

PDF-TN2016007

新力金融借壳巢东股份上市的模式、路径及效果分析¹

案例使用说明：

安徽新力投资集团有限公司是经安徽省供销社批准成立、由安徽省供销商业总公司控股的专业投资管理公司，注册资本 1.7 亿元，是省供销社专注股权投资和资产管理的运营机构，是一家集融资担保、小额贷款、典当、融资租赁、互联网金融等金融业务于一身的投融资集团。2015 年，新力投资经过资产打包出售、协议收购、二级市场增持等方式成为巢东股份的控股股东，后经水泥资产剥离，将巢东股份变成一家纯粹类金融企业，完全转变产业结构。并于 2016 年 3 月 25 日，成功借壳巢东股份完美上市，公司名称由“安徽巢东水泥股份有限公司”变更为“安徽新力金融股份有限公司”，成为我国类金融第一股。

一、教学目的与用途

1. **适用课程：**企业并购与重组；金融市场与机构；公司金融

2. **适用对象：**本案例主要为金融硕士，金融学硕士，投资学硕士开发，此外，也可以用于金融学本科专业相关课程。

3. **教学目的：**

本案例总结了新力金融成功借壳巢东股份上市的路径及效果，探讨新力金融资产重组动因及其深层次经济学原理，以及类金融公司新力金融通过搭建金融控股平台的创新模式是否具有可推广性，以期为其他类金融机构提供有益的启示和借鉴。

-
1. 本案例由安徽财经大学金融学院的任森春等编写撰写，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。

二、启发思考题

1. 为什么新力金融上市没有选择采取 IPO，而是采取买壳上市？
2. 利用企业并购理论分析新力金融借壳巢东股份的动因是什么？
3. 试基于财务分析的视角，以资本结构理论为原理，探析新力金融资产重组的深层次经济学原理。
4. 巢东股份被新力金融重组后，成功实现公司主营业务的华丽转身，其财务和资本结构变化如何影响公司总市值？
5. 类金融公司新力金融通过金融创新搭建金融控股平台，探讨新力金融这种金融创新模式的推广价值。

三、分析思路

1. 从财务指标要求、直接财务成本、上市时间成本、融资风险、财务和法律风险等方面比较 IPO 与借壳上市的优劣，并结合新力金融的案例进行分析。
2. 利用企业并购理论分析新力金融借壳巢东股份的动因是什么？
3. 从财务表象上，看新力金融进行资产重组后其财务状况的变化，分析进行资产重组的动因；从深层次的资本结构变革的角度，分析新力金融公司通过购并重组买壳上市，拓展其资金来源，为其资本结构合理化奠定基础，这是这起并购案例折射深层次的经济学原理。
4. 新力金融重组以后，财务和资本结构会发生怎样的改变？公司的经济附加值（EVA）和总市值又会发生怎样的变化？
5. 从上市的优点、类金融公司的发展现状以及类金融上市的困境等角度分析这种金融创新模式的可推广性。

四、理论依据与分析

（一）理论依据

1. 基于估值理论
2. 基于金融创新理论
3. 基于资本结构理论

（二）具体分析

1. 为什么新力金融上市没有选择采取 IPO，而是采取买壳上市？分析新力金融上市选择。

（1）公司上市的主要优点

新力投资在上市之前旗下有德润租赁、德善小贷、德合典当、德信担保及德众金融 5 家类金融公司，其业务主要集中在“类金融”领域（如融资租赁、小额贷款、担保、P2P 等）。类金融公司是指经营业务具有金融活动属性，但是并未获得金融许可证，非由国家金融监管部门直接监管（即非一行三会监管）的企业，包括融资租赁、P2P、财务公司、担保公司、典当行、VC 等股权投资基金或创业投资基金等形式。由于业务的特殊性，新力投资在上市前资金来源有限、融资渠道单一以及运营的透明化和外部监管有着较高的要求，再加上公司上市能够获取资金、进行价值重估、提高声誉、吸引人才等优点。所以，新力投资为突破各种瓶颈，寻求更好的发展，上市无疑是最好的选择。

获取资金。非上市公司通常资金有限，也就意味着他们为维持自身运营提供资金的资源有限。中国目前的法律和政策对上市公司给予了很大程度的支持和倾斜，上市等于把公司打造成为是资金的宠儿，为上市公司拓展了最多元的融资渠道，扩大资金来源。

价值重估。上市公司的估值往往比私人企业高，上市会立刻给股东带来流动性，从而提高了公司的价值，同时，对于上市公司的财务透明和公司治理的要求也有助于提高其估值。上市后，使股东权益衡量标准发生变化，原来所拥有的资产，只能通过资产评估的价格反映价值，但将资产证券化以后，通常用二级市场交易的价格直接反映股东价值，股东价值能够得到最大程度的体现。

吸引人才。上市公司也对市场上的人才有天然的吸引力，即使薪金低点，也愿意到上市公司去工作。上市公司使用股权激励，能够吸引和留住人才，增强员工的归属感。

提升形象和声望。上市可以帮助公司获得声望和国际信任度。伴随上市公司的宣传效应对于其产品和服务的营销非常有效。而且，受到更多的关注常会促进新的商业或战略联盟的形成，吸引潜在的合伙人和合并对象。从私人公司向上市公司的转变还会增进公司的国际形象，并为顾客和供货商提供与公司长期合作的

信心。一个在国际资本市场上市的公司将在中国国内获得显著的品牌认同。

完善公司治理。决定上市的私人公司需要重新审查其管理结构和内部控制。内部规范和程序的建立以及对公司治理标准的坚持最终会使公司管理更好、更加成功。执行内部控制并坚持严格的公司治理标准的公司将获得更高的估值。

流动性增强。未上市公司的所有权通常不具备流动性而且很难出售，对小股东而言更是如此。上市为公司的股票创造了一个流动性远好于私人企业股权的公开市场。投资者、机构、建立者和所有者的股权都获得了流动性，股权的买卖变得更加方便了。

合并及收购。上市公司的股票市场和估值一旦建立，就具备了通过交易股票来收购其它公司的优势。通过股票收购相对其它的途径更为方便和便宜。由于具备了回公开市场进行再融资的能力，上市公司为现金收购提供资金支持的能力也更强。上市也使其它公司更容易注意到本公司，并对于本公司的潜在的整合和战略关系进行评估。

退出战略和财富转移。公司股票所处的公开市场也为最初的投资者和所有者提供了流动性和退出战略。上市也使人们在心理上更容易认同公司在财务上的成功，这无疑是个额外的好处。上市可以增加公司的股票持有者的个人净资产。即使上市公司的持股人不立刻兑现，能够公开交易的股票也可以用作贷款抵押。

(2) IPO 与借壳上市比较分析

IPO 是指依法设立的股份有限公司首次在证券市场公开发行股票募集资金，也称作“首发上市”。借壳上市和首发上市没有绝对差异，对于企业来说只是体现在方案的选择上，企业应该对发展现状进行分析，综合考虑这两种方式对自身是否适合，最终为上市提供更好的途径，提升操作性的同时增加效率。IPO 与借壳上市的对比分析下表所示。

表 1：IPO 与借壳上市的对比分析表

对比方面	IPO	借壳上市
财务指标要求	最近三个会计年度净利润均为正数且累计超过 3,000 万元；最近三个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过 5,000 万元，或者最近三个会计年度营业收入累计超过人民币 3 亿元；最近一期末不存在未弥补亏损等。	没有具体的财务指标要求，虽然要求与首发上市的要求趋同，但实际由于审批主管部门不同，没有 IPO 审核严格；
直接财务成本	仅需支付中介费用	除中介费用外，企业还要支付买壳和资产置换的费用；若不能成功上市或

		再融资，则可能面临无法挽回成本的状态。
上市时间成本	拟上市企业持续经营期必须满足 3 年以上会计年度；从保荐人进入到审核上市，程序复杂，流程周期长，一般为 2 年；受证券市场影响，存在被暂停的风险。	对公司持续经营期没有要求，新设公司也可借壳上市；从启动到成功借壳上市一般不超过 1 年；基本不会受证券市场行情影响而暂停审核。
融资风险	融资和上市同时进行，可以保证融资上市一次性解决。	要经过买壳——资产置换——再融资三个环节，企业要达到最终成功融资，每个环节都要遵循相应的规则和达到一定的条件，并接受必要的审批。
财务和法律风险	涉及主体相对简单，主要是发行人和投资者，所以，上市公司承担的财务和法律风险较小。	涉及主体较多，收购方，被收购方，上市公司及其债权人、公众股东、公司雇员已经及再融资的投资者等；如不能平衡多方利益，将产生较大的财务和法律风险。

根据《首次公开发行股票并上市管理办法》规定，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。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。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。发行人应当符合下列条件：最近 3 个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币 3000 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 5000 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 3000 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。

根据《上市公司重大资产重组管理办法》（证监会令第 73 号，以下简称“《重组办法》”）对借壳上市的定义：“自控制权发生变更之日起，上市公司向收购人购买的资产总额，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”，凡满足该规定的重大资产重组即构成借壳上市。所以，构成借壳上市有两个必要条件：一是上市公司的实际控制人变更；二是置入资产超过上市公司前一年资产规模的 100%。借壳上市的

标准除符合本办法第十、第四十二条规定的要求外，上市公司购买的资产对应的经营实体持续经营时间应当在 3 年以上，最近两个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币 2000 万元。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。

综上所述，根据中国证监会现行的 IPO 审核制度以及《上市公司重大资产重组管理办法》规定，A 股市场并不对类似高风险、持续经营能力不稳定的类金融企业开放，所以新力投资无论是直接 IPO 还是借壳，都没有操作空间。所以新力投资在资本运作方面进行创新，“曲线借壳”上市。

（3）新力金融资本运作创新——曲线借壳巢东股份

对于新力金融这样的类金融企业来说，融资渠道单一又是资金密集型产业，有拓展融资渠道以降低融资成本的内在需求，然而在注册制改革推进缓慢的背景下，IPO 存在大量的严格限制条件，连续三年赢利，负债率不能高于 70%，注册资金不能低于 5,000 万，而还要经过券商一年的辅导期等限制规则，从这些规定可以看出通过 IPO 再融资的门槛较高、难度大，但考虑买壳上市的方式，实施实质性重组和收购行为对于新力金融这样的类金融企业来说是更好的选择。

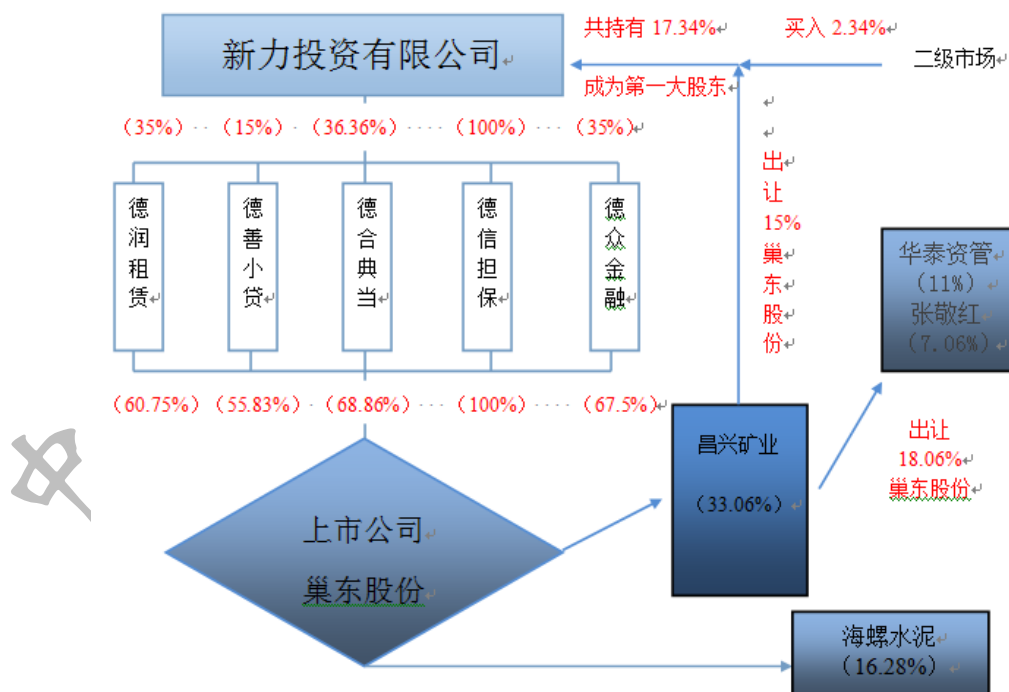


图 1：新力资本运作流程图

安徽新力投资有限公司是辉隆集团专注股权投资和资产管理的运营机构。上

市前新力投资有限公司持有德润租赁 35%股权、德善小贷 15%股权、德合典当 36.36%股权，德信担保 100%股权和德众金融 35%股权（见图 1）。

资本运作创新第一步：2015 年 1 月 27 日，上市公司巢东股份（第一大股东为昌兴矿业，持股 33.06%）以 16.82 亿元的现金收购德润租赁 60.75%股权、德善小贷 55.83%股权、德合典当 68.86%股权、德信担保 100%股权及德众金融 67.5%股权，进入类金融领域。虽然此次收购资产规模达上市公司净资产的 148%，但巢东股份控股股东、实际控制人黄炳均不会发生变化，并不构成借壳上市。

资本运作创新第二步：2015 年 3 月 31 日，巢东股份控股股东昌兴矿业向新力投资协议转让了其持有的 3630 万股上市公司股份，占公司股份总数的 15%。此次股份转让每股受让价格为 16 元，总价款 5.8 亿元。同年 6 月 23 日，巢东股份又发布公告称，公司控股股东昌兴矿业当日分别与华泰资管和自然人张敬红签署了股权转让协议，以协议转让方式转让其持有的巢东股份股票 4370 万股，占公司总股本的 18.06%。至此，原来的第一大股东昌兴矿业将不再持有巢东股份的股票。昌兴矿业从巢东股份中全身而退后，上市公司的控制权也随之发生变化，持有上市公司 16.28%的海螺水泥“晋级”为公司第一大股东。持股 15%的新力投资将成为第二大股东，华泰资管和张敬红则居于第三大股东和第四大股东位置。

资本运作创新第三步：2015 年 7 月 7 日，巢东股份发布公告称，公司股东新力投资当日增持公司股份 566.71 万股，占公司总股本的 2.34%，买入均价为 14.76 元。本次增持后，新力投资的持股比例由 15%增至 17.34%，成为公司第一大股东。成为实际控制人。

2016 年 3 月 25 日，巢东股份正式更名为新力金融。目前公司正在筹划重大资产重组，处于停牌阶段，后续操作值得期待。此次新力投资的资本运作创新使得交易各方都获得利益，新力投资得以“曲线借壳”上市；昌兴矿业高溢价退出；海螺水泥整合了水泥资产。

此次新力投资“曲线借壳”巢东股份堪称资本运作的经典案例。现行《上市公司重大资产重组管理办法》（证监会令第 73 号）对借壳的标准作了规定，明确指出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，因此金融、创业投资等特定行业的企业按照现行的管理办法无法借壳上市。

《办法》对借壳上市的定义：“自控制权发生变更之日起，上市公司向收购人购

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”，凡满足该规定的重大资产重组即构成借壳上市。虽然巢东股份收购的类金融资产规模已经达到上市公司净资产的 148%，但公司的实际控制人并没有发生变化，所以不构成借壳上市，成功避开证监会监管规定。

2. 利用企业并购理论分析新力集团借壳巢东股份的动因是什么？从解决企业融资困境、拓展融资方式，分散企业风险、实现企业扩张，战略发展等角度展开分析。

（1）解决企业融资困境

新力金融旗下德润租赁、德善小贷、德合典当、德信担保及德众金融等五个子公司都归属于类金融行业，融资渠道单一又是资金密集型产业，有迫切拓展融资渠道以降低融资成本的内在需求。尤其是在国家大力推进普惠金融发展的时代背景下，类金融行业的发展空间广阔，急需大量较低成本资金注入，仅仅依靠创业积累资金想在类金融行业做大做强毋庸置疑是比登天还难。通过上市融资，解决融资困境，适应企业快速发展的需要。

（2）拓展融资方式，分散企业风险

新力金融上市后，企业的融资手段能够得到拓宽，证券市场具备资本放大效应，只要资本运作得当，在达到一定的规则要求下就有权利发行新股募集资金，发行企业债券。另一方面，上市后新力金融还可以规范企业经营管理、完善公司治理结构、监管机构为员工所有权，管理激励问题，通过股票期权计划可以用来实现对企业内部人员的长期激励机制，实现企业资产证券化，公司股东和管理层可以通过出售股份获得巨额利润等。另外，公司借壳后二次融资的速度相比一般 IPO 情况要快，成本也要低得多，能够分散企业的风险。

（3）实现企业扩张，战略发展

新力金融为抢抓政策机遇，实现企业的跨越式发展，必须通过上市的融资方法。上市之后企业就能增发融资，拥有更多的资金来源渠道，对于其相关类金融业务的拓展是一种高效促进。随着企业的发展壮大，新力金融只有通过借壳快速上市实现资本扩张，进而支持企业的业务扩张战略和集团的战略发展。

（4）取得协同效应

新力金融通过借壳上市，则必然会引起众多投资者的密切关注。上市公司按照有关规定，定期或不定期的都会对上市公司信息披露和管理行为进行议论，实则是对上市公司有效的营销，对提高新力金融的知名度，创造对公司有效的市场宣传都有深远的影响。其次，拥有上市资格本身就意味着企业具有一定的实力，这无形中提高了企业的商誉。再者，通过借壳上市企业能实现并购协同效应，扩大资本规模，取得财务协同效应，从而有利于经营活动的有效开展。最后，身处证券市场中可以传播企业和产品的信息，投资者和消费者可以进行良性的沟通，企业和品牌价值的增值和最大化巨大的促进和推动，从而实现经营协同效应。

3. 试基于财务分析的视角，以资本结构理论为原理，探析新力金融资产重组的深层次经济学原理。

(1) 新力金融上市前的财务状况

新力金融上市前的财务状况如表 2 所示，2015 年第一季度和第三季度的资产负债表重大变动科目的对比情况：

表 2：2015 年新力金融第一季度和第三季度的资产负债表

单位：万元

	2015-09-30	2015-3-31	同比上期%
货币资金	49,612.84	7,380.38	572.23
应收票据	988.67	4,666.96	-78.82
应收账款	1,382.19	450.25	206.99
预付款项	942.14	1,925.69	-51.07
其他应收款	13,179.38	20,196.33	-34.74
存货	6,065.57	8,335.89	-27.24
其他流动资产	5,143.30	411.67	1149.38
流动资产合计	125,956.74	43,367.17	190.44
可供出售金融资产	584.52	300.00	94.84
投资性房地产	10,851.48	183.79	5804.38
固定资产	141,075.82	146,816.12	-3.91
在建工程	2,329.52	2,024.88	15.04
无形资产	12,701.24	12,910.06	-1.62
递延所得税资产	1,841.27	1,117.43	64.78
其他非流动资产	649.54	490.82	32.34
非流动资产合计	601,437.67	163,843.11	267.08
资产总计	727,394.40	207,210.28	251.04
短期借款	93,000.00	9,000.00	933.33
应付账款	16,787.87	17,032.39	-1.44
预收款项	7,077.18	2,940.47	140.68
应付职工薪酬	1,005.92	787.30	27.77

应交税费	7,984.85	3,042.27	162.46
应付利息	332.98	94.98	250.59
其他应付款	65,717.92	2,926.31	2145.76
一年内到期的非流动负债	40,142.59	15,100.00	165.84
其他流动负债	4,665.72	624.91	646.62
流动负债合计	237,197.61	52,548.62	351.39
长期借款	209,829.61	42,950.00	388.54
长期负债合计	274,092.65	42,950.00	538.17
其他非流动负债	2,198.36	2,367.76	-7.15
非流动负债合计	278,162.13	45,317.76	513.80
负债合计	515,359.74	97,866.38	426.60
实收资本(或股本)	24,200.00	24,200.00	0.00
资本公积	35,359.75	35,382.21	-0.06
盈余公积	7,313.25	7,313.25	0.00
未分配利润	40,217.08	42,212.88	-4.73
归属于母公司所有者权益合计	109,054.62	109,343.90	-0.26
所有者权益合计	212,034.66	109,343.90	93.92
负债与所有者权益总计	727,394.40	207,210.28	251.04

数据来源：根据安徽巢东水泥股份有限公司2015年一季报和三季报整理。

以下我们将对变动幅度较大的科目做出合理的解释：

货币资金的增加主要是因为在会计期间内，非同一控制下企业合并收购子公司所致。

应收账款的增加主要是因为在会计期间内，非同一控制下企业合并收购子公司德润租赁，应收租金增加所致。

预付款项的增加主要是因为在会计期间，非同一控制下企业合并收购子公司德润租赁，预付的购货款增加所致。

投资性房地产增加主要因为在会计期间内，非同一控制下企业合并收购子公司，用于出租的房屋建筑物增加较大所致。

在建工程增加主要因为在会计期间内，公司水泥项目、节能减排工程投入较多所致。

短期借款增加主要因为在会计期间内，新增并购借款金额较大及非同一控制下企业合并收购子公司借款增加所致。

应交税费增加主要因为在会计期间内，非同一控制下企业合并收购子公司，应纳所得税金额较大所致。

应付利息增加主要因为在会计期间内，新增借款金额较大及非同一控制下企

业合并收购子公司所致。

（2）巢东股份在被收购兼并前的经济背景

近年来，由于国内基础设施建设速度减缓及水泥产能过剩的原因，水泥主业盈利大幅下滑。在报告期，水泥市场需求大幅回落，市场竞争激烈，行业盈利水平大幅下降，公司水泥产品量价齐跌，导致销售收入下降 30.70%，毛利率同比下降 15.55 个百分点，总体处于亏损状态。水泥产业面临着较大的竞争压力。2015 年 10 月，公司召开董事会决定置出水泥业务与资产，将水泥业务与资产和负债完整出售给其子公司巢湖水泥。

2015 年 4 月，公司通过现金支付的方式收购德润租赁、德善小贷、德合典当、德信担保、德众金融。整体交易价格为 16.83 亿元。整体转型为类金融小贷公司型企业。

小贷公司的特点有：

只贷不存，杠杆率最高为 1.5 倍：小额贷款公司是由自然人、企业法人投资设立，不吸收公众存款。贷款资金来源于股东缴纳的资本金、捐赠资金，以及来自不超过两个银行业金融机构的融入资金，从银行业金融机构融入资金的余额不得超过公司资本净额的 50%。因此小贷公司的杠杆率最高为 1.5 倍。

贷款利率高于银行，低于民间借贷：贷款利率上限为央行公布的贷款基准利率的 4 倍，下限为基准利率的 0.9 倍，具体利率按照市场原则浮动。从市场统计看，小贷公司的贷款利率平均水平介于银行和民间借贷之间。

面向小微企业和三农，贷款集中度低，同一借款人贷款余额不超过资本净额的 5%。中国租赁行业目前处于高速发展阶段，业务总量高，但渗透率较低。

我们看好具有综合金融背景和地方资源优势的融资租赁公司获得超越行业增长的潜力，其内部驱动力主要来自资本金的补充以及杠杆率的提升我们粗略测算金融板块对公司上半年利润贡献在 3,000 万元左右，是公司实现盈利的主要原因。公司的发展前景和盈利能力获得较大提升。

股东结构大洗牌，原先大股东退出，采用分批次协议转让股份，公司原大股东昌兴矿业彻底退出公司，具备安徽国资背景的新力投资入主成为大股东。

现主要股东持股情况分别为

安徽新力投资集团有限公司，期末持股数量为 41,967,094，比例为 17.34%；

安徽海螺水泥股份有限公司，期末持股数量为 39,385,700，比例为 16.28%；
华泰证券资管—招商银行—华泰家园 3 号集合资产管理计划，期末持股数量
为 26,620,000，比例为 11%；

张敬红，期末持股数量为 17,080,000，比例为 7.06%；

全国社保基金六零四组合期末持股数量为 3,497,232，比例为 1.45%；

中国工商银行股份有限公司企业年金计划—中国建设银行，期末持股数量为
2,479,233，比例为 1.02%。

公司名称变更，取消原先“安徽巢东水泥股份有限公司”的称谓，改为“安徽新力金融股份有限公司”。简称由“巢东股份”变更为“新力金融”，体现公司在收购兼并时的信心与决心。

（3）新力金融借壳上市后的财务状况

表 3 是新力金融借壳上市后的各财务指标变化分析

表 3：新力金融完成借壳上市之后的 Ratio 分析

	2015-09-30	2015-3-31
资本回报率 (roic) (%)	1.82	0.73
净资产收益率 (%)	2.92	0.82
总资产收益率 (%)	0.85	0.43
杠杆系数	3.43	1.90
净利率 (%)	7.09	3.82
毛利率 (%)	38.91	20.31
总负债 (%)	70.85	47.23
所有者权益 (%)	29.15	52.77
自由现金流 (fcf)	-71,942	-4,254
自由现金流/营业收入 (%)	-82.28	-18.22
所得税占比 (%)	6.22	2.89
负债增长率 (%)	532.27	1.14
息税前利润 (EBIT)	18,927	2,269
所得税税率 (%)	46.73	43.01

数据来源：根据安徽巢东水泥股份有限公司2015年一季报和三季报整理。

在完成收购的第一个会计期间内，资本回报率相比第一季度上升了 1.09%，
可见收购之后各项业务总体给公司的经营在短期内带来了一定的现金流入。

我们发现在完成收购兼并后的第一个季度内，杠杆系数增加，我们利用杜邦
分析法（图 2）。

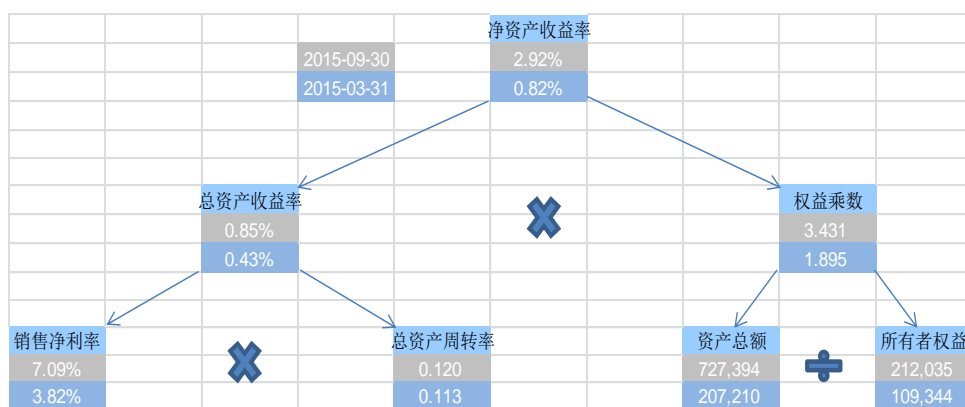


图 2：杜邦分析法

数据来源：根据安徽巢东水泥股份有限公司2015年一季报和三季报整理。

净资产收益率所增加的 2 个百分点中，主要来自是销售净利率与权益乘数的贡献。

新力金融优化业务结构、着力发展类金融业务，其置出水泥业务与资产后，并没有为总资产周转率带来巨量的变化。

而明显的是公司接连收购或控股一系列子公司，并通过像银行举债来获得资本流入，第三季度的负债比例增加到 70.85%，而且负债增长率于第三季度也相应增加了 532.27%，相比上个会计期间翻了五番。不过考虑到公司收购兼并后业务拓展带来的投资渠道的拓宽，未来负债预期会逐渐下降到类金融行业的正常水平。

通过分解杠杆系数，我们可以得到两个季度的 D/E ratio 如图 3：

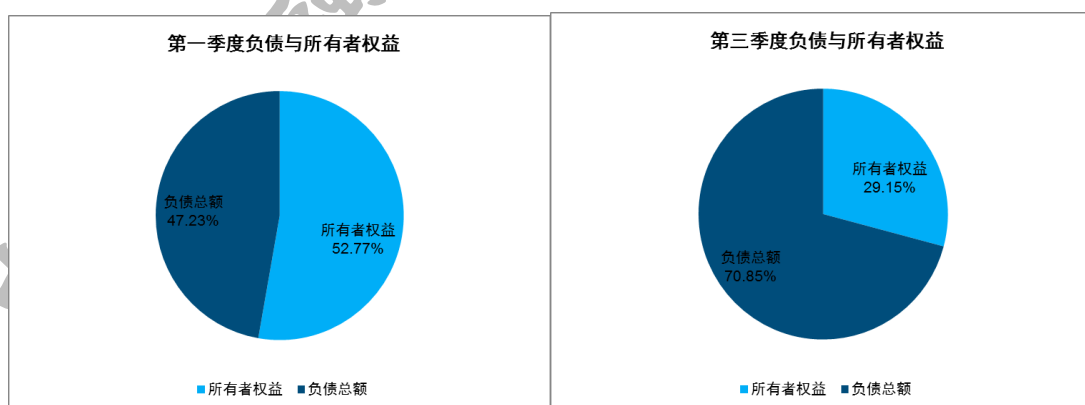


图 3：D/E ratio

数据来源：根据安徽巢东水泥股份有限公司2015年一季报和三季报整理。

第三季度的负债比例增加到 70.85%，而且负债增长率于第三季度也相应增加了 532.27%，相比上个会计期间翻了五番。不过考虑到公司收购兼并后业务拓

展带来的投资渠道的拓宽，未来负债预期会逐渐下降到类金融行业的正常水平。

净利率毛利率的增加也反映了新力金融完成借壳上市后经营能力的提升。借壳上市给新力金融带来新的动力。

自由现金流方面，公司在 FCF 仍然呈负数为 71,942 万元，在报告内，经营性现金流量（CF0）净流量为-102753 万元，较上年同期减少 335.31%，投资性现金流量（CFI）净流出为 105892 万元，较上年同期减少-3679.15%，融资现金流量（CFF）净流出为 219656 万元，较上年同期增加 646.44%，这些主要都是由于并购五家类金融公司（德合典当、德信融资担保、德善小额贷款、德润融资租赁、巢东矿业）借款产生的影响。

在将主营业务像互联网金融转变的过程中，新力金融的所得税率相对于原先实体经营的水泥业务，略微增加到 46.73%。

（4）基于融资优序理论的探讨

通过权益系数变形，可以得到第三季度的负债比例增加到 70.85%，而且负债增长率于第三季度也相应增加了 532.27%，相比上个会计期间翻了五番。在的会计期间内，虽然公司股东结构大洗牌，而新力公司的股本机构在收购兼并前后均没有变化，流通在外的股本基本不变。

我们可以认为与融资优序理论内容保持了一致。初始负债水平，存量债的加权平均票面利率，新债票面利率，存量债到期期限，无风险利率，外部融资需求数目，债券发行费率等变量的非定量变化使得资本结构发生上述变化，即实际操作带来的对新力金融资本结构带来的影响。

总结：理论上来说，盈利能力好的公司，公司治理情况较为优秀，公司内部管理更严格，风控系统甄别能力更强，逆向选择带给他们的影响可能并不严重，相对于举债融资，他们可能更加偏好于发股融资。另一方面，从公司内部治理的需要以及行业协会的监督出发，公司的各项比率以及年报中展现的数据可能会受到公司内部与公司外部的风控部门监视，由于这些硬指标的限制，降低了公司举债融资的意愿，从而公司可能更加偏好于发股融资。

需要指出的是，这些观点与融资优劣理论的逻辑并非是互斥的，他们可能共同作用于公司融资方式的选择中，而且现实中融资方式的确定，可能会更加侧重于一些非金融因素比如政策、政治、人脉关系、社会环境等等的的影响。

4. 新力金融重组以后，财务和资本结构会发生怎样的改变？公司的经济附加值（EVA）和总市值又会发生怎样的变化？

新力金融重组巢东股份是有其经济背景的。巢东股份是一家水泥系列产品的生产与销售企业。由于国内基础设施建设放缓，水泥产能出现较大过剩，2015年1-6月我国水泥行业产量10.8亿吨，同比下降5.3%，水泥行业利润总额132.65亿，同比下降61%，巢东水泥上半年利润环比下降65.24%。公司转型要求日益强烈。而新力金融的前身，是一家非标类的金融机构，以金融业务为主业，经营状况良好。这是两家完全不同类型的企业。

为什么新力金融会主动借壳巢东股份实现上市呢？从资本结构理论中，我们也可以找到答案。营业净利理论认为，不论财务杠杆如何，企业股权和债权的平均成本是不变的。企业的营业净利润才会改变企业的价值。在巢东股份营业净利润日益减少，势必降低企业的总市值。放松无税收假定条件下的MM定理认为，税负会使股本成本上升的幅度低于使用负债降低公司总资本成本的程度。即资产负债率越高，企业的总市值越大。巢东股份2014年的资产负债率为42.93%，低于行业平均资产负债率水平。那么巢东股份能否通过改善资本结构来提升总市值呢？

在水泥行业不景气的情况下，巢东股份积极剥离水泥行业相关资产，并购优质标的，进军类金融行业。2015年1月26日，公司与安徽新力投资集团有限公司签署《资产购买协议》，协议约定公司向交易对象购买德润租赁60.75%股权、德善小贷55.83%股权、德合典当68.86%股权、德信担保100%股权、德众金融67.5%股权，标的资产交易价值为16.82亿元。类金融机构盈利方式和传统的水泥行业有所不同，此后新力金融大举借债，资本结构有了很大的改变。此后2015年10月23日，公司与巢湖海螺水泥有限公司签订《资产转让协议》，公司向巢湖海螺水泥有限公司转让与水泥相关的资产和负债，转让价格为11.14亿元。交易完成后，公司主营业务彻底置出水泥业务，集中优势资源发展此前收购的五家类金融机构。发展类金融机构也让公司的盈利能力得到了提升。

（1）财务结构分析

表 4：新力金融重组前后的财务结构

	重组前 (2015 年 1 月-6 月)	重组后 (2015 年 6 月-12 月)
营业总收入 (亿)	5.50	8.22
营业利润 (亿)	0.48	2.19
净利润 (亿)	0.22	1.78
每股净收益 (元)	0.01	0.30
权益资本总市值 (亿)	59.31	78.52

数据来源：根据安徽巢东水泥股份有限公司2015年披露的半年报和新力金融股份有限公司2015年报整理

主营业务改变主要是从 2015 年 6 月开始，所以分析时段为 2015 年 1 月-6 月和 2015 年 6 月-12 月。营业净利理论认为公司的价值的提升非资本结构的改变而是通过营业净利润的提升。从公司剥离水泥行业资产，主营业务改变之后。公司的净利润率由 2015 年 1 月-6 月的 4% 上升到 2015 年 6 月-12 月的 21.65%。营业净利润率的上升带来了 ROE 的上升，运用股利折现模型，也能看出公司的价值是上升的。同时公司的权益资本总市值也有 2015 年 6 月的 59.31 亿上升为 2015 年 12 月的 78.52 亿。

(2) 资本结构分析

新力金融在剥离水泥行业和并购类金融机构前后，资产负债表项目变化巨大。资产重组发生在 2015 年上半年，所以比较时期为 2014 年和 2015 年年报。资产负债表变化必然引起公司资本结构的改变。对资产负债表进行水平分析。

表 5：新力金融的资产负债表

单位：元

	2015 年报	2014 年报	变动额	变动比率 (%)	报告期是基期倍数
报表类型	合并	合并			
流动资产					
货币资金	464654298	124557862	340096436	17.8959	3.7304
应收票据	615240	20195841	-19580600	-1.0303	0.0305
应收账款	11323179	4623436	6699743	0.3525	2.4491
预付款项	4605245	2120380	2484865	0.1308	2.1719
应收利息	5214214	0	5214214	0.2744	
其他应收款	87015041	4277934	82737107	4.3536	20.3404
存货	74701820	90078289	-15376470	-0.8091	0.8293
一年内到期的非流动资产	560214185	0	560214185	29.4785	
其他流动资产	137590488	4116698	133473789	7.0234	33.4225
流动资产合计	1346008109	249970440	1096037668	57.6735	5.3847

非流动资产:				0.0000	
发放委托贷款及垫款	1434842270	0	1434842270	75.5014	
可供出售金融资产	5845150	3000000	2845150	0.1497	1.9484
长期应收款	2245223924	0	2245223924	118.1437	
长期股权投资	5446069	0	5446069	0.2866	
投资性房地产	108807808	1852492	106955316	5.6280	58.7359
固定资产	1396400356	1484110352	-87709996	-4.6153	0.9409
在建工程	26149471	12519451	13630019	0.7172	2.0887
无形资产	127799336	130160600	-2361264	-0.1242	0.9819
商誉	572135247	0	572135247	30.1058	
长期待摊费用	432144	0	432144	0.0227	
递延所得税资产	42935344	13895689	29039655	1.5281	3.0898
其他非流动资产	2331062	4908239	-2577178	-0.1356	0.4749
非流动资产合计	5968348179	1650446824	4317901355	227.2081	3.6162
资产总计	7314356288	1900417265	5413939024	284.8816	3.8488
流动负债:					
短期借款	895400000	90000000	805400000	42.3802	9.9489
应付票据		30000000			
应付账款	177914166	176213816	1700350	0.0895	1.0096
预收款项	44534968	27642416	16892552	0.8889	1.6111
应付职工薪酬	25671702	19119467	6552235	0.3448	1.3427
应交税费	145230503	27751275	117479228	6.1818	5.2333
应付利息	15149990	798738	14351252	0.7552	18.9674
其他应付款	880335585	36010718	844324868	44.4284	24.4465
一年内到期的非流动负债	361625718	151000000	210625718	11.0831	2.3949
其他流动负债	552398	4262695	-3710297	-0.1952	0.1296
流动负债其他项目	42618425	0	42618425	2.2426	
流动负债合计	2589033456	562799124	2026234332	106.6205	4.6003
非流动负债:				0.0000	
长期借款	2115497447	230000000	1885497447	99.2149	9.1978
长期应付款	308020630	0	308020630	16.2081	
递延收益	22302390	23141220	-838830	-0.0441	0.9638
递延所得税负债	18718625	0	18718625	0.9850	
其他非流动负债		0		0.0000	
非流动负债合计	2464539093	253141220	2211397872	116.3638	9.7358
负债合计	5053572548	815940344	4237632204	222.9843	6.1936
所有者权益(或股东权益):				0.0000	
实收资本(或股	242000000	242000000	0	0.0000	1.0000

本)					
资本公积	353613302	353822141	-208839	-0.0110	0.9994
专项储备	2355561	2355561	0	0.0000	1.0000
盈余公积	73132482	73132482	0	0.0000	1.0000
一般风险准备	20144974	0	20144974	1.0600	
未分配利润	469021794	413166736	55855057	2.9391	1.1352
归属于母公司股东权益合计	1160268112	1084476920	75791192	3.9881	1.0699
少数股东权益	1100515628	0	1100515628	57.9092	
股东权益合计	2260783740	1084476920	1176306820	61.8973	2.0847
负债和股东权益合计	7314356288	1900417265	5413939024	284.8816	3.8488

数据来源：根据安徽巢东水泥股份有限公司2014年报和新力金融股份有限公司2015年报整理

由上述数据计算得知，资产负债率由基期的 42.93% 上升到报告期 69.09%。可以说有较大幅度的上升。放松无税收假定条件下的 MM 定理认为，税负会使股本成本上升的幅度低于使用负债降低公司总资本成本的程度。即资产负债率越高，企业的总市值越大。那么资产负债项目从哪些角度来影响资产负债率？资产负债率的提升有没有带来相应的企业总市值的提升？

表 6：新力金融资产负债表较大金额变动的原因分析

	变动金额（元）	报表附注	原因分析
一年内到期的非流动资产	560,214,185	由于并购子公司德润租赁，应收融资租赁金融增加。	金融行业融资租赁项目特征。
发放委托贷款和垫款	1,434,842,270	并购子公司，发放贷款及垫款增加较大所致。	类金融机构贷款所致。
长期应收款	2,245,223,924	合并收购子公司，应收融资租赁贷款增加较大所致。	类金融机构融资租赁项目特征。
短期借款	805,400,000	为德润租赁提供担保向交通银行短期借款 8,000 万元、向建设银行短期借入 2,540 万元、10,000 万元、向中国银行借入短期借款 3,000 万元、向中国对外经济贸易信托公司借入短期借款 20,000 万元。	类金融企业需要资金发放贷款。在主营业务变化的同时。资产结构也在发生变化。
一年内到期的非流动负债	210,625,718	为德润租赁担保，向合肥科技农村商业银行股份有限公司取得长期借款 4,580 万元。6,700 万元	类金融行业资金需求。
长期借款	1,885,479,447	以持有德润租赁等子公司股权质押，向工行借入 18,800 万元、招商银行借入 42,294 万元、向交通银行借入 7,000 万元、向华夏银行借入 3,531.25 万元。向浦发银行借入 52,000 万元、向合肥科技银行借入 5,350	类金融行业资金需求。

		万元、取得信托资金 8,000 万元。	
长期应付款	308,020,603	企业合并收购子公司德润租赁，收到的融资租赁保证金较大所致。	类金融机构融资租赁项目特征。

数据来源：根据安徽巢东水泥股份有限公司2014年报和新力金融股份有限公司2015年报整理

要解释公司在财务结构和资本结构改变的情况下，公司总市值有无增加？可以从资本结构理论中的相关理论观点出发进行分析。

营业净利理论认为，不论财务杠杆如何，企业股权和债权的平均成本是不变的。企业的营业净利润才会改变企业的价值。公司的营业净利润从 4%上升到 21.65%。按营业净利理论，企业市值应该增加。另外，在放松无税收假定条件下的 MM 定理认为，税负会使股本成本上升的幅度低于使用负债降低公司总资本成本的程度，即负债具有“税盾”效应，若资产负债率越高，企业的总市值越大。新力金融从 2014 年底到 2015 年底，公司资产负债率从 42.93%上升到 69.09%，从“税盾”将就角度上讲，公司的总市值应该提升。由于公司总市值由权益资本市值加债务资本的市值构成，若新力金融的债务资本的估值相对稳定，公司债务成本未因负债增加而明显提高，公司债务的增加，会引起公司债务绝对市值上升，若公司权益资本市值上升，则公司总市值必然增加。查阅新力金融近两年来的年报，其负债增长主要源于长期借款，主要来商业银行的贷款，而非发债。故债务资本市值会相对稳定，公司权益资本市值的上升，必然带来公司总市值的增长。

公司权益资本总市值=股票价格*总股本

2014 年 12 月 31 日，公司权益资本总市值
 $=11.20 \times 242,000,000 = 2,710,400,000$

2015 年 12 月 31 日，公司权益资本总市值
 $=30.56 \times 242,000,000 = 7,395,520,000$

从公司权益资本总市值来看，主营业务改变和资本结构的改变，明显提升了公司的总市值。

经济增加值(EVA)=税后净营业利润(NOPAT)－资本成本

(cost of capital) = 税后净营业利润(NO PAT)－资本总额(total asset) *
 加权平均资本成本(WACC)

2014 年经济附加值：

$EVA = 105,325,892 - 2,742,000,000 \times 24.10\% = -555,496,108$

2015 年经济附加值：

$$EVA=199,725,884-9,550,920,000*18.59\%=-1,575,790,144$$

虽然经济附加值较上期没有增长，还有大额的下降。但我们认为是重组时间尚短，资产的收益还未体现。从公式中我们可以看出，2015 较 2014 年总资产的平均成本在下降。而且 2015 年的营业净利润也在上升。在总市值上升的情况下。我们可以预测未来经济附加值将会提升。

5. 安徽省供销社通过搭建金融控股平台，进行资本运作的创新，实现类金融控股公司成功上市，探讨这种金融创新模式的推广价值。

(1) 交易各方利益共赢——关键

此次新力投资的资本运作创新使得交易各方都获得利益，新力投资得以“曲线借壳”上市；昌兴矿业高溢价退出；海螺水泥整合了水泥资产。所以，利益共赢是此次资本运作创新成功的关键。对新力投资这样一家专注股权投资和资产管理的公司来说，运营专业化程度极高的水泥资产实属能力范围以外的事情，所以，2015 年 11 月巢东股份剥离水泥资产，变“水泥+类金融”双主营业务运营，为“类金融”单主营业务运营；而对海螺水泥来说，接盘巢东股份水泥资产不失为重大利好，因为 2013 年以后，安徽省就不再审批水泥新增产能项目，现有的水泥生产线都成了“香饽饽”。昌兴矿业出让了其持有的 3630 万股上市公司股份，占公司股份总数的 15%，此次股份转让每股出让价格为 16 元，总价款 58080 万元，昌兴矿业高溢价退出。

(2) 规避借壳上市——技巧

2015 年 1 月 27 日，上市公司巢东股份（第一大股东为昌兴矿业，持股 33.06%）以 16.82 亿元的现金收购德润租赁 60.75%股权、德善小贷 55.83%股权、德合典当 68.86%股权、德信担保 100%股权及德众金融 67.5%股权，进入类金融领域。此时，巢东股份第一大股东昌兴矿业有上市公司 8000 万股，正处于质押状态。而仅以交易对方新力投资对 5 家类金融企业的持股比例来计算，其资产价值已经超过 9.8 亿元，如果换算成巢东的股权，超过 8700 万股。为避免控制权变更构成借壳，本次重组采取现金收购的方式。虽然此次收购资产规模达上市公司净资产的 148%，但巢东股份控股股东、实际控制人黄炳均不会发生变化，并不构成借壳上市。

按照现行《上市公司重大资产重组管理办法》对借壳上市的规定，像新力投

资这样的类金融公司无法借壳上市，本次重组以现金收购的方式，实际控制权没发生变动，不构成借壳上市，成功规避证监会监管。

（3）新力金融面临的三大挑战（上市后）

资金压力。公告称，巢东股份将向浦发银行合肥分行申请年息为 8% 的并购贷款 5.2 亿元，期限为 3 年。而剩余的 10 亿元款项则由公司第二大股东——海螺水泥负责提供支持。换言之，此次收购的逾 9 成资金并非出自巢东股份自己腰包。根据 3 季度披露的 2015 年 1-7 月份财务报表，公司账面货币资金只有区区 1000 多万，而短期借款 2 亿，长期借款 10 亿多，那么银行和海螺水泥为何还敢于借款呢？主要还是新力投资给出的盈利承诺——新力投资已经承诺本次交易完成后标的资产 2015 年—2017 年度实现净利润分别不低于 1.9 亿元、2.4 亿元、3.1 亿元，否则，将以现金方式按照《业绩补偿协议》进行补偿，“这些利润足够公司如约偿还银行贷款本金以及利息”

管理的压力。化身新力金融后，涉足的责任盈利能力更强的金融蓝海，但水深浪大也在所难免，而以目前的管理层来看，其管理能力和开拓能力，还并不令人放心。根据公告，经公司董事长徐立新先生提名并经公司董事会提名委员会审核同意，公司于 2015 年 11 月 24 日召开第六届董事会第十九次会议，审议通过同意聘任荣学堂先生为公司总经理，钟刚先生、孟庆立先生为公司副总经理，桂晓斌先生为公司财务总监兼董事会秘书。在新的高管队伍中，60 后两名，70 后 3 名，除董事长硕士学历外，全部为大学本科学历，尽管都有相关行业从业经验，但从教育背景和从业经历来看并无太多亮点，能否在金融和互联网+的浪潮中积极开拓值得观察。毕竟，管理五家安徽本土类金融公司并非难事，但向外拓展，攻城略地，这种高管队伍还是要先给予谨慎怀疑的态度。而根据相关资料，公司国企氛围还是十分浓郁的，开会、报道以及业务活动的开展处处透露这国企的一些作风——而这些很多是与互联网金融的管理氛围不相容的。

行业严格监管和竞争激化的压力。网络借贷中介意见实施后，国家将对 p2p 平台进行更加严格的监管，德众金融能否做大做强需要进一步观察。目前，p2p 平台已经呈现出更加明显的分化趋势，2015 年据说淘汰了近 900 家。而新政实施后，估计更多的平台会死掉，剩下的将是强者的 pk，在剩者为王的互联网时代，德众金融能否活到最后呢？目前看，德众金融还局限于安徽地区，下一步走

势并不明朗，但从资质来看依托国资背景和上市公司的优势，做大做强的资源是有的，但走出去的魄力呢？金融租赁依然是朝阳行业，而且从目前门槛来看还是比 p2p 高，这块的利润也不低，新力金融可否有收购此类的标的的意向也值得期待。

综上可知，新力投资的这种金融创新模式在实际推广过程中，首先，一定要照顾各方利益，寻找各方利益的诉求点和合作共赢的机会，这是关键和前提；其次，选择合适的资本运作方式，有效规避证监会的监管，成功上市；最后，要拥有雄厚的资金实力参与并购重组以及公司所从事业务要有良好的发展前景，这样上市后才能快速发展。

6. 参考文献

- [1] Stephen H. Penman. Financial Statement Analysis & Security Valuation. McGraw-Hill Education, 2002.
- [2] 涂毅, 刘源. EVA 与价值评估[J]. 财务研究, 2003.
- [3] 陈浩. 中国类金融第一股“花落”新力[EB/OL]. <http://www.huishangol.com/display.php?id=8543>, 2015-09-17/2016-04-17.
- [4] 中国证券网. 巢东股份更名为“安徽新力金融股份有限公司”[EB/OL]. http://ggjd.cnstock.com/company/scp_ggjd/tjd_ggkx/201603/3748532.htm, 2016-03-28/2016-4-17.
- [5] 袁燕萍. 到 2017 年安徽省不再审批水泥平板玻璃新增能源[EB/OL]. <http://www.ccement.com/news/content/7614980509490.html>, 2014-09-23/2016-04-17.
- [6] Berger, p. and Ofek, E., 1995, “Diversification’s Effect on Firm Value”, Journal of Financial Economics, 37.
- [7] Fazzari, Steven, R. Glenn Hubbard, and Bruce Petersen, 1988, “Financing Constraints and Corporate Investment”, Brookings Papers on Economic Activity.
- [8] Gertner, R., Scharfstein, D., and Stein, J., 1994, “Internal Versus External Capital Markets”, The Quarterly Journal of Economics. Vol. 109(4).
- [9] Kaplan, S. and Zingales, L., 1997, “Do Investment Cash Flow Sensitivities Provide Useful Measures of Financing Constraints”, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 112(1).
- [10] Khanna Naveen, Sheri Tice, 2001, “The bright side of Internal capital markets”, Journal of Finance, 52.

五、关键点

1. 关键点：本案例结合理论分析新力金融成功借壳巢东股份上市的路径及效果，探讨新力金融资产重组动因及其深层次经济学原理，以及类金融公司新力金融通过搭建金融控股平台的创新模式是否具有可推广性。

2. 关键知识点：围绕企业并购理论，分析新力金融借壳巢东股份上市的动

因，了解 IPO 与借壳上市的优劣。基于资本结构理论，分析新力金融重组后其财务和资本结构变化，以及对公司总市值的影响。

3. 能力点：分析与综合能力、批判性思维能力以及解决问题的实际能力。

六、建议课堂计划

本案例可以作为专门的案例讨论课来进行，如下是按照时间进度提供的课堂计划建议，仅供参考。

整个案例课的课堂时间控制在 80-90 分钟。

课前计划：提出启发思考题，请学生在课前完成阅读和初步思考。

课中计划：

课堂前言（2-5 分钟）简单扼要、明确主题

分组讨论（30 分钟）发言要求：准备发言大纲

小组发言（每组 5 分钟）幻灯片辅助，控制在 30 分钟

引导全班进一步讨论，并进行归纳总结（15-20 分钟）

课后计划：请学生上网搜索新力金融的相关信息资料，尤其最新信息，采用报告形式给出更加具体的解决方案，或写出案例分析报告（1000-1500 字）；如果对此案例有兴趣跟踪，建议联系案例作者或企业负责人，进行深入研究。明确具体的职责分工，为后续章节内容做好铺垫。

（案例使用说明字数：15,623）