

PDF-CASE2016025

产业转型与借壳上市：从远东股份到视觉中国¹

案例正文

摘要：本案例描述了远东股份作为一个生产服装的上市公司通过资产重组实现产业转型的过程。远东股份通过向华夏视觉和汉华易美两个公司的股东定向增发股份，实现了对这两个公司的收购，华夏视觉和汉华易美由此实现了借壳上市，后公司更名为视觉中国。这个案例重点描述了远东股份的资产重组过程、作为文化创意产业的企业华夏视觉和汉华易美的估值，以及借壳上市的交易结构设计。

关键词：产业转型 公司估值 文化创意产业 估值调整协议 要约收购豁免 借壳上市

2013年8月的一个夜晚，远东股份的董事长兼CEO姜放送走了财务顾问一行，又回到了自己的办公室。面对桌上财务顾问起草的《发行股份购买资产的框架协议》他的心情颇有些复杂。公司这几年转型的经历一幕幕浮现在眼前。

1. 艰难的重组之路

远东股份成立于1985年的服装生产及加工企业，曾经有过一段好日子，1997年在深圳证券交易所正式挂牌交易。由于受人民币升值、劳动力成本大幅度增加等外部环境变化的影响，加之自身服装业务订单的减少，导致其主营业

¹ 本案例由中国人民大学财政金融学院的李风云、洪玫撰写，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。

务调敝，在经历了 2006—2008 年持续三年 的亏损后，公司股票于 2009 年 3 月 24 日被证券交易所暂停上市，暂停上市前公司股价 3.30 元。此后，公司开启了艰难的产业转型之路。事实上，公司在暂停上市之前就试图通过进入

房地产行业开始转型，2008 年 12 月公司打算购买沈阳云峰投资有限责任公司 100%股权，注入其拥有的土地一级开发和房地产业务资产。但是，国家从 2010 年起加大了对房地产行业的宏观调控，为此公司终止了该次重组。

2011 年 10 月，公司又试图通过吸收合并四川永祥股份有限公司，转型成为以多晶硅 生产制造为主营业务的光伏企业。然而恰在此时，以太阳能光伏为代表的新兴能源产业的国内外环境却发生了重大变化，由于金融危机以及世界各国对中国光伏产品实施“双反”贸易管制，多晶硅市场行情一落千丈，不得已，公司只好决定终止这项收购。

为阻止公司的持续亏损，恢复上市，2011 年公司将闲置多年的生产厂房地块及其他资产进行了处置，公司陆续注销了常州远东科技有限公司、远东网安科技有限公司、北京远东网安信息技术有限公司等经营停滞的子公司，全面停止了原来的服装生产加工业务。只留下 持股 100%的远东文化产业有限公司，该公司主要从事文化娱乐业。当时公司参与投资拍摄 的两部电视剧已在中央电视台、上海东方卫视等多家电视台播出，为公司带来了 1 千多万的 利润，这多少让管理层看到了文化产业的潜力。

远东股份也试图通过投资银行的帮助实现公司的产业转型。为此，公司聘请了西南证券 作为财务顾问，西南证券在公司并购重组方面在业界颇负盛名，连续多年在并购财务顾问方面名列前茅。

在西南证券的牵线下2012 年 6 月公司以 1200 万元收购了深圳艾特凡斯 51%的股权， 这家公司主营主题公园室内智能娱乐和特种影视项目 远东公司意图借此次收购进一步拓展 公司在文化产业领域的布局，实现公司主营业务的全面转型。收购完成后，公司又对艾特凡斯进行了增资扩股。并且，公司股票也因此次文化资产重组的成功在 2013 年 2 月 8 日重新实现了上市交易。到 2013 年 6 月 30 日，公司的财务数据如表 1 所示。

表 1. 公司 2010—2013. 6 主要财务指标

单位：万元

项 目	2013. 06. 30	2012. 12. 31	2011. 12. 31	2010. 12. 31
资产总额	21, 807. 13	19, 474. 87	14, 152. 52	13, 211. 29
负债总额	4, 462. 36	3, 867. 81	309. 11	285. 27
归属母公司 股东权益	15, 268. 56	14, 492. 33	13, 843. 41	12, 907. 78
归属于上市公司股东的每 股净资产（元）	0. 77	0. 73	0. 70	0. 65
项 目	2013 年 1-6 月	2012 年度	2011 年度	2010 年度
营业收入	8, 499. 34	3, 608. 38	1, 884. 95	14. 17
利润总额	1, 735. 11	1, 251. 17	581. 79	70. 01
归属于上市公司股东的净 利润	776. 23	648. 92	562. 93	63. 14
基本每股收益（元）	0. 04	0. 03	0. 03	0. 00
扣除非经营损益后的基本 每 股收益（元）	0. 03	0. 03	-0. 07	-0. 06

此时，公司的股权结构见图 1 所示。

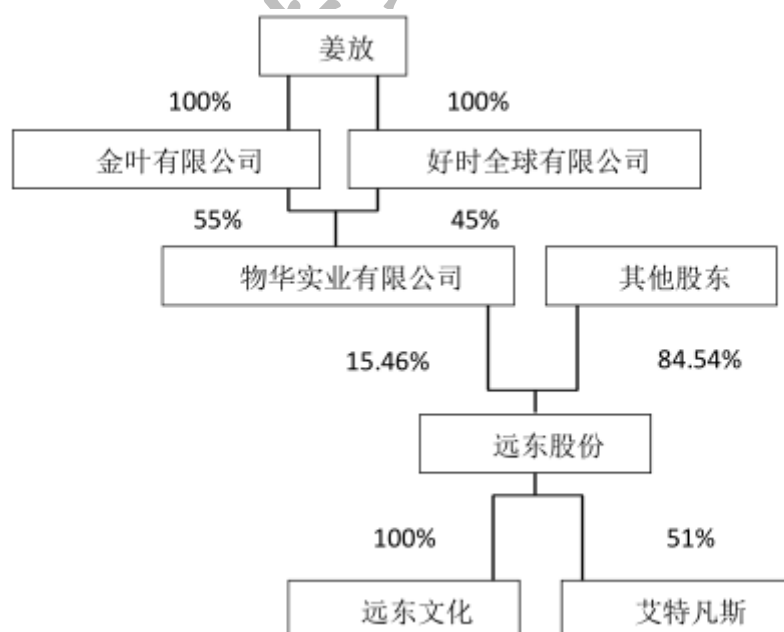


图 1. 远东股份的股权结构

此后，西南证券又为远东股份提供了一个并购方案，吸收合并华夏视觉和汉

华易美。这两个公司的主营业务是创意类视觉素材、编辑类视觉素材（图片、视频等）的销售及增值服务。这让远东股份的管理层颇有些困惑，如果说先前并购的深圳艾特凡斯与远东文化还有业务的相似性，这两个公司的业务还真有些看不懂，其经营模式是什么？公司到底靠什么赚钱？管理层知道必须搞清楚这些问题。而且，西南证券的投资银行家告知这两个公司提出的报价可能不会低，管理层的确不知道应该怎样评估这种类型的企业，到底出一个什么价格，管理层心理没谱。再有，这两个公司如果加在一起体量很大，远远超过远东股份的市值，那远东股份收购不就意味着这两家公司借壳上市？如果公司被借壳上市的话，管理层知道对公司意味着什么，对自己本身又意味着什么。

2. 华夏视觉和汉华易美

对于要并购的公司，姜总及管理层想要搞明白这两个公司到底是靠什么盈利的。于是，姜总让公司的战略管理部门去研究一下，这两个企业是如何发展起来的？经营模式是什么？所在的产业发展前景如何，国外有没有类似的企业。

2.1 公司的起源

说来，华夏视觉和汉华易美这两个公司与柴继军和李学凌两个人很有渊源。2000年正值互联网在中国兴起的时候，当时柴继军与李学凌都在《中国青年报》任职，柴继军是一个图片编辑，负责处理全国各地的摄影师寄来的照片，每天要处理100多张图片，但由于版面等原因，这些图片大多不会被选用，而许多媒体还大量缺少图片。

2000年4月的某天，柴继军与李学凌两人当时正搭档做一个关于张朝阳、王志东等互联网英雄的选题，在报社食堂吃饭。当时李学凌想如果把很多照片聚在一起，应该是一个可以赚钱的生意。其时，8848网站的风头正劲，处在中国互联网的巅峰。李学凌想，8848是把东西全部放到仓库，封起来送出去，有物流与仓储成本。物流与仓储决定了8848会烧钱，而把照片传到网上，既没有物流，也没有仓储，但是却可以直接通过网络卖出去。李学凌和柴继军商量道，做这项生意，不用烧钱，却可以赚钱。而且他们认为以图片、视频为主的视觉图像生意是个大生意。

2000 年 5 月 1 日，网站正式运营。但随之而来的却是互联网崩盘，他们的融资过程颇有些坎坷，但幸运的是，他们最后还是获得了融资，而且公司很快就接来第一单生意，开始赢利。

后来李学凌因为在经营中与投资人意见不一致，减持了 10% 的股份，卖给了投资人，先去搜狐，后去网易，再后来与雷军创立了欢聚时代（YY）这是后话。李学凌 2005 年离开公司后，柴继军正式从中青报离职，全职投入到这个产业。

2005 年，汉华易美成立，法定代表人为柴继军，注册资本 500 万元，实际控制人为廖道训、吴玉瑞等 17 名自然人。2006 年华夏视觉成立，法定代表人也是柴继军，注册资本 2345.67 万元，实际控制人为廖道训、吴玉瑞等 17 名自然人。公司的股权结构如图 2 所示。

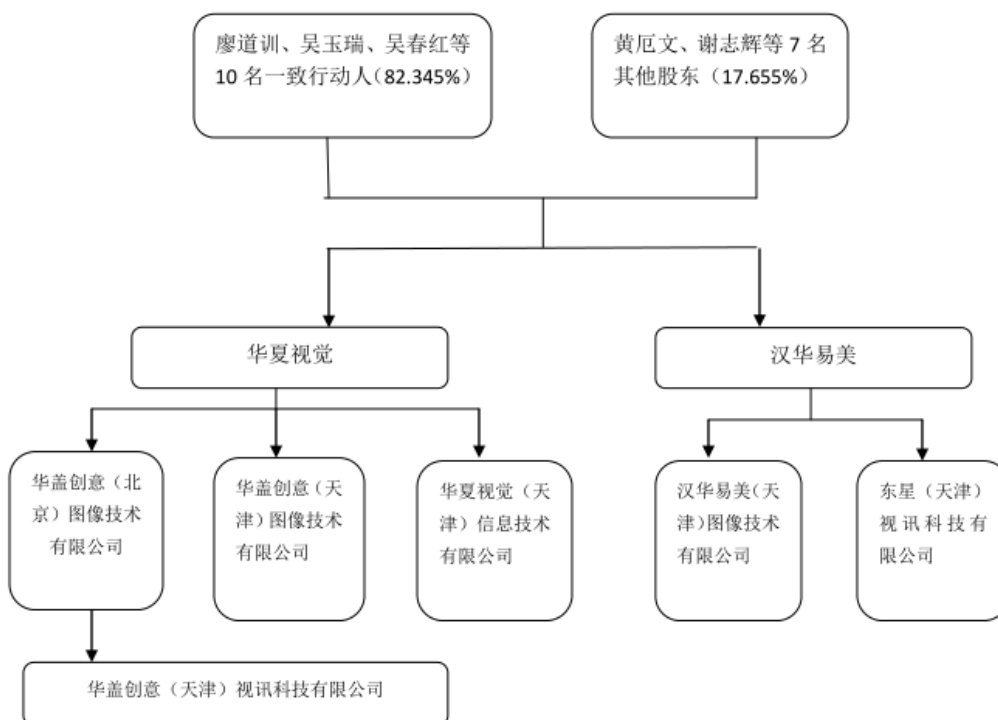


图 2. 华夏视觉和汉华易美的股权结构

华夏视觉是一家创意类图片平台。它通过对创意类视觉素材进行审核、分类、集合和管理，依托互联网平台为商业客户（主要包括广告公关公司、企事业单位、政府机构等）提供创意类视觉素材。华夏视觉核心子公司华盖创意和北京全景视觉网络科技有限公司在创意类素材领域具有领先地位，其不仅与 Getty Images 等众多国外知名企业有长期、稳定的合作关系，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的丰富本土创意内容。

汉华易美则是一家编辑类图片平台。它通过对编辑类视觉素材进行审核、分类、集合和管理,依托互联网平台为媒体客户(主要包括报纸、杂志、出版社、广电、互联网等)提供编辑类视觉素材。汉华易美是仅次于新华社的编辑类图片供应商,市场占有率超过 30%。

2.2 公司的产品及盈利模式

华夏视觉和汉华易美这两家公司(以下简称标的公司)素材库内都有大量的优质素材,供客户选择,公司的客户主要是法人客户。公司经营主要有三个环节:首先,获得上游内容提供方的代理权,然后对图片素材进行整理、编辑、分类,使之成为商品,最后对图片营销,寻找相关客户。见图 3。

标的公司的视觉素材来源为供应商(包括机构和个人摄影师)和员工摄影师,其中,供应商与标的公司签订视觉素材代理协议,公司利用自身的互联网平台和客户资源,代理分销视觉素材。供应商并未将视觉素材的版权转让给标的公司,标的公司获得供应商销售视觉素材的授权;员工摄影师为公司自身员工,其视觉素材作品的版权属于标的公司。

截至 2012 年 12 月 31 日,华夏视觉和汉华易美获得销售授权的图片视频合计超过 3000 万个,已经成为国内领先的视觉素材综合提供商;与公司签订协议的机构共 145 家,签约个人摄影师共 9870 人。公司从供应商获得销售授权的视觉素材约占标的公司全部素材保有量的 87.19%,员工摄影师拍摄的视觉素材约占公司全部素材保有量的 12.81%。

当视觉素材库的素材无法满足客户需求时,标的公司会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。

公司的盈利主要来自两个方面:一是对库内素材的代理分销,二是为客户提供增值服务,即根据客户的需求,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,具体价格与客户单独约定。

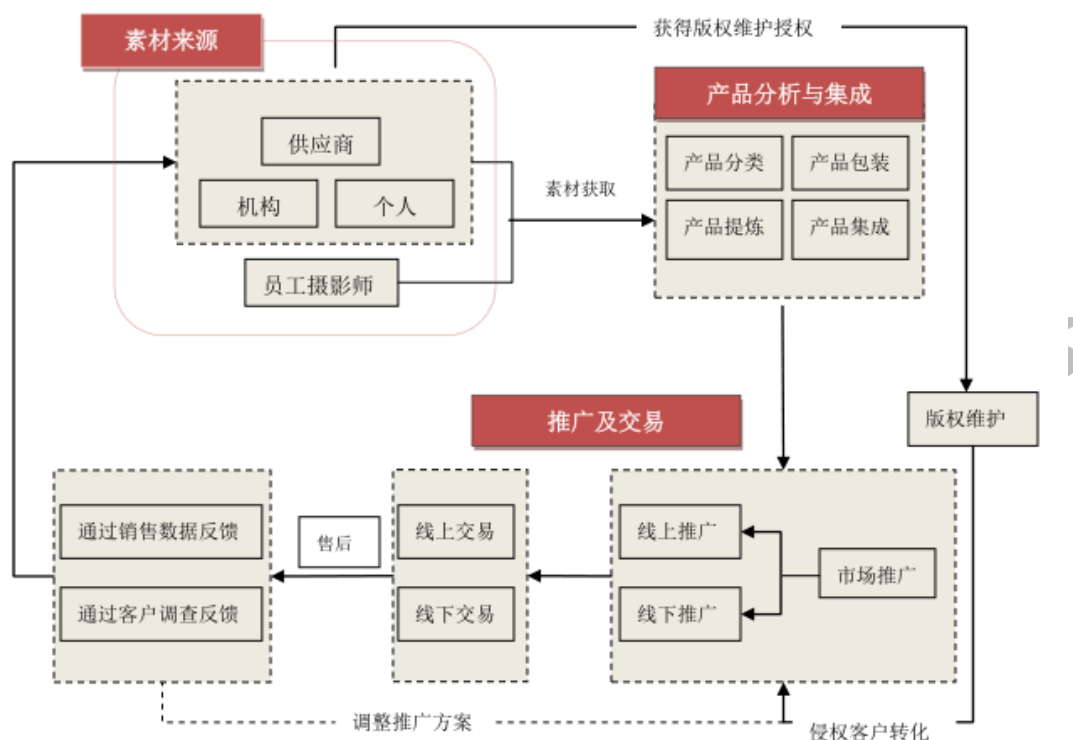


图 3. 公司的经营流程

2.3 公司所在的行业

战略管理部门收集到的标的公司所处行业的发展态势是令人振奋的。标的公司属于文化 创意产业，根据证监会行业分类，属于传播与文化产业中的信息传播服务业。

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，且北京地区的文 化创意产业增加值占 GDP 的比重已突破 5%。

根据普华永道发布的《2012—2016 年全球娱乐及媒体行业展望》的报告显示：2011 年 中国广告市场规模约为 362 亿美元，而图片市场规模还不到 2 亿美元，图片市场规模在广 告市场规模中占比不足 0.5%。而同期，美国市场的图片行业市场规模为 40 亿美元，占广告 市场规模 2.4%。

据赛迪研究的《中国图像素材行业研究报告》中国图像素材行业先后经历了导入期和 成长期，并已从 2012 年开始进入快速增长期。2013 年国内图像素材行业年增长率保持在 40%以上，市场规模达到 12 亿元。预计行业规模在“十二五”期间将保持超过 40%的年化增 长，2015 年市场规模将超过 25 亿元。

投中集团预测,在 2014—2018 年中国视觉素材行业将保持 35%—40%的高速增长。兴业证券研究所给出的数据是,从 2013 到 2015 年,中国图片行业的销售收入将会从 12 亿到 25 亿,复合增长率将达到 40%。

3.对拟收购公司的估值

3.1 文化创意产业的估值方法

由于以前公司有过资产重组和拟进行并购的经历,公司管理层对公司估值的方法并不陌生。然而,公司对于进入一个很陌生的文化创意产业,估值心里还是没底。财务顾问告之,对于文化创意企业的估值并没有特殊的方法,仍然是过去常用的收益法、市场法和资产基础法。但是,同类企业股权交易案例不容易获取,采用市场法恐怕有些难度。远东股份与拟聘请的资产评估公司接触,得到了相同的答案。

由于这类文化创意公司的固定资产很少,采用资产基础法得出的价值恐怕很低。但是,采用收益法评估远东股份又觉得会由于财务数据预测的偏差使得估值过高。

华夏视觉和汉化易美给出了各自过去 3 年的财务报表。见表 2、表 3。

表 2. 华夏视觉主要财务数据

单位: 万元

项目	2013 年 6 月 30 日	2012 年 12 月 31 日	2011 年 12 月 31 日	2010 年 12 月 31 日
总资产	12,650.64	11,171.15	8,346.99	8,963.31
总负债	4,919.89	4,930.51	3,534.93	4,153.52
所有者权益	7,730.76	6,240.64	4,812.07	4,809.79
资产负债率	38.89%	44.14%	42.35%	46.34%
项目	2013 年 1-6 月	2012 年	2011 年	2010 年
营业收入	6,514.87	11,426.97	10,424.39	9,766.42
营业成本	2,834.40	5,534.82	4,332.08	3,651.89
利润总额	2,217.35	2,273.67	1,933.92	2,000.28
净利润	1,790.12	1,893.58	1,409.49	1444.01

扣除非经常性损益后归属于母公司净利润	1,732.78	1,829.32	1,447.43	1,395.62
--------------------	----------	----------	----------	----------

表 3. 汉华易美主要财务数据

单位：万元

项目	2013 年 6 月 30 日	2012 年 12 月 31 日	2011 年 12 月 31 日	2010 年 12 月 31 日
总资产	16,876.42	7,473.08	5,540.46	3,519.88
总负债	9,706.21	5,192.79	5,467.03	4,122.83
所有者权益	7,170.21	2,280.29	73.43	-602.96
资产负债率	57.51%	69.49%	98.67%	117.13%
项目	2013 年 1—6 月	2012 年	2011 年	2010 年
营业收入	4,660.41	7,839.73	5,353.73	4,362.96
营业成本	1,764.86	3,442.12	2,620.51	2,359.50
利润总额	1,658.92	2,259.15	818.13	210.04
净利润	1,289.92	1,906.85	583.61	146.31
扣除非经常性损益后归属于母公司净利润	1,289.92	1,907.06	676.13	148.88

而且，华夏视觉和汉华易美给出了各自在未来年度的销售收入预测。见表 4

华夏视觉和汉华易美公司模拟合并后，2013 年 1—6 月，净利润为 3023.56 万元，预测 2013 年 7—12 月、2014 年、2015 年和 2016 年扣除非经常性损益后归属母公司的净利润分别为人民币 4853.08、11197.18、15855.42 和 22124.62 万元。

看了这个预测，姜总的心里有些忐忑，这个行业真的有如此高的增长率和毛利率吗？

表 4：销售收入预测

单位：万元

华夏视觉销售收入预测情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
营业收入	11,426.97	14,824.55	19,608.93	25,936.75	34,237.32
增长率		29.73%	32.27%	32.27%	32.00%
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入	44,116.58	53,105.00	57,767.18	57,767.18	57,767.18
增长率	28.86%	20.37%	8.78%	0.00%	0.00%

汉华易美销售收入预测情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
营业收入	7,839.73	12,360.41	17,003.69	23,368.64	32,088.08
增长率		57.66%	37.57%	37.43%	37.31%
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入	39,060.72	45,198.47	49,726.04	49,726.04	49,726.04
增长率	21.73%	15.71%	10.02%	0.00%	0.00%

3.2 寻找更多的证据

尽管财务顾问和资产评估公司认为难以找到可比的交易，无法用市场法进行所收购公司的价值评估，但是，管理层还是认为有必要寻找更多的证据，看看市场是如何给这类企业定价的。

结果发现，在美国有两家类似的企业：Shutterstock 和 Getty Images。Shutterstock 是一家互联网商业视觉素材交易商，成立于 2003 年，2012 年在纽约交易所上市，总部位于美国纽约。Shutterstock 公司拥有一个在线网站，里面存储着海量的视觉素材内容，供应商主动向网站上传素材，用户通过获得授权下载需要的素材，当素材被付费的用户下载后，Shutterstock 与供应商根据相互约定的分成比例进行分成。Shutterstock 近两年的主营业务情况如表 5 所示，公司的 PE 大致在

45—63 倍之间。

表 5. Shutterstock 的收入情况

单位：千美元

项目	2012 年	2011 年
营业收入	169, 616	120, 271
营业成本	64, 676	45, 504
毛利率	61. 87%	62. 17%

数据来源:Shutterstock2012 年年报

Getty Images 于 1995 年成立于美国西雅图,素有全球“图像素材行业巨头”之称, 作为全球数字媒体的缔造者, 首创并引领了独特的在线授权模式。Getty Images 为行业需求方在线提供数字媒体管理工具以及创意类图片、编辑类图片、影视素材和音乐产品等, 并 按照预先签订的协议与素材供应方按比例分成, 另外 Getty Images 还拓展了委托拍摄、版权清除等增值服务。2008 年 2 月, Getty Images 被美国一家私募股权公司 Hellman & Friedman (H&F)收购而退市。退市前两年, Getty Images 的毛利率情况如表 6 所示。Getty Images 退市前 PE 曾经高达 90 倍。

表 6. Getty Images 的收入情况

单位：千美元

项目	2007 年	2006 年
营业收入	857, 591	806, 589
营业成本	228, 157	206, 761
毛利率	73. 40%	74. 37%

数据来源:Getty2007 年年报

2012 年, Getty Images 年收入接近 10 亿美元。成为一股不容忽视的媒体力量。私募股权巨头 Carlyle Group 2012 年 8 月 15 日以 33 亿美元的估值, 从 Hellman & Friedman 手中买下了 Getty Image 的多

数股权，其余股权由 Getty Images 的联合创始人持有。此时，通过大量并购，Getty Images 已经成为全球最大的图片和视频代理机构，数据库中拥有 8000 万张图片，很多网络幻灯片和图片库的素材都源于此。Getty Image 的触角遍及各种博客、网站、企业、广告主和杂志。

除了国外这两家公司的估值资料，管理层还希望通过找到国内股票市场上文化创意企业的估值水平，评价一下标的公司估值的合理性。

3.4 估值结果和对赌协议

尽管管理层有一定的心理准备，但是资产评估公司给出的评估结果还是大大出乎他们的意料。见表 7。

表 7. 资产评估结果

单位：万元

公司	账面净资产	收益法估值	增值率
华夏视觉	7730.76	120556	1459.43%
汉华易美	7170.21	128257	1688.75%
模拟合并评估	14903.13	248813	1569.54%

面对如此高的增值率，姜总陷入矛盾中，这么高的估值，如果收购后达不到预期的业绩，公司将付出巨大的代价。财务顾问对姜总讲，对于这种情况，通常采用对赌协议，即估值调整协议，让被并购方对远东股份做出盈利承诺及业绩补偿。

被并购方承诺，如 2013 年完成合并，则利润补偿期间为 2013、2014、2015 三年，承诺盈利为 7876.63、11487.38 和 16328.02 万元，如 2014 年完成合并，补偿期间为 2014、2015、

2016 三年，承诺盈利为 11487.38、16328.02 和 22341.27 万元。见表 8。

表 8. 标的公司承诺实现利润

单位：万元

项目	2013 上半年	2013 下半年	2014 年	2015 年	2016 年
----	----------	----------	--------	--------	--------

预测数	3023.56	4853.08	11197.18	15855.42	22124.62
13 年完成合	7876.64		11487.38	16328.02	
14 年完成合			11487.38	16328.02	22341.27
对应标的资	32.97		21.71	15.27	11.16

投资顾问协助起草了估值调整协议。如果华夏视觉、汉华易美在补偿期间累计实际净利润数未达到当年度累计承诺净利润数,由乙方,即华夏视觉和汉华易美的17名自然人股东,对甲方,即远东股份,进行股份补偿,由甲方以人民币一元的总价回购乙方当年应补偿的股份数量并注销该部分回购股份。

乙方每年应予补偿的股份数量计算公式如下: 应补偿股份数=(当期承诺净利润数-当期实际净利润数)×认购股份总数÷补偿期间内各年的承诺净利润数总和 但即便某一年度超额实现了净利润,超额部分不能冲抵已经补偿的股份。如果上述回购事项无法实施,则17名补偿义务人应该将应补偿部分股票无偿赠送给上市公司其他股东,其他股东按照所持股占其他股东持股比例分得赠股。

在补偿期满时,上市公司对标的资产进行减值测试,如果期末减值额/标的资产作价>(补偿期间内已补偿股份总数/认购股份总数)则17名自然人另行补偿,数量为(期末减值额/每股发行价格)-补偿期间内已补偿股份总数。

看到这个补偿协议,姜总的心似乎踏实了一些。但是,接下来还有一个问题,远东股份没有足够的现金进行收购,只有通过用自己的股份来换股,这就涉及到自己股份如何定价问题。

4.借壳上市的交易结构设计

西南证券所设计的收购方案是:远东股份向廖道训等17名自然人发行股份购买其合计持有的华夏视觉100%股权、汉华易美100%股权。

实施这一收购方案首先就需要确定发行价格和发行数量。按照《上市公司重大资产重组管理办法》的规定:上市公司发行股票购买资产的股价不低于定价基准日前20个交易日上市公司股票交易均价。

远东股份将定价基准日确定为远东股份第七届董事会第十六次会议决议公告日（2013年8月17日）。

远东股份向廖道训等17名自然人发行股份购买华夏视觉、汉华易美的股票价格为：股票发行价=决议公告日前20个交易日股票交易总额÷决议公告日前20个交易日股票交易总量。

经测算，远东股份向17名自然人发行的股票价格为5.28元/股。远东股份向廖道训等17名自然人发行股份购买华夏视觉、汉华易美的股票数量为：发行数量=标的资产的交易价格÷发行价格=471,236,736股，这些股票自上市之日起三十六个月内不得转让。

此次交易前远东股份的总股本为198,750,000股，此次交易新增471,236,736股A股股票。在17名自然人股东中，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、梁世平为一致行动人关系。收购完成后，廖道训等10名一致行动人获得远东股份向其非公开发行的388,039,891股股票，将持有远东股份57.92%股权。

由于廖道训等10名一致行动人以其持有的华夏视觉与汉华易美的股权认购上市公司非公开发行的股票导致了对远东股份的控股性收购。收购后，远东公司实际控制人将变为廖道训等10名一致行动人。

收购完成后，华夏视觉和汉华易美将成为上市公司的全资子公司。由于华夏视觉和汉华易美的资产数量远远大于远东股份自身的资产数量，这一收购对于华夏视觉和汉华易美来说，实际就会构成借壳上市。

姜总还被告知，这次收购完成后，由于廖道训等10名一致行动人持有的远东股份数量超过远东股份已发行股份的30%，这就触发了全面要约收购。为了避免向全体股东发出全面收购要约，必须获得证监会的豁免。对于全面要约收购的豁免，财务顾问表示，按照《上市公司收购管理办法》的规定，公司全面要约收购的豁免应该没有问题。

接下来，姜总及董事会必须做出判断和决定，所收购的公司价值是否合理？是否接受这一借壳上市的行为。作为公司的创始人，姜总此刻的心情极为复杂，因为这次收购对远东股份意味着彻底的产业转型，最终的选择决定了公司的前途命运，也决定了自己 and 所有股东的利益，以及管理层的职业去向。然而，现在却到

了必须做出判断并下定决心的时候了。

中国金融专业学位案例中心