

PDF-CASE2016030

国轩高科借壳上市案例研究¹

案例正文

摘要：在 IPO 受阻的基础上，借壳上市成为了企业进入资本市场的一条捷径。然而，借壳失败的例子也有很多。因此，如何在规范运作的基础上成功借壳上市，为众多非上市企业所关注。本案例在对并购重组、企业借壳上市的理论和概念进行阐述的基础上，对国轩高科借壳东源电器的案例进行分析。介绍了交易双方的基本情况及交易动机，国轩高科对壳公司的选择，借壳上市的方案内容以及方案分析，然后运用财务分析法对国轩高科借壳上市前后合肥国轩高科动力能源有限公司和东源电器的绩效进行分析，检验案例的实施情况和完成效果。最后，得出国轩高科成功借壳上市的一些结论和对企业借壳上市的建议，为企业借壳上市提供借鉴和参考。

关键词：借壳上市，国轩高科，东源电器

0 引言

为了实现上市融资，企业既可通过首次公开募股直接上市，也可以借壳上市。借壳上市方式的并购不仅使资源能够得到合理并且优化的配置，继而加快战略性的调整市场经济结构的步伐，而且也帮助解决民营企业在发展历程中，遇到的资金短缺等一系列问题，提供了一条能够使企业实现资本加速扩张的便捷通道。

-
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。

借壳上市为非上市公司提供了 IPO 之外的一条道路,然而在绕过了 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。因此,对于借壳上市过程的研究,有助于为那些拟借壳上市的企业提供借鉴,以减少不必要的损失。

国轩高科是一个成功借壳上市的例子。壳资源是东源电器。主要是通过一次资产重组构成借壳上市。早在 2012 年,东源电器就开始发布公告,为准备发生重大的资产重组而进行停牌。2015 年,国轩高科借壳东源电器上市。公司实际控制人也发生了变动。于 2015 年 9 月,股票简称由“东源电器”改为“国轩高科”。本案例对国轩高科借壳东源电器的案例进行分析。在对国轩高科的案例分析中,首先介绍了交易双方的基本情况及交易动机,国轩高科对壳公司的选择,借壳上市的内容以及方案分析,然后运用财务分析法对国轩高科借壳上市前后合肥国轩高科动力能源有限公司和东源电器的绩效进行分析,检验案例的实施情况和完成效果。最后,得出国轩高科成功借壳上市的一些结论和对企业借壳上市的建议,为企业借壳上市提供借鉴和参考。

1 案例背景

1.1 法律和制度背景

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^[1]。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²。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。

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、

²数据来源于证监会统计数据

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^[1]。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。

由于直接上市审核周期长,条件严格。不少企业(特别是民营企业)选择借壳上市的方式间接上市。A股市场的借壳上市的模式和交易结构各有不同,本质上都是绕道上市。^[2]

1.2 锂电池行业的背景

我国锂电池行业的需求在2015年获得爆发式增长。国轩高科是国内一家生产锂电池的重要企业。连年高速增长的业绩,使她有了上市融资的需求。国轩高科通过资产重组和向特定对象发行股份募集配套资金借壳东源电器实现上市。这是一个借壳上市典型的成功案例。

锂电池是一种充电电池。该电池电极的正极的材料中一般含有锂元素。优点是无毒无害、充电的时候没有记忆效应、循环寿命长、输出电压高等。缺点是容量受温度的影响、安全性能不好。主要应用领域有电动交通工具、消费电子、大型动力电源、二次充电等。在锂电池产业链中,上游有钴、锂、石墨等原材料。中游为锂电池正极、负极、电解液、隔膜的制造与封装。下游为消费电子动力电池。主要应用于手机、笔记本电脑、相机、电动工具、电动自行车等产品的电池。新兴的应用有储能领域和新能源汽车。其中新能源汽车的兴起大大刺激了锂电池的需求。2014年全球锂电池市场份额中,中国占有27%,日本占有35%,韩国占有34%。全球锂电池主要企业中,占有市场份额最多的前三家企业为三星SGI、LG化学、松下。这三家公司占有的市场份额总和为全球市场份额的51%。我国最大的两家锂电池企业是比亚迪和天津力神。国轩高科是我国锂电池龙头企业。也是我国最早从事锂电池自主研发、生产、销售的企业之一。我国其他重要的锂电池企业还有光宇、ATL、深圳比克等。

2015年4月,赛迪智库发布了《锂电子电池产业发展白皮书》。显示了,2014年我国锂电池消费进入了低速增长。今年来,伴随着国家相关政策的支持。我国电动汽车产量井喷式增长。根据工信部消息,2015年中国累计生产新能源汽车37.90万辆,同比增长4倍。锂电池是目前电动汽车动力的主流。其需求也在电动汽车增产的消息的刺激下需求大增。投资行为很活跃。国轩高科这个国内锂电池龙头企业融资需求也大大增加。当然,也无法排除未来会有新的电池代替锂电池的可能,比如日本又研究出了氢燃料电池。锂电池投资过快增长也会导致产能

过剩。我国锂电池的安全还有待提高，比如深圳 4.26 五洲龙电动大巴起火事件就是一个证明。综合上面提到的乐观因素和不乐观因素。国轩高科作为一家锂电池生产企业，自然应该利用这种市场投资热潮为自身融资、扩大产量与市场，提高竞争力。

锂电池行业有一个显著特征是，上游、中游、下游容易形成三角债务关系。根据公告中的数据。2011 年，国轩高科应收账款为 0.17 亿元。2014 年应收账款为 5.29 亿元。分别占当期营业收入的 8.67%和 67.73%。2013 年，国轩高科应收账款和长期应收账款账面价值同比增长 111.6%，2014 年为 65.41%。这一骤升的应收账款也和国轩高科借壳上市不无关系。

更重要的是，国轩高科不仅面临与国内同行企业的竞争，也会面临国际同行的竞争。在新能源汽车在全球取得发展的同时。如果国轩高科不能获得更多的融资，就无法实行更多扩张的计划。也就无法掌握先机利用锂电池业发展的浪潮提升自身竞争力。同时为了应对国际巨头（如特斯拉、三星 SDI）的威胁。国内相关锂电池企业纷纷加快布局动力电池。同时解决伴随着扩张到来的融资问题。^[7]

上市是解决融资问题的重要途径。直接上市的缺点是审核时间很长、过程复杂、要求严格。目前我国上市公司多是国有企业，民营企业所占的比例很小。锂电池行业的发展仍有不少争论，变化莫测。尽快上市有助于更快、更好获得更多的投资。国轩高科最终选择资产重组和募集配套资金来借壳上市。^[8]

1.3 国轩高科发展历史

2006 年 5 月，合肥国轩高科动力能源有限公司成立。座落于合肥市新站区瑶海工业园，注册资本 8.8 亿元。专业从事锂电池及其材料的研发、生产和经营。主要产品为磷酸铁锂材料、动力电池组等。承担了三项国家“863”重大课题。现有专业研发队伍 280 多人，其中硕博占 70%以上。现将合肥国轩高科动力能源有限公司的发展过程简介如下：

2006 年 5 月，合肥国轩高科动力能源有限公司成立。12 月，一期厂房竣工，生产线设备进入安装调试阶段。

2007 年 2 月，磷酸铁锂材料生产线投产运行。10 月，国轩高科工程研究院成立。

2008 年 12 月，通过安徽省高新技术企业认证。

2009 年 10 月，被列入合肥市“十城千辆”电动汽车示范运营主要实施单位之一。12 月，开始电动大巴电池生产，并于 12 月底完成 30 辆公交大巴电池模组的组装。

2010 年 3 月，磷酸铁锂材料生产线扩产。8 月，20 万 AH 汽车专用铁锂电池生产线奠基开工。

2011 年 12 月，国轩高科工程研究院被认定为安徽省工程技术中心。

2012 年 8 月，与将其合作开发 3000 辆爱意为三代纯电动轿车。11 月，完成股份制改造，更名为合肥国轩高科动力能源股份公司。12 月携手合肥昌河开发的三款纯电动汽车正式下线交付使用。

2013 年 1 月，省级博士后科研工作站获批。

2014 年 6 月，与陶氏化学、安逸达分别签订战略合作协议。7 月，国轩美国硅谷研究院成立。8 月，搭载国轩电池组 200 辆南京金龙大巴服务南京青奥会。9 月，搭载国轩锂电池 100 辆江淮 IEV 出口美国。10 月，新线项目 1 亿 AH 电池生产线顺利实现达产。11 月，与交通银行安徽省分行签署全面战略合作协议。

2 案例概况

2.1 借壳方：国轩高科概况

2.1.1 国轩高科公司简介

合肥国轩高科动力能源有限公司成立于 2006 年 5 月，注册资金 24325 万元，现有职工 2300 人，专职研发队伍 150 余人，其中硕博人员占比 50%以上。公司注册资本 20,221 万元，实际控制人为李缙。公司专业从事锂离子电池及其材料的研发、生产和经营，拥有核心技术知识产权，主要产品为磷酸铁锂材料、电芯、动力电池组、BMS 系统及储能型电池组。公司承担三项国家“863”重大课题单位、参与三项新能源汽车创新工程，是一家拥有自主知识产权核心技术的国家火炬计划重点高新技术企业。公司于 2008 年建成国轩高科工程研究院，与中科院、美国阿贡国家实验室、新加坡国立大学、等高等学府、科研机构有良好的合作关系，并与中国科学技术大学、合肥工业大学、安徽大学结成产学研战略合作联盟。公司研发的锂电池广泛用于纯电动大巴、中巴、轿车、太阳能电站、电动自行车、电动叉车、军用设备、通讯基站、风光互补路灯等领域。使用国轩高科锂动力电池的纯电动轿车、纯电动大巴、纯电动特种车等实际投放市场运营的数量占目前国内市场的总量的 30%以上。在 2013 年高工锂电产业研究所（GBII）对中国电池市场调研中，国轩高科排名“2012 年中国电池产值十强”第一位。

2.1.2 股权控制情况

国轩有限设立时，国轩有限股权结构如下：

表 1 国轩高科股本结构（2006）

股东名称	认缴出资（万元）	实缴出资（万元）	认缴出资比例（%）
珠海国轩贸易有限责任公	3,800	1800	76.00

司			
合肥国轩营销策划有限公司	1200	1200	24.00
合计	5000	3000	100.00

借壳前国轩高科股权结构（前十大股东）如下：

表 2 国轩高科股本结构（2013）

股东姓名或名称	持股数额（万股）	持股比例（%）
珠海国轩贸易有限责任公司	8,925	44.14
佛山电器照明股份有限公司	3,000	14.84
厦门京道天能动力投资合伙企业（有限合伙）	1,700	8.41
深圳金涌泉投资企业（有限合伙）	1,665	8.23
安徽欧擎海泰投资合伙企业（有限合伙）	1000	4.95
李晨	900	4.45
蚌埠皖北金牛创业投资有限公司	600	2.97
上海显实投资合伙企业（有限合伙）	516	2.55
合肥乾川投资咨询合伙企业（有限合伙）	400	1.98
方清	173	0.86

重组前，公司由珠海国轩贸易有限责任公司相对控股。

2.1.3 主营业务发展状况

国轩高科主营业务是电池锂离子电池及材料。

公司并购前三年（2012-2014）资产负债状况如下表：

表 3 国轩高科 2012-2014 年公司负债状况简表（单位：万元）

项目	2012 年 12 月 31 日	2013 年 12 月 31 日	2014 年 12 月 31 日
总资产	138,148.29	179,977.61	258,495.35
负债	74,571.75	93,998.77	146,982.01
净资产	63,576.54	85,978.84	111,513.33
资产负债率	53.98%	52.23%	56.86%

公司并购前三年（2012-2014）收入利润状况如下表：

表 4 国轩高科 2012-2014 年公司利润状况简表（单位：万元）

项目	2012 年 12 月 31 日	2013 年 12 月 31 日	2014 年 12 月 31 日
营业收入	56,096.45	77,939.02	101,434.01
利润总额	15,329.30	25,574.22	29,643.41
净利润	13,101.87	21,779.46	25,534.49
净资产收益率	20.61%	25.33%	22.90%

并购重组前，国轩高科的资产负债率低于 60%，但相对较高。公司利润连年攀升，净资产收益率相对较高，经营状况较好。公司发展潜力良好。

2.2 壳公司：东源电器概况

2.2.1 东源电器公司简介

东源电器，全称江苏东源电器集团股份有限公司，于 1995 年 10 月由通州市十总集体资产投资中心、南通通能投资实业有限公司等共同出资组建，目前拥有东源阿斯通、东源泰富、东源天利、东源钢构、东源互感器 5 家控股子公司（简称），是江苏省开关行业最大规模的生产企业。公司实际控制人为孙益源。公司现有员工 950 名，其中科技人员占总数的 32%。公司主营高压电器、高低压开关成套设备、风电电控设备、配网智能化设备、电器数字化设备、环保电器、船舶电器、铁路电器及各类元器件的制造和销售。公司是原机电部、能源部首批定点的高低压开关设备生产厂家，华东地区高压成套开关设备生产基地和电器开关行业重点骨干企业。公司成立时注册资本 3,204 万元，设立时公司的实际控制人为国有企业通州市十总镇乡镇企业管理服务站。设立时股本结构如下：

表 5 东源电器股本结构（1998）

股东名称	持股数（万股）	持股比例
通州市十总镇乡镇企业管理服务站	2,224.00	69.40%
江苏东源集团有限公司工会	781.00	24.39%
通州市东源制衣厂	128.00	3.99%
通州市十总建筑安装工程有限公司	54.00	1.69%
通州市十总塑料制品厂	17.00	0.53%

2006 年 10 月 18 日起东源电器在深圳证券交易所上市，公开发行人 2,400 万股人民币普通股股票，总股本增至 6,900 万股。公司重组前股权情况如表 3.7 所示：

表 6 东源电器重组前十大股东情况

股东名称	股东性质	持股比率	持股数量
孙益源	境内自然人	12.77%	32,359,500
南通投资管理有限公司	国有法人	7.01%	17,773,186
邱卫东	境内自然人	3.06%	7,748,798
华润深国投信托有限公司-龙信基金通 1 号集合资金信托	其他	2.45%	6,212,403

李自英	境内自然人	1.44%	3,650,000
全国社保基金一一八组合	其他	1.14%	2,879,378
崔昕	境内自然人	1.07%	2,717,711
上海盛宇股权投资中心（有限合伙）	境内非国有法人	0.92%	2,323,850
刘洪海	境内自然人	0.81%	2,050,200
华润深国投信托有限公司一泽熙7期单一资金信托	其他	0.78%	1,985,700

公司重塑前由孙益源相对控股。

2.2.2 主营业务

东源电器主营业务为系列开关、开关柜、钢结构厂房、互感器和变压器等。公司并购前三年（2012-2014）的财务状况简要说明如下表：

表 7 东源电器 2012-2014 年资产状况简表（单位：元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年
总资产	1,078,804,761.21	1,265,696,798.25	1,273,976,676.14
股东权益	512,469,402.43	532,313,724.99	525,736,031.64
归属于上市公司 股东的每股净资 产	1.75	1.84	4.36

表 8 东源电器 2012-2014 年利润状况简表（单位：元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年
营业收入	593,375,535.96	738,454,890.18	885,506,247.43
利润总额	58,328,140.5	53,370,614.18	58,453,633.61
归属于上市公司 股东的净利润	36,937,242.84	29,139,772.67	37,641,329.54
基本每股收益（元/股）	0.15	0.12	0.15

重组前，公司的资产、营业收入等的增长放缓，净利润增长不多，公司发展遇到瓶颈。

2.3 借壳与让壳动机

2.3.1 国轩高科的借壳动因

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。

2.3.2 东源电器的让壳原因

一般而言，上市公司出让壳有两类原因：一是被动出让，2001年证监会出台《亏损企业暂停上市和终止上市实施办法》规定，上市公司连续三年亏损将被暂停上市，那些由于经营困难，扭亏无望，面临退市的上市公司将会被沦为壳公司，如ST类公司；二是主动出让，这类公司不存在经营问题，无亏损，公司经营业绩平淡，但在本行业找不到突破方向新的投资项目，上市资格对其而言已经显得不那么重要了，如果能遇到合适的借壳方，实现强强联合，寻找新的发展方向，达到各自利益的最大化，则更愿意出让壳从而成为壳公司[18]。

东源电器的让壳原因显然是后者。东源电器是国内中高压开关设备行业的领先企业之一，具有很高的行业知名度和客户认可度。东源电器多次在国家电网招标中的中标，产品销售量曾排到全国前三名。公司的总资产和营业收入都在增长，并不像一些ST公司一样经营困难。然而，东源电器所处的输配电设备的行业竞争越来越激烈，上市以来的主营业务业绩虽较为稳定，但成长性相对不足，并未达到预期成果。公司2011年至2013年营业收入从6.10亿元增长到7.38亿元，但是净利润却从3647.26万元下降至2913.98万元；相对于8年前上市之初，东源电器营业收入增长了4.58亿元，而净利润却仅仅增长362.73万元，其主营业务处于增收不增利的艰难局面，发展前景存在着较大的不确定性，现有资产及业务的持续盈利空间比较有限。若能与国轩高科重组，加大动力锂电池板块与输变电板块的业务进行整合，实现上市公司主营业务的转型，上市公司资产质量将得到明显改善，业务线将得到明显拓宽，公司发展潜力、盈利能力和持续经营能力都将大幅提升，从而大幅提高公司的市场竞争力，实现上市公司股东利益的

最大化。

3 借壳上市实施

3.1 国轩高科对壳公司的选择与决策

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：

（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。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。

（2）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。

（3）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。

（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。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。

3.2 借壳上市方案

本次借壳上市的交易方案如下：

（1）发行股份购买资产

珠海国轩贸易有限责任公司等 9 家企业及李晨等 42 名自然人将合计持有的国轩高科 99.26% 股权作价 33.26 亿元出售给东源电器，东源电器将发行股份 4.88

亿股向交易对方支付交易对价。本次重大资产重组完成后，国轩高科成为东源电器的控股子公司。

(2) 向特定对象发行股份募集配套资金

东源电器拟向特定对象李缜、王菊芬、吴永钢、陈林芳等四名自然人发行股份募集配套资金，募集配套资金总额 8.208 亿元，募集资金总额将不超过本次交易总额的 25%，李缜、王菊芬、吴永钢、陈林芳等四名自然人将以现金认购上市公司本次发行的股票。根据拟募集配套资金的金额及发行价格计算，东源电器本次募集配套资金拟发行股份数量为 1.21 亿股。

本次交易完成后，东源电器的控股股东将变更为珠海国轩，实际控制人将变更为李缜³。

4 借壳上市后的股权结构、主营业务与市场反应

4.1 上市公司股权结构变化

这次交易直接影响了上市公司股权结构，资产重组整合后，珠海国轩成为上市公司的控股股东，持股比例达 25.05%。重组前总股本为 25,336.80 万股，重组后达到 86233.21 万股。重组后股权情况如表 4.1 所示：

表 8 东源电器重组后十大股东情况

股东名称	持股数量 (股)	持股比例(%)	股份性质
珠海国轩贸易有限责任公司	217,193,296	25.190	流通受限股份
李缜	102,390,529	11.870	流通受限股份
佛山电器照明股份有限公司	73,006,150	8.470	流通受限股份
厦门京道天能动力股权投资合伙企业(有限合伙)	41,370,152	4.800	流通受限股份
深圳金涌泉投资企业(有限合伙)	40,518,413	4.700	流通受限股份
孙益源	24,554,000	2.850	流通受限股份
安徽欧擎海泰投资合伙企业(有限合伙)	24,335,383	2.820	流通受限股份
李晨	21,901,845	2.540	流通受限股

³来自东源电器《关于公司控股股东、实际控制人权益变动暨公司控股股东、实际控制人变更的提示性公告》

			份
南通投资管理有限公司	15,177,278	1.760	流通 A 股
蚌埠皖北金牛创业投资有限公司	14,601,230	1.690	流通受限股份

4.2 上市公司主营业务变化情况

在本次并购交易前，东源电器的主营业务为输配电产品和钢结构产品。本次并购重组后，公司将动力锂电池板块与输变电板块的业务进行整合，主营业务变成电池和输配电产品。

4.3 市场反应

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 1 所示：



图 1 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 4.1 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。

5 讨论题目

从国轩高科借壳上市动机的形成、壳资源的选择，到借壳上市的具体方案实施和风险控制以及上市后股权结构、主营业务的变化和市场反应上市，国轩高科借壳上市都带给人们太多的启示，引发人们太多的思考。本案例的侧重点在于：结合国轩高科借壳上市案例，重点思考如下问题：

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选择；
2. 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？

参考资料

- [1]王皓. 我国 A 股市场企业借壳上市相关问题研究[D]. 西南财经大学, 2013.
- [2]P. Dodd, R. Ruback. 1977. Tender Offers and Stockholder Returns: An Empirical Analysis. Journal of Financial Economic, 3:351-374.
- [3]Agrawal A. Jaffe J F. Gershom N M. The post-merger performance of acquiring firms: a re-examination of an anomaly [J]. Journal of Finance, 1992(4):115-146.
- [4]Singh A. Corporate Financial patterns in industrializing economies: a comparative international Study [J]. International Finance Corporation, Department of Economics Working Paper, 2010, (12).
- [5]Sanjai B, David Hirshleifer, Robert Noah [J]. The Effect of Takeovers on Shareholder Value, 2001(12):117-123.

[6] Thomas L, James. Use of reverse mergers to bypass IPOs: a new trend for nanotech companies [J]. Nanotechnology Law & Business 2007 (3): 661-664.

[7] 赵昌文. 壳资源研究-中国上市公司并购理论与案例[M]. 成都: 西南财经大学出版社, 2001.

[8] 张小倩. 企业并购绩效的实证研究[J]. 消费导刊, 2009, 04: 77+96.

[9] 任刚要. 我国证券市场借壳上市动因分析[J]. 中国商界(下半月), 2009, 06: 45+47.

[10] 罗诗艺, 王杰, 帅许飞, 黄颖, 王欣欣. 浅谈借壳上市[J]. 现代商业, 2013, 08: 195.

[11] 李莎. 对借壳上市问题的思考——基于凯迪投资借壳上市案例的分析[J]. 时代金融, 2014, 24: 173-174.

[12] 周筱. *ST 华科公司重组案例研究[D]. 石河子大学, 2013.

[13] 袁钰菲. 借壳上市认定标准研究[J]. 证券法苑, 2015, 01: 156-171.

[14] 程久志. 企业借壳上市和 IPO 模式的比较[J]. 消费导刊, 2010, 03: 120.

[15] 刘力争. 民营企业借壳上市行为研究[D]. 安徽大学, 2013.

[16] 沙牧. 中南房地产借壳上市的案例分析与研究[D]. 沈阳工业大学, 2015.

[17] 许佳新. 证券公司借壳上市问题研究[D]. 西南财经大学, 2014.

[18] 孙春甫. 借壳上市的动因及交易模式分析——以大有能源借壳欣网视讯为例[J]. 征信, 2013, 03: 90-92.

[19] 刘立海. 山东钢铁集团并购重组绩效研究[D]. 青岛理工大学, 2013.

Case Study on Guoxuan High-tech Co., Ltd.'s Backdoor listing

Abstract:

On the basis of IPO blocked, backdoor listing has become the enterprises enter the capital market a shortcut. However, there are also many examples of backdoor failure. Therefore, how successful backdoor listings operate on the basis of norms attracts the attention of many private enterprises. This paper analyzes the case of the Hefei Guoxuan High-tech Power Energy Co., Ltd., which successfully completed a backdoor listing, based on the theories and the concepts of M&A and backdoor listing. In the case analysis, firstly, the basic situation of the both sides of the transaction and the transaction motivation will be introduced. Secondly, this paper introduces how Guoxuan High-tech Co., Ltd. chooses shell companies and the program's content and analysis of backdoor listing. And then, the performance of Hefei Guoxuan High-tech Power Energy Co., Ltd. and Jiangsu Dongyuan Elec'l Grp Co., Ltd. before and after the backdoor listing will be analyzed by financial analysis, in order to test the implementation and finished result of the backdoor listing. Finally, this paper arrives at some of the conclusions of Guoxuan High-tech Co., Ltd.'s successful backdoor listing and recommendations on corporate backdoor listing to give some examples to the unlisted companies which are intended backdoor listing.

Key Words: Backdoor listing, Guoxuan High-tech Co., Ltd., Case analysis, Performance evaluation

(案例正文 13228 字)