

PDF-TN2016010

美的集团整体上市研究：换股方案、定价玄机及二级市场炒作¹

案例使用说明：

一、教学目的与用途

1、适用的课程

本案例适用于金融学、财务管理学课程，也可适用于 MBA 和 EMBA 相关课程。教学对象为金融专业的硕士生，也适用于 MBA 学生和财务管理专业的硕士生。本案例为平台型案例。

2、本案例教学目标规划

20 世纪 90 年代以来，我国证券市场从无到有飞速发展，从老八股到 3000 多家上市公司，从不规范到相对规范，证券市场对实体经济的影响越来越大，无论是上市公司还是拟上市公司，机构还是中小投资者，证监会、交易所为代表的监管者还是证券公司等市场参与各方，都在波澜壮阔又波诡云谲的市场中扮演着重要角色。也为蓬勃发展的金融学提供了最佳研究载体。无论是国际热门的资产定价理论，还是长盛不衰的投资学和财务管理，以及博弈论、信息经济学等相关学科，都和证券市场的发展相互推动相互反馈，并吸引了无数研究者的兴趣。

上市公司的资产重组行为尤其受到市场各方人士的关注和追捧。从上市公司的角度讲，一次巧妙的资本运作有着化腐朽为神奇的魔力，或募集巨额资金扩大再生产，或引进有实力的战略投资者，或转变主营业务，或为企业的转型或更大

-
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。

的发展战略目标服务。证券公司的投资银行部门作为资产重组的财务顾问，这其中的专业指引作用当然也不可或缺。从投资者的角度讲，相关上市公司股票尤其是实现超额收益的理想投资标的，从而引无数大小机构趋之若鹜，或（联合）坐庄，或跟庄，博弈空前激烈。

所以，一个典型的资产重组案例就是一个万花筒，能折射出上市公司发展、投资银行运作、股票定价、个股炒作等方方面面，融诸多金融理论、方法、模型于一体，在金融学的理论知识和专业技能培训方面起到一石多鸟的奇效。这次选取的美的集团整体上市案例就堪称这方面的经典之作，其覆盖的知识点和能力训练点达到近十种至多。

1) 覆盖知识点

资产重组之合并的基本形式及特点；

财务报表的主要要素及分析方法；

股票定价的市盈率法和市净率法；

上市公司资产重组停复牌前后的股价异常波动；

大中小股东之间的信息不对称。

2) 能力训练点

通过案例学习，了解并掌握集团整体上市和分拆上市的异同；

通过案例学习，理解整体上市的出发点和大致的运作模式；

通过案例学习，掌握同行业比较定价法的内在逻辑和主要方法；

通过案例学习，了解资产重组题材个股二级市场股价炒作的基本逻辑。

二、启发思考题

1、你如何看待美的电器 2005 年剥离小家电 2013 年又注入小家电实现整体上市前后看似矛盾的资产重组行为？（要求不泛泛而谈，用翔实的数据资料佐证自己观点）

2、基于公告的相关财务数据，如何抽丝剥茧的看懂美的集团的吸收合并换股方案的定价依据？你是否认同同行业平均市盈率的参考定价方法？

3、从量价关系的视角，分析停牌前美的电器的股价走势是否异常？（提醒：异常与否的判断要有参照依据）

4、假设你是证券公司的投资银行项目经理，负责和美的相类似的资产重组业务，你认为方案的设计主要考虑哪几方面的主要矛盾？

5、假设你是证监会监管人员，应如何避免或降低资产重组过程中信息不对称因素造成股价异常波动进而损害中小股东利益的现象？

三、分析思路

本案例分析主要围绕四个层面的交叉比较研究展开：

1、美的电器停复牌前后的异常走势探讨，主要通过和同期家电板块和同期大盘指数的比较。并引导学生思考：如何看待美的电器停牌前显著弱于同期家电行业指数的长达半年的阴跌走势？联系突然的公告停牌，这种异常走势背后隐含着怎样的信息不对称？是否有违市场三公原则？

2、美的集团整体上市采用的是集团发行股票然后和原上市公司进行换股的吸收合并模式，换股方案是否合理的关键在于集团股份发行股份的定价合理性以及原上市公司美的电器的定价合理性。通过这个过程，学生能够亲身体会到市盈率同行业参考定价法和市净率同行业参考定价法的具体应用技巧，并形成自己的主观判断。

3、为了进一步体现二级市场炒作配合上市公司资产重组的基本运作逻辑，可通过第三个层面的比较展开：基准价格的确定依据是什么？相对于基准价格，美的电器换股定价和现金回购权定价两者之间的巨大差异。

4、根据财务报告披露的集团整体上市要注入的小家电资产和电机资产的盈利能力，回顾美的电器 2005 年一度将该资产作为不良资产低价剥离给美的集团的历史事实，对比八年之后的 2013 年集团公司又以优质资产的面貌以高定价重新注入上市公司换取集团公司的整体上市的做法，梳理探讨中国证券市场这一典型的“分久必合合久必分”的资产重组大戏的内在逻辑链条。

四、理论依据与分析

1、整体上市的理论依据与意义

整体上市是指一家公司将其主要资产和业务整体改制为股份公司进行上市的做法。随着证监会对上市公司业务独立性的要求越来越高，整体上市越来越成

为公司首次公开发行上市的主要模式。与整体上市对应的是分拆上市，分拆上市是指一家公司将其部分资产、业务或某个子公司改制为股份公司进行上市的做法。

根据证券交易所上市资格和公司法关于上市公司的相关规定，一个股份公司想要上市必须达到一些硬性的会计指标。为了达到这个目的，股东一般会把一个大型的企业分拆为股份公司和母公司两部分，把优质的资产放在股份公司，一些和主业无关、质量不好的资产（例如：食堂、幼儿园、亏损的资产等）放在母公司，这就是分拆上市；股份公司成功上市后再用得到的资金收购自己的母公司，称为整体上市。

实现整体上市的模式主要有：第一，通过整体改制后首次公开发行上市的方式，如中国石化、中国石油整体改制后境外整体上市。第二，借助其控股的上市公司，以吸收合并或资产重组的方式实现经营性资产的整体上市，如 TCL 集团的吸收合并方式，武钢集团、宝钢集团的增发收购方式。这些方式从本质上来讲是一种融资行为，但具体操作方法有所区别，TCL 集团先是吸收合并了旗下的上市子公司 TCL 通讯，再通过与 TCL 通讯置换股权首发上市，集团公司是融资的主体；

整体上市的积极意义表现在：一是整体上市符合股票市场所具有的产业整合功能，有利于优质企业做大、做强、做好，进一步发挥企业集团的产业优势、产品优势与管理优势，降低企业与市场的交易费用与交易成本，进而有利于提升市场的资源配置功能与产业整合功能，提高市场的运行效率与运行质量；二是有利于消除关联交易等市场痼疾；三是有利于为市场的金融创新拓展空间。

根据上述内容，可知这次美的集团整体上市的意义主要包括四个方面：

资源整合。横向价值链——大家电到小家电，以及纵向价值链——从核心配件电机到物流渠道，全面打通。

优势互补。小家电、电机及物流资产注入，将有助于促进公司整体的规范运作，做到优势互补、协同作战，从而巩固美的集团的行业地位与核心竞争力。

协同效应。充分实现产业协同、采购协同、仓储协同、销售协同、财务协同、渠道协同。

优化治理。规范组织设置、减少组织层级、实现组织扁平化，诊断及梳理现有制度及流程，建立市场导向的高效运营流程体系，打造敏捷型组织。

2、股票定价经典理论模型

(1) 市盈率定价法

市盈率是衡量股票投资价值的重要指标之一。公司的价值取决于它的盈利能力，而市盈率指标在一定程度上反映了价格和盈利能力的关系。

市盈率定价法是指依据注册会计师审核后的发行人的盈利情况计算发行人的每股收益，然后参照拟发新股的所在行业平均市盈率结合拟发新股的收益、净资产、成长性、发行数量、市场状况以及可比上市公司二级市场表现来确定。按照以下公式计算确定：

$$\text{发行价格} = \text{每股收益} \times \text{发行市盈率}$$

市盈率定价法作为近年的主要新股发行定价方法在市场化定价趋势中具有不可替代的作用。这种定价方式由于考虑到发行风险，因此定价时通常会留有一定的空间。

(2) 市净率定价法

市净率指的是每股股价与每股净资产的比率。市净率可用于投资分析，一般来说市净率较低的股票，投资价值较高，相反，则投资价值较低；但在判断投资价值时还要考虑当时的市场环境以及公司经营情况、盈利能力等因素。按照以下公式计算确定：

$$\text{市净率} = (P/BV) \text{ 即：每股市价 } (P) / \text{每股净资产 (Book Value)}$$

股票净值即：公司资本金、资本公积金、资本公益金、法定公积金、任意公积金、未分配盈余等项目的合计，它代表全体股东共同享有的权益，也称净资产。净资产的多少是由股份公司经营状况决定的，股份公司的经营业绩越好，其资产增值越快，股票净值就越高，因此股东所拥有的权益也越多。

通过市净率定价法估值时，首先，应根据审核后的净资产计算出发行人的每股净资产；其次，根据二级市场的平均市净率、发行人的行业情况（同类行业公司股票的市净率）、发行人的经营状况及其净资产收益等拟订估值市净率；最后，依据估值市净率与每股净资产的乘积决定估值。

3、参考文献

- 1) 《美的电器：美的集团股份有限公司换股吸收合并公司报告书(草案)》，证券时报，2012年4月1日

- 2) 菲利普·莫利纽克斯, 尼达尔·莎姆洛克.《金融创新》.中国人民大学出版社, 2003年7月
- 3) 布莱恩·克特尔.《金融经济学》, 中国金融出版社, 2005年1月
- 4) 张丽.“美的集团整体上市案例分析”[D].广东财经大学, 2014年硕士论文
- 5) 邵金海.“我国集团公司整体上市绩效研究—以美的集团吸收合并美的电器为例”[D].浙江财经大学, 2015年硕士论文
- 6) 刘海娟;吸收合并整体上市企业财务绩效研究——基于共生理论视角[D].南京理工大学, 2008年硕士论文
- 7) 刘静文.“整体上市模式选择及绩效的案例研究”[D].对外经济贸易大学, 2013年硕士论文
- 8) 羊玫.“换股合并 in 整体上市中的运用研究”[D].西南财经大学, 2009年硕士论文
- 9) 杨桦、范永武.《控制权博弈: 企业成长的高端战场》.中信出版股份有限公司, 2013年8月
- 10) 中国证监会.《中国资本市场二十年》.中信出版社, 2012年3月。
- 11) 蒂姆·科勒、理查德·多布斯、比尔·休耶特 著, 金永红译.《价值: 公司金融的四大基石》.电子工业出版社, 2012年1月;
- 12) 理查德·A·布雷利、斯图尔特·C·迈尔斯 著, 赵英军 译.《资本投资与估值》.中国人民大学出版社, 2010年1月
- 13) 埃斯瓦斯·达莫达兰, 李必龙等译.《估值: 难点、解决方案及相关案例》.机械工业出版社, 2013年10月
- 14) 威斯通等著, 唐旭等译.《兼并、重组与公司控制》, .经济科学出版社, 1998年2月
- 15) [加拿大] 约翰·赫尔 (John Hull).《期权、期货和其他衍生品 (第7版)》.清华大学出版社, 2011年7月
- 16) 博迪.《投资学》.中国石化出版社, 2010年4月
- 17) 飞雪漫天. 美的集团整体上市: 大股东疯狂鲸吞公众股东财富大戏? <http://bbs.tianya.cn/post-stocks-1136314-1.shtml>, 2013年8月14日

五、关键点

每一个资产重组题材个股的炒作背后都有一个局。但天然处于信息劣势的中小投资者要识破这个局却异常困难! 作为案例研究, 我们也只能基于重组方案的内容, 通过分析以下几个方面的要点做出判断: (1) 美的电器停牌前的走势异常程度? 这个必须要有参照系, 也即同期大盘走势、同行业同板块走势、具有比较属性的其他上市公司股价走势。(2) 重组方案基准价格的确定和异常走势之间的内在关联? 具体到本案例这个基准价格就是“停牌前 20 个交易日的交易均价”。

(3) 如能进一步结合财务数据进行分析能进一步增加判断的说服力和可信度。这个主要围绕市盈率和市净率两种经典定价方法展开, 同时提醒学生思考两种方

法的局限性所在。

六、建议的课堂计划

本案例课堂计划可以根据学生的差异，尤其是对案例的阅读和课前对相应知识的掌握程度来进行有针对性的设计。本课程中案例主要按照 3 学时左右进行设计。

A 计划：学生事先预习到位，金融学硕或专硕的研究生可以将小组讨论布置在课外进行，因为这类学生实际工作经验少，因此案例讨论过程中需要教师引导的内容要相对多一些。

B 计划：MBA 或 EMBA 学生，课前预习的不一定完成得很好，或者学员之间预习差异较大，因此需要将小组讨论置于课堂讨论之中进行。

两种课堂教学详细安排计划如下：

表 3 两种课堂安排计划表

A 计划	B 计划
课前阅读相关资料和文献 2 小时	课前阅读至少 0.5 小时
小组讨论 1 小时 考虑到金融专硕或学硕的知识基础和对应用的理解，要适当增加讨论后知识总结的时间	考虑到 MBA 学生课前阅读和讨论的可行性，建议将小组讨论置于课堂中
课堂安排：（120 分钟）	课堂安排：（100 分钟）
案例回顾：20 分钟	案例回顾：10 分钟
集体讨论：50 分钟	小组讨论 20 分钟+集体讨论 40 分钟
知识梳理总结：30 分钟	知识梳理总结：20 分钟
问答与机动：20 分钟	问答与机动：10 分钟

在课堂上讨论本案例前，应该要求学生至少读一遍案例全文，对案例启发思考进行回答。具备条件的还要以小组为单位围绕着第二部分的启发思考题和第五部分的关键要点部分展开讨论。

七、案例的后续进展

美的集团整体上市后的业绩表现如何呢？从公司 2013 年以来的财报看，还是交出了令人满意的答案的。2013 年度每股收益 4.33 元/股和重组方案预期的 4.42 元/股非常接近。2015 年在 10 转 15 股的基础上每股收益仍然达到 2.49 元/股，主要依赖于营业收入增幅 17% 的基础上营业成本的下降，导致净利润增幅高

达 40%以上。2015 年度和 2014 年度相比，净利润增速依然有 21%。2016 年第一季度依然表现不俗，在营业收入减少 9%的基础上，净利润同比增加 17%，可见费用支出方面控制有力。

表 4 美的集团 2013 年以来业绩表现

	2016 年一季度	2015 年度	2014 年度	2013 年度
总股本（万股）	640108	426683	421580	168632
净利润（万元）	390725	1270672	1050222	531745
每股收益（元）	0.92	2.99	2.49	4.33

和出色业绩表现相对应，公司股价稳健上扬，给长期持有者带来丰厚的投资收益。集团整体上市带来的业绩催化效应能持续多长时间，让我们拭目以待！