

[第二版]

上

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

[第二版]



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

编委会

主 任：黄立新

副主任：徐鸣镝 马 骁 王明希 邱旭东 张 程

成 员(以姓氏笔画为序)：

王晓辉 王 敏 王惠云 田 蒙 苏 莉

吴姬君 余惠明 张红雨 陈善哲 郑小民

胡俊涛 姚轶宇 秦照金

序

党的十八大以来,世界经济在深度调整中曲折复苏,供给侧结构性改革不断推进,经济发展步入新常态,向形态更高级、分工更优化、结构更合理的阶段演化。然而经济增速换挡、结构调整阵痛、动能转换困难相互交织,稳增长、调结构、防风险等多重挑战依然并存,提质增效、转型升级的要求更为紧迫。在这一过程中,资本市场有条件、有能力发挥更重要的作用。

供给侧结构性改革需要金融体系从间接融资占主导转向直接融资与间接融资相结合,通过直接融资推进结构转型,均衡发展体系。而并购重组通过市场化的资源配置,服务于产业整合、结构优化、创新创业,无疑将为供给侧改革提供助力,也将给资本市场带来更多优质的新鲜“血液”。

2015年以来,并购重组已成为转型升级的“助推器”。纵观2015年风起云涌的全球并购市场,涉及中国企业的并购交易总额达到7263亿美元,同比增长60.7%,再次创下新高。中国已成为全球第二大并购市场,而资本市场成为并购重组的主渠道,产业整合成为并购主流,并购重组行业热点转向新兴产业,跨境并购方兴未艾。在中国“一带一路”及“工业革命4.0时代”等多重经济产业政策的支持之下,或实施产业转型升级,或谋求做大做强主业,或开拓建立国际品牌,上市公司供给侧结构性改革的大幕已经拉开。

《十三五规划纲要》中指出,积极培育公开透明、健康发展的资本市场。国务院自2010年8月以来,已先后出台多项意见,强调营造良好的市场环境。中国证监会继2014年11月修订了《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》)后,在2014年12月,对涉及行政审批的并购重组审核反馈意见进行全面公开披露。随着行政审批效率的提升、市场化交易机制的完善、多种支付手段的金融支持、“扶优限劣”分道制的产业引导,上市公司并购重组必将百花齐放,兼收并蓄。

上市公司作为并购重组的“排头兵”,在并购之路中积累了无数宝贵经验,但并购能力仍面临多重考验,并购市场火爆的背后亦隐藏各类风险。为适应资本市场改革以及并购重组的发展趋势,在2015版《上市公司并购重组及案例解析》的基础上,江苏证监局继续会同江苏省上市公司协会,并联合西南证券、华泰联合证券、中信证券、广发证券等中介机构,对中国境内及跨境并购市场概况、并购重组流程进行全流程分析梳理,并甄选出全新的代表性案例,从产业并购、整体上市、借壳上市、跨境收购等角度予以剖析,既涵盖文化传媒、私募投资、教育培训、互联网广告等新兴产业,也包含医药健康、软件信息、金融地产、装备制造等传统产业,基本反映了并购市场的热点。此外,本书还单独对中概股回归等并购市场新热点进行了专题讨论,以期反映并购市场新的发展趋势。

经济新常态下,中国经济的新动力正在加速孕育;改革新征程中,资本市场的新力量也在加速集聚。资本为媒,龙头共舞,期待中国的上市公司,能在风起云涌的并购浪潮中,依托资本市场平台,长风破浪,扬帆远航。

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 境内和跨境并购市场综述 /3
- 1.1.2 国内上市公司境内并购重组的现状 & 特点 /5
- 1.1.3 中国企业跨境并购市场的现状 & 特点 /11
- 1.1.4 境内和跨境并购市场趋势 /13

1.2 上市公司并购重组流程和要点分析 /18

- 1.2.1 上市公司产业并购的前期准备工作 /19
 - 1.2.1.1 确定产业并购战略 /19
 - 1.2.1.2 建立并购工作团队,明确工作机制 /21
 - 1.2.1.3 确定并购参与主体 /22
 - 1.2.1.4 对潜在标的企业进行搜索和初步筛选 /25
- 1.2.2 内幕交易的危害及防范措施 /28
 - 1.2.2.1 内幕交易的定义和内幕信息之情人的范围 /28
 - 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 /29
 - 1.2.2.3 监管部门的执法和监管措施 /32
 - 1.2.2.4 上市公司防范内幕交易的主要措施 /35
- 1.2.3 财务顾问在上市公司产业并购中的主要作用 /36
 - 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 /36
 - 1.2.3.2 财务顾问在上市公司产业并购中的主要作用 /38
 - 1.2.3.3 财务顾问在跨境并购中的作用 /38
- 1.2.4 对并购标的进行尽职调查 /39



- 1.2.4.1 对标的企业实施尽职调查的作用和一般原则 /39
- 1.2.4.2 对并购标的法律尽职调查的重点关注事项 /40
- 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 /46
- 1.2.4.4 对标的企业实施商业尽职调查的重点关注事项 /49
- 1.2.4.5 国内企业跨境并购尽职调查应特别关注的事项 /50
- 1.2.5 并购交易方案的设计 /53
 - 1.2.5.1 交易价格 /53
 - 1.2.5.2 支付方式和支付工具 /59
 - 1.2.5.3 奖励和补偿等安排 /65
 - 1.2.5.4 过渡期安排 /69
 - 1.2.5.5 设计交易方案应考虑的其他重要因素 /72
 - 1.2.5.6 构成交易方案重大调整的标准和应履行的程序 /95
- 1.2.6 上市公司并购重组信息披露和审核相关事项 /96
 - 1.2.6.1 上市公司重大资产重组的定义和一般要求 /96
 - 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 /98
 - 1.2.6.3 上市公司重大资产重组的一般流程 /104
 - 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 /108
 - 1.2.6.5 特殊并购交易涉及的信披要求和审核事项 /118
- 1.2.7 并购重组完成后的整合 /127
 - 1.2.7.1 并购案例的启示 /127
 - 1.2.7.2 并购整合风险 /129
 - 1.2.7.3 并购整合风险的防范 /130
- 1.3 中国企业跨境并购操作指南 /132**
 - 1.3.1 跨境并购的一般流程 /132
 - 1.3.1.1 基本流程 /132
 - 1.3.1.2 尽职调查与估值方法 /135
 - 1.3.2 跨境并购的审批程序 /139
 - 1.3.2.1 境内审批程序 /139
 - 1.3.2.2 境外审批流程 /141
 - 1.3.2.3 跨境并购整体时间表 /146
 - 1.3.3 跨境并购需重点关注事项 /146

- 1.3.3.1 交易风险的规避 /146
- 1.3.3.2 交易结构的设计 /150
- 1.3.3.3 融资方式选择 /155
- 1.3.4 跨境并购中的顾问团队 /156
 - 1.3.4.1 买方财务顾问 /156
 - 1.3.4.2 法律顾问 /156
 - 1.3.4.3 会计师及税务顾问 /157
 - 1.3.4.4 其他中介机构 /157

第二篇 并购案例分析

2.1 产业并购 /163

- 2.1.1 润和软件收购联创智融 /163
- 2.1.2 上海莱士收购同路生物 /171
- 2.1.3 奥飞动漫收购四月星空 /185
- 2.1.4 飞利信收购精图信息、杰东控制和欧飞凌通讯 /203
- 2.1.5 吉峰农机收购吉林康达和宁夏吉峰 /220
- 2.1.6 银润投资收购学大教育 /230
- 2.1.7 首旅酒店收购如家 /230
- 2.1.8 宋城演艺收购六间房 /230
- 2.1.9 利亚德产业收购励丰文化、金立翔 /248
- 2.1.10 宝利来收购新联铁 /262
- 2.1.11 常山股份收购北明软件 /282
- 2.1.12 金飞达收购奥特佳 /296
- 2.1.13 捷成股份收购中视精彩、瑞吉祥 /308
- 2.1.14 通化金马收购圣泰生物 /320
- 2.1.15 西水股份收购天安财险 /330
- 2.1.16 九鼎投资收购中江地产并注入私募股权业务 /345
- 2.1.17 天广消防收购中茂园林、中茂生物 /357
- 2.1.18 吴通通讯收购互众广告 /372
- 2.1.19 中国南车和中国北车合并 /387



2.2 借壳上市 /399

- 2.2.1 友搏药业借壳九芝堂 /399
- 2.2.2 分众传媒借壳七喜控股 /406
- 2.2.3 美年大健康借壳江苏三友 /406
- 2.2.4 中节能太阳能借壳桐君阁 /418
- 2.2.5 神州数码 IT 分销业务借壳深信泰丰 /439
- 2.2.6 台海核电借壳丹甫股份 /446
- 2.2.7 广汇汽车借壳美罗药业、要约收购香港上市公司宝信汽车 /473

2.3 跨境并购 /493

- 2.3.1 华昌达跨境并购 DMW LLC 案例分析 /493
- 2.3.2 渤海租赁现金收购 Avolon /511
- 2.3.3 万达院线收购 Hoyts(澳大利亚第二大院线) /525
- 2.3.4 长电科技要约收购星科金朋 /539

2.4 整体上市 /556

- 2.4.1 广船国际收购黄埔文冲和扬州科进造船资产 /556
- 2.4.2 招商局蛇口整体上市 /567
- 2.4.3 桂冠电力收购龙滩公司 /583
- 2.4.4 新城控股换股吸收合并江苏新城 /593
- 2.4.5 申银万国换股吸收合并宏源证券 /611

2.5 上市公司分立 /626

- 2.5.1 城投控股换股吸收合并阳晨 B 及分立上市 /626

2.6 收购上市公司股份 /639

- 2.6.1 恒天然香港部分要约收购贝因美 /639

2.7 中概股回归专题 /649

- 2.7.1 分众传媒借壳七喜控股 /649
- 2.7.2 银润投资收购学大教育 /668
- 2.7.3 首旅酒店——私有化暨跨境换股收购如家酒店集团 /678

后 记 /695

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 境内和跨境并购市场综述

告别新世纪第一个十年,中国经济逐渐告别了高歌猛进的增长态势,面对增长速度换挡期、结构调整阵痛期、前期刺激政策消化期“三期”叠加,中国经济逐渐步入新的运行轨道。党的十八大召开后,以习近平同志为总书记的党中央准确把握中国经济发展阶段性特征,提出适应经济新常态。经济转型和结构调整是新常态下经济运行的主题词,通过并购重组来化解产能过剩矛盾,提高产业集中度,推动产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。党中央、国务院及各级监管机构十分重视并购重组在推动经济转型方面的重要作用,相继出台了许多支持和鼓励并购重组的政策,从行政审批、交易机制、金融支持、支付手段、产业引导等方面进行梳理革新,为企业的并购重组优化环境、扫清障碍,全面推进并购重组市场化改革。同时,在全球主要经济体增速下滑、复苏乏力、政府保护主义呈现下降态势的国际大背景之下,以大型国企和优势中小及民营资本为首的一批集聚战略实力与相对资金优势的企业,在中国“走出去”战略、“一带一路”及“工业革命 4.0 时代”等多重经济产业政策的支持之下,通过跨境并购获得技术升级、开拓国际市场、建立国际品牌,逐渐形成综合素质高强的“大兵团级”新群体,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。

一、当前经济面临转型,产业链上下游整合需求迫切

经济转型是推动并购重组的主要内在动力。目前,经济周期已经进入结构调整的阶段,行业集中度相对来说比较低,亟需整合行业资源、优化产业结构。传统行业必须优化资金、劳动力、技术的配置,淘汰落后产能,而并购是实现行业



整合的有效途径,我国正在走进一个兼并收购和产业整合的新时代。传统企业需要通过产业并购来梳理上下游资源,切入新兴行业,实现业务的转型升级;而成长型企业则面临日趋激烈的行业竞争,需要通过并购实现外延式扩张或者内生性的增长。从以借壳上市为代表的财务型并购到为了实现产业升级的战略型并购,中国企业的并购行为更加注重全局观的把握,努力实现小我与大我的双赢。

二、企业并购政策持续利好,监管大力支持

近几年来,国务院和证监会发布了一系列并购重组的意见和管理办法,支持上市公司通过增发优先股进行并购融资,鼓励创业板上市公司通过非公开增发等再融资并购,鼓励市场化并购重组。

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”。十八大报告指出,“要毫不动摇巩固和发展公有制经济,推行公有制多种实现形式,深化国有企业改革,完善各类国有资产管理体制,推动国有资本更多投向关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域,不断增强国有经济活力、控制力、影响力”。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。”2014 年 3 月,国务院出台《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。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。

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,2012 年,证监会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,证监会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。2015 年,并购市场利好政策仍然不断。由于政策推动,各种类型的并购重组的审批流程得到优化,重大资产重组和发行股份购买资产的审批时间大幅度缩短。

三、国企混改、跨境合作、“一带一路”等多重因素共同驱动

未来并购市场仍将继续呈现繁荣态势,其主要驱动因素为国企混改推进、海外并购常态化、“一带一路”战略实施、新三板市场发展以及并购相关制度的创新。

首先,国企混改触发国企未来并购重组机遇。十八届三中全会《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。并购重组将成为新一轮国企改革目标达成最为重要的资本运作工具。

其次,海外并购将逐步常态化。我国企业存在业务扩展和产品升级的需求,希望通过海外并购来提升技术、品牌、渠道等核心竞争力。近年来人民币升值也推动了海外并购热潮。同时,国家政策鼓励资本输出,随着自贸区发展,海外投资流程得以简化。

第三,“一带一路”战略将使跨境并购走上快车道。“一带一路”战略为基础设施运营领域带来一定的并购机会,并购标的将主要分布于“一带一路”沿途区域。央企和大型民企可通过并购沿线相关企业进行海外扩张,避免成本高、审批流程长等风险。

1.1.2 国内上市公司境内并购重组的现状特点

一、并购重组交易日趋活跃

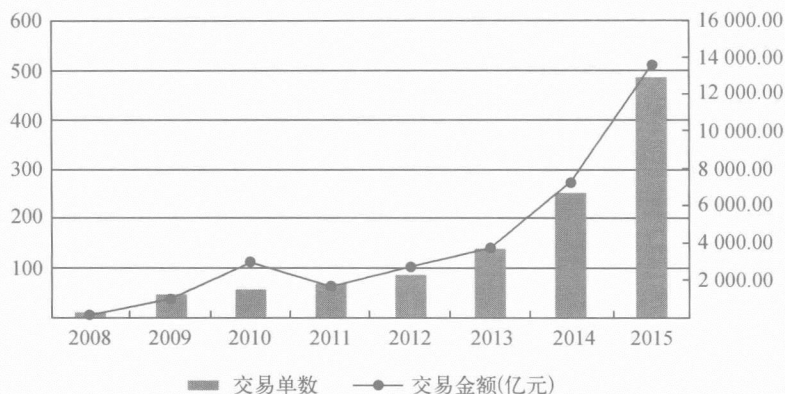
在改革红利不断释放的大环境和促进兼并重组政策的刺激作用下,中国并购市场日趋活跃,并购重组尤其是上市公司并购重组交易数量、交易规模均呈现稳定高速增长。

交易数量大幅增长。近年来,上市公司并购市场呈现出十分活跃的势头,根据 Wind 资讯的公开统计数据,2014 年全年公开披露的上市公司重大资产重组交易数量已达 253 起,约为 2013 年全年的 1.82 倍。2015 年上市公司并购市场风起云涌,重大资产重组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 483 起,相比 2014 年大幅增长 90.91%。

交易金额持续攀升。根据 wind 资讯的公开统计数据,2014 年全年上市公司并购重组交易金额达到 7 281.0 亿元,超过 2010—2012 各年全年水平,约为 2013 年全年的 2 倍左右。2015 年上市公司并购重组交易总金额达到 13 566.93



亿元,相比 2014 年增长 86.34%。2008—2015 年上市公司重大资产重组统计如下所示:



数据来源:Wind 资讯。

产业并购爆发,以横向整合为目的的产业并购渐成主流。近年来,中国持续成为全球并购市场中较活跃的地区之一,从并购分类来看,市场化产业并购已经成为并购重组市场主流。交易数量方面,2014 年全年产业并购交易数量已达到 209 起,占比上升至 69%,超过 2013 年全年产业并购交易数量的 2 倍。2015 年产业并购高达 362 起,同比增长 73.20%,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,2015 年产业并购的数量占比进一步上升至 75%。交易金额方面,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。2015 年产业并购金额为 8 347.5 亿元,较 2014 年增长了 301%。

过去三年,横向并购占产业并购总数的比重分别为 40%、46.27% 和 53.09%,企业间的横向整合依旧是市场的主旋律。另外,多元化并购成为业务转型的重要方式,交易单数在 2013 年和 2014 年一度达到全市场总单数的 17% 和 25%,然而 2015 年又回落至 5.8%,目前来看,企业业务转型需求还未呈现出明显的上升趋势。

二、近年来并购重组交易的一些特点

(一) 经济下行压力推动并购重组的进一步升温

2010 年至今,中国经济增速趋于平缓,2015 年 GDP 增速降至 6.9%,自 1990 年以来全年 GDP 增速首次跌破 7%,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,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。在经济增长进入增速换挡期的大环境下,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到新兴行业的上市公司,抬高了此类公司的估值。此类上市公司利用自身高估值,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。许多上市公司,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10倍以上。这些公司的成功经历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。经济下行的压力,转型升级的内在需求,是并购重组持续升温的催化剂。

(二) 国企并购亮点纷呈,并购重组助力国有企业整合资源、淘汰过剩产能

近年来,从历年国企兼并重组的具体情况来看,国有企业兼并重组活跃度和交易规模整体上在波动中呈攀升态势,并购重组案例数由2010年的187起增长到2014年的481起,达到历史最高水平,并购重组涉及金额也从2010年的189.92亿美元攀升至2014年359.87亿美元。

2015年,国企并购重组和资源整合力度进一步加大,国企并购亮点纷呈,如中国南车换股吸收合并中国北车并更名为中国中车,中冶集团整体并入五矿集团组成总资产达6000亿元的巨型央企,中电投与国家核电重组成立国电投,中远集团与中海集团重组旗下各业务板块,国企兼并重组规模、复杂程度均为历年之最。

中国经济逐渐进入新常态,政策要素、资源要素、资本要素等需要在各个经济部门之间重新分配,新的主导产业需要进行重构。在此背景下,化解过剩产能、实施产业重组、构建规模经济将是中国经济转型的核心,国有企业兼并重组无疑是其中最为重要的一环。习近平同志在中央财经领导工作小组会议上指出,要促进过剩产能有效化解,促进产业优化重组。李克强同志在国务院常务会议上指出加快推进“僵尸企业”重组整合或退出市场。接下来,国企改革将全面推行、落地,国资体系瘦身将是一大任务,国企发展模式将从增量发展变为存量组合。2015年,全年国资委共推动了12家中央企业的重组整合案例,目前国资委直接监管的中央企业缩减至106家。钢铁、建筑建材、电力、铁路、船舶等产能过剩行业的众多国企央企,还将面临大规模的合并重组,整体上将出现一个比较大的国企兼并重组浪潮。



(三) 市场化并购热度不减,已成为并购重组市场的主流

近年来,中国持续成为全球并购市场中较活跃的地区之一,从并购分类来看,市场化产业并购已经成为并购重组市场主流。2013年,市场化产业并购占全部并购案例的78%;2014年以来,这一比例已达到74%。以A股市场为例,2014年全年市场化产业并购交易数量已达到209起,超过2013年全年市场化产业并购交易数量的2倍。2015年全年市场化产业并购约为250起,较2014年全年市场化产业并购交易数量增长约20%。

近年来,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。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)。2015年中国并购市场全年共完成交易2692起,涉及的并购金额合计1.04万亿元,同比上升超四成,在并购数量方面,新兴行业独占前三甲。IT、互联网和生物技术、医疗健康在2015年分别发生352起、304起和239起并购案例,占总案例数的比例分别达到13.1%、11.3%和8.9%,分列前三位。

近年来,TMT类上市公司市场化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。

(四) 中概股回归持续火热

暴风科技在拆除VIE架构后,通过IPO于2015年3月24日登陆创业板,先后经历36个涨停。暴风科技市值暴涨至369亿元,市盈率高达706.4倍的A股神话激发了海外的中概股们回归热情。公开数据显示,2015年已有超过30家中概股公司宣布了私有化计划,总交易额达到创纪录的310亿美元,高于此前六年的总和。奇虎360的全现金私有化交易估值大约93亿美元,创下中概股私有化规模之最。

去年开始兴起的中概股回归A股热潮既有必然性也有偶然性。其必然性主要体现在:一是中概股的主要业务在国内,国内的投资者更加了解公司的品牌和产品,价值更容易得到认同,业务和资本市场的统一有助于企业价值的最大