

上市公司 并购重组流程 及案例解析

江苏省上市公司协会 / 编

[上]

Introduction and
Case Studies
to **Merger** & Acquisition
of **Listed**
Companies

江苏人民出版社

上市公司 并购重组流程 及案例解析

江苏省上市公司协会 / 编

【上】

 江苏人民出版社

编委会

主任：黄立新

副主任：徐鸣镝 宋家俊 宁 敖 仪垂林 张 程

成 员（以姓氏笔画为序）：

王 来 王 敏 王惠云 田 蒙 吴姬君

余惠明 张红雨 陈 莹 陈善哲 郑小民

赵敬华 高 慷 涂和东

序 潮起海天阔，扬帆正当时

20世纪90年代以来，中国资本市场的迅速成长，为国民经济的发展提供了强大动力。当前，中国经济步入新常态，也进入了转型升级的关键时期：经济增长进入换挡期、结构调整面临阵痛期、前期刺激政策处于消化期，“三期”叠加，烽烟四起，改革之路任重道远。资本市场作为资源配置平台，理应充当好“生力军”。

并购重组一直被誉为资本市场“皇冠上的明珠”，因其能改善产业结构、优化资源整合、实现加速发展、有效提高竞争力的独特魅力而被资本市场广为追捧。美国在历史上经历过五次著名的并购浪潮，通过横向、纵向、跨行业、金融创新、技术革命等形式的并购，诞生了以通用电气、福特、思科、谷歌等为代表的一大批行业巨头、企业集团和跨国公司。而中国经济在经历长期高速发展后，面临国际国内新的环境，以内生增长为主的发展模式受到限制，经济结构的深层次变革成为迫在眉睫的需求。

中国上市公司并购重组在前期一直不温不火，其规模与GDP发展并不匹配。市场主体意愿不强、政府干预过多、金融支持力度不够、并购重组效率不高等因素严重制约了市场的积极性和有效性。在政策法律层面，行政管制和财税体制等问题，需要相应的配套改革；在上市公司层面，缺乏经验和参考标本，并购能力有待提升；在跨境并购中，如何解决文化冲突及组织架构设置等问题，需要进一步探索研究。

在经济新常态下，部分行业进入衰退期，面临产能过剩，经济发展亟需调整结构和改变增长模式。通过并购重组来化解产能过剩矛盾，提高产业集中度，推动行业转型升级是中国经济发展的必然选择，也是转变发

展方式和调整经济结构的内生需求。与此同时,随着我国经济和资本市场的快速发展,部分公司也加快了“走出去”的步伐,尤其是世界金融危机更是给我国企业提供了机会。

十八大提出的“市场在资源配置中要起决定性作用”已成为共识,并融入到顶层设计中。国务院自2010年8月起先后出台多项意见,强调要营造良好的市场环境,充分发挥资本市场推动企业重组的作用。

中国证监会在2014年11月修订了《上市公司重大资产重组管理办法》《上市公司收购管理办法》,市场化机制的作用在资本市场得到了进一步发挥。可以预见,通过贯彻“放松管制、加强监管”的理念,减少和简化并购重组行政许可,并购重组的外部大环境将更加成熟完善——市场化定价机制的完善、审批速度的加快、“扶优限劣”分道制的构建、并购融资手段的丰富、混合所有制的改革等,都将为并购重组发展提供强劲驱动力。

在全球视野和经济新常态下,上市公司市场化的并购重组已经成为实现“稳增长、调结构”目标的重要手段。为适应我国资本市场并购重组的发展趋势,进一步发挥资本市场推动上市公司并购重组的作用,同时为给上市公司、中介机构等市场主体进行并购重组时提供借鉴和参考,江苏证监局会同江苏省上市公司协会、西南证券、中信证券、华泰联合证券等,对我国资本市场并购重组的发展历史、市场概况、交易方案设计等进行了梳理,并甄选了有代表性的案例进行剖析,涵盖要约收购、集团整体上市、产业并购、转型收购、借壳上市、跨境并购等多种类型,并对市场未来的发展前景做了一些探索性的展望。

潮起海天阔,扬帆正当时。期待中国的上市公司,能在并购重组的历史浪潮中,借助资本市场的平台,勇立潮头,共同打造中国经济的升级版。

目 录

第一篇 并购理论分析篇

- 1.1 境内和跨境并购市场概况 /3
 - 1.1.1 国内上市公司境内并购重组的最新形势 /3
 - 1.1.1.1 总体情况:2013 年及 2014 年的并购重组交易日趋活跃 /3
 - 1.1.1.2 并购重组类型:以横向整合或业务多元化为目的的产业并购渐成主流 /4
 - 1.1.1.3 2013 年及 2014 年并购重组交易的一些特点 /4
 - 1.1.1.4 上市公司并购重组活跃的三大动力 /7
 - 1.1.1.5 2015 年并购市场趋势 /8
 - 1.1.2 中国企业跨境并购市场的概况和发展趋势 /10
 - 1.1.2.1 中国跨境并购市场概览 /10
 - 1.1.2.2 中国跨境并购市场发展趋势 /13
- 1.2 上市公司产业并购流程和要点分析 /16
 - 1.2.1 上市公司产业并购的前期准备工作 /17
 - 1.2.1.1 确定产业并购战略 /17
 - 1.2.1.2 建立并购工作团队,明确工作机制 /19
 - 1.2.1.3 确定并购参与主体 /20
 - 1.2.1.4 对潜在标的企业进行搜索和初步筛选 /23
 - 1.2.2 内幕交易的危害及防范措施 /25
 - 1.2.2.1 内幕交易的定义和内幕信息知情人的范围 /26
 - 1.2.2.2 相关法律法规对内幕交易标准的认定和处罚措施 /27
 - 1.2.2.3 监管部门的执法和监管措施 /29
 - 1.2.2.4 上市公司防范内幕交易的主要措施 /33

- 1.2.3 财务顾问在上市公司产业并购中的主要作用 /33
 - 1.2.3.1 财务顾问在上市公司并购重组中应履行的法定义务 /34
 - 1.2.3.2 财务顾问在上市公司产业并购中的主要作用 /35
 - 1.2.3.3 财务顾问在跨境并购中的作用 /36
- 1.2.4 对并购标的进行尽职调查 /36
 - 1.2.4.1 对标的企业实施尽职调查的作用和一般原则 /36
 - 1.2.4.2 对并购标的法律尽职调查的重点关注事项 /37
 - 1.2.4.3 对并购标的实施财务和税务尽职调查的重点关注事项 /43
 - 1.2.4.4 对标的企业实施商业尽职调查的重点关注事项 /46
 - 1.2.4.5 国内企业跨境并购尽职调查应特别关注的事项 /48
- 1.2.5 并购交易方案的设计 /50
 - 1.2.5.1 交易价格 /51
 - 1.2.5.2 支付方式和支付工具 /60
 - 1.2.5.3 奖励和补偿等安排 /66
 - 1.2.5.4 过渡期安排 /70
 - 1.2.5.5 设计交易方案应考虑的其他重要因素 /75
 - 1.2.5.6 构成交易方案重大调整的标准和应履行的程序 /87
- 1.2.6 上市公司并购重组信息披露和审核相关事项 /88
 - 1.2.6.1 上市公司重大资产重组的定义和一般要求 /88
 - 1.2.6.2 《重组办法》和《收购办法》的修订原则和主要修订内容 /91
 - 1.2.6.3 上市公司重大资产重组的一般流程 /95
 - 1.2.6.4 中国证监会对上市公司重大资产重组的审核关注要点 /99
 - 1.2.6.5 特殊并购交易涉及的信披要求和审核事项 /101
- 1.2.7 产业并购完成后的整合 /109
 - 1.2.7.1 并购案例的启示 /109
 - 1.2.7.2 并购整合风险 /112
 - 1.2.7.3 并购整合风险的防范 /113
- 1.3 中国企业跨境并购操作指南 /114
 - 1.3.1 跨境并购的一般流程 /114
 - 1.3.1.1 基本流程 /114
 - 1.3.1.2 尽职调查与估值方法 /117
 - 1.3.2 跨境并购的审批程序 /121

- 1.3.2.1 境内审批程序 /121
- 1.3.2.2 境外审批流程 /123
- 1.3.2.3 跨境并购整体时间表 /128
- 1.3.3 跨境并购需重点关注事项 /128
 - 1.3.3.1 交易风险的规避 /128
 - 1.3.3.2 交易结构的设计 /131
 - 1.3.3.3 融资方式选择 /136
- 1.3.4 跨境并购中的顾问团队 /137
 - 1.3.4.1 买方财务顾问 /137
 - 1.3.4.2 法律顾问 /138
 - 1.3.4.3 会计师及税务顾问 /138
 - 1.3.4.4 其他中介机构 /138

第二篇 并购案例分析篇

2.1 产业并购 /141

- 2.1.1 横向并购 /141
 - 2.1.1.1 上海莱士收购邦和药业 /141
 - 2.1.1.2 方正证券收购民族证券 /155
 - 2.1.1.3 蓝色光标收购博杰广告 /173
 - 2.1.1.4 掌趣科技收购动网先锋 /187
 - 2.1.1.5 苏交科收购淮交院 /208
 - 2.1.1.6 立思辰收购汇金科技 /224
- 2.1.2 纵向并购 /233
 - 2.1.2.1 乐视网收购花儿影视 /233
 - 2.1.2.2 华邦颖泰收购福尔股份和凯盛新材 /252
 - 2.1.2.3 神州泰岳收购天津壳木 /272
 - 2.1.2.4 汉威电子收购嘉园环保和沈阳金建 /293
 - 2.1.2.5 东华软件收购威锐达 /309
 - 2.1.2.6 科达洁能系列收购 /321
 - 2.1.2.7 联建光电收购分时传媒 /336
- 2.1.3 跨界并购 /354

- 2.1.3.1 大唐电信收购要玩娱乐 /354
- 2.1.3.2 通鼎光电收购瑞翼信息 /370
- 2.2 集团内整合或整体上市 /389**
 - 2.2.1 集团内整合 /389
 - 2.2.1.1 江南红箭收购中南钻石 /389
 - 2.2.2 集团整体上市 /403
 - 2.2.2.1 中信集团整体上市 /403
 - 2.2.2.2 美的集团整体上市 /423
- 2.3 借壳上市 /438**
 - 2.3.1 神州信息借壳 ST 太光 /438
 - 2.3.2 千方集团借壳联信永益 /468
 - 2.3.3 宏发股份借壳 ST 力阳 /488
 - 2.3.4 视觉中国借壳 ST 远东 /504
- 2.4 跨境并购 /528**
 - 2.4.1 中航通飞收购美国西锐 /528
 - 2.4.2 南京新百收购英国 Highland Group Limited /541
 - 2.4.3 时代新材收购德国 BOGE 橡塑资产 /556
- 2.5 收购上市公司股份 /576**
 - 2.5.1 嘉士伯收购重庆啤酒 /576
 - 2.5.2 双汇集团资本运作 /598

第三篇 并购相关法规

- 3.1 境内业务的相关规定 /625**
 - 3.1.1 中华人民共和国公司法 /625
 - 3.1.2 中华人民共和国证券法 /625
 - 3.1.3 国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见(国发〔2014〕14号) /626
 - 3.1.4 上市公司收购管理办法(2006-05-17颁布/2014-10-23修订) /630
 - 3.1.5 上市公司重大资产重组管理办法 /654
 - 3.1.6 首次公开发行股票并上市管理办法(借壳上市适用部分) /669

- 3.1.7 格式准则与申报程序指引 /674
- 3.1.8 其他与境内并购业务有关的规定 /675
- 3.2 与并购重组相关的会计准则和税收法规 /676**
 - 3.2.1 企业会计准则第 20 号——企业合并 /676
 - 3.2.2 关于企业重组业务企业所得税处理若干问题的通知 /679
 - 3.2.3 股权转让所得个人所得税管理办法(试行) /684
 - 3.2.4 关于促进企业重组有关企业所得税处理问题的通知(财税〔2014〕109 号) /688
 - 3.2.5 关于非货币性资产投资企业所得税政策问题的通知(财税〔2014〕116 号) /689
- 3.3 跨境并购境内审核的相关规定 /691**
 - 3.3.1 境外投资项目核准和备案管理办法 /691
 - 3.3.2 境外投资管理办法 /696
- 后 记 /702**

第一篇 并购理论分析篇



1.1 境内和跨境并购市场概况

1.1.1 国内上市公司境内并购重组的最新形势

党的十八大召开之后,国家和资本市场监管机构相继出台了支持和鼓励并购重组的政策。自 2013 年开始上市公司的并购重组活动日益活跃。2014 年 3 月,国务院颁布了《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》(国发〔2014〕14 号),进一步完善并购重组体制机制,优化市场环境;2014 年 5 月,国务院颁布了《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(国发〔2014〕17 号),强调应充分发挥资本市场在企业并购重组过程中的主渠道作用,强化资本市场的产权定价和交易功能,拓宽并购融资渠道,丰富并购支付方式;2014 年 10 月 23 日,中国证监会发布了最新修订的《上市公司重大资产重组管理办法》(以下简称《重组办法》)和《上市公司收购管理办法》(以下简称《收购办法》),本次修订以“放松管制、加强监管”为理念,进一步减少和简化并购重组行政许可,在强化信息披露、加强事中事后监管、督促中介机构归位尽责、保护投资者权益等方面作出配套安排,在上市公司内生因素和政策利好的双重支持下,证券市场的并购重组活动达到有史以来的高潮。

1.1.1.1 总体情况:2013 年及 2014 年的并购重组交易日趋活跃

一、交易数量

2013 年上市公司并购市场风起云涌,重大资产重组(含产业并购,下同)交易数量呈现爆发式增长,首次披露的重大资产重组交易数量共计 180 起,相比 2012 年大幅增长 82%。

2014 年全年上市公司并购市场呈现出更为活跃的势头,公开披露的上市公

司重大资产重组交易数量已达 301 起,约为 2013 年全年的 1.67 倍。

二、交易金额

2013 年上市公司并购重组交易总金额达到 3 522 亿元,相比 2012 年增长 73%,仅低于 2008、2009 年水平(历史上央企大规模整合及整体上市时期)。

2014 年全年上市公司并购重组交易金额达到 7 070.9 亿元,超过 2010—2012 各年全年水平,约为 2013 年全年的 2 倍左右。

1.1.1.2 并购重组类型:以横向整合或业务多元化为目的的产业并购渐成主流

一、产业并购爆发,借壳上市、整体上市占比下降

交易数量方面,2013 年产业并购高达 101 起,同比增长 146%,成为当年上市公司重大资产重组数量大幅提升的主要推力;借壳上市与整体上市数量分别为 31 起与 38 起。2013 年产业整合的数量占比为 56%。

2014 年全年产业并购交易数量已达到 209 起,超过 2013 年全年产业并购交易数量的 2 倍;借壳上市、整体上市势头则有所弱化,分别实现 34 起和 46 起。产业并购数量占比上升至 69%。

交易金额方面:2013 年产业并购总金额为 941 亿元,较 2012 年的 241 亿元增长了 2.9 倍。2014 年全年产业并购金额达到 2 077.9 亿元,为 2013 年全年实现交易金额的 2.2 倍。

二、在产业并购当中,横向并购是主流,多元化并购也逐渐增加

横向并购是产业并购中的主流,多元化并购成为业务转型的重要方式。2013 年 101 起产业并购交易中,横向并购 51 起,纵向并购 17 起,合计占产业并购总数的 67%。2014 年 209 单产业并购交易中,多元化并购(跨界并购)的数量明显增加。

1.1.1.3 2013 年及 2014 年并购重组交易的一些特点

一、板块分布:中小板和创业板的并购重组数量占据多数

2013 年创业板的重大资产重组交易数量占比由 13%上升至 25%,交易数量由 13 起大幅上升至 44 起。

2014 年创业板的并购重组交易数量为 85 起,占比上升至 28.24%,中小板 91 起,占比为 30.23%,创业板、中小板的上市公司并购重组数量占到整个市场

的 58.47%。

二、行业分布：新兴产业吸引资本介入，传统行业的并购整合比较少

最近两年大约三分之二的并购重组交易与新兴行业相关。尤其是 TMT 板块，以及高端制造业（或称先进制造业），包括机器人、3D 打印、核心零部件等。反之，国家期待发生大规模并购的重点行业，如钢铁、水泥、电解铝等行业，尚无较大或较多的并购重组。

TMT 板块具体包括：与移动互联网相关的细分行业（游戏、在线教育、网络安全、移动支付等），传媒娱乐（影视制作）。

2013 年进行并购重组的 180 家上市公司中，TMT 类上市公司共 48 家，占到了 26.5%，包括：计算机、通信和其他电子设备制造业 24 家，信息传输、软件和信息技术服务业 18 家，文化、体育和娱乐业 6 家。

2014 年全年进行并购重组的 301 家上市公司中，涉及 TMT 类并购的上市公司共 87 家，占到了 28.90%。

2014 年以首次披露口径，收购影视公司的典型案例包括：熊猫烟花收购华海时代（影视制作）100% 股权，中南重工收购大唐辉煌（电视剧业务）100% 的股权，禾盛新材购买金英马（影视制作）72.38% 的股权，鹿港科技收购世纪长龙（影视销售）100% 的股权，皇氏乳业收购的御嘉影视（电视剧、舞台剧制作发行）100% 股权，道博股份收购强视传媒 100% 股份；欢瑞世纪（影视制作）借壳泰亚股份。收购移动网络游戏公司的案例有：骅威股份、群兴玩具、大东南、中文传媒、凯撒股份、巨龙管业、拓维信息、新国都。

最近两年 TMT 类上市公司并购重组的热度不减。原因在于：第一，从行业发展阶段来看，科技、电信业增长放缓，频繁高额的并购活动体现了行业内部格局的重组；互联网、文化传媒行业则处于爆发增长阶段，并购是行业巨头抢占先机、弥补短板、实现战略布局的重要手段；第二，从交易主体来看，TMT 板块以民企居多，经营团队相对年轻，机制灵活，理念开放，有利于充分的市场化博弈和后续的整合。

三、估值特点：交易双方的高估值

2013 年上市公司产业并购中的估值多采用收益法，收益法估值占比 89%；2014 年全年收益法估值占比比 2013 年略有下降。

在以收益法为主要估值方法的前提下，标的资产，尤其是轻资产公司的估值水平普遍较高。比如在 2013 年，TMT 行业标的公司的平均市盈率最高，其中文

化体育娱乐业、计算机通信和电子设备制造业、信息传输软件和信息技术服务业的标的公司平均市盈率分别为 12.9 倍、12.8 倍、12.7 倍。

我们分析,标的资产估值高的原因,首先是因为兼具盈利能力、规范性、高成长预期并可出售的标的具有一定稀缺性,此类标的成为上市公司竞相追逐的对象,使得此类标的的要价较高;第二个原因与上市公司自身估值水平较高有关:上市公司往往以股票支付为主、现金支付为辅,对于标的资产股东而言,如果标的公司估值太低,则难以接受高市盈率的上市公司股票,因此上市公司方面也倾向于放松对标的资产的估值。

四、借壳上市数量略有上升

2014 年借壳上市的数量相比去年略有增加,但在全部并购重组案例中的比例是在下降的,单个借壳上市个案对公司业绩的提升、股价上涨的推动是显而易见的。“壳资源”的价格达到有史以来的最高点。众多适合做“壳公司”的小市值公司自 2014 年年初至今上涨了近 100%。此现象的原因很可能与 IPO 审批流程较长、发行节奏较慢有关,即一段时间的 IPO 停止审核造成大量拟上市公司排队现象,而恢复 IPO 审核后,发行节奏依然较慢。这样,有相当数量的拟上市公司转向借壳上市。在“壳资源”供给量未发生变化的情况下,对壳资源的需求突然大幅上升,加上游资的炒作,使得“壳公司”身价倍增。

五、中国式并购基金的活跃

在并购重组活跃的同时,金石投资、华泰瑞联等一批投资机构开始与上市公司或其控股股东合作,介入和帮助上市公司开展并购活动。这些机构参与并购重组的方式与传统意义上的并购基金明显不同,可称其为“中国式并购基金”。

美国并购基金的主要盈利模式,或者是对被低估的上市公司敌意收购后分拆出售,或者是善意地与上市公司管理层合作,将上市公司私有化退市,通过成本控制、效率提升等方式提升企业价值后择机出售或选择合适的上市地进行重新上市。而中国式并购基金的做法,与上述 BUY-OUT 基金的做法完全不同,主要是利用上市公司对非上市公司存在的估值溢价,通过定向增发、协议转让或二级市场购买等各种途径成为上市公司重要股东后,协助上市公司持续开展并购活动,提升上市公司市值,也使得自身持有的上市公司股份实现增值。

六、更多的公司进行跨境收购

近两年 A 股上市公司实施跨境收购的案例逐步增加,南京新百收购英国百货业的百年老店 Highland Group Limited,中航通飞收购美国飞机制造商美国

西锐,时代新材收购德国采埃孚集团橡塑资产等案例受到了市场的高度关注。

七、出现了一些较大的并购交易

在上市公司并购数量日益增加的同时,市场上也出现了越来越多的大型并购重组交易案例,如中信集团通过吸收合并中信泰富整体上市、绿地集团的整体上市、安信证券借壳上市,申银万国证券和宏源证券吸收合并、广汇汽车借壳美罗药业、中国南车和中国北车的吸收合并等。

1.1.1.4 上市公司并购重组活跃的三大动力

近年来上市公司并购重组之所以日趋活跃,主要有以下原因:

一、经济转型的需要

自2010年后中国经济增速趋于平缓,转型成为中国经济实现可持续发展的必然选择。推进企业兼并重组可以集中优质资产,从实现资源的合理配路,促进产业结构升级,进而提高增长质量和抵御风险的能力。大量从事传统制造业的上市公司增长乏力,业绩不佳,投资者逐步将资金投入 to 新兴行业的上市公司,抬高了这些公司的估值,甚至出现一定的泡沫。这些高估值的上市公司随即利用自身的高估值,以发股为主、现金支付为辅的方式积极收购估值相对较低的非上市优质资产。并购完成之后,上市公司股价进一步上涨,从而进入下一轮并购,形成良性循环。在本书收集的并购案例中,如东华软件、蓝色光标等,均是在数年之内,依靠不断并购整合,上市公司市值增长了十倍以上。这些公司的成功案例带动了更多的上市公司参与到并购重组的活动中来。从事传统制造业的上市公司为了进行产业转型,也依靠并购手段快速进入全新的业务领域,这种“跨界并购”在近年来屡见不鲜。

二、技术进步的推动

近年来并购重组激增的行业多集中在医药、传媒、游戏、IT等行业,与海外企业并购行业高度重合,这是因为移动互联网、医疗、新能源等方面的技术进步直接推动了很多并购交易。

三、国家政策的支持引导

国务院2010年发布了《关于促进企业兼并重组的意见》(国发〔2010〕27号),明确提出“支持企业利用资本市场开展兼并重组,促进行业整合和产业升级”。此后,国务院部委先后出台了关于产业、金融、税务等相关配套法规和规章制度。这些政策在很大程度上推动了前几年并购市场的发展。十八届三中全会

明确提出：“发挥市场在资源配置的决定性作用”，此后，国务院再次出台重要文件《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》（国发〔2014〕14号），进一步在并购重组的审批等方面放宽尺度，为企业的兼并重组优化环境、扫清障碍。中国证监会也一直在积极支持上市公司并购重组。在2011年推出并购重组的配套融资政策之后，在2012年取消上市公司股份回购、四种情形要约收购义务豁免审批，并进一步大幅取消简化并购重组审批。2013年，推出并购重组分道制审核的政策，鼓励优质的并购重组项目。2014年10月，证监会颁布了新修订的《重组办法》和《收购办法》，在完善并购重组市场化机制，丰富并购重组支付工具，拓宽融资渠道，提高并购重组事项审核效率等方面实现了突破。

在上述政策的推动下，上市公司并购重组活动大量增多，市场趋于活跃。

1.1.1.5 2015年并购市场趋势

一、趋势之一：因产业升级、转型而发生的并购仍将持续

并购市场活跃的主因仍是经济转型和结构调整导致的。传统制造业的转型升级仍将持续一个较长的时间，因此，这种转型升级驱动下的并购也将持续，表现形式仍将是追逐新兴行业的标的公司。受移动互联网技术进步影响的在线教育、医疗服务、旅游服务、在线支付、网络安全等热点可能会持续，而影视、移动游戏的并购可能减少。对节能环保、新兴材料、生物技术等真正高技术公司的并购会逐步增加。

二、趋势之二：传统行业公司将逐步通过并购重组优化产业结构

目前国内钢铁、水泥、电解铝和造船等传统行业的企业因产能严重过剩都处在行业低谷，推进企业兼并重组、提高行业集中度是化解产能过程的重要途径，随着上述行业的兼并重组市场化改革进一步深入，金融体系、金融工具的进一步完善和丰富，未来产能过剩行业的兼并重组将会逐渐兴起，有可能推动国内新一波并购大潮的出现。

三、趋势之三：地方国企混改重组起步

党的十八届三中全会公告《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出要积极发展混合所有制经济，国有资本、集体资本、非公有资本等交叉持股、相互融合的混合所有制经济，是基本经济制度的重要实现形式。从2013年底上海发布地方国资改革文件以来，共有16个省份发布了地方国资改革相关的文件。地方国企改革的重点在于优化产业布局，提升运营效率、盘活存量资产、推动经济转型。

可以预见在未来一段时间地方国企的资本运作、并购重组将非常频繁。

四、趋势之四：跨境并购规模将大幅上升

2014年9月9日，商务部公布新修订的《境外投资管理办法》，确立了“备案为主、核准为辅”的新型管理模式，今后我国企业除在敏感国家地区和敏感行业的投资实行核准管理外，其余均实行备案管理，进一步缩小了核准范围、缩短了核准时限。这些举措大幅推进了境外投资的便利化进程。新办法同时还取消了境外投资备案管理的金额限制，这将为跨境并购释放直接红利。此外，中国正在和越来越多的国家开展双边投资保护协定的谈判，中国企业在海外的合法权益将得到切实保护。跨境投资的总体政策趋势正逐步走向宽松，将有效引导越来越多的中国企业，特别是民营企业实施“走出去”战略，更加积极地参与竞购境外具备突出的技术实力和品牌知名度的优秀企业。预计未来企业赴海外开展跨境并购的规模将出现大幅上升。

五、趋势之五：新三板地位提升或促“井喷”式并购

2012年以来，国家大力改革新三板市场，在政策的扶持、做市商制度的引入、转板制度的提出等方面采取积极举措，推动三板市场的加速发展。随着三板市场发展前景的日趋明朗，挂牌公司数量出现快速增长，截至2014年12月22日，新三板挂牌企业家数已经突破1500家，大幅提升了新三板的市场地位。三板公司大多处于新兴产业，发展空间巨大，且相对而言，内部管理较为规范，财务制度较为健全，公司也存在明显的估值优势，这些都显著提升了其并购吸引力。三板公司已经发展成为重要的并购“标的池”，2014年以来已有数十家公司被沪深上市公司并购。伴随制度的日趋完善，三板的流动性、活跃度将不断提高，三板市场的吸引力也将不断增强，势必将吸引越来越多上市公司的并购目光，成为并购市场的“宠儿”，预计2015年三板市场的并购将呈“井喷”之势。

六、趋势之六：上市公司并购市场博弈更加充分

新修订的重组办法就发行股份购买资产增加了定价弹性和调价机制。上市公司发行股份购买资产的底价可以是定价基准日前20日、60日和120日均价的90%，且规定上市公司可以按照经审议的调价机制调整股份发行价格，取消上市公司破产重整的协商定价机制，同时增加了上市公司并购重组的支付方式。明确上市公司可以发行优先股、定向可转债和定向权证作为标的资产支付对价，鼓励并购基金等多种融资工具的使用。取消向非关联第三方发行股份购买资产的协同效应和盈利补偿要求，鼓励交易各方经协商签订符合自身特点、方式更为

灵活的业绩补偿协议。明确允许采用估值方法作为定价参考。未来上市公司并购重组市场化博弈的程度将更加提高,交易也将更加活跃。

七、趋势之七:并购重组回归价值起点

通过并购重组,公司可以实现横向扩张,或者上下游整合,或者多元化的发展,或者业务转型。对公司而言,并购重组的协同效应有利于实现财务价值和业务价值的进一步的发掘,也有利于提高公司的市值水平,达到市值管理的目的。对于二级市场投资者来说,这样的协同效应有助于增厚企业的利润,提升企业的盈利能力,从而对公司股价产生正面作用。但近年来市场上某些上市公司出现以“市值管理”名义内外勾结、通过上市公司发布选择性并购重组信息配合操纵股价的案件。2014年11月28日,证监会在新闻发布会上表示将依法支持上市公司开展市值管理,坚决打击以“市值管理”为名进行的违法违规行为,维护公开公平公正的市场秩序。12月12日,证监会公告在今年前11个月,针对涉嫌市场操纵行为启动调查53起,重点查处了以“市值管理”名义相互勾结、通过上市公司发布利好信息配合等新型手段操纵股价的案件。12月19日,证监会在新闻发布会上再提打击市场操纵,并点名对涉嫌操纵市场的18支股票的涉案机构和个人立案调查。在监管和市场的合力下,未来并购重组将逐渐回归以提升上市公司盈利能力和核心竞争力,实现股东价值最大化为目的的起点。

1.1.2 中国企业跨境并购市场的概况和发展趋势

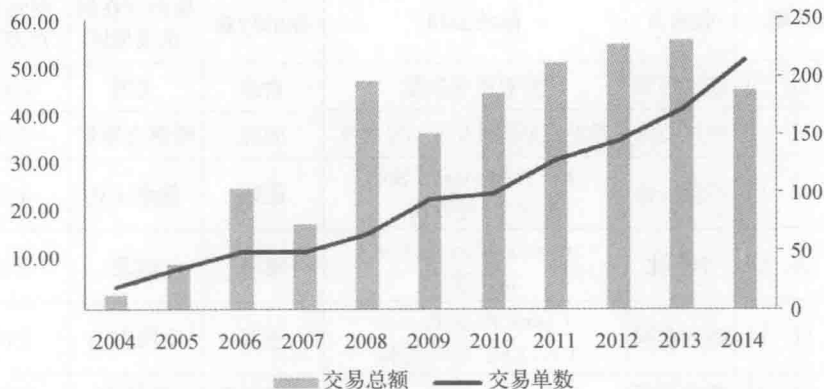
1.1.2.1 中国跨境并购市场概览

跨境并购是企业资本运作中较为复杂的行为,其实施的不确定性高,交易成本较高,风险较大。然而,成功的跨境并购能够帮助中国企业以最快的速度实现技术的升级、品牌知名度的提升、客户渠道的拓宽及管理水平的现代化和国际化。因此,从早期的联想收购IBM个人电脑业务,到吉利收购沃尔沃,再到近年来的光明收购维他麦,中国企业正在一步一步地探索通过跨境并购实现战略协同同时获得资本收益的真谛。在国务院“走出去”政策的指引下,2004—2014年,中国企业一共进行了1142单跨境并购交易,交易总额达到了3880亿美元。

从总体情况看,中国企业跨境并购的单数呈稳步增资的态势,从2004年的18单到2013年的171单,十年间增长了将近10倍;交易总额存在一定的波动,

2004-2014年中国企业跨境并购统计

单位:十亿美元



数据来源:Mergermarket。

主要由于交易总额受每年超大型交易的影响较大,例如2008年,中国铝业和美国铝业联合以140亿美元收购力拓集团12%股权,使得当年的交易总额较2007年增长超过175%。然而,从总体趋势来看,随着近年来大型央企主导的资源类并购比重的逐渐下降,平均交易金额正在逐步下降。

单位:百万美元

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
平均交易金额	161	265	516	363	736	386	450	397	380	324	210

数据来源:Mergermarket。

从行业细分看,交易标的所在的前五大行业分别为能源行业、矿产、工业品、汽车和金融服务,单数分布为150单、124单、108单、73单和68单。其中,能源和矿产是国家重点关注的资源型企业,基本上由大型央企主导,呈现交易金额大的特点。工业品和汽车行业的大量交易也体现了我国制造业产业升级的政策导向;同时,欧债危机导致欧洲大量工业品及汽车零部件企业寻求出售,也是交易单数较多的另一大动因。未来,预计消费品及信息技术等行业的比重将进一步提升。

从地域上看,除中国香港外,欧洲、美国和澳大利亚是主要的三大区域,其中欧洲252单(德国68单),美国138单,澳大利亚101单。中国企业在美国收购主要集中在能源行业,在澳大利亚收购主要集中在矿产行业,而在欧洲则主要集中在工业品和汽车行业。

2013年,中国企业跨境并购的前十大交易如下:

公告日期	收购方	标的公司	标的行业	标的所在国家或地区	交易金额 (百万美元)
2013-05-29	双汇国际	史密斯菲尔德	食品	美国	6 949
2013-09-07	中国石油	哈萨克斯坦油田8.33%权益	能源	哈萨克斯坦	5 400
2013-03-14	中国石油	Eni East Africa Spa 28.57%股权	能源	莫桑比克	4 210
2013-08-29	中石化	Apache Corporation 33%股权	能源	埃及	3 100
2013-11-18	南方电网	Castle Peak Power Co. Ltd. 60%股权	能源	中国香港	3 096
2013-09-30	渤海租赁	Seaco SRL	金融服务	新加坡	2 954
2013-11-13	中石油	PetrobrasEnergia Peru S. A.	能源	秘鲁	2 600
2013-09-24	中投	Uralkali OJSC 12.5%股权	矿产	俄罗斯	2 008
2013-05-06	中海油	Queensland Curtis LNG project	能源	澳大利亚	1 930
2013-01-30	中石化	Pioneer Natural Resources	能源	美国	1 831

2014年1—9月,中国企业跨境并购的前十大交易如下:

公告日期	收购方	标的公司	标的行业	标的所在国家或地区	交易金额 (百万美元)
2014-05-14	中信集团	中信泰富	其他	中国香港	5 100
2014-04-02	中粮集团	Noble Agri Limited 51% 股权	农业	中国香港	4 000
2014-01-29	联想集团	摩托罗拉移动业务	通信	美国	2 910
2014-03-24	中粮集团	Nidera B. V. 51%股权	农业	荷兰	2 847
2014-07-31	国家电网	CDP RETI SpA 35%股权	能源	意大利	2 814
2014-03-26	东风汽车	标致雪铁龙 28%股权	汽车	法国	2 206
2014-01-23	联想集团	IBM x86 服务器业务	电脑	美国	2 100
2014-05-22	光明集团	Tnuva Food Industries Ltd. 56.1%股权	食品	以色列	1 749
2014-07-11	弘毅资本	PizzaExpress Limited	休闲	英国	1 540
2014-01-09	复星国际	Fidelidade-Companhia de Seguros, S. A. 80%股权	金融服务	葡萄牙	1 358

1.1.2.2 中国跨境并购市场发展趋势

一、从国家战略向企业战略转型

中国企业跨境并购的早期,国家战略为主要动因,从早期的中海油竞购优尼科失败案例、中国铝业 118 亿美元收购力拓集团相关资产到中海油 176 亿美元收购加拿大尼克森石油公司,大型央企通过海外并购落实国家全球范围内进行资产配置和资源储备的战略。而上述交易的特点表现在交易金额大、谈判时间长、媒体关注度大。

最近两年,我国企业“走出去”在加快,但步伐的加快并不代表金额越来越大,现在明显感觉并购数量越来越多,且中小企业作为标的在其中占有很大比重。中企海外并购的单笔交易金额均值呈下降势头。同时,企业的跨境并购开始更多从自身战略发展的角度考量。比如中国建筑机械行业的三大巨头三一、中联和徐工分别收购了德国普茨迈斯特、意大利 CIFA 及德国施威英使得全球建筑机械行业重新洗牌;汽车零部件行业宁波华翔、均胜电子等企业均在近年来多次参与海外并购,并且形成了专门的、具有相当经验的海外并购团队。企业希望通过并购获得技术升级,开拓国际市场,建立国际品牌,网化营销渠道等。以这些为导向的行业并购已经并将持续增多,导致产业出现分散化。这种趋势会使行业门类众多的中企积累和提升海外开发的经验和实力。这种综合素质高强的“大兵团级”新群体的形成,对提高中企整体的自主创新能力和国际竞争力会产生强劲的带动作用。

二、并购主体和融资手段呈现“多元化”趋势

随着国内商业环境的不断成熟和资本市场的逐步发展,我国企业对外并购的主体也呈现出“多元化”的趋势。目前,中国企业跨国并购的投资主体、投资领域和投资“胃口”都在发生显著的变化。以往,中国参与跨国并购的主体多为大型国企和主权财富基金,它们大量涌入拉美、非洲和东南亚等地,并购的目的是以获取资源为主,所涉领域为石油、矿产、农业等,且投资金额大。

现在,参与国际并购的中国企业出现了许多新生力量,并开始涉足一些新领域:其主力军转为大型私营企业,也包括许多开始重视国际市场的中等规模私企、刚上市的公司、小型企业,当然还有更多以国际化为战略布局的各类国有企业。它们的并购目标更多地锁定欧美市场,不仅是为了开拓当地市场,也为了进一步巩固自身在国内市场的竞争优势——以国外的先进技术“武装”自己,并借

此打造一个国际化的平台。

此外,融资手段也从政策银行的低息并购贷款向更为灵活的方向转变,包括财务投资者的引入和结构性融资工具的使用等多种方式。在三一重工收购德国普茨迈斯特时,中信产业基金作为财务投资者跟投了10%;中联重科收购意大利CIFA的交易中我们也看到了高盛、弘毅等财务投资者的身影;双汇收购史密斯菲尔德绝大部分的融资来源于财务顾问和商业银行的银团贷款;等等。相信随着我国资本市场融资手段的进一步丰富,我国企业未来在并购融资方面也将进一步与国际接轨。

三、欧洲仍然是最受欢迎的市场

根据 Mergermarket 的统计数据,2007—2013 年中国已完成的跨境并购交易中有 31% 的收购标的位于欧洲,领先于北美的 27%。欧洲持续成为中国企业跨境并购的头号目的地,代表性的案例就是三大建筑机械巨头分别在欧洲完成的标杆性的收购。根据英特华对中国 350 家“规模适中、财务健全、拥有专业经验的国际化团队以及有意通过并购方式向海外扩张的代表性企业”为目标进行了一项调查,约 75% 的被调查对象选择欧洲或美国作为主要的投资目的地。其原因在于,欧债危机发生后,欧洲企业估值普遍较低,处于去杠杆化过程,深陷债务泥潭的众多欧洲国家亦十分欢迎中国企业抄底。

除了欧债危机导致低估值的买方因素外,卖方因素也成为中国企业在欧洲并购的重要原因。“二战”之后,美国和欧洲均经历过 10—20 年的黄金发展期,特别是“马歇尔”计划之后,欧洲有许多新成立的企业涌现出来。经历了 50 年的发展期,企业开发出了业界一流的技术水平和客户资源,然而当时的创始人都渐入暮年,考虑退休和接班问题,但家族未见得都有年轻人愿意接班,因此找一个战略投资者接手,成为这些家族创始人重点考虑的问题。中国投资人既可以带来企业发展所需要的资本,又可以帮助企业快速打开中国市场,所以中国企业成为了这些创始企业家的首选。

四、消费品、奢侈品成为“新宠”

中国企业跨境并购发展的早期,并购标的主要集中在能源行业,比如石油、矿产等;而后,在国家“走出去”政策的号召下,大量制造业企业开启了跨境并购的步伐,主要目的在于借助国外公司的先进技术,提升自身的技术水平。

随着 20 世纪 90 年代以来的经济高速发展,中国已经拥有了一大批具有一定财富积累的中产阶级群体,收入攀升的消费者也越来越多,购买能力随着经济

的发展也逐步提升。对于国内公司而言,可以通过跨境并购,让自身的产品质量与国际接轨,进一步满足广大消费者的需求,稳固市场地位。

中国中产阶级的崛起,为提升饮食、医疗、旅游等相关高端行业“升级换代”注入了强大活力,从而推动消费品、奢侈品行业成为并购“新宠”。过去短短几年里,消费品行业的跨境并购交易如雨后春笋:光明收购了全球最大的早餐燕麦生产企业英国维他麦,并且在10月初宣布收购意大利橄榄油巨头 Salov 的多数股权;复星集团收购了全球领先的度假俱乐部地中海俱乐部(Club Med)、希腊时尚品牌 FolliFollie,同时入股美国高端女装品牌 ST. JOHN、意大利男装品牌 CARUSO;南京新百收购英国老牌百货商店 Highland 集团;潍柴收购了意大利著名的游艇生产商法拉第等。

中国企业的海外并购交易越来越呈现出行业多样化的趋势,制造业、消费品、医药、基础设施等行业的优秀企业都表现出对跨境并购的兴趣。这也是中国企业开始希望通过海外收购来实现产业升级,提高产品附加值,寻求更大的市场机会的表现。

1.2 上市公司产业并购流程和要点分析

如果说 A 股市场进入新世纪第一个十年的主题是股权分置改革的实施和首发上市的高潮迭起,那么目前来看第二个十年的主题将很有可能是上市公司产业并购。据统计,2011—2013 年,证监会并购重组委审核通过的上市公司并购重组交易数分别为 54 家、64 家和 81 家,而 2014 年这一数字已达到 185 家,比 2013 年翻了一番有余。这其中集团整体上市和借壳上市类重组的家数基本保持稳定,产业并购类重组(即上市公司为促进行业或者产业整合,增强与现有主营业务的协同效应,在其控制权不发生变更的情况下,向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象收购资产)增长最为明显,2011 年产业并购过会数仅 9 单,占当年并购重组过会总数的 17%,2014 年分别提升到 138 单和 74%,是 2013 年的 3.6 倍(具体数字请详见下表)。

2011 年至今证监会并购重组委审核通过家数和交易类型统计

类型	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年		总计	
	家数	占比	家数	占比	家数	占比	家数	占比	家数	占比
产业并购	9	17%	11	17%	38	47%	138	74%	196	51%
集团整体上市	28	52%	32	50%	23	28%	24	13%	107	28%
借壳上市	17	31%	21	33%	20	25%	23	13%	81	21%
总计	54	100%	64	100%	81	100%	185	100%	384	100%

A 股市场出现的上市公司产业并购浪潮并非偶然。首先从宏观层面来看,中国经济经过改革开放后 30 多年的高速增长,结构性问题已逐渐凸显:一方面以出口和投资拉动的粗放型增长模式已经难以为继,亟待通过技术和商业模式创新实现产业升级,为经济增长创造新的动力;另一方面,国内已建立了较完

整的国民经济行业体系,但除石化、电信、军工等国有垄断行业外,绝大多数行业的竞争格局都处在“山头林立”的状态,缺少真正意义上的行业领导者,造成了多数行业产能过剩和恶性竞争的局面,需要通过产业整合推动行业走上健康发展的道路,而并购重组特别是产业并购正是推动产业升级和产业整合最有效的途径之一。其次从政策层面来看,国务院在2010和2014年先后出台了鼓励企业兼并重组的指导意见,不断完善并购重组体制机制,减少行政审批事项,优化市场环境;中国证监会也分别在2011年和2014年相应对《重组办法》进行了修订,放宽审核标准的同时,在制度层面上对上市公司并购重组的创新安排给予了鼓励和肯定,这些都进一步推动了上市公司产业并购的蓬勃发展。最后从上市公司微观层面来看,A股上市公司在利润持续增加、市场估值水平提升和支付工具不断丰富的前提下,通过产业并购做大做强的内在需求也被充分激发出来。

展望未来,上述推动上市公司产业并购的因素仍将持续存在,产业并购仍将保持高速增长的态势,本章试图通过相关法律、法规、规范性文件和行业准则的规定,结合产业并购的具体案例,站在上市公司的角度梳理并分析产业并购的主要技术因素,供上市公司规划和实施产业并购过程中参考。

1.2.1 上市公司产业并购的前期准备工作

1.2.1.1 确定产业并购战略

“并购”是“兼并”和“收购”的统称,英文为 Mergers and Acquisitions,简称为“M&A”。企业重组是指运用经济、行政、法律等手段,对企业间原有的各类资源要素进行分拆、整合及内部优化。^①严格地说,并购重组并非严谨的法律概念,而是一种约定俗成的商业术语。在我国,上市公司的并购重组就交易形态而言,包括上市公司收购、重大资产重组、回购、合并、分立等对上市公司股权结构、资产组合、业务开展等产生重大影响的活动。从国际经验看,绝大多数出类拔萃的公司在其创立、发展乃至壮大的过程中,都曾借助并购这一手段达到其不同阶段的战略目标。美国著名经济学家、诺贝尔经济学奖获得者斯蒂格利茨就认为:“没有一个美国大公司不是通过某种程度、某种形式的兼并成长起来的,几乎没

^① 杨桦、蔡建春主编:《全流通时代上市公司并购与重组经典案例解析》,中国和平出版社,第2页。

有一家公司主要是靠内部扩张成长起来的。”

并购战略在企业并购过程中处于核心和灵魂的地位,对于上市公司来说,并购战略需与公司其他发展战略相互配合,相互促进,共同为提升核心竞争力和为股东创造价值的根本目标服务。上市公司应结合自身行业地位、发展现状、实际能力等多方面因素,制订有利于本公司发展的并购战略,完整的并购战略一般包括以下几个方面:

一、明确并购目的

行业演进规律是企业制定并购策略的重要依据。根据行业演进规律,每个行业在 25 年左右时间要经过初创、规模化、集聚和平衡的演进过程。处于行业不同阶段的企业要制定符合行业发展规律的并购策略。目前上市公司产业并购主要目的有相关多元化、纵向并购、价值链整合、横向规模扩张、进入新领域等。对有产业梦想的上市公司要充分把握产业演进规律和资本市场平台,做行业整合者,确保自己处于行业演进的前端,引领行业演进并树立竞争优势。

1. 横向规模扩张:此类上市公司并购的主要目标是横向扩张。

2. 相关多元化:此类上市公司并购的主要目标是进行相关多元化,获取与现有业务具有高度相关性的业务。

3. 纵向并购:此类上市公司并购的主要目标是整合上下游资源,通过为客户提供更丰富的产品及服务的方式增加客户黏性,有效提高公司的市场竞争力。

4. 价值链整合:此类上市公司并购的主要目标是通过整合业务链,实现更好的交叉销售,提升公司价值。

5. 进入新领域:此类上市公司并购的主要目标是进入新领域,挖掘新的盈利增长点,提升上市公司可持续发展潜力。

二、把握并购时机

成功的并购要求对并购时机有良好的把握能力。抓住机遇可能会事半功倍,否则结果可能就是悲剧。市场一直有牛市并购和熊市并购之争,从美国并购历史来看,并购活跃度与市场景气指数高度相关,说明牛市交易数量更多,交易更为活跃,但是牛市往往也伴随高估值和高成本,所以交易风险也相对较大。而熊市并购虽然交易难度大,但是交易相对谨慎,一般交易成本低,所以并购效果更好。

三、确定并购路线

公司要根据自身的能力和成熟度以及与标的公司的熟悉程度确定合理的收购步骤。公司收购可以一步到位获得标的公司控制权,也可以采取分步实施的

方式来实现。对于公司比较成熟,有较多并购经验的,标的公司属于同行业的,可以考虑“一步到位”实现对标的公司的控制权,达到收购的目的。如果公司是初涉并购且对标的公司没有十足把握的,可以考虑采用先参股的方式进行合作,逐步对标的公司进行了解和磨合,待时机成熟后再采取进一步收购。可以通过灵活的收购节奏来控制交易风险,同时又保证锁定交易。另外公司收购要从小标的开始,随着收购经验的积累,再进行规模较大的收购交易。对于标的规模较大的交易,也要考虑分步实施收购,避免“蛇吞象”的风险。

四、避免企业并购常见误区

对 A 股上市公司来说,制订并购战略的过程中要注意避免进入以下企业并购常见误区:

1. 并购中的机会主义,没有既定策略,追逐市场热点。比如上市公司对游戏概念、环保概念的追捧以及近几年公司“涉矿”热潮。
2. 单纯的购买业绩和利润。为避免上市后业绩下滑而进行大规模并购有利润的公司,最终形成利润拼凑。
3. 刻意为市值管理以及股东减持而通过并购制造热点。容易使上市公司失去市场信誉并招致监管机构的处罚。

1.2.1.2 建立并购工作团队,明确工作机制

上市公司在明确并购战略和并购路线后,首要工作是建立并购工作团队和相应的工作机制,以推进并购战略的实施。

一、上市公司产业并购团队的构成

已确定通过持续的产业并购实施规模扩张的上市公司,可设立专门的投资并购部门,吸纳具有财务、投资、法律、行业研究等背景的员工加入,并协调上市公司证券事务部门、财务部门、法律内审部门和业务部门参与并购重组的日常工作。

二、并购重组常态工作机制的建立

在内部并购团队主导并寻求外部中介机构的协助下,上市公司应建立一套完善的并购重组常态工作机制,主要包括以下方面:

(一) 保密机制

上市公司应严格执行证监会《关于上市公司建立内幕信息知情人登记管理制度的规定》和交易所关于内幕信息管理的相关业务备忘录,在上述规范性文件

要求和信息披露标准与资产评估类似。由于资产评估是上市公司并购重组长期以来通用的估值方法,且目前国内已经建立起较完善的资产评估准则体系,预计未来上市公司产业并购中仍将会以资产评估作为确定交易价格的主要依据。

根据财政部下发的《资产评估准则——基本准则》,评估资产价值的基本方法主要包括三大类:第一类为收益法,如现金流折现法、股利折现法等;第二类为市场法,如可比交易法、可比公司法,在证券投资分析领域,主要采用乘数法,如PE估值法、PS估值法、托宾Q估值法、PB估值法、EV/EBITDA估值法;第三类为资产基础法,又称成本法。三种评估方法的基本原理和要素如下表所示:

	收益法	资产基础法(成本法)	市场法
基本原理	通过估算资产未来预期收益的现值进而确定被估资产价值的评估方法,以预期收益为基础,采用以利求本的思维方式,通过对被估资产预期收益进行折现或资本化的方式确定评估值	首先估算被估资产的重置成本和各种贬值,然后将各种贬值从重置成本中扣除,以取得被估资产评估值	以市场近期出售的相同或类似的资产交易价格为基础,通过比较被估资产与近期售出相同或类似资产的异同,将类似资产的市场交易价格进行调整,进而确定被估资产价值
基本公式	$V = \sum_{i=1}^n \frac{R_i}{(1+r)^i}$ 其中 R:净收益;n:收益期数; r:折现率	$V = N - M$,其中 N:重置成本;M:价值减损	$V = N \times P_i$,其中 N:比较实例价值;P _i :修正参数;i=1,2,……,n
关注的 关键 指标	收益期、预测期、未来收益、折现率、预测期后的价值	被评估资产的历史成本、现行市价和成新率	参照物资产的业务特点和财务特点;被评估资产的盈利、收入、净资产、资本结构等财务指标
适用条件	被评估资产未来预期收益能够预测并以货币形式计量;所有者为获取预期收益所承担的风险可以测算并量化;被评估资产获取预期收益的时间可以预测。收益法目前在轻资产公司、高新技术公司,在文化、影视、传播文化与社会服务等轻资产行业中适用比例逐步较高	普遍适用,且不受持续经营条件的约束,一般情况下,在涉及一个仅进行投资或拥有不动产的评估企业,以及被评估资产的假设前提条件是非持续经营时,适宜用资产基础法进行评估	需要有一个充分发育和活跃的公开市场;参照物资产与被评估资产的差异即可供比较的相关指标和技术参数能够搜集并能在价值形态上量化。目前A股并购重组案例中使用市场法作为标的资产最终定价方法主要集中在金融行业

三、主要评估方法近年来在上市公司并购重组交易中的应用情况

(一) 最近三年一期并购重组交易中评估方法的选用情况

依据证监会 2011 年至今重大资产重组的审核案例统计结果,市场上成本法、收益法和市场法三种主要评估方法在近几年上市公司并购重组中应用的比例如下:

评估中选用的评估法	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年		总数	
	家数	占比	家数	占比	家数	占比	家数	占比	家数	占比
选用资产基础法家数	45	83%	56	88%	68	84%	97	71%	266	79%
选用收益法家数	44	81%	58	91%	76	94%	126	93%	304	91%
选用市场法家数	7	13%	8	13%	14	17%	15	11%	44	13%
过会总家数	54 家		64 家		81 家		136 家		335 家	

注:① 本次统计,我们以审核过会并购事件作为分析的基准,不考虑置出资产的估值,仅以每次交易置入的资产作为本次统计的基础数据;

② 数据来源为 2011 年 1 月至 2014 年 10 月所有经证监会审核的上市公司重大资产重组公开信息整理,对于一次并购事件涉及两个以上重组标的情形,我们纳入一个整体考虑。

2011—2014 年间,上市公司并购重组以资产基础法和收益法的评估结果作为选取评估结论的情况占据了绝大部分,选取资产基础法和收益法评估的并购案例都在 80%以上,但同时呈现出采取资产基础法比例略降,选取收益法比例略升的趋势。选取资产基础法的比例从 2012 年的 88%下降至 2014 年的 71%,选取收益法的比例从 2012 年的 91%上升至 2014 年的 93%,而市场法采用比例维持在较低的水平,平均为 13%。

从 2011 年 1 月至 2014 年 10 月间的并购重组案例可以看出,并购市场上在选取评估方法的时候,仍然大都选择了两种评估结果作为资产定价依据。2014 年 10 月新修订的《重组办法》第二十条仍然明确了“评估机构原则上应当采取两种以上评估方法进行评估或者估值”,从可以预见的未来看,采取两种方法估值仍将是国内并购市场的主要选择。

从最终评估方法使用情况来看,大多数样本定价采用了收益法和资产基础法定价,市场上所有重组案例中以收益法定价的比例最高,为 73%;以资产基础法定价的其次,为 23%;涉及多个标的并同时采用收益法和资产基础法定价的为 4%,采取市场法最终定价的比例为 1%。值得一提的是,最终采用

市场法定价的基本为证券、期货类金融行业标的。各年最终评估方法采用情况如下：

评估中定价采用的评估法	2011年		2012年		2013		2014		总数	
	家数	占比	家数	占比	家数	占比	家数	占比	家数	占比
收益法(定价)	30	56%	35	55%	57	70%	121	89%	243	73%
资产基础法(定价)	22	41%	26	41%	18	22%	10	7%	76	23%
收益法、资产基础法(定价)	1	2%	3	5%	4	5%	4	3%	12	4%
市场法(定价)	1	2%	0	0%	2	2%	1	1%	4	1%
过会总家数	54	100%	64	100%	81	100%	136	100%	335	100%

(二) 各行业选择评估方法的情况

不同行业企业资产特点、经营特点及核心价值驱动因素等方面存在的差异，使得不同行业企业价值评估过程中的侧重点可能有所不同。

从2011—2014年上市公司并购重组的行业分析可知，信息技术业、机械设备仪表制造、传播与文化产业、社会服务业、石油化学塑胶塑料制造、建筑业以及金属非金属制造行业其分布行业较为广泛，在上述主要行业中，收益法定价成为各主要行业的首要选择，采掘业和房地产业选择资产基础法估值较多，也是由于土地使用权及矿权评估有其特殊性，其评估方法中也暗含了未来现金流折现的特征。具体见下节分析。

在各行业中，信息技术业评估增值最高，达到892%，电子行业其次为592%，属于TMT行业估值的典型特征，全部行业的增值率平均水平在300%，具体各行业方法选取及估值水平估值见下表：

行业	收益法	资产基础法	市场法	总计	家数占比	增值率
信息技术业	65	1	1	67	20%	892%
机械、设备、仪表	44	10		54	16%	258%
传播与文化产业	23	4		27	8%	324%
社会服务业	17	7		24	7%	286%
采掘业	5	19		24	7%	293%
石油、化学、塑胶、塑料	17	5		22	7%	219%
建筑业	16	1		17	5%	51%

续表

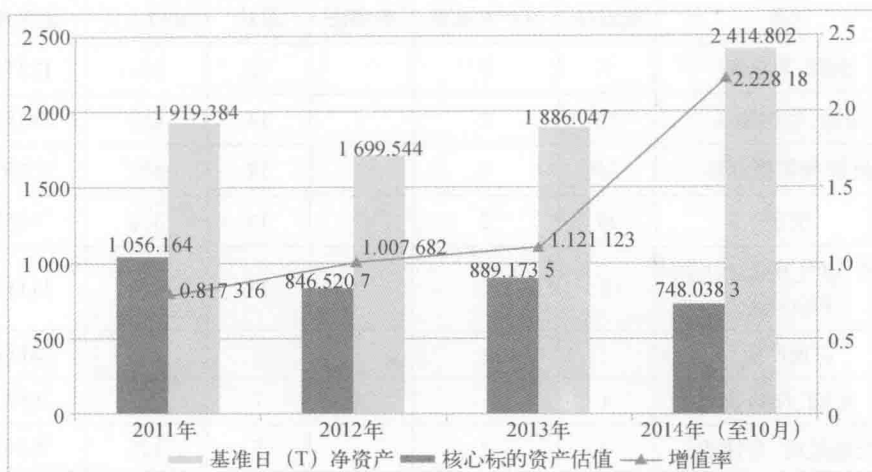
行业	收益法	资产基础法	市场法	总计	家数占比	增值率
金属、非金属	7	9		16	5%	122%
医药、生物制品	12	2		14	4%	293%
批发和零售贸易	10	4		14	4%	255%
电子	11	2		13	4%	592%
电力、煤气及水的生产和供应业	6	7		13	4%	111%
房地产业		8		8	2%	237%
金融、保险业	4		3	7	2%	99%
交通运输、仓储业	3	2		5	1%	209%
食品、饮料	4			4	1%	156%
建筑业	2			2	1%	299%
纺织、服装、皮毛	2	1		2	1%	242%
农、林、牧、渔业	1			1	0%	768%
造纸、印刷	1			1	0%	80%
总计	249	82	4	335	100%	300%

(三) 资产增值率逐步提升, 优质资产的价值通过并购重组得以发现和挖掘。纳入统计的置入股权类资产账面价值总计约 3 540 亿元, 评估值总计约 7 920 亿元, 整体增值率约为 124%。

从资产总额来看, 2011 年国有企业、传统制造业、矿业房地产业等并购重组案例较多, 导致净资产及评估资产规模处于较高水平, 从 2012 年以来, 并购市场结构逐渐发生变化, 民营企业评估参与度逐渐提升、轻资产类型并购案例逐渐增加, 最增呈现了净资产总额略降, 但估值水平逐渐上升的趋势。进而导致从增值率趋势看, 呈现逐年上升的势态, 市场增值率水平从 2011 年的 82% 上升至 2014 年的 223%。

优质资产价值在上市公司并购重组中得到发现和重估。通过上市公司并购重组, 大量优质资产纳入上市公司, 提高了市场对优质资产的利用水平和认知程度, 提升了上市公司的资产质量, 资本市场有效配置和利用资源的功能得到进一步发挥。

单位:亿元



2011—2014年上市公司重大重组置入资产增值数额分布

(四) 各评估方法未来应用趋势

收益法、市场法和资产基础法是从三种途径对企业价值进行考量的手段,三种方法各有侧重点和优劣势,也具有各自应用的前提条件。

收益法以其对影响企业价值因素的相对全面衡量和对未来收益的现时量化考量,对于以改善和提升经营业绩为目标的上市公司并购重组意义重大,对于各行业企业具有相对普遍的适用性,特别是在评价未来收益状况良好的上市公司并购重组企业价值方面,具有较广泛的应用空间。

市场法以其对于市场价格信息的及时反映,在服务及时性和短时性的投资决策方面具有突出优势,在可比信息不断丰富和完善的中国资本市场也必将得到更进一步的应用,具有良好的应用前景;在国际成熟市场上,市场化的交易数量或比例较大,相应的交易信息披露充分,相关专业机构的数据积累充足,选择市场法进行企业价值评估往往是最为便捷、最具说服力、成本最为低廉的途径。随着中国资本市场及其他产权市场建设的不断完善、真正市场化交易数量的提升、信息披露的规范化发展,市场法在中国的应用条件也将逐步成熟,加之专业机构的不断技术积累与实践探索,市场法的应用必将得到大幅提升。

资产基础法以其对于企业各项资产价值的综合性考量,在实物性资产比重较高、商誉对企业价值贡献因素较小以及亏损、破产以及开发建设初期的企业价值评估中具有较强的适用性。考虑到该方法对于一些对企业价值有潜在影响的

本次收购,除增强公司在电力行业的服务能力和市场竞争力,同时还将共享彼此客户资源,实现技术融合和协同,市场占有率有望进一步扩大。

(本案例由华泰联合提供,撰写人:华泰联合投资银行部并购组刘昊)

2.1.2.6 科达洁能系列收购

一、案例简述

广东科达洁能股份有限公司(以下简称“科达洁能”、“公司”或“上市公司”)①创建于1992年,于2002年在上海证券交易所挂牌上市(股票代码:600499)。公司以生产制造陶瓷机械起家,经过20多年的创新发展,在全球范围内对陶瓷机械行业技术进步起到了关键和引领作用,在占领传统业务制高点的同时,科达洁能顺应国家和社会发展的需要,主动谋求企业转型升级,逐步发展清洁能源装备业务。目前,公司业务领域涵括陶瓷机械、墙材机械、清洁能源机械等核心业务领域。




其中,陶瓷机械业务领域,公司2011年通过产业并购佛山市恒力泰机械有限公司(以下简称“恒力泰”),扩展了公司陶瓷机械业务海外销售渠道,提升了公司陶瓷机械业务的核心竞争力,确保了公司陶瓷机械业务在国内处于行业第一的地位,市场占有率不断得到巩固。

墙材机械业务领域,公司2012年通过产业并购芜湖新铭丰机械装备有限公司(以下简称“新铭丰”),极大的推动了尚处于起步阶段的墙材机械业务,提高了公司墙材机械业务的市场竞争力,并购完成后,公司墙材机械业务处于国内行业领先地位,业务收入和毛利水平不断提升。

洁能设备业务领域,公司2013年通过产业并购河南东大泰隆冶金科技有限公司(以下简称“东大泰隆”),扩大了公司在清洁炉煤气装备领域综合实力和市場影响,为公司洁能设备业务发展奠定基础。

科达洁能通过2011—2013年连续三年三次产业并购,使公司的陶瓷机械、墙材机械、清洁能源机械三大核心业务版块得到了巩固和发展,同时,公司的市值也大幅度上升。

① 广东科达机电股份有限公司于2014年4月将公司名称变更为“广东科达洁能股份有限公司”。本文所述“科达洁能”即指“广东科达洁能股份有限公司”与更名前之“广东科达机电股份有限公司”。

 <p>2011</p>	<p>2011年,陶瓷机械行业的龙头企业——科达洁能收购其行业排名第2的佛山恒力泰有限公司。此次并购,不仅巩固了其在行业内的竞争优势,而且通过整合恒力泰的国外销售渠道,使其在国际市场的竞争力得到显著提升。</p>
 <p>2012</p>	<p>2012年,科达洁能收购芜湖新铭丰机械装备有限公司。芜湖新铭丰为墙材机械制造企业,通过此次收购,科达洁能在完善产品结构、增强市场竞争力方面有了显著提高。</p>
 <p>2013</p>	<p>2013年,科达洁能收购河南东大泰隆冶金科技有限公司。河南东大是一家围绕铝行业节能减排,集铝金属专业装备设计、制造及安装、工程项目管理、运营管理咨询为一体的企业。通过此次收购,公司在发展新业务、拓宽营利渠道方面得到了又一次提升。</p>

二、交易各方

(一) 交易各方基本情况

上市公司基本情况			
发行人名称	广东科达洁能股份有限公司	股票简称	科达洁能(曾用名“科达机电”)
注册资本	69 722.72 万元	法定代表人	边程
注册地址	广东省佛山市顺德区陈村镇广隆工业园环镇西路1号	控股股东或实际控制人	卢勤
行业分类	专用设备制造业	主要产品及服务	陶瓷机械、墙材机械、洁能设备以及石材机械等
标的资产基本情况			
恒力泰			
标的资产全称	佛山市恒力泰机械有限公司	注册资本	2 560 万元
注册地址	佛山市禅城区高新技术开发区港口路西侧	控股股东	罗明照等自然人
所属行业	专用设备制造业	主要产品及服务	陶瓷机械
新铭丰			
标的资产全称	芜湖新铭丰机械装备有限公司	注册资本	1 000 万元
注册地址	芜湖机械工业园	控股股东	徐顺武
所属行业	专用设备制造业	主要产品及服务	墙体机械

续表

标的资产基本情况			
东大泰隆			
标的资产全称	河南东大泰隆冶金科技有限公司	注册资本	2 000 万元
注册地址	郑州市建设西路 187 号	控股股东	吕定雄等自然人
所属行业	专用设备制造业	主要产品及服务	氧化铝、电解铝等成套设备的设计及制造(洁能设备)
本次交易的有关中介机构			
独立财务顾问	西南证券股份有限公司	律师	北京市康达律师事务所
审计机构	中喜会计师事务所	评估机构	北京天健兴业资产评估有限公司

(二) 交易双方交易前最近两年及一期的主要财务数据

单位:万元

项目	最近一期	上一年度	再上一年度
上市公司(2011年、2012年、2013年)			
营业收入	381 189.64	266 064.31	249 254.91
净利润	34 240.18	27 150.62	34 866.90
归属于母公司所有者的净利润	37 020.62	27 327.16	35 613.83
标的资产			
恒力泰(2009年、2010年、2011年1—3月)			
营业收入	24 206.67	95 617.99	82 197.12
净利润	2 910.06	11 945.79	8 457.79
归属于母公司所有者的净利润	2 896.09	11 669.76	8 105.88
新铭丰(2010年、2011年、2012年1—3月)			
营业收入	3 444.39	17 518.96	5 067.75
净利润	644.53	3 264.77	634.66
归属于母公司所有者的净利润	644.53	3 260.36	649.88
东大泰隆(2011年、2012年、2013年1—6月)			
营业收入	15 263.53	29 821.13	27 935.18
净利润	1 517.15	2 060.55	1 564.72
归属于母公司所有者的净利润	1 517.15	2 060.55	1 564.72