

劳志明 / 著

劳阿毛 说并购



中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

劳阿毛 说并购

劳志明 / 著



中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

图书在版编目(CIP)数据

劳阿毛说并购 / 劳志明著. —北京: 中国法制出版社, 2015.9

(2015.12重印)

ISBN 978-7-5093-6761-2

I. ①劳… II. ①劳… III. ①企业合并—基本知识 IV. ①F271

中国版本图书馆CIP数据核字(2015)第237977号

策划编辑: 赵 宏 (health-happy@163.com)

责任编辑: 黄会丽

封面设计: 周黎明

劳阿毛说并购

LAO A MAO SHUO BING GOU

著者 / 劳志明

经销 / 新华书店

印刷 / 三河市紫恒印装有限公司

开本 / 710 × 1000毫米 16

印张 / 16.75 字数 / 177千

版次 / 2015年11月第1版

2015年12月第3次印刷

中国法制出版社出版

书号ISBN 978-7-5093-6761-2

定价: 45.00元

值班电话: 010-66026508

北京西单横二条2号 邮政编码100031

传真: 010-66031119

网址: <http://www.zgfzs.com>

编辑部电话: 010-66070084

市场营销部电话: 010-66033393

邮购部电话: 010-66033288

(如有印装质量问题, 请与本社编务印务管理部联系调换。电话: 010-66032926)

我问劳阿毛咋想起让我写序了，他狡黠地笑着说，你吹牛不用打草稿，文风也属于飘逸没溜的，没人比你更合适了。另外，今年阿里巴巴上市都找淘宝店主去敲锣，找你写序显得贴地气不是，必须与时俱进啊。

看，找人帮忙都顺便埋汰几句，不改毒舌本性。

劳阿毛系法律背景出身，据传在法院厮混时，公正又不强硬，渊博而又谦卑，深受广大刚刚办完离婚的妇女的爱戴。近年来，在东北烧烤的烟熏火燎下，曾经的京郊玉面小判官变成了投行大佬，多年的知识、心得、总结、谐趣积累在他疲惫的身体里终于憋不住了：微博加微信，段子拌干货，网友转发千万，思想串珠成瑾，嬉笑怒骂侃大山，总结“毛选”十几篇，并购不提劳阿毛，整啥名句都枉然。

劳阿毛的段子、文章鞭辟入里，现场演讲机智深刻，风姿遍布了交易所、金融办、上市公司和各大酒店。各领导嘉宾讲并购觉得不过瘾时，总要搬出劳阿毛的段子来，形容并购交易中那种“看似简单其实也简单但就是不好做到”的微妙感觉。

东北农村给了他源源不断的白云黑土的诙谐养分，使他洞察了隐藏在一种姿态面貌后面的每个人的真情实感，不论“高大上”还是“然并卵”，他的坦诚吐槽，总会让你觉得他亲切如老友，真情实感不必再装腔或隐藏，想要就是想要，不爽就是不爽。

中国的企业并购重组实际上肩负了中国经济转型的历史使命。一时间，上市公司并购频频发生，但其中不乏配合二级市场套利驱动下的概念炒作和生搬硬套，各种靠谱不靠谱的所谓“市值管理”大行其道。在

| 序言 | PREFACE

这种风潮下，劳阿毛其实是独树一帜的，反复强调做战略并购，不做“市值管理”，不会为了赚钱让企业涉入根本不该参与的并购交易，而是和客户一起去发现能够成功整合的并购机会，一个段子手，有原则至此，貌似说着不着调的话，其实干着挺靠谱的事。

企业如人体，并购重组不止类似结婚，而某种程度上更像人体器官移植，不是缝上让它长就完了，而是要一根根血管、一条条神经连起来，还有血型是否排斥，基因能否接受等等。如果成功了就多了双翅膀，如果不成功，就可能变成肿瘤，不仅没用还可能把主体消耗殆尽。劳阿毛的笑谈背后，也隐藏着对并购后面故事的敬畏和严谨。

并购重组达成交易本身，是一个分析归纳多方利益诉求，冷热反复，讨价还价的动态平衡过程。投行在其中不仅要处理大量死的信息和数据，更要面对大量活的人心叵测，而由于中国资本市场制度的羁绊，中国券商投资银行部的大量精力和人才选拔都立足于满足监管的法律、规定、办法和窗口指导，在交易的创造、设计和完成方面一直没动力、没意识、没人才、没经验。但时过境迁，非市场化的管制无法真正左右鲜活的市场，二级市场波动、投资者的情绪、环境变量的增加使单靠做材料、做申报的中国投行人无法再继续享受监管通道制带来的制度红利，IPO 停停走走，保荐代表人加速贬值。“不转型，就转行”，成了中国投行人的基本共识。

投行在金融交易中始终保持着高大上的形象，并且由于种种原因其从业人士习惯保持神秘、低调和沉默，其实这不像市场人士，反而像一

| 序言 | PREFACE

个出入大内的官员。反观欧美市场，投行人士发声频频，争相跳出来树立市场专家的形象，这并非欧美投行更爱出风头和肤浅，而是因为只有获得市场的关注，取得更大的曝光率和更好的排名，才能获得更多的信任和更多的交易机会。这才是市场经济的逻辑。

中国投行人士也需要彰显个性，塑造个人品牌，开始不仅精耕于幕后，更要布道于台前，这是市场化改革春风吹满地的结果，正在此时经历了并购多年挫折、低迷得到大量的心得、案例即将爆发的劳阿毛，凭借他亲切和幽默的语言风格和专业功底赢得了大量专业人士和金融爱好者的青睐。

时代的力量是看不见的，身在水中却能感觉到变化，在这样的变化过程中，劳阿毛以段子手的面貌脱颖而出，但却以专业人士的价值被人牢记，实现了他从意见领袖到行业大佬的市场化形象重塑，这其中没有广告、没有推广、没有炒作，有的只是广被市场认可的专业领域的真知灼见。

从我个人的视角而言，劳阿毛现象是中国投行人士重新感受市场，重新拥抱市场的一座里程碑，新时代背景下投资银行业务的一个文化符号和亮丽风景，是中国投行转型和进化值得纪念的一笔，也是中国多年深化改革，市场理念深入人心的一個文化现象级缩影。

我热切期盼，劳阿毛能够一如既往的文思泉涌，段子等身，不仅成为现象，更要成为一面旗帜，促进中国金融界出现更多的专业、诙谐、亲切的思考者与践行者，这些人，如果不考虑行政力量，他们可能成为

| 序言 | PREFACE

10年后这个行业的领袖。

劳阿毛还有个爱好是弹弓，记得有次他说：“玩弹弓时，皮筋并非拉到极限才有最佳的回弹和精准度。其实，做人做事都差不多，要留有余地而不宜将势用尽，让几分给别人，留几分给未来，太在意会纠结会失望，太用力会受损。人生到头总算账得失都差不多，不值当处心积虑地精明。”

玩个弹弓都能扯出人生感悟来，难怪做并购时琢磨那么多招儿。

@ 朗润李大卫

2015年8月29日 北京

| 目录 | CONTENTS

上 篇	横看成岭侧成峰——并购的 N 个侧面	001
	并购重组类型之科普式解析	003
	市场化并购，应该保护谁？	012
	上市公司产业并购之山雨欲来	016
	创业板产业并购，为何这么火？	023
	产业并购误区之女人逛街心态	032
	借壳，想说爱你并不容易	038
	借壳标准与监管取向再思考	046
	产业并购之花为何这样红	052
	旁观新三板的疯狂与机遇	058
中 篇	技术与艺术的融合——并购经验谈	063
	并购方案设计——合规下的利益平衡艺术	065
	如何评价壳公司的优劣	065
	知易行难之净壳剥离	072
	收购上市公司超过 30% 股份之沙盘推演	077
	A 股并购重组估值作价之多维度科普	083
	A 股并购为何多选择发股支付？	088
	细数 A 股并购重组中的 N 多股份锁定	093

| 目录 | CONTENTS

科普盈利预测与补偿设计	101
闲谈上市公司重组过渡期间损益安排	107
并购基金靠什么赚钱	111
交易撮合——洞察人性下的预期管理	115
并购交易的核心在于平衡	115
并购与搞对象	121
并购战略之宫廷选妃与见色起意	124
并购格局，不求战胜而求共赢	128
并购交易谈判的九大误区	132
靠谱，撮合交易的基本功	140
项目操作——投行并购业务的总结与思考	146
并购业务思考之利益取舍	146
IPO 与并购：庙堂之高与江湖之远	149
投行并购服务段位与梦想	154
独立财务顾问：教练、运动员，还是边裁？	159
财务顾问项目执行：如何导演这场戏？	165
殊途同归投行路	172
如何认识并购项目时间表	175
上市公司并购该何时停牌	177

| 目录 | CONTENTS

下 篇 舍弃小我，娱乐众生——投行人的自嘲与沉思 183

投行人易有的毛病，你中枪了没？ 185

投行成长：那些人，那些路 191

投行路上欢乐多 197

关于投行业务的几点体会 202

如何理性看待考核 209

告别无效纠结 212

投行人眼中的其他机构 215

舍弃小我，娱乐众生 220

番外篇 工作之外——俯仰自得真性情 225

心态是面镜子 227

我的父亲 229

给女儿的第一封信 232

我的小愿望 234

大 姨 236

终极取舍 239

牛肉、石块与贫富 242

矜持是种本能 245

| 目录 | CONTENTS

学车点滴事 247

往事如歌 251

后 记 257



上篇

横看成岭侧成峰

——并购的N个侧面



阿毛语录：

并购重组类型可以用买房来比喻，新婚夫妇申请福利分房是 IPO，购买二手房装修及换家具是借壳上市，小两口住进房子后把全家都安排落户并居住是整体上市，攒钱把邻居房子买下来算产业并购。

并购重组类型之科普式解析

并购重组并不是特别严格的法律概念，其是指公司非经营性的股权和资产交易，跟经营相关的交易通常不视为并购重组。比如房地产公司因为经营去购买土地，虽然交易额可能非常巨大，但不是并购重组而属于经营活动。比如企业兼并其他破产企业的机器设备属于资产并购重组，但若从供应商手里买设备则算采购行为。

从现象而言，并购重组都是股权和资产的交易与变动，但背后的驱动力大有不同，很长时间以来，无论是监管还是市场对并购重组均有不同的分类表述。华泰联合证券在 2008 年首次提出了并购重组的三种分类方式，即借壳上市、整体上市和产业并购，到目前为止应该



是被接受程度最高的分类，尽管这种分类也并非绝对地科学与严谨。

一、借壳上市

通俗地讲，借壳上市是以取得上市公司控制权和进行资产注入进而改变上市公司主营业务的操作形式。借壳上市有几个特点：首先，借壳上市系股东推动的，以上市公司为收购和重组对象；其次，借壳上市操作目的是为了获取上市资格，而并不太关注原有上市公司业务，若关注也多集中在净壳剥离难度；再次，借壳属于关联交易，故作为潜在大股东的借壳方与小股东的利益取向不同，即借壳方有对注入资产高估而挤占中小股东权益的驱动。

（一）借壳上市是成本较高的操作

相对比 IPO (Initial Public Offerings, 首次公开发行) 而言，借壳上市是成本更高的上市方式。借壳上市跟 IPO 都能够实现上市，但 IPO 是通过行政许可获取融资资格行为，而借壳上市是通过交易方式来实现，即控制权的取得和资产的注入。二者最核心的区别是在于股东持股的摊薄对价不同，IPO 发行对公司股东是有对价的摊薄，即能够按照较高的发股价格实现融资，这对公司及全体股东是有利的。但借壳上市发股后上市公司的原股东持股还继续保留，要分享借壳上市资产的权益。简而言之，借壳上市需要给上市公司原有的股东做一定的权益让渡，所以借壳上市是没有对价的赠与式摊薄。IPO 原来全体股东持股比例为 100%，通过发行新股融资上市后，股权比例被稀释



到 90% 或者更多，但该稀释有可能会取得数亿甚至数十亿的现金。但是借壳操作前企业股东持股 100%，借壳操作后变成 60%，其中 40% 权益是送给了上市公司原有股东，作为借壳企业实现上市的交易对价。借壳上市也可能会配套融资，但配套融资会在资产交易的基础上进行有对价的摊薄，获得融资是以股比进一步被稀释为代价的，所以说借壳上市是成本非常高的交易行为。

（二）等同 IPO 标准，知易行难

尽管目前对借壳上市的审核要求与 IPO 等同标准，但事实上操作借壳上市企业规范性的要求还是要略低于 IPO。为什么这么说呢？因为《首次公开发行股票并上市管理办法》（以下简称“首发办法”）规定的发行条件相对较为基础，而很多 IPO 企业最终被否决并非不符合发行条件，而是缘于细枝末节的条件并没有达到监管的要求。但是对于借壳上市而言符合首发办法规定的发行条件是大前提，但基于交易属性并不完全受制于 IPO 审核所有要求。

为什么标准会有所不同呢？主要还是基于借壳上市成本非常之高，如果完全与 IPO 条件等同很多企业不会采用借壳上市的方式。更重要的是，借壳上市不但是上市行为，同时又涉及对现有上市公司的挽救与改造，即借壳上市系通过交易方式来实现，事关上市公司千万公众股东甚至地方政府的切身利益。某单 IPO 被否决的后果就是该企业没有实现上市融资，少了几个身价过亿的富翁而已，但借壳上市否决牵扯到利益主体就会复杂很多。比如借壳上市信息披露后股价大涨会令股民受益，二级市场股价会透支借壳对上市公司基本面改变的预



期。若借壳被否决则意味着股价会被打回原形，千千万万股民的利益将遭受重大损失。还有借壳失败可能导致上市公司退市，关系到地方政府的利益和地方金融环境的稳定等。所以借壳本身也是在现有制度下经过博弈形成的巨大的利益共赢与制衡，故此，并非每个借壳上市案例都足够完美，但其还是保持相对较高的审核通过率。

（三）借壳企业盈利要求高，土豪的游戏

尽管借壳上市对企业规范性要求稍弱些，但是对拟借壳企业的盈利能力要求非常之高。比如拟 IPO 企业有几千万利润就具备申报条件，但拟借壳企业没有上亿的利润根本没有办法操作。首先利润的体量可以支撑一定的估值，进而保证借壳方在上市公司重组交易中取得控制权。比如上市公司市值 20 个亿，要想借壳取得控制权，那拟借壳企业怎么估值也得超过 20 个亿。而且借壳企业利润越多估值也就越大，可选择重组的上市公司的范围就会越大。有人说，利润少估值小没关系，可以找市值小的壳来借，但市值小的壳多处于交易优势地位，交易达成的难度很大。

拟借壳资产的盈利也关系到重组效果，即重组之后能够大幅提升上市公司每股收益，而预期每股收益高才会令股价飞涨，对于借壳重组通过股东大会和证监会审核非常重要。简而言之，借壳重组必须对现有上市公司财务指标有很大改善才行，比如原来每股收益五分钱，重组完之后变成一块钱，股价嗷嗷上涨而市场一片欢腾，证监会就愉快地批准了。假设原来每股收益五分，重组完之后八分，而且因为发股把盘子搞挺大，借壳重组完之后未改变垃圾股本色。借壳上市多为