

[第二版]

下

上市公司

并购重组流程

及案例解析

Introduction and Case Studies
to Merger & Acquisition of
Listed Companies

江苏省上市公司协会
编

江苏人民出版社

[第二版]

下

上市公司

并购重组流程

及案例解析

Introduction and Case Studies
to Merger & Acquisition of
Listed Companies

江苏省上市公司协会
编

江苏人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

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. -- 2 版. -- 南京:江苏人民出版社,2016.7
ISBN 978-7-214-18923-3

I. ①上… II. ①江… III. ①上市公司-企业兼并-研究-中国②上市公司-企业重组-研究-中国 IV. ①F279.24

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 145231 号

书 名 上市公司并购重组流程及案例解析(第二版)

编 者 江苏省上市公司协会
策 划 编 辑 戴宁宁
责 任 编 辑 金书羽 马晓晓 强 薇 尹子茜
责 任 监 制 陈晓明
责 任 校 对 戴宁宁
装 帧 设 计 刘葶葶
出 版 发 行 凤凰出版传媒股份有限公司
江苏人民出版社
出版社地址 南京市湖南路 1 号 A 楼,邮编:210009
出版社网址 <http://www.jspph.com>
经 销 凤凰出版传媒股份有限公司
照 排 江苏凤凰制版有限公司
印 刷 江苏凤凰通达印刷有限公司
开 本 718 毫米×1 000 毫米 1/16
总 印 张 44.25 插页 4
总 字 数 764 千字
版 次 2016 年 7 月第 1 版 2016 年 7 月第 1 次印刷
标 准 书 号 ISBN 978-7-214-18923-3
定 价 108.00 元(全二册)

(江苏人民出版社图书凡印装错误可向承印厂调换)

2.2 借壳上市

借壳上市指构成《重组办法》第十三条规定的重组行为。2015 年度虽然借壳上市家数远小于产业并购家数,但交易金额较大,市场影响较大,包括绿地集团借壳金丰投资以及本篇入选的广汇汽车借壳美罗药业、分众传媒借壳七喜控股、中节能太阳能借壳桐君阁等。其中分众传媒借壳七喜控股为截至目前中概股回归最大的一笔交易。

另外需要特别指出的是,入选案例中有一家通过重大资产购买完成借壳上市,为神州数码 IT 分销业务借壳深信泰丰。

本部分精选了七家借壳案例。

2.2.1 友搏药业借壳九芝堂

一、案例简述

九芝堂股份有限公司(以下简称“九芝堂”)向李振国、黑龙江辰能哈工大高科技风险投资有限公司(以下简称“辰能风投”)、绵阳科技城产业投资基金(有限合伙)(以下简称“绵阳基金”)、杨承、盛锁柱、高金岩、万玲、倪开岭、黄靖梅非公开发行股份,购买其所持牡丹江友搏药业股份有限公司(以下简称“友搏药业”)100%股权。

同时,九芝堂控股股东长沙九芝堂(集团)有限公司(以下简称“九芝堂集团”)拟向李振国转让 8 350 万股九芝堂股份,占上市公司总股本的 28.06%。

发行股份购买资产与股份转让同时生效、互为前提。发行股份购买资产与股份转让中任何一项因未获批准或其他原因致使无法履行完毕的,另一项将自动终止履行,已经履行完毕的部分应当无条件恢复原状。



二、交易各方

(一) 上市公司及中介机构基本情况

上市公司基本情况			
发行人名称	九芝堂股份有限公司	股票简称	九芝堂
注册资本	29 760.526 8 万元	法定代表人	张峥
注册地址	湖南省长沙市桐梓坡路 339 号	控股股东或实际控制人	九芝堂集团
行业分类	制造业——医药制药	主要产品及服务	从事中成药、生物药品的研制、生产、销售及药品的批发、零售业务
本次交易的有关中介机构			
独立财务顾问	中信证券股份有限公司	律师	上海市锦天城律师事务所
审计机构	华普天健会计师事务所(特殊普通合伙)	评估机构	中联资产评估集团有限公司

(二) 标的资产的基本情况

1. 股权结构

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
李振国	232 174 415	51.59
辰能风投	144 575 291	32.13
绵阳基金	66 690 523	14.82
杨承	1 639 941	0.36
高金岩	983 966	0.22
万玲	983 966	0.22
盛锁柱	983 966	0.22
倪开岭	983 966	0.22
黄靖梅	983 966	0.22
合计	450 000 000	100.00

2. 业务情况

友搏药业多年以来专注于中药创新药物的开发,主要产品疏血通注射液、复方降脂片均为心脑血管疾病类中药制剂,为纯中药国内独家品种,其中主营产品

疏血通注射液是具有自主知识产权的国家中药二类新药,为国内第一个动物复方水针剂型品种,于1999年被授予《国家级新产品证书》,2003年成为具有自主知识产权的专利保护品种,2004年进入国家医保乙类目录。“友搏”商标于2011年被国家工商行政管理总局商标局认定为中国驰名商标。根据国家工业和信息化部公布的《2014年医药行业工业企业快报排名》,友搏药业按利润总额排名第70位。

友搏药业主要产品疏血通注射液功能主治:“活血化瘀,通经活络。用于瘀血阻络所致的中风中经络急性期,症见半身不遂,口舌歪斜、言语蹇涩。急性期脑梗塞见上述证候者。”

3. 主要财务数据

项目	2015. 3. 31	2014. 12. 31	2013. 12. 31
总资产(万元)	158 802. 37	153 990. 64	122 723. 08
归属于母公司股东的所有者权益(万元)	141 650. 22	140 432. 69	104 101. 04
项目	2015 年 1—3 月	2014 年度	2013 年度
营业收入(万元)	19 871. 67	79 759. 87	70 435. 25
净利润(万元)	11 217. 52	40 331. 65	36 400. 60
归属于母公司股东的净利润(万元)	11 217. 52	40 331. 65	36 400. 60
毛利率	78. 99%	79. 69%	77. 28%

三、交易背景

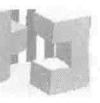
由于我国人口增长,老龄化进程加快,城镇化率提高,居民人均可支配收入增长,国家产业政策支持以及财政投入的加大,使我国医药行业持续发展,已成为全球药品消费增速最快的地区之一。但目前医药工业的产业集中度低,相关企业数量多且规模小的问题突出,医药产业的整合趋势已逐渐形成。

友搏药业经营业绩突出,一直谋求登陆资本市场,继续发展壮大。由于IPO排队家数较多、审核周期较长,在投资人的撮合下,友搏药业股东与九芝堂集团达成合作意向,由友搏药业借壳九芝堂上市。

四、交易方案

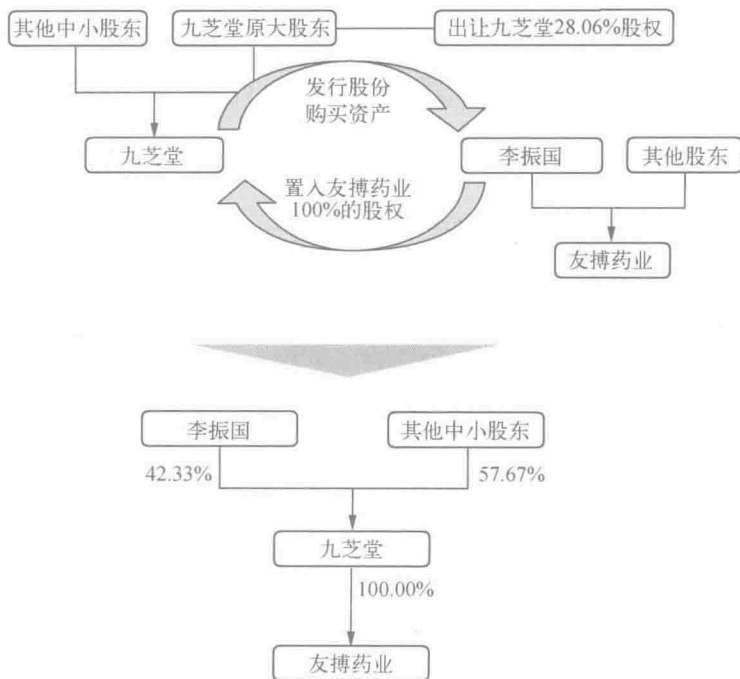
(一) 方案背景及交易方案说明

九芝堂控股股东九芝堂集团为涌金系下属企业,涌金系拟专注于产业投资,退出部分实业经营。另一方面,友搏药业一直寻求登陆资本市场,却受制于IPO



堰塞湖。在投资人的撮合下,友搏药业股东与九芝堂集团达成合作意向,由九芝堂发行股份收购友搏药业 100% 股权,友搏药业实现借壳上市。

友搏药业实际控制人李振国拟在上市公司谋求更大的控股权,九芝堂集团拟向李振国转让 8 350 万股九芝堂股份(占上市公司总股本的 28.06%)。发行股份购买资产与股份转让同时生效、互为前提。



(二) 估值定价

1. 前期谈判时,双方预期估值及估值基础

前期谈判时,交易双方基本就标的公司估值达成初步意向,基于最近一年净利润,约 16 倍市盈率。

2. 评估结论选用的评估方法及评估值

中联评估分别用资产基础法与收益法对标的公司资产进行估值,并最终选取收益法评估值为最终评估结果。

截至 2015 年 3 月 31 日,标的资产评估值为 651 780.73 万元,经交易各方协商,本次交易标的资产的交易价格为 651 780.73 万元。

3. 同类交易案例的估值比较

近年国内上市公司并购从事医药制造相关业务公司的交易估值情况如下:

上市公司	收购标的	收购标的的交易价格(亿元)	交易市盈率
神奇制药	柏强制药	7.50	20.27
神奇制药	神奇药业	12.51	22.75
联环药业	扬州制药	0.49	12.25
嘉应制药	金沙药业	4.05	12.92
上海莱士	邦和药业	18.00	25.09
亿帆鑫富	亿帆生物	14.79	34.40
亿帆鑫富	亿帆药业	2.67	11.13
洪城股份	济川药业	56.00	23.53
天一科技	景峰制药	34.48	21.42
海普瑞	SPL	13.69	18.02
华邦颖泰	百盛药业	14.49	9.00
上海莱士	同路生物	53.01	29.61
福安药业	天衡药业	5.71	25.95
万昌科技	北大之路	29.35	2.68
啤酒花	同济堂医药	61.27	20.49
九九久	陕西必康	70.20	14.44
均值			19.00

数据来源:Wind 资讯;交易市盈率=收购标的的交易价格/收购标的最近一年净利润。

(三) 对价支付方式

九芝堂全部以非公开发行股份的方式支付对价。本次发行股份的定价基准日为公司第六届董事会第五次会议决议公告日。经上市公司与交易各方之间协商,为兼顾各方利益,发行价格确定为 14.22 元/股,不低于定价基准日前 120 个交易日上市公司股票交易均价的 90%。

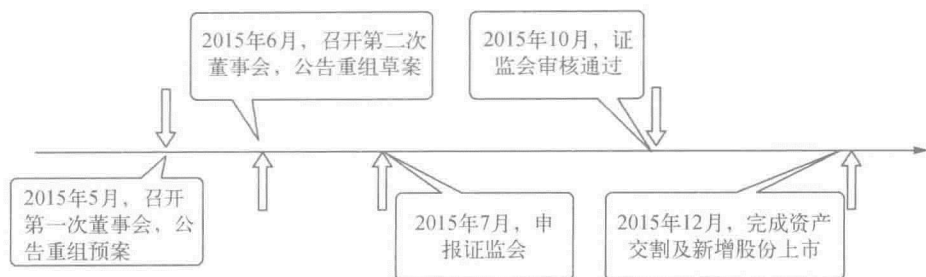
(四) 盈利补偿安排

友搏药业股东承诺,友搏药业 2015 年度、2016 年度以及 2017 年度经审计的归属于母公司股东的扣除非经常性损益后的净利润分别不低于 45 673.49 万元、51 472.40 万元以及 57 879.68 万元,上述承诺利润均不低于中联评估出具的《资产评估报告》中所确定的相应年度盈利预测净利润。



五、交易节点

本次交易的主要时间节点,绘制时间轴表示。



六、交易影响

(一) 对标的公司原股东持股比例的影响

序号	股东名称	交易前		交易后	
		持股数量 (股)	持股比例	持股数量 (股)	持股比例
1	李振国	—	—	319 985 090	42.33%
2	辰能风投	—	—	147 259 554	19.48%
3	绵阳基金*	—	—	67 928 735	8.99%
4	杨承	—	—	1 670 389	0.22%
5	高金岩	—	—	1 002 234	0.13%
6	万玲	—	—	1 002 234	0.13%
7	盛锁柱	—	—	1 002 234	0.13%
8	倪开岭	—	—	1 002 234	0.13%
9	黄靖梅	—	—	1 002 234	0.13%
10	九芝堂集团	120 090 769	40.35%	36 590 769	4.84%
11	其他股东	177 514 499	59.65%	177 514 499	23.48%
合计		297 605 268	100.00%	755 960 206	99.99%

(二) 对标的公司市值及原股东财富的影响

九芝堂于2015年1月21日起停牌,停牌前收盘价为20.20元/股。2015年12月29日,完成资产交割及新增股份上市,九芝堂收盘价格为31.90元/股。

重组方案实施前后,九芝堂原股东持股市值增值约60%。

七、交易特点

（一）借壳成本分析

由于本次交易不涉及资产置出,原控股股东仍保留股权,标的公司股东基本不涉及壳成本。

（二）交易难点——遇到的主要问题及解决方案

友搏药业实际控制人李振国受让九芝堂集团所持九芝堂 8 350 万股,需支付对价 15 亿元。作为自然人,筹集大额资金尚有一定难度。

本次交易中,李振国融资方案如下:

1. 本次发行股份购买资产完成股份登记后,李振国通过将新股质押,取得 7.53 亿元过桥贷款;

2. 李振国向九芝堂集团交付 7.53 亿元,并将其所持 1 亿股新股质押给九芝堂集团,九芝堂集团将 8 350 万股老股过户至李振国名下;

3. 李振国将 8 350 万股老股质押融资,7.53 亿元归还过桥贷款、7.5 亿支付老股余款。李振国支付完毕股权转让价款,质押给九芝堂集团的 1 亿股新股解除质押。

（三）交易亮点——案例创新性

友搏药业为中药注射剂行业领先企业,盈利能力突出,但产品结构单一。九芝堂为行业知名品牌,旗下拥有补益安神、妇科、呼吸、消化、清热、五官、耳鼻喉、骨科、皮肤、儿科等九大类别 330 余个品种,但二级市场估值一直被低估。

九芝堂与友搏药业重组,协同效应明显,上市公司年度净利润将达 7 亿元。上市公司将以核心及优势产品为先导,结合双方处方药品销售渠道优势、OTC 品种和零售连锁优势和“九芝堂”品牌优势进行深度整合,优势互补,形成新的竞争优势和协同效应,将上市公司打造成国内领先的专业化、特色化的集研发、生产、营销、服务于一体的大型制药企业。

八、心得分享

医疗健康行业为我国最具发展潜力的产业之一,当企业发展到一定规模会遇到上升瓶颈。登陆资本市场可以扩大融资渠道、提升产品知名度、吸引优秀人才、扩展转型升级的思路,有助于保持并增强核心竞争力。

近年来,受制于 IPO 堰塞湖,众多优秀企业被挡在资本市场门外,很多企业在 IPO 与借壳之间权衡。抓住市场机遇,及时调整资本运作思路对于企业发展至关重要。相对于 IPO,借壳上市公司确实能减少很多不确定性。资本市场目



前对业绩优良的医药医疗企业较为认可,估值较高。2015 年医药医疗重大资产重组前十大案例中有九例为借壳上市。

(本案例由中信证券提供,撰写人:中信证券江文华)

2.2.2 分众传媒借壳七喜控股(详见中概股回归专题)

2.2.3 美年大健康借壳江苏三友

一、案例简述

2014 年 11 月 20 日,美年大健康集团股份有限公司(以下简称“美年大健康”)与慈铭健康体检管理集团股份有限公司(以下简称“慈铭体检”)全体股东签订《关于慈铭健康体检管理集团股份有限公司之股份转让协议》,拟分期收购慈铭体检 100%股份,慈铭体检总体估值 36 亿。其中,第一次转让股份占慈铭体检总股本的 27.78%,该部分股份估值 10 亿,收购已完成;第二次拟转让股份占慈铭体检总股本的 72.22%。

2015 年 3 月 24 日,江苏三友集团股份有限公司(以下简称“江苏三友”或者“上市公司”)与美年大健康签署了《资产置换协议》《发行股份购买资产协议》。根据前述协议,江苏三友购买美年大健康 100%股份,实际控制人变更为俞熔,重组完成后江苏三友将间接持有慈铭体检 27.78%股份,并享有剩余 72.22%的股份的购买权。

二、交易各方及其基本情况

(一) 上市公司及中介机构基本情况

上市公司基本情况			
发行人名称	江苏三友集团股份有限公司	股票简称	江苏三友
注册资本	27 807.00 万元	法定代表人	陆尔穗
注册地址	江苏省南通市人民东路 218 号	控股股东或实际控制人	南通友谊实业有限公司/陆尔穗
行业分类	纺织服装	主要产品及服务	服装 OEM、ODM 出口业务

续 表

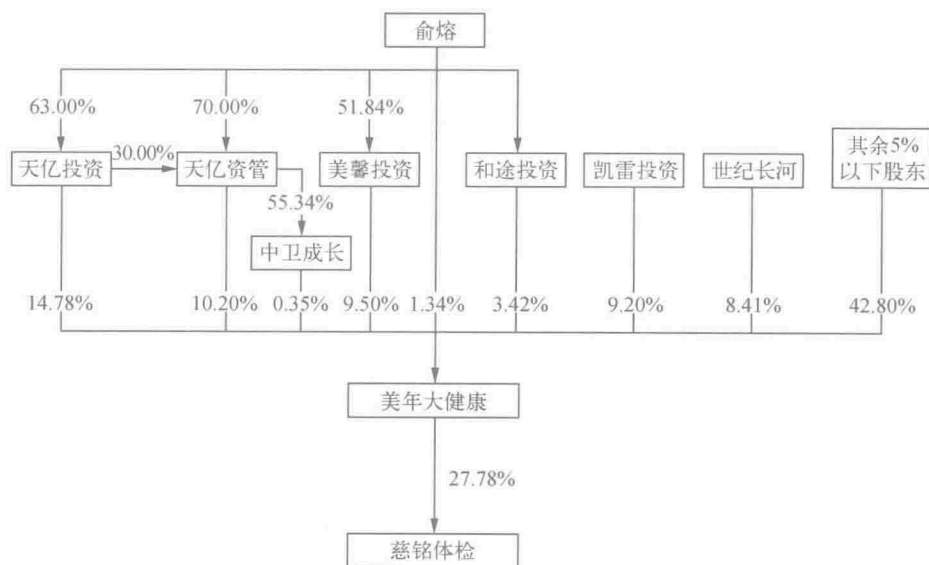
本次交易的有关中介机构			
独立财务顾问	华泰联合证券有限公司、 齐鲁证券有限公司	律师	北京市天元律师事务所
审计机构	瑞华会计师事务所	评估机构	北京中同华资产评估有限公司

(二) 标的资产的基本情况

本次交易中,拟注入资产变为美年大健康 100%股份,慈铭体检 27.78%的股份以及剩余 72.77%股份的购买权。

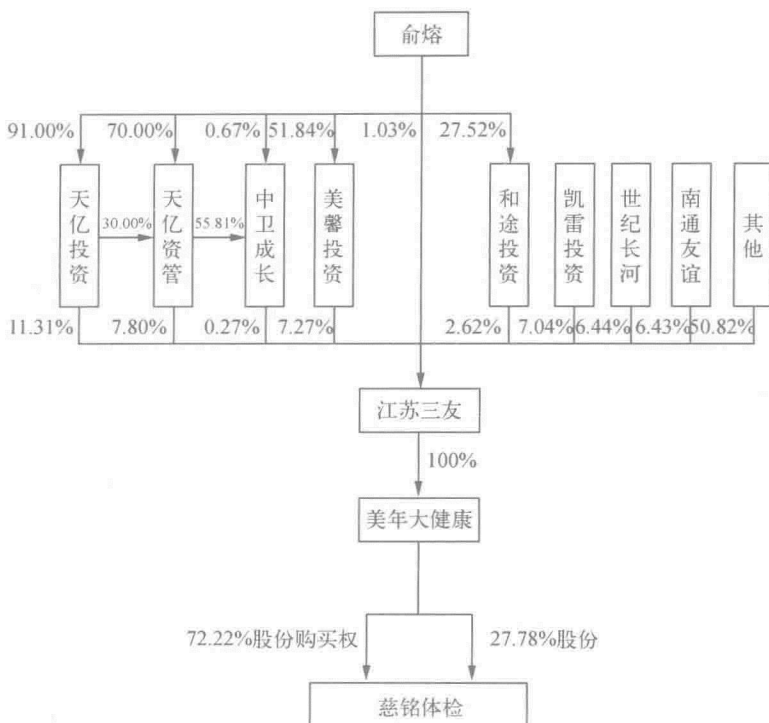
1. 股权结构

交易完成前,借壳主体美年大健康的股权结构如下:





交易完成后,江苏三友实际控制人变更为俞熔,股权结构如下:



2. 业务情况

美年大健康主营业务为健康体检,公司业务以健康体检服务为核心,并集健康咨询、健康评估、健康干预于一体。截至重组报告书签署日,美年大健康拥有101家控股体检中心,覆盖全国26个省(自治区、直辖市)、39个主要城市,是国内规模最大、分布最广的专业健康体检机构。

美年大健康在体检行业耕耘多年,积累了大批优质的客户资源,其中80%为团体客户,包括世界500强企业、大型央企、国企和事业单位。公司已与多家国内外知名企业及其分支机构建立长期合作关系,形成了大批稳定的优质客户。与慈铭体检达成战略合作后,将借助慈铭体检在北京地区多年发展形成的品牌、市场份额和营销等优势,整合行业优质资源,提升行业地位。

美年大健康竞争对手为公立医院和其他有一定规模的专业体检机构,与公立医院及其他体检中心相比,美年大健康作为专业健康体检机构,有着独特的优势:市场占有率高,不受行政限制,网点遍布各大主要城市,品牌效应更显著;以体检为主要业务,打造一体化增值服务,专业化程度更高;各分支体检中心自成

体系,流程高效,节省客户更多时间;优质的全程服务,服务意识更强,时刻跟踪观察客户健康状况等。

3. 主要财务数据

根据瑞华会计师事务所出具的瑞华专审字[2015]01620002号《审计报告》,截至2014年12月31日,美年大健康三年财务数据如下:

项目	2014.12.31	2013.12.31	2012.12.31
总资产(万元)	212 895.30	132 894.82	87 782.13
归属于母公司股东的所有者权益(万元)	142 211.27	87 697.22	52 534.97
项目	2014.12.31	2013.12.31	2012.12.31
营业收入(万元)	143 068.72	97 859.77	63 026.21
净利润(万元)	14 562.25	4 524.59	8 017.85
归属于母公司股东的净利润(万元)	14 011.02	3 422.91	6 563.26

三、交易背景

(一) 上市公司所处行业盈利状况下滑,未来发展前景不明

原上市公司江苏三友的主营业务为服装 OEM、ODM 出口业务。近年来,由于我国纺织服装业生产成本上升,我国纺织产业逐步向东南亚国家转移。同时,公司客户较为集中,结构相对单一,若出现个别主要客户流失或客户自身的经营情况发生重大变化将对公司的经营发展产生不利影响。

在此背景下,江苏三友主营业务发展艰难,在其他领域投资未能达到预期,导致公司净利润出现较大波动。2012—2014 年实现营业收入分别为 70 053.34 万元、76 923.33 万元和 71 606.02 万元,实现归属于母公司所有者净利润分别为 6 588.30 万元、-623.47 万元和 4 951.31 万元。

(二) 健康体检行业发展前景广阔,市场需求巨大

近年来,我国健康体检行业持续快速发展,体检人次、占人口比重持续增长。《2014 年中国卫生和计划生育统计年鉴》资料显示,2013 年我国健康检查人次为 38 832.57 万,检查人次占人口总数的比值为 28.54%。但与日本、美国等发达国家相比仍有很大差距,这说明我国健康体检市场前景广阔。

医疗服务产业扶持政策的逐步落实、推广,特别是医改、政府对民营资本进入医疗服务行业的鼓励支持、医师多点执业、税收优惠等政策的出台,伴随着预防医学在国内的兴起和推广,专业健康体检机构拥有了宽松、良好的外部环境,



将迎来前所未有的发展机遇。

(三) 健康体检行业集中度低,产业整合是大势所趋

目前,全国已经有超过 7 000 家体检机构,行业竞争越来越激烈,许多企业立足所在区域,逐渐发展成为具有地缘优势的大型体检机构。

美年大健康的管理者较早地察觉到健康体检行业未来的发展趋势,体会到连锁化、标准化经营对健康体检行业的意义,未来整个行业必将出现“强者恒强”的态势,而合并是规模扩张的最具效率且风险相对较低的方式,并购和兼并因而成为了公司未来的发展战略目标。

(四) 为在产业整合中占据优势,健康体检行业龙头企业纷纷谋求上市

健康行业属于朝阳行业,公司的估值普遍较高,如果进行并购整合,整合者必须拥有资本或更高估值的优势。因此,健康体检行业排名前三的企业纷纷走向资本市场:爱康国宾率先在美国纳斯达克上市,慈铭体检在国内申请主板 IPO,美年大健康则筹划借壳上市。

四、交易方案

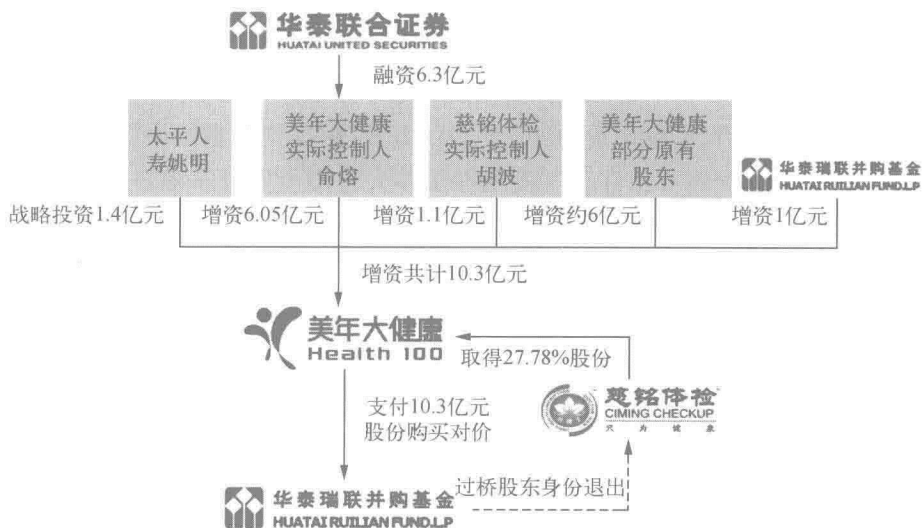
本次美年大健康的借壳上市,分为两个交易。第一个交易,是发生在美年和慈铭之间:美年大健康收购慈铭体检全部股权。在借壳上市前,已经完成了 27.78% 股权的收购,并锁定了剩余 72.22% 的股权。第二个交易:已经拥有慈铭体检 27.78% 股权以及剩余股份购买权的美年大健康通过重组江苏三友而借壳上市。

(一) 交易方案两部曲之第一步——美年并购慈铭

美年大健康在筹划借壳上市,并初步锁定江苏三友之后,出现了慈铭体检出售的交易机会。美年大健康立即抓住了这次稍纵即逝的机会,积极介入与慈铭

体检的并购谈判。在此过程中,爱康国宾也参与了收购项目的竞争。由于存在强大的竞争对手必须尽快达成交易,足额资金成为了美年大健康能否率先与慈铭达成合作意向的关键。假如美年大健康没有充足的资金收购慈铭体检,将很可能被爱康国宾抢走这次行业整合的契机,在未来与同行的竞争中处于不利地位。为保证美年大健康收购慈铭体检交易的顺利进行,华泰联合证券充分发挥各条业务线的联动作用,迅速筹集了足额资金,帮助美年大健康占领行业整合的先机。具体过程如下:

首先,由华泰瑞联旗下的深圳前海瑞连二号投资中心投资 10.3 亿元先行收购慈铭 27.78% 股权;其次,华泰证券体系向美年大健康实际控制人提供 6.3 亿元资金,用于向美年大健康增资,同时安排太平人寿、姚明、华泰瑞联等投资人对美年大健康进行战略投资,共计完成融资 10.3 亿元;最后,获得 10.3 亿元增资的美年大健康向华泰瑞联支付 10.3 亿元对价收购其所持有的慈铭体检 27.78% 股权,华泰瑞联以过桥股东身份退出。具体方案如下图所示:



(二) 交易方案两部曲之第二步——美年携慈铭借壳上市

前期美年大健康已经与慈铭体检签订了收购协议并已完成第一部分股权的收购,在此背景和安排下,本次借壳上市的拟置入资产将变成美年大健康 100% 股份、慈铭体检 27.78% 股份以及剩余 72.22% 股份的购买权。借壳完成后,上市公司不仅成功实现了主营业务的转型,还同时整合了行业排名前列的两家龙头企业,增强了上市公司的预期盈利能力,进一步提高了行业领先地位。



本阶段的方案又可以划分为三个具体组成部分:1. 重大资产置换;2. 发行股份购买资产;3. 发行股份募集配套资金。

1. 重大资产置换

江苏三友以全部资产及负债与天亿投资等 24 家企业及俞熔等 79 名自然人持有的美年大健康的等值股份进行置换。

根据中同华资产评估有限公司评估出具的中同华评报字[2015]第 111 号《江苏三友评估报告》，江苏三友全部资产和负债截至基准日的评估价值为 48 587.02 万元，经交易双方友好协商，拟置出资产价值确定为 48 587.02 万元。

根据中同华资产评估有限公司评估出具的中同华评报字[2015]第 110 号《拟注入资产评估报告》，拟注入资产截至基准日的评估值为 451 270.06 万元，加上基准日后相关方缴付的对美年大健康 10.3 亿元增资款，各方同意并确认拟注入资产的交易价格为 554 270.06 万元。

2. 江苏三友发行股份购买资产

在考虑了与慈铭体检达成的收购协议后，本次交易中涉及的拟注入资产为美年大健康 100% 股份、慈铭体检 27.78% 股份以及剩余股权的购买权，成交金额为 554 270.06 万元(不含慈铭体检股份价值)，涉及的拟置出资产为江苏三友全部的资产和负债，协商作价为 46 793.02 万元，根据资产重组协议，两者差额为 507 477.04 万元需要由江苏三友依据美年大健康全体股东各自持有美年大健康的股份比例向交易对方非公开发行股份购买，据此计算的本次拟非公开发行股份数量为 919 342 463 股。

3. 江苏三友发行股份募集配套资金

为提高本次重组绩效，增强重组完成后上市公司盈利能力和可持续发展能力，江苏三友采用询价发行方式向不超过 10 名符合条件的特定对象非公开发行股份募集配套资金，总金额不超过 40 000.00 万元。

