

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

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寻和初步筛选 /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置,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