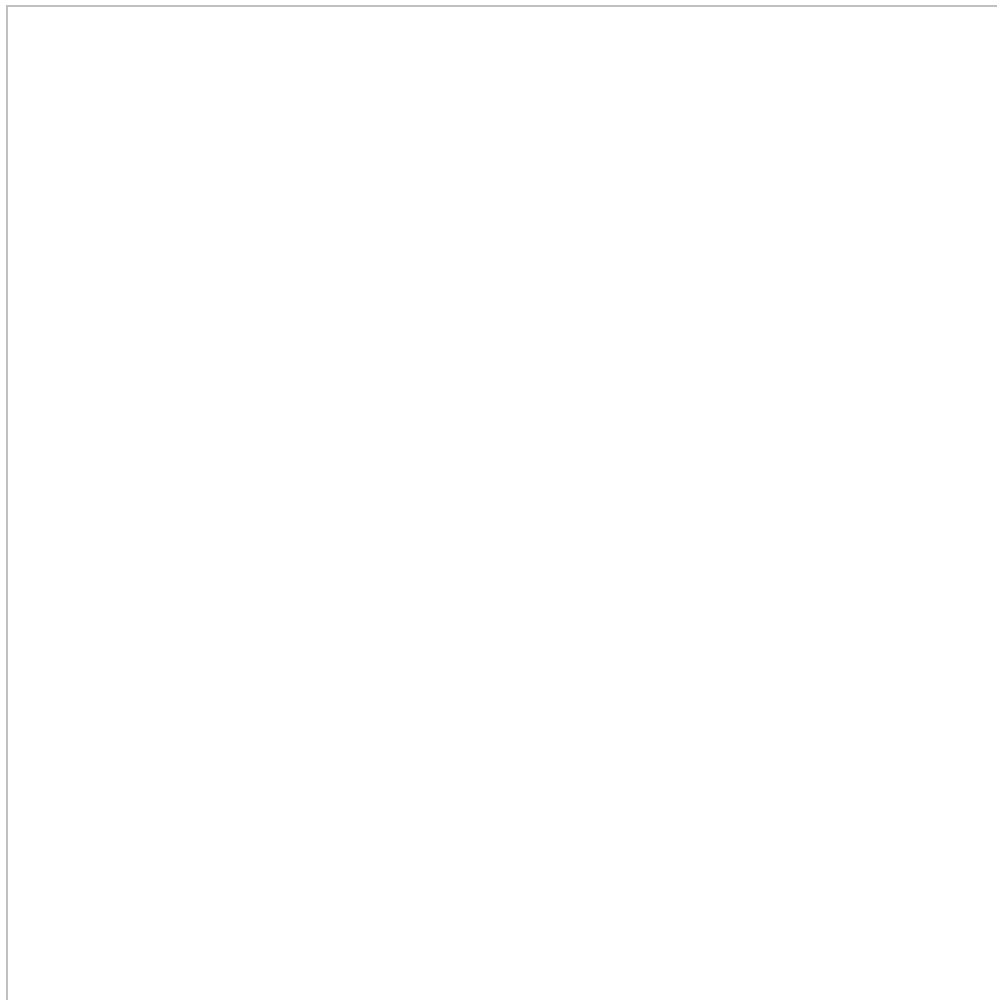
第一次交易前的股权控制结构图如下：



第一次交易完成后，嘉士伯香港将持有重庆啤酒59 294 582股股权，占重庆啤酒总股本的比例为12.25%，并与嘉士伯重庆合计控制重庆

啤酒29.71%的股份。

交易后的股权控制结构图如下：



## 2. 收购价格、收购数量、收购支付方式

在第一次交易中，嘉士伯香港拟受让重啤集团持有的重庆啤酒59 294 582股股份，受让金额为人民币2 384 828 088.00元。所需资金全部来源于嘉士伯自有资金和嘉士伯啤酒厂的资金支持。

第一次交易的支付方式主要内容如下：

嘉士伯啤酒厂香港有限公司应于《股份转让协议》签署日后的五（5）个营业日内以美元支付转让价款的百分之三十（30%）（下称“首付款”）。首付款应付至一个以嘉士伯香港的名义开立、并由双方共同控制的外汇账户（下称“共管账户”）。在山城商标已经按照《股份转让协议》之规定完成从重啤集团到重庆啤酒的转让的前提下，存放于共管账户内的首付款及其在共管账户中孳生的全部利息应于《股份转让协议》生效后的五（5）个营业日内解付至重啤集团指定的银行账户。

在山城商标已经按照《股份转让协议》相关规定完成从重啤集团到重庆啤酒的转让的前提下，嘉士伯香港应于《股份转让协议》生效日后的五（5）个营业日内，但任何情况下不得迟于股份交割之日以任何可自由兑换的外币向重啤集团支付转让价款的百分之七十（70%）。尾款应付至重啤集团指定的银行账户。

### 3. 嘉士伯的后续安排

嘉士伯在未来12个月内对重庆啤酒的主要业务、资产、聘用计划、公司业务和组织结构无重大改变或进行调整的计划。此外，嘉士伯将视重庆啤酒现有主营业务进一步发展的要求，严格按照《公司法》《公司章程》等有关规定和约定，推荐重庆啤酒的董事、监事、高级管理人员候选人。

## （二）要约收购方式收购重庆啤酒**30.29%**的股权（第二次交易）

### 1. 收购方案

此次收购方式为要约收购。因此具有要约收购的一般特点。与此同

时，由于第二次收购的主要目的是实际控制人的转移，因此收购重啤集团的股权才是重中之重。为了达成这一目标，在要约收购方案设计的过程中需要充分考虑到这一诉求，事先与重啤集团签订股份转让锁定协议。

以下是要约收购方案的具体细节。

### （1）要约收购的价格及数量

要约收购重庆啤酒股份的具体情况如下表。可以看到，在完成此次要约收购之后，嘉士伯控股将达到60.00%，成为重庆啤酒第一大股东：

股份类别	要约价格	要约收购股份数量	占总股本的比例
流通股	20元/股	146 588 136股	30.29%

### （2）要约价格及其计算基础

在要约收购中，对于定价有着非常严格的要求。本案例中的定价基础同样遵循相关法规的规定，在此基础上结合对未来市场行情的判断，进行定价。

依据《证券法》《上市公司收购管理办法》等相关法规，要约收购的要约价格及其计算基础如下：

要约收购报告书摘要公告前30个交易日内，重庆啤酒股份的每日加权平均价格的算术平均值为15.87元 / 股。在公告要约收购报告书摘要之日前6个月内，嘉士伯不存在买卖重庆啤酒股份的情形。

最后，经综合考虑，嘉士伯确定要约价格为20元 / 股。



### （3）收购资金总额及支付方式

要约收购所需最高资金总额为人民币2 931 762 720元。

在重庆啤酒作出要约收购提示性公告的同时，嘉士伯香港已按照要约收购提示性公告之日中国人民银行发布的汇率将等值于人民币586 352 544元（即要约收购所需最高资金总额的20%）的美元存入登记结算公司指定账户，作为要约收购的履约保证。登记结算公司已出具一份证明该等履约保证金已经存入的文件。

要约收购期限届满，嘉士伯将根据登记结算公司临时保管的预受要约的股份数量确认收购结果，并随后将用于支付要约收购的资金足额划至登记结算公司账户，并向其申请办理预受要约股份过户及资金结算手续。

### 2. 提前锁定重啤集团20.00%股份的方案设计

由于要约收购对嘉士伯而言不仅仅是进一步增加对重庆啤酒的持股，更是为了获得重啤集团手中的股份，成为重庆啤酒的实际控制人。而另外一方面，重啤集团也希望借此机会退出重庆啤酒的控股，完成国企市场化改革的战略目标。因此，双方都有意向在要约收购前先达成意向协议，进一步减少在市场化交易的过程中可能出现的风险。

因此，在要约收购之前，中信证券作为财务顾问帮助双方设计了股权转让锁定协议，以便双方能够最大限度地降低不确定性。

根据嘉士伯香港和重啤集团签订的《股份转让锁定协议》，重啤集团在要约收购期间内以其持有的全部重庆啤酒股份（96794240股）接受要约，并在要约收购期间完成后向嘉士伯香港转让全部或尽可能多的重

庆啤酒股份，且该等股份不附带任何权利限制。

如果在要约收购期间届满时存在任何剩余股份，重啤集团有权利根据适用法律及重庆啤酒适用的上市公司股份交易规则，按照与要约价格同等的价格向嘉士伯香港出售全部或部分剩余股份，且嘉士伯香港有义务按照上述价格自重啤集团购买该等剩余股份，但前提是该等出售和购买应通过重啤集团按照下列时点启动的公开征集受让程序（以在上交所发布该等征集程序的公告为证，重啤集团应在该等程序启动后三日内书面通知嘉士伯香港），且嘉士伯香港通过该等公开征集受让程序被选定为受让人，且该等出售和购买获得根据适用法律所需的国家权力机关之批准或授权：（i）如剩余股份总量为重庆啤酒已发行股份的百分之五（5%）以下，不超过交割日第一个周年届满之日，（ii）剩余股份总量达到或超过重庆啤酒已发行股份的百分之五（5%）但未达到百分之十（10%），不超过交割日第二个周年届满之日；（iii）剩余股份总量达到或超过百分之十（10%），不超过交割日后第三个周年届满。

另外，2013年9月11日，重庆啤酒发布公告表示近日收到国务院国资委《关于重庆啤酒（集团）有限责任公司转让所持重庆啤酒股份有限公司股份有关问题的批复》（国资产权〔2013〕848号），国务院国资委原则同意重啤集团接受收购要约，以每股20元的价格将所持重庆啤酒的96 794 240股股份转让给嘉士伯香港。这为要约收购进一步增加了保障。

### 3. 嘉士伯后续安排

同样，在未来12个月内嘉士伯没有改变重庆啤酒的主营业务，或对重庆啤酒资产和业务进行出售、合并、与他人合资或合作的计划。在要约完成前，嘉士伯没有拟改变重庆啤酒现任董事会或高级管理人员组成

的计划。在要约收购完成后，嘉士伯香港将视情况考虑是否依法行使股东权利，向重庆啤酒推荐合格的董事及高级管理人员候选人，并由重庆啤酒股东大会依据有关法律、法规及公司章程进行董事会人员的选举，以及由董事会决定聘任高级管理人员。

此外，嘉士伯在收购后12个月内亦暂无以下计划：

- （1）对重庆啤酒章程中可能阻碍对其进行后续收购的条款进行修改；
- （2）对重庆啤酒员工聘用计划作重大变动；
- （3）对重庆啤酒分红政策进行重大调整；
- （4）其他对重庆啤酒业务和组织结构有重大影响的计划。

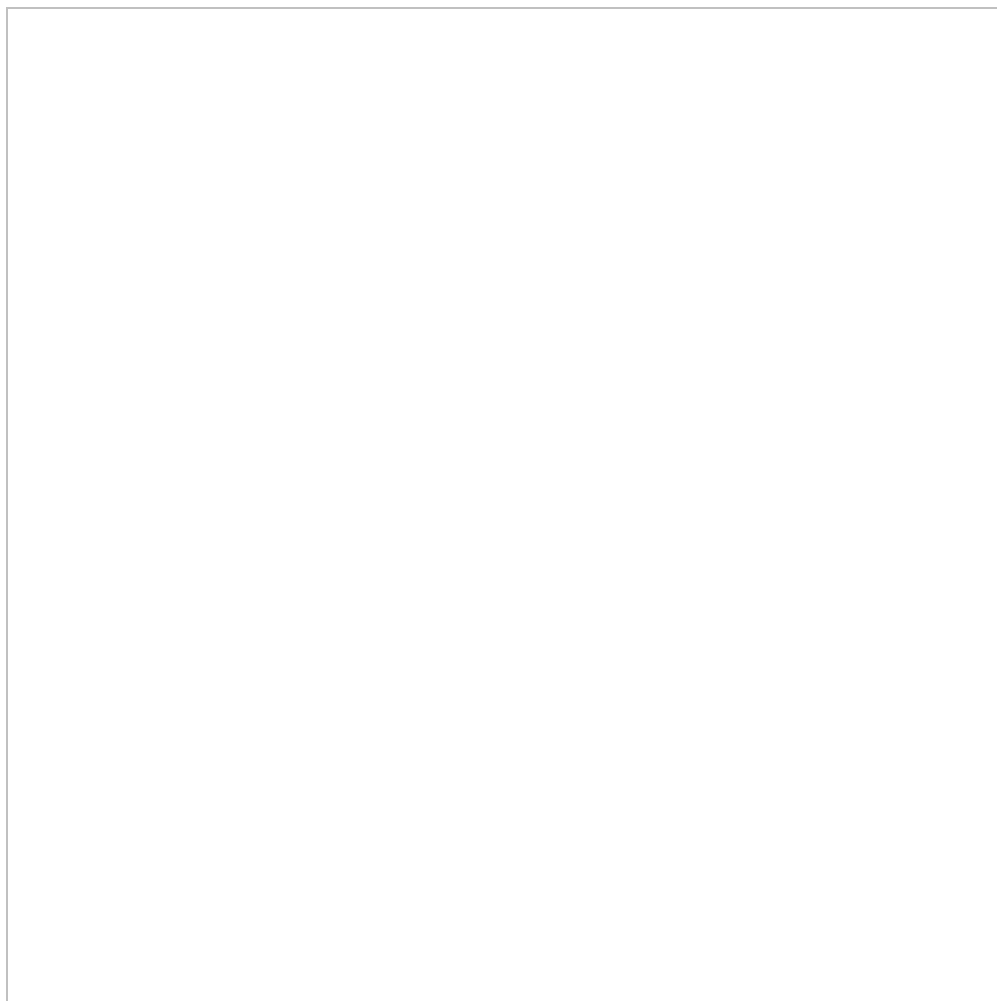
## 五、收购节点

1. 2008年，嘉士伯集团收购了英国最大的啤酒公司苏格兰纽卡斯尔啤酒并获得苏格兰纽卡斯尔啤酒拥有的重庆啤酒17.46%的股权。
2. 2010年6月10日，重庆啤酒发布关于向嘉士伯香港转让12.25%股权的公告。
3. 2010年6月18日，重庆啤酒发布详式权益变动报告书及简式权益变动报告书。
4. 2010年12月，经国务院国有资产监督管理委员会、中国人民共

和国商务部批准，公司原第一大股东重啤集团将其持有的重庆啤酒12.25%股权转让给嘉士伯啤酒厂香港有限公司。

5. 2010年12月27日，重庆啤酒发布股权过户完成公告。至此，12.25%的股权成功转让给嘉士伯啤酒厂香港有限公司，成为重庆啤酒第二大股东。
6. 2013年2月26日，重庆啤酒重大事项停牌。
7. 2013年3月，发布关于Carlsberg Brewery Hong Kong Limited向全体股东发出部分要约收购、重庆啤酒（集团）有限公司与Carlsberg Brewery Hong Kong Limited签署股份转让锁定协议及公司股票复牌交易的提示性公告。
8. 2013年4月，嘉士伯相关将要约收购相关材料报送商务部门审批。
9. 2013年9月，嘉士伯香港已收到中华人民共和国商务部反垄断局不予禁止的批复。
10. 2013年10月，收到证监会批复，认为材料齐全，予以受理。随后收到批复，对要约申购报告书无异议，要求妥善办理相关手续。
11. 2013年12月，经国务院国有资产监督管理委员会、中华人民共和国商务部、中国证券监督管理委员会批准，嘉士伯香港完成对公司146 588 136股的要约收购，该要约收购完成后，嘉士伯香港与其关联公司嘉士伯重庆共同持有公司60.00%的股权，实际控制人地位不变。原第二大股东重啤集团持股比例降至

4.95%。



要约收购项目进展图示（截止到项目完成）

## 六、收购特点

### （一）交易难点——遇到的主要问题及解决方案

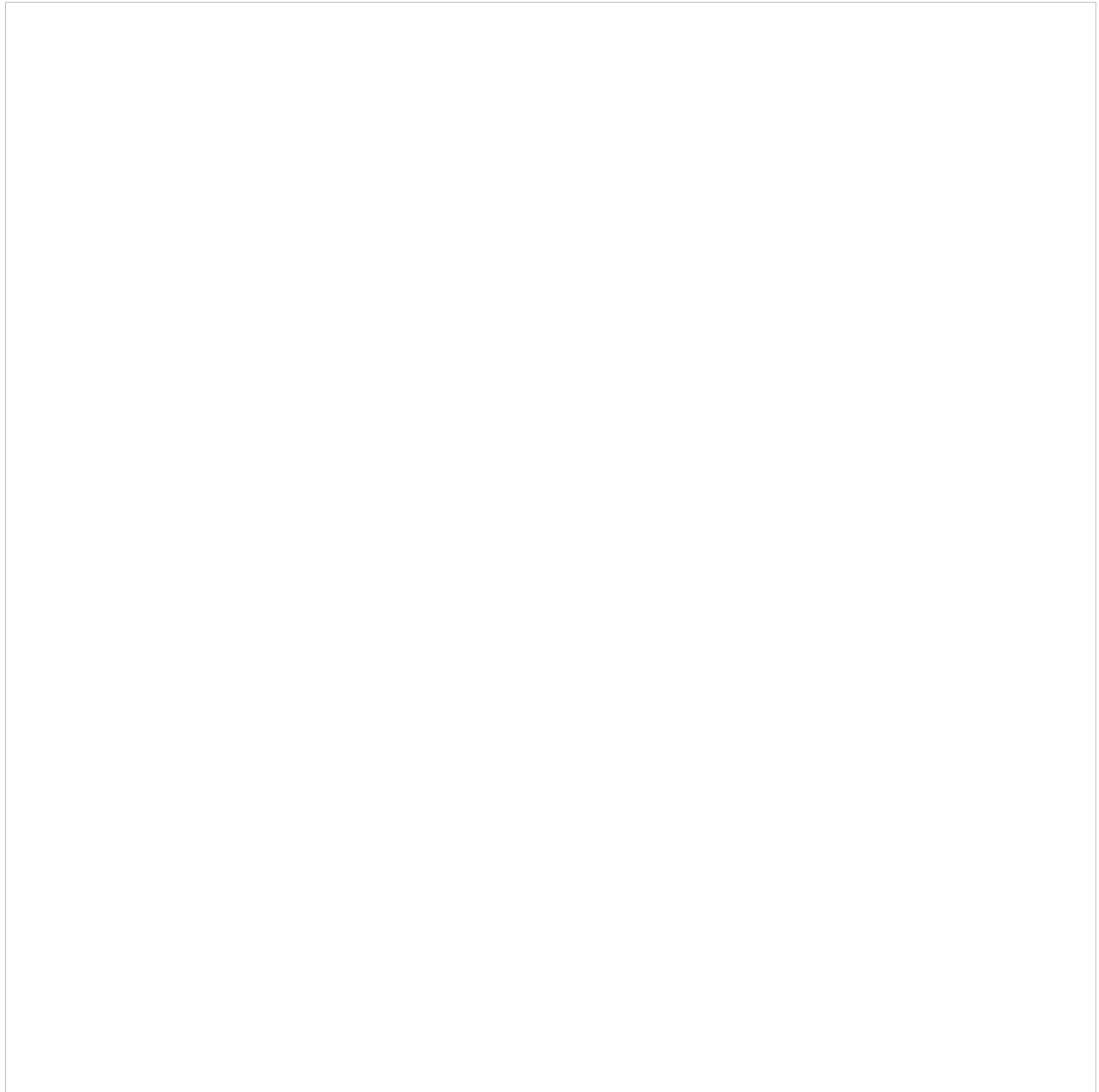
本案例中，主要的难点在于第二次的要约收购的整个过程中重庆啤酒受到疫苗研制事件的影响，导致股票价格波动较大，从而对于并购交易的时间节点的选择和定价提出了比较高的要求。另一方面，由于可能

有潜在竞争对手也有意向收购，再考虑到国资出售招牌挂的程序上的极度复杂性，财务顾问设计了要约收购的方案来保证交易的顺利实施。具体分析如下。

### 1. 时间节点的选择：股价回归理性之时的果断出击

重庆啤酒在收购佳辰生物之后，便开始了研制乙肝疫苗的漫漫长途。随着疫苗概念的不断明晰，加上重庆啤酒每隔一段时间发布的关于乙肝疫苗研究进展顺利的报告，使得重庆啤酒的股价在收购佳辰生物之后水涨船高。

在考虑到重庆啤酒股价高企可能带来的收购风险之后，认为进一步的收购不应操之过急。在此期间，重庆啤酒的股价曾一度达到83元的价格，市盈率高达108倍。显然如果此时贸然进行收购，无疑将大大增加嘉士伯的收购成本，而且在收购成本中还夹杂了关于乙肝疫苗研发的概念成分。这对于收购企业而言并不是最佳时机，风险也极高。



重庆啤酒股价历史数据图

因此，最佳策略是等待以获得更好的时机。在2012年，重庆啤酒的乙肝疫苗宣告研究失败，产品无效。股票市场也随之做出了最为客观的反应：股价从80元暴跌至20元左右。嘉士伯认为此时是并购交易的一个很好的时间点，因为此时股价充分排除了疫苗概念的相关因素，可以客观的反应上市公司的啤酒生产的真实价值。

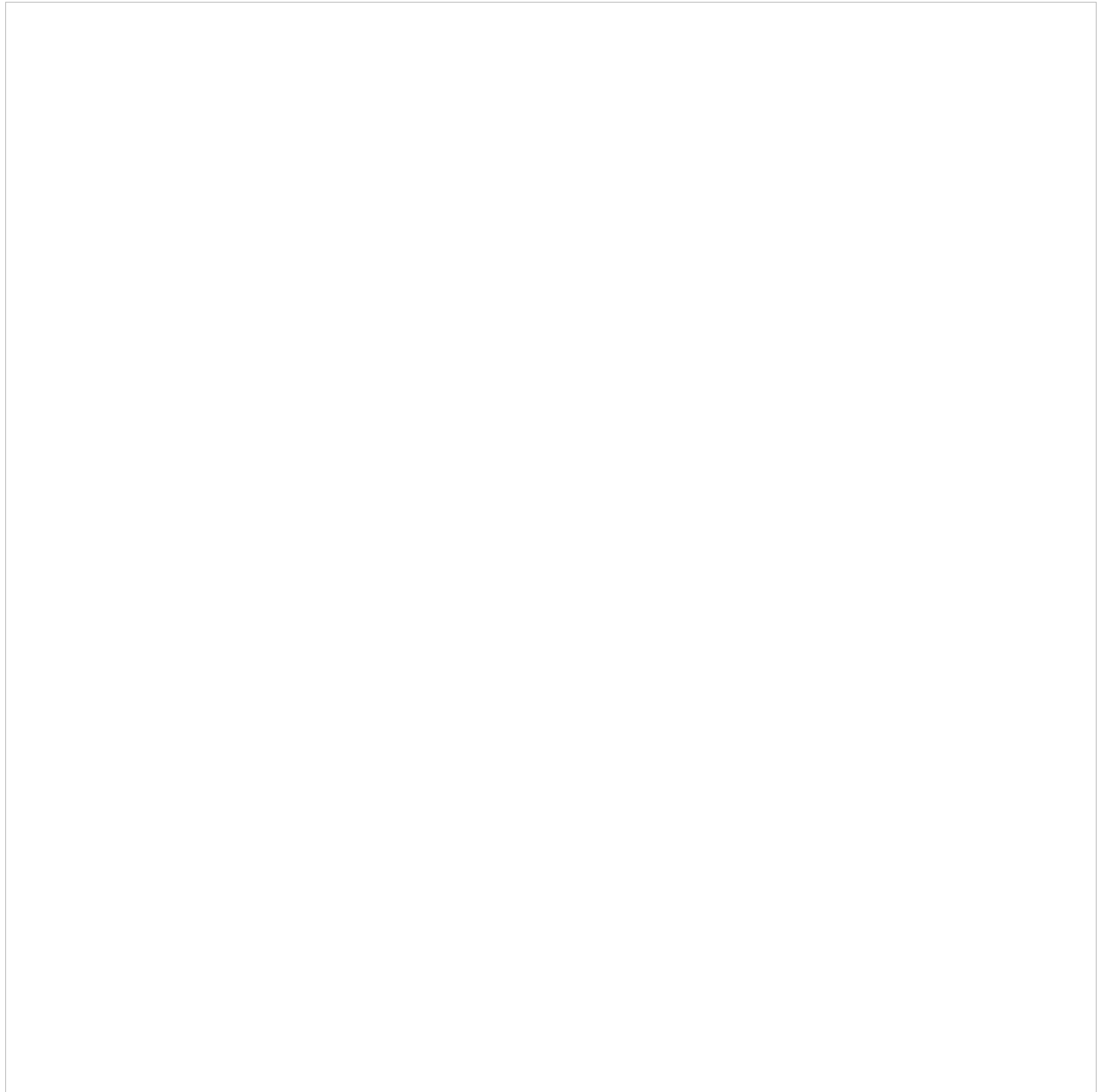
## 2. 制定收购价格：充分考虑可能存在的风险，适当定价

在收购交易的过程中，定价是整个交易环节中最为核心也是最重要的部分。定价实际上是交易双方的博弈过程，而想最终达到一个纳什均衡并不是轻而易举的。而在本案例中，由于确定了要约收购的方案，收购的对象是全体股东，因此定价的复杂程度和要求也更高。

首先，从客观的角度来说，相关法律法规对于要约收购的价格有明确的法律条文规定，在制定价格时，不能违背法律法规。依据《证券法》《上市公司收购管理办法》等相关法规，要约收购的要约价格及其计算基础是：要约收购报告书摘要公告前30个交易日内，重庆啤酒股份的每日加权平均价格的算术平均值为15.87元 / 股。在公告要约收购报告书摘要之日前6个月内，嘉士伯不存在买卖重庆啤酒股份的情形。因此，从合规的角度上来看，要约收购定价应该高于15.87元。

当然，法规仅仅提供了一个定价的下确界，而不是具体的范围。从交易成功的概率角度来看，自然是定价越高要约收购越容易实现。特别是在多数股东刚刚经历了疫苗事件的冲击之后，其抛售意愿更为强烈。但是，过高的定价显然会提高收购方嘉士伯的收购成本，导致嘉士伯的收购成本过高，整个交易也有可能无法顺利完成。





整个要约收购期间的股价变动情况

另一方面，股价也不可以过低。这是由于无法确定整个要约收购从立项到审批再到最终实施的整个过程的时间，在此期间如果股价突破了之前确定的要约收购价，则整个要约收购就面临失败的风险。

因此，综合了上述各方面的因素之后嘉士伯认为，将要约收购价格定在20.00元 / 股是一个比较合适且留有一定空间的价格。最终结果也

证明，该定价策略是完全合理且理性的。

### 3. 要约收购+股权转让锁定协议：有效降低流程复杂度，提高并购效率

由于交易的另一重要目的在于重庆啤酒的实际控制人的转让。因此，对于嘉士伯而言，收购一定数量的股份很重要，但是收购到最大股东重啤集团的股份才是重中之重。而另一方面，受到重庆国资委关于国资退出国有企业，加强国企市场竞争力的指示，重啤集团也有意向将实际控制权转移给嘉士伯。

但是，另外一方面，如果单纯利用国资转让，需要进行招拍挂的等一系列极其复杂繁琐的程序。这对于此次交易而言，从时间上增加了搜索成本，同时也可能对潜在的良好交易时机造成不必要的拖延。与此同时，一旦挂牌招标的，则有可能存在潜在竞争对手参与竞标，从而增加交易的不确定性和风险。

因此，在本案例中的策略设计是，采用要约收购的方式来进行交易。这种收购方式的好处在于程序相对简单，同时收购的期限比较短，能有效减少在交易过程中由于时间过长导致的不确定性。

另外，为保证收购的同时实际控制人发生转移，即从重啤集团转移至嘉士伯，因此在要约收购设计方案中增加了股份转让锁定协议，在要约收购的过程中能够顺利实现实际控制人的转移。

从最终的收购结果来看，此次要约收购的方案设计是成功的。在要约收购过程中，重啤集团绝大多数股权转让到了嘉士伯香港，仅剩4.95%的股份。而嘉士伯则控股60%，成为重庆啤酒第一大股东和实际控制人。这对于嘉士伯更好的进行发展中西部啤酒市场的战略无疑具有

极其重要而深远的意义。

## （二）交易亮点——本案例创新性

本案例创造了中国交易并购历史上的两个首例。

第一，嘉士伯要约收购重庆啤酒是首次外资通过要约收购的方式实现对上市公司的战略投资。在此之前，外资投资上市公司多数通过股权转让协议的方式进行，而没有利用要约收购的方式进行对上市公司的投资。并且，值得一提的是，在要约收购公告后，商务部在9月29日公布的《外国投资者对上市公司战略投资管理办法（修订）（征求意见稿）》中，首次将要约收购明确为外资战略投资上市公司的方式。

另外一方面，本次收购也是国内首例国资企业通过要约收购的方式出售上市公司的股权交易。其创新性在于，为国资出售上市公司提供了新的可能路径。目前我国正在积极推动混合所有制改革，从而提高国有企业的市场竞争力和运行效率。通过要约收购的方式来进行国资转让提高了交易过程的效率和信息对称程度。

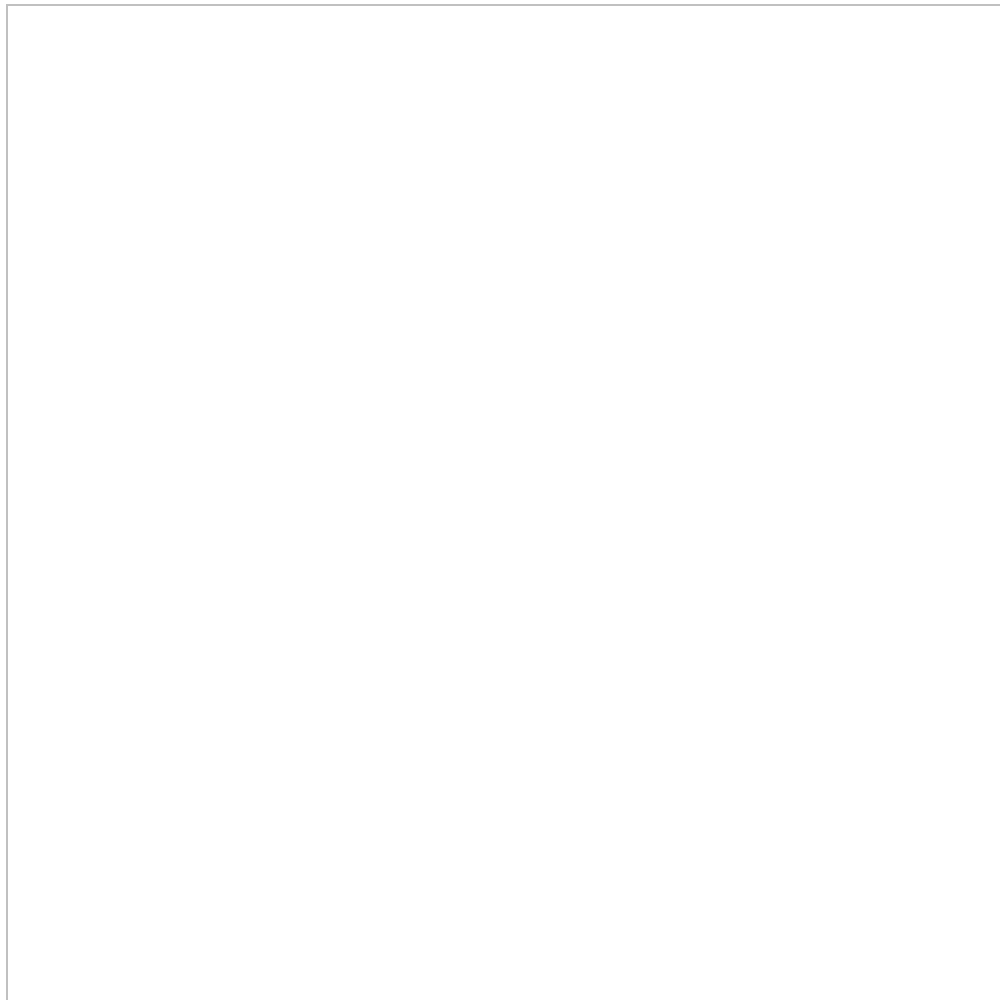
## 七、收购影响

### （一）对原股东持股比例的影响

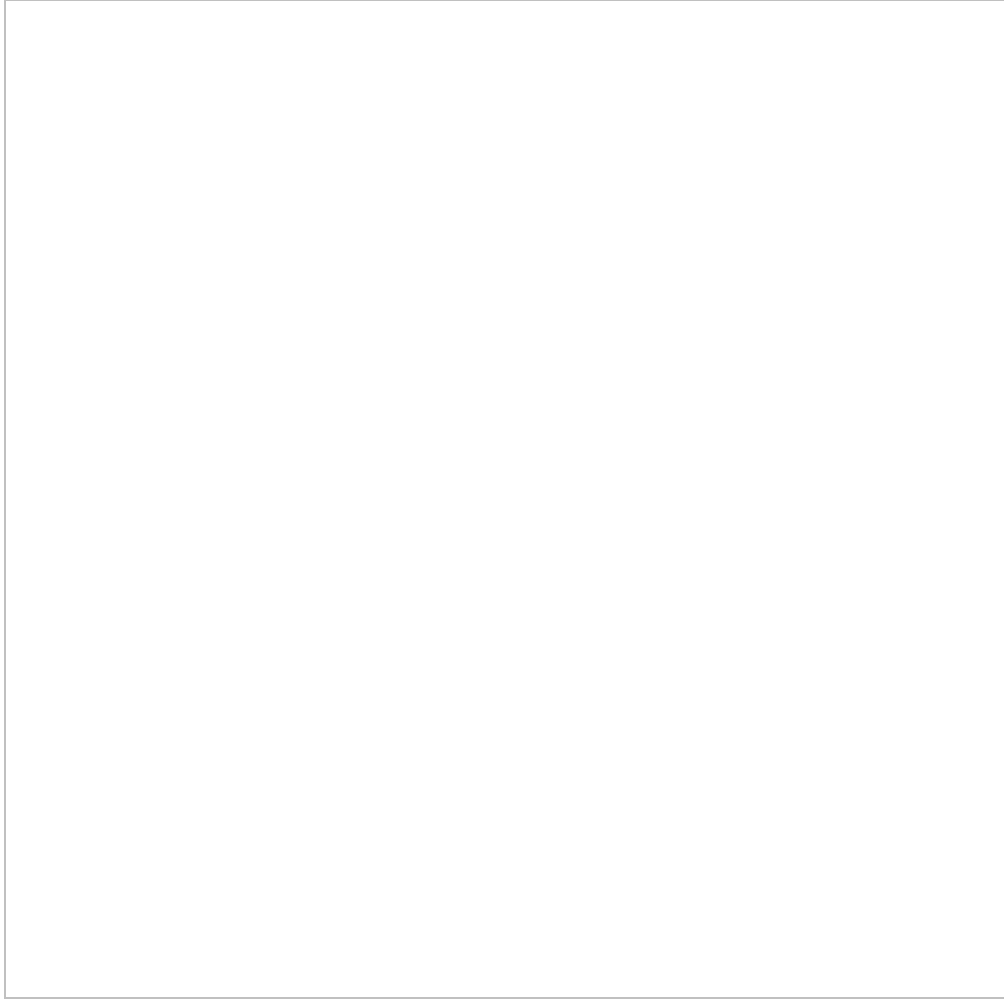
在这两次并购交易之前，重啤集团持有重庆啤酒32.25%的股份，是重庆啤酒的实际控制人和第一大股东。此时的股东持股比例和股权关系可以由下图表示。

在第一次收购交易中，重啤集团和嘉士伯香港达成股权转让协议，将12.25%的股份转让给嘉士伯香港。因此，重啤集团的股份由32.25%降至20.00%。但此时仍然是重庆啤酒的第一大股东和实际控制人。

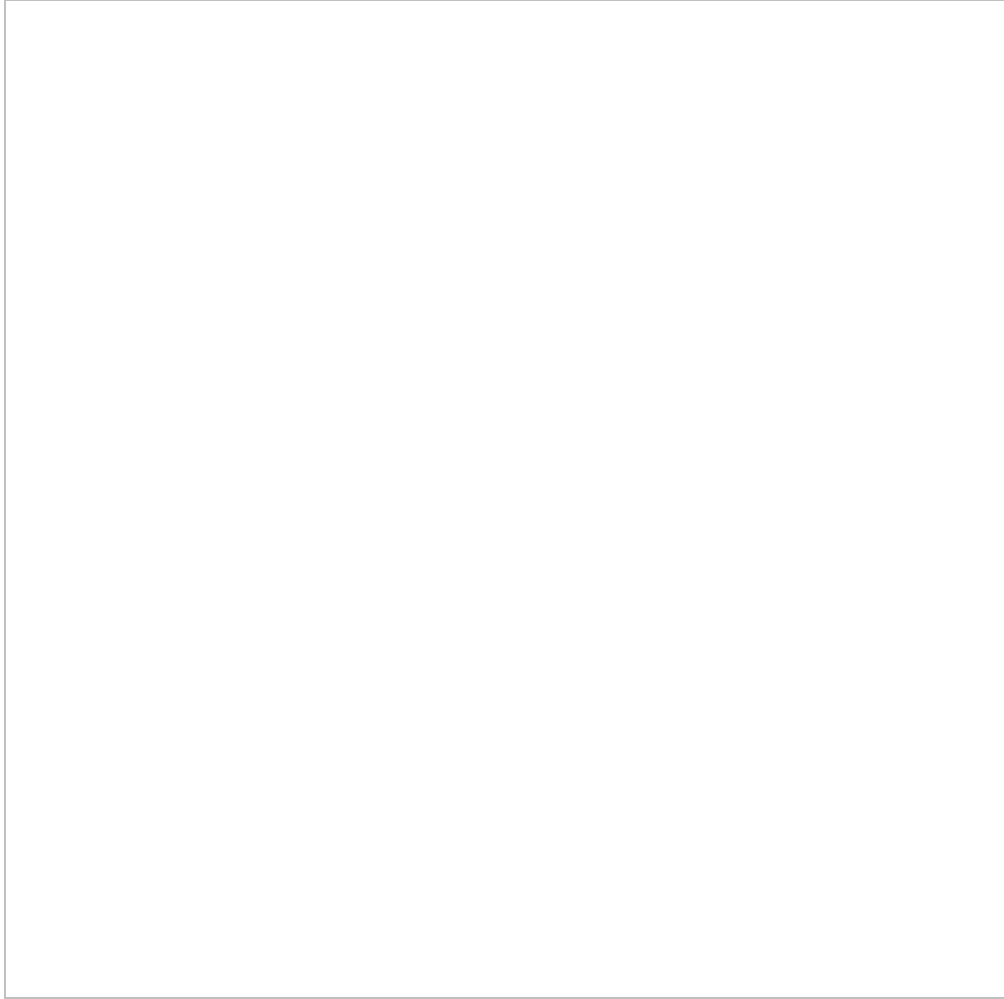
随后，在2013年12月，嘉士伯又进行了第二次收购。本次收购采取要约收购的方式，收购重庆啤酒30.29%的股份，其中，和重啤集团签订了股份转让锁定协议以确保重啤集团的股份能够顺利转移到嘉士伯名下。



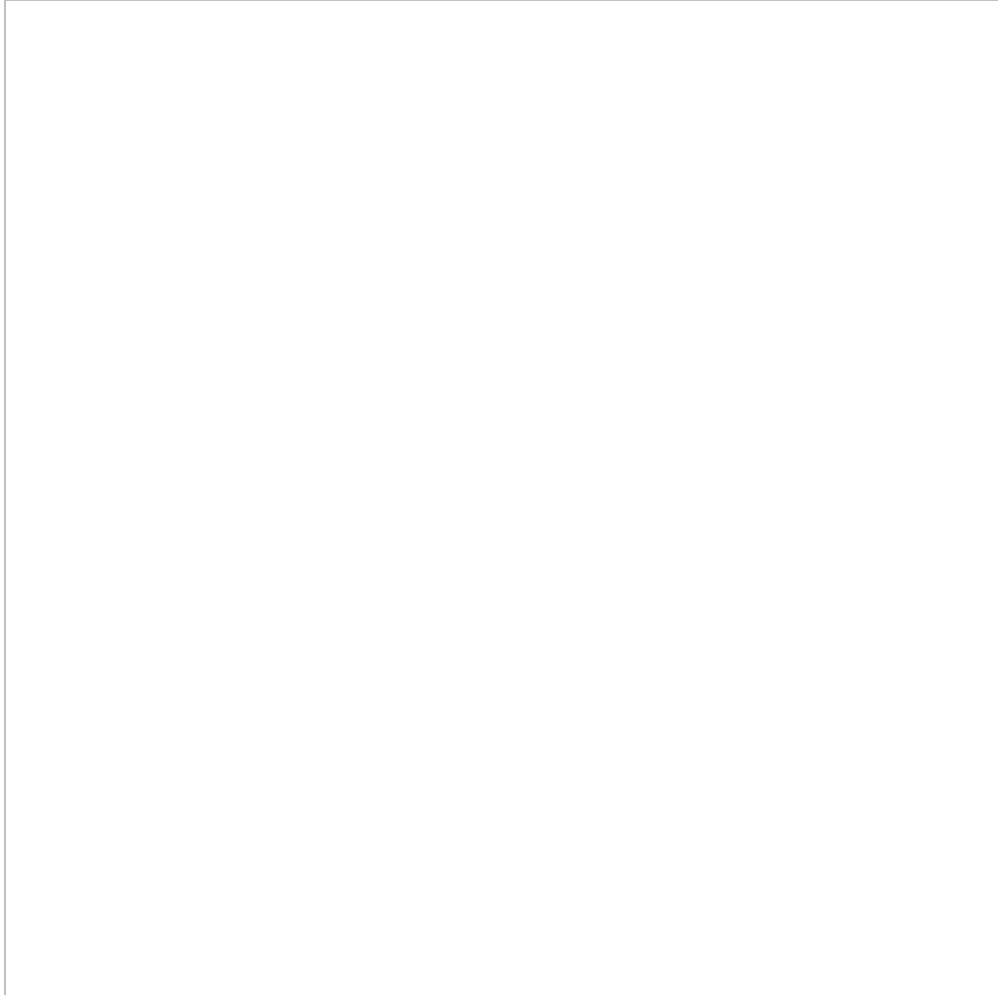
收购交易前重庆啤酒的股权关系图



第一次收购12.25%重啤集团股份后的股权关系图



要约收购前股权关系图



要约收购后股权关系图

在第二次交易之后，嘉士伯香港成为重庆啤酒第一大股东。同时嘉士伯成为重庆啤酒的实际控制人。

## （二）对上市公司后续业务经营及资本运作的影响

收购完成后，重庆啤酒的整体业务情况不会发生重大变化，将继续保持完整的采购、生产、销售体系，拥有独立的知识产权，与嘉士伯和嘉士伯在业务、人员、资产、财务及机构等方面保持独立。

此外，嘉士伯在国内的啤酒业务可分为国际品牌以及本土品牌两大部分。国际品牌包括嘉士伯、乐堡、K1664、科罗娜、健力士，销售范围为全国；除重庆啤酒下属品牌外，本土品牌还包括大理、拉萨、黄河、乌苏、西夏等，销售范围主要为各本土品牌所在省份。

而重庆啤酒目前主要在重庆市、四川省、贵州省、广西省、安徽省、浙江省以及湖南省销售包括山城、重庆、大梁山在内的本土品牌啤酒，并在重庆市、湖南省、四川省、柳州市及浙江部分地区销售嘉士伯和乐堡品牌啤酒。

在收购了重庆啤酒之后，嘉士伯继续保持国际品牌和本土品牌并行的发展策略。两方面的业务由于定位不同，不存在直接竞争关系。因此，对于重庆啤酒而已，其后续业务经营也不会出现太大的变动。

## 1. 本土品牌的经营

从本土品牌啤酒业务来看，嘉士伯目前主要通过以下列表公司生产和销售当地品牌啤酒：

嘉士伯主要持股品牌

主要销售区域	公司名称	嘉士伯持股 / 控制比例
云南	昆明华狮啤酒有限公司	100%
	大理啤酒有限公司	100%
西藏	西藏拉萨啤酒有限公司	33% <sup>[1]</sup>
甘肃	兰州黄河嘉酿啤酒有限公司	50%
	天水黄河嘉酿啤酒有限公司	50%
	酒泉西部啤酒有限公司	50%
青海	青海黄河嘉酿啤酒有限公司	50%



新疆	新疆啤酒花股份有限公司	29.99%
	新疆乌苏啤酒有限责任公司	65%
宁夏	宁夏西夏嘉酿啤酒有限公司	70%
重庆	重庆啤酒	29.71%

除此之外，2013年6月，嘉士伯香港与重啤集团签署了《合作协议》约定嘉士伯香港将积极参与资产管理公司未来的股权转让挂牌程序以实现收购由重啤集团持有的资产管理公司100%股权（以下简称“资产管理公司交易”）。如果嘉士伯香港未来收购了资产管理公司，嘉士伯将增加在江苏省、安徽省和浙江省的啤酒厂数量。

如果嘉士伯香港未来收购了资产管理公司，嘉士伯将增加在江苏省、安徽省和浙江省的啤酒厂数量。资产管理公司目前拥有9家啤酒厂和一家麦芽厂，其相关详细信息如下：

#### 重啤集团旗下资产管理公司控股相关信息

主要销售区域	公司名称	资产管理公司控制比例
江苏	重庆啤酒集团常州天目湖啤酒有限公司	100%
	重庆啤酒集团盐城有限责任公司	70%
	重庆啤酒集团湖州有限责任公司	100%
	江苏金山啤酒原料有限公司	55%
	重庆啤酒集团安徽天岛啤酒有限公司	75%
	重庆啤酒集团镇江有限责任公司 <sup>[2]</sup>	100%
安徽	重庆啤酒集团含山有限责任公司	100%
	重庆啤酒集团庐江有限责任公司	100%
	重庆啤酒集团宣城古泉啤酒有限公司	100%

	司	
浙江	重庆啤酒集团绍兴有限责任公司	90%

## 2. 国际品牌的经营

嘉士伯目前在国内销售的品牌主要有嘉士伯、乐堡、K1664、科罗娜和健力士，其中嘉士伯、乐堡和K1664为嘉士伯自主品牌，科罗娜和健力士为代销品牌。

嘉士伯目前在中国境内销售的国际品牌均为高端产品，平均定价总体高于重庆啤酒本土品牌产品，而且该等高端产品主要在夜店、酒吧等场所进行销售，与重庆啤酒旗下的本地品牌啤酒的销售渠道也有较大的差异，因此在国际品牌啤酒的销售方面不会存在直接竞争关系。

2012年3月26日，为帮助重庆啤酒改善盈利能力，发挥协同效应，重庆啤酒与嘉士伯广东签署了关联交易部分所述的《许可协议》，且嘉士伯广东随后向重庆啤酒发出了三封函件，约定重庆啤酒可以使用乐堡和嘉士伯商标及相关知识产权生产和包装乐堡和特醇嘉士伯啤酒并在重庆市、湖南省、四川省、柳州市及浙江省部分地区的部分渠道推广及销售部分规格的特醇嘉士伯和乐堡啤酒产品。同时，在《许可协议》中嘉士伯广东也承诺将不会将其或关联方生产的已许可重庆啤酒销售的产品在已许可重庆啤酒销售的区域进行分销或销售。

## 八、市场点评

嘉士伯对重庆啤酒集团啤酒资产耗时5年、总价87亿元的一轮收购在2013年年末终于完成，这是它加码中国的重要一步。它的最终目的是东部的8家啤酒厂，借助这些渠道，能够让嘉士伯旗下更能贡献利润的

品牌迅速在东部铺开市场。

对于目前还对中国啤酒市场有所期待的外资啤酒集团来说，剩下的好资产已经不多了。目前中国年产量在20万千升以上的啤酒厂商仅剩20多家，产量在10万千升以上的厂商也不过40多家。市场已经足够成熟，各家公司都已经占据了不同的市场空间。

中高档酒正成为增长速度最快的细分市场。中国酿酒工业协会啤酒分会秘书长何勇预计，这个市场在2010年至2015年间复合增长率可达15%。一项来自百威的研究则指出，低端市场的增长率预计为6%。这意味着，嘉士伯收购东部资产会更期待在利润率上取得直接提升。

——《收购重庆啤酒嘉士伯寻找“新”渠道》，第一财经网

“此举说明嘉士伯有强烈的在国内扩张的需求。”方刚认为，嘉士伯通过控股重庆啤酒有望实现未来业务重心转移到重庆啤酒，嘉士伯在国内啤酒市场的排名有望冲刺到第四名。

——《斥资近30亿增持重庆啤酒嘉士伯押宝中国市场》，东方财富网

目前，受经济衰退的影响，西欧以及东欧市场的增长出现了放缓，嘉士伯及其竞争对手渴望在新兴市场提高其市场份额。而亚洲市场对于这些啤酒行业领先企业而尤其重要，因为这是世界最大且增长最快的一片啤酒市场，占到全球啤酒消费量的35%。

营收的下降迫使嘉士伯在新的市场寻找更快速的增长。嘉士伯2013年第三季度的销售额下降了3%。

预计在2015年，亚洲市场将占到嘉士伯利润的20%以上，2006年仅占6%。为了赶上亚洲市场啤酒消费增长的势头，嘉士伯于2010年首次

向重庆啤酒有限责任公司进行了投资。经过逐渐提升持股比例后，该酿酒巨头本月初在重庆啤酒有限责任公司的持股比达到60%。

——《嘉士伯15.6亿元收购重庆啤酒加速布局中国市场》，搜狐财经

（本案例由中信证券提供，撰写人：中信证券投资银行委员会并购业务线蔡勇）

## 2.5.2 双汇集团资本运作

双汇集团在2010年到2013年之间完成了两次主要的资本运作，一举成为全球最大的猪肉制品生产厂商。其中，2012年完成的管理层收购实现了集团主业资产的整体上市，2013年完成的对于美国史密斯菲尔的收购完成了其外延式的扩张，奠定了全球市场的领先地位；2014年8月5日，双汇集团母公司万州国际成功在港交所挂牌上市。

### 一、管理层收购同时实现主业资产整体上市

#### （一）案例简述

本次交易，双汇发展的重大资产重组与双汇国际实际控制人变动同时推进。

1. 为实现主业资产整体上市，双汇集团和罗特克斯将其持有的屠宰、肉制品加工等肉类主业公司股权和为上述主业服务的密切配套产业公司股权注入双汇发展（000895.SZ）。同时，双汇发展将持有的双汇物流85%股权置出给双汇集团。2010年11月29日双汇发展公告了《发行股份购买资产及换股吸收合并暨关联交易预案》，2010年12月28日经公司股东大会表决通过。中国证监会于2012年5月26日核准上市公司重大重组事项。

根据重组方案，本次交易置出资产价格为145 790万元；双汇集团拟注入资产价格为2 537 720万元；罗特克斯拟注入资产价格为74 104万

元。本次吸收合并的被吸并方为广东双汇、内蒙古双汇、双汇牧业、华懋化工包装和双汇新材料五家公司，换股吸收合并完成后，被吸并方将注销法人资格，其全部资产、负债、权益、业务和人员将并入双汇发展。本次发行价格和换股价格均为49.89元 / 股。拟发行股份总计4.94亿股，其中资产置换和发行股票购买资产部分拟发行股份4.54股，换股吸收合并部分拟发行股份0.4亿股（拟向双汇集团发行A股股票的总数约为4.79亿股，向罗特克斯发行A股股票的总数约为0.15亿股）。本次交易前公司的总股本为6.06亿股，其中双汇集团合计持有30.267%，罗特克斯合计持有21.187%；交易后公司的总股本增至11亿股，其中双汇集团持股占比增至60.24%，罗特克斯持股占比变为13.02%。2012年7月11日，相关资产已完成交割。2012年7月30日，上述重大重组事项已实施完成。

2. 重组同时，为进一步保障重大资产重组后双汇发展持续快速发展，通过境外股权变更，双汇管理层控制的兴泰集团成为双汇发展的实际控制人，由此触发兴泰集团对双汇发展的全面要约收购义务。双汇发展于2010年11月29日公告了《河南双汇投资发展股份有限公司董事会关于双汇发展实际控制人变动事宜致全体股东的报告书》和《河南双汇投资发展股份有限公司要约收购报告书摘要》。中国证监会于2011年11月17日向双汇发展下发《关于核准罗特克斯有限公司（Rotary Vortex Limited）及其一致行动人公告河南双汇投资发展股份有限公司要约收购报告书的批复》（证监许可〔2011〕1820号）。双汇发展于2011年11月18日公告了《河南双汇投资发展股份有限公司要约收购报告书》。

根据收购报告书，兴泰集团通过罗特克斯向除双汇集团、罗特克斯以及万隆先生之外的双汇发展其他全体股东发出收购要约的义务，要约收购价格为56元 / 股，溢价4.91%，本次要约收购不以终止双汇发展上

市地位为目的。要约收购期限自2011年11月21日至2011年12月20日，截至要约收购期届满之时，已预受要约且未撤回的股份为0股，双汇发展流通股股东无人接受罗特克斯发出的收购要约。至此，罗特克斯已全面履行了要约收购义务。

## （二）交易各方

### 1. 交易各方基本情况

#### （1）重大资产重组

上市公司基本情况			
发行人名称	河南双汇投资发展股份有限公司	股票简称	双汇发展
注册资本	605 994 900元	法定代表人	张俊杰
注册地址	河南省漯河市双汇路1号	控股股东或实际控制人	双汇集团
行业分类	屠宰及肉类加工行业	主要产品及服务	鲜冻品和肉制品
标的资产基本情况（拟注入公司25家，吸并5家）			
标的资产全称	—	注册资本	—
注册地址	—	控股股东	双汇集团 / 罗特克斯
所属行业	屠宰及肉类加工行业	主要产品及服务	屠宰及肉类加工业务主要产品为鲜冻品和肉制品

#### （2）要约收购

被收购方基本情况（双汇发展基本情况见上）			
要约收购义务人基本情况			
发行人名称	兴泰集团有限公司	股票简称	—

注册资本 <sup>[3]</sup>	50 000美元	法定代表人	—
注册地址	英属维尔京群岛	控股股东或实际控制人	—
行业分类	—	主要产品及服务	股权投资和管理
一致行动人基本情况			
发行人名称	双汇国际控股有限公司公司	股票简称	—
注册资本	5 000 000美元	法定代表人	万隆
注册地址	开曼群岛	控股股东或实际控制人	兴泰集团有限公司
行业分类	—	主要产品及服务	股权投资和管理
收购人基本情况			
发行人名称	罗特克斯有限公司	股票简称	—
注册资本	1 500 000 000港元	法定代表人	—
注册地址	中国香港	控股股东或实际控制人	兴泰集团有限公司
行业分类	—	主要产品及服务	股权投资和管理
本次交易的有关中介机构			
独立财务顾问	中信证券股份有限公司	律师	北京市竞天公诚律师事务所
审计机构	德勤（华永）会计师事务所	评估机构	—

## 2. 交易双方交易前最近两年及一期的主要财务数据

### （1）重大资产重组

项目	2009年	2008年	2007年
上市公司			
营业收入（万元）	2 229 117.67	3761547.11	3 631 026.07
利润总额（万元）	32 614.16	80 307.35	177 589.68
归属于母公司所有者的净利润（万	22 328.32	56 489.30	115 920.64



元)			
标的资产			
营业收入（万元）	1 410 697.29	2 422 515.36	2 281 997.19
利润总额（万元）	49 388.60	109 825.83	246 629.37
归属于母公司所有者的净利润（万元）	34 907.63	80 244.69	183 614.51

## （2）要约收购

项目	2009年	2008年	2007年
被收购方（双汇发展财务数据见上）			
要约收购义务人——兴泰集团			
营业利润（万元）	55 720.3	35 620.7	117 477.9
净利润（万元）	55 720.3	35 620.7	117 477.9
归属于母公司所有者的净利润（万元）	55 720.3	35 620.7	117 477.9
一致行动人——双汇国际			
营业收入（万元）	2 689 251	2 474 890	455 975.3
净利润（万元）	239 988.9	163 262.4	13 006.4
归属于母公司所有者的净利润（万元）	175 144.4	111 955.2	8 232.4
收购人——罗特克斯			
营业收入（万元）	2 689 251	2 474 890	455 975.3
净利润（万元）	241 293.1	166 224.7	18 643.8
归属于母公司所有者的净利润（万元）	176 448.6	114 917.5	13 869.8

## （三）交易背景

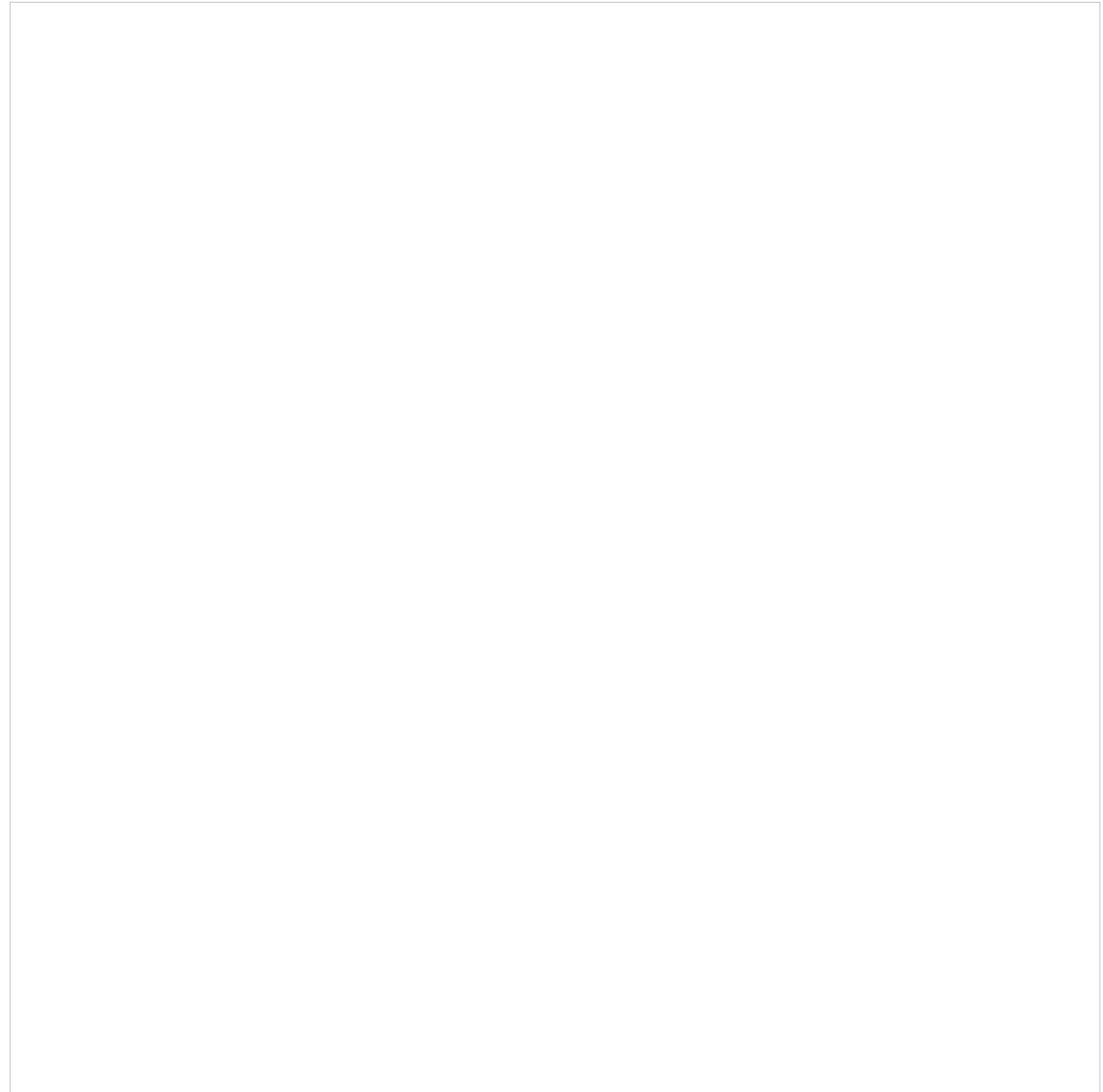
## 1. 重大资产重组

做大做强做精主业，实现主业资产整体上市。中国的肉制品行业经过近20年的发展，加工规模和年产量不断扩大，但集中度很低，整体实力不强。行业的高度分散为双汇发展创造了条件，提供了巨大的整合空间。双汇集团按照“主辅分离”原则提出了整体上市方案，即由双汇发展经营肉类加工上下游及紧密配套产业；双汇集团则保留少量辅业，如物流、蛋白等能够独立于主业、面向外部市场的其他产业，做到主辅清晰，分工明确。本次重组双汇发展向双汇集团和罗特克斯购买肉制品加工相关资产，并且回购九家相应股权。预计完成后公司生产规模将实现跨越式增长，显著提高上市公司的综合竞争能力及盈利能力。重组后的双汇发展将集中精力做大、做强、做专、做优主业，利用双汇的品牌、资金、管理等优势推动产业整合，力争通过三到五年成为世界最大的肉制品加工企业之一。

避免同业竞争，减少关联交易。本次重组前本公司与双汇集团部分全资或控股子公司在生猪屠宰、肉制品加工方面存在潜在的同业竞争；同时在采购货物、销售商品等方面存在金额较大的持续性关联交易。本次重组避免与其控股股东双汇集团的同业竞争问题，并且大幅度减少了关联交易，形成主业鲜明、方向明确的发展思路。

## 2. 要约收购

双汇发展自2007年以来至此次境外股权变更前，一直由高盛集团和鼎晖投资通过罗特克斯共同控制。收购人的股权控制架构如下图所示：



为进一步理顺股权结构，2010年11月26日，双汇国际的股东作出决议并签署相关协议进行股权调整。境外股权变更后，雄域公司可支配双汇国际36.23%股份所代表的权利，在双汇国际股东会和董事会表决普通决议时可实际支配的双汇国际表决权比例均超过半数，能够对双汇国际实施控制，进而拥有雄域公司100%股权的兴泰集团能够对双汇国际直至罗特克斯实施控制。股权变更后的股权控制架构如下图所示：

由于兴泰集团的受益人均为双汇发展及其关联企业的员工，兴泰集团成为双汇发展的实际控制人，根据《上市公司收购管理办法》，需要获得上市公司的相关审议批准。2010年11月26日，导致兴泰集团取得双汇发展控制权的相关议案已经双汇发展董事会非关联董事表决同意，且已取得双汇发展2/3以上的独立董事同意；2010年12月27日，双汇发展股东大会审议通过了关于公司实际控制人变动的议案，批准兴泰集团取

得上市公司控制权。

根据《上市公司收购管理办法》的相关规定，上述股权变更触发了兴泰集团对双汇发展的全面要约收购义务。兴泰集团为本次要约收购的义务人，与双汇国际就本次要约收购签署《一致行动协议》，共同授权双汇国际间接拥有的全资子公司罗特克斯作为要约收购的实施主体，万隆先生亦出具声明函与兴泰集团一致行动。截至要约收购报告书签署之日，罗特克斯、双汇集团及一致行动人万隆先生合计持有311 857 203股双汇发展股份，占双汇发展总股本比例51.46%。罗特克斯向除双汇集团、罗特克斯以及万隆先生之外的双汇发展其他全体股东发出全面收购要约。

## （四）交易方案

### 1. 重大资产重组

#### （1）基本方案

双汇集团和罗特克斯将其持有的屠宰、肉制品加工等肉类主业公司股权和为上述主业服务的密切配套产业公司股权注入双汇发展（000895.SZ）。同时，双汇发展司将持有的双汇物流85%股权置出给双汇集团。具体方案如下，且方案①和②为本次重大资产重组不可分割的组成部分并互为前提条件。

#### ①资产置换和发行股票购买资产方案

双汇发展拟以置出资产与双汇集团的置入资产进行置换，向双汇集团非公开发行A股股票作为受让双汇集团置入资产价值超过双汇发展拟

置出资产部分的对价；双汇发展向罗特克斯非公开发行A股股票作为罗特克斯认股资产的对价。

## ②换股吸收合并方案

双汇发展以换股方式吸收合并5家公司，即广东双汇、内蒙古双汇、双汇牧业、华懋化工包装和双汇新材料，双汇发展为吸并方及存续方。双汇发展拟向被吸并方换股时在工商局登记注册的全体股东（双汇发展除外）即双汇集团和罗特克斯增发A股股票，届时双汇集团和罗特克斯将其所持有的被吸并方股权按照换股吸收合并协议书的约定全部转换成双汇发展股票。本次换股吸收合并完成后，被吸并方将注销法人资格，其全部资产、负债、权益、业务和人员将并入双汇发展。

## （2）估值及支付情况

拟注入资产和被吸并公司的估值情况<sup>[4]</sup>

本次交易置出资产为双汇物流85%股权，价格为145 790万元。拟注入资产为德州双汇、禽业加工、保鲜包装、联邦化学、天瑞生化等24家公司的全部或部分股权，估值合计2 611 824万元（T年的市盈率倍数为32.55）；其中双汇集团拟注入资产价格为2 537 720万元，罗特克斯拟注入资产价格为74 104万元。

可比公司估值倍数

本次发行价格和换股价格为双汇发展审议本次重大资产重组相关事宜的首次董事会决议公告日前20个交易日的双汇发展股票交易均价，即51.94元 / 股。除息后，发行价格和换股价格调整为49.89元 / 股。对价支付全部采取股份支付，对本次发行中不足1股的剩余对价（如有）将在未来以现金或双方认可的其他方式支付。根据上述交易价格和发行价格，本次拟发行股份总计494 294 324股，其中资产置换和发行股票购买



资产部分拟发行股份454 589 218股，换股吸收合并部分拟发行股份39 705 106股；拟向双汇集团发行A股股票的总数约为4.79亿股，向罗特克斯发行A股股票的总数约为0.15亿股。

### （3）盈利补偿安排

2010年12月10日，本公司与双汇集团和罗特克斯签订了《盈利预测补偿协议》。2012年2月15日，本公司与上述两方签订了《盈利预测补偿协议之补充协议》，2012年3月12日，本公司与上述两方签订了《盈利预测补偿协议之补充协议之二》。本公司与双汇集团和罗特克斯一致确认，本次盈利预测补偿期限为本次重组实施完毕后三个会计年度；根据资产评估报告及有关说明，2012—2014年，拟注入资产的预测净利润分别为191 215万元、248 495万元、314 697万元。采取股份补偿和现金补偿。并且在补偿期限届满时，双汇发展应当聘请会计师事务所对拟注入资产进行减值测试，并出具专项审核意见。同时也就在建项目拟定了进一步的补偿承诺。

## 2. 境外股权变更及要约收购

### （1）境外股权变更

为配合上述重组，双汇国际的股东通过境外股权变更。股权调整的具体方案如下：①星晖B向润峰投资转让11 819股，星晖D向运昌公司转让10 526股，星晖D向润峰投资转让49 474股；在前述转让完成后，双汇国际的股份按照1：10000的比例进行拆细，双汇国际的股份总数由已发行1 000 000股拆细为10 000 000 000股（下称“股份拆细”）；②股份拆细后，星晖B的股东按照其在双汇国际的实际权益转为在双汇国际层面直接持股；以及③股份拆细后，双汇国际向运昌公司发行526 320 000股

新股；运昌公司以象征性价格美元52 632元取得双汇国际6%股权，源于双汇国际对双汇管理团队实施的一项为期3年的员工奖励计划。

根据双汇国际于2010年11月26日向运昌公司发出的《书面指示》，运昌公司将根据雄域公司不时的指示在双汇国际的股东会行使其持有的双汇国际6%股份所对应的表决权。根据修订后的双汇国际公司章程，双汇国际股东会在表决普通决议（指过半数股东投票通过的决议）时，雄域公司及运昌公司有权就其所持每股股份投2票，其他股东就其所持每股股份投1票；雄域公司及运昌公司拥有双汇国际股东会的股份所对应的表决权比例达到53.19%，在双汇国际董事会表决权比例超过半数。

## （2）要约收购

### ①基本方案

根据《上市公司收购管理办法》的相关规定，上述股权变更触发了兴泰集团对双汇发展的全面要约收购义务。兴泰集团为本次要约收购的义务人，与双汇国际就本次要约收购签署《一致行动协议》（万隆先生出具一致行动声明函，亦与兴泰集团一致行动），双汇国际与兴泰集团共同授权双汇国际间接拥有的全资子公司罗特克斯作为要约收购的实施主体。

双汇发展于2011年11月18日公告了《河南双汇投资发展股份有限公司要约收购报告书》。罗特克斯向除双汇集团、罗特克斯以及万隆先生之外的双汇发展其他全体股东（持股共计294 137 697股，占比48.54%）发出溢价全面收购要约。

### ②估值及支付情况

根据要约收购报告书，收购价格为56元 / 股，较报告书公告前30个交易日公司股票的每日加权平均价格的算术平均值53.38元 / 股溢价4.91%。本次要约收购所需最高资金总额为人民币16 471 711 032.00元。罗特克斯及其全资子公司双汇集团已分别将13亿港元及22亿元人民币（合计相当于本次要约收购所需最高资金总额的20%）的保证金存入登记结算公司深圳分公司指定账户，作为本次要约收购的履约保证。罗特克斯承诺具备实施本次要约收购的履约能力。

### （3）其他安排

本次要约收购系双汇发展实际控制人变动而触发，不以终止双汇发展上市地位为目的。本次要约收购期限届满，如果社会公众股东持有的双汇发展股份总数低于双汇发展股本总额的10%，双汇发展将面临股权分布不具备上市条件的风险。

若本次要约收购完成后，双汇发展股权分布不具备《深圳证券交易所股票上市规则（2008年修订）》下的上市条件，收购人及其控股子公司双汇集团作为双汇发展股东可运用其股东表决权或者通过其他符合法律、法规以及双汇发展公司章程规定的方式提出相关建议或者动议，促使双汇发展在规定时间内提出维持上市地位的解决方案并加以实施，以维持双汇发展的上市地位。

若收购人提出具体建议或者动议，则将可能但不限于采取以下各种方案之一或者其组合：

向双汇发展董事会或股东大会提交提案，建议通过公开发行、非公开发行等方式增加社会公众持有双汇发展股份的数量，使社会公众持有的股份不低于双汇发展股份总数的10%；

收购人在符合有关法律和法规的前提下，通过交易所集中竞价交易、大宗交易或其他方式出售超比例持有的流通股份。

## （五）交易节点

时间	事项
2010年4月2日	经深交所批准，公司股票开始停牌
2010年11月29日	董事会审议通过，公告重组预案
	罗特克斯董事会作出要约收购决议，上市公司公告收购报告书
2010年12月27日	股东大会审议通过
2011年11月17日	中国证监会核准要约收购
2011年11月21日	罗特克斯向交易对手发出要约
2011年12月20日	罗特克斯已全面履行了要约收购义务
2012年5月25日	中国证监会核准重大资产重组
2012年7月11日	股权登记手续办理完毕
2012年7月30日	本次交易实施完毕

## （六）交易特点

### 1. 主业资产整体上市，彻底解决同业竞争，大幅减少关联交易

本次交易按照“主辅分离”原则，由上市公司经营主业以及与主业密切相关的产业，包括饲料、养殖、屠宰、肉制品、辅料、动力、包装印刷、商业连锁、技术中心等。集团公司经营物流、蛋白、生化等能够独立于主业、面向外部市场的其他产业，做到主辅清晰，分工明确。

### 2. 管理层收购、要约收购以及上市公司发行股份购买资产同时进

行，属国内首例

为进一步保障重大资产重组后双汇发展持续快速发展，重组同时通过上市公司管理层在境外通过股份转让、新增股权激励股票以及表决权安排等措施进行股权变更。变更后，双汇员工控制的公司兴泰集团将成为双汇发展的实际控制人，有利于稳定股东结构，使管理层利益与公司利益一致，然而由此触发兴泰集团对双汇发展的全面要约收购义务。管理层收购、要约收购以及上市公司重大资产重组同时进行，在中国尚属首例，操作难度较大。

## （七）交易影响

### 1. 对公司业务的影响

本次要约收购及重大资产重组完成后，双汇集团和罗特克斯下属肉类主业优质资产将集中到双汇发展，双汇发展将拥有完整的采购、生产、销售体系，与罗特克斯及双汇集团在人员、资产、财务、业务及机构方面完全分开，保持独立面向市场的经营能力，上市公司生产规模和盈利能力将得到大幅提高，市场竞争力进一步增强。重组后，双汇发展经营肉类加工上下游及紧密配套产业，双汇集团则保留少量辅业，形成主业鲜明、方向明确的发展思路，彻底解决了上市公司的同业竞争问题，以及大幅降低关联交易。重组前后双汇发展对双汇集团2009年的关联采购金额比例由65.81%降至6.21%；关联销售金额的比例由9.18%降至2.26%，关联交易将大幅减少。

另外，行业市场空间广阔、整合步伐加速、食品安全重视程度日益提高和国家惠农政策支持等诸多利好因素，结合双汇发展重组后进一步

提升的规模、管理、技术、人才、市场和区位优势，将对公司调整产业结构、完善产业链条、优化产业布局、增强创新能力大有裨益。

## 2. 对公司财务的影响

按照本次重组方案，拟注入资产的29家公司主要从事屠宰及肉类加工业务，拟注入资产的生产规模高于本公司，与生产规模相适应的总资产和净资产规模也高于本公司，因此重组后本公司总资产和总负债均增长接近100%。重组完成后，本公司实现了跨越式增长，归属于母公司所有者权益增长幅度达143.44%。

2011年和2010年，公司合并备考财务报告实现的归属于母公司的净利润为134 499.67万元和294 573.70万元，较重组前增长138.10%和154.12%。重组完成后，本公司实现的归属于母公司的净利润大幅增加的主要原因其一是公司的生产规模实现了跨越式增长；其二是重组完成后，拟注入资产纳入本公司合并报表范围，拟注入资产销售给本公司的化工包装产品实现的利润归属于本公司，并计入肉制品或鲜冻品实现的利润；其三是重组完成后买断式代理销售关联交易将予以抵消，相关产品的利润将归属于本公司；其四是重组完成后，公司肉制品产品中毛利较高的低温肉制品比例上升。

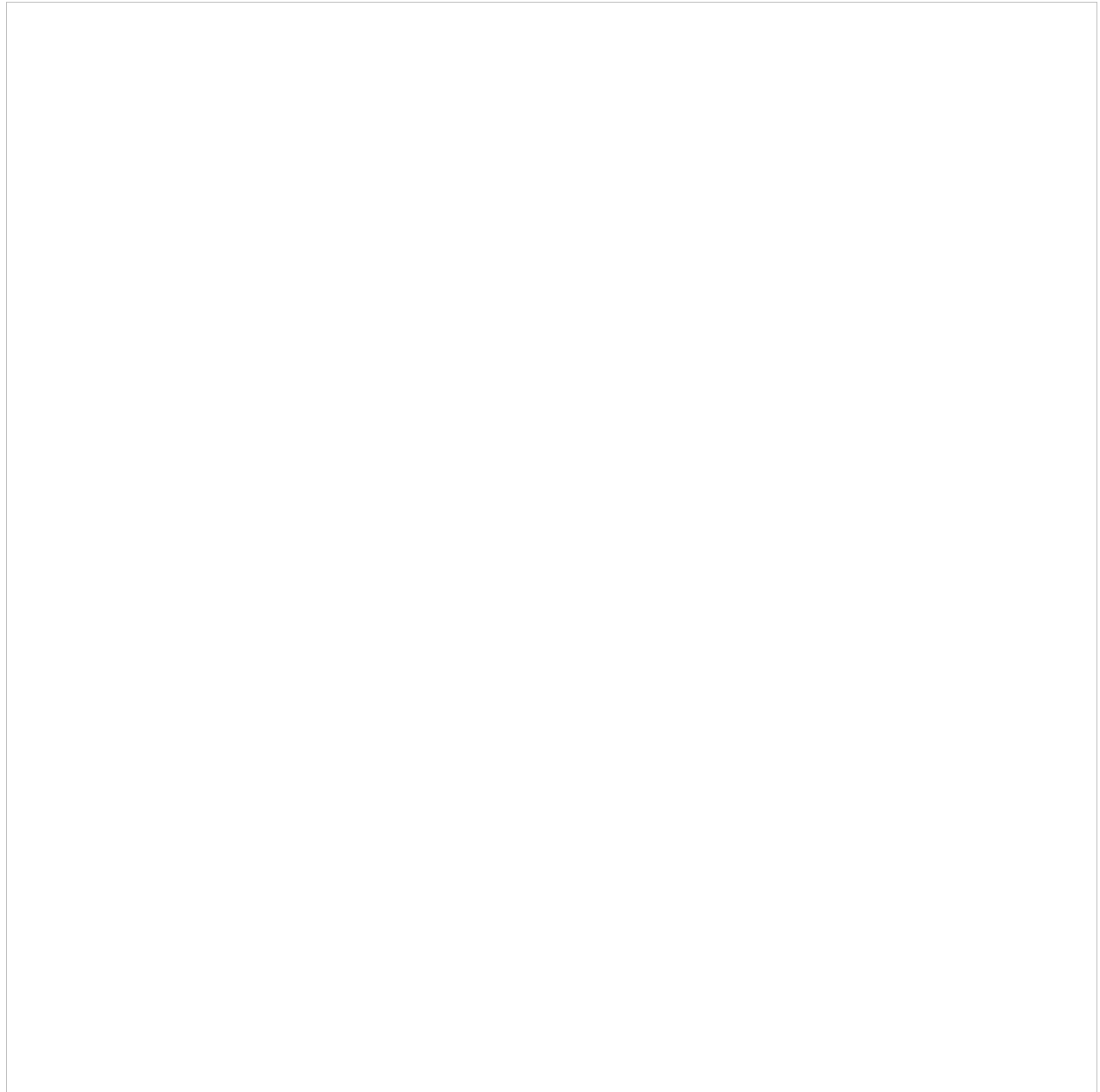
单位：万元

	2011年8月31日（实际）	2011年8月31日（备考）	变动率
总资产	721 611.02	1 522 997.63	111.06%
归属母公司所有者权益	334 019.63	817 450.56	144.73%
每股净资产（元 / 股）	5.51	7.43	34.79%
	2011年1-8月（实际）	2011年1-8月（备考）	变动率
营业收入	2 229 117.67	2 098 094.98	-5.88%
营业利润	25 457.29	68 688.45	169.82%

归属母公司所有者净利润	22 328.32	55 663.56	149.30%
每股收益（元 / 股）	0.37	0.51	37.30%
净资产收益率	6.68%	6.81%	1.87%

### 3. 对原股东持股比例的影响

本次交易前公司的总股本为605 994 900股，其中，双汇集团合计持有本公司股份183 416 250股股份，占发行前总股本的30.267%；罗特克斯合计持有本公司股份128 393 708股股份，占发行前总股本的21.187%。根据公司置出资产及拟注入资产的交易对价，本次拟非公开发行4.94亿股。本次股份发行前后公司股权结构变化情况如下表所示：



#### 4. 对上市公司市值及原股东财富的影响

双汇发展自停牌到公告重组预案再到交易完成，公司股价走势和市值变动如下。可以看到受到重组的影响公司股价有较为明显的提振，且重组后公司的市值也有了更进一步的提升。

#### （八）市场点评



双汇发展自2010年3月以来推进重大资产重组，筹划重组事宜已经2年多。内容包括核准双汇发展向双汇集团和罗特克斯发行454 589 218股股份购买相关资产，以及新增39 705 106股股份吸收合并五家公司。市场认为重大资产重组的完成有利于双汇发展减少关联交易，同时突出屠宰和肉制品加工的主营业务。同时，重大资产重组的最终完成以及管理层股权激励的实施将有利于公司集中精力做强主业。

为了降低关联交易，提高盈利能力，公司按照“主辅分离”的原则进行了业务重组。公司向双汇集团和罗特克斯购买的肉制品加工资产产品主要为中高端、利润率较高的低温肉制品，而且此次重组注入的冷鲜肉和低温肉制品等相关产品均远高于公司的产量。此外，此次重组注入的资产经营区域包括河南、湖北、内蒙古、上海、山东、四川、江苏、河北、广东、黑龙江、江西、辽宁和云南等13个省、直辖市和自治区，而这些区域均为我国屠宰及肉类加工行业的重要地域，而且公司还藉此得以进入山东、四川、江苏、河北、广东、黑龙江、江西和云南等8个省和自治区，可以在贴近消费市场的区域设置网点，从而在不同的消费市场获得新的增长动力。由于重组注入资产的生产规模在屠宰量、冷鲜肉产量、冷冻肉产量和低温肉制品产量等方面显著大于双汇发展，在高温肉制品产量和低温肉制品产量等方面显著大于行业可比公司，所以此次重组将使公司的生产规模和盈利能力将实现跨越式增长，并进一步提高市场竞争力。

## 二、收购史密斯菲尔德实现外延式扩张

### （一）案例简述

2013年5月29日，史密斯菲尔德（以下简称“SFD”）公告双汇国际将收购SFD，包括债务在内收购金额共71亿美元。根据协议，双汇国际将以每股34美元的价格向SFD发起全面要约，该价格较公告前一日收盘价溢价31%。双汇将支付47.18亿美元现金，另外将承担SFD约24亿元的债务。至2013年9月24日，本交易已取得美国投资审查委员会、美国外国投资委员会、美国政府等相关部门的批准。2013年9月26日双方正式完成交易。

## （二）交易各方

### 1. 交易各方基本情况

收购方基本情况			
发行人名称	双汇国际控股有限公司公司	股票简称	—
注册资本	5 000 000美元	法定代表人	万隆
注册地址	开曼群岛	控股股东或实际控制人	兴泰集团
行业分类	—	主要产品及服务	股权投资和管理
标的资产（上市公司）基本情况			
标的资产全称	史密斯菲尔德食品公司	注册资本	—
注册地址	美国弗吉尼亚州	控股股东或实际控制人	—
所属行业	肉类生产和加工行业	主要产品及服务	冷鲜肉和包装肉品

### 2. 交易双方交易前最近两年及一期的主要财务数据

项目	最近一期 <sup>[5]</sup>	上一年度	再上一年度
收购方双汇国际			
营业收入（百万美元）	11 253	6 243	5 455
利润总额（万元）	—67	468	188
归属于母公司所有者的净利润（万元）	—263	365	129
标的资产（上市公司）SFD			
营业收入（百万美元）	13 221.1	13 094.3	12 202.7
净利润（百万美元）	183.8	361.3	521.0
归属于母公司所有者的净利润（百万美元）	183.8	361.3	521.0

### （三）交易背景

#### 1. 收购动因

并购后可以更好地发挥上下游的协同及互补效应。双汇是国内最大的肉制品行业，以肉制品为基础，适当向上下游拓展，有SFD丰富的原料支持，有助于公司发挥协同效应，如果某一产品线出现风险（如原材料价格变动、需求减少等），能够从其他产品线上化解风险，平滑公司盈利水平。

中美资源和市场的互通。美国是全球第二大生猪生产国，SFD年生产生猪占比16%左右。作为国际型肉类企业，其盈利的一个重要途径来自于亚洲等新兴市场的出口（较高的猪肉价格），对于双汇而言，有机会获得高质量但价格优惠的原料。

品牌引进和丰富产品线。本次并购，对于学习和引进SFD成熟品牌和产品，对双汇发展的潜在价值很大。同时也能学习并购和养殖经验。SFD从1970年代开始就涉足并引导了美国生猪屠宰和养殖产业的整合，目前为美国最大的猪肉及生猪生产商，SFD在发展过程中所积累的并购和管理经验，对于正处于快速规模化阶段的双汇发展而言有借鉴意义。另外SFD在上游生猪养殖的技术积累，对于双汇涉足上游生猪养殖行业（主要靠外购生猪），在技术引进和经验培育方面也有助益。

#### 2. 出售动因

进军中国市场，打开渠道和分销网络。美国生猪市场规模化进程处于尾端，未来市场集中度进一步难度较大，猪肉市场已呈现饱和态势，前五大企业占据95%市场份额，美国农业部数据表明美国猪肉消费已连

续4年萎缩，SFD近几年亦增长停滞，向海外出口成为拉动业绩的关键。并购对SFD的潜在价值来自于国内完备渠道的便利和国内领先品牌的良好示范，双汇将会给SFD带来新的市场渠道和双汇在中国的强大分销网络，SFD将可通过向中国出口高质量的肉类产品以获得增长，同时也可以借助双汇的国际销售网络进入新加坡、中国香港等市场。

交易条件优厚。本次交易双汇国际将以每股34美元的价格向SFD发起全面要约，该价格较公告前一日收盘价溢价31%。双汇将支付47.18亿美元现金，另外将承担SFD约24亿元的债务。而且本次合作将不会对SFD的员工有任何影响，SFD的工厂设施、位置、生产商、供应商、运营及品牌等都不会有变化，SFD的管理层也会保持原样。收购后双汇也会继续支持SFD环保和动物福利计划，同意及支持老猪圈改造计划等（投资将大于3亿美元）。

## （四）交易方案

### 1. 基本方案

整个方案主要由两部分组成：一是全面收购SFD已发行在外的股份，此部分涉及金额约47亿美元；二是对SFD的现有债务进行重组，以减轻其债务负担，该部分涉及金额在39亿美元左右。

收购过程大体分四步进行，第一步，双汇国际设立全资子公司Sun MergerSub。为方便后续整合，双汇国际在BVI注册设立一家全资子公司Sun Merger Sub，以该公司作为此次并购的壳公司。

第二步，Sun Merger Sub全面要约收购SFD。双汇国际在完成设立Sun Merger Sub后，依据其与SFD达成的并购重组协议，对SFD已上市

发行的总计约1.39亿股普通股按34美元 / 股的价格发起全面要约收购，大约需支付47.26亿美元收购资金。收购完成后，SFD退市并成为Sun Merger Sub的全资子公司。

第三步，SFD吸收合并Sun Merger Sub。Sun Merger Sub完成对SFD的收购后，即由SFD吸收合并Sun Merger Sub（子公司吸收合并母公司，反向三角并购），SFD成为双汇国际的全资子公司，Sun Merger Sub则注销。

第四步，对SFD进行债务重组。根据SFD年报，截至2013年4月29日，SFD债务总额为46.18亿美元，主要由经营性债务、应计费用、银行借款、债券及退休金计划等项目组成。此次债务重组涉及的种类主要是循环贷款、银行定期借款和债券，重组的内容主要是针对循环贷款、银行借款的额度及融资方进行调整，以及针对债券的赎回，涉及已发生的债务金额在24.65亿美元左右。具体调整方案如下：

序号	现状	调整方案
1	(1) 循环贷款额度14.43亿美元； (2) 发生1.65亿美元； (3) 剩余有效额度12.78亿美元。	(1) 额度调整度为7.5亿美元，主要采取ABL贷款（资产基础是合格存货和应收账款）的方式加以解决； (2) 利率为同期基准利率或LIBOR加边际利率，并随可用额度的变化而变化； (3) 利息每3个月（基于LIBOR利率）或每季度（基于基准利率）支付一次。
2	(1) 美国银行2亿美元贷款； (2) Rabo银行2亿美元贷款； (3) 4亿美元可转债。	(1) 与循环贷款配合，定期贷款额度为16.5亿美元，并对现有债务进行置换或赎回； (2) 利率为同期基准利率或LIBOR加边际利率； (3) 每季度等额偿还本金，利息每3个月（基于LIBOR利率）或每季度（基于基准利率）支付一次。
3	(1) 2022年到期的9.95亿美元债券（10年期，票面利率6.625%）； (2) 2017年到期的5亿美元债券（10年期，票面利率7.75%）。	(1) 获得15亿美元过桥贷款资金对两笔债券进行置换； (2) 前3个月利率为LIBOR加边际利率，此后每3个月上升调整一次至最高基点； (3) 并购交易完成后1年内不会按全部支付，未偿还的部分将转换成交易完成后8年到期的定期贷款，并可在满足一定条件下进一步转换为优先级票据（夹层融资）。

---

## 2. 估值及支付情况

本次收购价为34美元 / 股，较公告前一日收盘价溢价31%。按2012年测算收购的静态市盈率为15.38倍；按市场一致预期的2013—2015年EPS2.01美元、2.57美元、2.65美元 / 股测算，本次交易的购买市盈率分别为16.6倍、13.0倍、12.8倍，相对2012—2015年6%的净利润复合增速而言，本次交易支付的对价总体偏高。

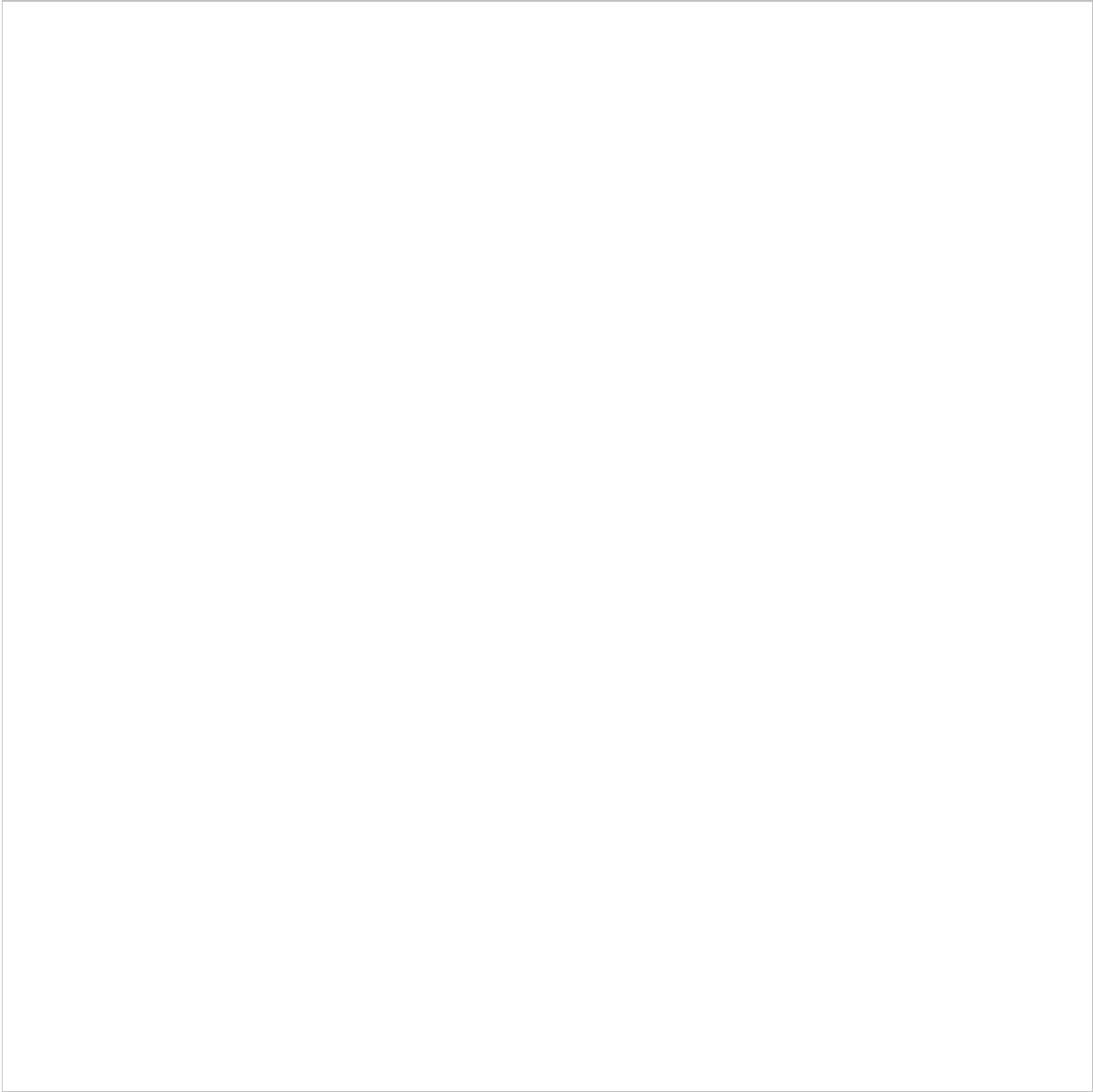
本次交易相对SFD本身来说溢价明显，但考虑到双汇国际与收购资产协同，共同分享未来国内巨大市场，这一偏高对价可属正常范围。同时，由于中美资本市场估值差异较大，这一股价相对于中国上市的双汇发展等食品加工企业，本次收购的对价水平较国内显著偏低。

可比公司估值倍数

本次收购采用现金支付，所支付的价款这主要依靠中国银行的贷款。2013年5月28日，中国银行向双汇国际出具了贷款承诺函，前者将向后者发放总额为40亿美元的优先级担保抵押贷款，贷款利率为LIBOR（伦敦同业拆借利率）加边际利率。双汇国际以资本金的形式将贷款注入Sun Merger Sub，以收购SFD的股份，该笔贷款将在此次并购完成后5年内到期。债务重组部分通过对Morgan Stanley Senior



Funding, Inc.和其他几家银行的过桥贷款及定期、循环信贷等形式展开，具体资金及支付情况详见下图：



（五）交易节点

时间	事项

2009年	双汇和SFD双方表达了收购意向
2013年3月	双方交易的金融支持环节初具雏形
2013年5月28日	中国银行向双汇国际出具了总额40亿美元的贷款承诺函
2013年5月29日	双汇国际和SFD联合公告，双方已经达成一份最终并购协议
2013年6月初	并购协议呈报外国美投资审查委员会，开始第一阶段审查
2013年7月12日	收购所需经过的“HSR反垄断改进法案”等待期已经结束，该收购案可以被视为通过调查
2013年7月25日	美国外国投资委员会对并购交易展开第二阶段审查
2013年8月30日	双汇国际与八家中外银行，正式签署银团贷款协议
2013年9月7日	取得美国外国投资委员会（CFIUS）对此次交易的审批许可
2013年9月24日	交易获得美国政府批准，SFD股东大会通过了双汇国际的收购案
2013年9月26日	双方完成交易

## （六）交易特点

### 1. 交易难点

#### （1）美国CFIUS审批

若涉及或影响美国的国家安全以及重要基础设施，该等收购需要向美国外资投资委员会（CFIUS）进行申报。CFIUS审批是本项目最实质的审批，但CFIUS审批过程不公开，过程中也不会与企业直接进行沟通，即便不能通过审核不清楚具体原因，三一重工，华为等企业在美国的收购均未能通过CFIUS的审核。

解决方案：律师团队在项目前期即将CFIUS审批所关注问题进行了调查，对可能出现的问题准备了应对方案。除律师团队外，双汇国际聘请了专门的公关公司应对CFIUS的审批。标的企业董事长在媒体以及美

国参议院农业委员会上的游说也起到了一定的作用。

## （2）签约前保证金安排

在签署正式协议前，史密斯菲尔德要求双汇国际就支付价款提供保证金，此外史密夫菲尔德账上的银行贷款大部分具有控制权变更条款，即若史密夫菲尔德公司控制权发生变更后债权人有权提前要求偿还贷款。

解决方案：双汇国际在签约前取得了中国银行纽约分行40亿美元股权收购价款的银行保函，此外摩根士丹利为史密夫菲尔德可能面临的银行提前偿还要求也提供了担保。

## （3）融资安排

本次收购方双汇国际为一家位于境外的投资控股公司，其本身并不具备足够的资金实力。本次交易需要支付的股权收购价款高达约47亿美元，如何筹集资金以及偿还成为核心问题。此外，双汇国际与史密斯菲尔德签署协议时间为5月底，当时预计最快的交割时间为8月底，因此如何快速实现融资也成为本次收购的关键。

解决方案：经讨论，本次融资分为两个部分，第一个部分为在香港发起40亿美元的银团贷款，第二部分为在美国利用双汇国际旗下的SPV公司发行约9亿美元的债券。经中信证券安排，由中国银行牵头，共有8家境内外银行参与了第一阶段的银团贷款。其中25亿元为3年期美元贷款，利率为3.5%；15亿元为5年期美元贷款，利率为4.5%。双汇国际主要以其持有的境内集团公司股权、由其境外控股子公司持有的境内上市公司股权以及为本次交易新设立的公司作为抵押。美元债券的发行主体为双汇国际在美国专门为本次交易设立的SPV公司，该SPV公司在本次

收购后将与史密斯菲尔德合并，即收购完成后该等负债自动变更为史密斯菲尔德的负债。标准普尔评级为BB级，其中5亿美元为5年期贷款，利率为5.250%，4亿美元为8年期，利率为5.875%。

## 2. 交易亮点

### （1）现有管理层安排

美国上市公司的股东较为分散，实际控制公司运营为董事会，因此在收购前需与董事会就后续管理层安排，股权激励等事宜进行充分沟通。双汇管理团队与史密斯菲尔德的管理层已认识多年，双汇认为史密斯菲尔德的管理团队非常优秀，目前业绩不佳的主要原因是市场饱和度高，因此本次收购完成后将保留现有管理团队。同时，未来还可能对管理团队进行股权激励。

### （2）构建逻辑清晰且有吸引力的投资故事

中国为全世界最大的猪肉消费市场，而且受收入增长和城镇化因素的驱动，未来中国猪肉消费将稳步增长。另一方面，在过去三年中国的生猪价格为美国的1.8倍，即使考虑运输以及关税成本后，进口美国猪肉在中国销售依然比目前双汇的生猪成本低，同时美国的猪肉品质也高于中国的猪肉。此外史密斯菲尔德还能够在食品安全，质量控制方面为双汇提供帮助。对于史密斯菲尔德来说，在双汇的帮助下能够进一步开拓中国市场，能够为其提供新的盈利来源。因此本次收购对于双方而言都均能收益。上述投资故事无论在银团贷款，债券发行以及说服股东和监管机构方面都发挥了较大的作用。

## （七）交易影响

## 1. 对公司业务的影响

本次收购对于SFD可以获得中国庞大的市场，实现业绩及盈利的增长。同时本次收购将不会对SFD的管理层及员工有任何影响，SFD的工厂设施、位置、生产商、供应商、运营及品牌等都不会有变化，双汇也会投资超3亿美元继续支持SFD环保和动物福利计划，同意及支持老猪圈改造计划等。

而双汇国际初步形成国内以双汇发展为主，国外以SFD为主的双轮驱动模式。且国内外互为补充协同发展，双汇可以获得优质的猪肉原料，丰富产品线，发展中高端肉制品，进一步巩固其在中国肉制品市场的领导地位，同时，因SFD在生猪养殖及肉制品加工，物流等方面具有丰富的经验，有助于双汇成为真正的全产业链肉制品企业，真正保障食品安全。

## 2. 对公司财务的影响

在财务状况影响上，SFD的资产负债表没有发生重大变化，尤其是其债务不会发生重大变化（中国银行40亿美元贷款全部由双汇国际承担，与SFD无关），能大体以当前的资本结构状况运营。

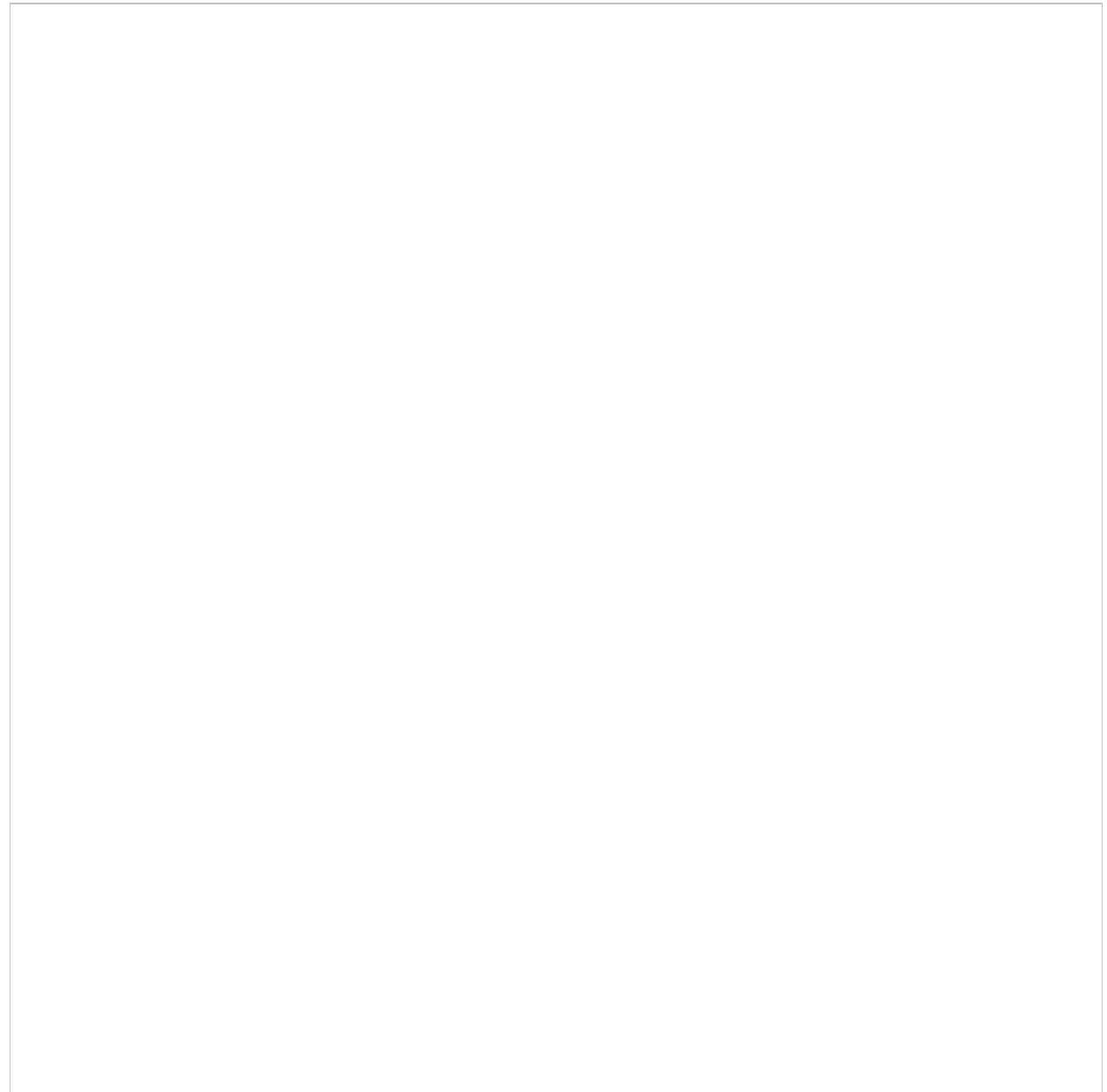
## 3. 对原股东持股比例的影响

本次交易通过全面要约收购将SFD私有化，交易后SFD将成为双汇国际的全资子公司。现金支付对价，未双汇国际对原股东持股比例产生影响。

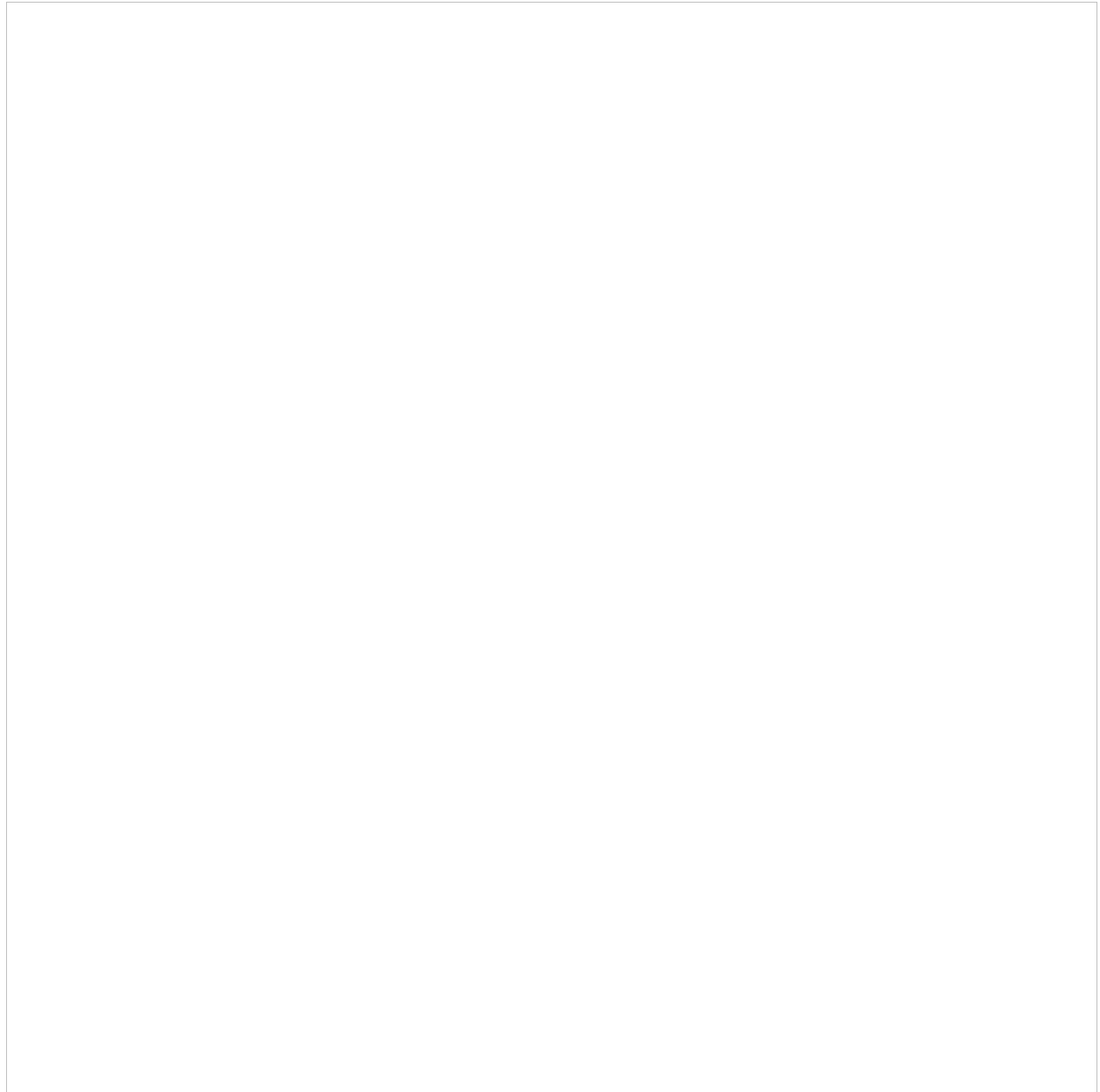
## 4. 对上市公司市值及原股东财富的影响

双汇国际收购SFD交易公告后，29日SFD股价大涨28.42%至每股

33.35美元，逼近每股34美元的收购价。



双汇发展在5月30日涨幅为8.73%，但随后并没有出现大幅涨幅，这次收购的主体是双汇国际，在短期内对双汇发展的影响有限，总体上看，市场对双汇收购SFD持积极态度。



## （八）市场点评

本次收购的主体双汇国际，为2011年双汇集团整体上市之时设立的境外股权架构的一部分，主要股东包括财务投资者鼎晖中国、新天域、淡马锡等，以及管理层持股的雄域公司，和财务投资者作为奖励股份设立的运昌公司。Smithfield是美国最大的生猪屠宰企业，年销售收入130

亿美元。主要业务包括生猪、肉牛的养殖和屠宰和肉制品加工业务。2012财年的业务以国内为主，约110亿美元；其中宰和深加工约对半。公司业务偏重于产业链前端的养殖和屠宰环节，特征是规模化、重资产、现金流波动性较大，故在美国市场上的估值倍数不高。2009年开始公司战略进行了较大转型，侧重于产业链后端的肉制品处理和深加工业务，希望获得更高的附加值和更稳定的现金流。

交易完成后，双汇国际承诺保持史密斯菲尔德的运营不变、管理层不变、品牌不变、总部不变，承诺不裁减员工、不关闭工厂。这其中，最关键的是“品牌不变”，双汇借助本次收购将成功打造完整的海外版“种猪—商品猪—饲料—屠宰—深加工—品牌猪肉”等纵向一体化产业链，在有效防范食品安全风险的同时，并将切入美国高端品牌猪肉消费领域，进而分享美国市场的持续稳定的消费市场。

本次收购将揭开中国畜禽产业链整合的大幕，助推中国畜牧饲料肉品行业的规模化和精细化进程。展望未来10年或20年之内，中国的种猪繁衍、生猪育肥、饲料营养、屠宰加工、品牌专卖等众多节点有望全部打通，像Smithfield追求全产业链运作模式、提供终端安全有保障的肉品是许多肉制品企业唯一晋级的方向，最终能成功胜出的企业是不是双汇还需要过程和结果来检验。市场认为本次收购可能加快畜禽养殖行业集中度提升，双汇发展机会很大（虽然是控股股东收购，但出于同业竞争，最终还是会有整体上市解决同业竞争的方向）。

2014年8月5日，双汇集团的母公司万州国际成功在香港联交所挂牌上市。本次万州国际共发行25.67亿股，每股发行价格为6.20港元 / 股，共募集资金159亿港元，募集资金净额为152.79亿港元，主要用于偿还其为收购史密斯菲尔德而进行的银团贷款融资。根据万州国际的表述，股份发行交易后，其债务与股东权益比例将从3月底的243%降至107%。



上市第一天，万州国际的股票以6.66港元 / 股收盘，高于发行价格7.4%，市值达到950亿港元。

（本案例由中信证券提供，撰写人：中信证券投资银行委员会并购业务线彭学东）

---

[1]嘉士伯啤酒厂已经与丹麦发展中国家工业化基金会签署股权收购协议，如果该等协议能够获得相关部门的批准，嘉士伯啤酒厂将持有西藏拉萨啤酒有限公司50%的股权。

[2]重庆啤酒集团镇江有限公司由重庆啤酒集团常州天目湖啤酒有限公司100%持有，目前尚在建设阶段。

[3]指法定股本。

[4]估值方法为收益法。

[5]2013年年末。

---

## 第三篇 并购相关法规

---

## 3.1 境内业务的相关规定

---

### 3.1.1 中华人民共和国公司法

1993年12月29日第八届全国人民代表大会常务委员会第五次会议通过；根据1999年12月25日第九届全国人民代表大会常务委员会第十三次会议《关于修改〈中华人民共和国公司法〉的决定》第一次修正；根据2004年8月28日第十届全国人民代表大会常务委员会第十一次会议《关于修改〈中华人民共和国公司法〉的决定》第二次修正；2005年10月27日第十届全国人民代表大会常务委员会第十八次会议修订；根据2013年12月28日第十二届全国人民代表大会常务委员会第六次会议《关于修改〈中华人民共和国海洋环境保护法〉等七部法律的决定》第三次修正。

### 3.1.2 中华人民共和国证券法

1998年12月29日第九届全国人民代表大会常务委员会第六次会议通过；根据2004年8月28日第十届全国人民代表大会常务委员会第十一次会议《关于修改〈中华人民共和国证券法〉的决定》修正；2005年10月27日第十届全国人民代表大会常务委员会第十八次会议修订。

### 3.1.3 国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见（国发〔2014〕14号）

各省、自治区、直辖市人民政府，国务院各部委、各直属机构：

兼并重组是企业加强资源整合、实现快速发展、提高竞争力的有效措施，是化解产能严重过剩矛盾、调整优化产业结构、提高发展质量效益的重要途径。近年来，我国企业兼并重组步伐加快，但仍面临审批多、融资难、负担重、服务体系不健全、体制机制不完善、跨地区跨所有制兼并重组困难等问题。为深入贯彻党的十八大和十八届二中、三中全会精神，认真落实党中央和国务院的决策部署，营造良好的市场环境，充分发挥企业在兼并重组中的主体作用，现提出以下意见：

#### 一、主要目标和基本原则

##### （一）主要目标

1. 体制机制进一步完善。企业兼并重组相关行政审批事项逐步减少，审批效率不断提高，有利于企业兼并重组的市场体系进一步完善，市场壁垒逐步消除。

2. 政策环境更加优化。有利于企业兼并重组的金融、财税、土地、职工安置等政策进一步完善，企业兼并重组融资难、负担重等问题逐步得到解决，兼并重组服务体系不断健全。

3. 企业兼并重组取得新成效。兼并重组活动日趋活跃，一批企业通过兼并重组焕发活力，有的成长为具有国际竞争力的大企业大集团，产业竞争力进一步增强，资源配置效率显著提高，过剩产能得到化解，产业结构持续优化。

## （二）基本原则

1. 尊重企业主体地位。有效调动企业积极性，由企业自主决策、自愿参与兼并重组，坚持市场化运作，避免违背企业意愿的“拉郎配”。

2. 发挥市场机制作用。发挥市场在资源配置中的决定性作用，加快建立公平开放透明的市场规则，消除企业兼并重组的体制机制障碍，完善统一开放、竞争有序的市场体系。

3. 改善政府的管理和服务。取消限制企业兼并重组和增加企业兼并重组负担的不合理规定，解决企业兼并重组面临的突出问题，引导和激励各种所有制企业自主、自愿参与兼并重组。

## 二、加快推进审批制度改革

（三）取消下放部分审批事项。系统梳理企业兼并重组涉及的审批事项，缩小审批范围，对市场机制能有效调节的事项，取消相关审批。取消上市公司收购报告书事前审核，强化事后问责。取消上市公司重大资产购买、出售、置换行为审批（构成借壳上市的除外）。对上市公司要约收购义务豁免的部分情形，取消审批。地方国有股东所持上市公司股份的转让，下放地方政府审批。

（四）简化审批程序。优化企业兼并重组相关审批流程，推行并联式审批，避免互为前置条件。实行上市公司并购重组分类审核，对符合

条件的企业兼并重组实行快速审核或豁免审核。简化海外并购的外汇管理，改革外汇登记要求，进一步促进投资便利化。优化国内企业境外收购的事前信息报告确认程序，加快办理相关核准手续。提高经营者集中反垄断审查效率。企业兼并重组涉及的生产许可、工商登记、资产权属证明等变更手续，从简限时办理。

### 三、改善金融服务

（五）优化信贷融资服务。引导商业银行在风险可控的前提下积极稳妥开展并购贷款业务。推动商业银行对兼并重组企业实行综合授信，改善对企业兼并重组的信贷服务。

（六）发挥资本市场作用。符合条件的企业可以通过发行股票、企业债券、非金融企业债务融资工具、可转换债券等方式融资。允许符合条件的企业发行优先股、定向发行可转换债券作为兼并重组支付方式，研究推进定向权证等作为支付方式。鼓励证券公司开展兼并重组融资业务，各类财务投资主体可以通过设立股权投资基金、创业投资基金、产业投资基金、并购基金等形式参与兼并重组。对上市公司发行股份实施兼并事项，不设发行数量下限，兼并非关联企业不再强制要求作出业绩承诺。非上市公众公司兼并重组，不实施全面要约收购制度。改革上市公司兼并重组的股份定价机制，增加定价弹性。非上市公众公司兼并重组，允许实行股份协商定价。

### 四、落实和完善财税政策

（七）完善企业所得税、土地增值税政策。修订完善兼并重组企业所得税特殊性税务处理的政策，降低收购股权（资产）占被收购企业全部股权（资产）的比例限制，扩大特殊性税务处理政策的适用范围。抓

紧研究完善非货币性资产交易的企业所得税、企业改制重组涉及的土地增值税等相关政策。

（八）落实增值税、营业税等政策。企业通过合并、分立、出售、置换等方式，转让全部或者部分实物资产以及与其相关联的债权、债务和劳动力的，不属于增值税和营业税征收范围，不应视同销售而征收增值税和营业税。税务部门要加强跟踪管理，企业兼并重组工作牵头部门要积极协助财税部门做好相关税收政策的落实。

（九）加大财政资金投入。中央财政适当增加工业转型升级资金规模，引导实施兼并重组的企业转型升级。利用现有中央财政关闭小企业资金渠道，调整使用范围，帮助实施兼并重组的企业安置职工、转型转产。加大对企业兼并重组公共服务的投入力度。各地要安排资金，按照行政职责，解决本地区企业兼并重组工作中的突出问题。

（十）进一步发挥国有资本经营预算资金的作用。根据企业兼并重组的方向、重点和目标，合理安排国有资本经营预算资金引导国有企业实施兼并重组、做优做强，研究完善相关管理制度，提高资金使用效率。

## 五、完善土地管理和职工安置政策

（十一）完善土地使用政策。政府土地储备机构有偿收回企业因兼并重组而退出的土地，按规定支付给企业的土地补偿费可以用于企业安置职工、偿还债务等支出。企业兼并重组中涉及因实施城市规划需要搬迁的工业项目，在符合城乡规划及国家产业政策的条件下，市县国土资源管理部门经审核并报同级人民政府批准，可收回原国有土地使用权，并以协议出让或租赁方式在原土地使用权人重新安排工业用地。企业兼



并重组涉及土地转让、改变用途的，国土资源、住房城乡建设部门要依法依规加快办理相关用地和规划手续。

（十二）进一步做好职工安置工作。落实完善兼并重组职工安置政策。实施兼并重组的企业要按照国家有关法律法规及政策规定，做好职工安置工作，妥善处理职工劳动关系。地方各级人民政府要进一步落实促进职工再就业政策，做好职工社会保险关系转移接续，保障职工合法权益。对采取有效措施稳定职工队伍的企业给予稳定岗位补贴，所需资金从失业保险基金中列支。

## 六、加强产业政策引导

（十三）发挥产业政策作用。提高节能、环保、质量、安全等标准，规范行业准入，形成倒逼机制，引导企业兼并重组。支持企业通过兼并重组压缩过剩产能、淘汰落后产能、促进转型转产。产能严重过剩行业项目建设，须制定产能置换方案，实施等量或减量置换。

（十四）鼓励优强企业兼并重组。推动优势企业强强联合、实施战略性重组，带动中小企业“专精特新”发展，形成优强企业主导、大中小企业协调发展的产业格局。

（十五）引导企业开展跨国并购。落实完善企业跨国并购的相关政策，鼓励具备实力的企业开展跨国并购，在全球范围内优化资源配置。规范企业海外并购秩序，加强竞争合作，推动互利共赢。积极指导企业制定境外并购风险应对预案，防范债务风险。鼓励外资参与我国企业兼并重组。

（十六）加强企业兼并重组后的整合。鼓励企业通过兼并重组优化资金、技术、人才等生产要素配置，实施业务流程再造和技术升级改造

造，加强管理创新，实现优势互补、做优做强。

## 七、进一步加强服务和管理

（十七）推进服务体系建设。进一步完善企业兼并重组公共信息服务平台，拓宽信息交流渠道。培育一批业务能力强、服务质量高的中介服务机构，提高关键领域、薄弱环节的服务能力，促进中介服务机构专业化、规范化发展。发挥行业协会在企业兼并重组中的重要作用。

（十八）建立统计监测制度。加强企业兼并重组的统计信息工作，构建企业兼并重组统计指标体系，建立和完善统计调查、监测分析和发布制度。整合行业协会、中介组织等信息资源，畅通统计信息渠道，为企业提供及时有效的信息服务。

（十九）规范企业兼并重组行为。严格依照有关法律法规和政策，保护职工、债权人和投资者的合法权益。完善国有产权转让有关规定，规范国有资产处置，防止国有资产流失。采取切实措施防止企业通过兼并重组逃废银行债务，依法维护金融债权，保障金融机构合法权益。在资本市场上，主板、中小板企业兼并重组构成借壳上市的，要符合首次公开发行条件。加强上市公司和非上市公众公司信息披露，强化事中、事后监管，严厉查处内幕交易等违法违规行为。加强外国投资者并购境内企业安全审查，维护国家安全。

## 八、健全企业兼并重组的体制机制

（二十）完善市场体系建设。深化要素配置市场化改革，进一步完善多层次资本市场体系。加快建立现代企业产权制度，促进产权顺畅流转。加强反垄断和反不正当竞争执法，规范市场竞争秩序，加强市场监管，促进公平竞争和优胜劣汰。行政机关和法律法规授权的具有管理公

共事务职责的组织，应严格遵守反垄断法，不得滥用行政权力排除和限制竞争。

（二十一）消除跨地区兼并重组障碍。清理市场分割、地区封锁等限制，加强专项监督检查，落实责任追究制度。加大一般性转移支付力度，平衡地区间利益关系。落实跨地区机构企业所得税分配政策，协调解决企业兼并重组跨地区利益分享问题，解决跨地区被兼并企业的统计归属问题。

（二十二）放宽民营资本市场准入。向民营资本开放非明确禁止进入的行业和领域。推动企业股份制改造，发展混合所有制经济，支持国有企业母公司通过出让股份、增资扩股、合资合作引入民营资本。加快垄断行业改革，向民营资本开放垄断行业的竞争性业务领域。优势企业不得利用垄断力量限制民营企业参与市场竞争。

（二十三）深化国有企业改革。深入推进国有企业产权多元化改革，完善公司治理结构。改革国有企业负责人任免、评价、激励和约束机制，完善国有企业兼并重组考核评价体系。加大国有企业内部资源整合力度，推动国有资本更多投向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域。

## 九、切实抓好组织实施

（二十四）进一步加大统筹协调力度。充分发挥企业兼并重组工作部际协调小组的作用，解决跨地区跨所有制企业兼并重组和跨国并购中的重大问题，做好重大部署的落实，组织开展政策执行情况评估和监督检查。各有关部门要按照职责分工抓紧制定出台配套政策措施，加强协调配合，完善工作机制，扎实推进各项工作。

（二十五）切实加强组织领导。各地区要按照本意见要求，结合当地实际抓紧制定优化企业兼并重组市场环境的具体方案，建立健全协调机制和服务体系，积极协调解决本地区企业兼并重组中遇到的问题，确保各项政策措施落到实处，有关重大事项及时报告企业兼并重组工作部际协调小组。

国务院

2014年3月7日

### 3.1.4 上市公司收购管理办法 (2006-05-17颁布 / 2014-10-23修 订)

(2006年5月17日中国证券监督管理委员会第180次主席办公会议审议通过，根据2008年8月27日中国证券监督管理委员会《关于修改〈上市公司收购管理办法〉第六十三条的决定》、2012年2月14日中国证券监督管理委员会《关于修改〈上市公司收购管理办法〉第六十二条及第六十三条的决定》、2014年10月23日中国证券监督管理委员会《关于修改〈上市公司收购管理办法〉的决定》修订。)

#### 第一章 总 则

第一条 为了规范上市公司的收购及相关股份权益变动活动，保护上市公司和投资者的合法权益，维护证券市场秩序和社会公共利益，促进证券市场资源的优化配置，根据《证券法》、《公司法》及其他相关法律、行政法规，制定本办法。

第二条 上市公司的收购及相关股份权益变动活动，必须遵守法律、行政法规及中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）的规定。当事人应当诚实守信，遵守社会公德、商业道德，自觉维护证券市场秩序，接受政府、社会公众的监督。

第三条 上市公司的收购及相关股份权益变动活动，必须遵循公

开、公平、公正的原则。

上市公司的收购及相关股份权益变动活动中的信息披露义务人，应当充分披露其在上市公司中的权益及变动情况，依法严格履行报告、公告和其他法定义务。在相关信息披露前，负有保密义务。

信息披露义务人报告、公告的信息必须真实、准确、完整，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

第四条 上市公司的收购及相关股份权益变动活动不得危害国家安全和公共利益。

上市公司的收购及相关股份权益变动活动涉及国家产业政策、行业准入、国有股份转让等事项，需要取得国家相关部门批准的，应当在取得批准后进行。

外国投资者进行上市公司的收购及相关股份权益变动活动的，应当取得国家相关部门批准，适用中国法律，服从中国的司法、仲裁管辖。

第五条 收购人可以通过取得股份的方式成为一个上市公司的控股股东，可以通过投资关系、协议、其他安排的途径成为一个上市公司的实际控制人，也可以同时采取上述方式和途径取得上市公司控制权。

收购人包括投资者及与其一致行动的他人。

第六条 任何人不得利用上市公司的收购损害被收购公司及其股东的合法权益。

有下列情形之一的，不得收购上市公司：

- （一）收购人负有数额较大债务，到期未清偿，且处于持续状态；
- （二）收购人最近3年有重大违法行为或者涉嫌有重大违法行为；
- （三）收购人最近3年有严重的证券市场失信行为；
- （四）收购人为自然人的，存在《公司法》第一百四十六条规定情形；
- （五）法律、行政法规规定以及中国证监会认定的不得收购上市公司的其他情形。

第七条 被收购公司的控股股东或者实际控制人不得滥用股东权利损害被收购公司或者其他股东的合法权益。

被收购公司的控股股东、实际控制人及其关联方有损害被收购公司及其他股东合法权益的，上述控股股东、实际控制人在转让被收购公司控制权之前，应当主动消除损害；未能消除损害的，应当就其出让相关股份所得收入用于消除全部损害做出安排，对不足以消除损害的部分应当提供充分有效的履约担保或安排，并依照公司章程取得被收购公司股东大会的批准。

第八条 被收购公司的董事、监事、高级管理人员对公司负有忠实义务和勤勉义务，应当公平对待收购本公司的所有收购人。

被收购公司董事会针对收购所做出的决策及采取的措施，应当有利于维护公司及其股东的利益，不得滥用职权对收购设置不适当的障碍，不得利用公司资源向收购人提供任何形式的财务资助，不得损害公司及其股东的合法权益。

第九条 收购人进行上市公司的收购，应当聘请在中国注册的具有从事财务顾问业务资格的专业机构担任财务顾问。收购人未按照本办法规定聘请财务顾问的，不得收购上市公司。

财务顾问应当勤勉尽责，遵守行业规范和职业道德，保持独立性，保证其所制作、出具文件的真实性、准确性和完整性。

财务顾问认为收购人利用上市公司的收购损害被收购公司及其股东合法权益的，应当拒绝为收购人提供财务顾问服务。

财务顾问不得教唆、协助或者伙同委托人编制或披露存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的报告、公告文件，不得从事不正当竞争，不得利用上市公司的收购谋取不正当利益。

第十条 中国证监会依法对上市公司的收购及相关股份权益变动活动进行监督管理。

中国证监会设立由专业人员和有关专家组成的专门委员会。专门委员会可以根据中国证监会职能部门的请求，就是否构成上市公司的收购、是否有不得收购上市公司的情形以及其他相关事宜提供咨询意见。中国证监会依法做出决定。

第十一条 证券交易所依法制定业务规则，为上市公司的收购及相关股份权益变动活动组织交易和提供服务，对相关证券交易活动进行实时监控，监督上市公司的收购及相关股份权益变动活动的信息披露义务人切实履行信息披露义务。

证券登记结算机构依法制定业务规则，为上市公司的收购及相关股份权益变动活动所涉及的证券登记、存管、结算等事宜提供服务。



## 第二章 权益披露

第十二条 投资者在一个上市公司中拥有的权益，包括登记在其名下的股份和虽未登记在其名下但该投资者可以实际支配表决权的股份。投资者及其一致行动人在一个上市公司中拥有的权益应当合并计算。

第十三条 通过证券交易所的证券交易，投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到一个上市公司已发行股份的5%时，应当在该事实发生之日起3日内编制权益变动报告书，向中国证监会、证券交易所提交书面报告，通知该上市公司，并予公告；在上述期限内，不得再行买卖该上市公司的股票。

前述投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到一个上市公司已发行股份的5%后，通过证券交易所的证券交易，其拥有权益的股份占该上市公司已发行股份的比例每增加或者减少5%，应当依照前款规定进行报告和公告。在报告期限内和作出报告、公告后2日内，不得再行买卖该上市公司的股票。

第十四条 通过协议转让方式，投资者及其一致行动人在一个上市公司中拥有权益的股份拟达到或者超过一个上市公司已发行股份的5%时，应当在该事实发生之日起3日内编制权益变动报告书，向中国证监会、证券交易所提交书面报告，通知该上市公司，并予公告。

投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到一个上市公司已发行股份的5%后，其拥有权益的股份占该上市公司已发行股份的比例每增加或者减少达到或者超过5%的，应当依照前款规定履行报告、公告义务。

前两款规定的投资者及其一致行动人在作出报告、公告前，不得再行买卖该上市公司的股票。相关股份转让及过户登记手续按照本办法第四章及证券交易所、证券登记结算机构的规定办理。

第十五条 投资者及其一致行动人通过行政划转或者变更、执行法院裁定、继承、赠与等方式拥有权益的股份变动达到前条规定比例的，应当按照前条规定履行报告、公告义务，并参照前条规定办理股份过户登记手续。

第十六条 投资者及其一致行动人不是上市公司的第一大股东或者实际控制人，其拥有权益的股份达到或者超过该公司已发行股份的5%，但未达到20%的，应当编制包括下列内容的简式权益变动报告书：

（一）投资者及其一致行动人的姓名、住所；投资者及其一致行动人为法人的，其名称、注册地及法定代表人；

（二）持股目的，是否有意在未来12个月内继续增加其在上市公司中拥有的权益；

（三）上市公司的名称、股票的种类、数量、比例；

（四）在上市公司中拥有权益的股份达到或者超过上市公司已发行股份的5%或者拥有权益的股份增减变化达到5%的时间及方式；

（五）权益变动事实发生之日前6个月内通过证券交易所的证券交易买卖该公司股票的简要情况；

（六）中国证监会、证券交易所要求披露的其他内容。

前述投资者及其一致行动人为上市公司第一大股东或者实际控制

人，其拥有权益的股份达到或者超过一个上市公司已发行股份的5%，但未达到20%的，还应当披露本办法第十七条第一款规定的内容。

第十七条 投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到或者超过一个上市公司已发行股份的20%但未超过30%的，应当编制详式权益变动报告书，除须披露前条规定的信息外，还应当披露以下内容：

（一）投资者及其一致行动人的控股股东、实际控制人及其股权控制关系结构图；

（二）取得相关股份的价格、所需资金额、资金来源，或者其他支付安排；

（三）投资者、一致行动人及其控股股东、实际控制人所从事的业务与上市公司的业务是否存在同业竞争或者潜在的同业竞争，是否存在持续关联交易；存在同业竞争或者持续关联交易的，是否已做出相应的安排，确保投资者、一致行动人及其关联方与上市公司之间避免同业竞争以及保持上市公司的独立性；

（四）未来12个月内对上市公司资产、业务、人员、组织结构、公司章程等进行调整的后续计划；

（五）前24个月内投资者及其一致行动人与上市公司之间的重大交易；

（六）不存在本办法第六条规定的情形；

（七）能够按照本办法第五十条的规定提供相关文件。

前述投资者及其一致行动人为上市公司第一大股东或者实际控制人

的，还应当聘请财务顾问对上述权益变动报告书所披露的内容出具核查意见，但国有股行政划转或者变更、股份转让在同一实际控制人控制的不同主体之间进行、因继承取得股份的除外。投资者及其一致行动人承诺至少3年放弃行使相关股份表决权的，可免于聘请财务顾问和提供前款第（七）项规定的文件。

第十八条 已披露权益变动报告书的投资者及其一致行动人在披露之日起6个月内，因拥有权益的股份变动需要再次报告、公告权益变动报告书的，可以仅就与前次报告书不同的部分作出报告、公告；自前次披露之日起超过6个月的，投资者及其一致行动人应当按照本章的规定编制权益变动报告书，履行报告、公告义务。

第十九条 因上市公司减少股本导致投资者及其一致行动人拥有权益的股份变动出现本办法第十四条规定情形的，投资者及其一致行动人免于履行报告和公告义务。上市公司应当自完成减少股本的变更登记之日起2个工作日内，就因此导致的公司股东拥有权益的股份变动情况作出公告；因公司减少股本可能导致投资者及其一致行动人成为公司第一大股东或者实际控制人的，该投资者及其一致行动人应当自公司董事会公告有关减少公司股本决议之日起3个工作日内，按照本办法第十七条第一款的规定履行报告、公告义务。

第二十条 上市公司的收购及相关股份权益变动活动中的信息披露义务人依法披露前，相关信息已在媒体上传播或者公司股票交易出现异常的，上市公司应当立即向当事人进行查询，当事人应当及时予以书面答复，上市公司应当及时作出公告。

第二十一条 上市公司的收购及相关股份权益变动活动中的信息披露义务人应当在至少一家中国证监会指定媒体上依法披露信息；在其他

媒体上进行披露的，披露内容应当一致，披露时间不得早于指定媒体的披露时间。

第二十二条 上市公司的收购及相关股份权益变动活动中的信息披露义务人采取一致行动的，可以以书面形式约定由其中一人作为指定代表负责统一编制信息披露文件，并同意授权指定代表在信息披露文件上签字、盖章。

各信息披露义务人应当对信息披露文件中涉及其自身的信息承担责任；对信息披露文件中涉及的与多个信息披露义务人相关的信息，各信息披露义务人对相关部分承担连带责任。

### 第三章 要约收购

第二十三条 投资者自愿选择以要约方式收购上市公司股份的，可以向被收购公司所有股东发出收购其所持有的全部股份的要约（以下简称全面要约），也可以向被收购公司所有股东发出收购其所持有的部分股份的要约（以下简称部分要约）。

第二十四条 通过证券交易所的证券交易，收购人持有一个上市公司的股份达到该公司已发行股份的30%时，继续增持股份的，应当采取要约方式进行，发出全面要约或者部分要约。

第二十五条 收购人依照本办法第二十三条、第二十四条、第四十七条、第五十六条的规定，以要约方式收购一个上市公司股份的，其预定收购的股份比例均不得低于该上市公司已发行股份的5%。

第二十六条 以要约方式进行上市公司收购的，收购人应当公平对

待被收购公司的所有股东。持有同一种类股份的股东应当得到同等对待。

第二十七条 收购人为终止上市公司的上市地位而发出全面要约的，或者向中国证监会提出申请但未取得豁免而发出全面要约的，应当以现金支付收购价款；以依法可以转让的证券（以下简称证券）支付收购价款的，应当同时提供现金方式供被收购公司股东选择。

第二十八条 以要约方式收购上市公司股份的，收购人应当编制要约收购报告书，聘请财务顾问，通知被收购公司，同时对要约收购报告书摘要作出提示性公告。

本次收购依法应当取得相关部门批准的，收购人应当在要约收购报告书摘要中作出特别提示，并在取得批准后公告要约收购报告书。

第二十九条 前条规定的要约收购报告书，应当载明下列事项：

（一）收购人的姓名、住所；收购人为法人的，其名称、注册地及法定代表人，与其控股股东、实际控制人之间的股权控制关系结构图；

（二）收购人关于收购的决定及收购目的，是否拟在未来12个月内继续增持；

（三）上市公司的名称、收购股份的种类；

（四）预定收购股份的数量和比例；

（五）收购价格；

（六）收购所需资金额、资金来源及资金保证，或者其他支付安

排；

（七）收购要约约定的条件；

（八）收购期限；

（九）公告收购报告书时持有被收购公司的股份数量、比例；

（十）本次收购对上市公司的影响分析，包括收购人及其关联方所从事的业务与上市公司的业务是否存在同业竞争或者潜在的同业竞争，是否存在持续关联交易；存在同业竞争或者持续关联交易的，收购人是否已作出相应的安排，确保收购人及其关联方与上市公司之间避免同业竞争以及保持上市公司的独立性；

（十一）未来12个月内对上市公司资产、业务、人员、组织结构、公司章程等进行调整的后续计划；

（十二）前24个月内收购人及其关联方与上市公司之间的重大交易；

（十三）前6个月内通过证券交易所的证券交易买卖被收购公司股票的情况；

（十四）中国证监会要求披露的其他内容。

收购人发出全面要约的，应当在要约收购报告书中充分披露终止上市的风险、终止上市后收购行为完成的时间及仍持有上市公司股份的剩余股东出售其股票的其他后续安排；收购人发出以终止公司上市地位为目的的全面要约，无须披露前款第（十）项规定的内容。

第三十条 收购人按照本办法第四十七条拟收购上市公司股份超过30%，须改以要约方式进行收购的，收购人应当在达成收购协议或者做出类似安排后的3日内对要约收购报告书摘要作出提示性公告，并按照本办法第二十八条、第二十九条的规定履行公告义务，同时免于编制、公告上市公司收购报告书；依法应当取得批准的，应当在公告中特别提示本次要约须取得相关批准方可进行。

未取得批准的，收购人应当在收到通知之日起2个工作日内，公告取消收购计划，并通知被收购公司。

第三十一条 收购人自作出要约收购提示性公告起60日内，未公告要约收购报告书的，收购人应当在期满后次一个工作日通知被收购公司，并予公告；此后每30日应当公告一次，直至公告要约收购报告书。

收购人作出要约收购提示性公告后，在公告要约收购报告书之前，拟自行取消收购计划的，应当公告原因；自公告之日起12个月内，该收购人不得再次对同一上市公司进行收购。

第三十二条 被收购公司董事会应当对收购人的主体资格、资信情况及收购意图进行调查，对要约条件进行分析，对股东是否接受要约提出建议，并聘请独立财务顾问提出专业意见。在收购人公告要约收购报告书后20日内，被收购公司董事会应当公告被收购公司董事会报告书与独立财务顾问的专业意见。

收购人对收购要约条件做出重大变更的，被收购公司董事会应当在3个工作日内公告董事会及独立财务顾问就要约条件的变更情况所出具的补充意见。

第三十三条 收购人作出提示性公告后至要约收购完成前，被收购



公司除继续从事正常的经营活动或者执行股东大会已经作出的决议外，未经股东大会批准，被收购公司董事会不得通过处置公司资产、对外投资、调整公司主要业务、担保、贷款等方式，对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响。

第三十四条 在要约收购期间，被收购公司董事不得辞职。

第三十五条 收购人按照本办法规定进行要约收购的，对同一种类股票的要约价格，不得低于要约收购提示性公告日前6个月内收购人取得该种股票所支付的最高价格。

要约价格低于提示性公告日前30个交易日该种股票的每日加权平均价格的算术平均值的，收购人聘请的财务顾问应当就该种股票前6个月的交易情况进行分析，说明是否存在股价被操纵、收购人是否有未披露的一致行动人、收购人前6个月取得公司股份是否存在其他支付安排、要约价格的合理性等。

第三十六条 收购人可以采用现金、证券、现金与证券相结合等合法方式支付收购上市公司的价款。收购人以证券支付收购价款的，应当提供该证券的发行人最近3年经审计的财务会计报告、证券估值报告，并配合被收购公司聘请的独立财务顾问的尽职调查工作。收购人以在证券交易所上市的债券支付收购价款的，该债券的可上市交易时间应当不少于一个月。收购人以未在证券交易所上市交易的证券支付收购价款的，必须同时提供现金方式供被收购公司的股东选择，并详细披露相关证券的保管、送达被收购公司股东的方式和程序安排。

收购人聘请的财务顾问应当对收购人支付收购价款的能力和资金来源进行充分的尽职调查，详细披露核查的过程和依据，说明收购人是否

具备要约收购的能力。收购人应当在作出要约收购提示性公告的同时，提供以下至少一项安排保证其具备履约能力：

（一）以现金支付收购价款的，将不少于收购价款总额的20%；

作为履约保证金存入证券登记结算机构指定的银行；收购人以在证券交易所上市交易的证券支付收购价款的，将用于支付的全部证券交由证券登记结算机构保管，但上市公司发行新股的除外；

（二）银行对要约收购所需价款出具保函；

（三）财务顾问出具承担连带保证责任的书面承诺，明确如要约期满收购人不支付收购价款，财务顾问进行支付。

第三十七条 收购要约约定的收购期限不得少于30日，并不得超过60日；但是出现竞争要约的除外。

在收购要约约定的承诺期限内，收购人不得撤销其收购要约。

第三十八条 采取要约收购方式的，收购人作出公告后至收购期限届满前，不得卖出被收购公司的股票，也不得采取要约规定以外的形式和超出要约的条件买入被收购公司的股票。

第三十九条 收购要约提出的各项收购条件，适用于被收购公司的所有股东。

收购人需要变更收购要约的，必须及时公告，载明具体变更事项，并通知被收购公司。

第四十条 收购要约期限届满前15日内，收购人不得变更收购要

约；但是出现竞争要约的除外。

出现竞争要约时，发出初始要约的收购人变更收购要约距初始要约收购期限届满不足15日的，应当延长收购期限，延长后的要约期应当不少于15日，不得超过最后一个竞争要约的期满日，并按规定追加履约保证。

发出竞争要约的收购人最迟不得晚于初始要约收购期限届满前15日发出要约收购的提示性公告，并应当根据本办法第二十八条和第二十九条的规定履行公告义务。

第四十一条 要约收购报告书所披露的基本事实发生重大变化的，收购人应当在该重大变化发生之日起2个工作日内作出公告，并通知被收购公司。

第四十二条 同意接受收购要约的股东（以下简称预受股东），应当委托证券公司办理预受要约的相关手续。收购人应当委托证券公司向证券登记结算机构申请办理预受要约股票的临时保管。证券登记结算机构临时保管的预受要约的股票，在要约收购期间不得转让。

前款所称预受，是指被收购公司股东同意接受要约的初步意思表示，在要约收购期限内不可撤回之前不构成承诺。在要约收购期限届满3个交易日前，预受股东可以委托证券公司办理撤回预受要约的手续，证券登记结算机构根据预受要约股东的撤回申请解除对预受要约股票的临时保管。在要约收购期限届满前3个交易日内，预受股东不得撤回其对要约的接受。在要约收购期限内，收购人应当每日在证券交易所网站上公告已预受收购要约的股份数量。

出现竞争要约时，接受初始要约的预受股东撤回全部或者部分预受

的股份，并将撤回的股份售予竞争要约人的，应当委托证券公司办理撤回预受初始要约的手续和预受竞争要约的相关手续。

第四十三条 收购期限届满，发出部分要约的收购人应当按照收购要约约定的条件购买被收购公司股东预受的股份，预受要约股份的数量超过预定收购数量时，收购人应当按照同等比例收购预受要约的股份；以终止被收购公司上市地位为目的的，收购人应当按照收购要约约定的条件购买被收购公司股东预受的全部股份；未取得中国证监会豁免而发出全面要约的收购人应当购买被收购公司股东预受的全部股份。

收购期限届满后3个交易日内，接受委托的证券公司应当向证券登记结算机构申请办理股份转让结算、过户登记手续，解除对超过预定收购比例的股票的临时保管；收购人应当公告本次要约收购的结果。

第四十四条 收购期限届满，被收购公司股权分布不符合上市条件，该上市公司的股票由证券交易所依法终止上市交易。在收购行为完成前，其余仍持有被收购公司股票的股东，有权在收购报告书规定的合理期限内向收购人以收购要约的同等条件出售其股票，收购人应当收购。

第四十五条 收购期限届满后15日内，收购人应当向证券交易所提交关于收购情况的书面报告，并予以公告。

第四十六条 除要约方式外，投资者不得在证券交易所外公开求购上市公司的股份。

## 第四章 协议收购

第四十七条 收购人通过协议方式在一个上市公司中拥有权益的股份达到或者超过该公司已发行股份的5%，但未超过30%的，按照本办法第二章的规定办理。

收购人拥有权益的股份达到该公司已发行股份的30%时，继续进行收购的，应当依法向该上市公司的股东发出全面要约或者部分要约。符合本办法第六章规定情形的，收购人可以向中国证监会申请免除发出要约。

收购人拟通过协议方式收购一个上市公司的股份超过30%的，超过30%的部分，应当改以要约方式进行；但符合本办法第六章规定情形的，收购人可以向中国证监会申请免除发出要约。收购人在取得中国证监会豁免后，履行其收购协议；未取得中国证监会豁免且拟继续履行其收购协议的，或者不申请豁免的，在履行其收购协议前，应当发出全面要约。

第四十八条 以协议方式收购上市公司股份超过30%，收购人拟依据本办法第六章的规定申请豁免的，应当在与上市公司股东达成收购协议之日起3日内编制上市公司收购报告书，提交豁免申请，委托财务顾问向中国证监会、证券交易所提交书面报告，通知被收购公司，并公告上市公司收购报告书摘要。

收购人自取得中国证监会的豁免之日起3日内公告其收购报告书、财务顾问专业意见和律师出具的法律意见书；收购人未取得豁免的，应当自收到中国证监会的决定之日起3日内予以公告，并按照本办法第六十一条第二款的规定办理。

第四十九条 依据前条规定所作的上市公司收购报告书，须披露本

办法第二十九条第（一）项至第（六）项和第（九）项至第（十四）项规定的内容及收购协议的生效条件和付款安排。

已披露收购报告书的收购人在披露之日起6个月内，因权益变动需要再次报告、公告的，可以仅就与前次报告书不同的部分作出报告、公告；超过6个月的，应当按照本办法第二章的规定履行报告、公告义务。

第五十条 收购人公告上市公司收购报告书时，应当提交以下备查文件：

（一）中国公民的身份证明，或者在中国境内登记注册的法人、其他组织的证明文件；

（二）基于收购人的实力和从业经验对上市公司后续发展计划可行性的说明，收购人拟修改公司章程、改选公司董事会、改变或者调整公司主营业务的，还应当补充其具备规范运作上市公司的管理能力的说明；

（三）收购人及其关联方与被收购公司存在同业竞争、关联交易的，应提供避免同业竞争等利益冲突、保持被收购公司经营独立性的说明；

（四）收购人为法人或者其他组织的，其控股股东、实际控制人最近2年未变更的说明；

（五）收购人及其控股股东或实际控制人的核心企业和核心业务、关联企业及主营业务的说明；收购人或其实际控制人为两个或两个以上的上市公司控股股东或实际控制人的，还应当提供其持股5%以上的上

市公司以及银行、信托公司、证券公司、保险公司等其他金融机构的情况说明；

（六）财务顾问关于收购人最近3年的诚信记录、收购资金来源合法性、收购人具备履行相关承诺的能力以及相关信息披露内容真实性、准确性、完整性的核查意见；收购人成立未满3年的，财务顾问还应当提供其控股股东或者实际控制人最近3年诚信记录的核查意见。

境外法人或者境外其他组织进行上市公司收购的，除应当提交第一款第（二）项至第（六）项规定的文件外，还应当提交以下文件：

（一）财务顾问出具的收购人符合对上市公司进行战略投资的条件、具有收购上市公司的能力的核查意见；

（二）收购人接受中国司法、仲裁管辖的声明。

第五十一条 上市公司董事、监事、高级管理人员、员工或者其所控制或者委托的法人或者其他组织，拟对本公司进行收购或者通过本办法第五章规定的方式取得本公司控制权（以下简称管理层收购）的，该上市公司应当具备健全且运行良好的组织机构以及有效的内部控制制度，公司董事会成员中独立董事的比例应当达到或者超过1/2。公司应当聘请具有证券、期货从业资格的资产评估机构提供公司资产评估报告，本次收购应当经董事会非关联董事作出决议，且取得2/3以上的独立董事同意后，提交公司股东大会审议，经出席股东大会的非关联股东所持表决权过半数通过。独立董事发表意见前，应当聘请独立财务顾问就本次收购出具专业意见，独立董事及独立财务顾问的意见应当一并予以公告。

上市公司董事、监事、高级管理人员存在《公司法》第一百四十八

条规定情形，或者最近3年有证券市场不良诚信记录的，不得收购本公司。

第五十二条 以协议方式进行上市公司收购的，自签订收购协议起至相关股份完成过户的期间为上市公司收购过渡期（以下简称过渡期）。在过渡期内，收购人不得通过控股股东提议改选上市公司董事会，确有充分理由改选董事会的，来自收购人的董事不得超过董事会成员的1/3；被收购公司不得为收购人及其关联方提供担保；被收购公司不得公开发行股份募集资金，不得进行重大购买、出售资产及重大投资行为或者与收购人及其关联方进行其他关联交易，但收购人为挽救陷入危机或者面临严重财务困难的上市公司的情形除外。

第五十三条 上市公司控股股东向收购人协议转让其所持有的上市公司股份的，应当对收购人的主体资格、诚信情况及收购意图进行调查，并在其权益变动报告书中披露有关调查情况。

控股股东及其关联方未清偿其对公司的负债，未解除公司为其负债提供的担保，或者存在损害公司利益的其他情形的，被收购公司董事会应当对前述情形及时予以披露，并采取有效措施维护公司利益。

第五十四条 协议收购的相关当事人应当向证券登记结算机构申请办理拟转让股份的临时保管手续，并可以将用于支付的现金存放于证券登记结算机构指定的银行。

第五十五条 收购报告书公告后，相关当事人应当按照证券交易所和证券登记结算机构的业务规则，在证券交易所就本次股份转让予以确认后，凭全部转让款项存放于双方认可的银行账户的证明，向证券登记结算机构申请解除拟协议转让股票的临时保管，并办理过户登记手续。



收购人未按规定履行报告、公告义务，或者未按规定提出申请的，证券交易所和证券登记结算机构不予办理股份转让和过户登记手续。

收购人在收购报告书公告后30日内仍未完成相关股份过户手续的，应当立即作出公告，说明理由；在未完成相关股份过户期间，应当每隔30日公告相关股份过户办理进展情况。

## 第五章 间接收购

第五十六条 收购人虽不是上市公司的股东，但通过投资关系、协议、其他安排导致其拥有权益的股份达到或者超过一个上市公司已发行股份的5%未超过30%的，应当按照本办法第二章的规定办理。

收购人拥有权益的股份超过该公司已发行股份的30%的，应当向该公司所有股东发出全面要约；收购人预计无法在事实发生之日起30日内发出全面要约的，应当在前述30日内促使其控制的股东将所持有的上市公司股份减持至30%或者30%以下，并自减持之日起2个工作日内予以公告；其后收购人或者其控制的股东拟继续增持的，应当采取要约方式；拟依据本办法第六章的规定申请豁免的，应当按照本办法第四十八条的规定办理。

第五十七条 投资者虽不是上市公司的股东，但通过投资关系取得对上市公司股东的控制权，而受其支配的上市公司股东所持股份达到前条规定比例、且对该股东的资产和利润构成重大影响的，应当按照前条规定履行报告、公告义务。

第五十八条 上市公司实际控制人及受其支配的股东，负有配合上

上市公司真实、准确、完整披露有关实际控制人发生变化的信息的义务；实际控制人及受其支配的股东拒不履行上述配合义务，导致上市公司无法履行法定信息披露义务而承担民事、行政责任的，上市公司有权对其提起诉讼。实际控制人、控股股东指使上市公司及其有关人员不依法履行信息披露义务的，中国证监会依法进行查处。

第五十九条 上市公司实际控制人及受其支配的股东未履行报告、公告义务的，上市公司应当自知悉之日起立即作出报告和公告。上市公司就实际控制人发生变化的情况予以公告后，实际控制人仍未披露的，上市公司董事会应当向实际控制人和受其支配的股东查询，必要时可以聘请财务顾问进行查询，并将查询情况向中国证监会、上市公司所在地的中国证监会派出机构（以下简称派出机构）和证券交易所报告；中国证监会依法对拒不履行报告、公告义务的实际控制人进行查处。

上市公司知悉实际控制人发生较大变化而未能将有关实际控制人的变化情况及时予以报告和公告的，中国证监会责令改正，情节严重的，认定上市公司负有责任的董事为不适当人选。

第六十条 上市公司实际控制人及受其支配的股东未履行报告、公告义务，拒不履行第五十八条规定的配合义务，或者实际控制人存在不得收购上市公司情形的，上市公司董事会应当拒绝接受受实际控制人支配的股东向董事会提交的提案或者临时议案，并向中国证监会、派出机构和证券交易所报告。中国证监会责令实际控制人改正，可以认定实际控制人通过受其支配的股东所提名的董事为不适当人选；改正前，受实际控制人支配的股东不得行使其持有股份的表决权。上市公司董事会未拒绝接受实际控制人及受其支配的股东所提出的提案的，中国证监会可以认定负有责任的董事为不适当人选。

## 第六章 豁免申请

第六十一条 符合本办法第六十二条、第六十三条规定情形的，投资者及其一致行动人可以向中国证监会申请下列豁免事项：

（一）免于以要约收购方式增持股份；

（二）存在主体资格、股份种类限制或者法律、行政法规、中国证监会规定的特殊情形的，可以申请免于向被收购公司的所有股东发出收购要约。

未取得豁免的，投资者及其一致行动人应当在收到中国证监会通知之日起30日内将其或者其控制的股东所持有的被收购公司股份减持到30%或者30%以下；拟以要约以外的方式继续增持股份的，应当发出全面要约。

第六十二条 有下列情形之一的，收购人可以向中国证监会提出免于以要约方式增持股份的申请：

（一）收购人与出让人能够证明本次股份转让是在同一实际控制人控制的不同主体之间进行，未导致上市公司的实际控制人发生变化；

（二）上市公司面临严重财务困难，收购人提出的挽救公司的重组方案取得该公司股东大会批准，且收购人承诺3年内不转让其在该公司中所拥有的权益；

（三）中国证监会为适应证券市场发展变化和保护投资者合法权益的需要而认定的其他情形。

收购人报送的豁免申请文件符合规定，并且已经按照本办法的规定履行报告、公告义务的，中国证监会予以受理；不符合规定或者未履行报告、公告义务的，中国证监会不予受理。中国证监会在受理豁免申请后20个工作日内，就收购人所申请的具体事项做出是否予以豁免的决定；取得豁免的，收购人可以完成本次增持行为。

第六十三条 有下列情形之一的，投资者可以向中国证监会提出免于发出要约的申请，中国证监会自收到符合规定的申请文件之日起10个工作日内未提出异议的，相关投资者可以向证券交易所和证券登记结算机构申请办理股份转让和过户登记手续；中国证监会不同意其申请的，相关投资者应当按照本办法第六十一条的规定办理：

（一）经政府或者国有资产管理部门批准进行国有资产无偿划转、变更、合并，导致投资者在一个上市公司中拥有权益的股份占该公司已发行股份的比例超过30%；

（二）因上市公司按照股东大会批准的确定价格向特定股东回购股份而减少股本，导致投资者在该公司中拥有权益的股份超过该公司已发行股份的30%；

（三）中国证监会为适应证券市场发展变化和保护投资者合法权益的需要而认定的其他情形。

有下列情形之一的，相关投资者可以免于按照前款规定提交豁免申请，直接向证券交易所和证券登记结算机构申请办理股份转让和过户登记手续：

（一）经上市公司股东大会非关联股东批准，投资者取得上市公司向其发行的新股，导致其在该公司拥有权益的股份超过该公司已发行股

份的30%，投资者承诺3年内不转让本次向其发行的新股，且公司股东大会同意投资者免于发出要约；

（二）在一个上市公司中拥有权益的股份达到或者超过该公司已发行股份的30%的，自上述事实发生之日起一年后，每12个月内增持不超过该公司已发行的2%的股份；

（三）在一个上市公司中拥有权益的股份达到或者超过该公司已发行股份的50%的，继续增加其在该公司拥有的权益不影响该公司的上市地位；

（四）证券公司、银行等金融机构在其经营范围内依法从事承销、贷款等业务导致其持有一个上市公司已发行股份超过30%，没有实际控制该公司的行为或者意图，并且提出在合理期限内向非关联方转让相关股份的解决方案；

（五）因继承导致在一个上市公司中拥有权益的股份超过该公司已发行股份的30%；

（六）因履行约定购回式证券交易协议购回上市公司股份导致投资者在一个上市公司中拥有权益的股份超过该公司已发行股份的30%，并且能够证明标的股份的表决权在协议期间未发生转移；

（七）因所持优先股表决权依法恢复导致投资者在一个上市公司中拥有权益的股份超过该公司已发行股份的30%。

相关投资者应在前款规定的权益变动行为完成后3日内就股份增持情况做出公告，律师应就相关投资者权益变动行为发表符合规定的专项核查意见并由上市公司予以披露。相关投资者按照前款第（二）项、第

（三）项规定采用集中竞价方式增持股份，每累计增持股份比例达到该公司已发行股份的1%的，应当在事实发生之日通知上市公司，由上市公司在次一交易日发布相关股东增持公司股份的进展公告。相关投资者按照前款第（三）项规定采用集中竞价方式增持股份的，每累计增持股份比例达到上市公司已发行股份的2%的，在事实发生当日和上市公司发布相关股东增持公司股份进展公告的当日不得再行增持股份。前款第（二）项规定的增持不超过2%的股份锁定期为增持行为完成之日起6个月。

第六十四条 收购人提出豁免申请的，应当聘请律师事务所等专业机构出具专业意见。

## 第七章 财务顾问

第六十五条 收购人聘请的财务顾问应当履行以下职责：

（一）对收购人的相关情况进行尽职调查；

（二）应收购人的要求向收购人提供专业化服务，全面评估被收购公司的财务和经营状况，帮助收购人分析收购所涉及的法律、财务、经营风险，就收购方案所涉及的收购价格、收购方式、支付安排等事项提出对策建议，并指导收购人按照规定的内容与格式制作申报文件；

（三）对收购人进行证券市场规范化运作的辅导，使收购人的董事、监事和高级管理人员熟悉有关法律、行政法规和中国证监会的规定，充分了解其应当承担的义务和责任，督促其依法履行报告、公告和其他法定义务；

（四）对收购人是否符合本办法的规定及申报文件内容的真实性、准确性、完整性进行充分核查和验证，对收购事项客观、公正地发表专业意见；

（五）接受收购人委托，向中国证监会报送申报材料，根据中国证监会的审核意见，组织、协调收购人及其他专业机构予以答复；

（六）与收购人签订协议，在收购完成后12个月内，持续督导收购人遵守法律、行政法规、中国证监会的规定、证券交易所规则、上市公司章程，依法行使股东权利，切实履行承诺或者相关约定。

第六十六条 收购人聘请的财务顾问就本次收购出具的财务顾问报告，应当对以下事项进行说明和分析，并逐项发表明确意见：

（一）收购人编制的上市公司收购报告书或者要约收购报告书所披露的内容是否真实、准确、完整；

（二）本次收购的目的；

（三）收购人是否提供所有必备证明文件，根据对收购人及其控股股东、实际控制人的实力、从事的主要业务、持续经营状况、财务状况和诚信情况的核查，说明收购人是否具备主体资格，是否具备收购的经济实力，是否具备规范运作上市公司的管理能力，是否需要承担其他附加义务及是否具备履行相关义务的能力，是否存在不良诚信记录；

（四）对收购人进行证券市场规范化运作辅导的情况，其董事、监事和高级管理人员是否已经熟悉有关法律、行政法规和中国证监会的规定，充分了解应承担的义务和责任，督促其依法履行报告、公告和其他法定义务的情况；

（五）收购人的股权控制结构及其控股股东、实际控制人支配收购人的方式；

（六）收购人的收购资金来源及其合法性，是否存在利用本次收购的股份向银行等金融机构质押取得融资的情形；

（七）涉及收购人以证券支付收购价款的，应当说明有关该证券发行人的信息披露是否真实、准确、完整以及该证券交易的便捷性等情况；

（八）收购人是否已经履行了必要的授权和批准程序；

（九）是否已对收购过渡期间保持上市公司稳定经营作出安排，该安排是否符合有关规定；

（十）对收购人提出的后续计划进行分析，收购人所从事的业务与上市公司从事的业务存在同业竞争、关联交易的，对收购人解决与上市公司同业竞争等利益冲突及保持上市公司经营独立性的方案进行分析，说明本次收购对上市公司经营独立性和持续发展可能产生的影响；

（十一）在收购标的上是否设定其他权利，是否在收购价款之外还作出其他补偿安排；

（十二）收购人及其关联方与被收购公司之间是否存在业务往来，收购人与被收购公司的董事、监事、高级管理人员是否就其未来任职安排达成某种协议或者默契；

（十三）上市公司原控股股东、实际控制人及其关联方是否存在未清偿对公司的负债、未解除公司为其负债提供的担保或者损害公司利益的其他情形；存在该等情形的，是否已提出切实可行的解决方案；



（十四）涉及收购人拟提出豁免申请的，应当说明本次收购是否属于可以得到豁免的情形，收购人是否作出承诺及是否具备履行相关承诺的实力。

第六十七条 上市公司董事会或者独立董事聘请的独立财务顾问，不得同时担任收购人的财务顾问或者与收购人的财务顾问存在关联关系。独立财务顾问应当根据委托进行尽职调查，对本次收购的公正性和合法性发表专业意见。独立财务顾问报告应当对以下问题进行说明和分析，发表明确意见：

（一）收购人是否具备主体资格；

（二）收购人的实力及本次收购对被收购公司经营独立性和持续发展可能产生的影响分析；

（三）收购人是否存在利用被收购公司的资产或者由被收购公司为本次收购提供财务资助的情形；

（四）涉及要约收购的，分析被收购公司的财务状况，说明收购价格是否充分反映被收购公司价值，收购要约是否公平、合理，对被收购公司社会公众股股东接受要约提出的建议；

（五）涉及收购人以证券支付收购价款的，还应当根据该证券发行人的资产、业务和盈利预测，对相关证券进行估值分析，就收购条件对被收购公司的社会公众股股东是否公平合理、是否接受收购人提出的收购条件提出专业意见；

（六）涉及管理层收购的，应当对上市公司进行估值分析，就本次收购的定价依据、支付方式、收购资金来源、融资安排、还款计划及其

可行性、上市公司内部控制制度的执行情况及其有效性、上述人员及其直系亲属在最近24个月内与上市公司业务往来情况以及收购报告书披露的其他内容等进行全面核查，发表明确意见。

第六十八条 财务顾问应当在财务顾问报告中作出以下承诺：

（一）已按照规定履行尽职调查义务，有充分理由确信所发表的专业意见与收购人公告文件的内容不存在实质性差异；

（二）已对收购人公告文件进行核查，确信公告文件的内容与格式符合规定；

（三）有充分理由确信本次收购符合法律、行政法规和中国证监会的规定，有充分理由确信收购人披露的信息真实、准确、完整，不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；

（四）就本次收购所出具的专业意见已提交其内核机构审查，并获得通过；

（五）在担任财务顾问期间，已采取严格的保密措施，严格执行内部防火墙制度；

（六）与收购人已订立持续督导协议。

第六十九条 财务顾问在收购过程中和持续督导期间，应当关注被收购公司是否存在为收购人及其关联方提供担保或者借款等损害上市公司利益的情形，发现有违法或者不当行为的，应当及时向中国证监会、派出机构和证券交易所报告。

第七十条 财务顾问为履行职责，可以聘请其他专业机构协助其对

收购人进行核查，但应当对收购人提供的资料和披露的信息进行独立判断。

第七十一条 自收购人公告上市公司收购报告书至收购完成后12个月内，财务顾问应当通过日常沟通、定期回访等方式，关注上市公司的经营情况，结合被收购公司定期报告和临时公告的披露事宜，对收购人及被收购公司履行持续督导职责：

（一）督促收购人及时办理股权过户手续，并依法履行报告和公告义务；

（二）督促和检查收购人及被收购公司依法规范运作；

（三）督促和检查收购人履行公开承诺的情况；

（四）结合被收购公司定期报告，核查收购人落实后续计划的情况，是否达到预期目标，实施效果是否与此前的披露内容存在较大差异，是否实现相关盈利预测或者管理层预计达到的目标；

（五）涉及管理层收购的，核查被收购公司定期报告中披露的相关还款计划的落实情况与事实是否一致；

（六）督促和检查履行收购中约定的其他义务的情况。

在持续督导期间，财务顾问应当结合上市公司披露的季度报告、半年度报告和年度报告出具持续督导意见，并在前述定期报告披露后的15日内向派出机构报告。

在此期间，财务顾问发现收购人在上市公司收购报告中披露的信息与事实不符的，应当督促收购人如实披露相关信息，并及时向中国证

监会、派出机构、证券交易所报告。财务顾问解除委托合同的，应当及时向中国证监会、派出机构作出书面报告，说明无法继续履行持续督导职责的理由，并予公告。

## 第八章 持续监管

第七十二条 在上市公司收购行为完成后12个月内，收购人聘请的财务顾问应当在每季度前3日内就上一季度对上市公司影响较大的投资、购买或者出售资产、关联交易、主营业务调整以及董事、监事、高级管理人员的更换、职工安置、收购人履行承诺等情况向派出机构报告。

收购人注册地与上市公司注册地不同的，还应当将前述情况的报告同时抄报收购人所在地的派出机构。

第七十三条 派出机构根据审慎监管原则，通过与承办上市公司审计业务的会计师事务所谈话、检查财务顾问持续督导责任的落实、定期或者不定期的现场检查等方式，在收购完成后对收购人和上市公司进行监督检查。

派出机构发现实际情况与收购人披露的内容存在重大差异的，对收购人及上市公司予以重点关注，可以责令收购人延长财务顾问的持续督导期，并依法进行查处。

在持续督导期间，财务顾问与收购人解除合同的，收购人应当另行聘请其他财务顾问机构履行持续督导职责。

第七十四条 在上市公司收购中，收购人持有的被收购公司的股

份，在收购完成后12个月内不得转让。

收购人在被收购公司中拥有权益的股份在同一实际控制人控制的不同主体之间进行转让不受前述12个月的限制，但应当遵守本办法第六章的规定。

## 第九章 监管措施与法律责任

第七十五条 上市公司的收购及相关股份权益变动活动中的信息披露义务人，未按照本办法的规定履行报告、公告以及其他相关义务的，中国证监会责令改正，采取监管谈话、出具警示函、责令暂停或者停止收购等监管措施。在改正前，相关信息披露义务人不得对其持有或者实际支配的股份行使表决权。

第七十六条 上市公司的收购及相关股份权益变动活动中的信息披露义务人在报告、公告等文件中有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，中国证监会责令改正，采取监管谈话、出具警示函、责令暂停或者停止收购等监管措施。在改正前，收购人对其持有或者实际支配的股份不得行使表决权。

第七十七条 投资者及其一致行动人取得上市公司控制权而未按照本办法的规定聘请财务顾问，规避法定程序和义务，变相进行上市公司的收购，或者外国投资者规避管辖的，中国证监会责令改正，采取出具警示函、责令暂停或者停止收购等监管措施。在改正前，收购人不得对其持有或者实际支配的股份行使表决权。

第七十八条 收购人未依照本办法的规定履行相关义务或者相应程

序擅自实施要约收购的，中国证监会责令改正，采取监管谈话、出具警示函、责令暂停或者停止收购等监管措施。在改正前，收购人不得对其持有或者支配的股份行使表决权。

发出收购要约的收购人在收购要约期限届满，不按照约定支付收购价款或者购买预受股份的，自该事实发生之日起3年内不得收购上市公司，中国证监会不受理收购人及其关联方提交的申报文件。

存在前二款规定情形，收购人涉嫌虚假披露、操纵证券市场的，中国证监会对收购人进行立案稽查，依法追究其法律责任；收购人聘请的财务顾问没有充分证据表明其勤勉尽责的，自收购人违规事实发生之日起1年内，中国证监会不受理该财务顾问提交的上市公司并购重组申报文件，情节严重的，依法追究法律责任。

**第七十九条** 上市公司控股股东和实际控制人在转让其对公司的控制权时，未清偿其对公司的负债，未解除公司为其提供的担保，或者未对其损害公司利益的其他情形作出纠正的，中国证监会责令改正、责令暂停或者停止收购活动。

被收购公司董事会未能依法采取有效措施促使公司控股股东、实际控制人予以纠正，或者在收购完成后未能促使收购人履行承诺、安排或者保证的，中国证监会可以认定相关董事为不适当人选。

**第八十条** 上市公司董事未履行忠实义务和勤勉义务，利用收购谋取不当利益的，中国证监会采取监管谈话、出具警示函等监管措施，可以认定为不适当人选。

上市公司章程中涉及公司控制权的条款违反法律、行政法规和本办法规定的，中国证监会责令改正。

第八十一条 为上市公司收购出具资产评估报告、审计报告、法律意见书和财务顾问报告的证券服务机构或者证券公司及其专业人员，未依法履行职责的，中国证监会责令改正，采取监管谈话、出具警示函等监管措施。

前款规定的证券服务机构及其从业人员被责令改正的，在改正前，不得接受新的上市公司并购重组业务。

第八十二条 中国证监会将上市公司的收购及相关股份权益变动活动中的当事人的违法行为和整改情况记入诚信档案。

违反本办法的规定构成证券违法行为的，依法追究法律责任。

## 第十章 附 则

第八十三条 本办法所称一致行动，是指投资者通过协议、其他安排，与其他投资者共同扩大其所能够支配的一个上市公司股份表决权数量的行为或者事实。

在上市公司的收购及相关股份权益变动活动中有一致行动情形的投资者，互为一致行动人。如无相反证据，投资者有下列情形之一的，为一致行动人：

- （一）投资者之间有股权控制关系；
- （二）投资者受同一主体控制；
- （三）投资者的董事、监事或者高级管理人员中的主要成员，同时

在另一个投资者担任董事、监事或者高级管理人员；

（四）投资者参股另一投资者，可以对参股公司的重大决策产生重大影响；

（五）银行以外的其他法人、其他组织和自然人为投资者取得相关股份提供融资安排；

（六）投资者之间存在合伙、合作、联营等其他经济利益关系；

（七）持有投资者30%以上股份的自然人，与投资者持有同一上市公司股份；

（八）在投资者任职的董事、监事及高级管理人员，与投资者持有同一上市公司股份；

（九）持有投资者30%以上股份的自然人和在投资者任职的董事、监事及高级管理人员，其父母、配偶、子女及其配偶、配偶的父母、兄弟姐妹及其配偶、配偶的兄弟姐妹及其配偶等亲属，与投资者持有同一上市公司股份；

（十）在上市公司任职的董事、监事、高级管理人员及其前项所述亲属同时持有本公司股份的，或者与其自己或者其前项所述亲属直接或者间接控制的企业同时持有本公司股份；

（十一）上市公司董事、监事、高级管理人员和员工与其所控制或者委托的法人或者其他组织持有本公司股份；

（十二）投资者之间具有其他关联关系。



一致行动人应当合并计算其所持有的股份。投资者计算其所持有的股份，应当包括登记在其名下的股份，也包括登记在其一致行动人名下的股份。

投资者认为其与他人不应被视为一致行动人的，可以向中国证监会提供相反证据。

第八十四条 有下列情形之一的，为拥有上市公司控制权：

（一）投资者为上市公司持股50%以上的控股股东；

（二）投资者可以实际支配上市公司股份表决权超过30%；

（三）投资者通过实际支配上市公司股份表决权能够决定公司董事会半数以上成员选任；

（四）投资者依其可实际支配的上市公司股份表决权足以对公司股东大会的决议产生重大影响；

（五）中国证监会认定的其他情形。

第八十五条 信息披露义务人涉及计算其拥有权益比例的，应当将其所持有的上市公司已发行的可转换为公司股票的证券中有权转换部分与其所持有的同一上市公司的股份合并计算，并将其持股比例与合并计算非股权类证券转为股份后的比例相比，以二者中的较高者为准；行权期限届满未行权的，或者行权条件不再具备的，无需合并计算。

前款所述二者中的较高者，应当按下列公式计算：

（一）投资者持有的股份数量 / 上市公司已发行股份总数

(二) (投资者持有的股份数量+投资者持有的可转换为公司股票的非股权类证券所对应的股份数量) / (上市公司已发行股份总数+上市公司发行的可转换为公司股票的非股权类证券所对应的股份总数)

前款所称“投资者持有的股份数量”包括投资者拥有的普通股数量和优先股恢复的表决权数量,“上市公司已发行股份总数”包括上市公司已发行的普通股总数和优先股恢复的表决权总数。

第八十六条 投资者因行政划转、执行法院裁决、继承、赠与等方式取得上市公司控制权的,应当按照本办法第四章的规定履行报告、公告义务。

第八十七条 权益变动报告书、收购报告书、要约收购报告书、被收购公司董事会报告书、要约收购豁免申请文件等文件的内容与格式,由中国证监会另行制定。

第八十八条 被收购公司在境内、境外同时上市的,收购人除应当遵守本办法及中国证监会的相关规定外,还应当遵守境外上市地的相关规定。

第八十九条 外国投资者收购上市公司及在上市公司中拥有的权益发生变动的,除应当遵守本办法的规定外,还应当遵守外国投资者投资上市公司的相关规定。

第九十条 本办法自2006年9月1日起施行。中国证监会发布的《上市公司收购管理办法》(证监会令第10号)、《上市公司股东持股变动信息披露管理办法》(证监会令第11号)、《关于要约收购涉及的被收购公司股票上市交易条件有关问题的通知》(证监公司字〔2003〕16号)和《关于规范上市公司实际控制权转移行为有关问题的通知》(证

监公司字〔2004〕1号）同时废止。

# 3.1.5 上市公司重大资产重组管理办法

（2014年7月7日中国证券监督管理委员会第52次主席办公会审议通过，现予公布，自2014年11月23日起施行。）

## 第一章 总 则

第一条 为了规范上市公司重大资产重组行为，保护上市公司和投资者的合法权益，促进上市公司质量不断提高，维护证券市场秩序和社会公共利益，根据《公司法》、《证券法》等法律、行政法规的规定，制定本办法。

第二条 本办法适用于上市公司及其控股或者控制的公司在日常经营活动之外购买、出售资产或者通过其他方式进行资产交易达到规定的比例，导致上市公司的主营业务、资产、收入发生重大变化的资产交易行为（以下简称重大资产重组）。上市公司发行股份购买资产应当符合本办法的规定。上市公司按照经中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）核准的发行证券文件披露的募集资金用途，使用募集资金购买资产、对外投资的行为，不适用本办法。

第三条 任何单位和个人不得利用重大资产重组损害上市公司及其股东的合法权益。

第四条 上市公司实施重大资产重组，有关各方必须及时、公平地

披露或者提供信息，保证所披露或者提供信息的真实、准确、完整，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

第五条 上市公司的董事、监事和高级管理人员在重大资产重组活动中，应当诚实守信、勤勉尽责，维护公司资产的安全，保护公司和全体股东的合法权益。

第六条 为重大资产重组提供服务的证券服务机构和人员，应当遵守法律、行政法规和中国证监会的有关规定，遵循本行业公认的业务标准和道德规范，严格履行职责，对其所制作、出具文件的真实性、准确性和完整性承担责任。前款规定的证券服务机构和人员，不得教唆、协助或者伙同委托人编制或者披露存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的报告、公告文件，不得从事不正当竞争，不得利用上市公司重大资产重组谋取不正当利益。

第七条 任何单位和个人对所知悉的重大资产重组信息在依法披露前负有保密义务。禁止任何单位和个人利用重大资产重组信息从事内幕交易、操纵证券市场等违法活动。

第八条 中国证监会依法对上市公司重大资产重组行为进行监督管理。中国证监会审核上市公司重大资产重组或者发行股份购买资产的申请，可以根据上市公司的规范运作和诚信状况、财务顾问的执业能力和执业质量，结合国家产业政策和重组交易类型，作出差异化的、公开透明的监管制度安排，有条件地减少审核内容和环节。

第九条 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。

第十条 中国证监会在发行审核委员会中设立上市公司并购重组审

核委员会（以下简称并购重组委），并购重组委以投票方式对提交其审议的重大资产重组或者发行股份购买资产申请进行表决，提出审核意见。

## 第二章 重大资产重组的原则和标准

第十一条 上市公司实施重大资产重组，应当就本次交易符合下列要求作出充分说明，并予以披露：

（一）符合国家产业政策和有关环境保护、土地管理、反垄断等法律和行政法规的规定；

（二）不会导致上市公司不符合股票上市条件；

（三）重大资产重组所涉及的资产定价公允，不存在损害上市公司和股东合法权益的情形；

（四）重大资产重组所涉及的资产权属清晰，资产过户或者转移不存在法律障碍，相关债权债务处理合法；

（五）有利于上市公司增强持续经营能力，不存在可能导致上市公司重组后主要资产为现金或者无具体经营业务的情形；

（六）有利于上市公司在业务、资产、财务、人员、机构等方面与实际控制人及其关联人保持独立，符合中国证监会关于上市公司独立性的相关规定；

（七）有利于上市公司形成或者保持健全有效的法人治理结构。

第十二条 上市公司及其控股或者控制的公司购买、出售资产，达到下列标准之一的，构成重大资产重组：

（一）购买、出售的资产总额占上市公司最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例达到50%以上；

（二）购买、出售的资产在最近一个会计年度所产生的营业收入占上市公司同期经审计的合并财务会计报告营业收入的比例达到50%以上；

（三）购买、出售的资产净额占上市公司最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末净资产额的比例达到50%以上，且超过5 000万元人民币。购买、出售资产未达到前款规定标准，但中国证监会发现存在可能损害上市公司或者投资者合法权益的重大问题的，可以根据审慎监管原则，责令上市公司按照本办法的规定补充披露相关信息、暂停交易、聘请独立财务顾问或者其他证券服务机构补充核查并披露专业意见。

第十三条 自控制权发生变更之日起，上市公司向收购人及其关联人购买的资产总额，占上市公司控制权发生变更的前一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例达到100%以上的，除符合本办法第十一条、第四十三条规定的要求外，主板（含中小企业板）上市公司购买的资产对应的经营实体应当是股份有限公司或者有限责任公司，且符合《首次公开发行股票并上市管理办法》（证监会令第32号）规定的其他发行条件；上市公司购买的资产属于金融、创业投资等特定行业的，由中国证监会另行规定。

创业板上市公司不得实施前款规定的交易行为。

第十四条 计算本办法第十二条、第十三条规定的比例时，应当遵守下列规定：

（一）购买的资产为股权的，其资产总额以被投资企业的资产总额与该项投资所占股权比例的乘积和成交金额二者中的较高者为准，营业收入以被投资企业的营业收入与该项投资所占股权比例的乘积为准，资产净额以被投资企业的净资产额与该项投资所占股权比例的乘积和成交金额二者中的较高者为准；出售的资产为股权的，其资产总额、营业收入以及资产净额分别以被投资企业的资产总额、营业收入以及净资产额与该项投资所占股权比例的乘积为准。

购买股权导致上市公司取得被投资企业控股权的，其资产总额以被投资企业的资产总额和成交金额二者中的较高者为准，营业收入以被投资企业的营业收入为准，资产净额以被投资企业的净资产额和成交金额二者中的较高者为准；出售股权导致上市公司丧失被投资企业控股权的，其资产总额、营业收入以及资产净额分别以被投资企业的资产总额、营业收入以及净资产额为准。

（二）购买的资产为非股权资产的，其资产总额以该资产的账面值和成交金额二者中的较高者为准，资产净额以相关资产与负债的账面值差额和成交金额二者中的较高者为准；出售的资产为非股权资产的，其资产总额、资产净额分别以该资产的账面值、相关资产与负债账面值的差额为准；该非股权资产不涉及负债的，不适用第十二条第一款第

（三）项规定的资产净额标准。

（三）上市公司同时购买、出售资产的，应当分别计算购买、出售资产的相关比例，并以二者中比例较高者为准。



（四）上市公司在12个月内连续对同一或者相关资产进行购买、出售的，以其累计数分别计算相应数额。已按照本办法的规定编制并披露重大资产重组报告书的资产交易行为，无须纳入累计计算的范围，但本办法第十三条规定情形除外。

交易标的资产属于同一交易方所有或者控制，或者属于相同或者相近的业务范围，或者中国证监会认定的其他情形下，可以认定为同一或者相关资产。

第十五条 本办法第二条所称通过其他方式进行资产交易，包括：

- （一）与他人新设企业、对已设立的企业增资或者减资；
- （二）受托经营、租赁其他企业资产或者将经营性资产委托他人经营、租赁；
- （三）接受附义务的资产赠与或者对外捐赠资产；
- （四）中国证监会根据审慎监管原则认定的其他情形。

上述资产交易实质上构成购买、出售资产，且按照本办法规定的标准计算的相关比例达到50%以上的，应当按照本办法的规定履行相关义务和程序。

### 第三章 重大资产重组的程序

第十六条 上市公司与交易对方就重大资产重组事宜进行初步磋商时，应当立即采取必要且充分的保密措施，制定严格有效的保密制度，

限定相关敏感信息的知悉范围。上市公司及交易对方聘请证券服务机构的，应当立即与所聘请的证券服务机构签署保密协议。

上市公司关于重大资产重组的董事会决议公告前，相关信息已在媒体上传播或者公司股票交易出现异常波动的，上市公司应当立即将有关计划、方案或者相关事项的现状以及相关进展情况和风险因素等予以公告，并按照有关信息披露规则办理其他相关事宜。

第十七条 上市公司应当聘请独立财务顾问、律师事务所以及具有相关证券业务资格的会计师事务所等证券服务机构就重大资产重组出具意见。独立财务顾问和律师事务所应当审慎核查重大资产重组是否构成关联交易，并依据核查确认的相关事实发表明确意见。重大资产重组涉及关联交易的，独立财务顾问应当就本次重组对上市公司非关联股东的影响发表明确意见。

资产交易定价以资产评估结果为依据的，上市公司应当聘请具有相关证券业务资格的资产评估机构出具资产评估报告。

证券服务机构在其出具的意见中采用其他证券服务机构或者人员的专业意见的，仍然应当进行尽职调查，审慎核查其采用的专业意见的内容，并对利用其他证券服务机构或者人员的专业意见所形成的结论负责。

第十八条 上市公司及交易对方与证券服务机构签订聘用合同后，非因正当事由不得更换证券服务机构。确有正当事由需要更换证券服务机构的，应当披露更换的具体原因以及证券服务机构的陈述意见。

第十九条 上市公司应当在重大资产重组报告书的管理层讨论与分析部分，就本次交易对上市公司的持续经营能力、未来发展前景、当年

每股收益等财务指标和非财务指标的影响进行详细分析。

第二十条 重大资产重组中相关资产以资产评估结果作为定价依据的，资产评估机构应当按照资产评估相关准则和规范开展执业活动；上市公司董事会应当对评估机构的独立性、评估假设前提的合理性、评估方法与评估目的的相关性以及评估定价的公允性发表明确意见。

相关资产不以资产评估结果作为定价依据的，上市公司应当在重大资产重组报告中详细分析说明相关资产的估值方法、参数及其他影响估值结果的指标和因素。上市公司董事会应当对估值机构的独立性、估值假设前提的合理性、估值方法与估值目的的相关性发表明确意见，并结合相关资产的市场可比交易价格、同行业上市公司的市盈率或者市净率等通行指标，在重大资产重组报告中详细分析本次交易定价的公允性。

前二款情形中，评估机构、估值机构原则上应当采取两种以上的方法进行评估或者估值；上市公司独立董事应当出席董事会会议，对评估机构或者估值机构的独立性、评估或者估值假设前提的合理性和交易定价的公允性发表独立意见，并单独予以披露。

第二十一条 上市公司进行重大资产重组，应当由董事会依法作出决议，并提交股东大会批准。

上市公司董事会应当就重大资产重组是否构成关联交易作出明确判断，并作为董事会决议事项予以披露。

上市公司独立董事应当在充分了解相关信息的基础上，就重大资产重组发表独立意见。重大资产重组构成关联交易的，独立董事可以另行聘请独立财务顾问就本次交易对上市公司非关联股东的影响发表意见。

上市公司应当积极配合独立董事调阅相关材料，并通过安排实地调查、组织证券服务机构汇报等方式，为独立董事履行职责提供必要的支持和便利。

第二十二条 上市公司应当在董事会作出重大资产重组决议后的次一工作日至少披露下列文件：

（一）董事会决议及独立董事的意见；

（二）上市公司重大资产重组预案。

本次重组的重大资产重组报告书、独立财务顾问报告、法律意见书以及重组涉及的审计报告、资产评估报告或者估值报告至迟应当与召开股东大会的通知同时公告。上市公司自愿披露盈利预测报告的，该报告应当经具有相关证券业务资格的会计师事务所审核，与重大资产重组报告书同时公告。

本条第一款第（二）项及第二款规定的信息披露文件的内容与格式另行规定。

上市公司应当在至少一种中国证监会指定的报刊公告董事会决议、独立董事的意见，并应当在证券交易所网站全文披露重大资产重组报告书及其摘要、相关证券服务机构的报告或者意见。

第二十三条 上市公司股东大会就重大资产重组作出的决议，至少应当包括下列事项：

（一）本次重大资产重组的方式、交易标的和交易对方；

（二）交易价格或者价格区间；

- (三) 定价方式或者定价依据;
- (四) 相关资产自定价基准日至交割日期间损益的归属;
- (五) 相关资产办理权属转移的合同义务和违约责任;
- (六) 决议的有效期;
- (七) 对董事会办理本次重大资产重组事宜的具体授权;
- (八) 其他需要明确的事项。

第二十四条 上市公司股东大会就重大资产重组事项作出决议，必须经出席会议的股东所持表决权的2/3以上通过。

上市公司重大资产重组事宜与本公司股东或者其关联人存在关联关系的，股东大会就重大资产重组事项进行表决时，关联股东应当回避表决。

交易对方已经与上市公司控股股东就受让上市公司股权或者向上市公司推荐董事达成协议或者默契，可能导致上市公司的实际控制权发生变化的，上市公司控股股东及其关联人应当回避表决。

上市公司就重大资产重组事宜召开股东大会，应当以现场会议形式召开，并应当提供网络投票和其他合法方式为股东参加股东大会提供便利。除上市公司的董事、监事、高级管理人员、单独或者合计持有上市公司5%以上股份的股东以外，其他股东的投票情况应当单独统计并予以披露。

第二十五条 上市公司应当在股东大会作出重大资产重组决议后的

次一工作日公告该决议，以及律师事务所对本次会议的召集程序、召集人和出席人员的资格、表决程序以及表决结果等事项出具的法律意见书。

属于本办法第十三条规定的交易情形的，上市公司还应当按照中国证监会的规定委托独立财务顾问在作出决议后3个工作日内向中国证监会提出申请。

第二十六条 上市公司全体董事、监事、高级管理人员应当公开承诺，保证重大资产重组的信息披露和申请文件不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

重大资产重组的交易对方应当公开承诺，将及时向上市公司提供本次重组相关信息，并保证所提供的信息真实、准确、完整，如因提供的信息存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给上市公司或者投资者造成损失的，将依法承担赔偿责任。

前二款规定的单位和个人还应当公开承诺，如本次交易因涉嫌所提供或者披露的信息存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，被司法机关立案侦查或者被中国证监会立案调查的，在案件调查结论明确之前，将暂停转让其在该上市公司拥有权益的股份。

第二十七条 中国证监会依照法定条件和程序，对上市公司属于本办法第十三条规定情形的交易申请作出予以核准或者不予核准的决定。

中国证监会在审核期间提出反馈意见要求上市公司作出书面解释、说明的，上市公司应当自收到反馈意见之日起30日内提供书面回复意见，独立财务顾问应当配合上市公司提供书面回复意见。逾期未提供的，上市公司应当在到期日的次日就本次交易的进展情况及未能及时提

供回复意见的具体原因等予以公告。

第二十八条 股东大会作出重大资产重组的决议后，上市公司拟对交易对象、交易标的、交易价格等作出变更，构成对原交易方案重大调整的，应当在董事会表决通过后重新提交股东大会审议，并及时公告相关文件。

中国证监会审核期间，上市公司按照前款规定对原交易方案作出重大调整的，还应当按照本办法的规定向中国证监会重新提出申请，同时公告相关文件。

中国证监会审核期间，上市公司董事会决议撤回申请的，应当说明原因，予以公告；上市公司董事会决议终止本次交易的，还应当按照公司章程的规定提交股东大会审议。

第二十九条 上市公司重大资产重组属于本办法第十三条规定的交易情形的，应当提交并购重组委审核。

第三十条 上市公司在收到中国证监会关于召开并购重组委工作会议审核其申请的通知后，应当立即予以公告，并申请办理并购重组委工作会议期间直至其表决结果披露前的停牌事宜。

上市公司收到并购重组委关于其申请的表决结果的通知后，应当在次一工作日公告表决结果并申请复牌。公告应当说明，公司在收到中国证监会作出的予以核准或者不予核准的决定后将再行公告。

第三十一条 上市公司收到中国证监会就其申请作出的予以核准或者不予核准的决定后，应当在次一工作日予以公告。

中国证监会予以核准的，上市公司应当在公告核准决定的同时，按

照相关信息披露准则的规定补充披露相关文件。

第三十二条 上市公司重大资产重组完成相关批准程序后，应当及时实施重组方案，并于实施完毕之日起3个工作日内编制实施情况报告书，向证券交易所提交书面报告，并予以公告。

上市公司聘请的独立财务顾问和律师事务所应当对重大资产重组的实施过程、资产过户事宜和相关后续事项的合规性及风险进行核查，发表明确的结论性意见。独立财务顾问和律师事务所出具的意见应当与实施情况报告书同时报告、公告。

第三十三条 自完成相关批准程序之日起60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30日应当公告一次，直至实施完毕。属于本办法第十三条、第四十四条规定的交易情形的，自收到中国证监会核准文件之日起超过12个月未实施完毕的，核准文件失效。

第三十四条 上市公司在实施重大资产重组的过程中，发生法律、法规要求披露的重大事项的，应当及时作出公告；该事项导致本次交易发生实质性变动的，须重新提交股东大会审议，属于本办法第十三条规定的交易情形的，还须重新报经中国证监会核准。

第三十五条 采取收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的方法对拟购买资产进行评估或者估值并作为定价参考依据的，上市公司应当在重大资产重组实施完毕后3年内的年度报告中单独披露相关资产的实际盈利数与利润预测数的差异情况，并由会计师事务所对此出具专项审核意见；交易对方应当与上市公司就相关资产实际盈利数不足利润预测数的情况签订明确可行的补偿协议。



预计本次重大资产重组将摊薄上市公司当年每股收益的，上市公司应当提出填补每股收益的具体措施，并将相关议案提交董事会和股东大会进行表决。负责落实该等具体措施的相关责任主体应当公开承诺，保证切实履行其义务和责任。

上市公司向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象购买资产且未导致控制权发生变更的，不适用本条前二款规定，上市公司与交易对方可以根据市场化原则，自主协商是否采取业绩补偿和每股收益填补措施及相关具体安排。

第三十六条 上市公司重大资产重组发生下列情形的，独立财务顾问应当及时出具核查意见，并予以公告：

（一）上市公司完成相关批准程序前，对交易对象、交易标的、交易价格等作出变更，构成对原重组方案重大调整，或者因发生重大事项导致原重组方案发生实质性变动的；

（二）上市公司完成相关批准程序后，在实施重组过程中发生重大事项，导致原重组方案发生实质性变动的。

第三十七条 独立财务顾问应当按照中国证监会的相关规定，对实施重大资产重组的上市公司履行持续督导职责。持续督导的期限自本次重大资产重组实施完毕之日起，应当不少于一个会计年度。实施本办法第十三条规定的重大资产重组，持续督导的期限自中国证监会核准本次重大资产重组之日起，应当不少于3个会计年度。

第三十八条 独立财务顾问应当结合上市公司重大资产重组当年和实施完毕后的第一个会计年度的年报，自年报披露之日起15日内，对重大资产重组实施的下列事项出具持续督导意，并予以公告：

- （一）交易资产的交付或者过户情况；
- （二）交易各方当事人承诺的履行情况；
- （三）已公告的盈利预测或者利润预测的实现情况；
- （四）管理层讨论与分析部分提及的各项业务的发展现状；
- （五）公司治理结构与运行情况；
- （六）与已公布的重组方案存在差异的其他事项。

独立财务顾问还应当结合本办法第十三条规定的重大资产重组实施完毕后的第二、三个会计年度的年报，自年报披露之日起15日内，对前款第（二）至（六）项事项出具持续督导意见，并予以公告。

## 第四章 重大资产重组的信息管理

第三十九条 上市公司筹划、实施重大资产重组，相关信息披露义务人应当公平地向所有投资者披露可能对上市公司股票交易价格产生较大影响的相关信息（以下简称股价敏感信息），不得有选择性地向特定对象提前泄露。

第四十条 上市公司的股东、实际控制人以及参与重大资产重组筹划、论证、决策等环节的其他相关机构和人员，应当及时、准确地向上市公司通报有关信息，并配合上市公司及时、准确、完整地进行披露。上市公司获悉股价敏感信息的，应当及时向证券交易所申请停牌并披露。

第四十一条 上市公司及其董事、监事、高级管理人员，重大资产重组的交易对方及其关联方，交易对方及其关联方的董事、监事、高级管理人员或者主要负责人，交易各方聘请的证券服务机构及其从业人员，参与重大资产重组筹划、论证、决策、审批等环节的相关机构和人员，以及因直系亲属关系、提供服务和业务往来等知悉或者可能知悉股价敏感信息的其他相关机构和人员，在重大资产重组的股价敏感信息依法披露前负有保密义务，禁止利用该信息进行内幕交易。

第四十二条 上市公司筹划重大资产重组事项，应当详细记载筹划过程中每一具体环节的进展情况，包括商议相关方案、形成相关意向、签署相关协议或者意向书的具体时间、地点、参与机构和人员、商议和决议内容等，制作书面的交易进程备忘录并予以妥当保存。参与每一具体环节的所有人员应当即时在备忘录上签名确认。

上市公司预计筹划中的重大资产重组事项难以保密或者已经泄露的，应当及时向证券交易所申请停牌，直至真实、准确、完整地披露相关信息。停牌期间，上市公司应当至少每周发布一次事件进展公告。

上市公司股票交易价格因重大资产重组的市场传闻发生异常波动时，上市公司应当及时向证券交易所申请停牌，核实有无影响上市公司股票交易价格的重组事项并予以澄清，不得以相关事项存在不确定性为由不履行信息披露义务。

## 第五章 发行股份购买资产

第四十三条 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盈利能力，有利于上市公司减少关联交易、避免同业竞争、增强独立性；

（二）上市公司最近一年及一期财务会计报告被注册会计师出具无保留意见审计报告；被出具保留意见、否定意见或者无法表示意见的审计报告的，须经注册会计师专项核查确认，该保留意见、否定意见或者无法表示意见所涉及事项的重大影响已经消除或者将通过本次交易予以消除；

（三）上市公司及其现任董事、高级管理人员不存在因涉嫌犯罪正被司法机关立案侦查或涉嫌违法违规正被中国证监会立案调查的情形，但是，涉嫌犯罪或违法违规的行为已经终止满3年，交易方案有助于消除该行为可能造成的不良后果，且不影响对相关行为人追究责任的除外；

（四）充分说明并披露上市公司发行股份所购买的资产为权属清晰的经营性资产，并能在约定期限内办理完毕权属转移手续；

（五）中国证监会规定的其他条件。

上市公司为促进行业的整合、转型升级，在其控制权不发生变更的情况下，可以向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象发行股份购买资产。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。

特定对象以现金或者资产认购上市公司非公开发行的股份后，上市公司用同一次非公开发行所募集的资金向该特定对象购买资产的，视同

上市公司发行股份购买资产。

第四十四条 上市公司发行股份购买资产的，可以同时募集部分配套资金，其定价方式按照现行相关规定办理。

上市公司发行股份购买资产应当遵守本办法关于重大资产重组的规定，编制发行股份购买资产预案、发行股份购买资产报告书，并向中国证监会提出申请。

第四十五条 上市公司发行股份的价格不得低于市场参考价的90%。市场参考价为本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前20个交易日、60个交易日或者120个交易日的公司股票交易均价之一。本次发行股份购买资产的董事会决议应当说明市场参考价的选择依据。

前款所称交易均价的计算公式为：董事会决议公告日前若干个交易日公司股票交易均价＝决议公告日前若干个交易日公司股票交易总额 / 决议公告日前若干个交易日公司股票交易总量。

本次发行股份购买资产的董事会决议可以明确，在中国证监会核准前，上市公司的股票价格相比最初确定的发行价格发生重大变化的，董事会可以按照已经设定的调整方案对发行价格进行一次调整。

前款规定的发行价格调整方案应当明确、具体、可操作，详细说明是否相应调整拟购买资产的定价、发行股份数量及其理由，在首次董事会决议公告时充分披露，并按照规定提交股东大会审议。股东大会作出决议后，董事会按照已经设定的方案调整发行价格的，上市公司无需按照本办法第二十八条的规定向中国证监会重新提出申请。

第四十六条 特定对象以资产认购而取得的上市公司股份，自股份

发行结束之日起12个月内不得转让；属于下列情形之一的，36个月内不得转让：

（一）特定对象为上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人；

（二）特定对象通过认购本次发行的股份取得上市公司的实际控制权；

（三）特定对象取得本次发行的股份时，对其用于认购股份的资产持续拥有权益的时间不足12个月。

第四十七条 上市公司申请发行股份购买资产，应当提交并购重组委审核。

第四十八条 上市公司发行股份购买资产导致特定对象持有或者控制的股份达到法定比例的，应当按照《上市公司收购管理办法》（证监会令第108号）的规定履行相关义务。

上市公司向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人发行股份购买资产，或者发行股份购买资产将导致上市公司实际控制权发生变更的，认购股份的特定对象应当在发行股份购买资产报告书中公开承诺：本次交易完成后6个月内如上市公司股票连续20个交易日的收盘价低于发行价，或者交易完成后6个月期末收盘价低于发行价的，其持有公司股票的锁定期自动延长至少6个月。

前款规定的特定对象还应当在发行股份购买资产报告书中公开承诺：如本次交易因涉嫌所提供或披露的信息存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，被司法机关立案侦查或者被中国证监会立案调查的，在

案件调查结论明确以前，不转让其在该上市公司拥有权益的股份。

第四十九条 中国证监会核准上市公司发行股份购买资产的申请后，上市公司应当及时实施。向特定对象购买的相关资产过户至上市公司后，上市公司聘请的独立财务顾问和律师事务所应当对资产过户事宜和相关后续事项的合规性及风险进行核查，并发表明确意见。上市公司应当在相关资产过户完成后3个工作日内就过户情况作出公告，公告中应当包括独立财务顾问和律师事务所的结论性意见。

上市公司完成前款规定的公告、报告后，可以到证券交易所、证券登记结算公司为认购股份的特定对象申请办理证券登记手续。

第五十条 换股吸收合并涉及上市公司的，上市公司的股份定价及发行按照本章规定执行。

上市公司发行优先股用于购买资产或者与其他公司合并，中国证监会另有规定的，从其规定。

上市公司可以向特定对象发行可转换为股票的公司债券、定向权证用于购买资产或者与其他公司合并。

## 第六章 重大资产重组后申请发行新股或者公司债券

第五十一条 经中国证监会审核后获得核准的重大资产重组实施完毕后，上市公司申请公开发行新股或者公司债券，同时符合下列条件的，本次重大资产重组前的业绩在审核时可以模拟计算：

（一）进入上市公司的资产是完整经营实体；

（二）本次重大资产重组实施完毕后，重组方的承诺事项已经如期履行，上市公司经营稳定、运行良好；

（三）本次重大资产重组实施完毕后，上市公司和相关资产实现的利润达到盈利预测水平。

上市公司在本次重大资产重组前不符合中国证监会规定的公开发行证券条件，或者本次重组导致上市公司实际控制人发生变化的，上市公司申请公开发行新股或者公司债券，距本次重组交易完成的时间应当不少于一个完整会计年度。

第五十二条 本办法所称完整经营实体，应当符合下列条件：

（一）经营业务和经营资产独立、完整，且在最近两年未发生重大变化；

（二）在进入上市公司前已在同一实际控制人之下持续经营两年以上；

（三）在进入上市公司之前实行独立核算，或者虽未独立核算，但与其经营业务相关的收入、费用在会计核算上能够清晰划分；

（四）上市公司与该经营实体的主要高级管理人员签订聘用合同或者采取其他方式，就该经营实体在交易完成后的持续经营和管理作出恰当安排。

## 第七章 监督管理和法律责任



第五十三条 未依照本办法的规定履行相关义务或者程序，擅自实施重大资产重组的，由中国证监会责令改正，并可以采取监管谈话、出具警示函等监管措施；情节严重的，可以责令暂停或者终止重组活动，处以警告、罚款，并可以对有关责任人员采取市场禁入的措施。

上市公司重大资产重组因定价显失公允、不正当利益输送等问题损害上市公司、投资者合法权益的，由中国证监会责令改正，并可以采取监管谈话、出具警示函等监管措施；情节严重的，可以责令暂停或者终止重组活动，处以警告、罚款，并可以对有关责任人员采取市场禁入的措施。

第五十四条 上市公司或者其他信息披露义务人未按照本办法规定报送重大资产重组有关报告，或者报送的报告有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，由中国证监会责令改正，依照《证券法》第一百九十三条予以处罚；情节严重的，可以责令暂停或者终止重组活动，并可以对有关责任人员采取市场禁入的措施；涉嫌犯罪的，依法移送司法机关追究刑事责任。

第五十五条 上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定披露重大资产重组信息，或者所披露的信息存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，由中国证监会责令改正，依照《证券法》第一百九十三条规定予以处罚；情节严重的，可以责令暂停或者终止重组活动，并可以对有关责任人员采取市场禁入的措施；涉嫌犯罪的，依法移送司法机关追究刑事责任。

重大资产重组或者发行股份购买资产的交易对方未及时向上市公司或者其他信息披露义务人提供信息，或者提供的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，按照前款规定执行。

第五十六条 重大资产重组涉嫌本办法第五十三条、第五十四条、第五十五条规定情形的，中国证监会可以责令上市公司作出公开说明、聘请独立财务顾问或者其他证券服务机构补充核查并披露专业意见，在公开说明、披露专业意见之前，上市公司应当暂停重组；上市公司涉嫌前述情形被司法机关立案侦查或者被中国证监会立案调查的，在案件调查结论明确之前应当暂停重组。

涉嫌本办法第五十四条、第五十五条规定情形，被司法机关立案侦查或者被中国证监会立案调查的，有关单位和个人应当严格遵守其所作的公开承诺，在案件调查结论明确之前，不得转让其在该上市公司拥有权益的股份。

第五十七条 上市公司董事、监事和高级管理人员未履行诚实守信、勤勉尽责义务，或者上市公司的股东、实际控制人及其有关负责人员未按照本办法的规定履行相关义务，导致重组方案损害上市公司利益的，由中国证监会责令改正，并可以采取监管谈话、出具警示函等监管措施；情节严重的，处以警告、罚款，并可以对有关人员采取认定为不适当人选、市场禁入的措施；涉嫌犯罪的，依法移送司法机关追究刑事责任。

第五十八条 为重大资产重组出具财务顾问报告、审计报告、法律意见、资产评估报告、估值报告及其他专业文件的证券服务机构及其从业人员未履行诚实守信、勤勉尽责义务，违反行业规范、业务规则，或者未依法履行报告和公告义务、持续督导义务的，由中国证监会责令改正，并可以采取监管谈话、出具警示函、责令公开说明、责令参加培训、责令定期报告、认定为不适当人选等监管措施；情节严重的，依照《证券法》第二百二十六条予以处罚。

前款规定的证券服务机构及其从业人员所制作、出具的文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，由中国证监会责令改正，依照《证券法》第二百二十三条予以处罚；情节严重的，可以采取市场禁入的措施；涉嫌犯罪的，依法移送司法机关追究刑事责任。

存在前二款规定情形的，在按照中国证监会的要求完成整改之前，不得接受新的上市公司并购重组业务。

第五十九条 重大资产重组实施完毕后，凡因不属于上市公司管理层事前无法获知且事后无法控制的原因，上市公司所购买资产实现的利润未达到资产评估报告或者估值报告预测金额的80%，或者实际运营情况与重大资产重组报告书中管理层讨论与分析部分存在较大差距的，上市公司的董事长、总经理以及对此承担相应责任的会计师事务所、财务顾问、资产评估机构、估值机构及其从业人员应当在上市公司披露年度报告的同时，在同一报刊上作出解释，并向投资者公开道歉；实现利润未达到预测金额50%的，中国证监会可以对上市公司、相关机构及其责任人员采取监管谈话、出具警示函、责令定期报告等监管措施。

第六十条 任何知悉重大资产重组信息的人员在相关信息依法公开前，泄露该信息、买卖或者建议他人买卖相关上市公司证券、利用重大资产重组散布虚假信息、操纵证券市场或者进行欺诈活动的，中国证监会依照《证券法》第二百零二条、第二百零三条、第二百零七条予以处罚；涉嫌犯罪的，依法移送司法机关追究刑事责任。

## 第八章 附 则

第六十一条 本办法自2014年11月23日起施行。2008年4月16日发

布并于2011年8月1日修改的《上市公司重大资产重组管理办法》（证监会令第73号）、2008年11月11日发布的《关于破产重整上市公司重大资产重组股份发行定价的补充规定》（证监会公告〔2008〕44号）同时废止。

# 3.1.6 首次公开发行股票并上市管理办法（借壳上市适用部分）

## 第一章 总 则

第一条 为了规范首次公开发行股票并上市的行为，保护投资者的合法权益和社会公共利益，根据《证券法》、《公司法》，制定本办法。

第二条 在中华人民共和国境内首次公开发行股票并上市，适用本办法。境内公司股票以外币认购和交易的，不适用本办法。

第三条 首次公开发行股票并上市，应当符合《证券法》、《公司法》和本办法规定的发行条件。

第四条 发行人依法披露的信息，必须真实、准确、完整，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

第五条 保荐人及其保荐代表人应当遵循勤勉尽责、诚实守信的原则，认真履行审慎核查和辅导义务，并对其所出具的发行保荐书的真实性、准确性、完整性负责。

第六条 为证券发行出具有关文件的证券服务机构和人员，应当按照本行业公认的业务标准和道德规范，严格履行法定职责，并对其所出具文件的真实性、准确性和完整性负责。

第七条 中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）对发行人首次公开发行股票核准，不表明其对该股票的投资价值或者投资者的收益作出实质性判断或者保证。股票依法发行后，因发行人经营与收益的变化引致的投资风险，由投资者自行负责。

## 第二章 发行条件

### 第一节 主体资格

第八条 发行人应当是依法设立且合法存续的股份有限公司。经国务院批准，有限责任公司在依法变更为股份有限公司时，可以采取募集设立方式公开发行股票。

第九条 发行人自股份有限公司成立后，持续经营时间应当在3年以上，但经国务院批准的除外。有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司的，持续经营时间可以从有限责任公司成立之日起计算。

第十条 发行人的注册资本已足额缴纳，发起人或者股东用作出资的资产的财产权转移手续已办理完毕，发行人的主要资产不存在重大权属纠纷。

第十一条 发行人的生产经营符合法律、行政法规和公司章程的规定，符合国家产业政策。

第十二条 发行人最近3年内主营业务和董事、高级管理人员没有发生重大变化，实际控制人没有发生变更。

第十三条 发行人的股权清晰，控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东持有的发行人股份不存在重大权属纠纷。

## 第二节 独立性

第十四条 发行人应当具有完整的业务体系和直接面向市场独立经营的能力。

第十五条 发行人的资产完整。生产型企业应当具备与生产经营有关的生产系统、辅助生产系统和配套设施，合法拥有与生产经营有关的土地、厂房、机器设备以及商标、专利、非专利技术的所有权或者使用权，具有独立的原料采购和产品销售系统；非生产型企业应当具备与经营有关的业务体系及相关资产。

第十六条 发行人的人员独立。发行人的总经理、副总经理、财务负责人和董事会秘书等高级管理人员不得在控股股东、实际控制人及其控制的其他企业中担任除董事、监事以外的其他职务，不得在控股股东、实际控制人及其控制的其他企业领薪；发行人的财务人员不得在控股股东、实际控制人及其控制的其他企业中兼职。

第十七条 发行人的财务独立。发行人应当建立独立的财务核算体系，能够独立作出财务决策，具有规范的财务会计制度和对分公司、子公司的财务管理制度；发行人不得与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业共用银行账户。

第十八条 发行人的机构独立。发行人应当建立健全内部经营管理机构，独立行使经营管理职权，与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不得有机构混同的情形。

第十九条 发行人的业务独立。发行人的业务应当独立于控股股东、实际控制人及其控制的其他企业，与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不得有同业竞争或者显失公平的关联交易。

第二十条 发行人在独立性方面不得有其他严重缺陷。

### 第三节 规范运行

第二十一条 发行人已经依法建立健全股东大会、董事会、监事会、独立董事、董事会秘书制度，相关机构和人员能够依法履行职责。

第二十二条 发行人的董事、监事和高级管理人员已经了解与股票发行上市有关的法律法规，知悉上市公司及其董事、监事和高级管理人员的法定义务和责任。

第二十三条 发行人的董事、监事和高级管理人员符合法律、行政法规和规章规定的任职资格，且不得有下列情形：

（一）被中国证监会采取证券市场禁入措施尚在禁入期的；

（二）最近36个月内受到中国证监会行政处罚，或者最近12个月内受到证券交易所公开谴责；

（三）因涉嫌犯罪被司法机关立案侦查或者涉嫌违法违规被中国证监会立案调查，尚未有明确结论意见。

第二十四条 发行人的内部控制制度健全且被有效执行，能够合理保证财务报告的可靠性、生产经营的合法性、营运的效率与效果。

第二十五条 发行人不得有下列情形：



（一）最近36个月内未经法定机关核准，擅自公开或者变相公开发行人过证券；或者有关违法行为虽然发生在36个月前，但目前仍处于持续状态；

（二）最近36个月内违反工商、税收、土地、环保、海关以及其他法律、行政法规，受到行政处罚，且情节严重；

（三）最近36个月内曾向中国证监会提出发行申请，但报送的发行申请文件有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏；或者不符合发行条件以欺骗手段骗取发行核准；或者以不正当手段干扰中国证监会及其发行审核委员会审核工作；或者伪造、变造发行人或其董事、监事、高级管理人员的签字、盖章；

（四）本次报送的发行申请文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏；

（五）涉嫌犯罪被司法机关立案侦查，尚未有明确结论意见；

（六）严重损害投资者合法权益和社会公共利益的其他情形。

第二十六条 发行人的公司章程中已明确对外担保的审批权限和审议程序，不存在为控股股东、实际控制人及其控制的其他企业进行违规担保的情形。

第二十七条 发行人有严格的资金管理制度，不得有资金被控股股东、实际控制人及其控制的其他企业以借款、代偿债务、代垫款项或者其他方式占用的情形。

#### 第四节 财务与会计

第二十八条 发行人资产质量良好，资产负债结构合理，盈利能力较强，现金流量正常。

第二十九条 发行人的内部控制所有重大方面是有效的，并由注册会计师出具了无保留结论的内部控制鉴证报告。

第三十条 发行人会计基础工作规范，财务报表的编制符合企业会计准则和相关会计制度的规定，在所有重大方面公允地反映了发行人的财务状况、经营成果和现金流量，并由注册会计师出具了无保留意见的审计报告。

第三十一条 发行人编制财务报表应以实际发生的交易或者事项为依据；在进行会计确认、计量和报告时应当保持应有的谨慎；对相同或者相似的经济业务，应选用一致的会计政策，不得随意变更。

第三十二条 发行人应完整披露关联方关系并按重要性原则恰当披露关联交易。关联交易价格公允，不存在通过关联交易操纵利润的情形。

第三十三条 发行人应当符合下列条件：

（一）最近3个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币3 000万元，净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据；

（二）最近3个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币5 000万元；或者最近3个会计年度营业收入累计超过人民币3亿元；

（三）发行前股本总额不少于人民币3 000万元；

（四）最近一期末无形资产（扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等后）占净资产的比例不高于20%；

（五）最近一期末不存在未弥补亏损。

第三十四条 发行人依法纳税，各项税收优惠符合相关法律法规的规定。发行人的经营成果对税收优惠不存在严重依赖。

第三十五条 发行人不存在重大偿债风险，不存在影响持续经营的担保、诉讼以及仲裁等重大或有事项。

第三十六条 发行人申报文件中不得有下列情形：

（一）故意遗漏或虚构交易、事项或者其他重要信息；

（二）滥用会计政策或者会计估计；

（三）操纵、伪造或篡改编制财务报表所依据的会计记录或者相关凭证。

第三十七条 发行人不得有下列影响持续盈利能力的情形：

（一）发行人的经营模式、产品或服务的品种结构已经或者将发生重大变化，并对发行人的持续盈利能力构成重大不利影响；

（二）发行人的行业地位或发行人所处行业的经营环境已经或者将发生重大变化，并对发行人的持续盈利能力构成重大不利影响；

（三）发行人最近1个会计年度的营业收入或净利润对关联方或者存在重大不确定性的客户存在重大依赖；

（四）发行人最近1个会计年度的净利润主要来自合并财务报表范围以外的投资收益；

（五）发行人在用的商标、专利、专有技术以及特许经营权等重要资产或技术的取得或者使用存在重大不利变化的风险；

（六）其他可能对发行人持续盈利能力构成重大不利影响的情形。

## 第五节 募集资金运用

第三十八条 募集资金应当有明确的使用方向，原则上应当用于主营业务。除金融类企业外，募集资金使用项目不得为持有交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人、委托理财等财务性投资，不得直接或者间接投资于以买卖有价证券为主要业务的公司。

第三十九条 募集资金数额和投资项目应当与发行人现有生产经营规模、财务状况、技术水平和管理能力等相适应。

第四十条 募集资金投资项目应当符合国家产业政策、投资管理、环境保护、土地管理以及其他法律、法规和规章的规定。

第四十一条 发行人董事会应当对募集资金投资项目的可行性进行认真分析，确信投资项目具有较好的市场前景和盈利能力，有效防范投资风险，提高募集资金使用效益。

第四十二条 募集资金投资项目实施后，不会产生同业竞争或者对发行人的独立性产生不利影响。

第四十三条 发行人应当建立募集资金专项存储制度，募集资金应当存放于董事会决定的专项账户。

### 3.1.7 格式准则与申报程序指引

1. 公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第15号——权益变动报告书（2014年修订）；

2. 公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第16号——上市公司收购报告书（2014年修订）；

3. 公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第17号——要约收购报告书（2014年修订）；

4. 公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第18号——被收购公司董事会报告书；

5. 公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第19号——豁免要约收购申请文件；

6. 公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组申请文件（2014年修订）；

7. 上市公司重大资产重组申报工作指引。

### 3.1.8 其他与境内并购业务有关的规定

1. 上市公司并购重组财务顾问业务管理办法（中国证券监督管理委员会令第54号）；
2. 关于修改上市公司重大资产重组与配套融资相关规定的决定（中国证券监督管理委员会令第73号）；
3. 关于规范上市公司重大资产重组若干问题的规定（中国证券监督管理委员会公告〔2008〕14号）；
4. 深圳证券交易所关于做好不需要行政许可的上市公司重大资产重组预案等直通披露工作的通知（2014年12月12日）；
5. 上海证券交易所关于落实非许可类并购重组事项信息披露相关工作的通知（2014年12月15日）；
6. 上海证券交易所《关于并购重组反馈意见信息披露相关事项的通知》（上证发〔2015〕4号）；
7. 上海证券交易所《上市公司重大资产重组信息披露及停复牌业务指引》（上证发〔2015〕5号）；
8. 深圳证券交易所《上市公司业务办理指南第10号——重大资产重组》（2015年1月9日第二次修订）；

9. 并购重组私募债券试点办法（中证协发〔2014〕197号）；
10. 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）（股转系统公告〔2014〕70号）；
11. 非上市公众公司重大资产重组管理办法（中国证券监督管理委员会令第103号）。

## 3.2 与并购重组相关的会计准则和税收法规

---

### 3.2.1 企业会计准则第20号——企业合并

#### 第一章 总 则

第一条 为了规范企业合并的确认、计量和相关信息的披露，根据《企业会计准则——基本准则》，制定本准则。

第二条 企业合并，是指将两个或者两个以上单独的企业合并形成一个报告主体的交易或事项。企业合并分为同一控制下的企业合并和非同一控制下的企业合并。

第三条 涉及业务的合并比照本准则规定处理。

第四条 本准则不涉及下列企业合并：（一）两方或者两方以上形成合营企业的企业合并。（二）仅通过合同而不是所有权份额将两个或者两个以上单独的企业合并形成一个报告主体的企业合并。

#### 第二章 同一控制下的企业合并



第五条 参与合并的企业在合并前后均受同一方或相同的多方最终控制且该控制并非暂时性的，为同一控制下的企业合并。同一控制下的企业合并，在合并日取得对其他参与合并企业控制权的一方为合并方，参与合并的其他企业为被合并方。合并日，是指合并方实际取得对被合并方控制权的日期。

第六条 合并方在企业合并中取得的资产和负债，应当按照合并日在被合并方的账面价值计量。合并方取得的净资产账面价值与支付的合并对价账面价值（或发行股份面值总额）的差额，应当调整资本公积；资本公积不足冲减的，调整留存收益。

第七条 同一控制下的企业合并中，被合并方采用的会计政策与合并方不一致的，合并方在合并日应当按照本企业会计政策对被合并方的财务报表相关项目进行调整，在此基础上按照本准则规定确认。

第八条 合并方为进行企业合并发生的各项直接相关费用，包括为进行企业合并而支付的审计费用、评估费用、法律服务费用等，应当于发生时计入当期损益。为企业合并发行的债券或承担其他债务支付的手续费、佣金等，应当计入所发行债券及其他债务的初始计量金额。企业合并中发行权益性证券发生的手续费、佣金等费用，应当抵减权益性证券溢价收入，溢价收入不足冲减的，冲减留存收益。

第九条 企业合并形成母子公司关系的，母公司应当编制合并日的合并资产负债表、合并利润表和合并现金流量表。合并资产负债表中被合并方的各项资产、负债，应当按其账面价值计量。因被合并方采用的会计政策与合并方不一致，按照本准则规定进行调整的，应当以调整后的账面价值计量。合并利润表应当包括参与合并各方自合并当期期初至合并日所发生的收入、费用和利润。被合并方在合并前实现的净利润，

应当在合并利润表中单列项目反映。合并现金流量表应当包括参与合并各方自合并当期期初至合并日的现金流量。编制合并财务报表时，参与合并各方的内部交易等，应当按照《企业会计准则第33号——合并财务报表》处理。

### 第三章 非同一控制下的企业合并

第十条 参与合并的各方在合并前后不受同一方或相同的多方最终控制的，为非同一控制下的企业合并。非同一控制下的企业合并，在购买日取得对其他参与合并企业控制权的一方为购买方，参与合并的其他企业为被购买方。购买日，是指购买方实际取得对被购买方控制权的日期。

第十一条 购买方应当区别下列情况确定合并成本：（一）一次交换交易实现的企业合并，合并成本为购买方在购买日为取得对被购买方的控制权而付出的资产、发生或承担的负债以及发行的权益性证券的公允价值。（二）通过多次交换交易分步实现的企业合并，合并成本为每一单项交易成本之和。（三）购买方为进行企业合并发生的各项直接相关费用也应当计入企业合并成本。（四）在合并合同或协议中对可能影响合并成本的未来事项作出约定的，购买日如果估计未来事项很可能发生并且对合并成本的影响金额能够可靠计量的，购买方应当将其计入合并成本。

第十二条 购买方在购买日对作为企业合并对价付出的资产、发生或承担的负债应当按照公允价值计量，公允价值与其账面价值的差额，计入当期损益。

第十三条 购买方在购买日应当对合并成本进行分配，按照本准则第十四条的规定确认所取得的被购买方各项可辨认资产、负债及或有负债。（一）购买方对合并成本大于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额，应当确认为商誉。初始确认后的商誉，应当以其成本扣除累计减值准备后的金额计量。商誉的减值应当按照《企业会计准则第8号——资产减值》处理。（二）购买方对合并成本小于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额，应当按照下列规定处理：1. 对取得的被购买方各项可辨认资产、负债及或有负债的公允价值以及合并成本的计量进行复核；2. 经复核后合并成本仍小于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的，其差额应当计入当期损益。

第十四条 被购买方可辨认净资产公允价值，是指合并中取得的被购买方可辨认资产的公允价值减去负债及或有负债公允价值后的余额。被购买方各项可辨认资产、负债及或有负债，符合下列条件的，应当单独予以确认：（一）合并中取得的被购买方除无形资产以外的其他各项资产（不仅限于被购买方原已确认的资产），其所带来的经济利益很可能流入企业且公允价值能够可靠地计量的，应当单独予以确认并按照公允价值计量。合并中取得的无形资产，其公允价值能够可靠地计量的，应当单独确认为无形资产并按照公允价值计量。（二）合并中取得的被购买方除或有负债以外的其他各项负债，履行有关的义务很可能导致经济利益流出企业且公允价值能够可靠地计量的，应当单独予以确认并按照公允价值计量。（三）合并中取得的被购买方或有负债，其公允价值能够可靠地计量的，应当单独确认为负债并按照公允价值计量。或有负债在初始确认后，应当按照下列两者孰高进行后续计量：1. 按照《企业会计准则第13号——或有事项》应予确认的金额；2. 初始确认金额减去按照《企业会计准则第14号——收入》的原则确认的累计摊销额后

的余额。

第十五条 企业合并形成母子公司关系的，母公司应当设置备查簿，记录企业合并中取得的子公司各项可辨认资产、负债及或有负债等在购买日的公允价值。编制合并财务报表时，应当以购买日确定的各项可辨认资产、负债及或有负债的公允价值为基础对子公司的财务报表进行调整。

第十六条 企业合并发生当期的期末，因合并中取得的各项可辨认资产、负债及或有负债的公允价值或企业合并成本只能暂时确定的，购买方应当以所确定的暂时价值为基础对企业合并进行确认和计量。购买日后12个月内对确认的暂时价值进行调整的，视为在购买日确认和计量。

第十七条 企业合并形成母子公司关系的，母公司应当编制购买日的合并资产负债表，因企业合并取得的被购买方各项可辨认资产、负债及或有负债应当以公允价值列示。母公司的合并成本与取得的子公司可辨认净资产公允价值份额的差额，以按照本准则规定处理的结果列示。

## 第四章 披 露

第十八条 企业合并发生当期的期末，合并方应当在附注中披露与同一控制下企业合并有关的下列信息：（一）参与合并企业的基本情况。（二）属于同一控制下企业合并的判断依据。（三）合并日的确定依据。（四）以支付现金、转让非现金资产以及承担债务作为合并对价的，所支付对价在合并日的账面价值；以发行权益性证券作为合并对价的，合并中发行权益性证券的数量及定价原则，以及参与合并各方交换

有表决权股份的比例。（五）被合并方的资产、负债在上一会计期间资产负债表日及合并日的账面价值；被合并方自合并当期期初至合并日的收入、净利润、现金流量等情况。（六）合并合同或协议约定将承担被合并方或有负债的情况。（七）被合并方采用的会计政策与合并方不一致所作调整情况的说明。（八）合并后已处置或准备处置被合并方资产、负债的账面价值、处置价格等。

第十九条 企业合并发生当期的期末，购买方应当在附注中披露与非同一控制下企业合并有关的下列信息：（一）参与合并企业的基本情况。（二）购买日的确定依据。（三）合并成本的构成及其账面价值、公允价值及公允价值的确定方法。（四）被购买方各项可辨认资产、负债在上一会计期间资产负债表日及购买日的账面价值和公允价值。

（五）合并合同或协议约定将承担被购买方或有负债的情况。（六）被购买方自购买日起至报告期期末的收入、净利润和现金流量等情况。

（七）商誉的金额及其确定方法。（八）因合并成本小于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值的份额计入当期损益的金额。（九）合并后已处置或准备处置被购买方资产、负债的账面价值、处置价格等。

## 3.2.2 关于企业重组业务企业所得税处理若干问题的通知

根据《中华人民共和国企业所得税法》第二十条和《中华人民共和国企业所得税法实施条例》（国务院令第512号）第七十五条规定，现就企业重组所涉及的企业所得税具体处理问题通知如下：

一、本通知所称企业重组，是指企业在日常经营活动以外发生的法律结构或经济结构重大改变的交易，包括企业法律形式改变、债务重组、股权收购、资产收购、合并、分立等。

（一）企业法律形式改变，是指企业注册名称、住所以及企业组织形式等的简单改变，但符合本通知规定其他重组的类型除外。

（二）债务重组，是指在债务人发生财务困难的情况下，债权人按照其与债务人达成的书面协议或者法院裁定书，就其债务人的债务作出让步的事项。

（三）股权收购，是指一家企业（以下称为收购企业）购买另一家企业（以下称为被收购企业）的股权，以实现对被收购企业控制的交易。收购企业支付对价的形式包括股权支付、非股权支付或两者的组合。

（四）资产收购，是指一家企业（以下称为受让企业）购买另一家企业（以下称为转让企业）实质经营性资产的交易。受让企业支付对价的形式包括股权支付、非股权支付或两者的组合。

（五）合并，是指一家或多家企业（以下称为被合并企业）将其全部资产和负债转让给另一家现存或新设企业（以下称为合并企业），被合并企业股东换取合并企业的股权或非股权支付，实现两个或两个以上企业的依法合并。

（六）分立，是指一家企业（以下称为被分立企业）将部分或全部资产分离转让给现存或新设的企业（以下称为分立企业），被分立企业股东换取分立企业的股权或非股权支付，实现企业的依法分立。

二、本通知所称股权支付，是指企业重组中购买、换取资产的一方支付的对价中，以本企业或其控股企业的股权、股份作为支付的形式；所称非股权支付，是指以本企业的现金、银行存款、应收款项、本企业或其控股企业股权和股份以外的有价证券、存货、固定资产、其他资产以及承担债务等作为支付的形式。

三、企业重组的税务处理区分不同条件分别适用一般性税务处理规定和特殊性税务处理规定。

四、企业重组，除符合本通知规定适用特殊性税务处理规定的外，按以下规定进行税务处理：

（一）企业由法人转变为个人独资企业、合伙企业等非法人组织，或将登记注册地转移至中华人民共和国境外（包括港澳台地区），应视同企业进行清算、分配，股东重新投资成立新企业。企业的全部资产以及股东投资的计税基础均应以公允价值为基础确定。企业发生其他法律形式简单改变的，可直接变更税务登记，除另有规定外，有关企业所得税纳税事项（包括亏损结转、税收优惠等权益和义务）由变更后企业承继，但因住所发生变化而不符合税收优惠条件的除外。

（二）企业债务重组，相关交易应按以下规定处理：1. 以非货币资产清偿债务，应当分解为转让相关非货币性资产、按非货币性资产公允价值清偿债务两项业务，确认相关资产的所得或损失。2. 发生债权转股权的，应当分解为债务清偿和股权投资两项业务，确认有关债务清偿所得或损失。3. 债务人应当按照支付的债务清偿额低于债务计税基础的差额，确认债务重组所得；债权人应当按照收到的债务清偿额低于债权计税基础的差额，确认债务重组损失。4. 债务人的相关所得税纳税事项原则上保持不变。

（三）企业股权收购、资产收购重组交易，相关交易应按以下规定处理：1. 被收购方应确认股权、资产转让所得或损失。2. 收购方取得股权或资产的计税基础应以公允价值为基础确定。3. 被收购企业的相关所得税事项原则上保持不变。

（四）企业合并，当事各方应按下列规定处理：1. 合并企业应按公允价值确定接受被合并企业各项资产和负债的计税基础。2. 被合并企业及其股东都应按清算进行所得税处理。3. 被合并企业的亏损不得在合并企业结转弥补。

（五）企业分立，当事各方应按下列规定处理：1. 被分立企业对分立出去资产应按公允价值确认资产转让所得或损失。2. 分立企业应按公允价值确认接受资产的计税基础。3. 被分立企业继续存在时，其股东取得的对价应视同被分立企业分配进行处理。4. 被分立企业不再继续存在时，被分立企业及其股东都应按清算进行所得税处理。5. 企业分立相关企业的亏损不得相互结转弥补。

五、企业重组同时符合下列条件的，适用特殊性税务处理规定：



（一）具有合理的商业目的，且不以减少、免除或者推迟缴纳税款为主要目的。

（二）被收购、合并或分立部分的资产或股权比例符合本通知规定的比例。

（三）企业重组后的连续12个月内不改变重组资产原来的实质性经营活动。

（四）重组交易对价中涉及股权支付金额符合本通知规定比例。

（五）企业重组中取得股权支付的原主要股东，在重组后连续12个月内，不得转让所取得的股权。

六、企业重组符合本通知第五条规定条件的，交易各方对其交易中的股权支付部分，可以按以下规定进行特殊性税务处理：

（一）企业债务重组确认的应纳税所得额占该企业当年应纳税所得额50%以上，可以在5个纳税年度的期间内，均匀计入各年度的应纳税所得额。企业发生债权转股权业务，对债务清偿和股权投资两项业务暂不确认有关债务清偿所得或损失，股权投资的计税基础以原债权的计税基础确定。企业的其他相关所得税事项保持不变。

（二）股权收购，收购企业购买的股权不低于被收购企业全部股权的75%，且收购企业在该股权收购发生时的股权支付金额不低于其交易支付总额的85%，可以选择按以下规定处理：1. 被收购企业的股东取得收购企业股权的计税基础，以被收购股权的原有计税基础确定。2. 收购企业取得被收购企业股权的计税基础，以被收购股权的原有计税基础确定。3. 收购企业、被收购企业的原有各项资产和负债的计税基础

和其他相关所得税事项保持不变。

（三）资产收购，受让企业收购的资产不低于转让企业全部资产的75%，且受让企业在该资产收购发生时的股权支付金额不低于其交易支付总额的85%，可以选择按以下规定处理：1. 转让企业取得受让企业股权的计税基础，以被转让资产的原有计税基础确定。2. 受让企业取得转让企业资产的计税基础，以被转让资产的原有计税基础确定。

（四）企业合并，企业股东在该企业合并发生时取得的股权支付金额不低于其交易支付总额的85%，以及同一控制下且不需要支付对价的企业合并，可以选择按以下规定处理：1. 合并企业接受被合并企业资产和负债的计税基础，以被合并企业的原有计税基础确定。2. 被合并企业合并前的相关所得税事项由合并企业承继。3. 可由合并企业弥补的被合并企业亏损的限额=被合并企业净资产公允价值×截至合并业务发生当年年末国家发行的最长期限的国债利率。4. 被合并企业股东取得合并企业股权的计税基础，以其原持有的被合并企业股权的计税基础确定。

（五）企业分立，被分立企业所有股东按原持股比例取得分立企业的股权，分立企业和被分立企业均不改变原来的实质经营活动，且被分立企业股东在该企业分立发生时取得的股权支付金额不低于其交易支付总额的85%，可以选择按以下规定处理：1. 分立企业接受被分立企业资产和负债的计税基础，以被分立企业的原有计税基础确定。2. 被分立企业已分立出去资产相应的所得税事项由分立企业承继。3. 被分立企业未超过法定弥补期限的亏损额可按分立资产占全部资产的比例进行分配，由分立企业继续弥补。4. 被分立企业的股东取得分立企业的股权（以下简称“新股”），如需部分或全部放弃原持有的被分立企业的股权（以下简称“旧股”），“新股”的计税基础应以放弃“旧股”的计税基础

确定。如不需放弃“旧股”，则其取得“新股”的计税基础可从以下两种方法中选择确定：直接将“新股”的计税基础确定为零；或者以被分立企业分立出去的净资产占被分立企业全部净资产的比例先调减原持有的“旧股”的计税基础，再将调减的计税基础平均分配到“新股”上。

（六）重组交易各方按本条（一）至（五）项规定对交易中股权支付暂不确认有关资产的转让所得或损失的，其非股权支付仍应在交易当期确认相应的资产转让所得或损失，并调整相应资产的计税基础。非股权支付对应的资产转让所得或损失＝（被转让资产的公允价值－被转让资产的计税基础）×（非股权支付金额 / 被转让资产的公允价值）

七、企业发生涉及中国境内与境外之间（包括港澳台地区）的股权和资产收购交易，除应符合本通知第五条规定的条件外，还应同时符合下列条件，才可选择适用特殊性税务处理规定：

（一）非居民企业向其100%直接控股的另一非居民企业转让其拥有的居民企业股权，没有因此造成以后该项股权转让所得预提税负担变化，且转让方非居民企业向主管税务机关书面承诺在3年（含3年）内不转让其拥有受让方非居民企业的股权；

（二）非居民企业向与其具有100%直接控股关系的居民企业转让其拥有的另一居民企业股权；

（三）居民企业以其拥有的资产或股权向其100%直接控股的非居民企业进行投资；

（四）财政部、国家税务总局核准的其他情形。

八、本通知第七条第（三）项所指的居民企业以其拥有的资产或股

权向其100%直接控股关系的非居民企业进行投资，其资产或股权转让收益如选择特殊性税务处理，可以在10个纳税年度内均匀计入各年度应纳税所得额。

九、在企业吸收合并中，合并后的存续企业性质及适用税收优惠的条件未发生改变的，可以继续享受合并前该企业剩余期限的税收优惠，其优惠金额按存续企业合并前一年的应纳税所得额（亏损计为零）计算。在企业存续分立中，分立后的存续企业性质及适用税收优惠的条件未发生改变的，可以继续享受分立前该企业剩余期限的税收优惠，其优惠金额按该企业分立前一年的应纳税所得额（亏损计为零）乘以分立后存续企业资产占分立前该企业全部资产的比例计算。

十、企业在重组发生前后连续12个月内分步对其资产、股权进行交易，应根据实质重于形式原则将上述交易作为一项企业重组交易进行处理。

十一、企业发生符合本通知规定的特殊性重组条件并选择特殊性税务处理的，当事各方应在该重组业务完成当年企业所得税年度申报时，向主管税务机关提交书面备案资料，证明其符合各类特殊性重组规定的条件。企业未按规定书面备案的，一律不得按特殊重组业务进行税务处理。

十二、对企业在重组过程中涉及的需要特别处理的企业所得税事项，由国务院财政、税务主管部门另行规定。

十三、本通知自2008年1月1日起执行。

### 3.2.3 股权转让所得个人所得税管理办法（试行）

#### 第一章 总 则

第一条 为加强股权转让所得个人所得税征收管理，规范税务机关、纳税人和扣缴义务人征纳行为，维护纳税人合法权益，根据《中华人民共和国个人所得税法》及其实施条例、《中华人民共和国税收征收管理法》及其实施细则，制定本办法。

第二条 本办法所称股权是指自然人股东（以下简称个人）投资于在中国境内成立的企业或组织（以下统称被投资企业，不包括个人独资企业和合伙企业）的股权或股份。

第三条 本办法所称股权转让是指个人将股权转让给其他个人或法人的行为，包括以下情形：（一）出售股权；（二）公司回购股权；（三）发行人首次公开发行新股时，被投资企业股东将其持有的股份以公开发行方式一并向投资者发售；（四）股权被司法或行政机关强制过户；（五）以股权对外投资或进行其他非货币性交易；（六）以股权抵偿债务；（七）其他股权转移行为。

第四条 个人转让股权，以股权转让收入减除股权原值和合理费用后的余额为应纳税所得额，按“财产转让所得”缴纳个人所得税。

合理费用是指股权转让时按照规定支付的有关税费。

第五条 个人股权转让所得个人所得税，以股权转让方为纳税人，以受让方为扣缴义务人。

第六条 扣缴义务人应于股权转让相关协议签订后5个工作日内，将股权转让的有关情况报告主管税务机关。被投资企业应当详细记录股东持有本企业股权的相关成本，如实向税务机关提供与股权转让有关的信息，协助税务机关依法执行公务。

## 第二章 股权转让收入的确认

第七条 股权转让收入是指转让方因股权转让而获得的现金、实物、有价证券和其他形式的经济利益。

第八条 转让方取得与股权转让相关的各种款项，包括违约金、补偿金以及其他名目的款项、资产、权益等，均应当并入股权转让收入。

第九条 纳税人按照合同约定，在满足约定条件后取得的后续收入，应当作为股权转让收入。

第十条 股权转让收入应当按照公平交易原则确定。

第十一条 符合下列情形之一的，主管税务机关可以核定股权转让收入：（一）申报的股权转让收入明显偏低且无正当理由的；（二）未按规定期限办理纳税申报，经税务机关责令限期申报，逾期仍不申报的；（三）转让方无法提供或拒不提供股权转让收入的有关资料；（四）其他应核定股权转让收入的情形。

第十二条 符合下列情形之一，视为股权转让收入明显偏低：

（一）申报的股权受让收入低于股权对应的净资产份额的。其中，被投资企业拥有土地使用权、房屋、房地产企业未销售房产、知识产权、探矿权、采矿权、股权等资产的，申报的股权受让收入低于股权对应的净资产公允价值份额的；（二）申报的股权受让收入低于初始投资成本或低于取得该股权所支付的价款及相关税费的；（三）申报的股权受让收入低于相同或类似条件下同一企业同一股东或其他股东股权转让收入的；（四）申报的股权受让收入低于相同或类似条件下同类行业的企业股权转让收入的；（五）不具合理性的无偿让渡股权或股份；（六）主管税务机关认定的其他情形。

第十三条 符合下列条件之一的股权转让收入明显偏低，视为有正当理由：（一）能出具有效文件，证明被投资企业因国家政策调整，生产经营受到重大影响，导致低价转让股权；（二）继承或将股权转让给其能提供具有法律效力身份关系证明的配偶、父母、子女、祖父母、外祖父母、孙子女、外孙子女、兄弟姐妹以及对转让人承担直接抚养或者赡养义务的抚养人或者赡养人；（三）相关法律、政府文件或企业章程规定，并有相关资料充分证明转让价格合理且真实的本企业员工持有的不能对外转让股权的内部转让；（四）股权转让双方能够提供有效证据证明其合理性的其他合理情形。

第十四条 主管税务机关应依次按照下列方法核定股权转让收入：

（一）净资产核定法

股权转让收入按照每股净资产或股权对应的净资产份额核定。被投资企业的土地使用权、房屋、房地产企业未销售房产、知识产权、探矿权、采矿权、股权等资产占企业总资产比例超过20%的，主管税务机关可参照纳税人提供的具有法定资质的中介机构出具的资产评估报告核定

股权转让收入。6个月内再次发生股权转让且被投资企业净资产未发生重大变化的，主管税务机关可参照上一次股权转让时被投资企业的资产评估报告核定此次股权转让收入。

## （二）类比法

1. 参照相同或类似条件下同一企业同一股东或其他股东股权转让收入核定；2. 参照相同或类似条件下同类行业企业股权转让收入核定。

## （三）其他合理方法

主管税务机关采用以上方法核定股权转让收入存在困难的，可以采取其他合理方法核定。

# 第三章 股权原值的确认

第十五条 个人转让股权的原值依照以下方法确认：（一）以现金出资方式取得的股权，按照实际支付的价款与取得股权直接相关的合理税费之和确认股权原值；（二）以非货币性资产出资方式取得的股权，按照税务机关认可或核定的投资入股时非货币性资产价格与取得股权直接相关的合理税费之和确认股权原值；（三）通过无偿让渡方式取得股权，具备本办法第十三条第二项所列情形的，按取得股权发生的合理税费与原持有人的股权原值之和确认股权原值；（四）被投资企业以资本公积、盈余公积、未分配利润转增股本，个人股东已依法缴纳个人所得税的，以转增额和相关税费之和确认其新转增股本的股权原值；（五）除以上情形外，由主管税务机关按照避免重复征收个人所得税的原则合



理确认股权原值。

第十六条 股权转让入已被主管税务机关核定股权转让收入并依法征收个人所得税的，该股权受让人的股权原值以取得股权时发生的合理税费与股权转让入被主管税务机关核定的股权转让收入之和确认。

第十七条 个人转让股权未提供完整、准确的股权原值凭证，不能正确计算股权原值的，由主管税务机关核定其股权原值。

第十八条 对个人多次取得同一被投资企业股权的，转让部分股权时，采用“加权平均法”确定其股权原值。

#### 第四章 纳税申报

第十九条 个人股权转让所得个人所得税以被投资企业所在地地税机关为主管税务机关。

第二十条 具有下列情形之一的，扣缴义务人、纳税人应当依法在次月15日内向主管税务机关申报纳税：（一）受让方已支付或部分支付股权转让价款的；（二）股权转让协议已签订生效的；（三）受让方已经实际履行股东职责或者享受股东权益的；（四）国家有关部门判决、登记或公告生效的；（五）本办法第三条第四至第七项行为已完成的；（六）税务机关认定的其他有证据表明股权已发生转移的情形。

第二十一条 纳税人、扣缴义务人向主管税务机关办理股权转让纳税（扣缴）申报时，还应当报送以下资料：（一）股权转让合同（协议）；（二）股权转让双方身份证明；（三）按规定需要进行资产评估的，需提供具有法定资质的中介机构出具的净资产或土地房产等资产价

值评估报告；（四）计税依据明显偏低但有正当理由的证明材料；  
（五）主管税务机关要求报送的其他材料。

第二十二条 被投资企业应当在董事会或股东会结束后5个工作日内，向主管税务机关报送与股权变动事项相关的董事会或股东会决议、会议纪要等资料。被投资企业发生个人股东变动或者个人股东所持股权变动的，应当在次月15日内向主管税务机关报送含有股东变动信息的《个人所得税基础信息表（A表）》及股东变更情况说明。主管税务机关应当及时向被投资企业核实其股权变动情况，并确认相关转让所得，及时督促扣缴义务人和纳税人履行法定义务。

第二十三条 转让的股权以人民币以外的货币结算的，按照结算当日人民币汇率中间价，折算成人民币计算应纳税所得额。

## 第五章 征收管理

第二十四条 税务机关应加强与工商部门合作，落实和完善股权信息交换制度，积极开展股权转让信息共享工作。

第二十五条 税务机关应当建立股权转让个人所得税电子台账，将个人股东的相关信息录入征管信息系统，强化对每次股权转让间股权转让收入和股权原值的逻辑审核，对股权转让实施链条式动态管理。

第二十六条 税务机关应当落实好国税部门、地税部门之间的信息交换与共享制度，不断提升股权登记信息应用能力。

第二十七条 税务机关应当加强对股权转让所得个人所得税的日常管理和税务检查，积极推进股权转让各税种协同管理。

第二十八条 纳税人、扣缴义务人及被投资企业未按照规定期限办理纳税（扣缴）申报和报送相关资料的，依照《中华人民共和国税收征收管理法》及其实施细则有关规定处理。

第二十九条 各地可通过政府购买服务的方式，引入中介机构参与股权转让过程中相关资产的评估工作。

## 第六章 附 则

第三十条 个人在上海证券交易所、深圳证券交易所转让从上市公司公开发行业和转让市场取得的上市公司股票，转让限售股，以及其他有特别规定的股权转让，不适用本办法。

第三十一条 各省、自治区、直辖市和计划单列市地方税务局可以根据本办法，结合本地实际，制定具体实施办法。

第三十二条 本办法自2015年1月1日起施行。《国家税务总局关于加强股权转让所得征收个人所得税管理的通知》（国税函〔2009〕285号）、《国家税务总局关于股权转让个人所得税计税依据核定问题的公告》（国家税务总局公告2010年第27号）同时废止。

### 3.2.4 关于促进企业重组有关企业所得税处理问题的通知（财税〔2014〕109号）

各省、自治区、直辖市、计划单列市财政厅（局）、国家税务局、地方税务局，新疆生产建设兵团财务局：

为贯彻落实《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》（国发〔2014〕14号），根据《中华人民共和国企业所得税法》及其实施条例有关规定，现就企业重组有关企业所得税处理问题明确如下：

#### 一、关于股权收购

将《财政部国家税务总局关于企业重组业务企业所得税处理若干问题的通知》（财税〔2009〕59号）第六条第（二）项中有关“股权收购，收购企业购买的股权不低于被收购企业全部股权的75%”规定调整为“股权收购，收购企业购买的股权不低于被收购企业全部股权的50%”。

#### 二、关于资产收购

将财税〔2009〕59号文件第六条第（三）项中有关“资产收购，受让企业收购的资产不低于转让企业全部资产的75%”规定调整为“资产收购，受让企业收购的资产不低于转让企业全部资产的50%”。

### 三、关于股权、资产划转

对100%直接控制的居民企业之间，以及受同一或相同多家居民企业100%直接控制的居民企业之间按账面净值划转股权或资产，凡具有合理商业目的、不以减少、免除或者推迟缴纳税款为主要目的，股权或资产划转后连续12个月内不改变被划转股权或资产原来实质性经营活动，且划出方企业和划入方企业均未在会计上确认损益的，可以选择按以下规定进行特殊性税务处理：

1. 划出方企业和划入方企业均不确认所得。
2. 划入方企业取得被划转股权或资产的计税基础，以被划转股权或资产的原账面净值确定。
3. 划入方企业取得的被划转资产，应按其原账面净值计算折旧扣除。

四、本通知自2014年1月1日起执行。本通知发布前尚未处理的企业重组，符合本通知规定的可按本通知执行

财政部国家税务总局

2014年12月25日

### 3.2.5 关于非货币性资产投资企业所得税政策问题的通知（财税〔2014〕116号）

各省、自治区、直辖市、计划单列市财政厅（局）、国家税务局、地方税务局，新疆生产建设兵团财务局：

为贯彻落实《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》（国发〔2014〕14号），根据《中华人民共和国企业所得税法》及其实施条例有关规定，现就非货币性资产投资涉及的企业所得税政策问题明确如下：

一、居民企业（以下简称企业）以非货币性资产对外投资确认的非货币性资产转让所得，可在不超过5年期限内，分期均匀计入相应年度的应纳税所得额，按规定计算缴纳企业所得税。

二、企业以非货币性资产对外投资，应对非货币性资产进行评估并按评估后的公允价值扣除计税基础后的余额，计算确认非货币性资产转让所得。企业以非货币性资产对外投资，应于投资协议生效并办理股权登记手续时，确认非货币性资产转让收入的实现。

三、企业以非货币性资产对外投资而取得被投资企业的股权，应以非货币性资产的原计税成本为计税基础，加上每年确认的非货币性资产转让所得，逐年进行调整。被投资企业取得非货币性资产的计税基础，应按非货币性资产的公允价值确定。

四、企业在对外投资5年内转让上述股权或投资收回的，应停止执行递延纳税政策，并就递延期内尚未确认的非货币性资产转让所得，在转让股权或投资收回当年的企业所得税年度汇算清缴时，一次性计算缴纳企业所得税；企业在计算股权转让所得时，可按本通知第三条第一款规定将股权的计税基础一次调整到位。企业在对外投资5年内注销的，应停止执行递延纳税政策，并就递延期内尚未确认的非货币性资产转让所得，在注销当年的企业所得税年度汇算清缴时，一次性计算缴纳企业所得税。

五、本通知所称非货币性资产，是指现金、银行存款、应收账款、应收票据以及准备持有至到期的债券投资等货币性资产以外的资产。本通知所称非货币性资产投资，限于以非货币性资产出资设立新的居民企业，或将非货币性资产注入现存的居民企业。

六、企业发生非货币性资产投资，符合《财政部国家税务总局关于企业重组业务企业所得税处理若干问题的通知》（财税〔2009〕59号）等文件规定的特殊性税务处理条件的，也可选择按特殊性税务处理规定执行。

七、本通知自2014年1月1日起执行。本通知发布前尚未处理的非货币性资产投资，符合本通知规定的可按本通知执行。

财政部国家税务总局

2014年12月31日

## 3.3 跨境并购境内审核的相关规定

### 3.3.1 境外投资项目核准和备案管理办法

（《境外投资项目核准和备案管理办法》业经国家发展改革委主任办公会讨论通过，现予以发布，并于2014年5月8日起施行。我委2004年10月发布的《境外投资项目核准暂行管理办法》〔国家发展改革委第21号令〕同时废止。）

#### 第一章 总 则

第一条 为促进和规范境外投资，加快境外投资管理职能转变，根据《中华人民共和国行政许可法》、《国务院关于投资体制改革的决定》和《国务院对确需保留的行政审批项目设定行政许可的决定》，特制定本办法。

第二条 本办法适用于中华人民共和国境内各类法人（以下简称“投资主体”）以新建、并购、参股、增资和注资等方式进行的境外投资项目，以及投资主体以提供融资或担保等方式通过其境外企业或机构



实施的境外投资项目。

第三条 本办法所称境外投资项目是指投资主体通过投入货币、有价证券、实物、知识产权或技术、股权、债权等资产和权益或提供担保，获得境外所有权、经营管理权及其他相关权益的活动。

第四条 本办法所称中方投资额是指投资主体为境外投资项目投入的货币、有价证券、实物、知识产权或技术、股权、债权等资产和权益或提供担保的总额。

第五条 国家根据不同情况对境外投资项目分别实行核准和备案管理。

第六条 国家发展和改革委员会（以下简称“国家发展改革委”）会同有关部门加强对企业境外投资的宏观指导、投向引导和综合服务，并通过多双边投资合作和对话机制，为投资主体实施境外投资项目积极创造有利的外部环境。

## 第二章 核准和备案机关及权限

第七条 中方投资额10亿美元及以上的境外投资项目，由国家发展改革委核准。涉及敏感国家和地区、敏感行业的境外投资项目不分限额，由国家发展改革委核准。其中，中方投资额20亿美元及以上，并涉及敏感国家和地区、敏感行业的境外投资项目，由国家发展改革委提出审核意见报国务院核准。

本办法所称敏感国家和地区包括：未建交和受国际制裁的国家，发生战争、内乱等国家和地区。

本办法所称敏感行业包括：基础电信运营，跨境水资源开发利用，大规模土地开发，输电干线、电网，新闻传媒等行业。

第八条 本办法第七条规定之外的境外投资项目实行备案管理。其中，中央管理企业实施的境外投资项目、地方企业实施的中方投资额3亿美元及以上境外投资项目，由国家发展改革委备案；地方企业实施的中方投资额3亿美元以下境外投资项目，由各省、自治区、直辖市及计划单列市和新疆生产建设兵团等省级政府投资主管部门备案。

第九条 对于境外投资项目前期工作周期长、所需前期费用（包括履约保证金、保函手续费、中介服务费、资源勘探费等）规模较大的，根据现行外汇管理规定的需要，投资主体可参照本办法第七、八条规定对项目前期费用申请核准或备案。经核准或备案的项目前期费用计入项目中方投资额。

第十条 中方投资额3亿美元及以上的境外收购或竞标项目，投资主体在对外开展实质性工作之前，应向国家发展改革委报送项目信息报告。国家发展改革委收到项目信息报告后，对符合国家境外投资政策的项目，在7个工作日内出具确认函。项目信息报告格式文本由国家发展改革委发布。

本办法所称境外收购项目，是指投资主体以协议、要约等方式收购境外企业全部或者部分股权、资产或其他权益的项目。境外竞标项目，是指投资主体参与境外公开或不公开的竞争性投标等方式获得境外企业全部或者部分股权、资产或其他权益的项目。

本办法所称对外开展实质性工作，境外收购项目是指对外签署约束性协议、提出约束性报价及向对方国家或地区政府审查部门提出申请，

境外竞标项目是指对外正式投标。

### 第三章 核准和备案程序及条件

第十一条 由国家发展改革委核准或由国家发展改革委提出审核意见报国务院核准的境外投资项目，地方企业直接向所在地的省级政府发展改革部门提交项目申请报告，由省级政府发展改革部门提出审核意见后报送国家发展改革委；中央管理企业由集团公司或总公司向国家发展改革委报送项目申请报告。

第十二条 向国家发展改革委报送的项目申请报告主要包括项目名称、投资主体情况、项目必要性分析、背景及投资环境情况、项目实施内容、投融资方案、风险分析等内容。项目申请报告示范大纲由国家发展改革委发布。

项目申请报告应附以下附件：

- （一）公司董事会决议或相关的出资决议；
- （二）投资主体及外方资产、经营和资信情况的文件；
- （三）银行出具的融资意向书；
- （四）以有价证券、实物、知识产权或技术、股权、债权等资产权益出资的，按资产权益的评估价值或公允价值核定出资额，并应提交具备相应资质的会计师事务所、资产评估机构等中介机构出具的审计报告、资产评估报告及有权机构的确认函，或其他可证明有关资产权益价值的第三方文件；

（五）投标、并购或合资合作项目，应提交中外方签署的意向书或框架协议等文件。

第十三条 对于项目申请报告及附件不齐全或内容不符合规定要求的，国家发展改革委在5个工作日内一次性告知申报单位予以补正。

第十四条 涉及敏感国家和地区、敏感行业的境外投资项目，国家发展改革委在受理项目申请报告之日起3个工作日内征求有关部门意见，有关部门应当自收到征求意见函之日起7个工作日内出具书面意见。

第十五条 国家发展改革委在受理项目申请报告后，若确有必要，应在5个工作日内委托有资质的咨询机构进行评估。接受委托的咨询机构在规定时限内提出评估报告，并对评估结论承担责任。

评估时限原则上不超过40个工作日。

评估费用由国家发展改革委承担，咨询机构及其工作人员不得收取申报单位或投资主体的任何费用。

第十六条 国家发展改革委自受理项目申请报告之日起，对于符合核准条件的境外投资项目在20个工作日内完成核准，或提出审核意见报国务院核准。如20个工作日不能做出核准决定或提出审核意见的，由国家发展改革委负责人批准延长10个工作日，并将延长期限的理由告知申报单位。

前款规定的核准期限，不包括委托咨询机构评估的时间。

第十七条 国家发展改革委对核准的项目将向申报单位出具书面核准文件；对不予核准的项目，将以书面决定的方式通知申报单位并说明

理由，投资主体享有依法申请行政复议或者提起行政诉讼的权利。

第十八条 国家发展改革委核准项目的条件为：

- （一）符合国家法律法规和产业政策、境外投资政策；
- （二）符合互利共赢、共同发展的原则，不危害国家主权、安全和公共利益，不违反我国缔结或参加的国际条约；
- （三）符合国家资本项目管理相关规定；
- （四）投资主体具备相应的投资实力。

第十九条 属于国家发展改革委备案的项目，地方企业应填报境外投资项目备案申请表并附有关附件，直接提交所在地的省级政府发展改革部门，由省级政府发展改革部门报送国家发展改革委；中央管理企业由集团公司或总公司向国家发展改革委报送备案申请表及有关附件。

境外投资项目备案申请表格式文本及附件要求由国家发展改革委发布。

第二十条 对于备案申请表及附件不齐全或内容不符合规定要求的，国家发展改革委在5个工作日内一次性告知申报单位予以补正。

第二十一条 国家发展改革委在受理备案申请表之日起7个工作日内，对符合备案条件的境外投资项目出具备案通知书。对不予备案的境外投资项目，国家发展改革委将以书面决定的方式通知申报单位并说明理由，投资主体享有依法申请行政复议或者提起行政诉讼的权利。

第二十二条 国家发展改革委对申请备案的境外投资项目，主要从

是否属于备案管理范围，是否符合相关法律法规、产业政策和境外投资政策，是否符合国家资本项目管理相关规定，是否危害国家主权、安全、公共利益，以及投资主体是否具备相应投资实力等进行审核。

第二十三条 对于已经核准或备案的境外投资项目，如出现下列情况之一的，应按照本办法第七、八条规定向国家发展改革委申请变更：

- （一）项目规模和主要内容发生变化；
- （二）投资主体或股权结构发生变化；
- （三）中方投资额超过原核准或备案的20%及以上。

#### 第四章 核准和备案文件效力

第二十四条 投资主体凭核准文件或备案通知书，依法办理外汇、海关、出入境管理和税收等相关手续。对于未按规定权限和程序核准或者备案的项目，有关部门不得办理相关手续，金融机构不得发放贷款。

第二十五条 投资主体实施需国家发展改革委核准或备案的境外投资项目，在对外签署具有最终法律约束效力的文件前，应当取得国家发展改革委出具的核准文件或备案通知书；或可在签署的文件中明确生效条件为依法取得国家发展改革委出具的核准文件或备案通知书。

第二十六条 核准文件和备案通知书应规定有效期，其中建设类项目核准文件和备案通知书有效期二年，其他项目核准文件和备案通知书有效期一年。

在有效期内投资主体未能完成办理本办法第二十四条所述相关手续的，应在有效期届满前30个工作日内申请延长有效期。

## 第五章 法律责任

第二十七条 国家发展改革委工作人员有下列行为之一的，责令其限期整改，并依据《行政机关公务员处分条例》等有关规定追究有关责任人的行政责任；构成犯罪的，由司法机关依法追究刑事责任。

- （一）滥用职权、玩忽职守、徇私舞弊、索贿受贿的；
- （二）违反本办法规定的程序和条件办理项目核准、备案的；
- （三）其他违反本办法规定的行为。

第二十八条 投资主体应当对境外投资项目申请报告或项目备案申请表及附件的真实性、合法性负责。投资主体在境外投资项目申报过程中违反法律法规，隐瞒有关情况或提供虚假材料的，国家发展改革委将不予受理或不予核准、备案；已经取得核准文件或备案通知书的，国家发展改革委将撤销核准文件或备案通知书，并给予警告。

第二十九条 对于按照本办法规定投资主体应申请办理核准或备案但未依法取得核准文件或备案通知书而擅自实施的项目，以及未按照核准文件或备案通知书内容实施的项目，一经发现，国家发展改革委将会同有关部门责令其停止项目实施，并提请或者移交有关机关依法追究有关责任人的法律和行政责任。

对于按照本办法第十条规定投资主体应报送项目信息报告但未获得

信息报告确认函而对外开展实质性工作的，国家发展改革委将予以通报批评，责令其纠正。对于性质严重、给国家利益造成严重损害的，国家发展改革委将会同有关部门依法进行处罚，并提请或者移交有关机关依法追究有关责任人的法律和行政责任。

## 第六章 附 则

第三十条 各省级政府投资主管部门要加强对本地企业境外投资的引导和服务，并参照本办法规定制定相应的备案管理办法。

国家发展改革委对省级政府投资主管部门境外投资项目备案工作进行指导和监督，并对发现的问题及时予以纠正。

第三十一条 投资主体在境外投资参股或设立股权投资基金，适用本办法。

自然人和其他组织在境外实施的投资项目，参照本办法规定另行制定具体管理办法。

第三十二条 投资主体在香港特别行政区、澳门特别行政区实施的投资项目，参照本办法执行。

投资主体在台湾地区实施的投资项目，参照本办法规定另行制定具体管理办法。

第三十三条 本办法由国家发展改革委负责解释。

第三十四条 本办法自2014年5月8日起施行。国家发展改革委于



2004年10月颁布的《境外投资项目暂行管理办法》（第21号令）同时废止。

## 3.3.2 境外投资管理办法

（《境外投资管理办法》已经2014年8月19日商务部第27次部务会议审议通过，现予发布，自2014年10月6日起施行。）

### 第一章 总 则

第一条 为了促进和规范境外投资，提高境外投资便利化水平，根据《国务院关于投资体制改革的决定》、《国务院对确需保留的行政审批项目设定行政许可的决定》及相关法律法规规定，制定本办法。

第二条 本办法所称境外投资，是指在中华人民共和国境内依法设立的企业（以下简称企业）通过新设、并购及其他方式在境外拥有非金融企业或取得既有非金融企业所有权、控制权、经营管理权及其他权益的行为。

第三条 企业开展境外投资，依法自主决策、自负盈亏。

第四条 企业境外投资不得有以下情形：

（一）危害中华人民共和国国家主权、安全和社会公共利益，或违反中华人民共和国法律法规；

（二）损害中华人民共和国与有关国家（地区）关系；

（三）违反中华人民共和国缔结或者参加的国际条约、协定；

（四）出口中华人民共和国禁止出口的产品和技术。

第五条 商务部和各省、自治区、直辖市、计划单列市及新疆生产建设兵团商务主管部门（以下称省级商务主管部门）负责对境外投资实施管理和监督。

## 第二章 备案和核准

第六条 商务部和省级商务主管部门按照企业境外投资的不同情形，分别实行备案和核准管理。

企业境外投资涉及敏感国家和地区、敏感行业的，实行核准管理。

企业其他情形的境外投资，实行备案管理。

第七条 实行核准管理的国家是指与中华人民共和国未建交的国家、受联合国制裁的国家。必要时，商务部可另行公布其他实行核准管理的国家和地区的名称。

实行核准管理的行业是指涉及出口中华人民共和国限制出口的产品和技术的行业、影响一国（地区）以上利益的行业。

第八条 商务部和省级商务主管部门应当依法办理备案和核准，提高办事效率，提供优质服务。

商务部和省级商务主管部门通过“境外投资管理系统”（以下简称“管理系统”）对企业境外投资进行管理，并向获得备案或核准的企业颁发《企业境外投资证书》（以下简称《证书》，样式见附件1）。

《证书》由商务部和省级商务主管部门分别印制并盖章，实行统一编码管理。

《证书》是企业境外投资获得备案或核准的凭证，按照境外投资最终目的地颁发。

第九条 对属于备案情形的境外投资，中央企业报商务部备案；地方企业报所在地省级商务主管部门备案。

中央企业和地方企业通过“管理系统”按要求填写并打印《境外投资备案表》（以下简称《备案表》，样式见附件2），加盖印章后，连同企业营业执照复印件分别报商务部或省级商务主管部门备案。

《备案表》填写如实、完整、符合法定形式，且企业在《备案表》中声明其境外投资无本办法第四条所列情形的，商务部或省级商务主管部门应当自收到《备案表》之日起3个工作日内予以备案并颁发《证书》。企业不如实、完整填报《备案表》的，商务部或省级商务主管部门不予备案。

第十条 对属于核准情形的境外投资，中央企业向商务部提出申请，地方企业通过所在地省级商务主管部门向商务部提出申请。

企业申请境外投资核准需提交以下材料：

（一）申请书，主要包括投资主体情况、境外企业名称、股权结构、投资金额、经营范围、经营期限、投资资金来源、投资具体内容等；

（二）《境外投资申请表》（样式见附件3），企业应当通过“管理系统”按要求填写打印，并加盖印章；

（三）境外投资相关合同或协议；

（四）有关部门对境外投资所涉的属于中华人民共和国限制出口的产品或技术准予出口的材料；

（五）企业营业执照复印件。

第十一条 核准境外投资应当征求我驻外使（领）馆（经商处室）意见。涉及中央企业的，由商务部征求意见；涉及地方企业的，由省级商务主管部门征求意见。征求意见时，商务部和省级商务主管部门应当提供投资事项基本情况等相关信息。驻外使（领）馆（经商处室）应当自接到征求意见要求之日起7个工作日内回复。

第十二条 商务部应当在受理中央企业核准申请后20个工作日内（包含征求驻外使（领）馆（经商处室）意见的时间）作出是否予以核准的决定。申请材料不齐全或者不符合法定形式的，商务部应当在3个工作日内一次告知申请企业需要补正的全部内容。逾期不告知的，自收到申请材料之日起即为受理。中央企业按照商务部的要求提交全部补正申请材料的，商务部应当受理该申请。

省级商务主管部门应当在受理地方企业核准申请后对申请是否涉及本办法第四条所列情形进行初步审查，并在15个工作日内（包含征求驻外使（领）馆（经商处室）意见的时间）将初步审查意见和全部申请材料报送商务部。申请材料不齐全或者不符合法定形式的，省级商务主管部门应当在3个工作日内一次告知申请企业需要补正的全部内容。逾期不告知的，自收到申请材料之日起即为受理。地方企业按照省级商务主管部门的要求提交全部补正申请材料的，省级商务主管部门应当受理该申请。商务部收到省级商务主管部门的初步审查意见后，应当在15个工

作日内做出是否予以核准的决定。

第十三条 对予以核准的境外投资，商务部出具书面核准决定并颁发《证书》；因存在本办法第四条所列情形而不予核准的，应当书面通知申请企业并说明理由，告知其享有依法申请行政复议或者提起行政诉讼的权利。企业提供虚假材料申请核准的，商务部不予核准。

第十四条 两个以上企业共同开展境外投资的，应当由相对大股东在征求其他投资方书面同意后办理备案或申请核准。如果各方持股比例相等，应当协商后由一方办理备案或申请核准。如投资方不属同一行政区域，负责办理备案或核准的商务部或省级商务主管部门应当将备案或核准结果告知其他投资方所在地商务主管部门。

第十五条 企业境外投资经备案或核准后，原《证书》载明的境外投资事项发生变更的，企业应当按照本章程程序向原备案或核准的商务部或省级商务主管部门办理变更手续。

第十六条 自领取《证书》之日起2年内，企业未在境外开展投资的，《证书》自动失效。如需再开展境外投资，应当按照本章程程序重新办理备案或申请核准。

第十七条 企业终止已备案或核准的境外投资，应当在依投资目的地法律办理注销等手续后，向原备案或核准的商务部或省级商务主管部门报告。原备案或核准的商务部或省级商务主管部门根据报告出具注销确认函。

终止是指原经备案或核准的境外企业不再存续或企业不再拥有原经备案或核准的境外企业的股权等任何权益。

第十八条 《证书》不得伪造、涂改、出租、出借或以任何其他形式转让。已变更、失效或注销的《证书》应当交回原备案或核准的商务部或省级商务主管部门。

### 第三章 规范和服务

第十九条 企业应当客观评估自身条件、能力，深入研究投资目的地投资环境，积极稳妥开展境外投资，注意防范风险。境内外法律法规和规章对资格资质有要求的，企业应当取得相关证明文件。

第二十条 企业应当要求其投资的境外企业遵守投资目的地法律法规、尊重当地风俗习惯，履行社会责任，做好环境、劳工保护、企业文化建设等工作，促进与当地的融合。

第二十一条 企业对其投资的境外企业的冠名应当符合境内外法律法规和政策规定。未按国家有关规定获得批准的企业，其境外企业名称不得使用“中国”、“中华”等字样。

第二十二条 企业应当落实人员和财产安全防范措施，建立突发事件预警机制和应急预案。在境外发生突发事件时，企业应当在驻外使（领）馆和国内有关主管部门的指导下，及时、妥善处理。

企业应当做好外派人员的选审、行前安全、纪律教育和应急培训等工作，加强对外派人员的管理，依法办理当地合法居留和工作许可。

第二十三条 企业应当要求其投资的境外企业中方负责人当面或以信函、传真、电子邮件等方式及时向驻外使（领）馆（经商处室）报到登记。

第二十四条 企业应当向原备案或核准的商务部或省级商务主管部门报告境外投资业务情况、统计资料，以及与境外投资相关的困难、问题，并确保报送情况和数据真实准确。

第二十五条 企业投资的境外企业开展境外再投资，在完成境外法律手续后，企业应当向商务主管部门报告。涉及中央企业的，中央企业通过“管理系统”填报相关信息，打印《境外中资企业再投资报告表》（以下简称《再投资报告表》，样式见附件4）并加盖印章后报商务部；涉及地方企业的，地方企业通过“管理系统”填报相关信息，打印《再投资报告表》并加盖印章后报省级商务主管部门。

第二十六条 商务部负责对省级商务主管部门的境外投资管理情况进行检查和指导。省级商务主管部门应当每半年向商务部报告本行政区域内境外投资的情况。

第二十七条 商务部会同有关部门为企业境外投资提供权益保障、投资促进、风险预警等服务。

商务部发布《对外投资合作国别（地区）指南》、国别产业指引等文件，帮助企业了解投资目的地投资环境；加强对企业境外投资的指导和规范，会同有关部门发布环境保护等指引，督促企业在境外合法合规经营；建立对外投资与合作信息服务系统，为企业开展境外投资提供数据统计、投资机会、投资障碍、风险预警等信息。

## 第四章 法律责任

第二十八条 企业以提供虚假材料等不正当手段办理备案并取得



《证书》的，商务部或省级商务主管部门撤销该企业境外投资备案，给予警告，并依法公布处罚决定。

第二十九条 企业提供虚假材料申请核准的，商务部给予警告，并依法公布处罚决定。该企业在一年内不得再次申请该项核准。

企业以欺骗、贿赂等不正当手段获得境外投资核准的，商务部撤销该企业境外投资核准，给予警告，并依法公布处罚决定。该企业在三年内不得再次申请该项核准；构成犯罪的，依法追究刑事责任。

第三十条 企业开展境外投资过程中出现本办法第四条所列情形的，应当承担相应的法律责任。

第三十一条 企业伪造、涂改、出租、出借或以任何其他形式转让《证书》的，商务部或省级商务主管部门给予警告；构成犯罪的，依法追究刑事责任。

第三十二条 境外投资出现第二十八至三十一条规定的情形以及违反本办法其他规定的企业，三年内不得享受国家有关政策支持。

第三十三条 商务部和省级商务主管部门有关工作人员不依照本办法规定履行职责、滥用职权、索取或者收受他人财物或者谋取其他利益，构成犯罪的，依法追究刑事责任；尚不构成犯罪的，依法给予行政处分。

## 第五章 附 则

第三十四条 省级商务主管部门可依照本办法制定相应的工作细

则。

第三十五条 本办法所称中央企业系指国务院国有资产监督管理委员会履行出资人职责的企业及其所属企业、中央管理的其他单位。

第三十六条 事业单位法人开展境外投资、企业在境外设立分支机构参照本办法执行。

第三十七条 企业赴香港、澳门、台湾地区投资参照本办法执行。

第三十八条 本办法由商务部负责解释。

第三十九条 本办法自2014年10月6日起施行。商务部2009年发布的《境外投资管理办法》（商务部令2009年第5号）同时废止。

---

# 后 记

---

2012年以来，江苏证监局、江苏省上市公司协会联合举办了多次上市公司并购重组业务培训，取得了良好的效果。然而，我们也意识到，对很多公司而言，并购重组还是一个相对陌生的概念，并购意识的形成和并购能力的提升仅靠一两次短期培训恐难达成。

为了帮助上市公司系统了解并购重组业务的流程，借鉴成功案例迅速提升并购能力，江苏证监局、江苏省上市公司协会牵头，联合西南证券、中信证券、华泰联合证券三家公司优秀的并购重组财务顾问，共同编写了《上市公司并购重组流程及案例解析》（上下）一书。希望通过这本较高水准的并购重组实用指南，为推进上市公司并购重组、支持更多的企业转型升级提供一些帮助。

撰写这本图书，对编者而言，是一项充满挑战的尝试。一方面希望内容全面而语言简练，另一方面又希望案例的剖析既要深入也要易懂，必须具有理论性、实务性、可读性及可借鉴性。在2014年6月至12月这六个月的时间里，从整本书体例的确定、案例的筛选，再到语言风格的统一，编写组成员先后多次北上或南下，一次次讨论调整，最终形成了呈现于公众的这本书。

本书编委会成员主要来自市场主体。江苏证监局及江苏省上市公司协会负责统筹协调，西南证券负责“并购理论分析篇”的撰写，中信证券侧重跨境并购市场概况和发展趋势的描述及分析，华泰联合证券对境内

并购重组的最新形势进行了总结。在本书的编写过程中，西南证券做了大量细致的工作并对全书进行了统稿，华泰联合证券马骁先生对书稿进行了审阅并提出了宝贵的专业意见，凤凰出版传媒集团及江苏人民出版社为本书的出版给予了大力支持，在此一并表示感谢！

因时间和水平的限制，本书难免有疏漏和不足之处，欢迎各界人士随时提出意见和建议，以便我们不断修订、完善。希望本书能在并购重组的时代浪潮中，留下一朵微小而璀璨的浪花。

编者

2015年1月