

PDF-CASE2016010

美的集团整体上市研究：换股方案、定价玄机与二级市场炒作¹

案例正文

摘要：美的集团整体上市堪称我国证券市场资产重组的经典案例，当然引起的争论也很大。本案例摒弃其中不能证实或证伪的要素，而将注意力主要集中于案例中包含的金融学要素：基于市盈率和市净率这两个股票定价的经典理论方法，分析美的集团整体上市方案的换股定价的依据及合理性；进一步，结合美的集团停牌前和复牌后的异常走势，剖析 A 股市场资产重组题材个股的炒作逻辑、时间周期和信息不对称现象。

关键词：美的集团；整体上市；吸收合并；定价；二级市场炒作；信息不对称

0 引言：毁誉参半的整体上市方案

2012 年 8 月 26 日，美的电器（000527）发布半年报的第二天，正式发布公告称，公司股票将于 8 月 27 日开市起停牌，因控股股东美的集团正在筹划与公司相关的重大事项，待公司发布相关公告后复牌。至此，中国证券市场一次轰轰烈烈的资产重组大戏正式拉开帷幕。

2013 年 4 月 1 日，美的电器发布《美的集团股份有限公司换股吸收合并公司报告书（草案）》（以下简称草案），美的集团拟发行 A 股，换股吸收合并美的电器，美的电器的法人资格将注销。美的集团作为存续公司将承续美的电器的全

-
1. 本案例由华南师范大学经济与管理学院李庆峰撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
 2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。
 3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
 4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利及义务。7月31日美的电器发布公告，美的集团换股吸收合并公司相关事宜获得证监会核准，2013年9月18日美的集团在深交所上市成功，股票代码000333，原来的上市公司美的电器（代码000527）从此不复存在。

美的集团的整体上市，创造了新世纪后我国资本市场多项全新记录：（1）美的集团的这次重组整体上市，是证监会《上市公司重大资产重组管理办法》颁布以来，开创的由非上市公司吸收合并上市公司的首例，不仅有重大的实践创新价值，还具有全新的理论探索意义。为我国金融及证券场所瞩目；（2）其次，吸收合并重组完成后，美的集团将成为国内A股营收规模最大的家电上市公司；（3）该案例为我国并购与资产重组创立了一个经营典范。美的集团整体上市的动因来源于旗下控股的上市公司——美的电器2012年前后的业绩下滑与经营困局，尤以2012年的下滑态势最为明显。继2012年一季度营业收入同比下滑41.78%之后，美的电器半年报显示上半年营收整体下滑37.15%，净利润下滑6.25%。为扭转美的电器的经营颓势，重整集团公司的组织架构与经营模式，提升公司的盈利能力与核心竞争力，集团公司通过整体上市，注入优质资产，一举扭转经营颓势，业绩蒸蒸日上，重铸家电业龙头老大的辉煌。

对我国资本市场上这次重大的资产重组与并购事件，证券市场和金融界业内人士都表示极大的兴趣和广泛关注。

“美的集团业务涵大家电、小家电、机电、物流四大板块，整体上市有助于这些优质资产的产业链资源整合，提升协同效应，做强主业的同时提高国际化水平，增强企业核心竞争力。因此，美的集团整体上市为多方期待。”——广发证券分析师如是说

但也有市场人士质疑“美的集团整体上市是大股东疯狂鲸吞公众股东财富的大戏”，质疑的主要依据：2005年5月，美的电器发布公告，称将彻底剥离其小家电业务而专心于美的空调优质主营业务的发展，具体是将其所持子公司佛山市美的日用家电集团有限公司85%的股权以2.49亿元的价格转让给美的集团，相关股权转让工作于2005年7月完成。此前一年的2004年3月，美的电器剥离了其旗下的电机业务，将其持有的广东威灵电机制造有限公司75%的股权转让给美的集团。现如今时隔8年，当初作为不良资产从上市公司剥离的小家电业务、电

机业务如今即将作为优质资产重返上市公司，只不过新的上市公司不再叫美的电器，取而代之的是美的集团。

我们认为，如果没有足够的证据，旁观者很难对上述质疑进行证实或证伪！同样，没有足够的时间长度，美的集团整体上市能否达到预期效应也很难早早下定论。既然如此，针对这一资产重组的经典案例，将研究视线转移到可观察的一面其实更有意义：即把它作为一个纯粹的金融学案例，抽取换股方案所涉及到的股票定价问题进行分析，揭示理论定价方法在案例中的具体运用，并进一步扩展开来，结合停复牌前后二级市场的股价异常波动揭示上市公司资产重组题材的炒作逻辑和基本范式。

1 美的创业史及上市演变简介

1968 年，美的创业，1980 年，美的正式进入家电业，1981 年注册美的品牌，借助改革开放的东风逐步发展作为一家以家电制造业为主的大型综合性企业集团。90 年代初，美的集团又走在改制上市的浪潮前沿，于 1992 年 8 月 10 日在原广东美的电器企业集团基础上改组设立美的股份有限公司，1993 年 9 月 7 日，股份公司向社会公开发行股票并上市交易，股票代码 000527。2012 年上市公司美的电器遇到发展瓶颈，集团公司开始酝酿整体上市计划，整个资产重组进程如表 1 所示。

表 1 美的电器重组与美的集团整体上市进程

时间进度	主要时间
2012 年 7 月 9 日	发布 2012 年上半年业绩预告，产品和利润下滑
2012 年 8 月 25 日	发布 2012 年上半年公告，确认业绩下滑
2012 年 8 月 25 日	美的集团创始人何享健卸任美的集团董事长，方洪波接任
2012 年 8 月 27 日	美的电器公告，接到控股股东美的集团的通知，正在筹划公司相关的重大事项，公司股票将自 8 月 27 日开市起停牌，待公司发布相关公告后复牌。
2013 年 4 月 1 日	公告整体上市方案的草案，美的集团以换股吸收合并美的电器方式实现整体上市：美的集团 A 股发行价 44.56 元/股，美的电器换股价 15.96 元/股，换股比例 0.3582:1，
2013 年 4 月 2 日	股票复牌，开启连续四个涨停
2013 年 4 月 9 日	鉴于公司股票复牌后连续涨停，按深交所交易规则，属于股票交易异常情况，发布提示公告
2013 年 4 月 22 日	美的电器在顺德召开股东大会审议整体上市方案。投票结果显示，美的集团整体上市重组方案的各项子议案的通过率均在 98%以上，获股东大

	会通过
2014 年 7 月 31 日	美的电器公告，美的集团换股吸收合并美的电器已获得中国证监会核准，将进入实施阶段，换股方案微调为：美的集团 A 股发行价 44.56 元/股，美的电器换股价 15.36 元/股，换股比例 0.3447:1，换股完成后，美的集团实现整体上市
2013 年 9 月 18 日	美的集团（SZ.000333）在深交所上市

整体上市成功的美的集团（SZ.000333）是一家以家电制造业为主的大型综合性企业集团，旗下拥有小天鹅（SZ000418）、威灵控股（HK00382）两家上市公司。目前员工人数 10.8 万人，旗下拥有美的、小天鹅、威灵、华凌、安得、美芝等十余个品牌。

美的集团现拥有中国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；拥有中国最完整的小家电产品群和厨房家电产品群；在全球设有 60 多个海外分支机构，产品远销 200 多个国家和地区。2015 年，美的集团整体实现销售收入 1384 亿元，实现归属于母公司净利润 127 亿元，同比增长 21%，每股收益 2.99 元，同比增长 20.08%。

2015 年，美的集团进入福布斯全球企业 500 强，在 2015《财富》中国 500 强榜单中，美的排名第 32 位，位居家电行业第一。同时，美的以中国民营企业 500 强第 13 名，中国制造业企业 500 强第 38 名，继续保持家电行业领先地位。2015 年，美的成为首家获取标普、惠誉、穆迪三大国际信用评级的中国家电企业，评级结果在全球家电行业以及国内民营企业中均处于领先地位；在睿富全球 2015（第 21 届）中国品牌价值 100 强名单中，“美的”品牌以 716.11 亿位列中国最有价值品牌排行榜第 6 位。

美的集团提出未来发展规划的“333 战略”：美的要用 3 年左右时间做好产品、夯实基础、巩固体质、进一步提升经营质量；再用 3 年左右时间从中国家电行业三强中脱颖而出，成为行业领导者；再用 3 年左右时间在世界家电行业中占有一席之地，实现全球经营。目前已经进入第二阶段。

2 美的集团整体上市之吸收合并方案介绍

根据美的电器 2013 年 4 月 1 日发布的《美的集团股份有限公司换股吸收合并公司报告书（草案）》，2012 年美的集团实现营业总收入 1027 亿，营业利润 70 亿，净利润 61.4 亿，净资产收益率 24%。美的集团拟以每股 44.59 元发行股

份，美的电器流通股东将以 15.96 元每股价格换取美的集团发行的股份。集团与上市公司换股比例为 0.3582:1。其中，美的电器换股价格以决议公告日（2012 年 8 月 26 日的周日晚上公告因筹划重大资产重组事宜停牌）之前 20 个交易日的交易均价 9.46 元/股为基准，溢价率近 70%，远超同行业公司在美的电器停牌期间的涨幅及其他换股吸并案例的平均溢价水平。

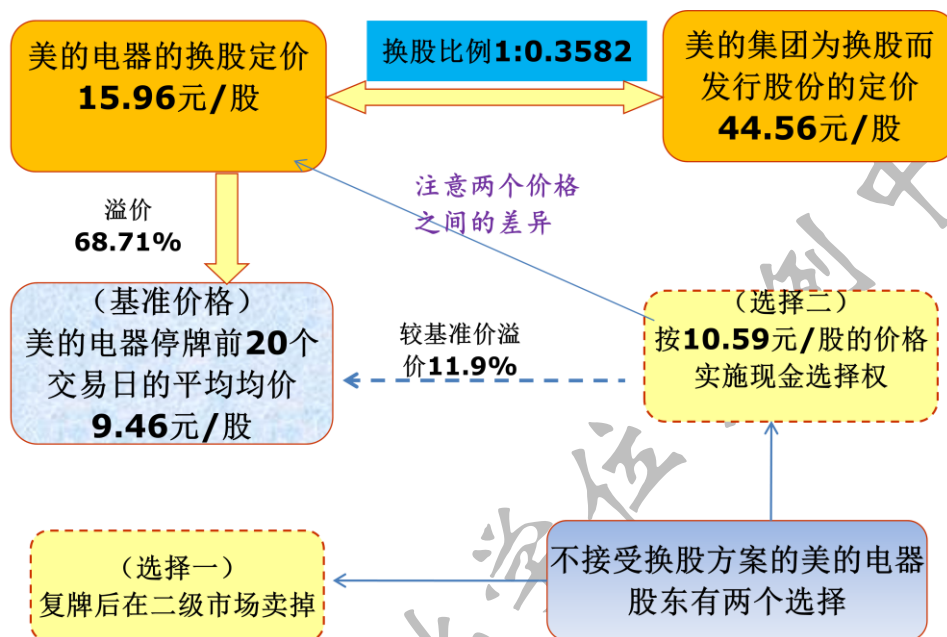


图1 美的集团吸收合并美的电器的换股方案核心内容

美的电器异议股东，可以就其有效申报的每 1 股美的电器股份，在现金选择权实施日，按照每股 10.59 元（较定价基准日前 20 个交易日股票交易均价溢价 12%）全部或部分申报行使现金选择权。本次换股吸收合并将由美的控股集团或其他适当第三方对美的电器异议股东提供现金选择权。

换股完成后美的集团将加大分红力度，三年内每年现金分红不少于当年可分配利润的 1/3。与此同时，美的电器 2012 年度利润分配拟每 10 股派现 6 元，共计派现 20 亿元。

3 换股方案理论定价的主要依据

要讨论清楚美的集团吸收合并方案中 1:0.3582 的换股比率是否合理，就要讨论清楚美的集团 44.56 元/股的发行价是否合理？进一步，原上市公司美的电器每股换股价格设定为 15.96 元是否合理？这个问题根据《草案》公布的相关财

务数据，以同行业平均定价的市盈率水平和市净率水平作做为参照，理论上容易做出分析。

3.1 换股双方主要财务数据和股本数据对比

2012 年美的集团实现营收 1026.51 亿元，归母净利润 32.59 亿元，对应 EPS 为 3.26 元。美的集团预测 2013 年将实现营收 1187.72 亿元，归母公司净利润 44.20 亿元，对应 EPS 为 4.42 元，同比增长 35.63%。

公司预测美的电器 2013 年将实现营业收入 812.58 亿元，归母公司净利润 42.67 亿元，对应 EPS1.26 元，同比增长 22.70%。

2012 年 4 月 24 日，美的集团作出股东决议，同意美的集团整体变更为股份有限公司，以美的集团截至 2011 年 12 月 31 日经天健正信审计后的净资产 158,425.331 万元按 1:0.631212 的比例折合为 100,000 万股（其中，100,000 万元作为股份有限公司注册资本，其余 58,425.331 万元作为资本公积，由全体股东按出资比例共享），每股面值 1 元。

本次为吸收合并美的集团再发行 71320.2895 万股，占美的集团本次发行完成后总股本 171320.2895 万股的 41.63%。

3.2 换股方案定价依据

草案确定的美的集团发行价 44.56 元/股，基于 2012 年、2013 年财务数据计算市盈率分别为 13.67、10.08 倍，与同期家电行业上市公司平均市盈率比较来看，定价相对合理。

美的电器换股价格设定为 15.96 元，基于上市公司 2012 年业绩的市盈率为 15.53 倍，高于 A 股可比上市公司估值水平均值及中值，定价水平同样相对合理。

综合而言，既然美的电器 15.96 元/股和美的集团 44.56 元/股的定价水平总体合理，则每股美的电器股份换取 0.3582 股美的集团股份的换股比率设计总体而言相对合理。

要补充说明的是，根据美的电器 7 月 31 日的公告，进入实施阶段的换股方案最终有所微调：保持美的集团 A 股发行价 44.56 元/股不变，美的电器换股价调整为 15.36 元/股，所以换股比例最终微调为 0.3447:1。

表 2 换股定价依据汇总表

项目	总股本 (万股)	2012 年 EPS (元/ 股)	换股定 价(元/ 股)	发行市 盈率倍 数(据 2012)	2013 年 净利润 预测(万 元)	2013 年 EPS 预测 (元/ 股)	发行市 盈率倍 数(据 2013 预 测)	2012 净资产 (元/ 股)	发行市 净率 (倍)
美的 集团	171320. 2895	3.26	44.56	13.67	442000	4.42	10.08	14.31	3.11
美的 电器	338434. 765	1.03	15.96	15.53	426661. 14	1.26	12.66	6.52	2.45
扣除集团持股美的电器股份 139327.3124 万股，需换股合并的股份计 199107.4526 万股，换股比例 1:0.3582，需换股发行 71320.2895 万股									

3.3 疑点探讨

有必要说明的是，上面关于相对合理的判断，是基于相关会计师事务所尽职尽责的完成了相关资产评估工作和财务审计工作的假设基础之上的。

即使抛开这个因素不谈，换股后存续的美的集团总股本为 17.13 亿股，根据备考财务报表，其 2012 年净利润为 53.05 亿元，即每股收益约为 3.10 元。而当时格力电器和青岛海尔的市盈率分别约为 10.6 倍和 10.3 倍，按 10 倍的市盈率计算，美的集团上市后 31 元的价格定位更具合理性。按照 1:0.3582 的换股比例计算，美的电器股价在 11 元附近为合理区间。但美的集团公告的发行价高达 44.56 元，且美的电器的换股价格为 15.96 元/股。

美的集团整体上市的《草案》公布后，引来美的电器部分中小股东对整体上市方案换股价格的不满，他们认为美的集团 44.56 元的发行定价所依据的基础并不合理，明显偏向于大股东的利益。美的电器董事李飞德对此解释表示，美的集团 44.56 元/股的作价，是以 2013 年每股净利估值为基础，将大家电、小家电、电机、物流类上市公司的估值水平加权平均，得出美的集团的市盈率为 13 倍，但现在只按 10 倍来算，定价还是非常合理的。

方案中另外一个解释不通的地方在于：既然理论上认为美的电器的合理价格在 15.96 元/股，为何针对美的电器异议股东所提供的现金选择权却设定在 10.59 元/股的低水平呢？这是否表明大股东心虚从而间接证明定价高估的嫌疑呢？

4 美的电器停复牌前后的股价异常波动走势对比

资产重组题材的个股历来是大小机构和散户争相追逐的目标。但很遗憾，由于大中机构和中小投资者之间的信息不对称，二级市场的相关题材个股炒作从来都是刀光剑影杀人不见血，无数中小投资者被拥有信息优势的各路庄家联合碾压而丢掉手中的筹码。这次美的集团的整体上市所涉及到的美的电器股价炒作也不例外。

（1）停牌前走势对比

2012 年 8 月 26 日周日晚上发布公告停牌，停牌前收盘价 9.18 元。

以 2012 年 3 月 5 日相对高点 14.86 元计，一路震荡下跌，截止 2012 年 8 月 24 日跌幅高达 38.22%。

同期上证综指下跌 15.29%；同期家电板块下跌 21.50%。

换个考察周期，在美的电器 2012 年 8 月 24 日停牌之前的 3 个月时间里，其股价一直呈单边下跌走势。2012 年 5 月 7 日，美的电器盘中尚有 13.91 元的交易价格，但到 2012 年 8 月 24 日，最低甚至跌到了 9.15 元。3 个月左右的时间内跌去超过 34%。同样是在 2012 年 5 月 7 日到 2012 年 8 月 24 日这样一个时间周期内，与美的电器业务最为相似的“老对手”格力电器（000651）的股价跌幅还不到 8%。还是上述时间周期内，上证指数跌幅也不到 15%。

一句话总结：美的电器停牌前的股价走势明显异常，既显著弱于市场整体走势，也显著异于同行业公司，只能说，这是产业资本联合金融资本联手做的一个局！

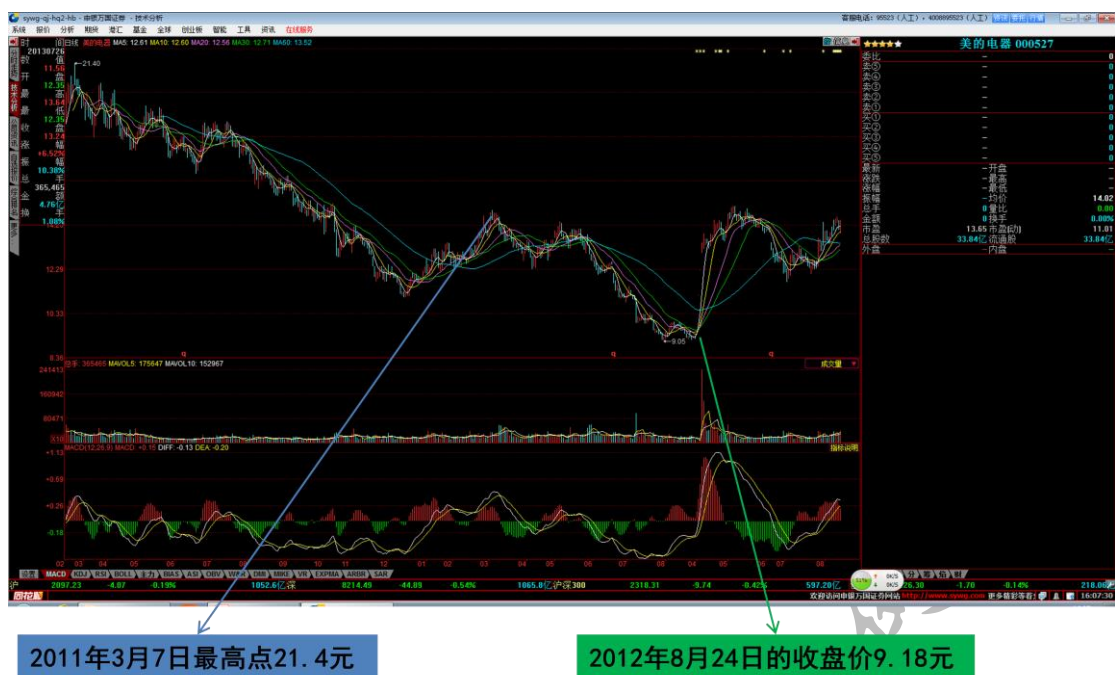


图2 美的电器停牌前走势图

(2) 停牌期间大盘和同板块情况



图3 美的电器停牌期间家电指数日K线走势图

(3) 美的复牌后的表现情况



连续4个涨停板

图4 美的电器复牌后日K线走势图

2013年4月1日复牌后连续四个涨停板，五个交易日上涨达到47%。

之后开始震荡，最高涨到15.05元，2013年8月14日再次停牌，停牌前收盘价14.02元。

从2012年8月24日重组停牌收盘价9.18元算起，截止2013年8月14日区间涨幅为52.72%。

同期上证综指上涨0.38%；同期家电板块上涨36.13%。

一句话总结：美的电器发布资产重组草案的公告后，复牌后的强势表现除了停牌期间家电板块整体表现较好的补涨需求外，更主要是对停牌前跌幅远大于家电板块整体跌幅的一种补偿与纠正，当然，这一切都是建立在换股方案的强刺激之下。

5 有违三公原则的产业资本和金融资本联手做局

疑点讨论：美的电器停牌前股价超跌的异常表现，只有一个合理解释，那就是被先知先觉的机构联合坐庄刻意打压的结果，相信无数散户被折磨的绝望至极而割肉离场！做庄主力通过对股价的控制捡取大量廉价筹码，然后坐等资产重组公告出台攫取无风险超额收益，堪称A股重组题材炒作配合资产重组利益分配大

戏的经典案例！

道理很简单，对于美的集团而言，如果要尽可能多的从投资者手中攫取利益，除了拔高发行价外，还要压低投资者手中持有美的电器的换股价格。

但在当前方案中，美的集团给出的“停牌前 20 个交易日的交易均价”基础上再溢价 68.71%的计算方式，却给了投资者“抬高美的电器换股价格”的直感。

问题恰恰就出在“停牌前 20 个交易日的交易均价”这一基础上！

换言之，如果“停牌前 20 个交易日的交易均价”本身就被过分低估，或者被人为的打压，那么这一定价基础就并不牢靠，以此为基础的“溢价”也谈不上任何的让利，反而成了一种“做局”似的伪善。就是说，这个表面看来无比合理的整体上市方案，背后却暗含着对中小股东的掠夺。只不过，资本并未赤裸裸的表达它贪婪的属性，而是戴上了伪善的面具。

重组方案中，美的集团发行价格以“按照预测的美的集团 2013 年归属母公司股东的净利润”为基础，参考目前行业市盈率水平制定；美的电器的换股价格则是以“停牌前 20 个交易日的交易均价”为基础，给予一定的溢价比例（68.71%）制定。

上述定价机制仅从字面逻辑和计算公式上来看并没有问题，但结合到美的电器的实际情况，却又经不起推敲。例如又专业投资者在阅读了方案后当即指出，美的集团 2012 年实现营业收入 1026 亿元，同比下滑 23.46%；实现净利润 61.41 亿元，同比下滑 7.68%。在营收和净利双双下滑的背景下，其资产再以“预测的 2013 年净利润”进行估值并不十分靠谱，如果 2013 年净利润不符合“预测”，而整体上市方案又已经完成，投资者拿到手的只能是一个名叫“预测”的画饼。同时，仅仅以美的集团 1-2 个年度周期的净利润进行估值，忽略了对资产盈利稳定性、未来成长性的判断，显得相当偏颇。整体上市方案中关于美的集团竞争优势和增长潜力的描述只是停留在概念上，缺乏实质性的数据支撑，并且与 2012 年营收和净利双双下滑的现实局面形成了矛盾。

但这么一个争议巨大的方案为何能在之后的股东大会上高票通过呢？道理很简单，美的电器复牌后连续四个涨停板，五个交易日涨幅达到 47%，这一事实说明掌握了信息优势通过刻意打压股价手段骗取了大量筹码的机构是利可图的，他们自然是站在产业资本一方的！至于中小投资者，要么已经在长达三个月

的单边下跌走势中出局而失去了发言权，要么可以借助这个局幸运的挽回损失，自然也会投资赞成票！最终就是重组方案获得高票通过的皆大欢喜局面！

这大概就是吴敬琏老先生怒斥中国股市连赌场也不如的原因之一吧！

（案例正文字数：7,723）

A Research on the Holistic Listing of the Midea Group: Share-swap Programme , Pricing Mystery and Speculation in the Secondary Market

Abstract: The holistic listing of the Midea Group, regarded as a classic asset regrouping case in security market, has caused heated argument. In this work, we abandon those elements that can not be authenticated or perjured and concentrate on the financial factors based on two classic pricing method: price-earnings ratio and price-to-book ratio to analyze the basis of share-swap pricing in the holistic listing of the Midea Group and judge the reasonableness. Furthermore, combined with the anomaly process before the suspension and after resuming trading, we analyze the logic of speculation, cycle time and asymmetric information of the speculation about capital reorganization in A-Share Stock Markets.

Keywords: Midea Group, Holistic Listing, Mergers & Acquisitions, Pricing, speculation in the Secondary Market, Asymmetric Information