

PDF-TN2016030

## 国轩高科借壳上市的案例研究<sup>1</sup>

### 案例使用说明

#### 一、教学目的与用途

**适用课程：**《公司金融》、《财务管理》。也可适用于《公司会计》与《证券投资学》等课程。

**适用对象：**金融专硕

**教学目的：**本案例在国内外关于借壳上市的研究基础上，通过对合肥国轩高科动力能源有限公司借壳上市的案例分析，给出效果评价以及成功的经验和借鉴意见，探究在证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》后企业借壳上市的有效途径。国轩高科是 A 股中第一家以动力锂电池为主营业务的企业，是中国新能源汽车车用动力电池龙头股，也是 A 股市场第一只纯正的新能源汽车板块股。对国轩高科借壳重组的案例进行研究，能为高新技术企业的借壳上市提供借鉴经验和参考价值，同时为借壳上市的研究提供素材。本案例旨在引导学员进一步关注借壳上市的实施方法和绩效评价方法。根据本案例资料，一方面，学员可以进一步思考拟上市企业如何在借壳上市和 IPO 做出选择，以及借壳上市的风险以及防范的具体做法；另一方面，学员通过案例学习掌握借壳上市绩效的评价方法，拓宽对借壳上市问题的研究思路和领域，引导学员探究在证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》后企业借壳上市的有效途径。

#### 二、启发思考题

- 
- 1 本案例由华南师范大学经管学院彭文平撰写。作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。本案例原始材料来自万德数据库、国泰安数据库和网上资料等，案例真实。
  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。

以下几个思考题可以预先布置给学生，让学生在阅读案例中进行思考：

- 1、在证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》后企业上市的有效途径有哪些？拟上市公司如何选择？
- 2、壳资源有哪些特点？拟借壳上市企业如何合理选择壳资源？
- 3、借壳上市中的风险有哪些？在国轩高科案例中是如何解决的？
- 4、如何对借壳上市的绩效进行分析？可以从哪些方面进行分析？

### 三、分析思路

教师可以根据自己的教学目标（目的）来灵活使用本案例。这里提出供参考的案例分​​析思路，主要是依照思考题的顺序进行。

#### 1、在证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》后企业上市的有效途径。

我国企业上市的途径有两种，一种是首次公开发行股票并上市（IPO），另一种是借壳上市（RTO）。IPO 是股票发行上市的主流手段，但门槛较高，很大部分企业不符合首发上市的条件。因此作为企业登陆资本市场的另一条途径，借壳上市受到越来越多企业的追捧。然而，证监会对借壳上市的审核也趋于严格。2014 年 10 月证监会发布修订后的《上市公司重大资产重组管理办法》，明确指出对借壳上市执行与 IPO 审核等同的要求。

#### 2、壳资源的特点和选择方式

壳公司是指那些业务陷于停顿或基本没有经营业务、规模不大的公司。由于行业准入条件高，国家控制力较大，上市指标稀缺，具备前述条件的壳公司就成为一种资源，即壳资源。

壳资源应具有以下特点：

1. 经营业绩不佳，资不抵债，资产质量不高，容易被资本控制。（取决于企业历史）。
2. 透明的市场或者交易空间，可以使壳资源买卖得以顺利实施。（取决于政府）。
3. 拥有不容易取得的特许经营执照或类似的行政批文，具有行政垄断性或者行业垄断性。

4. 拥有不对等的税收优惠或其他政策优惠。
5. 拥有不可再生的稀缺资源，包括人力资源、商誉等。

选择壳公司时考虑的因素如下：

- 1、股本结构。由于目前借壳上市主要采取股权转让协议。如果股权相对集中，股权协议更容易转让。
- 2、股本规模。股本规模越小的壳公司最有益于借壳方资本运作。
- 3、资产负债情况。选择壳公司时最好选择负债规模较小的上市公司。
- 4 控股股东的态度。壳公司的股东若对借壳上市持积极主动的态度，将有利于借壳上市工作的快速推进。

### 3、借壳上市中的风险控制方法

借壳上市在绕过了 IPO 上市所需的对公司状况的审核与批准的同时，也产生了并购过程中难以预估的风险。有可能借壳方在耗费了大量资源后，并未达到理想的效果。借壳上市中的主要风险包括：

（1）壳资源市场信息不对称。全面了解一家上市公司的情况难度较大，尽管经过专业化的中介机构的评估和尽职调查，由于难以判断壳公司的真实性、合法性和规范性，有可能陷入壳公司精心设计的法律或财务陷阱，使借壳方难以获得间接上市的有利地位。

（2）财务风险。企业在借壳上市过程中由于缺乏足够的经验，往往导致在借壳中造成不必要的损失。如果购买了垃圾股票，控股后非但不能从市场筹资，反而会背上债务包袱。

（2）整合风险。有关数据显示，直接上市的企业整体业绩要远远高于沪深两市平均水平，而买壳上市的公司业绩表现一般都较差，这其中的主要原因就是企业存在买壳容易整合难的问题。成功的买壳上市，买壳不过是一种手段，其目的在于通过买壳对壳资源进行有效的整合，使壳资源实现价值突变，取得更大规模的发展。由于买壳企业和壳公司是两家不同的企业，必然存在不同的技术、管理风格和文化理念，将两者合二为一后就不可避免会发生各种冲突。具体来讲，壳公司的整合风险主要来自以下几方面：①管理融合问题。民营企业普遍存在产权不清和家族化管理等，难以适应规模化发展的要求，往往与壳公司原来的管理模式、企业文化等产生冲突，导致经营管理不善，公司业绩滑坡。②由于壳公司

大都由国企改制上市，企业历史长、包袱重、经营状况恶化等原因出现的困难，无形中加大了企业的扭亏难度。③虽然买壳上市的公司可获较高知名度，并且公众的监督也能够提升公司管理水平，但若因注资、重组、整合不利，获得控制权而未能充分利用壳资源，也难以达到买壳上市的目的。

（4）融资风险。由于壳资源的稀缺性和人为的干预，壳的价格非常昂贵。企业在买壳过程中要付出较高的收购成本，收购方通常资金实力有限，难以承受巨大的收购成本，使得自身资源提前透支，严重地影响了其可持续发展。而且企业还要为保壳后的重组支付一定的费用，且重组后的上市公司如经营业绩不佳，无法达到再融资条件，不能恢复壳公司的配股资格，也难以借助证券市场的力量筹集到足够的资金，买壳上市的真正目的就不能实现。

（5）公司非“净壳”。在中国资本市场中，多数壳并购和壳重组由政府主导明显，有些甚至在二级市场股票炒作者炒作之下进行，上市公司原股东不负责任，所以，很多问题在收购前成为隐藏在净壳面纱下的隐患。

（6）政府支持力度不够。在上市公司经营发生困难的情况下，很多地方政府为了使当地上市公司尽快摆脱困境，解决国企困难等问题，往往极力促进借壳上市活动的发生，许诺帮助解决上市公司债务和处理历史遗留问题，并开出种种优惠条件。在过去，大部分借壳公司上市以后，通过税收返还，一般可以降低很多税率。借壳方从中获得很大的减税后一。此外，地方政府往往还会采取措施帮助上市公司减轻财务负担。但过多的承诺也意味着风险蕴藏其中，随着政府工作规范程度的提高及商业活动更加高层化，地方政府不能随便左右当地税务、工商等行政机构和银行来提供非市场化的优惠承诺。那么，借壳方必将陷入被动。

#### 4、借壳上市的绩效评价方法

（1）事件法。借壳上市绩效评价事件法又称股票价值法或股票评价法。这一方法基于有效市场理论的假设之上，通过考察某个事件在交易公告的窗口期所产生的超常收益来衡量该事件的影响，通过分析借壳上市宣布前后股票价格的变化来评价借壳上市的绩效。

（2）长期绩效法。该方法所使用的财务指标主要有收入、利润、每股收益、销售收益率、资产收益率、净资产收益率等。目前，国内应用长期绩效法进行借壳上市绩效研究主要集中在借壳上市动因、绩效以及两者之间的关系方面。

## 四、理论依据

### 1、并购与借壳上市

并购包括兼并和收购两层含义、两种方式。兼并又称吸收合并，指两家或者两家以上的独立企业合并成一家企业。通常是由一家运营良好的、占优势的企业，购得另一些企业的产权。收购是指在市场上，一家企业用现金或者有偿证券等方式购买另一家企业的股票或资产，通过这种方式 and 手段取得目标企业的全部资产或者某项资产的所有权，以实现对该企业的实际控制权与经营权。因为兼并和收购界限比较模糊，国际上习惯将两者合在一起使用，统称为 M&A，指在市场机制作用下一个企业购买另一个企业的全部或部分资产或产权，从而影响、控制被收购的企业，以增强企业的竞争优势，实现企业经营目标的产权交易活动。

借壳上市是指在证券市场上非上市公司为了取得上市公司的控制权或股权，采取收购上市企业股权的方式，经由“反向收购”的方法注入自己有关业务及资产，进而实现间接上市的一种企业行为和市场行动，实质是并购重组。具体来说，根据中国证监会《上市公司重大资产重组管理办法》，借壳上市是指收购人及其关联人取得控制权之后，上市公司向其购买的资产总额，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% 以上的行为。

### 2、IPO 与借壳上市

IPO 是指首次在证券市场公开募股，是股份公司首次向社会公众公开招股的发行方式。

IPO 与借壳上市的区别在于：（一）直接上市对拟上市公司的资质要求较高，而间接上市对收购公司的资质要求相对较低，因此，IPO 比较适合大型企业，要求资金雄厚，借壳上市比较适合中小型企业；（二）对于 IPO 而言，证监会要求企业的设立与演变过程清晰，申办程序比较严格、复杂，对借壳上市的要求就没有这么复杂，目前虽也需要专门部门进行审核，但相对比较简单易行；（三）IPO 由于企业改制、审核、路演等的需要，上市周期时间较长（约一年半左右），借壳上市没有一套上市程序的限制，上市时间较短（一般 6 个月左右）；（四）IPO 募集资金发行时即可融资，从开始运作到资金到位，至少 18 个月左右，实际资金到位时间并不比借壳上市后增发融资快，借壳上市不宜立即融资，比较 IPO

和借壳上市后增发融资，后者是先上市后改善企业业绩，待满足条件后再融资；  
（五）间接上市需要对收购企业的资产和人员进行重整，而直接上市则没有此类问题。

IPO 和借壳上市没有绝对的谁优谁劣，对于企业来说只是进行方案选择时的一种分析思路，企业应该对自身发展特点进行分析，选择更好的上市途径，提升操作性并增加效率。

### 3、壳资源与壳公司

所谓壳就是指经证券部门核准获得上市资格公司的股份在资本市场进行交易的资格，简称为上市公司的上市资格。

壳公司，是壳则无肉，这是对经营业绩差的上市公司的一种形象比喻。国际证券市场上，壳公司一般是指在证券市场上具有以下特征的公司：“拥有和保持上市资格，但相比较而言，业绩一般或无业绩，业务规模较小或处于停滞状态，股票交易不活跃，股价持续低迷的这类上市公司。”根据经营状况，壳公司可分为“净壳公司”、“空壳公司”和“实壳公司”三种，具体特点如下图所示

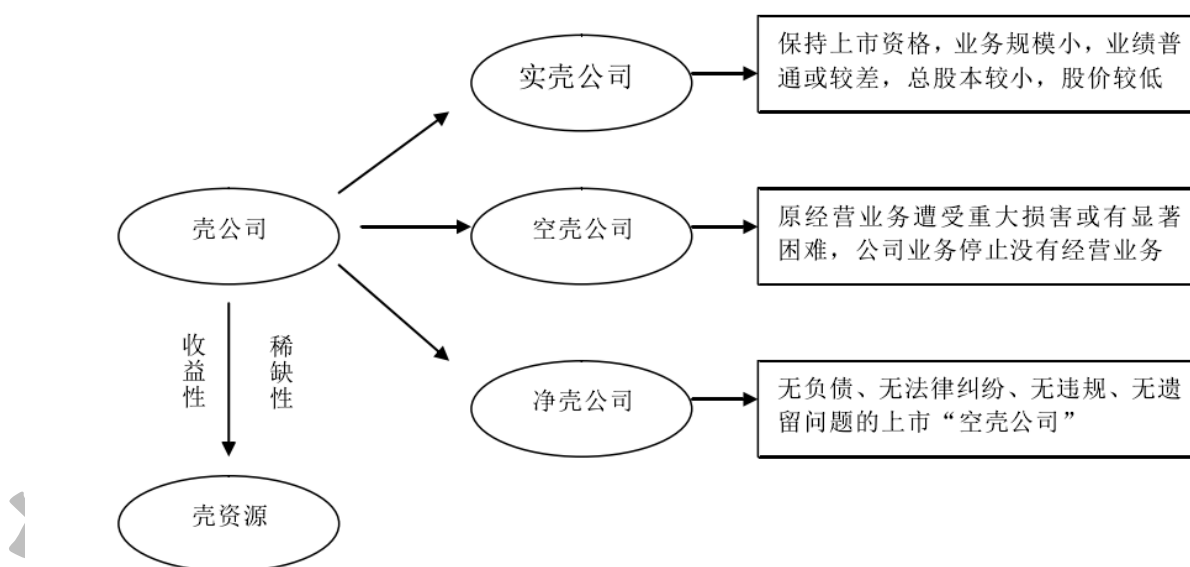


图 1 壳公司、壳资源关系图

当壳公司同时满足收益和稀缺这两个特征，壳公司本身就变成了一种资源。因为目前我国上市的企业享有低成本筹资的特权，同时还享受着其他财政税收优惠政策，证券市场又存在着严厉的市场准入制度政策，因而企业通常都会通过各

种方式寻求上市，力争进入到证券市场大展拳脚，为企业获取更多的经济利益与社会效益。有意愿进驻证券市场的单位通常都希望依靠壳公司，这就使得壳公司的资源特征显现了。

#### 4、借壳上市的理论基础

借壳上市是企业并购的一种主要形式，企业并购的相关理论研究也能作为借壳上市的理论基础。

##### （1）效率理论

效率理论认为并购绩效的来源在于效率的提高以及协同效应。并购活动产生是因为交易双方的管理效率的不一致。通过并购可以获得某种协同效应，与并购的两个企业的价值加总小于合并企业创造的价值。举例来说，如果A公司的管理效率低于B公司，那么在B公司兼并A公司后，A公司的管理效率将被提高到B公司的标准，效率得到了促进。这样一来，不仅公司自身的价值得到了增长，社会经济发展也有了带来新的增长。

##### （2）市场势力理论

市场势力理论又称市场垄断力理论或市场力量理论。市场势力理论认为企业并购目的在于寻求占据市场支配地位，提高企业的市场占有率。企业在并购后，可能会在削减现有竞争对手的市场份额的同时，提高自身的市场地位和控制能力，从而提高其垄断程度，获得垄断利润。这是优胜劣汰的结果。同时，市场一方的竞争者的并购行为将不断迫使其他企业也进行并购重组。另外，率先进行并购重组的企业往往具有继续并购的动机。这样的并购有助于提升企业绩效，也有助于市场标准化程度的提高，实现企业间的资源互补。

##### （3）信息信号理论

信息信号理论主要解释了无论收购成功与否，目标企业的股票价值在要约收购中总要被永久性地提高的原因。信息信号理论认为并购的绩效来源于目标公司市场价值的重新评估。被收购的事件向投资者传达出以下信息：目标企业的未来价值可能提高。其原因在于：首先，对于目标公司来说，即使它无所行动，市场本身也会从并购的信息中得到该公司市场价值被低估的信息，从而对该公司重新评估；其次，收购信息的通知向市场传达了这样的信号：目标企业即被进行全方位的资源重组，管理效率和经营业绩将得到的提高，从而增加公司的市场价值。

#### （4）代理成本理论

代理成本理论认为并购的绩效来源于代理成本的降低。

代理成本理论主要关注的是企业资源的所有者和企业资源的使用者之间的契约关系，企业所有者对代理人的要求是公司利益的最大化，而代理人会因为自己所处的位置和可以利用的资源，来达到自我收益的最大化，由此双方的利益冲突边产生了代理成本，代理成本又可分为监督管理者所耗成本，管理自我约束的支出以及双方之间利益不一致的损失，而并购对于代理问题来说，则是提供了一种外部协调机制，当目标公司的股价优劣反映出管理者有代理问题时，可以通过并购来解决对代理人控制失效的问题。

4、借壳上市的绩效评价方法。（1）事件法。借壳上市绩效评价事件法又称股票价值法或股票评价法。这一方法基于有效市场理论的假设之上，通过考察某个事件在交易公告的窗口期所产生的超常收益来衡量该事件的影响，通过分析借壳上市宣布前后股票价格的变化来评价借壳上市的绩效。（2）长期绩效法。该方法所使用的财务指标主要有收入、利润、每股收益、销售收益率、资产收益率、净资产收益率等。目前，国内应用长期绩效法进行借壳上市绩效研究主要集中在借壳上市动因、绩效以及两者之间的关系方面。

## 五、案例具体分析

### 1、在证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》后企业上市的有效途径

《上市公司重大资产重组管理办法》进一步减少、简化了并购重组行政许可，取消了对不构成借壳上市的并购重组的事前审核，取消的要约收购事前审批及两项豁免情形的审批；完善发行股份购买资产的定价灵活性；完善了借壳上市定义，明确借壳上市与 IPO 要求等同，同时创业板公司不允许借壳上市；丰富了并购重组支付工具，放宽了向非关联第三方购买资产的限制性要求；丰富要约收购履约保证制度，强化财务顾问责任；明确了分道制审核机制，并加强事中事后监管。本案例合并方式的判断。

我国企业上市的途径有两种，一种是首次公开发行股票并上市（IPO），另一种是借壳上市（RTO）。IPO 是股票发行上市的主流手段，但门槛较高，很大



部分企业不符合首发上市的条件。因此作为企业登陆资本市场的另一条途径，借壳上市受到越来越多企业的追捧。国轩高科借壳的原因主要在于公司希望通过借壳获得上市地位，进而扩大融资渠道，获得更广阔的发展空间。公司曾计划 IPO（还未申请），但先是就遭遇到新股审批暂停；IPO 重启之后，又因为业绩波动较大、污染较重等问题尚未达到 IPO 的要求，若是通过 IPO 上市可能还需要两三年时间。然而，新能源汽车近期仍是国家的主要关注方向，受到国家积极推广，而“绿色”环保的锂电池是新能源汽车的主要动力电池。以锂电池为核心产业的国轩高科，若能在此时上市，将会受到公众的广泛关注。其次，按照此前工信部等四部委联合发布《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》，新能源汽车的推广量将会大幅提高，锂电池供不应求，而国轩高科的锂电池产业还有成长空间，急需募集资金来建设动力锂电池产业化项目等，进行产能扩展和产品研发。因此，通过耗时少的借壳上市显然是国轩高科的最好选择。

## 2、壳资源的选择方式

借壳方在选择壳资源时，要考虑壳公司的股本结构、股本规模和资产负债情况等。一般情况下，公司会挑选一个“干净”的壳资源，即壳公司几乎把自己原有的所有资产，包括债权、债务统统从上市公司剥离，只剩下“上市公司”这个壳子，实现净壳。然而国轩高科的借壳重组并不是这样，壳公司的资产没有完全置出。本次借壳采取双主业模式，保留东源电器原有业务。这主要是因为东源电器的资产质量良好，而且国轩高科与东源电器的主营业务可以进行整合，纵向合并实现双赢。所以，借壳方在选择壳资源以及借壳运作模式时，要充分考虑现实情况，选取最优的方法。

在借壳上市工作正式启动前，国轩高科首先要找到一个好的壳资源。国轩高科选择壳公司时考虑的因素如下：

一、股本结构。由于目前借壳上市主要采取股权转让协议。如果股权相对集中，股权协议更容易转让。壳公司东源电器的控股股东为孙益源，股份占据公司所有股权的 12.77%，处于相对控股地位。从股本结构的角度出发，东源电器的情况达到国轩高科选取壳公司的要求。

二、股本规模。股本规模大小，一定程度反映了借壳成本规模大小，过大的股本规模由于并购成本过高，有可能使收购公司难以完成最终并购目标。因此，

股本规模越小的壳公司最有益于借壳方资本运作。东源电器总股本为 25,336.80 万股，是一个中小盘股，作为壳资源具有较大的优势。

三、资产负债情况。壳公司不能具有太多的负债和风险，如果壳公司的负债规模较大，首先是债权转移困难，较难得到对重组的债权人同意函。另外，更重要的是防止在重组过程中买入了壳公司的“包袱”，否则企业会面临经营和后期整合的风险。因此选择壳公司时最好选择负债规模较小的上市公司。东源电器不存在隐形负债，资产负债率为 58.73%，相对来说并不算高。

四、控股股东的态度。壳公司的股东若对借壳上市持积极主动的态度，将有利于借壳上市工作的快速推进。东源电器的控股股东孙益源，积极推进本次并购重组工作。这有两方面的原因：一是大股东孙益源早就萌生退意，大幅减持公司股份；二是东源电器早就有资产重组的打算。2013 年 3 月份，东源电器就曾打算“卖壳”给润银化工，然而重组方案因为种种原因终止。

### 3、借壳上市中的风险控制方法

#### （1）充分发挥中介机构的积极作用

企业借壳上市必然要选择中介机构。在借壳上市的操作过程中，重组方遇到的问题涉及到财务、评估、法律等专业领域，重组方仅依靠自身解决将花费大量的人力物力。专业问题的最佳解决方案就是寻求专业机构的合作，比如帮助选择壳公司、测算股价转让价格、拟定借壳方案以及会计师事务所、律师事务所等出具的专业意见，都是借壳上市的操作中必不可少的。更重要的是，重组双方都依赖于相关中介机构所出具的各类文书来做出一些投资的判断。各类中介机构是否充分履行诚信义务，并保证财务信息的真实可靠，对借壳上市的成功与否具有重大意义。

国轩高科借壳上市的交易过程中，所涉及的第三方中介机构有安徽中联合国信资产评估有限责任公司等。评估涉及到国轩高科股东权益价值项目、东源电器与被国轩高科的关系等等相关信息。这些审核、评估、意见会影响和帮助股东及其他投资者做出合理判断，并以此保障充足交易的实施与完成。

#### （2）加强双方信息交流，解决信息不对称问题

在这之前润银化工借壳东源电器的事件以失败告终，最重要原因在于东源电器的重组方案涉及数据造假。国轩高科在借壳东源电器时，明确了解东源电器的

资产情况。东源电器对国轩高科的实力以及其迫切上市融资扩大发展的意愿也有了解。在交易双方交易信息相对对称的情况下，国轩高科成功借壳上市。

在信息不对称、借壳重组方案不合理的情况下，容易造成双方利益失衡，重组风险也会加大。重组前双方应深入调查对方的实际情况，加强交易双方信息对称，交易遵循合规性且交易设计定价公允，这样有助于风险的降低和借壳的成功。

#### 4、借壳上市的绩效评价

首先可以采用事件法进行分析：

国轩高科的借壳上市行为对股价产生的影响具体分为以下几个阶段：

2014年9月10日，证券市场传出国轩高科拟借壳东源电器的消息，公司股价在之后短期内大幅上升；

2015年4月20日，证监会核准重组方案并由上市公司发布公告后，股价总体上升；

2015年9月29日，证监会批准“东源电器”正式更名为“国轩高科”，至此，国轩高科成功完成借壳上市，国轩高科更名当日，股价再次大幅上涨。

国轩高科2014年9月到2015年9月一年间股价出现了巨大变动，从每股7元左右飙升到了每股近40元。具体如图2所示：



图2 国轩高科 ( 002074 ) 2014. 02. 21-2016. 03. 22 的股价周 k 线图

在成熟的资本市场上，公司的股票价格可综合反映该公司的资产价值、盈利

能力、未来预期盈利能力等，即上市企业的内在价值会表现在企业股价上。虽然中国 A 股市场发展不完善，上市公司股价在很多时候受到投机因素的影响，在短期内的股价波动并不能很好地体现公司的价值。但从长期看，股价的持续上扬说明投资者看好公司的成长性。从图 2 可看出，从传出国轩高科借壳的消息以来，公司股价一路攀升，一年内翻了五、六倍。

其次可以采用绩效法（财务分析法），从公司偿债能力、营运能力、盈利能力、发展能力四方面，选取相应的财务指标，对企业并购重组绩效进行分析评价。

由于并购重组事件发生在 2014 年末，完成在 2015 年初，所以本案例采用 2013-2015 年企业的年报及审计数据等，对公司重组前后各方面的绩效的变化进行分析。经过计算统计分析，可以观察到选取的财务指标在并购发生前后的变化形式。通过这些变化，可以研究借壳行为对公司绩效的影响。

#### （1）对财务指标的选取与说明

##### a、偿债能力

偿债能力是指企业偿还债务的能力，主要财务指标有流动比率、速动比率和资产负债率。偿债能力能够反映企业的财务状况和财务风险，分为短期偿债能力和长期偿债能力。短期偿债能力主要是指企业偿付流动负债的能力，流动比率和速动比率是短期偿债能力的最主要指标。长期偿债能力即企业偿还长期负债的能力，一般用资产负债率作为指标衡量。

一般来说，当企业流动比率高于 2，速动比率高于 1，资产负债率低于 60%，则认为企业有强的偿债能力。但是，流动比率和速动比率要过小或过大都不好。过小，则表示公司偿债能力不强；过大，则表示流动资产占用资金较多，不利于资金的周转，影响公司的利润水平和盈利水平。资产负债率 50%-60%比较好，过高则企业风险大，过低则有可能影响企业资金运转。

##### b、盈利能力

盈利能力即获取利润的能力，主要财务指标有主营业务利润率、净资产收益率、成本费用利润率。盈利是企业生存和发展的最基本保障，也是企业的最重要经营目标。盈利能力的大小是相比于一定的资源投入或收入来说的。利润率越高，盈利能力就越好。凭借盈利能力的相关财务指标，可以衡量企业的经营水平和管理能力，评价企业的经营业绩成果，并找出企业在经营管理中的缺陷。

本案例采用净资产收益率和总资产收益率来评价公司重组前后的盈利能力。净资产收益率可以衡量公司运用自有资本的效率，体现公司资本价值的提高情况，同时也反映股东权益的收益水平。净资产收益率越高，则投资带来的收益越高。总资产收益率能全面反映一个企业资金运作的整体效果。总资产收益率越高，利用财务杠杆的效果就越好，公司的资产运行效率更好，资产的盈利能力更强。

#### c、营运能力

营运能力主要财务指标有总资产周转率、存货周转率、流动资产周转率和应收账款周转率。营运能力即企业的经营能力，也是企业经营自己控制的各种经济资源和资本的能力，是一个反应公司管理资产方面是否具有效率的指标；分析营运能力，可以深入了解企业的经营管理水平和营业状况；营运能力方面一个最重要的指标是周转速度，当企业的资产周转速度越快时，企业对资产的利用效率越高，企业的营运能力越强，说明企业的经营管理水平越好。

本案例选取应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率指标来分析企业的营运能力。存货的周转率反映了存货的数量与周期的问题，体现企业存货运营效率。存货周转率越高表示公司的存货流动性越强。但是，存货周转率高并不一定就说明公司的经营成果越好，在企业为了追求销量而降价销售的时候，公司的存货周转率就会提高。此时公司会产生很多的应收账款，影响导致公司的利润。所以，考察存货周转率的同时还要看应收账款周转率如何。总资产周转率则体现了总资产的利用率，它受到流动资产的周转率以及流动资产的占总资产的比例的一项。流动资产的周转率越快、流动资产占比越大，则总资产周转率越大。

#### d、发展能力

公司的发展能力是企业在拥有了盈利能力，即满足了生存的基础时，扩大公司规模、壮大公司实力的潜力。本案例采用营业收入增长率、净利润增长率以及总资产增长率，综合分析公司的发展能力。

### (2) 并购重组前后国轩高科的绩效分析

#### a、偿债能力分析

**表 1 偿债能力指标**

项目名称	2013 年	2014 年	2015 年
流动比率	1.52	1.53	1.66
速动比率	1.38	1.36	1.48

资产负债率	52.29	56.86	54.69
-------	-------	-------	-------

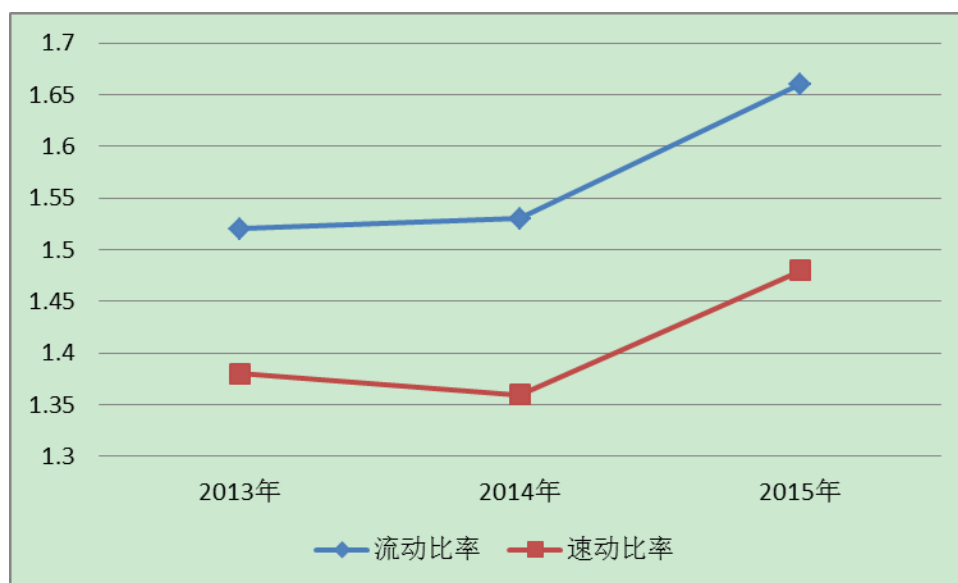


图 3 国轩高科 2013-2015 流动比率和速动比率趋势变化图

由图 3 可知，公司的流动比率低于 2，速动比率高于 1，公司的流动比率偏低但三年内公司的流动比率都在上升，且重组后上升的速度更快；速动比率重组前下降，重组后上升。公司短期偿债能力有明显的好转。

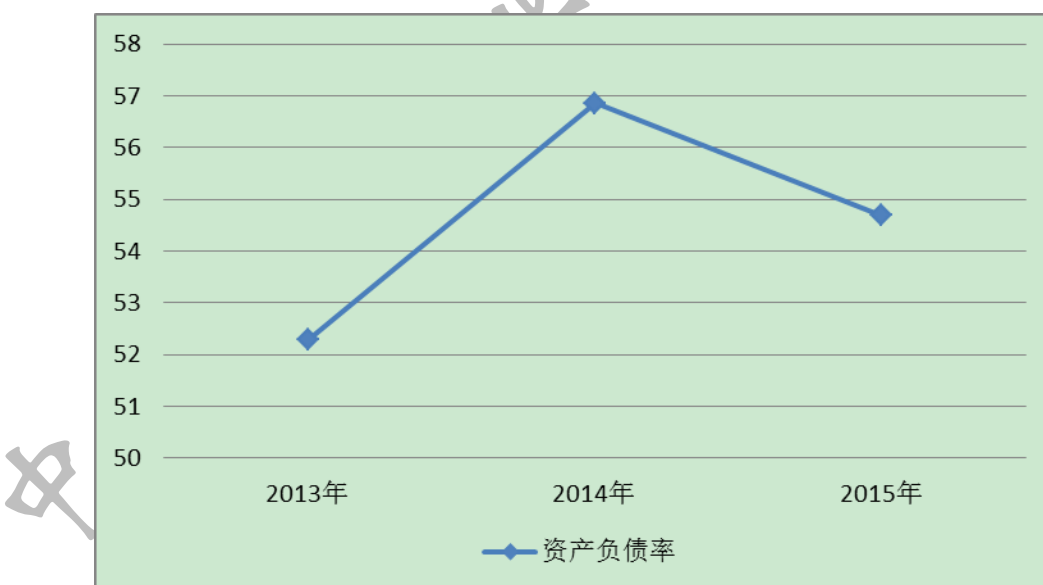


图 4 国轩高科 2013-2015 资产负债率趋势变化图

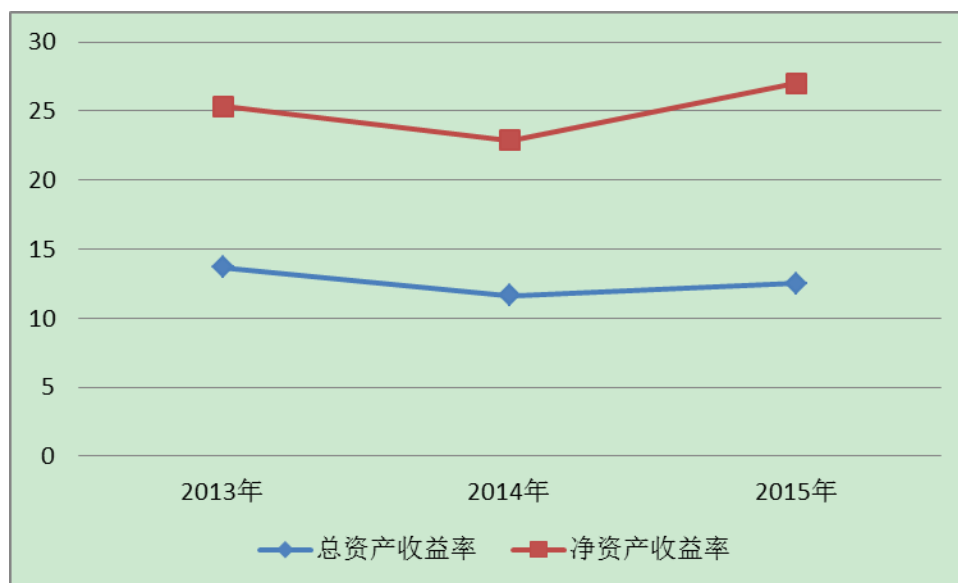
由图 4 可知，三年内资产负债率都低于 60%，说明公司偿还长期债务的能力较强。重组前公司资产负债率上升而重组后下降，说明重组后公司的长期偿债能力加强。重组后资产负债率的降低主要原因可能是资产的大幅增加。

总体而言，重组后公司的偿债能力得到提升。

#### b、盈利能力分析

**表 2 盈利能力指标**

项目名称	2013 年	2014 年	2015 年
总资产收益率	13.69	11.65	12.51
净资产收益率	25.33	22.90	27.00



**图 5 国轩高科 2013-2015 总资产收益率和净资产收益率趋势变化图**

由图 5 可知，三年内公司的总资产收益率和净资产收益率都比较高。重组前公司的净资产收益率与总资产收益率下降，重组后上升，说明重组后企业资产的运用效率和盈利能力增强，即重组后企业的盈利能力提高。

#### c、营运能力分析

**表 3 营运能力指标**

项目名称	2013 年	2014 年	2015 年
应收账款周转率	2.67	1.67	2.61
存货周转率	2.90	1.75	4.97
总资产周转率	0.49	0.46	0.59

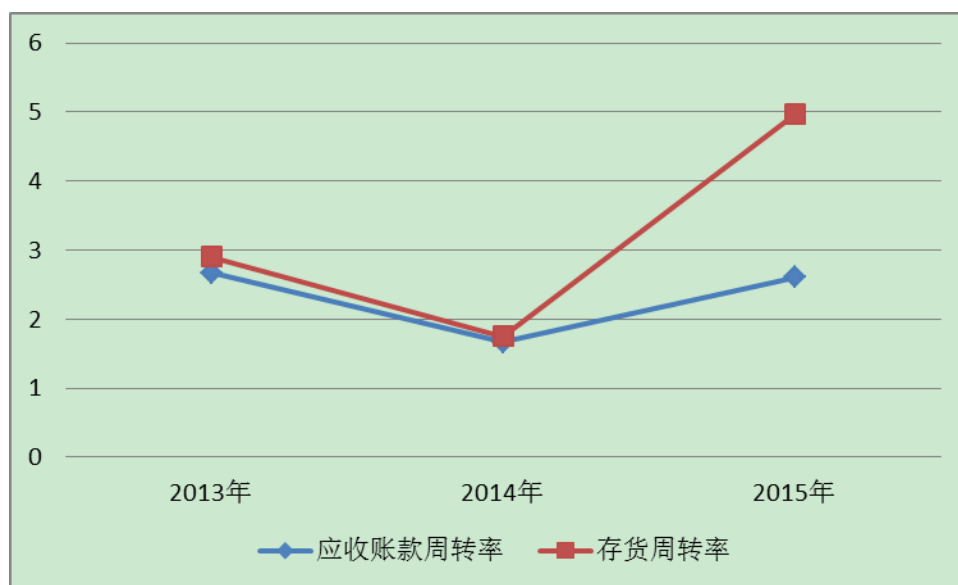


图 6 国轩高科 2013-2015 应收账款周转率和存货周转率趋势变化图

由图 6 可知，公司的存货周转率在重组前下降，重组后上升，表明重组后存货的变现速度加快，资金占用水平降低。应收账款周转率同样在重组前下降而重组后上升，表明重组后公司应收账款变现速度加快、资产流动性增强、短期偿债能力提高。三年间，公司的应收账款周转率都低于同行业平均水平，这可能是因国轩高科的应收账款飙升。2012 年、2013 年和 2014 年应收账款和长期应收款账面价值同比增长 1370.59%、111.6%和 65.41%。

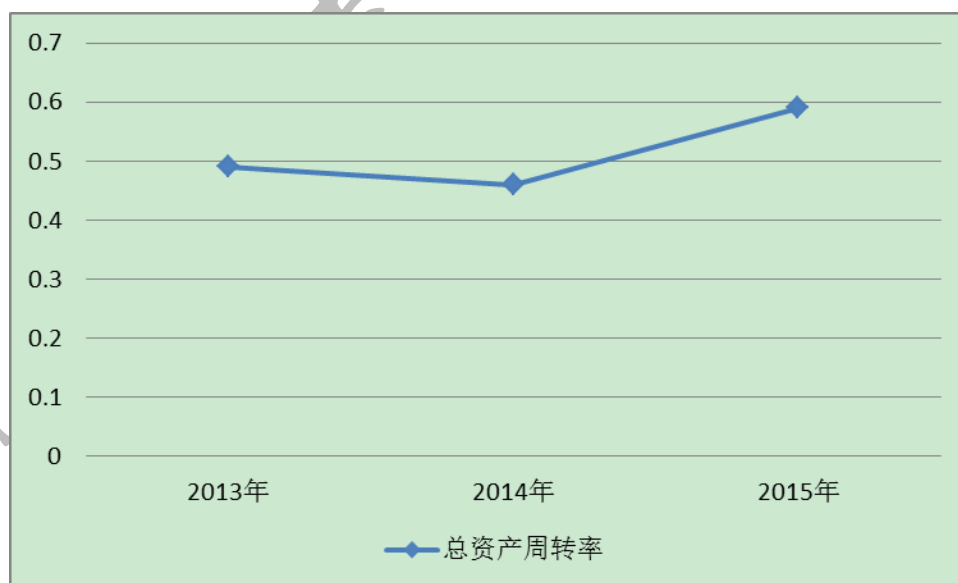


图 7 国轩高科 2013-2015 总资产周转率趋势变化图

由图 7 可知，总资产周转率在重组前下降，重组后提高。说明重组后公司资



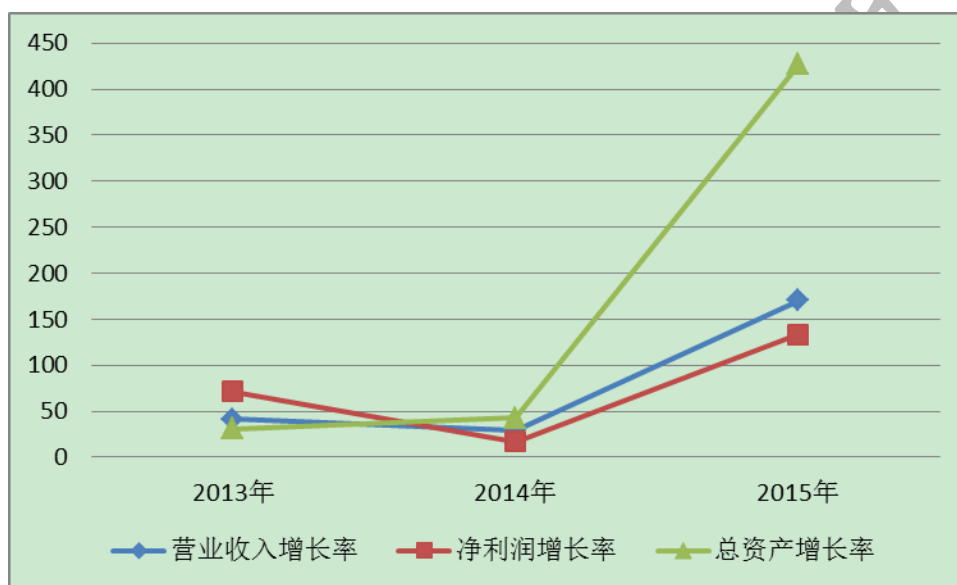
产的经营效率提高，取得的收入增加。

总体而言，公司重组后的营运能力增强。

#### d、发展能力分析

**表 4 发展能力指标 (%)**

项目名称	2013 年	2014 年	2015 年
营业收入增长率	41.32	29.80	170.67
净利润增长率	71.32	16.83	133.30
总资产增长率	30.66	42.92	426.95



**图 7 国轩高科 2013-2015 营业收入增长净利润增长率及总资产增长率趋势变化图**

由上图可以看出：

(一) 在并购前公司的营业收入增长率下降，在 2014 年低于总资产增长率，说明公司在营业收入发面发展性较低。而并购后营业收入增长率大幅上升，但上升幅度小于总资产增长率，说明并购后公司在营业收入方面具有发展性，得到了改善，但不是效益型增长。

(二) 在 2013 年，企业净利润增长率高于营业收入增长率和总资产增长率，这说明企业成本费用的低于营业收入的增长，企业的增长能力良好。2014 年和 2015 年，企业的净利润增长率低于营业收入增长率，这表明企业产品盈利能力在重组后提升得不是很好。

(三) 总体来说，重组后营业收入增长率、总资产增长率和净利润增长率有

了明显的增长，公司的发展能力得到提高。

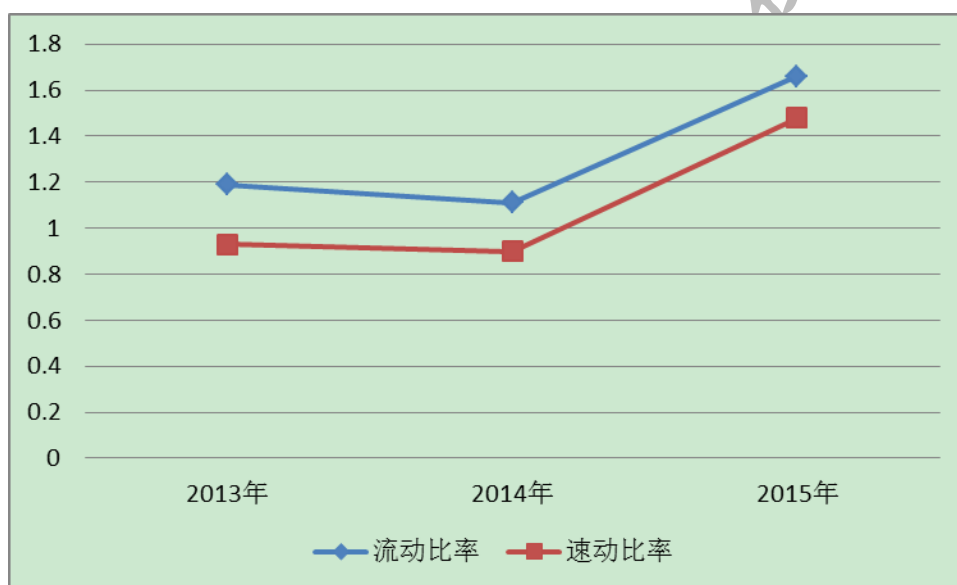
**小结：**合肥国轩高科动力能源有限公司在重组后，偿债能力、盈利能力、营运能力和发展能力都得到了提高，实现了企业借壳上市的目的。

### （3）并购重组前后东源电器的绩效分析

#### a、偿债能力分析

**表 5 偿债能力指标**

项目名称	2013 年	2014 年	2015 年
流动比率	1.19	1.11	1.66
速动比率	0.93	0.90	1.48
资产负债率	57.94	58.73	54.69



**图 9 东源电器 2013-2015 流动比率和速动比率趋势变化图**

由表 5 和图 9 可知，重组后公司的短期偿债能力提高。在 2013 年到 2014 年，即重组前，公司的流动比率都小于 2，速动比率低于 1，同时还有下降趋势，说明公司偿还短期债务的能力弱；2015 年重组后，速动比率高于 1，流动比率虽然低于 2 但比起前两年都高，说明公司偿还短期债务的能力虽然还比较弱，但已开始好转。

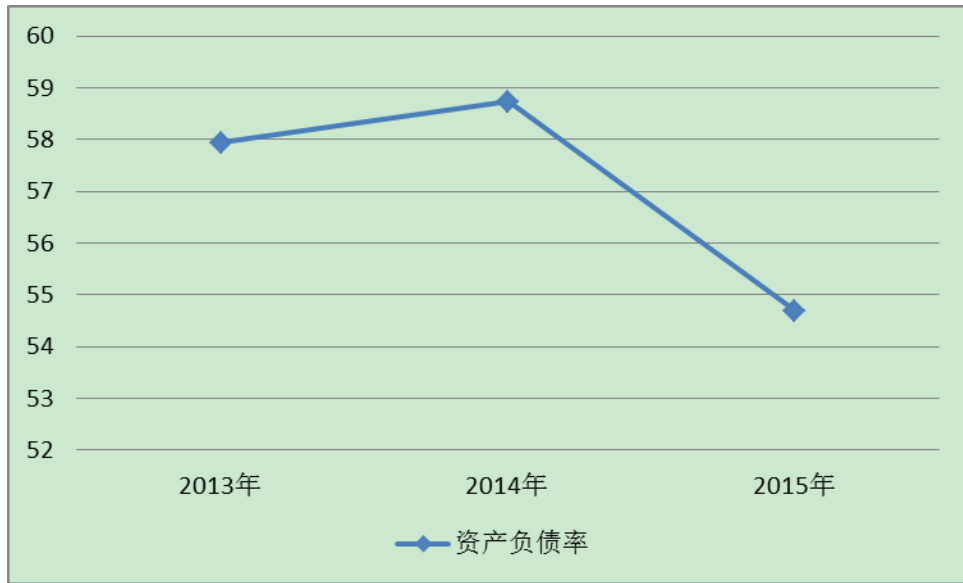


图 10 东源电器 2013-2015 资产负债率趋势变化图

由图 10 可知，公司重组后长期偿债能力明显提高。三年内资产负债率都低于 60%，且重组后资产负债率比前两年都低，说明公司偿还长期债务的能力较强。

总体来说，重组前公司的偿债能力在降低，重组后得到提高。

#### b、盈利能力分析

表 6 盈利能力指标

项目名称	2013 年	2014 年	2015 年
总资产收益率	2.49	2.96	12.51
净资产收益率	6.41	7.79	27.00

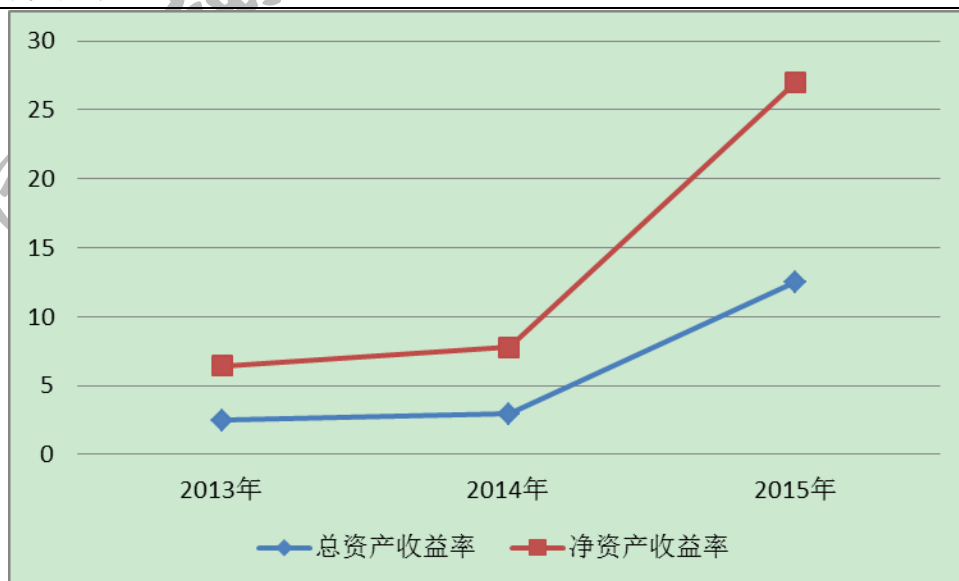


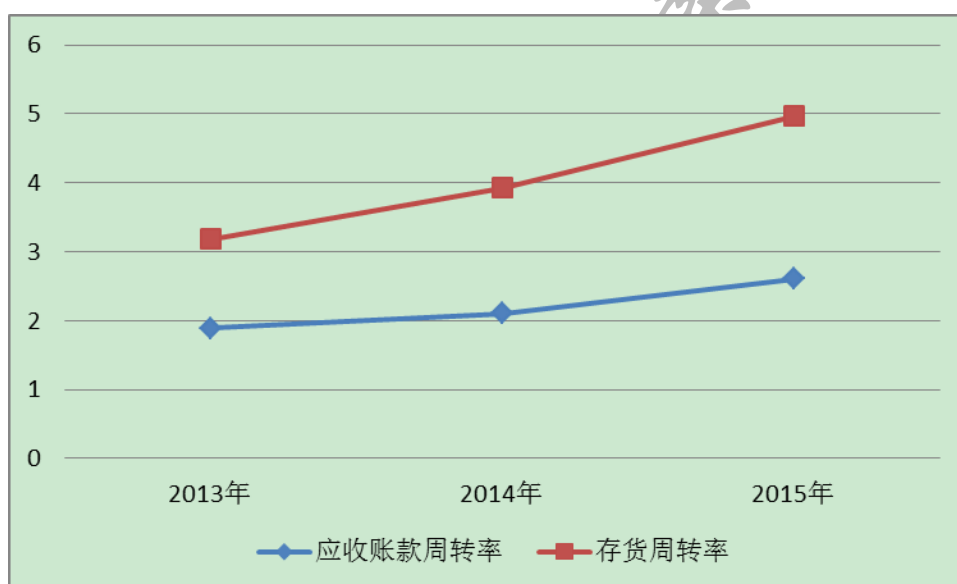
图 11 东源电器 2013-2015 总资产收益率及净资产收益率趋势变化图

由图 11 可知，公司重组前净资产收益率与总资产收益率都略有上升，重组后则上升幅度有显著的提高，这说明重组后企业资产的运用效率好转，盈利能力变强。净资产收益率是企业配股资格的一个重要指标，要求连续三年均不得低于 6%。在 2014 年，公司的净资产收益率只有 7.79%，尚未达到标准。而重组后则高达 27%，有了明显好转。总体来说，重组后企业的盈利能力有显著提高。

### c、营运能力分析

**表 7 营运能力指标**

项目名称	2013 年	2014 年	2015 年
应收账款周转率	1.89	2.10	2.61
存货周转率	3.18	3.93	4.97
总资产周转率	0.63	0.70	0.59



**图 12 东源电器 2013-2015 应收账款周转率和存货周转率趋势变化图**

由图 12 可知，三年间公司的存货周转率都在上升，并且重组后上升幅度略有加大，表明并购后存货的变现速度加快，资金占用水平降低。应收账款周转率在三年间都低于同行业平均水平，但重组后稍有提高，表明公司重组后的应收账款变现能力提高。

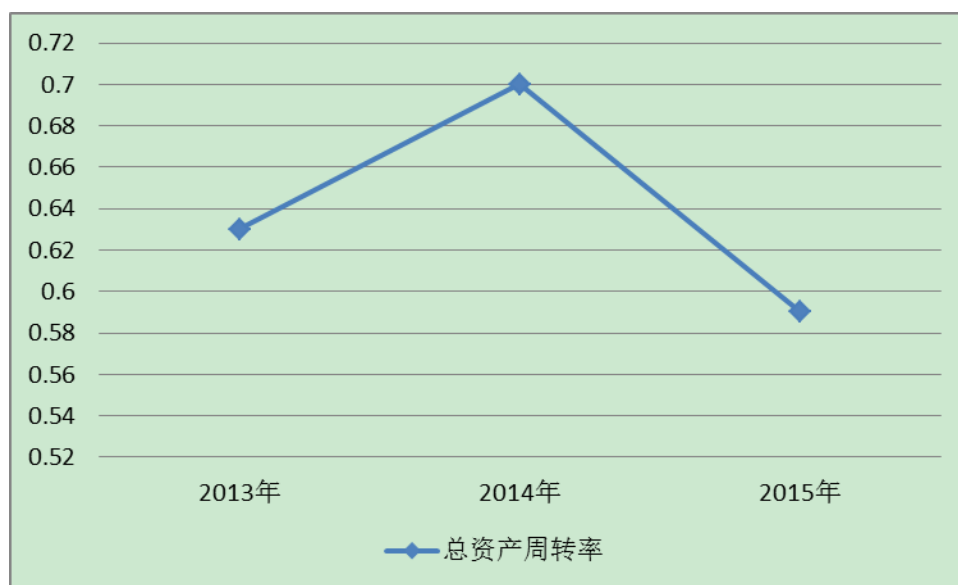


图 13 东源电器 2013-2015 总资产周转率趋势变化图

由图 13 可知，总资产周转率在重组前上升，重组后下降，从 70% 到 59%。总资产周转率低，说明全部资产的经营效率低，取得的收入少，这会影响企业的盈利能力。企业应采取各项措施来提高企业的资产利用程度，如提高销售收入或处理多余的资产。

总体而言，公司重组后的营运能力没有较大的改善。

#### d、发展能力分析

表 8 发展能力指标 (%)

项目名称	2013 年	2014 年	2015 年
营业收入增长率	24.45	19.91	170.67
净利润增长率	-21.11	29.18	133.30
总资产增长率	17.32	0.65	426.95

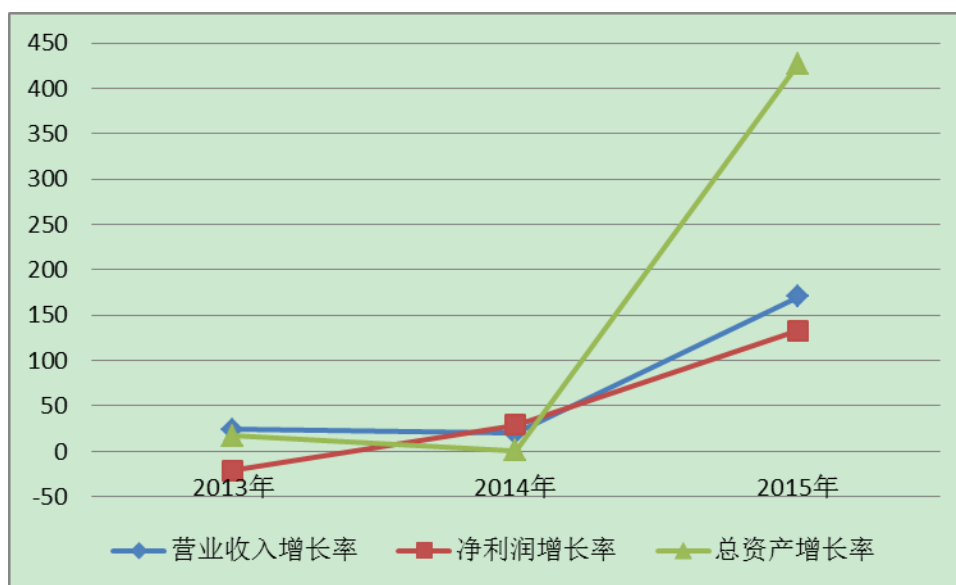


图 14 东源电器 2013-2015 营业收入增长净利润增长率及总资产增长率趋势变化图

由上图可以看出：

（一）在重组前公司的营业收入增长率上升幅度很小，说明公司在营业收入发面发展性较低。而并购后营业收入增长率上升，但上升幅度小于总资产增长率，说明并购后公司在营业收入方面发展性得到了改善，但不是效益型增长。

（二）在 2013 年，企业净利润增长率低于营业收入增长率和总资产增长率，并且为负值，这说明企业成本费用的上升超过了营业收入的增长，企业的增长能力差。在 2015 年公司的净利润增长率上升，但低于营业收入增长率和总资产增长率，这表明企业产品盈利稍有好转。

（三）总体来说，在重组前公司的发展潜力差，重组后公司营业收入增长率、净利润增长率和总资产增长率都有明显上升，公司发展潜力提高。

**小结：**通过对并购重组后的效果评价，说明国轩高科借壳上市后，对东源电器除了营运能力改善较小外，企业的偿债能力、盈利能力、发展能力都有所提高。

可以说，目前看来，这次的并购重组是成功的，并购为企业带来了一定的协同效应，实现了企业并购重组的目的。

## 六、背景信息

为了有效实现本案例目标，学员应该具备下列相关知识背景：

## 1、理论背景

并购与借壳上市的相关概念以及两者的异同；IPO 与借壳上市的相关概念以及两者的异同和企业上市方式的选择；壳资源与壳公司的相关概念及其关系；借壳上市的相关理论基础，包括借壳上市效率理论、市场势力理论、信息信号理论和代理成本理论；借壳上市绩效评价方法。

## 2、行业背景

经历了 2006 年股权分置改革后，中国资本市场进入了全流通时代，随着全流通后新股发行制度的不断改革，中国企业通过上市登陆资本市场的热潮在政府、市场和企业等多种市场主体的推动下已经持续了数年的高速发展，其间经历发审制度的变革和金融危机的冲击都未能改变这一趋势<sup>[1]</sup>。截止到 2015 年 11 月，我国境内共有上市公司 2799 家，总股本达 49524.36 亿股，市场规模极为庞大；证监会最新公布的首发企业排队数据显示，截至 1 月 28 日，证监会受理首发企业 765 家，其中，已过会 102 家，未过会 663 家。未过会企业中正常待审企业 645 家，中止审查企业 18 家<sup>2</sup>。除了在证监会派对等候发行上市的企业外，还有大量企业在以各种方式努力登陆资本市场。我国企业如此热衷上市，主要原因是希望利用 A 股资本市场来进行融资和并购。另外企业上市对于提升企业的管理水平有一定的促进作用，并扩大了企业的知名度。

## 3、制度背景

我国企业上市的途径有两种，一种是首次公开发行股票并上市（IPO），另一种是借壳上市（RTO）。IPO 是股票发行上市的主流手段，但门槛较高，很大部分企业不符合首发上市的条件，尤其伴随着经济的不断发展、经营观念的不断成熟、管理经验的不断积累，优秀的民营企业开始涌现，但由于地域、体制、规模和组织结构等方面原因，这些企业虽然业绩良好，拥有先进的技术，但仍然难以直接上市的方式获得上市资格<sup>[1]</sup>。因此，作为企业登陆资本市场的另一条途径，借壳上市受到越来越多企业的追捧。然而，证监会对借壳上市的审核也趋于严格。2014 年 10 月证监会发布修订后的《上市公司重大资产重组管理办法》，明确指出对借壳上市执行与 IPO 审核等同的要求。

## 4、国内外研究现状

---

<sup>2</sup>数据来源于证监会统计数据

### （1）国外研究现状

从十九世纪末开始，国外曾经有过五次并购浪潮。作为一种特殊并购方式的借壳上市应运而生。早在 1934 年，美国就完成了成功的第一例公司的借壳上市。因此，国外学者很早就开始关注借壳上市的问题。但是，国外学者的研究大多数是在并购重组这一方面，专门研究借壳上市的并不多。因为并购重组和借壳上市之间有着紧密联系，他们的研究结果也会有很大的相关性。所以，并购方面的研究同样可以为借壳上市提供参考。

Dodd 和 Ruback（1977）选取了发生在 1973-1976 年间的 172 次并购事件，发现历史上的并购案例不论最终是否成功，其方案的公布能为目标公司股东带来 10%以上的异常收益[2]。

Agrawal (1993) 通过研究并购期间发生在 1955-1987 年的约 1200 个案例，采取事件研究法分析得出以下研究结论：被收购的企业在并购后一年之内、两年内、三年内的累积平均超额收益分别为-1.54%，-5%，-8%。如此看来，累积平均超额收益呈现下降的趋势，由此可以得出结论：随着并购的时间越来越久，并不利于被收购企业的长期演变中价值的提升[3]。

Singh（1995）指出经营不善的企业尤其是经营状况较差的民营企业是借壳上市的最多企业类型，其原因在于，经营状况良好的企业更能吸引投资者的关注，投资者会被这些经营良好的企业的高增长、高收益所吸引，这些经营良好的公司，有更好的投资空间和未来成长价值，相反，发展不好的公司由于无法用很高的公司价值来吸引投资者的关注，只能选择借壳上市[4]。

Sanjai, Hirshleifer, Noah (2001) 分析了 1962-1997 年在美国 NYSE, AMEX, 和 NASDAQ 证券市场发生的 794 起并购案例，他们发现，这些单位在进行并购事件的前几天，以及后几天的累积超额收益约为 29.4%[5]。

Thomas L. James (2007) 研究发现当今资金密集型企业上市的方式已经由原来 IPO 占多数转变为了借壳上市占多数，而且借壳上市这一模式已经被社会上更多类型和不同行业的企业所认可 [6]。

### （2）国内研究现状

我国并购重组的历史可追溯到二十世纪三十年代中期。然而，由于当时我国资本市场、金融环境等并不健全，这一阶段主要的并购形式是业主直接购买，并



购目的仅仅是扩大经营规模。真正意义上的兼并收购是 1990 年沪深证券市场建立、健全才产生的。

我国学者的研究主要在借壳上市的理论研究、动因研究、绩效研究以及案例研究等方面。

赵昌文（2001）发表《壳资源研究-中国上市公司并购理论与案例》一文在并购研究领域引起了极大的关注，并获得了广泛地赞誉，是我国学术界关于借壳上市方面的里程碑式的成果；作者对壳资源的选择标准、借壳过程当中应当注意的问题、壳公司价值的评估等方面都做出了详尽的阐述[7]。

张小倩（2009）针对在 2004 年发生的 46 起上市公司并购事件进行研究，研究考察后她得出如下结论：大部分有并购行为的企业，在并购发生后的一两年之内，其企业受益得到明显提升，尤其是在并购的第二年这种提升非常大显著，但在这之后，企业的综合绩效明显开始下滑，而且愈发的低于并购前，这说明，并购行为在我国企业的发展实践中，并未达到预期中提高企业经济效益的理想效果，并购产生的相关方面的绩效从总体上来讲，都呈现下降趋势[8]。

任刚要（2009）研究借壳方和让壳方两个角度，对二者进行动因分析，借壳方由于其无法造壳，为了获得证券市场的占有份额，借壳方式是其唯一方式，而让壳方则是希望通过让壳，进而来实现自身产业结构的转换以及产品的结构调整[9]。

罗诗艺与一些学者（2013）指出，借壳上市时企业实现收购的一种非常方便的方法，作为一种资本运作方式也在不断发展，我国证券市场上有很多非上市公司通过壳公司实现业务重组、资产上市，使得企业的筹资融资的环境得到明显改善[10]。

李莎（2014）在证监会关闭了 IPO 大门的背景下，通过对凯迪投资借壳上市案例的分析，探究当下借壳上市存在的问题，从而提出一些政策性建议[11]。

由以上介绍的学者的研究来看，国内外对借壳上市的研究均取得了一定成果。国内外学者都对借壳上市的理论 and 绩效进行了研究。由于研究方法不一，研究的结果并不完全相同。有些研究认为企业并购会带来收益，有些则持否定态度。同时，国内外大多数的研究都以企业并购重组为重点，对借壳上市进行专门的理论研究的并不多。另外，国内外很少对具体到相关行业的借壳上市进行研究，对高

新技术行业的借壳上市研究也并不多。

## 七、关键点：案例分析中的关键所在，案例教学中的关键知识点、能力点等

本案例要实现的教学目标在于：本案例旨在引导学员进一步关注借壳上市的壳资源的选择，借壳过程中的风险以及实施方法，并对掌握借壳上市的绩效评价方法，引导学员探究在证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》后企业借壳上市的有效途径。本案例的关键所在是壳资源的选择和借壳上市绩效评价。关键知识点是借壳上市的绩效评价方法。根据本案例资料，一方面，学员可以进一步思考拟上市企业如何在借壳上市和 IPO 做出选择，如何选择合适的壳资源，借壳上市过程的信息风险以及防范措施；另一方面，学员通过案例学习掌握借壳上市绩效的评价方法，拓宽对借壳上市问题的研究思路和领域。

## 八、建议课堂计划

### 1、问题清单及提问顺序、资料发放顺序

本案例讨论题目依次为：

- (1) IPO 和借壳上市的适用条件、利弊分析和选择
- (2) 如何选择壳资源？
- (3) 本案例中壳资源有何特色？与其他借壳上市案例相比，本案例有何特点？
- (4) 国轩高科借壳上市中存在哪些风险？如何控制？
- (5) 如何分析借壳上市案例的绩效？有哪些分析方法？
- (6) 国轩高科借壳上市的财务绩效从哪接各方面进行分析？如何分析？

本案例的参考资料及其索引，在讲授有关知识点之后一次性布置给学员。

### 2、课时分配

- (1) 课后自行阅读资料：约 3 小时；
- (2) 小组讨论并提交分析报告提纲：约 3 小时；
- (3) 课堂小组代表发言、进一步讨论：约 3 小时；
- (4) 课堂讨论总结：约 0.5 小时。

### 3、讨论方式

本案例可以采用小组式进行讨论。

### 4、课堂讨论总结

课堂讨论总结的关键是：归纳发言者的主要观点；重申其重点及亮点；提醒大家对焦点问题或有争议观点进行进一步思考；建议大家对案例素材进行扩展研究和深入分析。

（使用说明 16502 字）

中国金融专业学位案例中心