

多位老总联袂推荐，凝聚笔者20多年从业经验，一本书搞定新三板并购

容易学习
立刻上手
快速搞定

N

National Equities Exchange and Quotations

新三板并购 从入门到精通

方少华 编著

- 政策解读：全面梳理新三板并购制度规则及操作程序
- 内容全面：阐述新三板的尽职调查、价值评估、对赌协议等内容
- 操作实务：笔者参与了多个投资案例，倾情相授操作方法
- 典型案例：选取6大经典案例，详解并购细节



清华大学出版社

新三板并购 从入门到精通

方少华 编著

清华大学出版社
北 京

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签, 无标签者不得销售。

版权所有, 侵权必究。侵权举报电话: 010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

新三板并购从入门到精通 / 方少华编著. — 北京: 清华大学出版社, 2016
ISBN 978-7-302-44124-3

I. ①新… II. ①方… III. ①中小企业—企业兼并—研究—中国 IV. ①F279.243

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 133720 号

责任编辑: 张立红

封面设计: 张 宽

版式设计: 方加青

责任校对: 李跃娜

责任印制: 沈 露

出版发行: 清华大学出版社

网 址: <http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址: 北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编: 100084

社 总 机: 010-62770175 邮 购: 010-62786544

投稿与读者服务: 010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质 量 反 馈: 010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 装 者: 北京嘉实印刷有限公司

经 销: 全国新华书店

开 本: 170mm×240mm 印 张: 14 字 数: 233 千字

版 次: 2016 年 6 月第 1 版 印 次: 2016 年 6 月第 1 次印刷

定 价: 49.00 元

产品编号: 070316-01

前言

改革开放以来，中国出现了四次财富浪潮。第一次是个体户爆发期，时间从1978年到1986年，那时中国刚刚实行改革开放，个体户抢占商机，成为中国第一批富翁。第二次是炒股爆发期，从1986年到1992年，最先投资于股市的投资者大都一夜暴富。第三次是房地产爆发期，从90年代初期开始一直持续了十多年的时间。第四次是互联网爆发期，以百度、新浪等网站在美国上市为标志。每一次财富浪潮在引领中国经济发展的同时，也都使得一大批人发财致富，而新三板无疑会成为中国的第五次财富浪潮。

我国的中小企业数量众多，为促进就业、活跃经济做出了巨大贡献，而中小企业融资难的问题却一直制约着企业的发展。中小企业在创立初期往往需要巨额的资金支持，但其规模小、风险大的天生弱点使之难以获得银行贷款的支持，而通过其他途径获得的资金往往需要付出高额的利息成本，缺乏资金支持的中小企业发展举步维艰。为了推动中小企业发展，释放中小企业巨大的活力，创建专门服务于中小企业的资本市场就势在必行，新三板正是在这样的背景下应运而生。

新三板为中小企业提供了全新的融资途径，也为机构投资者和个人投资者创造了新的投资机会。企业通过在新三板市场发行股份、定向增发等途径进行融资，用成本较低的方式解决了中小企业融资难的问题，为企业的发展增添了活力。机构投资者也纷纷参与新三板相关业务，证券公司通过做市业务获得了差价收入，企业良好的发展前景也为库存股票升值创造了可能。基金公司、私募等投资机构也积极进行股权投资，以期未来退出时获得巨额利润。个人投资者可以通过购买机构发行的产品或者直接参与挂牌公司的股票买卖来参与新三板投资。新三板为参与各方都提供了很多获利机会，这也是新三板能够迅速发展并得到市场高度关注的原因之一。

越来越多信誉不错的公司登陆新三板也吸引了上市公司的目光，上市公

司并购新三板企业越来越成为市场的热点。作为公众公司，新三板挂牌企业在日常经营和财务规范等方面都比其他中小企业有优势，信息也较透明，有成为良好并购对象的潜质。再加上新三板有不少具有技术优势和模式创新的公司，为上市公司谋求外延扩张或者跨界转型提供了众多可选择的标的。一方面，上市公司期望通过并购新三板挂牌扩大公司经营规模，增强竞争力；另一方面，新三板挂牌公司也可以通过被并购实现曲线上市（指未上市的公司通过收购或重组已上市的公司实现“借壳上市”）。相信在不久的将来，随着新三板市场的不断完善和挂牌公司数量的快速增长，新三板未来的并购案例会越来越多，将会成为我国资本市场的一大特色。

并购是一个较为复杂的过程，需要企业、律师、会计师等多方参与，并购包含的内容也比较多，如操作过程、尽职调查、对赌协议、风险与对策、价值评估等。本书通过对新三板并购的研究为读者了解该领域提供了帮助，并且将并购相关理论的叙述与现实中并购案例的分析相结合为读者描绘出一幅比较完整的新三板并购画面。

第一章主要介绍了新三板的基本概况，包括基本概念和新三板的起源与发展等内容。挂牌新三板能为企业带去许多显而易见的好处，如提升公司经营管理水平，提升企业公众形象和认知度，扩宽公司的融资途径等。本章通过对挂牌条件和挂牌流程的详细介绍，为拟挂牌公司提供了参考。

第二章详述了新三板并购的相关概念。本章介绍了包括并购基本理论、并购的动因、并购风险及对策、并购基本流程、并购尽职调查和并购对赌协议等内容。并购是一个较为复杂的过程，而且涉及很多参与方，本章旨在通过全面的介绍让读者对于并购相关内容有初步的了解。

第三章着重讨论并购企业估值。企业价值评估是并购过程中的一个核心环节，分析企业的价值通常要从行业和企业基本面入手，然后通过财务分析，运用合理的评估手段计算出企业的价值，为并购提供参考。本章首先叙述了目标企业基本状况的分析方法，然后详细介绍了并购中常用的价值评估方法，并指出了影响选择价值评估方法的因素。

第四章介绍了新三板并购经典案例，每个案例都从交易情况、双方概况、交易背景和目的以及被收购方评估加以讨论。对现实中并购案例的分析能使读者对于新三板并购有更直观的感受，鲜活的案例使得本书理论与实际相结

合，更具可读性。

第五章对新三板进行了展望。随着新三板挂牌企业数量越来越多，企业质量越来越高，新三板将成为上市公司选择并购标的的优先市场。预计未来将通过推出竞价交易、降低投资者门槛、放宽机构做市资格等方式来提升新三板的流动性和交易活跃度；会有更多VC/PE机构介入，参与新三板财富盛宴；新三板挂牌企业作为并购主体，主动并购其他企业也会成为常态。

行业中的专家和学者对于新三板已有很多研究，本人从中汲取了丰富的知识，为本书的撰写创造了便利条件。此刻，我也衷心感谢我的家人和朋友，包括胡颖颖、方泓亮、雷雨、陈峰、赵敏、李全、罗顺、刘云俊、韦培、史涛、周俊、贺琼雯、胡树镛、纪桢先、王文清、漆铁、陈婕、程建英、肖长波、鲁一丁等，感谢他们的理解与支持。尽管经过总结和思考写出了这本书，倾注了极大的心血，力求使本书成为一部既有思想、有价值又有系统性、实用性的参考专著，但由于能力和水平等各种因素所限，书中不足在所难免，欢迎批评指正。

方少华

目 录

第一章 新三板基本概况

第一节	新三板起源与发展	2
第二节	新三板挂牌条件	5
	一、挂牌条件	5
	二、其他要求	6
	三、新三板挂牌条件与主板、创业板的比较	7
第三节	新三板挂牌流程	7
	一、股份制改造	8
	二、主办券商尽职调查	10
	三、主办券商内核	11
	四、报监管机构审核	11
第四节	新三板对企业的价值	12
	一、扩宽企业融资途径	12
	二、其他积极影响	15
第五节	新三板当前发展情况和未来发展趋势	16
	一、挂牌企业整体情况	16
	二、新三板市场面临的发展机遇	20

第二章 并购相关概念

第一节	并购基本理论	26
第二节	并购的动因	27
	一、经营协同效应	27

二、财务协同效应	28
三、突破进入新行业的壁垒	28
四、实现经验共享和互补	29
五、提高市场占有率	29
六、获得特殊资产	29
七、管理层利益驱动	29
八、实现多元化经营	30
九、收购低价资产	30
第三节 并购基本流程	31
一、确定并购战略	31
二、寻找并购标的，开展尽职调查	31
三、并购双方达成交易	32
四、相关手续与公告	34
第四节 并购尽职调查	34
一、企业运营调查	35
二、企业财务状况调查	38
三、企业人力资源调查	39
四、企业法律事务调查	39
五、风险因素及其他重要事项调查	40
第五节 并购对赌协议	41
一、对赌协议的含义与本质	41
二、对赌协议的要素	41
三、把握游戏规则，实现对赌双赢	42
四、运用对赌协议应注意的主要问题	43
第六节 并购现状	45
一、并购案例不断发生	45
二、并购金额连创新高	46
三、并购配套制度不断完善	46

第三章 并购企业估值

第一节	目标企业基本状况分析	50
	一、企业所在行业的状况	50
	二、企业在市场中的竞争地位	51
	三、企业内部的管理水平	51
	四、企业的财务状况	51
第二节	并购中的价值评估方法	52
	一、价值评估概述	52
	二、价值评估方法	54
	三、影响价值评估方法选择的因素分析	74

第四章 新三板并购经典案例

第一节	大数据业务专注银行业：东方国信并购屹通信息	78
	一、交易情况简介	78
	二、交易双方概况	79
	三、交易背景和目的	87
	四、被收购方评估	93
第二节	创投机构闪电入股：芭田股份并购阿姆斯	101
	一、交易情况简介	101
	二、交易双方概况	102
	三、交易背景和目的	109
	四、被收购方评估	113
第三节	强强联合打造平安城市：欧比特并购铂亚信息	124
	一、交易情况简介	124
	二、交易双方概况	124
	三、交易背景和目的	132
	四、被收购方评估	135

第四节	中航工业布局航空线缆平台：宝胜股份并购日新传导	141
	一、交易情况简介	141
	二、交易双方概况	142
	三、交易背景和目的	147
	四、被收购方评估	152
第五节	挂牌仅八个月即被收购：联建光电并购易事达	156
	一、交易情况简介	156
	二、交易双方概况	157
	三、交易背景和目的	161
	四、被收购方评估	165
第六节	并购金额最大：大智慧并购湘财证券	172
	一、交易情况简介	172
	二、交易双方概况	173
	三、交易背景和目的	183
	四、被收购方评估	188

第五章 新三板并购展望

第一节	挂牌企业数量增多，提供更多标的	206
第二节	制度完善为并购提供支持	207
第三节	创投机构参与度不断增强	209
第四节	新三板企业寻求主动并购	210
后 记		211
参考文献		213



第一章 新三板基本概况

新三板全称是全国中小企业股份转让系统，是经国务院批准设立的全国性证券交易场所，为非上市股份有限公司的股份公开转让、融资、并购等相关业务提供服务。作为我国多层次资本市场体系建设的重要组成部分，新三板市场的成立是建设我国场外市场完善我国多层次资本市场体系的重要举措。全国中小企业股份转让系统有限责任公司是其运营管理机构，是经国务院批准设立的中国证监会直属机构。

第一节

新三板起源与发展

证券交易所研究设计联合办公室（下文简称联办）、NET（National Exchange and Trading）和STAQ（Securities Trading Automated Quotations，即全国证券交易自动报价系统）与新三板的起源有着千丝万缕的关系。20世纪80年代末，周小川、高西庆、禹国刚、汪建明、王波明等有志之士向管理层递交了一份《中国证券市场创办与管理的设想》，这是新中国最早提出创办股市的正式文件。这之后，联办于1989年3月15日正式成立，联办由九家全国性非银行金融机构发起和集资设立，并得到了中国政府有关主管部门的支持，是非营利、民间性、会员制事业单位，实行理事会领导下的总干事负责制。二十多年前改革之风吹遍中国大地，联办又改名为中国证券市场设计研究中心，积极参与中国一系列重要法律的起草工作，如《证券法》《公司法》等。与此同时，联办积极参加上海、深圳证券交易所的设计和筹建工作，组织实施第一次国债发行承销试点，连续三年担任国债发行承销“总协调”，为中国资本市场的创建与发展做出了卓越贡献。

1997年以前，沪深两大证券交易所不归属于中国证监会监管，而是

分别归属于上海市政府和深圳市政府，很多运作方式和联办之前的规划都不一致。联办就产生了创造属于自己的交易市场的想法，STAQ市场便应运而生。之所以取名STAQ也是与NASDAQ（National Association of Securities Dealers Automated Quotations，纳斯达克，全称美国全国证券交易协会自动报价表）的起源相类似，早期NASDAQ是因为经纪商不满纽交所“豪门俱乐部”的模式而自己组建的交易系统，这和联办创立自己交易市场的情形如出一辙。

1990年12月5日，STAQ系统正式运行；1992年7月1日，法人股流通转让试点在STAQ系统开始试运行，开创了法人股流通市场；1993年4月，中国证券交易系统有限公司也组建了NET系统；NET系统在当时首先实现了债券净价交易，比沪深证券交易所早了十年，除了交易法人股外，还发行并且交易一些低资信债券。STAQ和NET并称“两网”，在当时，是与沪深交易所相比肩的交易市场。

1993—1995年A股遭受了长期熊市，反观STAQ和NET系统，众多机构的参与使其交易量曾经一度逼近了沪深主板市场的交易量。在STAQ和NET系统的带动下，也受到当时邓小平同志南方讲话及中共十四大的影响，各地的产权交易市场如雨后春笋般出现，当时受到影响比较大的地方产权交易市场有成都红庙子市场、武汉柜台市场、淄博自动报价系统等。

1996—1997年，A股市场大牛市吸引了大量社会资金涌入沪深交易所的主板市场；同时因为NET、STAQ市场只限于法人机构客户开户交易，投资者类型受到限制；而蜀都、海航等一批当时两网系统的优质公司又纷纷去交易所主板挂牌上市；NET、STAQ市场交易量开始急速下滑，逐步开始走向边缘化。与此同时，地方股权市场中的优质公司也纷纷选择沪深交易所主板市场上市，地方产权交易市场的流动性减少，不利于地方产权交易市场的发展。

1997年，中国证监会接管了沪深证券交易所监管权，交易所税收主导权也随之收归北京中央国税部门。监管权和税收主导权被剥夺，扫清了中央政府整顿场外股权交易市场的障碍。1997年11月，中央金融工作会议决定关闭非法股票交易市场。1998年，整顿金融秩序、防范金融风险成为第一要务，在这样的大背景下，国务院办公厅转发《证监会关于清理整顿场外非法股票交易方案的通知》，将非上市公司股票、股权证交易视为“场外非法股票交易”，予以

明令禁止，随后STAQ、NET系统也相继关闭。

在经历了一段时间的沉寂后，中国产权交易市场在2000年出现转机，许多地方开始恢复、规范、重建了产权交易所，很多地方政府重新肯定“非上市股份有限公司股权登记托管业务”。从实质上而言，具有产权交易性质并更具有创新能力的技术产权交易市场在各地蓬勃兴起，这些交易机构全部都是由当地政府部门牵头发起设立的，联合、整合的趋势在多地产权交易所中蔓延。

为解决原STAQ、NET系统挂牌公司的股份流通问题，中国证券业协会于2001年推出了代办股份转让系统。该系统是指证券公司以其自有或租用的业务设施，为非上市公司提供的股份转让服务业务。代办股份转让系统建立初期规模很小，股票来源基本是原NET、STAQ系统挂牌的不具备上市条件的公司和从沪深股市退市的公司。

代办股份转让系统（即“旧三板”）的历史可以追溯到2001年7月16日。在第一批挂牌公司中，部分公司存在法人股历史遗留问题，例如：京中兴、清远建北、大自然等。此外，还有部分在NET、STAQ系统内的公司陆续在旧三板挂牌进行交易，例如：广建和粤传媒等。在此后的发展中，旧三板市场交易日渐活跃。特别在2001年后，我国主板市场中一些上市公司的问题逐步凸显，具有代表性的有蓝田股份、北方五环和环保股份等公司。这些问题公司从主板中退市，转向旧三板寻求新的发展机遇。在这样的背景下，旧三板聚集了许多有各式问题的挂牌公司，而这些公司中也没有一家成功进行转板进入A股市场。

面对我国场外交易市场发展滞后这一局面，北京中关村科技园区于2006年初建立新的股份转让系统，旨在为更多高科技成长型企业提供股份流动的机会。这一系统中的标的公司与“旧三板”明显不同，被形象地称为“新三板”。新三板与旧三板最大的不同是配对成交，设置30%幅度，超过此幅度时，要公开买卖双方的信息。

2007年的大牛市为场外市场带来了一些转机，粤传媒成为NET、STAQ遗留问题中第一家成功从旧三板跳升到A股主板上市的公司，登陆主板后粤传媒的股价大幅度上升，在短短几个月内连翻四倍多。而龙涤股份也差点成为主板

退市公司中第一家回归的公司，可惜最后功亏一篑。

2009年，在金融危机之后，中国经济进入了新一轮转型期。为了进一步鼓励科技创新企业发展，2009年7月《证券公司代办股份转让系统中关村科技园区非上市股份有限公司股份报价转让试点办法（暂行）》正式实施。科技创新型企业迎来了发展的春天，世纪瑞尔等多家新三板企业陆续在A股的中小板和创业板市场上市，吸引了市场的广泛关注。

2012年9月20日，经国务院批准，全国中小企业股份转让系统有限责任公司在国家工商总局注册成立，注册资金30亿元，负责运营全国中小企业股份转让系统。上海证券交易所、深圳证券交易所、中国证券登记结算有限责任公司、上海期货交易所、中国金融期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所为该公司股东单位。

同年，国务院决定扩大新三板市场规模，首批扩大试点包括上海张江高新技术产业开发区、武汉东湖新技术开发区和天津滨海高新区。2013年底，新三板标的企业已不受国家高新区限制，凡是符合新三板条件的企业都可选择挂牌新三板。从2013年开始到2014年上半年，新三板市场得到了快速发展，近两年A股市场IPO（Initial Public Offerings，首次公开募股）停滞的局面使得众多待上市公司亟待分流，为新三板的发展创造了良好的机遇。

第二节

新三板挂牌条件

一、挂牌条件

根据《全国中小企业股份转让系统业务规则（试行）》之规定，股份有限公司申请股票在全国股份转让系统挂牌，不受股东所有制性质的限制，不限于高新技术企业，应当符合条件如表1-1所示。

表1-1 挂牌条件

条件	备注
依法设立且存续满两年	有限责任公司整体改制的可连续计算
业务明确，具有持续经营能力	专注于1~2项主营业务
公司治理机制健全，合法规范经营	设立董事会、监事会等健全的公司架构
股权明晰，股票发行和转让行为合法合规	拥有清晰的股权结构
主办券商推荐并持续督导	主办券商需得到证监会认可，持续督导费每年5万元~20万元不等
全国股份转让系统公司要求的其他条件	详见表1-2

资料来源：全国中小企业股份转让系统

二、其他要求

表1-2 其他要求

序号	要求
1	申请挂牌公司应当与主办券商签订推荐挂牌并持续督导协议，按照全国股份转让系统公司的有关规定编制申请文件，并向全国股份转让系统公司申报
2	全国股份转让系统公司对挂牌申请文件审查后，出具是否同意挂牌的审查意见
3	申请挂牌公司取得全国股份转让系统公司同意挂牌的审查意见后，按照全国股份转让系统公司规定的有关程序办理挂牌手续；申请挂牌公司应当在其股票挂牌前与全国股份转让系统公司签署挂牌协议，明确双方的权利、义务和有关事项
4	申请挂牌公司应当在其股票挂牌前依照全国股份转让系统公司的规定披露公开转让说明书等文件
5	申请挂牌公司在其股票挂牌前实施限制性股票或股票期权等股权激励计划且尚未行权完毕的，应当在公开转让说明书中披露股权激励计划等情况
6	申请挂牌公司在其股票挂牌前，应当与中国证券登记结算有限责任公司签订证券登记及服务协议，办理全部股票的集中登记
7	挂牌公司控股股东及实际控制人在挂牌前直接或间接持有的股票分三批解除转让限制，每批解除转让限制的数量均为其挂牌前所持股票的三分之一，解除转让限制的时间分别为挂牌之日、挂牌期满一年和两年
8	挂牌前12个月以内控股股东及实际控制人直接或间接持有的股票进行过转让的，该股票的管理按照前款规定执行，主办券商为开展做市业务取得的做市初始库存股票除外。因司法裁决、继承等原因导致有限售期的股票持有人发生变更的，后续持有人应继续执行股票限售规定
9	股票解除转让限制，应由挂牌公司向主办券商提出，由主办券商报全国股份转让系统公司备案。全国股份转让系统公司备案确认后，通知中国结算办理解除限售登记

资料来源：全国中小企业股份转让系统

三、新三板挂牌条件与主板、创业板的比较

表1-3 新三板挂牌条件与主板、创业板的比较

全国股份转让系统挂牌与主板、创业板上市财务指标的对比				
财务指标	全国股份 转让系统	创业板		主板、中小板
		标准一	标准二	
净利润	无硬性指标 要求	最近两年连续 盈利，最近两年 净利润累计不少 于1000万元	最近一年盈 利，且净利润 不少于500万元	净利润最近三年为正， 且累计超过3000万元，最 近一期不存在未弥补亏损
营业收入 或现金流	无硬性指标 要求	—	最近一年营 业收入不少于 5000万元	最近三年营业收入累计 超过3亿元，或最近三年经 营现金流量净额累计超过 5000万元
股本要求	股本500万 元以上	发行后总股本不低于3000万股		发行后总股本不低于5000 万股
资产要求	无硬性指标 要求	最近一期末净资产不少于2000 万元		最近一期末无形资产（扣 除土地使用权、水面养殖 权和采矿权等）占净资产 比例不高于20%
存续时间	具有两年持 续经营记录	依法设立且持续经营三年以上		依法设立且合理存续

初创期的企业往往对资金的需求较大，迫切希望通过资本市场进行融资。而无论是创业板、主板还是中小板对企业的财务指标都有较高的要求，初创期的企业难以达到。相比较可以发现，新三板对于企业的净利润、营业收入、资产等都无硬性要求，特别适合初创期的小微企业，较宽松的挂牌条件有利于小微企业通过资本市场获取发展所需资金并逐渐壮大。

第三节 新三板挂牌流程

新三板的挂牌速度较快，从通常意义上讲，如拟挂牌公司需进行股改，