



# 中国

# M&A

# 并购

## 并购陷阱与 操作要点

侯铁成 刘丹 著

# 指南

# GUIDE

并购要点  
操作流程  
并购能力  
核心文件

作者以多年的实践经验，从技术、逻辑及心理层面，对并购进行了翔实和深入的剖析，案例精彩纷呈；《中国并购指南》中总结的宝贵经验提醒投资人，在并购过程中时刻要兼具理性的思维及宏观的视野，对并购怀敬畏之心。

启高资本主管合伙人、前启明创投合伙人 **张勇**

我跟作者是大学同学，工作后经常一起切磋业务。由于都是长期在资本市场一线工作，因此有许多共鸣。这本书从实战角度出发，揭示了很多不为人知的内幕，总结了许多投资决策背后的逻辑，值得上市公司管理层仔细研读。

全国会计领军人才、前上市公司财务总监 **李志平**

认识铁成是在一次公开的并购论坛上，被他的发言所吸引成为朋友。由于均从事并购业务，我们经常交流对并购的认识及对一些案例的看法，他的很多观点改变了我“法眼”里对并购认识的片面性与局限性，让我受益良多。本书是铁成多年并购业务的结晶，细读此书，您仿佛与他一起经历了并购的心路历程。没有高深的理论，但句句都是作者切身的体会，我相信那些身临其境的感受一定会让您受益匪浅。

锦天城律师合伙人 **虞正春**

兼并收购长期以来都是中国资本市场的热点问题。侯铁成先生凭借其十多年丰富的投资并购经历，对中国资本市场的大量经典并购案例展开剖析，并梳理总结出一套与中国资本市场相适应的并购逻辑、方法和流程，写下了这本《中国并购指南》。阅读本书，能够让我们对中国的并购市场有更为直观和全面的认识，对于并购参与者、投资者和市场监管者也有重要的参考和借鉴价值。

厦门大学管理学院财务学教授 **吴育辉**

宋代朱熹先生有诗云，问渠那得清如许，为有源头活水来。用此诗形容铁成君新作《中国并购指南》，再恰当不过。在这本书中，并购这颗投行业务的明珠，抛去了高大上和晦涩难懂的外衣，作者的阐释深入浅出，条分缕析，令人读来舒适，不思释卷。

中泰证券投资银行业务委员会副主任 **朱锋**



上架建议◎并购重组·投融资



法律出版社官方微信





# 中国并购指南

## 并购陷阱与 操作要点

侯铁成 刘丹 著

法律出版社 LAW PRESS · CHINA

此为试读, 需要完整PDF请访问: [www.ertongbook.com](http://www.ertongbook.com)

## 图书在版编目(CIP)数据

中国并购指南：并购陷阱与操作要点 / 侯铁成，刘丹著. -- 北京：法律出版社，2020  
ISBN 978 - 7 - 5197 - 4912 - 5

I. ①中… II. ①侯… ②刘… III. ①企业兼并—中国—指南 IV. ①F279.246 - 62

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2020)第 172697 号

中国并购指南：  
并购陷阱与操作要点  
ZHONGGUO BINGGOU ZHINAN:  
BINGGOU XIANJING YU CAOZUO YAODIAN

侯铁成 刘丹著

策划编辑 赵明霞 田浩  
责任编辑 赵明霞 田浩  
装帧设计 汪奇峰

出版 法律出版社  
总发行 中国法律图书有限公司  
经销 新华书店  
印刷 中煤(北京)印务有限公司  
责任校对 郭艳萍  
责任印制 胡晓雅

编辑统筹 法商出版社  
开本 710 毫米×1000 毫米 1/16  
印张 23.25  
字数 358 千  
版本 2020 年 11 月第 1 版  
印次 2020 年 11 月第 1 次印刷

法律出版社/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

网址/www.lawpress.com.cn

投稿邮箱/info@lawpress.com.cn

举报维权邮箱/jbwq@lawpress.com.cn

销售热线/400-660-8393

咨询电话/010-63939796

中国法律图书有限公司/北京市丰台区莲花池西里 7 号(100073)

全国各地中法图分、子公司销售电话：

统一销售客服/400-660-8393/6393

第一法律书店/010-83938432/8433 西安分公司/029-85330678 重庆分公司/023-67453036

上海分公司/021-62071639/1636 深圳分公司/0755-83072995

书号:ISBN 978 - 7 - 5197 - 4912 - 5

定价:99.00 元

(如有缺页或倒装,中国法律图书有限公司负责退换)

# 前·言

笔者是从2008年开始从事投资工作的,一晃已经12年。这些年,一直在中国投资并购的一线工作,看过无数个项目,做过无数次尽调、分析、判断和决策。赚过钱,也亏过本,金额都很大。每天早上起床,研究各种并购案例,仿佛能听见资本市场上的隆隆炮声,看见血与火中的硝烟弥漫。每天都有普通人名声鹊起,也有大佬黯然离场。各种机缘巧合,在巨额“学费”的支撑下,见识到中国资本市场的起伏与魅力。

在从事一线工作的同时,笔者也花大量的时间阅读投资并购相关的书籍,包括与投资并购直接相关的投资学著作、资本大佬的传记、各种投资并购商战的传奇故事。投资基础书籍读完之后,纵向上又阅读大量更加专业细分的书籍,如并购、并购的投后整合问题、并购的某个交易细节的研究、某个细分领域的并购等。同时也横向阅读了大量的各类学科书籍,包括科学、历史、艺术、文学、哲学、经济学、心理学等跨学科的知识。这些知识不断地构建、完善笔者的知识框架体系,有效地指导了笔者的实践工作。

笔者最开始是从事私募股权投资工作的,后来逐步过渡到并购领域,实践中也花了大量的时间研究并购,尤其是中国的并购。一方面亲身实践,另一方面不断研究资本市场发生的最新案例。同时也在不断地向国外发达的资本市场学习并购相关的经验和理念。笔者发现国外关于并购的书写得大多不错,既有基础理论,也有实践指南,唯一遗憾的就是,针对中国资本市场的内容很少。

中国并购的资本市场与国外有很大区别,具体体现在如下几点:

1. 资本市场波动极大地影响并购业务。中国资本市场处于早期阶段,各

种不成熟的体系导致并购的动机、战略、执行、效果都与国外发达国家的并购有很大不同。

2. 并购主体目的多样化。国内并购并非简单基于企业发展角度,许多并购是综合考虑到市值管理、股东套现、保壳借壳等中国特色的需求,这些在国外比较罕见。

3. 并购交易多,体量大,但对其理解却很浅。中国的并购交易并不少,但无论交易大小,却没有形成与体量相匹配的理解。“干了再说”的思想影响了大部分交易,这样固然促进了资本市场的发展,但一旦决策失误,则代价巨大。

中国并购当然也是基于各种基础的投资理论,但实践中却受到特性影响很大。并购人员如果只是照本宣科地学习国外并购理论经验,只会东施效颦,无法提高能力。

在中国,同样有很多人在研究中国并购,但更多的是从中介视角、第三方视角进行研究。各种中介机构经手的案例虽多,也理解中国特色,却都很难深入交易背后,理解买卖双方深层次动机。同时也缺时间纵深,无法进行复盘改进。婚姻好坏毕竟不能只听红娘的经验。

并购的主体买卖双方,是最需要并购专业人士的地方。遗憾的是,在这个领域却没有形成有效的经验知识积累。一个原因是并购的偶发性、不可持续性,买卖双方都很难有机会长时间稳定参与。另一个原因就是中国优秀的金融人才都去了中介机构,对实体企业缺乏重视,导致缺乏高素质人才。现在已经不断有中介机构的高素质团队更加深入地介入到企业中,深度参与更多的企业并购。还有一种模式是做股权投资的,也在通过控股上市公司进行并购,更深入地学习和理解这个行业。随着时间的推移,必然有更多人重视并购,重视从买卖双方角度理解并购,逐步完善中国资本市场。

笔者有幸先在知名投资机构工作,后来又深入大型上市公司,长时间专门从事并购工作,积累了一些经验、技巧。平时工作之余会做些研究,写一些工作心得、读书心得,后来积累得多了,就汇集成册。然后又系统地梳理完善,才有了本书的框架。目的是把笔者的实战经验,结合中国并购市场,结合各种经典的并购理论研究分享给广大读者,期望给大家不同的视角,去理解并购,在并购实践中给予参考和帮助,给并购参与各方带来更多的思考和启迪。

本书特点如下:

1. 不仅讲并购理论,更多讲实战经验,如何解决并购中的各种问题。本书可以作为并购研究人员的入门指引来了解中国并购。但最好是读者有了一些基础知识,或者实践中碰到问题,这样读起来可能更有感觉。

2. 不仅讲并购的流程方法,更重要的是讲如何在有限的资源下提高效率、完成并购。我们做事不能期望完美的环境,争取在不完美的市场上做事,并取得成功。

3. 不仅讲结果,更多讲背后的逻辑。本书中包含大量深入的研究探讨,旨在帮助读者理解并购背后的逻辑,从而能够灵活地运用各种工具。

本书适用于上市公司老板、并购执行者、卖方老板、中介机构、广大投资者。不同读者都会从中获得一些收获。

本书内容分四大部分,第一部分讲中国并购的种类、动机、成败,结合大量的案例来理解并购。第二部分讲并购的各个流程细节,如何操作并购,解决问题,提高效率。第三部分讲一些自己的并购投资心得。第四部分讲并购执行的核心文件。

笔者并非大学教授、知名学者,因此写这样一本理论与实践结合的书,其间难免各种曲折。感谢我的同事刘丹女士,她这几年一直同我配合,在投资并购一线奋斗。她对本书的所有内容都有参与修订,同时部分章节中也有她独立的见解。写一本书要比写一篇文章难很多,需要花费大量的时间精力,我确信如果没有她的支持,这本书是不可能面世的。她是这本书当之无愧的共同作者。

2020年年初,中国乃至全球都受到巨大挑战,新型冠状病毒肆虐,全球经济下滑。在疫情隔离期间,让我们有更多的时间去思考问题。中国经济最近20年高速发展,其实不仅是GDP,而是各种领域的进步。中国整个资本市场也充满活力,虽然有各种问题,但整体也是在不断进步。笔者见到无数专业同行,不断地研究各种并购案例,哪怕一时读者寥寥,但星星之火必将燎原。中国的并购是最有机会的市场。我们应当抓住历史机遇。

“潮平两岸阔,风正一帆悬。”让我们共同把握机会,谱写中国并购市场美好的篇章!

# 目·录

## 上市公司 并购要点

基础篇

- 第一章 上市公司并购的动机分析 / 003
  - 第一节 并购的源动力:生存、发展与市值管理 / 003
  - 第二节 并购的新动力:分拆上市 / 007
- 第二章 并购的具体类型 / 010
- 第三章 并购与财务投资的区分 / 013
- 第四章 中国 A 股并购典型案例剖析 / 018
  - 第一节 趋势并购 / 018
  - 第二节 大股东注入资产 / 022
  - 第三节 海外并购 / 025
  - 第四节 简单拼凑 ≠ 做大做强,中金环境(SZ300145)的收购之路 / 028
  - 第五节 被迫转型并购,润邦股份(SZ002483)进军环保产业 / 030
  - 第六节 换股收购分析 / 031
  - 第七节 上市公司并购案例小结 / 033
- 第五章 不同角色如何看待并购 / 034
  - 第一节 上市公司决策人 / 034
  - 第二节 并购操盘人 / 036
  - 第三节 投资经理 / 039
  - 第四节 中介机构 / 040
  - 第五节 拟被收购的中小企业家 / 041

# 并购如何操作 具体流程执行

实操篇

## 第六章 并购与市值管理 / 044

第一节 神化了的市值管理——并购不能直接提升市值 / 045

第二节 市值管理的对手 / 047

第三节 市值管理的实践 / 052

## 第七章 并购失败的原因剖析 / 056

## 第八章 并购成功的核心原则 / 059

## 第九章 并购执行的流程 / 062

第一节 不是所有上市公司都有并购流程 / 062

第二节 上市公司的并购流程与职责分工 / 063

第三节 并购执行的思维流程 / 067

## 第一章 如何理解战略 / 073

第一节 理解大环境比执行战术更重要 / 073

第二节 理解并购方的战略意图 / 077

## 第二章 如何寻找项目 / 080

第一节 理性利用中介机构确定初始标的范围 / 081

第二节 依靠对行业的深刻理解来锁定项目 / 083

第三节 并购实践中要如何寻找项目 / 086

## 第三章 如何体现尽调的价值 / 089

第一节 尽调是了解历史判断未来而不是还原历史 / 089

第二节 非线性的尽调计划与安排 / 091

第三节 尽调的主要内容与分析目的 / 098

第四节 尽调中的心态把控 / 103

第五节 并购实践中的尽调要点总结 / 105

## 第四章 深刻理解财务才能有效分析企业 / 107

第一节 理解财务的有用性与局限性 / 108

第二节 透视高级财务技巧背后的逻辑 / 111

第三节 分析调查财务报表的真实性 / 115

第四节	利用报表,结合业务分析判断企业价值 / 120
第五节	并购实践中怎样才能做好财务分析 / 123
第六节	财务分析案例——伏泰科技(832633) / 126
<b>第五章</b>	<b>如何判断项目成长性 / 133</b>
第一节	判断行业周期 / 136
第二节	判断行业前景 / 140
第三节	判断竞争格局 / 142
第四节	透析商业模式的实质 / 143
第五节	综合评估企业护城河 / 146
第六节	判断企业团队的价值 / 153
第七节	理解企业战略内涵 / 155
第八节	理解企业发展与钱的关系 / 158
第九节	如何判断企业的成长性 / 161
<b>第六章</b>	<b>如何做估值分析 / 165</b>
第一节	估值不是评估师算出的公允价值 / 165
第二节	不同估值方法背后的逻辑 / 168
第三节	不同估值方法的结合应用 / 175
第四节	盈利预测不止是数字游戏 / 178
第五节	实践中常犯的估值错误 / 180
第六节	并购实践中估值要怎么操作 / 183
第七节	估值应用案例 / 184
<b>第七章</b>	<b>如何设计交易结构 / 189</b>
第一节	交易结构的内涵与意义 / 189
第二节	设计交易结构需要创新与经验 / 191
第三节	交易结构的细节设计 / 193
第四节	对赌机制不是必需品 / 196
第五节	交易结构案例分析 / 209
<b>第八章</b>	<b>如何进行风险评估 / 216</b>
第一节	面对风险的心态 / 216
第二节	发现隐藏在结果中的风险 / 218
第三节	摆脱感性的风险评估 / 219

- 第四节 理解风控角色与意义 / 221
- 第五节 并购实践中的风控策略 / 223
- 第六节 风险与收益并不总是匹配的 / 225
- 第七节 并购实践中的风险要点总结 / 226

## 第九章 如何进行并购谈判 / 227

- 第一节 各方的谈判思路 / 227
- 第二节 动机是谈判效果的决定性因素 / 229
- 第三节 估值过程是谈判的主要基础 / 230
- 第四节 交易结构设计能力是谈判的核心能力 / 232
- 第五节 如何利用结构设计谈判交易价格 / 235
- 第六节 内部及资本市场沟通技巧 / 236

## 第十章 如何做并购交割及投后管理 / 239

- 第一节 交易协议的签订 / 239
- 第二节 并购的资金来源 / 240
- 第三节 交易节奏与流程的控制 / 243
- 第四节 并购的投后管理 / 244

## 第十一章 如何做并购复盘 / 248

- 第一节 可复制的复盘流程 / 248
- 第二节 极度求真地记录是复盘的第一步 / 249
- 第三节 剔除运气是复盘的关键 / 250
- 第四节 提升技巧是复盘的目标 / 250
- 第五节 复盘的第二层思维 / 251
- 第六节 真实案例的复盘分析 / 252

# 并购如何能提升

## 提升篇

### 第一章 理解并购背后的内在逻辑 / 263

- 第一节 并购者的心理因素——本能与偏见 / 263
- 第二节 理解交易对手 / 267
- 第三节 并购中常见的思维误区 / 272
- 第四节 对并购环境的理解 / 279

## 第二章 好的并购投资者需要拥有哪些基础 / 283

第一节 不断完善知识体系 / 283

第二节 形成系统性思维,以结果为导向 / 287

第三节 保持风险敏感性 / 289

第四节 并购实践中的四个原则 / 293

## 第三章 专业素养的五大表现能力 / 295

第一节 提升沟通能力 / 295

第二节 提升商业洞察力 / 296

第三节 提升分析能力 / 297

第四节 提升质疑精神 / 299

第五节 全面的风险收益评估能力 / 301

## 第一章 并购执行核心制度 / 305

第一节 并购投资管理制度参考模板 / 306

第二节 并购业务投后管理办法参考模板 / 311

## 第二章 并购执行核心协议 / 315

第一节 保密协议参考模板及关键说明 / 316

第二节 股份转让框架协议参考模板及关键说明 / 319

第三节 核心投资条款备忘录参考模板及关键说明 / 324

第四节 股份转让协议建议 / 328

## 第三章 并购执行核心清单与报告 / 330

第一节 详细尽职调查清单参考模板及关键说明 / 330

第二节 立项报告参考框架及关键说明 / 342

第三节 估值报告参考框架及关键说明 / 345

第四节 投后管理协同报告参考模板及关键说明 / 351

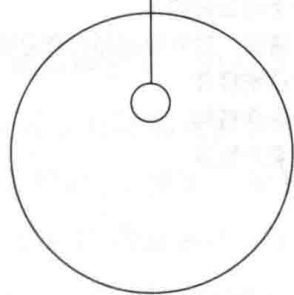
第五节 投资报告参考框架及关键说明 / 352

# 核并 心购 文执 件行

范本篇

基础篇

# 上市公司 并购要点



## 上市公司并购的动机

- ◎生存、发展与市值管理
- ◎分拆上市

## 并购的种类

- ◎横向并购、纵向并购和多元并购
- ◎关联方交易与非关联方交易
- ◎整合型、财务型与反向收购
- ◎重大资产重组

## 并购与财务投资

## 并购案例分析

- ◎爱尔眼科/兴源环境
- ◎爱建收购均瑶乳业/兴源收购水美/永清收购康博
- ◎天翔收购AS/中国天楹
- ◎南方泵业/润邦股份
- ◎博天环境/中环装备

## 并购的不同角度

- ◎上市公司股东
- ◎董秘、财务总监和投资总监
- ◎投资经理
- ◎中介机构
- ◎卖方股东

## 并购与市值管理

- ◎神化的市值管理
- ◎对手是谁
- ◎实践要点

## 并购失败的原因

## 并购成功的原则

## 并购全流程

- ◎没有流程的原因
- ◎并购流程与职责分工
- ◎并购的思维逻辑

## 第一章

# 上市公司并购的动机分析

## 第一节 并购的源动力：生存、发展与市值管理

### 核心 观点

并购的三个目的包括：生存、发展和市值管理。其中，通过并购进行市值管理的逻辑包括倍数套利、天鹅效应和协同效应。

### 一、内生与外延，并购是为了做大做强

企业的发展包括内生式发展和外延式发展两种情况。内生式是指企业依靠自身业务不断发展，扩大规模；外延式是指通过收购其他企业来发展壮大。内生式的优势在于可控性强，不需要付出额外代价，劣势在于发展速度慢，有些资源无法通过自身努力获得；而外延式并购可以结合其他企业的资源、优势，迅速发展，但伴随的代价是需要付出一定的成本，同时可能无法达到预期效果。当并购企业付出的代价大于收益的时候，并购就产生了负的价值。

并购是一种交易，一种工具，可以实现很多目的。我们需要先了解并购的目的，才能更加高效地利用这个工具。并购的目的可能是做大做强，通过产生协同创造价值。并购的目的也可能因为受到操作主体影响，而存在其他动机。并购的大股东、董事会、管理层的不同目的，影响了并购的战略、执行，以及效果。

对于做大做强的一般逻辑并购，我们需要关注的是选择到好的项目，以合

理的估值买入,然后通过投后利用协同,创造大于收购成本的价值。这种并购是最常见的模式,也是本书重点探讨的内容。

## 二、并购的其他目的包括市值管理、大股东套现等

除了我们说的做大做强型并购之外,并购的主体还有其他目的。有些并购是为了保住上市公司的地位。比如一家上市公司连年亏损,马上就要摘牌了,这个时候需要通过并购利润来给上市公司输血,继续维持上市地位,这种收购在中国比较常见。根据现行证券法规,中国A股上市公司如果连续亏损的话,是会被要求退市的,因此一般上市公司连续亏损之后,且短期没有能力扭转,则会努力通过并购维持其上市公司地位,通过并购标的贡献利润,渡过危机。如果上市公司已经沦为空壳公司,则并购会为上市公司维持壳价值,提升流动性。这种并购本质上是短期行为,应急操作,因此一般比较强调撮合,通过证监会审核,短期内维持业绩,而对标的公司的未来发展,协同效应则不是特别关注。

如果上市公司并购决策者(大股东或实控人)的动机是为了套现,则需要设计出合理的交易结构,获得监管层的认同,获得小股东同意。这种并购需要注意的是交易结构的设计、估值的合理性以及良好的沟通。关联交易表面看操作容易,不存在信息不对称,但却经常因为没有设计好交易结构,过于贪婪而没能获得审批通过,或者被交易所不断质询而夭折。不同并购、不同的交易结构涉及审批的流程也不同,好的并购者应该考虑到监管、流程等问题而更加合理地设计交易结构。

## 三、通过并购进行市值管理的逻辑

有的上市公司交易的目的是进行市值管理,比如收购一些资本市场上比较喜欢的概念性项目。并购是上市公司管理市值的重要手段,并购可以提升上市公司市值,这也是上市公司为什么热衷于并购的原因。

上市公司通过收购提升市值的逻辑包括以下三个:倍数套利、天鹅效应、协同效应。倍数套利是指上市公司自身市盈率较高,用较低的估值倍数收购项目,以提升自身每股收益,获得成长。天鹅效应是指传统行业收购新型行业,提升公司形象进而提升估值倍数。协同效应是指利用上市公司的优质资源与被收购项目协同,提升公司业绩。上市公司市值 = 盈利能力 × 估值倍数。套利可以提升盈利能力,天鹅效应提升倍数,协同效应也是提升盈利能力。

### (一) 倍数套利

倍数套利是指上市公司自身的估值利润倍数较高,而被收购项目的利润估值倍数较低,收购后,会提升每股收益,进而创造价值。不断利用这种并购思路,被称为趋势并购。罗伯特·布鲁纳教授在其著作《铁血并购》中,详细地阐述了趋势并购(Momentum,也可以翻译成动能并购),并与巴菲特的价值投资进行了对比。趋势并购的逻辑很简单,即企业自身估值比较高,可以发行股票收购倍数比较低的一些公司,这样通过套利提升每股EPS,因为并购带来了增长,所以可以维持更好的PE倍数,然后进一步并购,如表1所示。最终企业的估值越来越大,投资者获得并购带来的价值提升。

表1 趋势投资分析示意

项目	上市公司	收购标的	合并后	预期
市值	50 亿元	10 亿元	60 亿元	75 亿元
利润	2 亿元	1 亿元	3 亿元	3 亿元
股价	25 元	25 元	25 元	30 元
股数	2 亿股	0.4 亿股	2.4 亿股	2.4 亿股
每股收益	1 元	2.5 元	1.25 元	1.25 元
PE 倍数	25 倍	10 倍	20 倍	25 倍

注:10 亿估值需要增发 0.4 亿股(10 亿/25 元),合并后每股收益上涨 25% (1.25/1),根据业绩成长,预期估值倍数继续维持在 25 倍,因此股价上涨 20% (30/25)

### (二) 天鹅效应

通过并购进行市值管理的第二个原因是天鹅效应。即一家传统的上市公司,收购了一家新兴的科技型公司,或者其他有很好概念的公司,即便没有套利,原有的上市公司的发展逻辑也发生改变,导致了上市公司的估值的利润倍数增加,提升了公司的市值。这种逻辑同样面临一个问题,好的概念为什么会提升传统上市公司的倍数。理论上的解释是好的概念公司潜力更强,能够改变原有传统企业的能力,给整个企业带来活体,提升企业的价值。

2015 年,互联网金融正如火如荼,以做冰箱为主业的奥马电器(SZ 002668),打算追一波风口,进军互联网金融行业,并且要将冰箱业务和互联网金融业务作为双主业,两条腿走路。2015 年 11 月 6 日,奥马电器发布公告称,将以 6.12 亿元收购中融金 51% 股权。奥马电器是一家经营很稳健的家族式