

使创业者梦想成真

助创新型企业迈向辉煌

与合作者实现共赢

并购交易结构设计及融资安排

深圳市创新投资集团有限公司

总裁特别助理、并购总部总经理、企业服务中心总经理

龙飞虎

2018年11月



深圳市创新投资集团有限公司
SHENZHEN CAPITAL GROUP CO.,LTD

目录

第一部分 企业并购的基础知识

第二部分 并购重组交易结构设计

第三部分 上市公司并购重组监管环境

第四部分 并购重组的趋势展望

第一部分 企业并购的基础知识

1.1 企业并购的含义

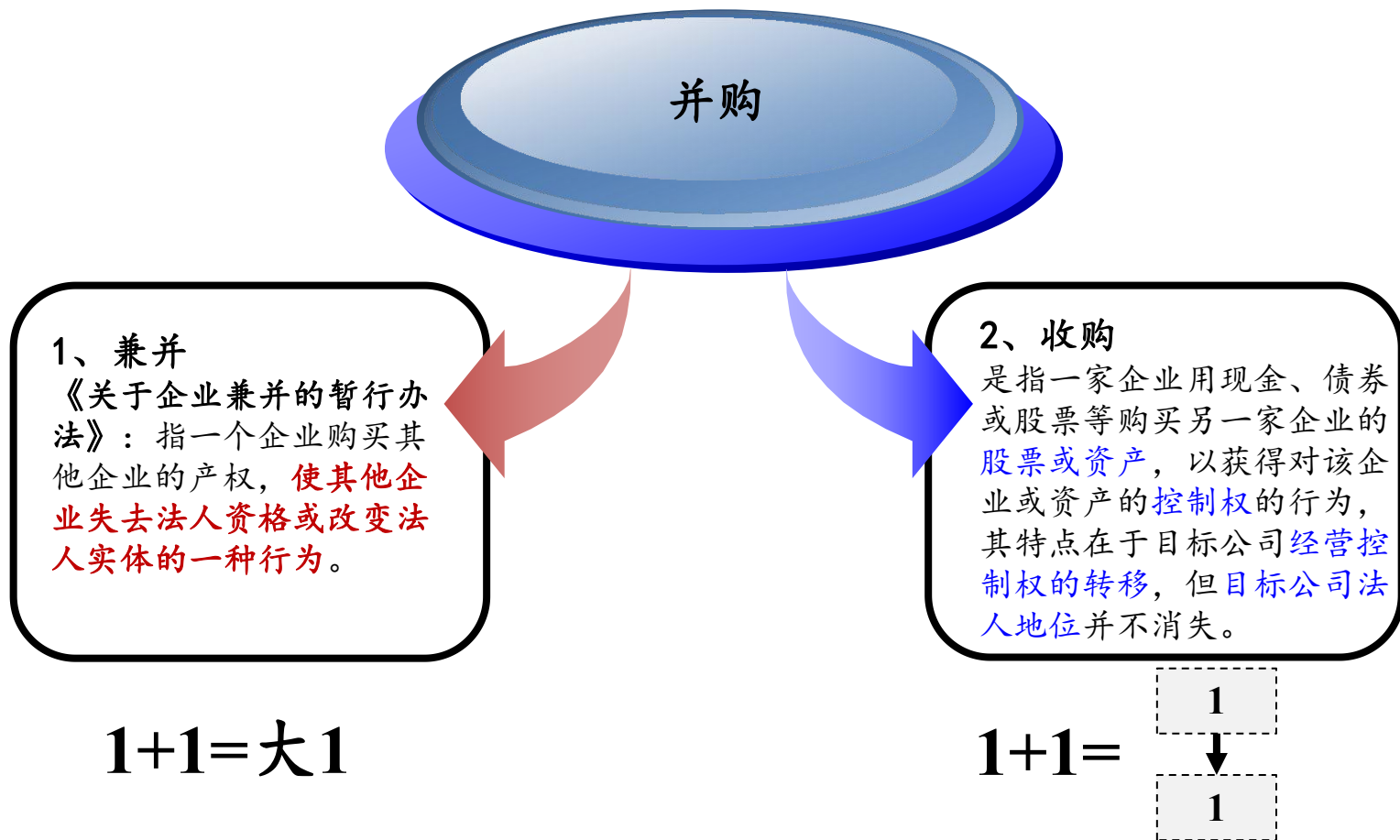
1.2 企业并购的作用

1.3 企业并购的现状

1.1 企业并购的含义

并购的含义

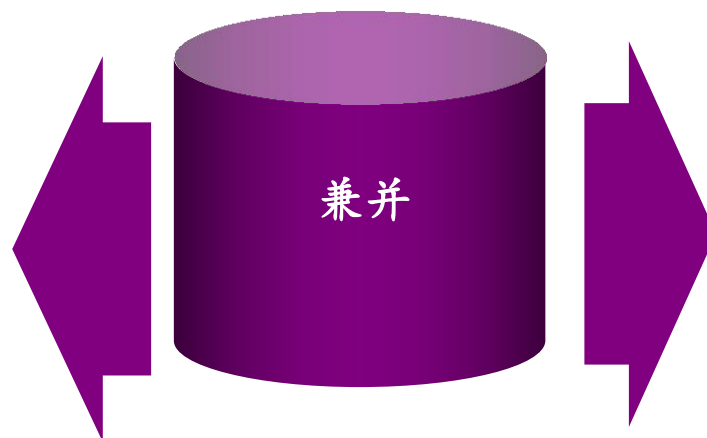
并购的内涵非常广泛，一般是指兼并（Merger）和收购（Acquisition），简称“并购”。



兼并

新设兼并：是指两个或两个以上公司通过兼并同时消失，而在新基础上成立一个新公司，这个公司叫新设公司。

$1+1=$ 新的大1



吸收兼并：是指在两家或两家以上的公司合并中，其中一家公司因吸收（兼并）了其他公司而成为存续公司的兼并形式。在这类合并中存续公司仍然保持原有的公司名称，被吸收公司不复存在。

$1+1=$ 旧的大1

1.1 企业并购的含义

收购

1

控股式
控股收购

2

购买式
全面收购

3

吸收式
参股收购

1.1 企业并购的含义

并购的种类

按并购双方的行业关系划分

横向并购
纵向并购
混合并购

按并购双方关系是否友好划分

善意并购
恶意并购

按是否通过证券交易所划分

要约收购
协议收购

按并购的实现方式划分

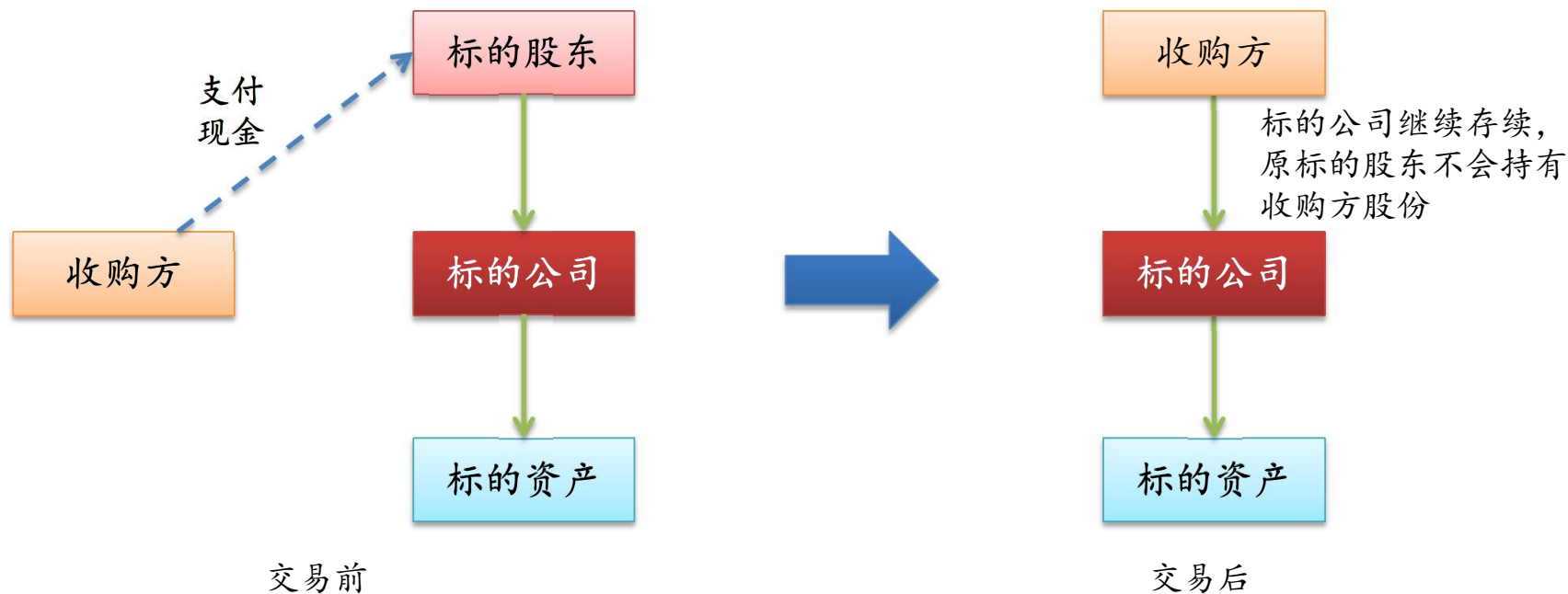
现金收购式
股权交易式
承担债务式

按是否利用被并购企业本身资产来支付并购资金划分

杠杆并购
非杠杆并购

1.1 企业并购的含义

主要类型一：现金合并

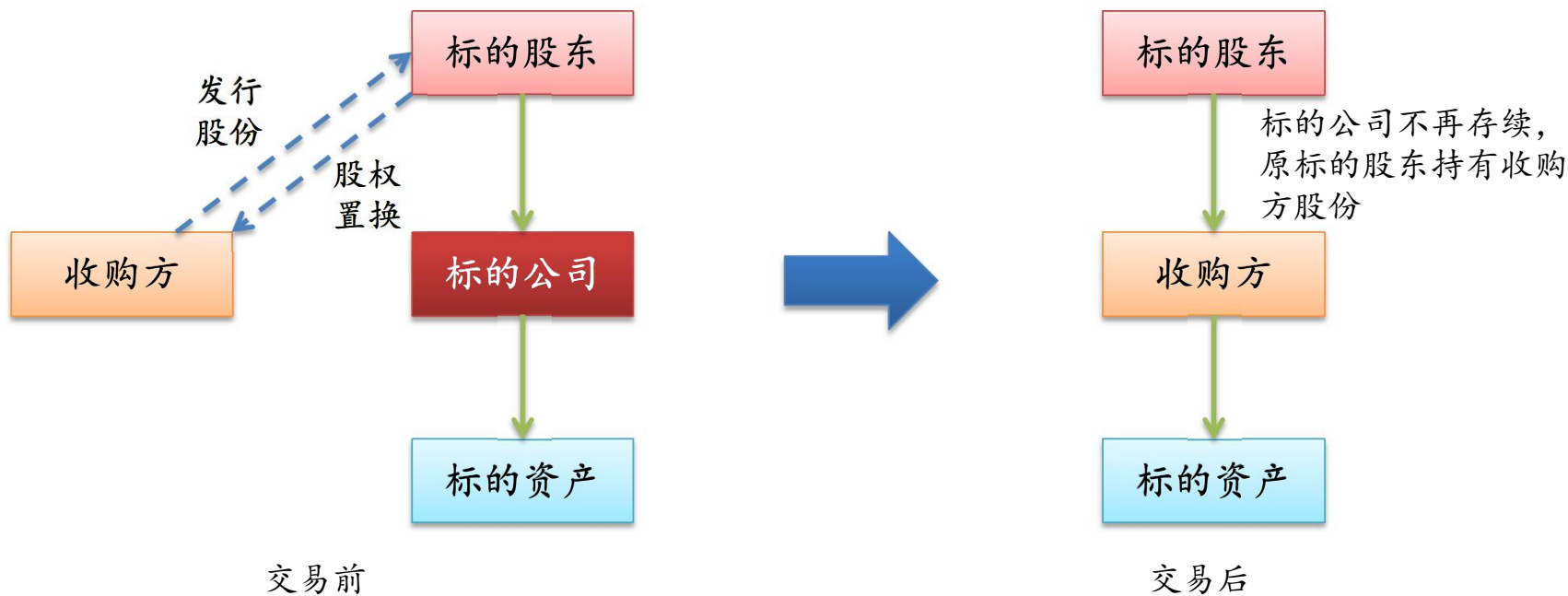


► 现金并购，指的是收购方直接以现金方式收购标的公司的行为，其最重要的特点是收购方的股权结构在并购前后并不会发生变化。

► 证监会于2014年10月23日公告新的《上市公司重大资产重组管理办法》，取消了对于上市公司现金收购的审批，目前上市公司现金收购蔚然成风

1.1 企业并购的含义

主要类型二：换股吸收合并

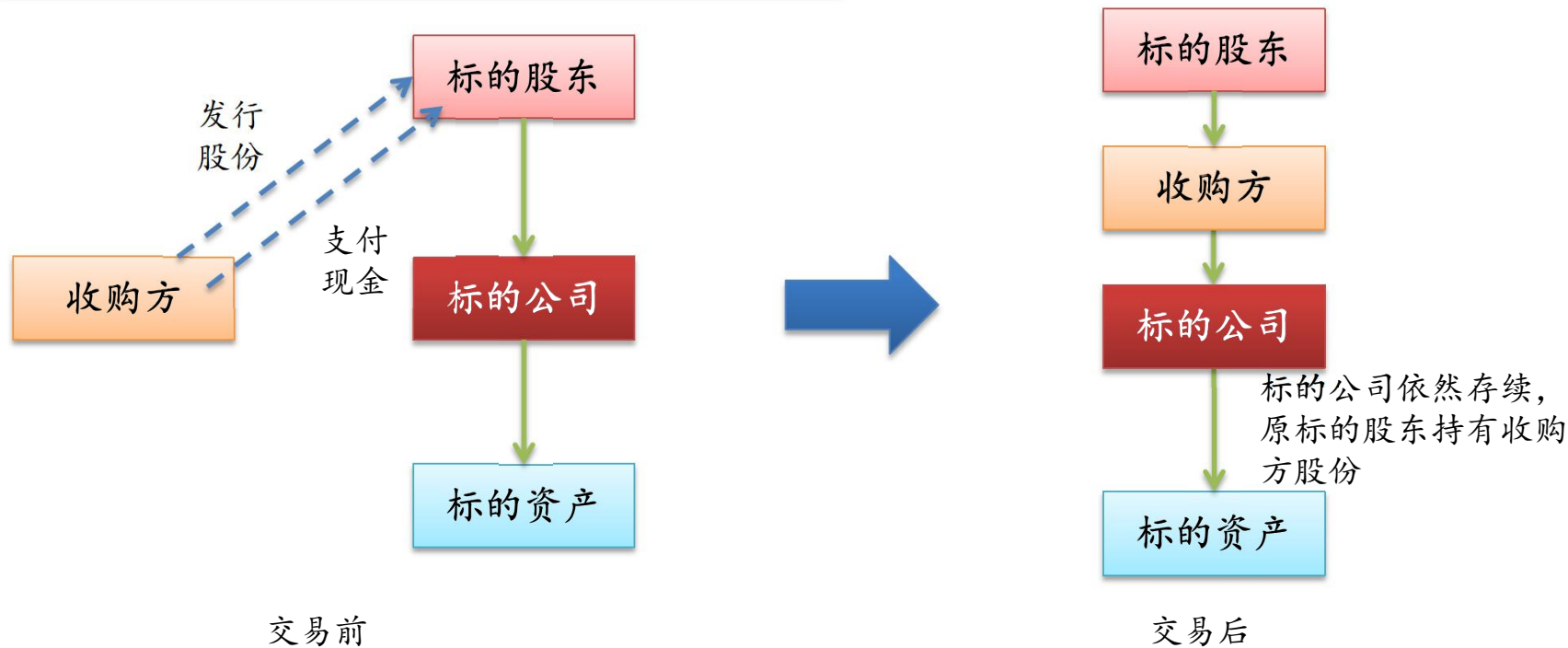


► **换股吸收合并**是公司合并的一种形式，指收购方将标的公司的股权按一定比例换成本公司的股权，标的公司解散，标的公司原有资产置入收购方。申银万国与宏源证券就是采取换股吸收合并的方式完成重组。

► 由目前国内已经发生的吸收合并案例看，基本上都采取了以股换股的方式，这种吸收合并的方式不涉及现金的流动。上市公司采取这种方式的优势在于上市公司作为合并方不必通过以现金支付的方式来购买被合并方的全部资产和股份，由此可以避免因吸收合并过程中大量的现金流出，保持合并方企业即存续公司的企业实力，有利于企业的长远发展。

1.1 企业并购的含义

主要类型三：发行股份、支付现金购买资产

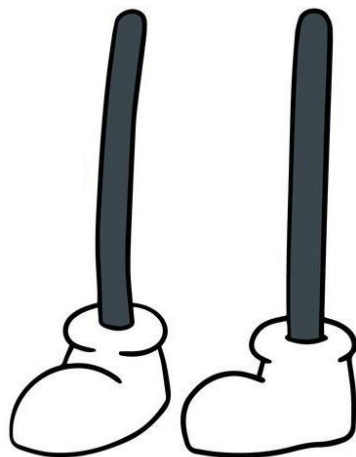


► 发行股份、支付现金购买资产方式是上市公司收购非上市公司的常用方式，当然最终交易作价多少由股份支付、多少由现金支付是交易双方谈判的结果，上市公司也可以完全以发行股份的方式收购标的公司。一般标的公司的管理层股东倾向于获得上市公司股份，标的公司财务投资者股东倾向于获得现金。

并购的作用

企业成长共两条路径，通常成长性强的企业都是“两条腿走路”。

内生增长
通过内部积累
不断扩展

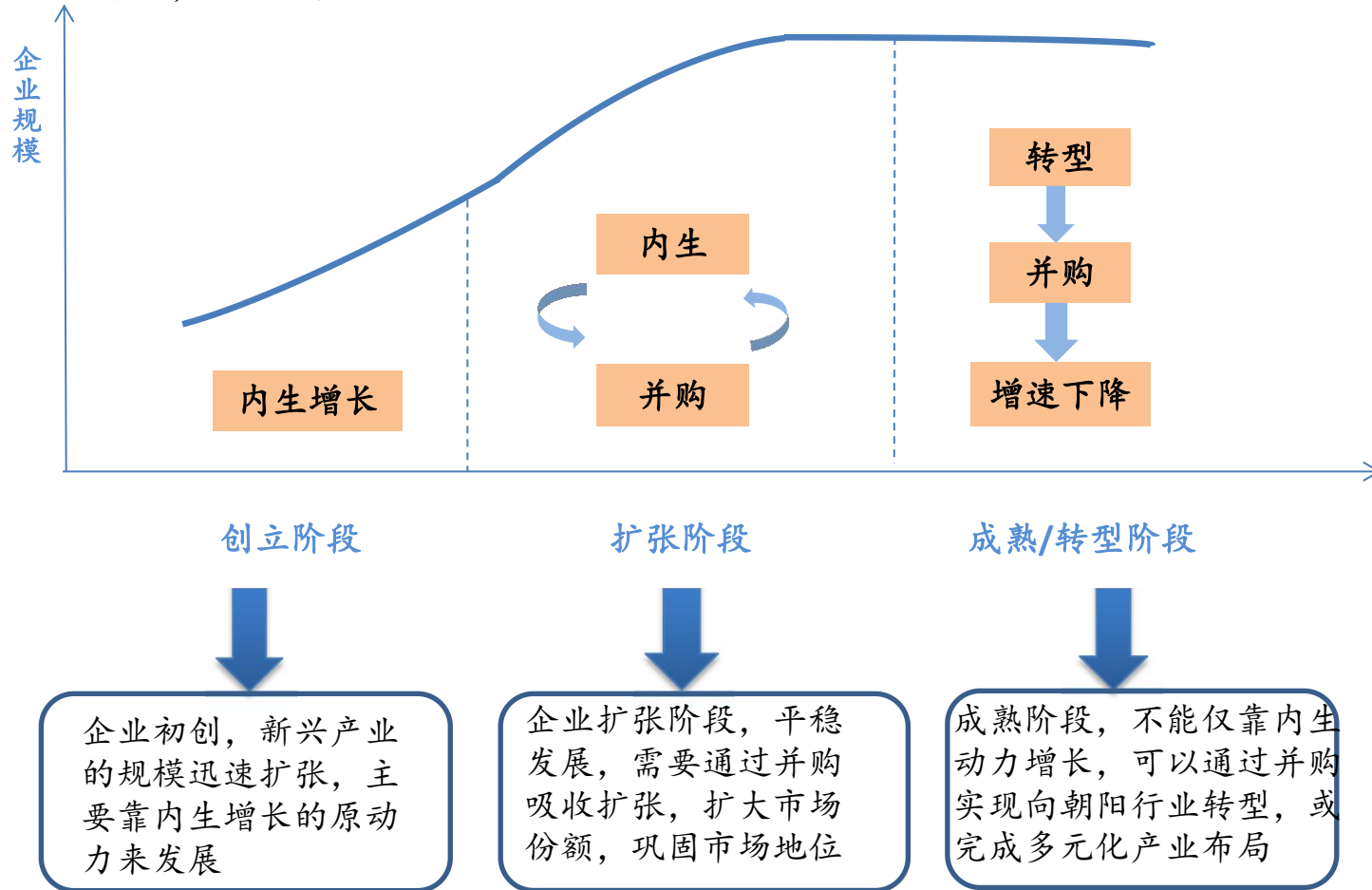


并购成长
通过外部扩张迅速提高，
将外部资源内部化

1.2 企业并购的作用

企业处于产业周期的不同时期都需要并购的参与

- ❖ 企业将经历产业周期的不同阶段，每一阶段都将遇上相应的发展困难，仅仅凭借企业自身很难解决，因此需要通过并购实现企业战略。

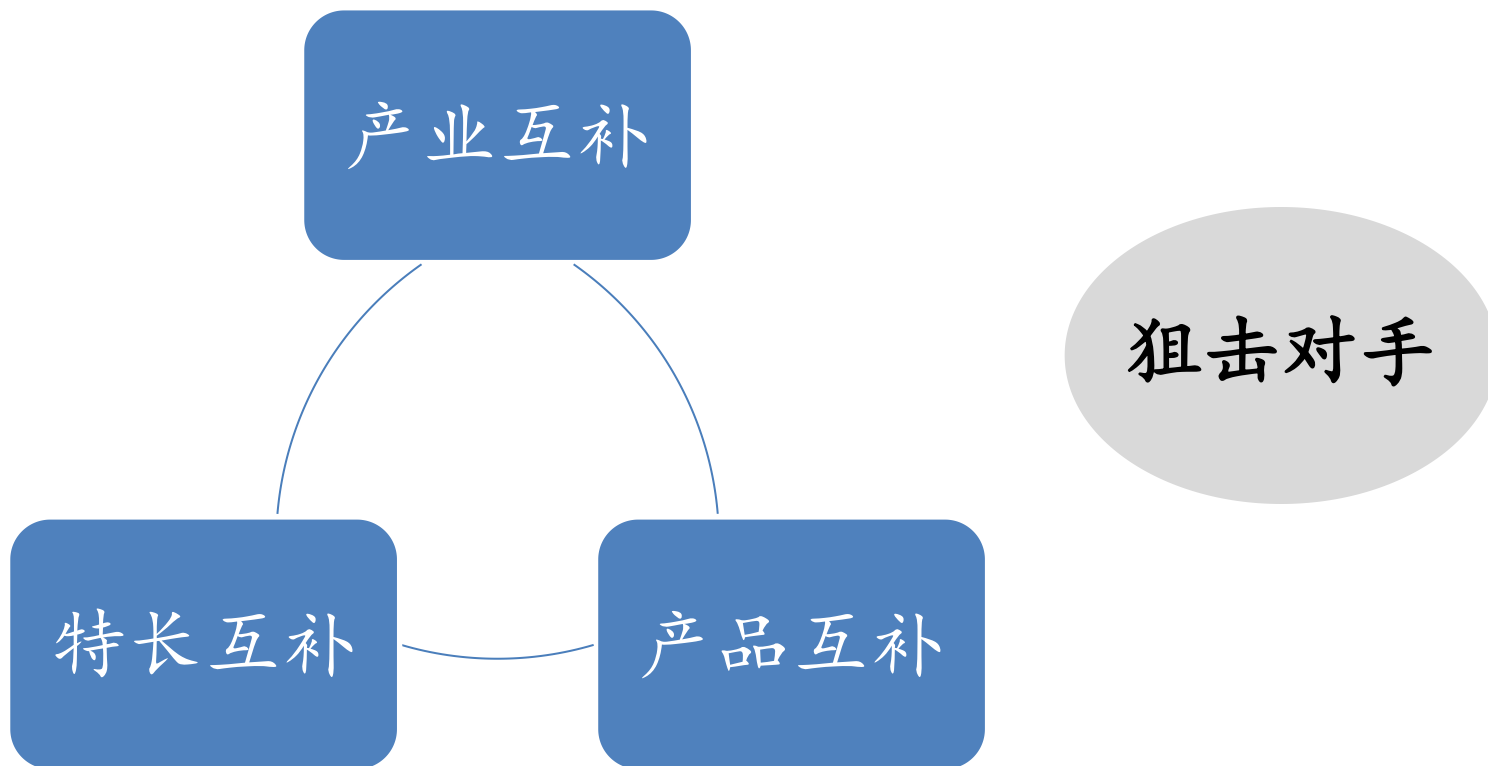


1.2 企业并购的作用

经济学家乔治·勒蒂格勒在对美国企业并购史的考察后指出：“没有一个美国大公司不是通过某种程度、某种方式的兼并收购而成长起来的，几乎没有一家大公司主要是靠内部扩张成长起来的”。

公司名称	成立时间	初始业务	主要业务	相关并购
IBM	1911年6月15日	打字机	信息技术和业务解决方案	2001—2009年80多起并购
苹果	1976年4月1日	个人电脑	手机、软件、平板电脑	每23天收购一家公司
Google	1998年9月4日	搜索	网络信息服务、搜索引擎、移动操作系统等	2014年收购100多家公司
GE	1878年	电灯	飞机发动机、发电设备、金融服务、塑料等	1981-2001年收购400多家
WPP集团	1985以前	购物车制造	广告、公共关系、品牌形象	1985年开始并购之路，2001年至今200多次并购
Oracle	1977年	数据库	服务器及工具、企业应用软件和Oracle职业发展力计划等	2005-2009年开展了50多次并购
戴尔	1984年	生产、设计、销售家用以及办公室电脑	电脑、交换机等	2010-2012年并购了近20家公司
索尼	1946年	晶体管技术	电子、娱乐、金融、信息技术等	通过并购进入金融、电影、游戏等行业
可口可乐	1886年	可乐	在200个国家拥有160种饮料品牌，包括汽水、运动饮料、乳类饮品、果汁、茶和咖啡	一直在全球收购各国的果汁、饮料水和其它非碳酸饮料生产企业
通用汽车	1908年	汽车	汽车，航空、电子通讯、自动化、金融等	由200多家上规模的汽车厂整合成，收购进入航空、金融等领域

并购交易的四种目的



产业互补：催生产业链上下游的并购（纵向并购）

完成产业链互补，业绩增厚效果明显，助推公司长期发展

1. 蒙牛收购雅士利：扩大奶粉领域份额（毛利高于液态奶），实现全产业链覆盖
2. 华策影视收购上海克顿文化传媒有限公司：大数据的应用使根据渠道和受众偏好定制内容成为可能，促进产业链整体升级
3. 三爱富收购上游原材料电石和无水氟化氢的生产商，以及下游产品的用户
4. 上海莱士收购邦和药业：同业并购，增强行业竞争力
5. 沃森生物收购山东实杰：收购销售渠道

构建产业生态系统，打造产业链的护城河。

产品互补：催生以增加产品线为目的的收购（横向并购）

• 华润三九收购山东临清华威药业

获得补益、胃肠等领域的多个品种，可进一步丰富产品品类。

• Google收购YouTube

拥有了自己的网络化平台，视频内容将更具粘性，更适合广告客户。

• 百度收购爱奇艺

搜索引擎商引入视频网站。

1.2 企业并购的作用

特长互补：以弥补企业自身不足为目的的收购

人才不足

•Google收购 Motorola

收购摩托罗拉移动不仅可以谷歌带来价值高昂的专利产品，同时摩托罗拉移动拥有大量的工程人才

技术不足

- 苹果应收购十家iOS应用开发公司，弥补iOS不足
- 收购Flexibits有助于改进苹果日历
- Checkmark比苹果的Reminders（提醒）服务强20倍
-

创新不足

- 雅虎收购坦布尔公司
- 弥补自身在社交网络等领域的不足；与雅虎用户群体年龄偏大相比，坦布尔深受年轻网民欢迎；坦布尔的手机用户增速超过雅虎。

财务不足

产能不足

.....

通过收购弥补企业自身的不足，提升企业价值。

1.2 企业并购的作用

狙击对手：为消除潜在对手为目的的收购

台城制药为消除止咳宝主要竞争对手实施收购

根据台城制药公司招股书，台城制药止咳宝片在2012年按终端销售统计占我国止咳化痰类中成药市场份额的3.3%，市场排名第8位。此外，具体到止咳宝片药品来说，国内目前仅有台城制药及海力制药取得了生产批文，海力制药为台城制药该领域主要竞争对手。



4.6亿收购



其他：欧莱雅收购小护士后雪藏

狙击收购，为消除潜在竞争缴纳保险费。

1.3 企业并购的现状——美国五次并购浪潮

美国的五次并购浪潮

时间	类型	代表性事件
1897~1904	横向并购	美国钢铁公司一共收购了785家独立公司，产量一度占美国总产量的75%。
1916~1929	纵向并购	1920年《华盛顿邮报》发行人尤金迈耶(Eugene Meyer)和科学家威廉尼可斯(William Nichols)将19世纪建立的五家美国化学品公司联合起来，成立联合化学公司。(1999年被霍尼韦尔公司合并)
1965~1969	混合并购	LTV通过多元化收购，从电子开关的公司转为一家拥有钢铁、农产品、体育用品、金融、航空等子公司的多元化巨头。
1981~1989	杠杆并购	1988年发生的KKR收购食品和烟草公司RJR是迄今为止最大的杠杆收购案，收购规模高达246亿美元。值得注意的是，KKR本身动用资金仅为2500万美元。
1996~2007	战略并购	2000年10月发生的美国在线和时代华纳的合并把第五次并购浪潮推向了高潮。

美国并购重组与企业转型升级关系：

在美国的五次并购浪潮中，**经济转型是推动并购重组的主要内在动力**。借助着五次并购浪潮，美国经济成功实现了向**工业化、信息化**等方向转型的目标，企业结构也从分散型的中小企业逐渐演变为**以大型跨国公司为主体**。

在美国第五次并购浪潮中，并购重组亦促使美国经济成功转型为**以高科技为载体的“新经济”**。始于20世纪90年代的第五次并购浪潮，正是伴随着以**互联网、IT技术和生物技术为核心的**新兴产业的革命出现的。

美国的并购浪潮对中国的启示——借鉴美国经验，探讨转型升级

中国并购浪潮的
内在动力



经济发展与企业发
展升级互相带动

并购重组是资本市场平台稳增长、调结构的重要保障手段，**经济结构转型**阶段恰是并购重组事件的高发期。

并购重组是解决产能过剩问题的有效手段

并购重组亦是促进产业升级的重要途径

- (1) 新兴产业领域的企业有望通过并购重组整合产业链，提升产品竞争力，实现从产品竞争到产业竞争的转变。
- (2) 鼓励传统企业通过并购向服务业转型有助于增加第三产业在国民经济中的比重，推动我国的产业结构升级。

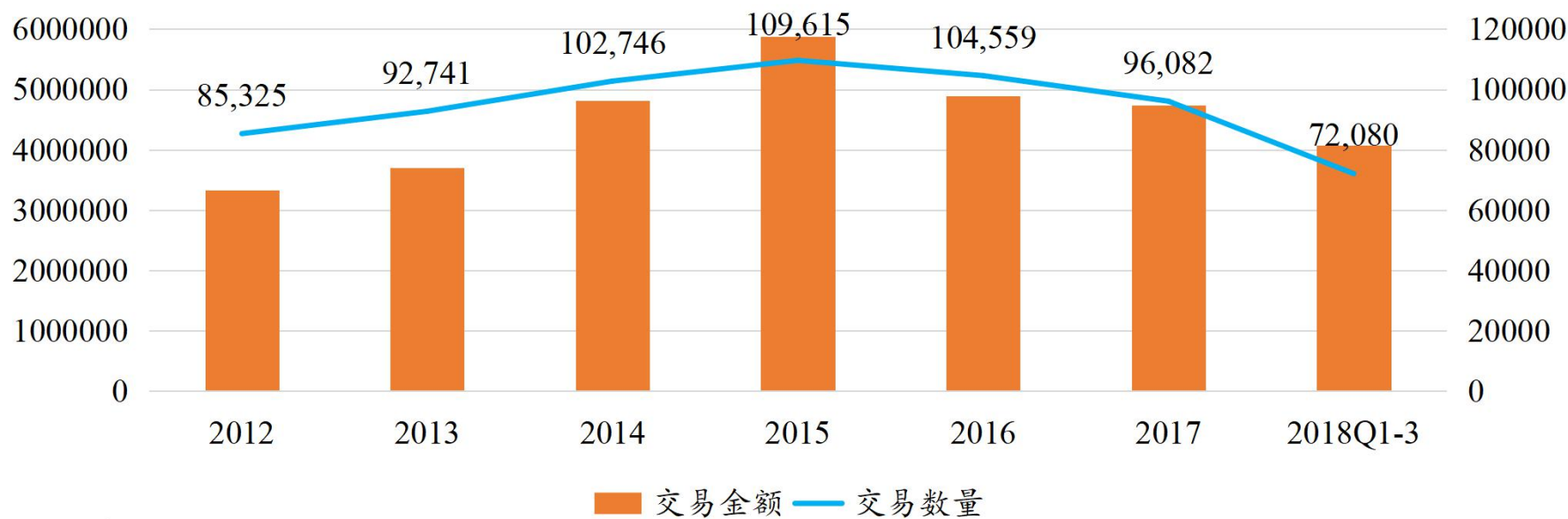
经济增长较快时期，通常是经济结构和产业结构需要较多调整以适应经济发展的时期，而并购是进行经济结构调整和产业升级的一个非常市场化的手段。

1.3 企业并购的现状——全球并购市场情况

2012-2018年Q3全球各季度并购交易金额及交易数量

单位：百万美元

单位：个



数据来源：Brueau van Dijk

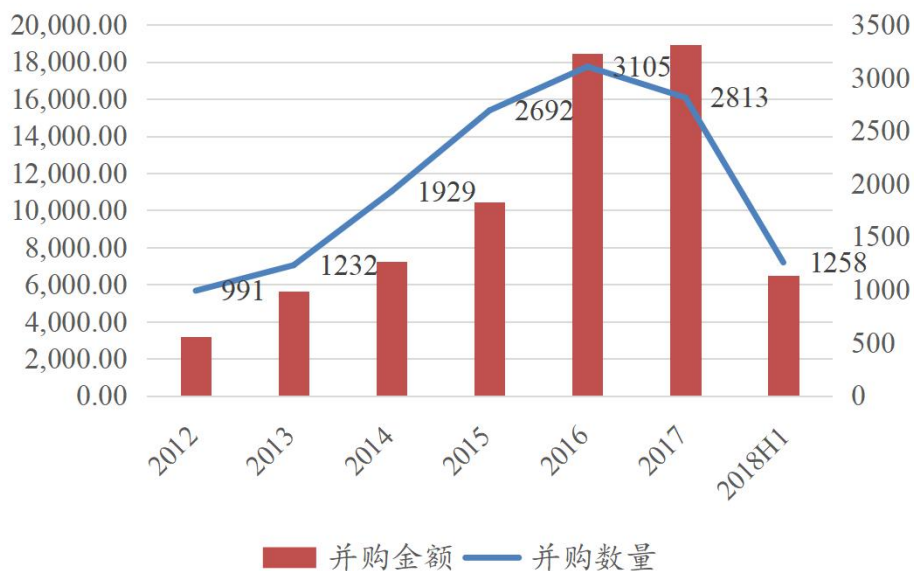
- 从并购交易数量来看，2012至2015年稳步增长，并于2015年达到顶峰，近年来保持缓慢下降趋势；
- 从并购金额来看，2012至2015年快速提升，于2015年达到顶峰，2016年快速回落后保持稳定，2018年并购金额有望超过2017年，主要因为2018年有几单金额较大的交易

1.3 企业并购的现状——中国并购市场情况

中国整体并购现状

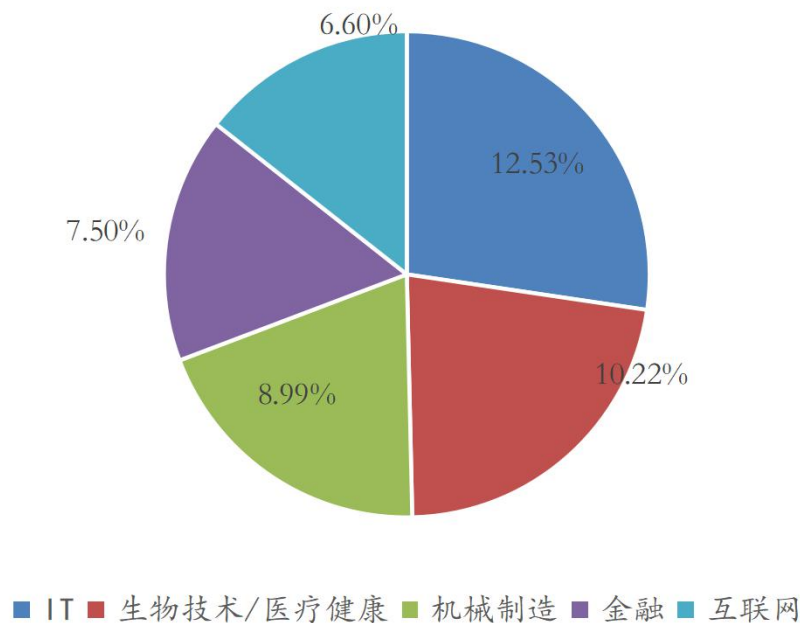
2012年-2018年6月中国并购交易金额和数量

单位：亿元



数据来源：私募通

2018年上半年中国各行业并购数量占比



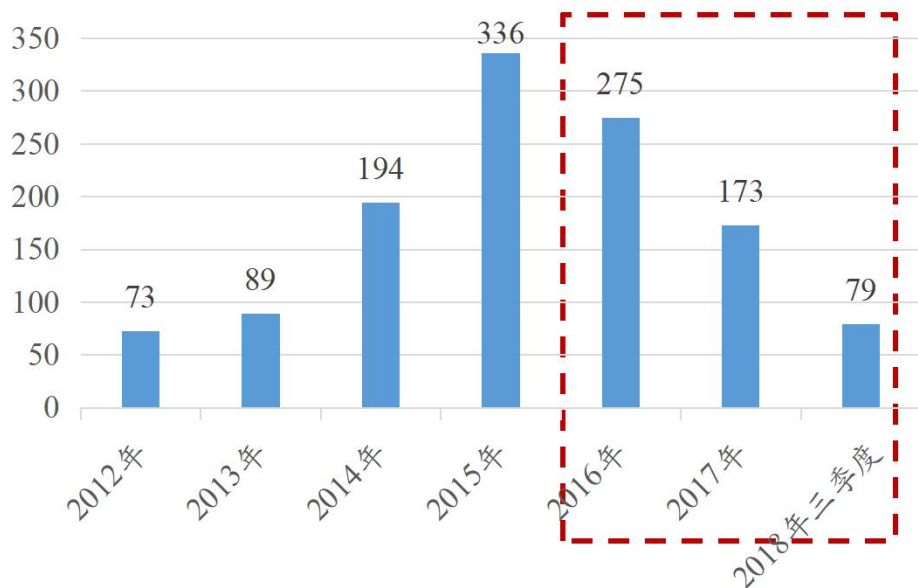
数据来源：私募通

➤ 2018年上半年并购共涉及23余个行业，从案例数来看，IT行业位居第一，完成了150个案例，生物技术及医疗健康位居第二，完成了124个案例，

1.3 企业并购的现状——中国并购市场情况

中国A股上市公司并购现状

2012年至2018年前三季度A股重大资产重组审核数量



2014年至2018年三季度A股重大资产重组审核通过率

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年第三季度
会议数量	78	113	103	78	45
审核项目数量	194	336	275	173	79
通过数量	185	314	251	161	69
通过率	95.36%	93.45%	91.27%	93.06%	87.34%

- 上市公司并购重组在2015年达到高峰，2014年底上市公司共2,564家，即高达13.1%的上市公司有并购项目审核
- 2016年《上市公司重大资产重组管理办法》修订，重组难度加大，同时IPO增速，促使优质非上市公司分流，2017年并购重组继续降温，2018年并购重组数量进一步下降
- 并购重组审核通过率变动较小，近几年均在90%左右，2018年通过率较低

第二部分 并购重组交易结构设计

2.1 寻找合适的交易对手方

2.2 交易估值

2.3 支付方式与锁定期

2.4 业绩补偿与奖励

2.5 并购整合

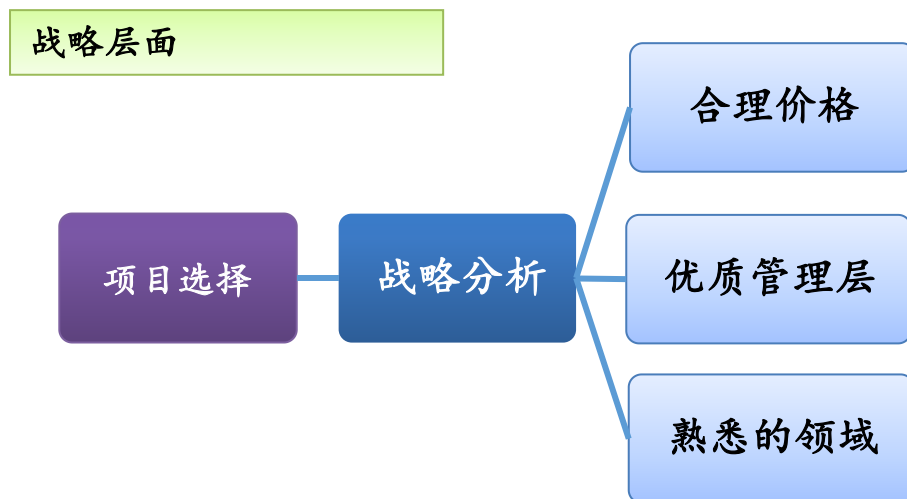
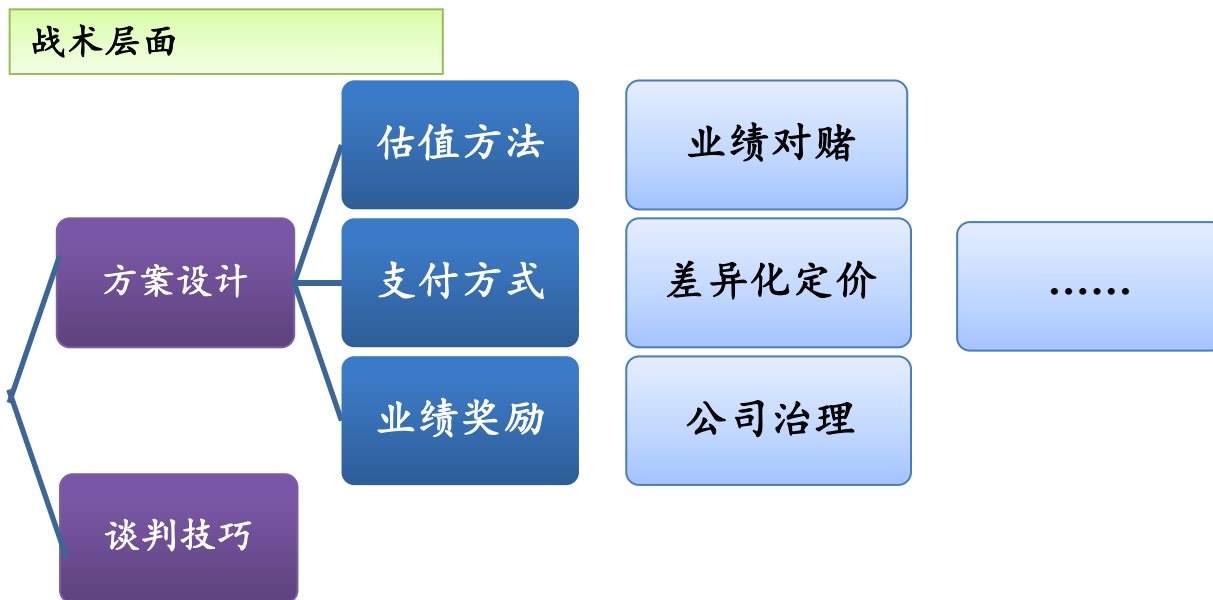
2.6 其他因素

2.1 寻找合适的交易对手方

術

配合

道



巴菲特的大巧若拙

- 巴菲特的收购几乎没有纷繁复杂的交易方案，近90%的交易为纯现金交易，且仅对少部分并购设置“奖励方案”
- 标的公司选对，价格合理，并购交易已经成功了90%以上

2.1 寻找合适的交易对手方

并购标的选择的的原则与步骤

STEP1

买方梳理现有业务

- ✓ 分析每一业务条线目前在市场中的竞争地位与竞争格局
- ✓ 结合现有市场竞争情况，合理判断每一业务条线在未来一段时间的发展状况

想深耕原有行业，扩大公司的规模，可以考虑**横向并购**，收购同行业公司标的，一方面可以减少竞争，另一方面可以扩大公司规模

STEP2

确定需重点发展的业务

- ✓ 选择无论是从行业还是被并购标的来看，该业务条线未来具有很好的发展前景。

想拓展产业链，考虑**纵向并购**。收购公司现有业务的上下游标的，可以降低公司采购或者销售成本，增强公司收益能力的情况下，也能提高公司抗风险能力

STEP3

寻找分析协同点

- ✓ 客户资源协同
- ✓ 销售渠道互补
- ✓ 技术协同
- ✓ 其他方面协同

STEP4

着眼长远，设计并购路径

- ✓ 提前设计好一整套的并购路径，然后每次的并购都围绕这个设计路径的主线进行，从而才能符合公司长远的发展战略

如果所处行业处于夕阳产业，或者公司在目前行业由于技术、市场等各方面因素，难以继续发展或者没有很好的发展前景，可以考虑**跨界并购**。

STEP5

尽职调查与交易谈判

拟被并购方展开财务、法律等方面的全面尽职调查，并聘请专业机构进行审计与评估，确定交易价格、支付方式、交易结构等，从而确定最终被并购标的完成并购

2.1 寻找合适的交易对手方

协同效应举例

欧比特（300053.SZ）收购铂亚信息——客户资源协同

上市公司的主要客户为航天、军工、科研机构等，这些企业对安防和保密有着较高的要求，上市公司将借助自身渠道和客户的优势，协助标的公司开拓新的市场和应用领域，该案例具有有该方面的协同效果

围海股份（002586）收购千年设计——拓展产业链

围海股份主要从事海堤工程、城市防洪工程、河道工程、水库工程及其他水利工程施工，属于水利和港口工程建筑业

千年设计主要从事城市规划设计、市政及公路工程设计、建筑设计等业务，上市公司与并购标在工程产业链上处于上下游环节。

联建光电（300269.SZ）收购易事达——销售渠道互补

联建光电为LED显示屏的国内市场，易事达为LED显示屏的国际市场，从而形成销售渠道互补，强强联合

帝王洁具（002798）收购欧神诺——销售渠道互补

帝王洁具主要从事卫生洁具，尤其是亚克力材质卫生洁具的研发、设计、制造与销售，陶瓷洁具收入仅占5-6%，且为OEM代工生产

欧神诺主要从事中高端建筑陶瓷研发、设计、生产和销售的高新技术企业，产品主要包括抛光砖、抛釉砖、抛晶砖、仿古砖、瓷片及陶瓷配件等

2.2 交易估值

《上市公司重大资产重组管理办法》第20条：“重大资产重组中相关资产以资产评估结果作为定价依据的，资产评估机构应当按照资产评估相关准则和规范开展执业活动。……评估机构原则上应当采取两种以上的方法进行评估。”

常用的估值方法

重资产、传统行业	估值区间	轻资产、新型行业	
1 资产基础法			国内 评估 常用 方法
	2	收益法	
3 市场法			
	4	企业价值/息税前利润	参考估 值方法
	5	可比市盈率法	

资产基础法

在合理评估企业各项资产和负债价值的基础上确定评估对象的价值

市场法

将评估对象与参考企业、在市场上已有交易案例的企业、股东权益、证券等权益性资产进行比较以确定评估对象价值

收益法

通过将被评估企业预期收益资本化或折现以确定评估对象价值

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+r)^t} + F_n \times \frac{1+g}{r-g} \times \frac{1}{(1+r)^n}$$

F_t = 第t年预期收益
 F_n = 预测期末年预期收益
 n = 预测期
 r = 折现率
 g = 永续期增长率

重要参数

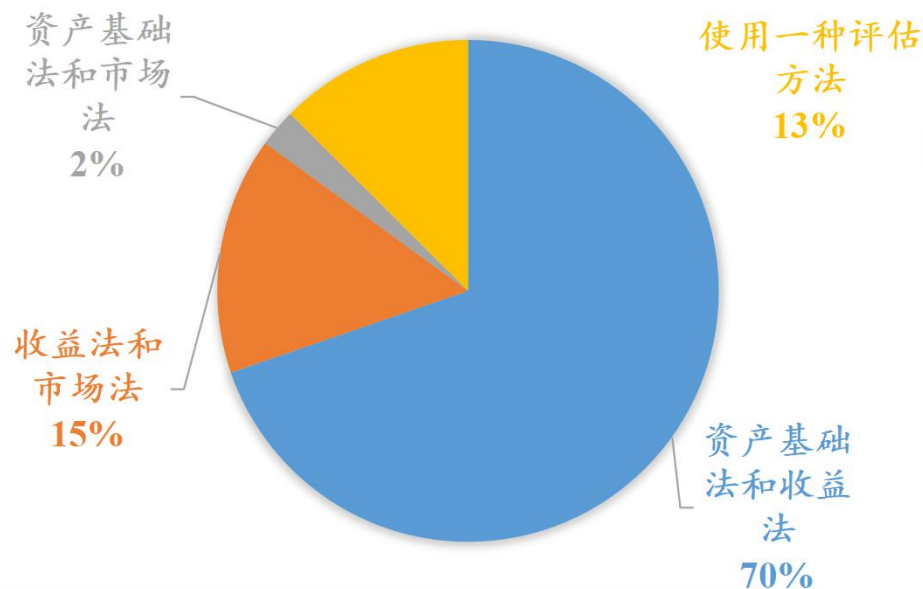
- 未来预期收益
- 折现系数或折现率
- 收益期限
- 永续增长率
- ...

2.2 交易估值

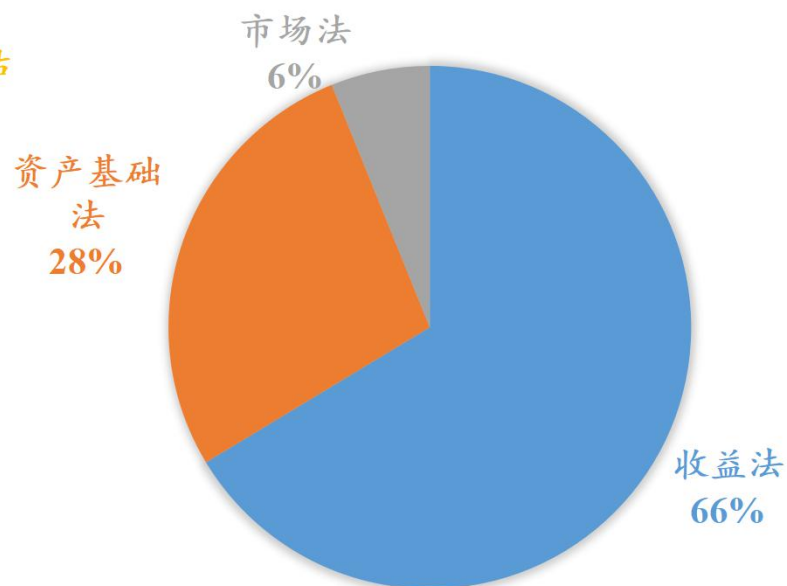
2017年实施完成或者通过证监会核准的251宗重大资产重组项目涉及431项资产评估项目，其中，置入资产评估项目327项

置入资产中，使用资产基础法和收益法组合进行评估的项目为228项，使用收益法和市场法组合进行评估的项目为50项，使用资产基础法和市场法组合进行评估的项目为8项。置出资产中，使用资产基础法和收益法组合进行评估的项目占全部置出资产的47.12%；仅使用资产基础法一种方法进行的项目占比为42.31%；未选择资产基础法进行评估的项目占比为3.93%。

2017年重大资产重组置入资产评估方法分布



2017年重大资产重组置入资产评估结论分布



并购估值15倍之解析

在实际操作中，通常设计交易估值与对赌期第一年预测利润的比值不超过15。虽然相关监管法规并未明确规定，但是在现实经济条件的限制下，如果这一比值超过15，则要求增长率达到30%以上，这是很难实现的。

估值计算

虽然监管未明确提出“15倍”的要求，但是如果评估值与盈利预测第一期净利润比值超过15，则意味着上市公司增长率超过30%。显然这一增长率在当前宏观经济形势下难以实现。

简化估值模型：假设上市公司A预测第1期的净利润为100，第2、3期保持30%的增长率，第4期下降至15%，第5期下降至9%，随后收入保持不变。折现率12%，其他条件保持不变。以收益法对上市公司A进行估值，评估值为1,512.11。与预测第一年收入100相比，二者比值约为**15**。

年份	1	2	3	4	5	6期到无限期
增长率	/	30%	30%	15%	9%	永续
现金流	100.00	130.00	169.00	194.35	211.84	现金流之和 1,765.35
折现值	89.29	103.64	73.77	123.51	120.20	1,001.70
评估值	1,512.11 (折现值合计数)					

2.2 交易估值——非借壳PE 15倍

在实际操作中，通常设计交易估值与对赌期第一年预测利润的比值（PE（对赌期第一年净利润计算））不超过15，估值与对赌期平均净利润的比值不超过12倍。虽然相关监管法规并未明确规定，但是在现实经济条件的限制下，如果PE（对赌期第一年净利润计算）超过15，则要求增长率达到30%以上，实现难度较高的。

表：近期重大资产市盈率

股票名称	市盈率 (承诺平均利润计算)	市盈率 (第一年净利润计算)	股票名称	市盈率 (承诺平均利润计算)	市盈率 (第一年净利润计算)
珠江控股	17.13	18.67	旋极信息	7.48	6.52
众泰汽车	7.95	9.59	新力金融	10.57	23.79
众合科技	9.17	11.66	先导智能	12.71	27.00
中际装备	12.57	16.18	西仪股份	10.80	11.64
中环装备	9.02	10.13	万里扬	11.21	13.00
中昌数据	10.19	13.96	通威股份	7.69	12.60
浙江富润	13.74	21.82	天业股份	12.33	25.25
长江润发	10.28	12.62	天际股份	12.00	14.44
远方信息	12.59	15.00	天创时尚	10.15	13.50
赢合科技	8.42	11.23	苏大维格	11.74	15.46
银亿股份	11.30	16.97	四维图新	16.20	20.76
银亿股份	8.59	10.62	世嘉科技	14.78	23.44
亿利达	9.62	12.50	三维通信	10.31	14.52
迅游科技	10.57	14.06	赛为智能	10.27	14.86
平均	11.05	15.42			

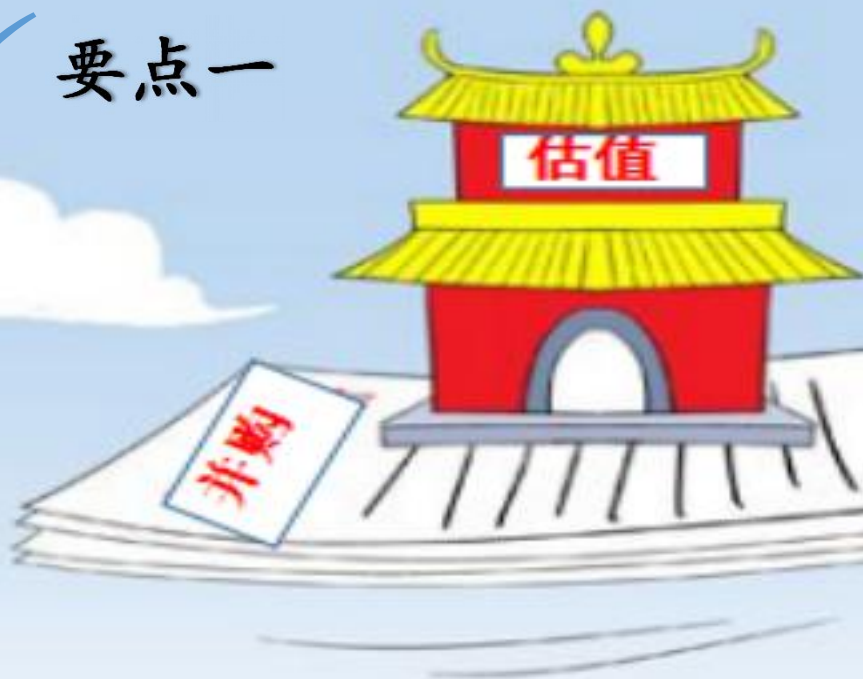
2.2 交易估值——借壳PE 20倍

在实际操作中，借壳上市估值普遍高于普通并购重组，一般而言，借壳上市估值与对赌期平均净利润的比值可达到15倍，估值与对赌期第一年预测利润的比值可达到20倍。

表：近期借壳上市市盈率

上市公司	估值 (万元)	交易对价 (万元)	承诺第1年净利润 (万元)	承诺第2年净利润 (万元)	承诺第3年净利润 (万元)	市盈率 (承诺平均利润计算)	市盈率 (第一年净利润计算)
江泉实业	160,229.50	160,229.50	9,743.56	15,013.25	18,368.00	11.15	16.44
金城股份	346,294.94	346,294.94	30,000.00	40,000.00	50,000.00	8.66	11.54
宏达新材	326,776.54	326,278.74	27,000.00	37,000.00	47,000.00	8.83	12.10
鼎泰新材	4,483,000.00	4,330,000.00	218,500.00	281,500.00	348,800.00	15.84	20.52
恒基达鑫	606,000.00	606,000.00	30,782.89	37,419.77	46,903.16	15.79	19.69
天兴仪表	430,590.29	430,000.00	22,840.00	30,920.00	40,450.00	13.71	18.85
凤凰光学	72,000.00	72,000.00	5,348.72	6,482.16	7,484.26	11.18	13.46
汉麻产业	285,233.55	285,000.00	19,000.00	25,000.00	32,000.00	11.26	15.01
江粉磁材	2,073,300.00	2,073,000.00	114,711.77	149,198.11	186,094.62	13.82	18.07
					平均	12.25	16.19

✓ 要点一



预测期收入不能显著高于基期

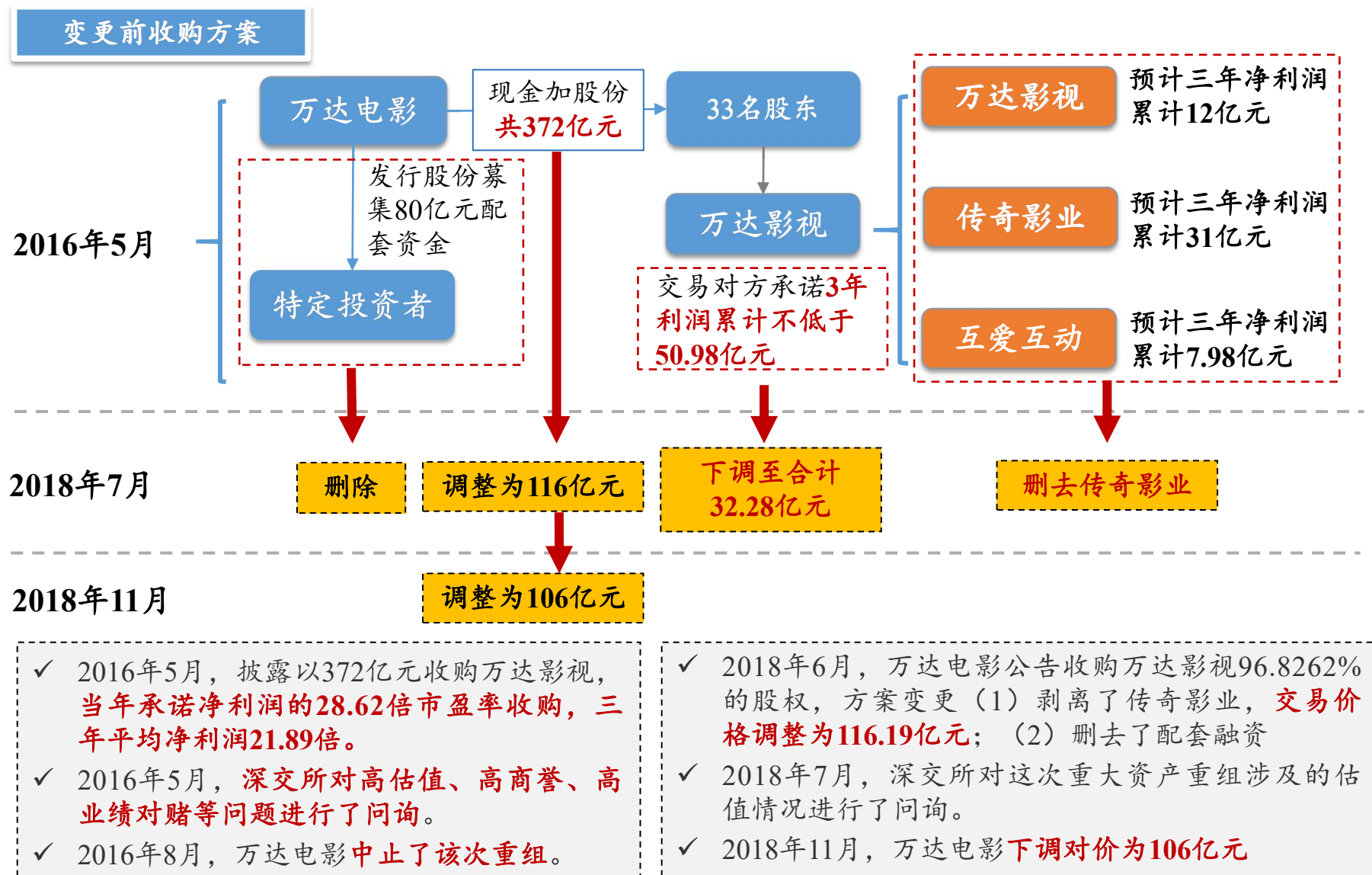
否则预测期假设的根基就并不牢固，整个评估是建立在“空中楼阁”之上的，极有可能被证监会认定为“忽悠式”重组。

✓ 要点二

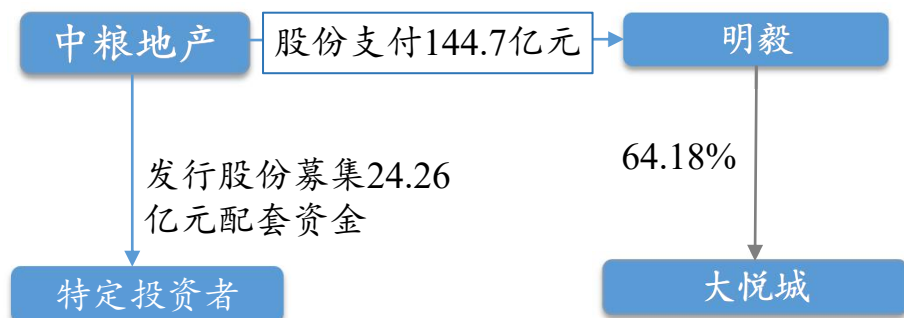
预测期收入的增长要符合现实，应符合产业发展的逻辑，不能够出现“三级跳”的夸张增长。如果增长过快确实符合产业逻辑，或者预测期收入增长跨度较长（如连续增长七年后才到达永续年）是产业特点，也是可能过会的，但是必须要有详细的论据支撑，评估说明必须细之又细，慎之又慎，让人信服。



2.2 交易估值——万达影视估值虚高一波三折



2.2 交易估值——中粮地产交易对价高于市价被否



项目	中粮地产（重组前）	大悦城地产
估值	124.97	247.61
归母净资产（17年末）	66.30	126.14
市净率	1.88	1.96

2017年	中粮地产（重组前）	大悦城地产	中粮地产（重组后）
净利润（亿元）	9.45	11.53	16.85
总股本（亿股）	18.14	142.31	39.56
EPS（元）	0.52	0.08	0.43

中粮地产在完成资产注入后，营收规模、盈利能力以及资产负债结构确实得到不小的提升，若未来规模效应和协同效应释放，上述指标将进一步提升。但是由于较高的估值溢价，公司大量增发新股，摊薄了每股收益，对中小股东不利。

- 根据P/B和EV/EBITA估值，大悦城64.18%股权估值介于119.26亿元-169.58亿元范围内
- 中粮地产合并范围后按照母公司的会计政策，在A股以成本模式计量，则比净资产有96.31%的溢价（即市净率1.96），和项目申报前（5月底）A股市场上商业地产上市公司的市净率1.82及中粮地产自身市净率1.88也差不多
- 但港股股价太低，地产股市值普遍大幅低于净资产，大悦城2018年10月31日市值为89.6亿港元，对应64.18%股权为67.95亿元，仅占交易对价的46.96%。

2018年10月25日，证监会以标的资产定价公允性缺乏合理依据否决了该交易

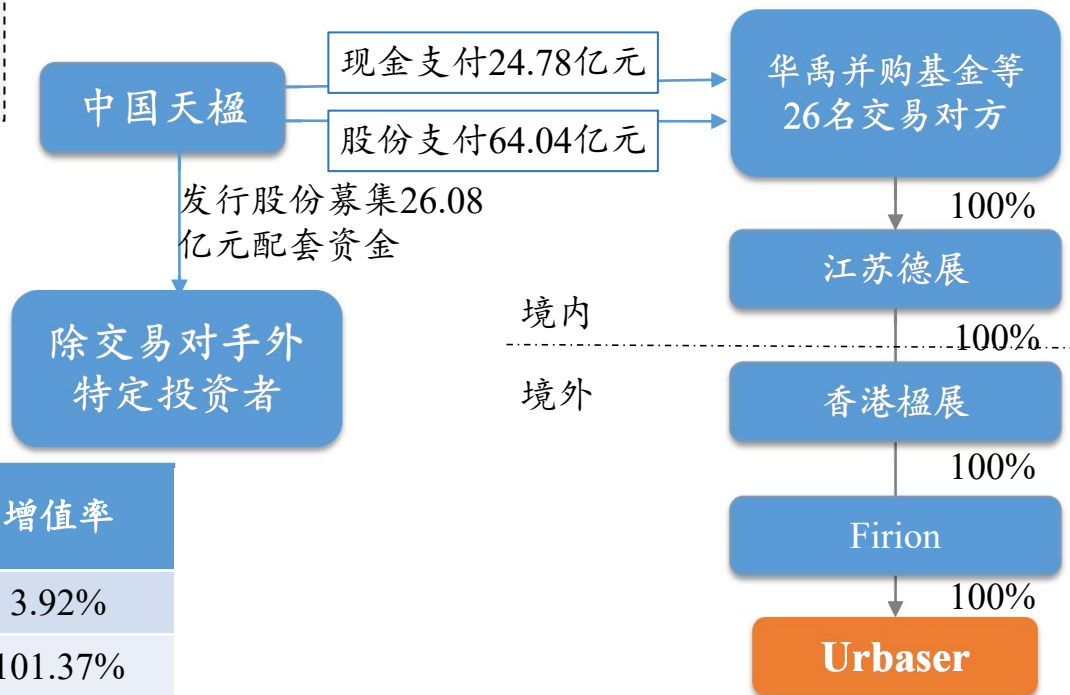
2.2 交易估值

证监会对合乎产业逻辑的并购容忍度较高，亦尊重境外市场化并购对标的资产的定价，中国天楹收购江苏德展承诺净利润计算的PE高达21.24倍亦获得了审核通过。

中国天楹收购江苏德展



评估方法	净资产账面价值	评估值	增值率
资产基础法	80.72亿元	83.88亿元	3.92%
收益法	5.65亿欧	11.38亿欧	101.37%
交易定价	评估值	溢价金额	溢价率
88.82	83.88	4.94	5.89%
EV/EBITA	18年承诺净利润计算市盈率	19-21年计算平均市盈率	
8.03	22.87	21.24	

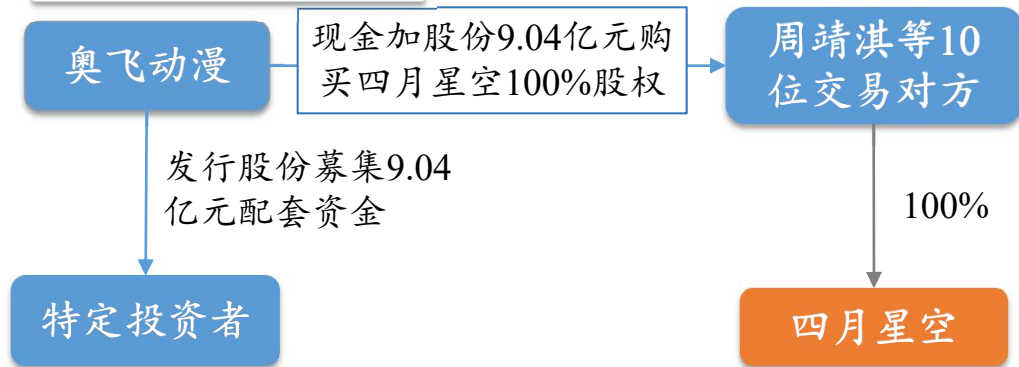


Urbaser是环保龙头、深耕固废管理全产业链，通过并购引入世界领先环保技术，全面实现固体废物分类化、资源化、高效化处理；实现技术协同，提升固废处理领域的技术水平，打造完整的产业技术平台

2.2 交易估值——差异化定价

上市公司并购重组中，根据标的公司各股东对标的公司的贡献、未来承担的相关责任以及退出方式的利益诉求等相关因素，采取差异化定价的方式

收购方案交易结构



在以往的并购重组案例中，交易对价如此差异化构成的案例非常少见；本案中的差异化构成，主要是考虑到四月星空各股东对标的公司的贡献、未来承担的相关责任以及退出方式的利益诉求等相关因素

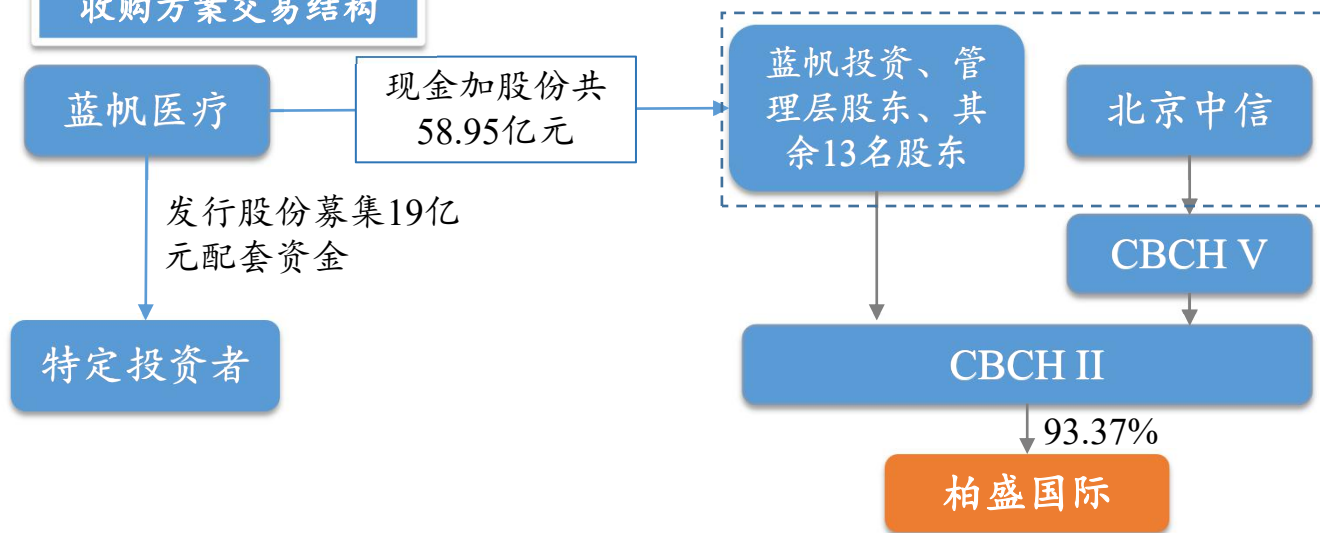
单位：万元

交易对方	在标的公司中持股比例	基础交易对价		创始团队交易对价		上一轮投资人交易对价		整体对价	差异化定价方案
		现金对价	股份对价	现金对价	股份对价	现金对价	股份对价		
创始团队	27.00%	10,799.20	10,799.20	5,700.00	2,700.00			111,105.19	
上一轮投资人	45.72%	18,286.00	18,286.00					79,991.25	
盛大网络 上海嘉游	27.28%	21,829.60	0			1,000.00	1,000.00	87,351.91	
合计	100%	80,000		8,400.00		2,000.00		-	

2.2 交易估值——差异化定价

蓝帆医疗收购柏盛国际

收购方案交易结构



蛇吞象的交易

交易对方	持有的CBCH II 股权比例	交易对价	对应CBCH II 100% 股权作价
蓝帆投资	30.98%	19.34亿元	62.44亿元
管理层股东	1.41%	0.94亿元	66.72亿元
其余13名股东	30.22%	18.15亿元	60.04亿元
北京中信（投资人）	30.76%	20.52亿元	66.72亿元

停牌时，蓝帆医疗市值约为60.26亿元，对应17年PE倍数为29.98倍。蓝帆医疗在2015年、2016年、2017年归母净利润分别为1.70亿元、1.81亿元、2.01亿元。

本次交易标的实际为柏盛国际，主营业务为心脏支架及介入性心脏手术相关器械产品的研发、生产和销售，排名为世界第四位。

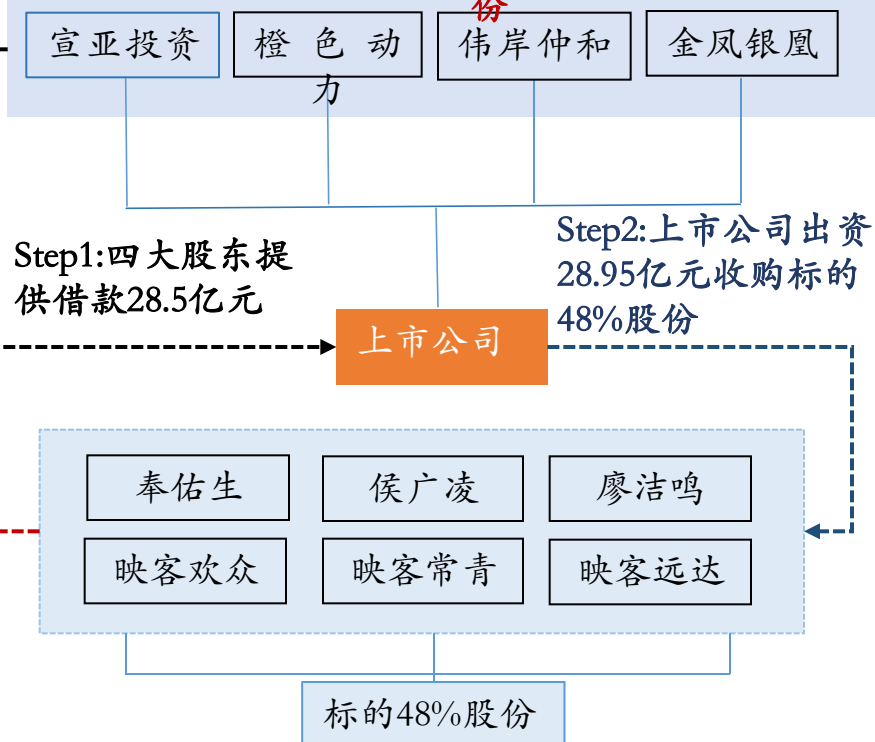
标的在2015年、2016年、2017年1-10月净利润分别为1.86亿元、0.76亿元、2.67亿元。

2.3 支付方式与锁定期

- 上市公司并购重组时，支付方式可以选择现金支付、股份支付、现金加股份支付；
- 股价较高时偏向于现金支付，股价较低时偏向于股份支付；涉及境外投资者时一般选择现金支付；

宣亚国际现金收购映客直播48.25%股权 (纯现金收购)

Step3: 交易对手出资21.65亿元，增资四大股东，分别取得四大股东42%股份



北方创业收购一机集团经营性资产及负债、北方机械100%股权 (股份收购, 为应对股价下跌风险, 设计调价机制)

北方创业

0.75亿元现金
+69.84亿元股份
交易总价70.59亿元

一机集团
北方机械控股等

一机集团经营性资产及负债;
北方机械100%股权

触发条件

2015年4月10日触发调价机制，上证综指或申万铁路设备指数连续20个交易日中至少10个交易日相比于2015年4月10日（停牌日）收盘点数（即4034.31点）跌幅超过10%

调价情况

- 上证综指累计下跌28.21%；
- 申万铁路设备指数累计下跌57.71%；
- 2016年5月16日发行股份购买资产的股份发行价格调整为13.50元/股* (1-28.21%)，即为9.71元/股

调价机制

2.3 支付方式与锁定期

- 《上市公司重大资产重组管理办法》规定：1、上市公司控股股东、实际控制人或其控制的关联人；2、通过本次发行取得上市公司控制权；3、取得股份时，其用于认购股份的资产持续拥有权益的时间不超过12个月；锁定期为三年。其他以资产认购股份的投资者，锁定期为一年；
- 上市公司并购重组交易构成借壳上市时，上市公司原控股股东、原实际控制人及其控制的关联人，以及在交易过程中从该等主体直接或间接受让该上市公司股份的特定对象在本次交易完成后36个月内不转让其在该上市公司中拥有权益的股份；除收购人及其关联人以外的特定对象自股份发行结束之日起24个月内不得转让

中孚信息收购剑通信息

中孚信息

3.10亿元现金
+6.30亿元股份
交易总价9.41亿元

黄建等5名自然人

剑通信息99%股权

第一期
满12个月

第二期
满24个月

第三期
满36个月

锁定期安排

解锁：
29%-已补偿

解锁：
32%-已补偿

解锁：
39%-已补偿

现代投资收购长韶娄

现代投资

23.22亿元现金
+20.50亿元股份
交易总价43.72亿元

轨道交通控股

长韶娄100%股权

第一期
2020年财务
数据披露后

第二期
2021年财务
数据披露后

第三期
2022年财务
数据披露后

锁定期安排

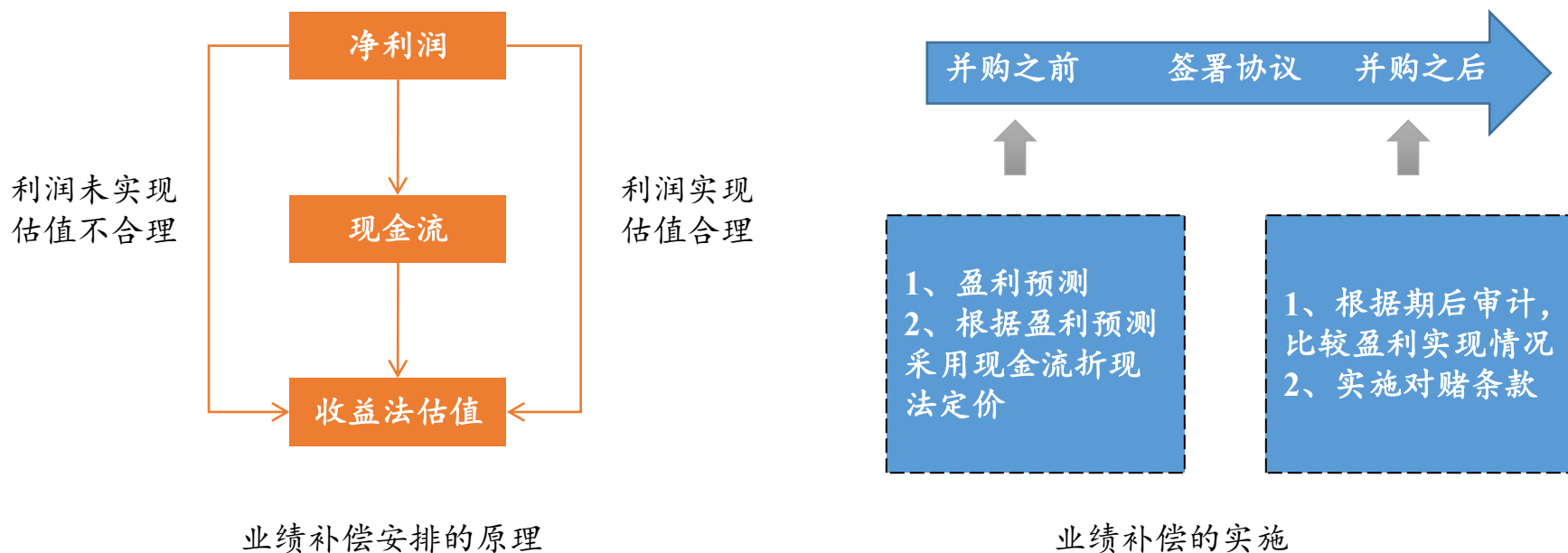
解锁：2019-
2020年承诺业
绩/累计承诺
业绩-已补偿

解锁：2021年
承诺业绩/累
计承诺业绩-
已补偿

解锁：2022年
承诺业绩/累
计承诺业绩-
已补偿

2.4 业绩补偿与奖励

- ▶ 对目标公司未来发展预测困难，导致估值偏高可能是收购中的最大风险。因此引入一种估值的调整机制，是控制收购风险的一种有效方法。
- ▶ 《上市公司重大资产重组管理办法》第35条：上市公司应当在重大资产重组实施完毕后3年内的年度报告中单独披露相关资产的实际盈利数与利润预测数的差异情况，交易对方应当与上市公司就相关资产实际盈利数不足利润预测数的情况签订明确可行的补偿协议；
- ▶ 交易对方为上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人，应当以获得的股份和现金进行业绩补偿；
- ▶ 若交易对方及标的公司为独立于上市公司的第三方，可不强制要求业绩承诺
- ▶ 未来更加市场化的对赌方式将会大量出现在市场化产业并购中。



2.4 业绩补偿与奖励——不设置业绩补偿案例

游族网络收购青果灵动

为了保护上市公司股东利益，一般方案设计（特别是标的估值采用收益法时）都会考虑签署业绩补偿协议

但是部分情况下不会签署协议

交易对方不愿承担对赌责任

海外收购中财务投资者为过桥资金方，一般不参与对赌

游族网络收购北京青果灵动科技有限公司，未设置对赌安排。标的公司拥有优秀3D引擎技术，可以完善上市公司大数据分析体系，发挥出良性的协同及经济效应（摘自反馈回复，**实质意思为标的对上市公司价值很大，故为锁定好标的，未设置对赌**）

三诺生收购三诺健康

三诺生物

购买64.98%股权
现金+股权
合计52,792.58
万元

建投嘉孚、
长城国融、
建投华文

三诺健康
64.98%股权

本次交易作价系由交易双方在公平自愿的基础上协商确定，交易对方**未做业绩承诺**

问询：说明在未进行业绩承诺的情况下，本次交易如何充分保护上市公司及中小投资者的合法权益？

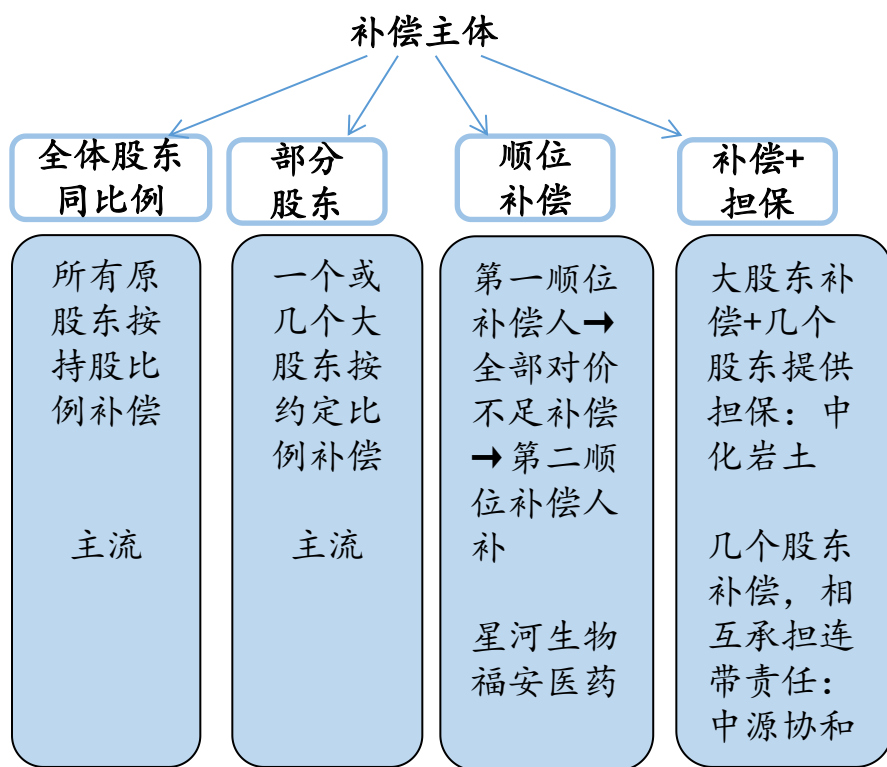
回复：

- 1、《重组管理办法》不强制要求业绩承诺；
- 2、本次交易未进行业绩承诺安排符合市场化原则；
- 3、本次交易后上市公司将与标的公司充分整合，发挥协同效应；
- 4、本次交易严格履行决策及审批程序

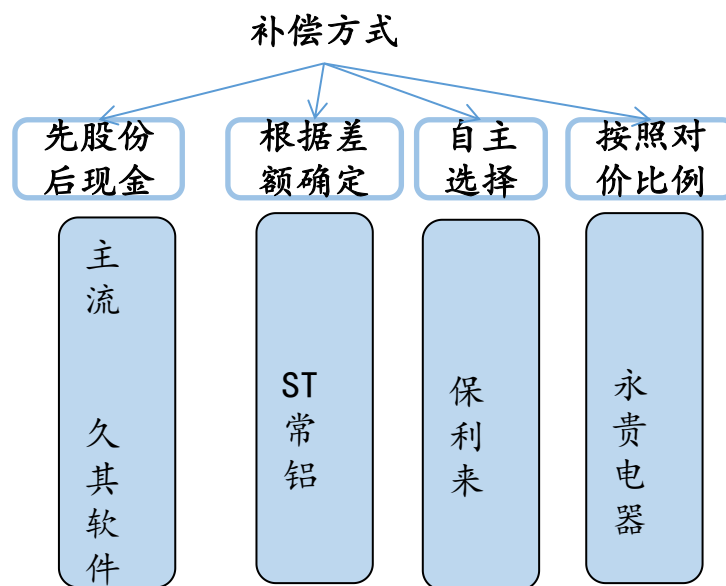
交易所问询

2.4 业绩补偿与奖励——业绩补偿分类

补偿主体概览



补偿方式多样



其他补偿方式：
应付款项-掌趣科技
不同年限-英唐智控...

一般补偿金额计算方法

补偿金额计算

业绩补偿

当年应补偿金额
= [(截至当期期末累积承诺净利润数 - 截至当期期末累积实现净利润数) ÷ 补偿期限内各年的承诺净利润数总和] × 标的股权的交易价格 - 已补偿金额

减值补偿

如标的资产期末减值额 > 补偿期限内利润补偿方已补偿股份总数 × 本次发行股份价格 + 补偿期限内利润补偿方已补偿现金，则利润补偿方应向公司另行补偿。另需补偿的金额 = 标的资产期末减值金额 - 补偿期限内已补偿金额

补偿金额多样化的计算方法

• 欧比特—依利润差额比例确定补偿金额

截至当期期末累计实现净利润数同截至当期期末累计承诺净利润数之差额小于该期累计承诺净利润数的10% (含10%) : 当期应补偿金额 = 截至当期期末累计净利润承诺数 - 截至当期期末累计净利润实现数 - 已补偿的利润差额; 截至当期期末累计实现净利润数同截至当期期末累计承诺净利润数之差额超过截至当期累计承诺净利润数的10% (不含10%) : 当期应补偿金额 = (截至当期期末累计净利润承诺数 - 截至当期期末累计净利润实现数) ÷ 业绩承诺期内各年度净利润承诺数之和 × 标的资产交易价格 - 已补偿金额。

• 利德曼—部分补偿、补偿上限规定

德国德赛补偿义务额度 = (逐年累计承诺盈利数 - 逐年累计实际盈利数) × 70% - 累计已补偿金额; 德国德赛在利润补偿期间内各年度累计补偿金额的总额以相关各方于2014年9月11日签署的《股权转让协议》约定的转让目标公司股权实际支付的价格的20%为上限, 即德国德赛的补偿上限为10,703.56万元;

• 常发股份—业绩承诺期末一次性计算补偿金额

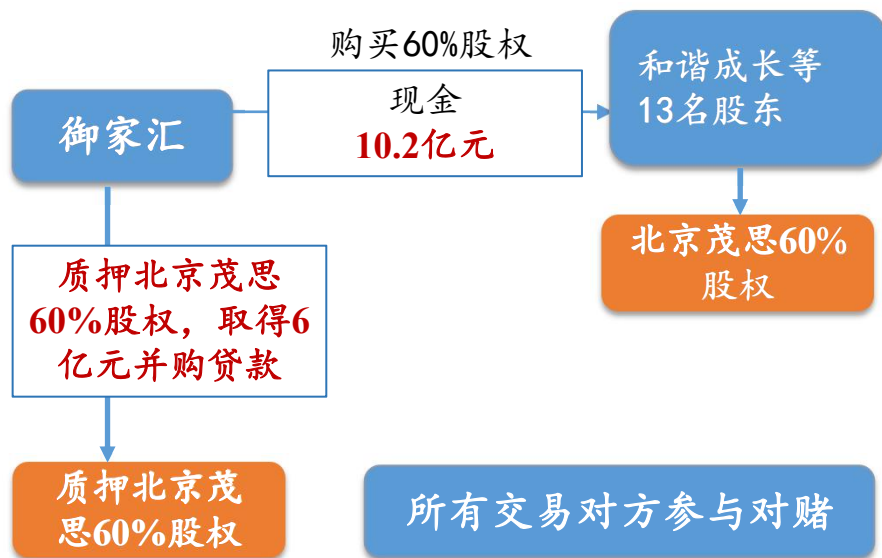
业绩承诺期结束后, 如标的公司在三年业绩承诺期内经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司的累积实际净利润低于累积预测净利润的, 业绩承诺人一次性就三年累积实际净利润未达到三年累积预测净利润的部分 (以下简称“利润差额”) 所对应的股份数对常发股份进行补偿。

• 四川圣达—依三年利润平均值确定补偿金额

若天芮经贸 2015 年度、2016 年度、2017 年度未实现利润承诺且三年累计实现的净利润的平均值低于 1,144 万元, 则出让人应向受让人进行补偿, 应补偿价款的数额按以下方式计算: 补偿价款 = (1,144 万元 - 三年累计实现的净利润的平均值) × 10

2.4 业绩补偿与奖励——业绩补偿常规案例

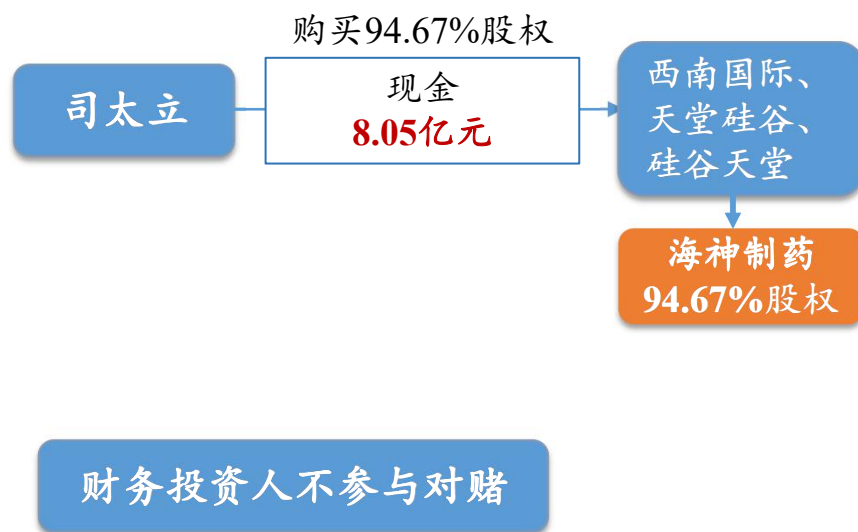
御家汇收购阿芙精油



交易对方仅**承诺2018年净利润不低于8000万**，补偿计算方式如下：

$$\text{应补偿金额} = (\text{标的公司2018年度承诺利润数} - \text{标的公司2018年度净利润}) \div \text{标的公司2018年度承诺利润数} \times \text{标的资产交易价格}$$

司太立收购海神制药



西南国际承诺标的资产2018年度、2019年度、2020年度拟实现的净利润预测数分别为3,777.10万元、5,229.22万元、6,742.42万元，补偿计算方式如下：

$$\text{业绩承诺方应支付的业绩补偿金额} = (\text{业绩承诺期标的公司累积预测净利润} - \text{业绩承诺期标的公司实现的累积净利润}) \div \text{业绩承诺期标的公司累积预测净利润} \times \text{业绩承诺方收取的交易对价}$$

2.4 业绩补偿与奖励——业绩补偿创新案例

安妮股份收购畅元国讯

安妮股份

1.08亿元现金
+10.30亿元股份
交易总价11.38亿元

杨超等

畅元国讯

承诺期第一年的业绩补偿具体规定如下：

业绩实现程度	补偿措施
>100%	无
95-100%	正常补偿，但上市公司有权豁免补偿义务
60-95%	正常补偿
30-60%	标的资产整体作价调整为原定价的30%，多付股份由上市公司1元回购
<30%	标的资产整体作价调整为1元，多付股份由上市公司1元回购

业务补偿条款

划定业务范围：

标的公司业务目标应为基于DCI体系开展的版权认证保护、版权代理服务、版权估值、版权交易、版权内容分发（包括音乐、视频、动漫、阅读、图片、在版权家完成版权认证的游戏）、IP孵化、版权维权。

重点业务比例对赌：

2016年、2017年、2018年标的公司基于版权业务的毛利额占标的公司当年总毛利额的比例分别不低于30%、50%、80%。

业务考核及股份补偿方式（比例较低，留有余地）：

业务考核方式为股份补偿，交易对方当年度应补偿股份数量按以下公式计算确定：

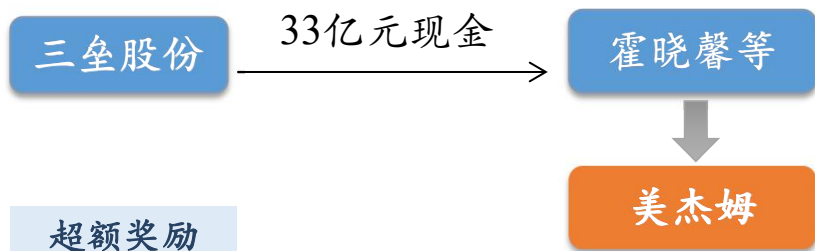
当年度应补偿股份数=（当年度承诺的版权业务毛利额占比—当年度实际的版权业务毛利额占比）÷当年度承诺的版权业务毛利额占比×交易对方在本次交易中所获得的股份总额×40%×1/3。

2.4 业绩补偿与奖励——业绩奖励案例

《关于并购重组业绩奖励有关问题与解答》：如目标公司超额实现业绩，上市公司可对相关主体进行超额业绩奖励。业绩奖励安排应基于标的资产实际盈利数大于预测数的超额部分，**奖励总额不应超过其超额业绩部分的100%，且不超过其交易作价的20%。**

- 一般情况：业绩承诺期满后，超出业绩承诺部分的一定比例（30%或50%）奖励给管理层

三垒股份收购美杰姆



超额奖励

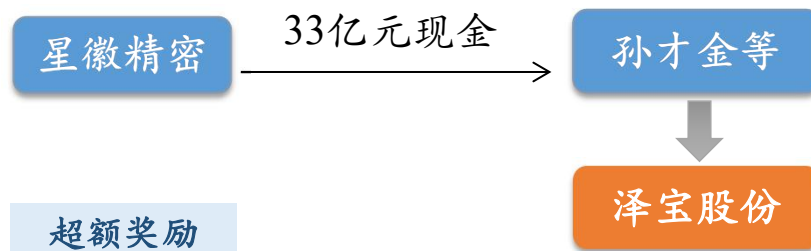
- 超额激励计算公式：

超额业绩奖励=(累计实现的实际净利润总额-承诺净利润总额)×30%。

核心管理人员获得的超额业绩奖励金额总额不超过本次交易价格的20%。

超额奖励对象：核心管理人员

星徽精密购买泽宝股份



超额奖励

- 超额激励计算公式：

超额业绩奖励=(累计实现的实际净利润总额-承诺净利润总额)×35%。

核心管理人员获得的超额业绩奖励金额总额不超过本次交易价格的20%。

超额奖励对象：业绩承诺期满时还继续在标的公司留任的管理层人员

2.5 并购整合



- 并购整合的成功是协同效应能否实现的关键
- 丑话说在前面——前期就并购方案与交易对方谈判时即需充分考虑后期并购整合该如何执行

$$1+1>2$$

标的公司实现业绩完全等于估值业绩时，上市公司此次并购不亏不赚。使交易更有价值的方式是：
标的公司业绩超额实现，另外还有上市公司与标的公司的协同（额外价值）

1 横向并购

市场占有率的提升->相对垄断->定价权的主动->商业模式重构，如滴滴和快滴合并

2 优势互补

优势互补->短板变长、优势更优->更强大，如腾讯投资京东

3 纵向并购

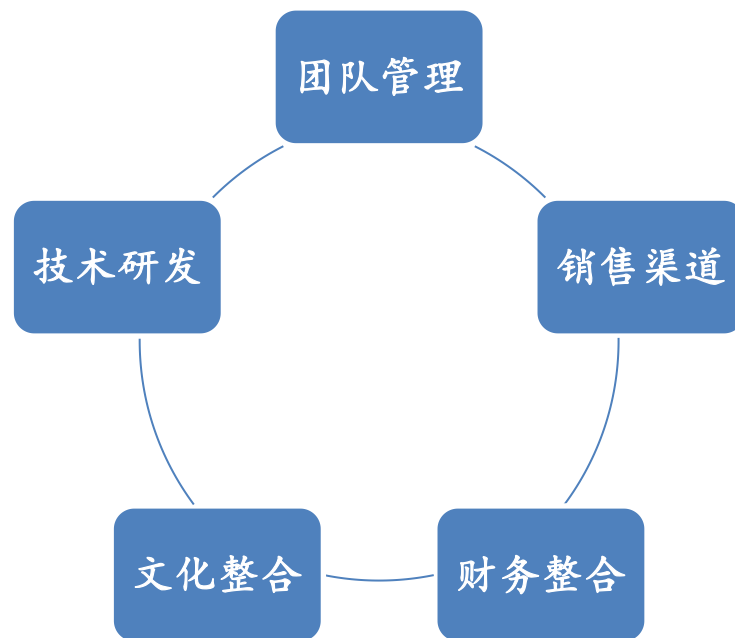
降低交易费用->加强内部控制->增强竞争优势，如蒙牛收购现代牧业

协同效应能否实现难点在并购整合，设计并购交易方案时需提前考虑并购整合如何实施，扫清并购整合的障碍。

2.5 并购整合

每单并购都需“具体问题具体分析”，根据并购目的，制定并购后的整合计划，在并购谈判阶段即扫清整合的障碍。

并购目的



并购整合关注的要点：

- 1、团队管理：**人力资源整合是并购整合的关键一环。企业应改观“重并购、轻整合”的心态，并且在整合过程中提升对文化、员工沟通等“软件”的变革的重视。
- 2、技术研发：**技术并购是以获取目标方技术资源为目标的并购活动，技术并购后收购方获得了目标方的控制权，可以根据企业发展战略对目标方的技术资源重新整合，是技术转移的最彻底形式。
- 3、销售渠道：**销售渠道的拓宽可帮助收购方迅速打开某一细分市场，助力营收增长。
- 4、文化整合：**发现重组双方在企业价值观及行为规范及制度上的异同，避免文化冲突
- 5、财务整合：**财务管理、预算管理、资金管理等方面

巴菲特收购桑伯恩地图公司

桑伯恩地图公司基本情况：

业务：主要为火灾保险公司提供城市测绘地图及地图修订服务。保险公司通过购买桑伯恩绘制的地图对当地的火灾风险进行评估。由于地图前期测绘需投入大量资金，而一旦地图被绘制出来后仅需很低成本定期更新地图即可，因此一旦桑伯恩绘制了一个城市的地图，通常不会有第2个竞争者进入。

背景：1950年，“记分卡”技术出现，即保险公司可基于建筑结构成本等财务信息对火灾风险进行评估，桑伯恩地图公司面临被新技术替代的问题，其收入和利润已经连续下滑十几年。

巴菲特收购的原因

- 1、便宜。桑伯恩无负债，主营**测绘业务**每年约10万美元，10倍PE**约值100万美元**；早期桑伯恩进行证券投资，截至1959年**持有市值730万美元的投资组合**；收购前桑伯恩**市值473万美元 $<100+730=830$ 万美元**
- 2、主营业务有短期提高的可能。桑伯恩董事均为业务不相关人员，不思提高主营测绘业务业绩已久，管理层有强烈的提高业绩的愿望，但一直受到董事会的管制。

巴菲特并购整合手段

控股后，

- 1、推动业务分拆，将证券投资业务与地图测绘业务分开
- 2、推选数名董事，推动支持管理层改进地图经营情况的计划



黑石并购Travelport



黑石惯有策略：削减成本+业务扩张+出售非主营

Travelport 是一家提供旅行预订服务的公司，2006 年被母公司Cendant圣达特集团公开出售，黑石及其投资商以43亿美元的报价赢得交易，黑石实际出资7.75 亿美元。

黑石集团对Travelport的并购整合措施

2007年 成本削减

- 1、25 个数据中心削减为3 个
- 2、停止百余个产品研发项目，集中资金用于20 个较为重要的项目
- 3、放弃租用公司与旅行社联系的专用电话线路，改用价格低廉的网络

节省6000 万美元/年

2007年 业务扩张

- 1、收购竞争者Worldspan
- 2、合并重复的部门，并将部分岗位移至印度、中东。

业务扩张合并节省1.95
亿美元/年

2007年 出售非核心业务

公开出售零售旅游网站，剥离后的Travelport成为纯后端B2B企业

出售非核心业务获得
4.77亿美元

武田制药并购扩张史



武田制药历经四个阶段发展，借助投资并购，不断寻找新的增长引擎，并加快国际化进程，如今已成为日本、也是亚洲最大的制药公司，同时是全球前15大的制药公司。

雏形期: 1781-1949

1781: 日本本土分
销中草药;

1782-1949: 完成了
向“研、产、销”
一体化制药企业的
转变;

1949: 登陆东京、
大阪证券交易所;

国内积累期: 1950-1984

1950: 销售日本本土第
一款维生素产品;

1953: 于美国建立合资
公司, 生产金霉素;

1954: 生产销售维生素
B1衍生物Alinamin;

1962-1984: 在东南亚和
欧洲扩张;

国际化爆发期: 1985- 2004

1985: 亮丙瑞林在美上市;

1989: 亮丙瑞林微球获批
上市;

1991: 兰索拉唑在欧上市;

1999: 吡格列酮在美上市;

1995-2004: 在欧洲和美
国建立销售公司或工厂进
行扩张;

国际化巩固期: 2005-2018

2005: 2.7亿美元收购Syrrx;

2007: 收购英国Paradigm;

2008: 收购Amgen K.K;

2008: 88亿美元收购
Millennium (获得重磅炸弹
Velcade);

2011: 137亿美元收购瑞士
Nycomed (出海范围覆盖
70多个国家);

2012: 2.5亿美元收购巴西
Multilab制药;

2016: 收购Baxalta;

2017: 52亿美元收购Atiad;

2018: 拟620亿美元“蛇吞
象”收购夏尔;

武田制药并购目的: 1. 获得在研产品、增强研发能力
2. 助力向新兴市场等拓展

拜耳收购孟山都

经美国和欧洲相关监管部门的批准，德国制药公司巨头拜耳在2018年6月7日以630亿美元的价格正式收购美国农业公司巨头孟山都，这桩历时近两年的重大并购案终于落下帷幕。自此拜耳成为孟山都公司的唯一股东，孟山都公司股票于纽交所退市。其股东获得每股128美元的现金。



MONSANTO



拜耳公司：

业务：全球第二大杀虫剂供应商，主要市场在欧洲，也是全球市场重要的种子供应商，全球著名的医药生产企业。

背景：2014年先后剥离了传统的化学和材料工业后，拜耳将关注点集中在了制药和种子相关的农业化学方面。近年来医疗保健销售额有所疲软。



孟山都公司：

业务：主要市场在美国和拉丁美洲，全球最大的种子公司，市场占比26%，掌握著全球90%转基因种子专利权。

背景：2015年收购全球第三大种子公司瑞士先正达失败，后者与中国化工强强联合；成为全球反转基因运动和小农保种运动的头号公敌。



新拜耳公司：

业务：

1. 成为全球最大的种子及农化品公司，占据全球种子市场份额达到40%，占据全球农药行业市场份额达到23%；
2. 孟山都为拜耳带来了巨大的美国市场，拜耳则为孟山都带来了其背后的欧洲市场。

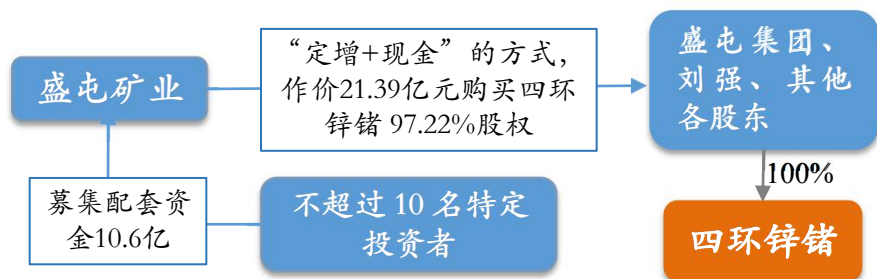
拜耳公司并购目的：聚焦主业，加码种子和农化品 + 寡头效应 + 市场拓展需要

2.6 其他因素——配套融资

类别		规定
募集规模		配套资金不超过拟购买资产交易价格（以发行股份方式购买资产的交易价格）100%的，由并购重组审核委员会予以审核；超过100%的，由发行审核委员会予以审核 上市公司申请非公开发行股票，拟发行的股份数量不得超过本次发行前总股本的20%（限于配套融资部分，发行股份购买资产部分规定照旧）
发行价格		上市公司发行股份的价格不得低于市场参考价的90%。市场参考价为本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前20个交易日、60个交易日或者120个交易日的公司股票交易均价之一。
发行模式	锁价发行	在董事会决议阶段确定价格，不涉及后期调价
	询价发行	以竞价方式确定价格，可重新召开董事会调整底价，报会后仅有一次机会调整底价
募集对象		发行对象不超过10名（创业板不超5人）。涉及资管计划、理财产品等，要求穿透披露至最终出资人，所有出资人合计不能超200人（不适用于员工持股计划参与认购的情形）
募集资金用途		仅可用于支付本次并购交易中的现金对价；支付本次并购交易税费、人员安置费用等并购整合费用；投入标的资产在建项目建设。配套资金用于补充上市公司流动资金的比例不超过交易作价的25%，亦不超过募集配套资金总额的50%。（2018年新修订）
锁定期		大股东及其关联人、战略投资者需要锁定最少36个月，其他投资者锁定期为12个月。 “持续拥有权益的时间”自公司登记机关就特定对象持股办理完毕相关登记手续之日起算。特定对象足额缴纳出资晚于办理完毕登记手续的，自其足额缴纳出资之日起算。
<ul style="list-style-type: none"> ➤ 不能变为变相公开发行 ➤ 不能分级（结构化）安排 		

2.6 其他因素——配套融资

盛屯矿业收购四环锌锗



交易方案概述

盛屯矿业持有四环锌锗2.78%股权，本次交易拟通过向特定对象非公开发行股份及支付现金的方式，作价21.39亿元，购买剩余97.22%股权。

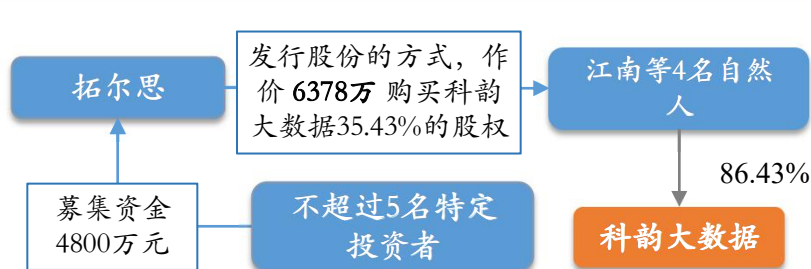
配套资金用途及合规的解释

募集配套资金用于支付本次交易的现金对价、中介机构费用、补充上市公司流动资金。募集配套资金用于补充上市公司流动资金的比例不超过交易作价的25%，亦不超过募集配套资金总额的50%。

监管问询

证监会对其进行问询，重点关注交易价格公允性、标的评估结果合理性、资产抵押及质押情况，要求补充业绩预测情况、业绩承诺可实现性。

拓尔思收购科韵大数据



交易方案重大事项提示

本次交易不构成重大资产重组、不构成关联交易、不构成重组上市。

配套资金用途及合规的解释

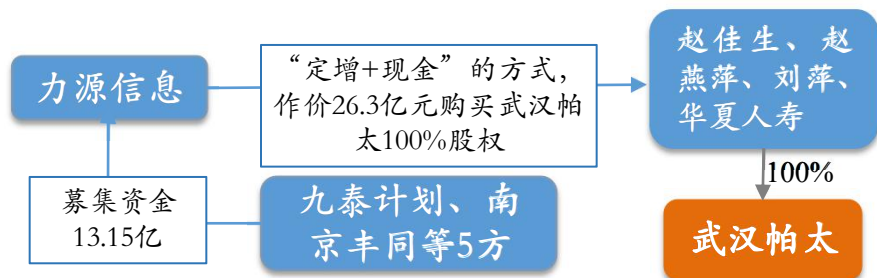
募集配套资金用于支付中介机构费用以及投入标的资产在建项目建设。募集配套资金总额不超过拟购买资产交易价格的100%，募集配套资金发行股份数不超过本次交易之前上市公司总股本的20%。

监管问询

证监会对其进行问询，重点关注、标的公司乙级资质承接业务等地域范围，是否存在超范围经营等情况，标的公司客户情况及供应商变化情况，毛利率、净利率上升的原因及合理性。

2.6 其他因素——配套融资

力源信息收购武汉帕太



配套资金用途及合规的解释

配套资金用于支付收购标的资产的现金对价。标的公司与上市公司同属于电子元器件分销领域，在代理产品线、服务客户群体等方面存在诸多互补空间。

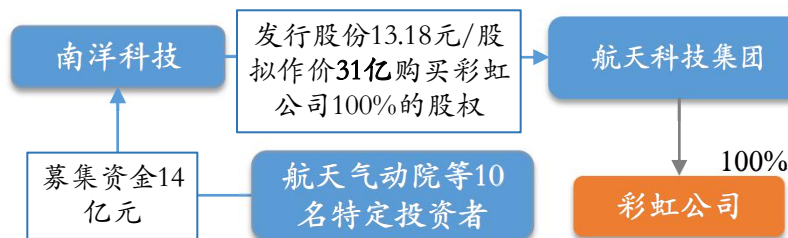
监管问询

证监会对其进行问询，重点关注上市公司募集配套资金规模是否与其经营规模、财务状况相匹配，要求解释必要性与合理性。

审核通过

公司于2017年2月27日取得了中国证监会核准批复，公司发行股份购买资产并募集配套资金方案已经证监会上市公司并购重组审核委员会审核通过。

南洋科技收购彩虹公司



监管问询

证监会对其进行问询，重点关注配套募集资金的必要性，本次交易是否构成重组上市，相关业务增值税纳税情况，发行价格调整情形，及上市公司拟进行的调价安排。

审核通过

根据中国证监会上市公司并购重组审核委员会于2017年10月12日召开的2017年第59次会议会议审核结果，浙江南洋科技股份有限公司发行股份购买资产事项获得有条件通过。

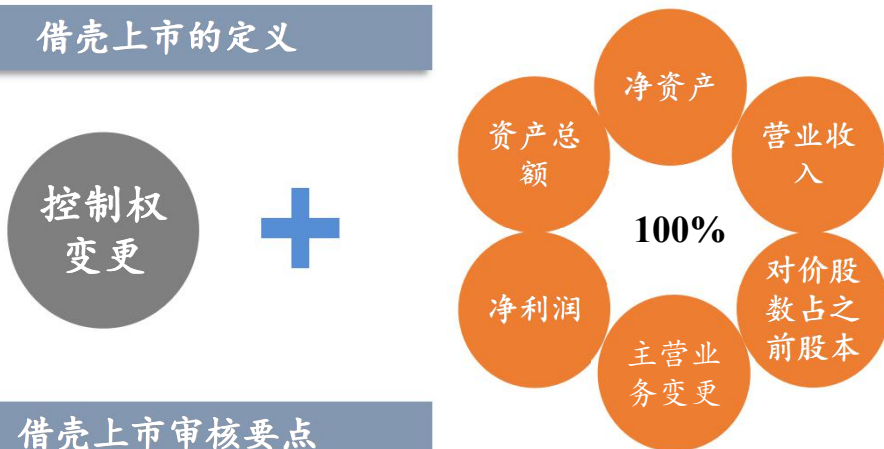
取消募集配套资金

2017年10月24日召开第四届董事会第十八次会议，审议取消募集配套资金的议案，

2.6 其他因素——借壳上市

- 借壳上市的审核要求等同于IPO，此外在申报材料方面亦有所差异
- 2016年9月8日开始实施的新《上市公司重大资产重组办法》对借壳上市的认定进行拓展，原“资产总额”指标变更为“资产总额、资产净额、营业收入、净利润以及主营业务是否发生根本性变更”等指标

借壳上市的定义



借壳上市审核要点

- 重组办法第十三条第一款所称控制权，按照《上市公司收购管理办法》第八十四条的规定进行认定
- 上市公司股权分散，董事、高级管理人员可以支配公司重大的财务和经营决策的，视为具有上市公司控制权
- **以交易之前或交易之后上市公司无实际控制人，曲线借壳可能会受到监管处罚**

经营实体方面的要求：

- 股份有限公司/有限责任公司
- 持续经营三年以上：
 - (1) 实际控制人没有发生变更
 - (2) 主营业务无重大变化

盈利方面的要求：

- 按照扣除非经常性损益后孰底标准
- 基于IPO等同原则，提高为“最近3个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币3,000万元”

拟注入经营实体符合IPO《首发办法》的发行条件：

- IPO“等同”标准，要求逐条确认拟注入的经营实体符合《首发办法》第二章关于主体资格、规范运行、财务与会计方面的规定

申报文件：

- 除一般的重大资产重组申请文件外，还需加内控报告、三年一期财务报告及审计报告、最近三年原始报表与申报报表比较差异、三年一期纳税证明

2.6 其他因素——借壳上市

中公教育借壳亚夏汽车

亚夏汽车

置出亚夏汽车资产，作价13.5亿元

置入中公教育资产，作价185亿元，差额171.49亿元作为标的资产，发行股份
亚夏实业向中公合伙和李永新分别转让8千万和7.2千万老股

李永新分别将10亿元现金和取得的拟置出资产由亚夏实业承接作为交易对价

中公教育

交易方案

重大资产置换：亚夏汽车除保留资产以外的全部资产与负债作为置出资产，与李永新等11名交易对方持有的中公教育100%股权中的等值部分进行资产置换。置出资产作价13.5亿元。

发行股份购买资产：拟置入资产与拟置出资产交易作价的差额部分作为标的资产，交易作价171.49亿元。

老股转让：亚夏汽车的控股股东亚夏实业向中公合伙转让80,000,000（占总股本9.7%）股，李永新等将取得的拟置出资产由亚夏实业承接作为交易对价；亚夏实业向李永新转让72,696,561（占总股本8.8%）股，李永新以10亿元现金作为交易对价。

交易结果

控制权变更：亚夏汽车控股股东和实际控制人变更为中公教育李永新及其母亲。

交易结果：通过老股转让+资产置换+发行股份购买资产三步结合，降低了借壳方中公教育的稀释摊薄。原控股股东亚夏实业持股比例由18.61%下降至0%，获得10亿现金和亚夏汽车被置出资产，锁定获利和风险。

监管问询

证监会对其进行问询，重点关注33家民办非企业机构的合规性，估值高增值率问题。

- 对此，中公教育借壳前剥离33家民非培训机构。并且出具承诺：下属公司立即办理办学许可证，并依法完善经营范围的工商登记。
- 亚夏汽车对估值高增值率的解释是，老股转让股权价格考虑了交易完成后股票增值情况。

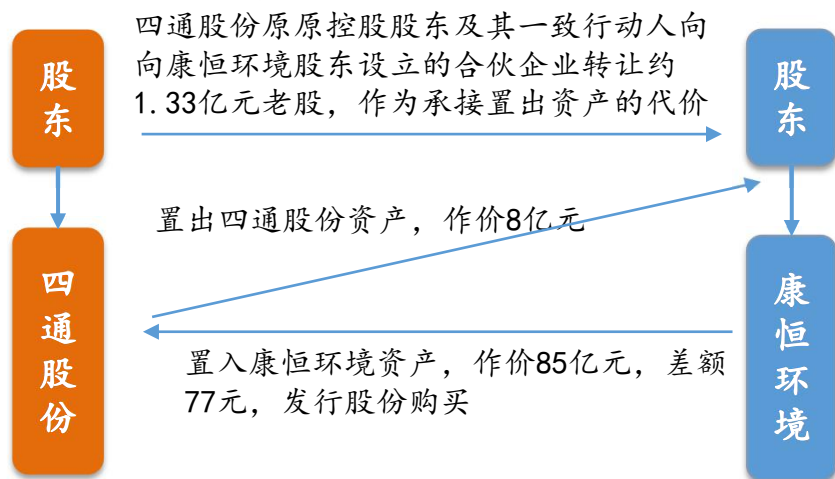
审核结果

2018年11月2日，中国证券监督管理委员会上市公司并购重组审核委员会2018年第55次会议召开，中公教育借壳亚夏汽车获有条件通过。

2.6 其他因素——借壳上市

最近借壳案例——四通股份

交易方案



壳费直接体现

而在此次借壳交易中，四通股份原有资产直接出让给其控股股东及其一致行动人或其指定第三方，作为对价，四通股份控股股东及其一致行动人转让0.133亿股老股（约1.33亿元）给康恒环境股东设立的合伙企业。

标的股东承接资产估值约为8亿元，并以此换取上市公司价值约为1.33亿的股份，两者对价并非对等关系。

构成借壳上市

单位：万元

项目	上市公司	康恒环境	交易金额	计算依据	指标占比
资产总额	78,955.66	436,866.94	850,005.94	850,005.94	1076.56%
资产净额	68,923.35	153,710.11	850,005.94	850,005.94	1233.26%
营业收入	42,129.48	105,122.95	-	105,122.95	249.52%
净利润	4,177.79	18,547.00	-	18,547.00	443.94%
发行股份数 (股)	266,680,000	851,540,363	-	851,540,363	319.31%

上市公司**控股股东将变更为磐信显然，中信产业基金控制磐信显然**，但是中信产业基金无实际控制人，从而上市公司无实际控制人。

实际
控制
人

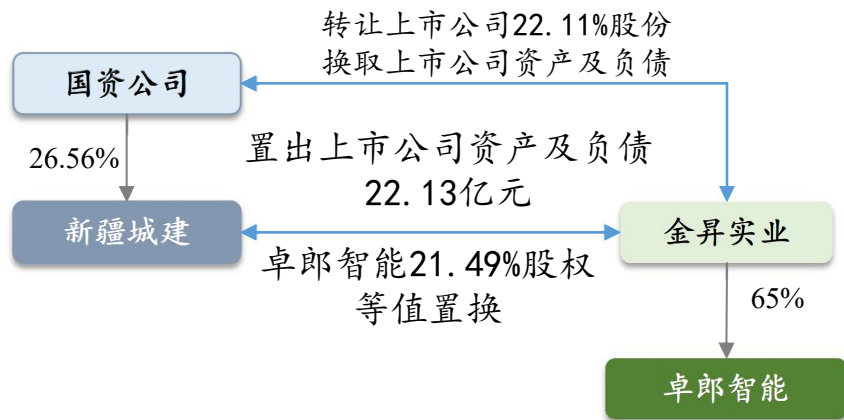
蔡
氏
家
族

无实
际控
制人

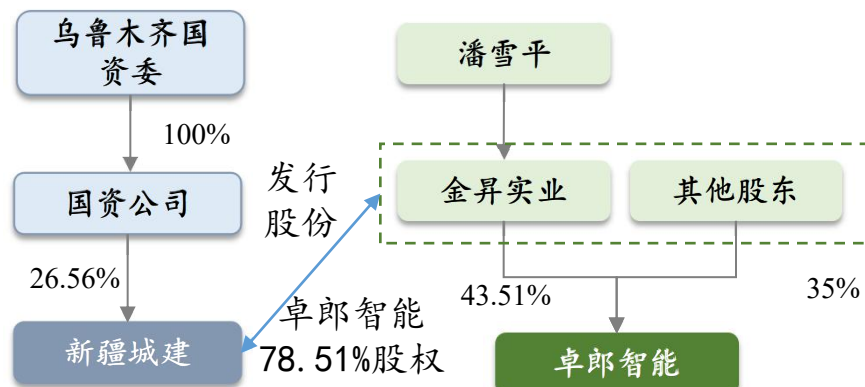
2.6 其他因素——借壳上市

新规后构成借壳案例——新疆城建

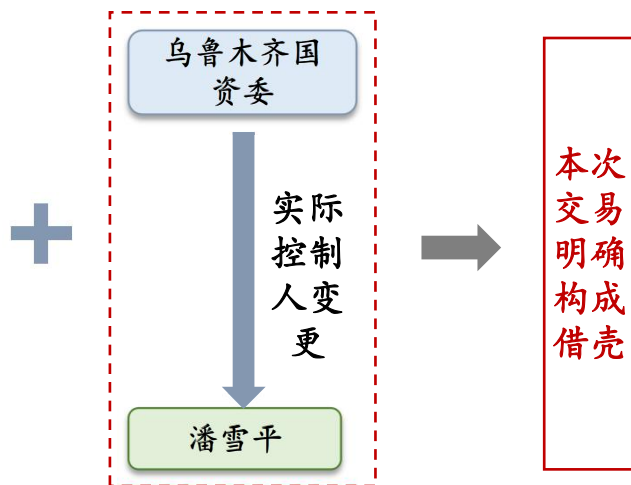
1 资产置换、置出资产转让



2 发行股份购买资产

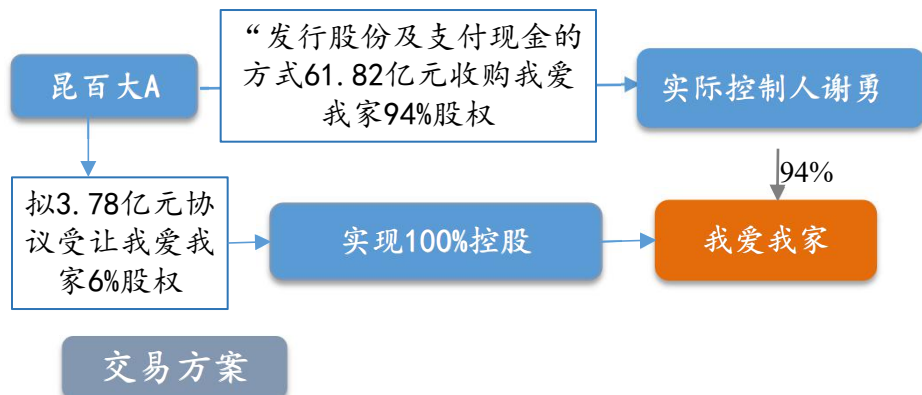


单位: 万元/万股	上市公司	卓郎智能	交易金额	计算依据	比例
资产总额	1,044,908.20	942,626.00	1,030,000.00	1,030,000.00	98.57%
归母股东权益	209,061.83	202,809.50	1,030,000.00	1,030,000.00	492.68%
营业收入	437,972.60	664,890.20		664,890.20	151.81%
归母净利润	6,011.67	40,362.20		40,362.20	671.40%
股份数	67,578.58	125,574.53		125,574.53	185.82%



2.6 其他因素——借壳上市

昆百大A收购我爱我家（不构成）



发行股份支付现金购买资产：昆百大A向8名自然人股东以及茂林泰洁、新中吉文等9名股东购买其持有的我爱我家94.00%的股权，交易作价61.82亿元（**现金对价18.03亿元，发行股份43.79亿元**）

募集配套资金：向不超过10名特定投资者非公开发行股份募集配套资金不超过25亿元。

协议受让：2017年2月26日，昆百大A与西藏利禾、太合达利、执一爱佳分别签署了《股权转让协议》，受让我爱我家6%的股权。交易作价3.78亿元。

控制权不变更：谢勇及其一致行动人交易前后仍为上市公司实际控制人

从交易情况来看，这是一起典型的**蛇吞象式并购**。在资产与营收方面，我爱我家均高于昆百大A。

昆百大A经营概况



我爱我家经营概况



监管问询

证监会对其进行问询，重点关注配套募集资金的合理性，业绩奖励的合理性，以及本次交易后控制权稳定的问题。

重组点评

业绩承诺覆盖率

本次交易，只有部分交易对方参与了业绩承诺，对本次交易总对价的覆盖比率为51.24%，不能完全覆盖本次交易对价。

昆百大的解决方案是，由控股股东太和先机就补偿金额未覆盖的48.76%承担兜底承诺，补偿金额最高为269,713.99万元。从而保证了本次交易业绩承诺的补偿安排对本次交易总对价的100%覆盖。

南洋科技不构成借壳案例

交易流程

STEP
1

原控股股东
转让部分股
权

STEP
2

股权无偿划转
前述受让股权划
转至交易对方

STEP
3

发行股份购
买资产

STEP
4

募集配套资
金

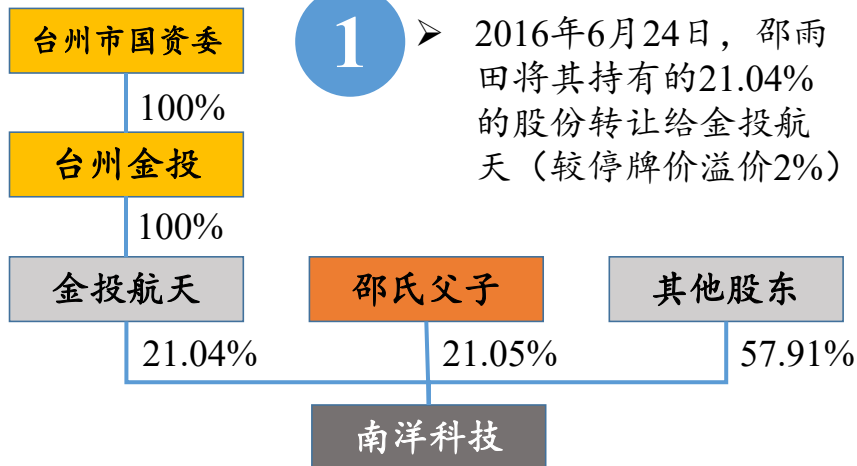
控制权变更关键

使财务指标不足100%的资
产注入后，控制权能变更

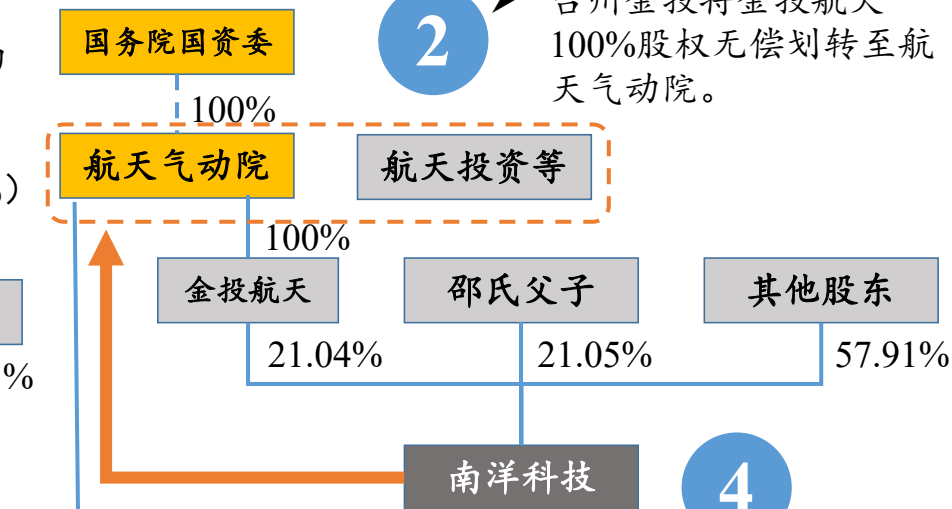
2.6 其他因素——借壳上市

南洋科技不构成借壳案例

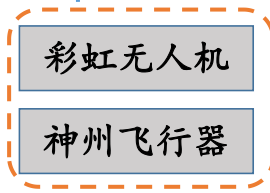
1 2016年6月24日，邵雨田将其持有的21.04%的股份转让给金投航天（较停牌价溢价2%）



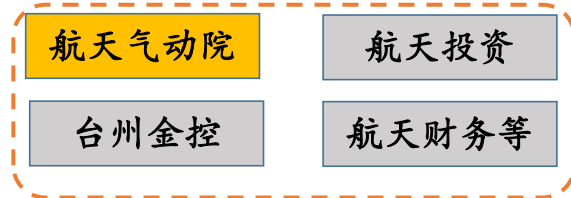
2 台州金投将金投航天100%股权无偿划转至航天气动院。



4 非公开发行股份募集配套资金，其中航天气动院与台州金投均参与认购



3 发行股份购买彩虹无人机、神州飞行器



实际控制人

邵氏父子

国务院国资委

	资产总额	营业收入	净利润	资产净额	发行股份
标的/上市公司	85.21%	75.17%	81.61%	94.35%	33.62%

2.6 其他因素——经营者集中

- 经营者集中包括（1）经营者合并；（2）经营者通过取得股权或者资产的方式取得对其他经营者的控制权；（3）经营者通过合同等方式取得对其他经营者的控制权或者能够对其他经营者施加决定性影响。
- 达到申报标准的经营者集中，经营者应当事先向商务部申报，未申报的不得实施集中。

申报标准

- 参与集中的所有经营者上一会计年度在**全球范围内**的营业额合计超过**100亿元人民币**或在**中国境内**的营业额合计超过**20亿元人民币**
- 并且其中至少两个经营者上一会计年度在**中国境内**的营业额均超过**4亿元人民币**

收购流程

2014年11月，美年大健康与慈铭体检股东签署《股份转让协议》，约定收购慈铭体检100%的股份

2015年3月，美年大健康收购慈铭体检27.78%的股份完成工商变更登记

2016年3月1日，美年健康发布重组预案，拟收购慈铭体检剩余72.22%股份

2016年10月21日，上市公司向证监会申请中止审查

监管动态

2016年7月25日，商务部反垄断局下发通知，决定对美年大健康等3家企业涉嫌未依法申报经营者集中立案调查

公司回复

- 《股份转让协议》约定转让慈铭体检27.78%股份，就剩余72.22%股份的转让仅进行了预约安排，剩余股份的转让具有不确定性
- 美年大健康收购慈铭体检27.78%股份没有取得对慈铭体检的控制，不构成经营者集中
- 就收购慈铭体检72.22%股权一事，公司已依法向商务部反垄断局进行了经营者集中申报

美年健康收购慈铭体检

第三部分 上市公司并购重组监管环境

3.1 并购重组政策演变路径

3.2 重组最新政策动向解析

3.3 经典案例分享

3.1 并购重组政策演变路径

重大资产重组管理办法自2008年颁布以来的重大调整



3.1 并购重组政策演变路径——近期法规整理

2015年以来，随着并购重组市场的快速发展，证监会等监管机构基于实践中的问题，颁布了一系列新政，进一步解答并规范上市公司的并购重组活动，从制度层面为资本市场的长远发展奠定了基础

序号	证监会发布相关法规内容	日期
1	关于IPO被否企业作为标的资产参与上市公司重组交易的相关问题与解答	2018-10-20
2	关于并购重组审核分道制“豁免/快速通道”产业政策要求的相关问题与解答	2018-10-19
3	关于上市公司发行股份购买资产同时募集配套资金的相关问题与解答	2018-10-12
4	关于并购重组“小额快速”审核适用情形的相关问题与解答	2018-10-08
5	发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求	2017-2-17
6	关于修改《关于规范上市公司重大资产重组若干问题的规定》的决定	2016-9-9
7	关于修改《上市公司重大资产重组管理办法》的决定	2016-9-8
8	关于上市公司重大资产重组前发生业绩“变脸”或本次重组存在拟置出资产情形的相关问题与解答	2016-6-24
9	关于修改《上市公司重大资产重组管理办法》的决定（征求意见稿）	2016-6-17
10	关于上市公司业绩补偿承诺的相关问题与解答	2016-6-17

3.1 并购重组政策演变路径——近期法规整理

序号	证监会发布相关法规内容	日期
11	关于修改《上市公司重大资产重组管理办法》的决定（征求意见稿）	2016-6-17
12	关于上市公司业绩补偿承诺的相关问题与解答	2016-6-17
13	上市公司并购重组审核工作规程	2016-3-25
14	关于上市公司监管指引第2号有关财务性投资认定的问答	2016-3-4
15	关于并购重组业绩补偿有关问题与解答	2016-1-15
16	关于并购重组业绩奖励有关问题与解答	2016-1-15
17	关于重大资产重组中标的资产曾拆除VIE协议控制架构的信息披露要求的相关问题与解答	2015-12-18
18	关于上市不满三年进行重大资产重组（构成借壳）信息披露要求的相关问题与解答	2015-12-04
19	关于再融资募投项目达到重大资产重组标准时相关监管要求的问题与解答	2015-11-27
20	关于并购重组申报文件相关问题与解答	2015-11-11

3.1 并购重组政策演变路径——2016年新政主要内容



3.1 并购重组政策演变路径——2016年新政主要内容



借壳上市判断标准

证监会于**2016年9月9日**正式发**布《关于修改<上市公司重大资产重组管理办法>的决定》**

对“借壳上市”的判断标准进行了完善与补充。原《重组办法》对借壳上市的判断标准分为两个维度：一是上市公司发生**“控制权变更”**，二是**“向收购人及其关联人购买资产总额占比超过100%”**。修改后的《重组办法》主要从七个方面对借壳上市进行定义。

上市公司自控制权发生变更之日起60个月内，向收购人及其关联人购买资产，并达到以下标准之一的均构成“借壳上市”

购买的资产总额占上市公司控制权发生变更的前一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末**资产总额的比例达到100%以上。**

购买的资产在最近一个会计年度所产生的营业收入占上市公司控制权发生变更的前一个会计年度经审计的合并财务会计报告**营业收入的比例达到100%以上。**

购买的资产在最近一个会计年度所产生的净利润占上市公司控制权发生变更的前一个会计年度经审计的合并财务会计报告**净利润的比例达到100%以上**

3.1 并购重组政策演变路径——2016年新政主要内容



借壳上市判断标准

对“借壳上市”的判断标准进行了完善与补充。原《重组办法》对借壳上市的判断标准分为两个维度：一是上市公司发生“**控制权变更**”，二是“**向收购人及其关联人购买资产总额占比超过100%**”。修改后的《重组办法》主要从七个方面对借壳上市进行定义。

购买的资产净额占上市公司控制权发生变更的前一个会计年度经审计的合并财务会计报告**期末净资产额的比例达到100%以上**。

为购买资产发行的股份占上市公司首次向收购人及其关联人购买资产的董事会决议**前一个交易日的股份的比例达到100%以上**。

可能导致上市公司主营业务发生根本变化。

中国证监会认定的可能导致上市公司发生根本变化的其他情形。

3.1 并购重组政策演变路径——2016年新政主要内容



深圳市创新投资集团有限公司
SHENZHEN CAPITAL GROUP CO.,LTD

借壳上市约定更细化明确

上市公司购买的资产对应的经营实体应当是股份有限公司或者有限责任公司，且符合《首次公开发行股票并上市管理办法》规定的其他发行条件。

上市公司及其最近3年内的控股股东、实际控制人不存在因涉嫌犯罪正被司法机关立案侦查或涉嫌违法违规正被中国证监会立案调查的情形。

上市公司及其控股股东、实际控制人最近12个月内未受到证券交易所公开谴责，不存在其他重大失信行为。

本次重大资产重组不存在中国证监会认定的可能损害投资者合法权益，或者违背公开、公平、公正原则的其他情形。

创业板上市公司自控制权发生变更之日起，向收购人及其关联人购买资产，不得构成借壳上市。



其他重要修订

借壳上市股份锁定：交易完成后36个月内不转让其在该上市公司中拥有权益的股份；除收购人及其关联人以外的特定对象应当公开承诺，其以资产认购而取得的上市公司股份自股份发行结束之日起24个月内不得转让。

对于**未经中国证监会核准擅自实施“借壳上市”的重大资产重组**，可以处以警告、罚款，并对有关责任人员采取市场禁入的措施；涉嫌犯罪的，依法移送司法机关追究刑事责任。

交易标的资产涉及立项、环保、行业准入、用地、规划、建设施工等有关报批事项的，应当在**重大资产重组预案和报告书中披露是否已取得相应的许可证书或有关主管部门的批复文件**

3.1 并购重组政策演变路径——2016年新政主要内容

其他重要修订

上市公司披露重大资产重组预案或者草案后**主动终止重大资产重组进程的**，上市公司应当同时承诺自公告之日起至少1个月内不再筹划重大资产重组，并予以披露。

上市公司发行股份购买资产的，除属于《重组办法》第十三条第一款规定的交易情形外，可以同时募集部分配套资金（即借壳上市不允许配套融资）

《重组办法》第十三条第一款：上市公司自控制权发生变更之日起60个月内，向收购人及其关联人购买资产，购买的资产总额占上市公司控制权发生变更的前一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例达到100%以上。



3.1 并购重组政策演变路径——2016年新政主要内容



明确配套融资相关事宜

《上市公司重大资产重组管理办法》第四十四条规定 上市公司发行股份购买资产的，可以同时募集部分配套资金。2016年6月17日，中国证监会公告《关于上市公司发行股份购买资产同时募集配套资金的相关问题与解答》，2018年进行了相应修订，明确了配套融资相关事项：

一是对拟购买资产交易价格的定义进一步明确，为指本次交易中以发行股份方式购买资产的交易价格，但不包括交易对方在本次交易停牌前六个月内及停牌期间以现金增资入股标的资产部分对应的交易价格，但上市公司董事会首次就重大资产重组作出决议前该等现金增资部分已设定明确、合理资金用途的除外。

二是在认定是否为借壳上市时，上市公司控股股东、实际控制人及其一致行动人通过认购募集配套资金，或在本次交易停牌前六个月内及停牌期间取得标的资产权益的，以该部分权益认购的上市公司股份，相应股份在认定控制权是否变更时剔除计算，但上市公司董事会首次就重大资产重组作出决议前，前述主体已通过足额缴纳出资、足额支付对价获得标的资产权益的除外。

三是募集资金的用途，可用于支付本次并购交易中的现金对价；支付本次并购交易税费、人员安置费用等并购整合费用；投入标的资产在建项目建设。也可用于补充上市公司和标的资产流动资金、偿还债务。



严控“失信”上市公司重组

2016年6月24日，中国证监会公告《关于上市公司重大资产重组前发生业绩“变脸”或本次重组存在拟置出资产情形的相关问题与解答》



明确在上市公司存在重大资产重组前一会计年度发生业绩“变脸”、净利润下降50%以上（含由盈转亏），或本次重组拟置出资产超过现有资产50%的情况的，为避免相关方通过本次重组逃避有关义务、责任，独立财务顾问、律师、会计师和评估师应当勤勉尽责，对上市公司相关事项进行专项核查并发表明确意见。

3.1 并购重组政策演变路径——2016年新政主要内容

其他监管新规

业绩奖励

- 业绩奖励安排应基于标的资产实际盈利数大于预测数的超额部分，不应超过其超额业绩部分的100%，且不超过其交易作价的20%
- 需披露合理性及对上市公司影响

业绩补偿

- 控股股东、实控人及关联人获得对价的（无论是否控制标的、是否基于过桥等安排），采用了基于未来收益预期评估的（包括整体用资产基础法，部分资产用基于未来收益预期评估的），必须补偿
- 重组方需要履行业绩承诺，不得变更

发股收购少数股权

- 需有显著协同效应，或为同行业或上下游
- 营业收入、资产总额、资产净额均不得超过上市公司同期指标的20%

业绩变脸

- 净利润下降50%以上（含由盈转亏）的，需核查上市公司承诺履行情况、资金占用及对外担保是否违规、是否受处罚、业绩真实性及会计处理合规性

置出资产

- 拟置出资产超过现有资产50%的，同上述核查之外，还需核查拟置出资产的评估（估值）作价情况

3.1 并购重组政策演变路径——2016年新政主要内容

2016年新政影响业绩奖励

项目名称	变动项
三变科技收购南方银谷100%股权	<p>原为：“如果业绩承诺期间南方银谷实际实现的净利润总和超出承诺净利润之和，则将超出部分净利润的50%奖励给南方银谷的经营管理团队。”</p> <p>后新增“但奖励数额最高不得超过南方银谷100%股权交易价格的20%。”</p>
精华制药收购阿尔法药业100%股权	<p>原为：“若阿尔法药业在三年考核期内实际实现的净利润（扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润）超过盈利预测目标，则将三年净利润超出承诺净利润数的超出部分的30%用于奖励标的公司管理层和员工。”</p> <p>后将上述表述“三年净利润”改成“三年累计实现净利润”；新增“约定的奖励之和不超过标的公司考核期内实现的实际净利润之和超出考核期承诺净利润之和部分的100%，且不超过标的公司100%股权作价的20%。”</p>
西安旅游收购三人行100%股权	<p>原为：“如三人行当年超额实现业绩补偿年度之业绩承诺期间净利润，钱俊冬先生及相关管理层人员获得现金奖励=（截至当期期末实际净利润数-当期期末业绩承诺期间净利润）×30%。”</p> <p>明确奖励总额不超过交易作价的20%；新增设置业绩奖励的原因、依据及合理性，相关会计处理及对上市公司可能造成的影响</p>

3.2 重组最新政策动向解析——2018年新政主要内容

政策背景

随着2016年一系列并购重组新政的出台，并购重组市场进入严监管的下行周期，并购市场环境得到整顿，突击式重组、壳资源炒作等现象得到有效控制。

但进入2018年三季度末，由于二级市场持续低迷，股权质押风险亟待纾解，证监会希望放宽调整相关政策、激发并购重组市场为A股注入更多活力。从2018年9月7日起，证监会陆续出台7项政策，促进并购市场回暖。

小额快速及分道制“豁免/快速通道”

小额快速适用情形

- 上市公司发行股份购买资产，不构成重大资产重组，且满足下列情形之一的，即可适用“小额快速”审核：
- 最近12个月内累计交易金额不超过5亿元；
- 最近12个月内累计发行的股份不超过本次交易前上市公司总股本的5%且最近12个月内累计交易金额不超过10亿元。

分道制豁免/快速通道产业类型：

- 高档数控机床和机器人、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、电力装备、新一代信息技术、新材料、环保、新能源、生物产业；党中央、国务院要求的其他亟需加快整合、转型升级的产业。

不适用“小额快速”审核

- （一）募集配套资金用于支付本次交易现金对价的，或募集配套资金金额超过5000万元的；
- （二）按照“分道制”分类结果属于审慎审核类别的。

3.2 重组最新政策动向解析——2018年新政主要内容



深圳市创新投资集团有限公司
SHENZHEN CAPITAL GROUP CO.,LTD

IPO被否企业参与上市公司重组交易

IPO被否企业筹划重组时间3年

- 配合证监会纾解IPO堰塞湖,避免“带病”排队
- 防止部分资质较差的IPO被否企业绕道并购重组登陆资本市场

IPO被否企业筹划重组时间缩短至6个月

- 堰塞湖已经得到纾解
- IPO被否原因多种多样,支持优质企业参与上市公司并购重组

2018第一季度
IPO成功率低

再次申请IPO时
间间隔长

被否后并购重
组时间延长

2018创业投资
退出减少

出台第二天ST
股涨停占比

2016年被否课
筹划上市数量

45.07% **2.33年** **3年**

64.8% **62.5%** **137家**



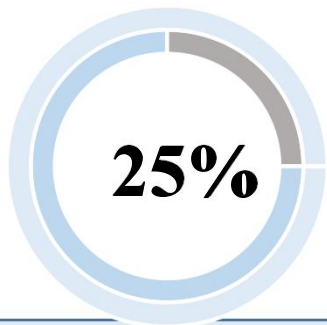
投行业务受到极大冲击,2018上半年16家投行仅2家业务增长



利好壳公司,创投公司获得更多退出选择

3.2 重组最新政策动向解析——2018年新政主要内容

配套融资规模



配套融资比例放宽

- 201504修订12号意见，配套比例提升至100%
- 201609修订12号意见，仍维持在100%上限

剔除新增例外情形，适度放宽规模

- 20181012问答，100%比例计算的基准中，交易对方突击入股金额在下述情形不用剔除：“上市公司董事会首次就重大资产重组作出决议前该等资金增资部分已设定明确、合理资金用途的”

2011-2014

201504

201606

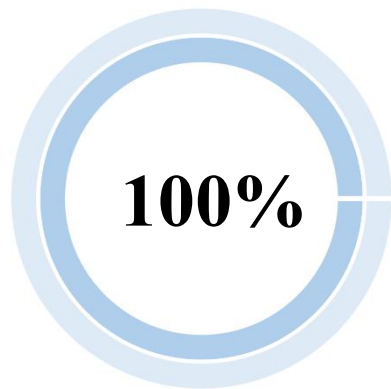
201810

配套制度开闸：

- 201108修订重大重组办法，新增第43条配套融资

明确计算公式

- 20141102问答，明确配套融资25%比例及基准



剔除新增例外情形，适度放宽规模

- 20160617问答，100%比例计算的基准“拟购买资产交易价格”中，剔除“交易对方在本次交易停牌前六个月内及停牌期间以现金增资入股标的资产部分对应的交易价格”
- 201609重组办法修订，重组上市不得募集配套资金

交易总金额=本次交易金额+募集配套资金额-募集配套资金中用于支付现金的对价部分

3.2 重组最新政策动向解析——2018年新政主要内容



深圳市创新投资集团有限公司
SHENZHEN CAPITAL GROUP CO.,LTD

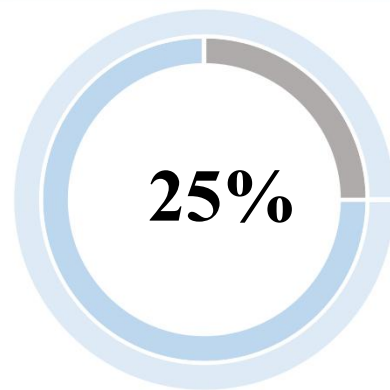
配套融资用途

不再限定情形，而是限制补充流动资金规模

- 20150918问答
- 补流比例不超过交易作价的25%，或不超过配套资金总额的50%
- 构成借壳的，不超过配套总额的30%

允许补流，但限制规模

- 20181012问答，补流比例不超过交易作价的25%；或不超过配套资金总额的50%
重估上市仍禁止任何配套



2013-2014

201509

201606

201810

特定情形下，不得补充流动资金：

- 20130705问答，及20141102问答
- 上市公司资产负债率明显低于同行业上市公司水平
- 前次募集资金使用效果明显未达到已公开披露的计划进度或预期收益
- 方案仅是收购上市公司已控股子公司的少数股东权益
- 构成借壳上市

严禁补充流动资金

- 20160617问答，禁止补充上市公司或标的资产流动资金、偿还债务
- 201609重组办法修订，重组上市不得募集任何配套资金（无论用途）
- 与配套融资规则不同，定增资金可以补流（房地产除外）
- 一年期询价发行的补流上限为30%

定向可转债

定向可转债是一种内嵌看涨期权的债券，债券发行的时候，约定了债券的转股价格。在约定的转股期到来后，债券的持有人可按约定的转股价，将债券转换为发行人的股份。证监会积极推进以定向可转债作为并购重组交易支付工具的试点，支持包括民营控股上市公司在内的各类企业通过并购重组做优做强。

定向可转债支付

- **给予远期选择权，利于交易达成**

未来股价下跌，现金支付；未来股价上升，股份支付，获得二级市场差价

- **降低并购成本**

可转换债券利率很低，相当于阶段性低成本做了债务融资；定向可转债相对股份支付价格更低

- **时间换空间**

现金可以延迟支付，未来股价上涨对方换股解决股权摊薄问题

- **维护大股东控制权**

定向可转债避免了上市公司股权结构马上发生变化。后续大股东出于维护控制权的考虑，可以向交易对手收购可转债，从而调整股权结构，从而优化资金链管理

3.2 重组最新政策动向解析——2018年新政主要内容



深圳市创新投资集团有限公司
SHENZHEN CAPITAL GROUP CO.,LTD

2018年新政影响配套融资

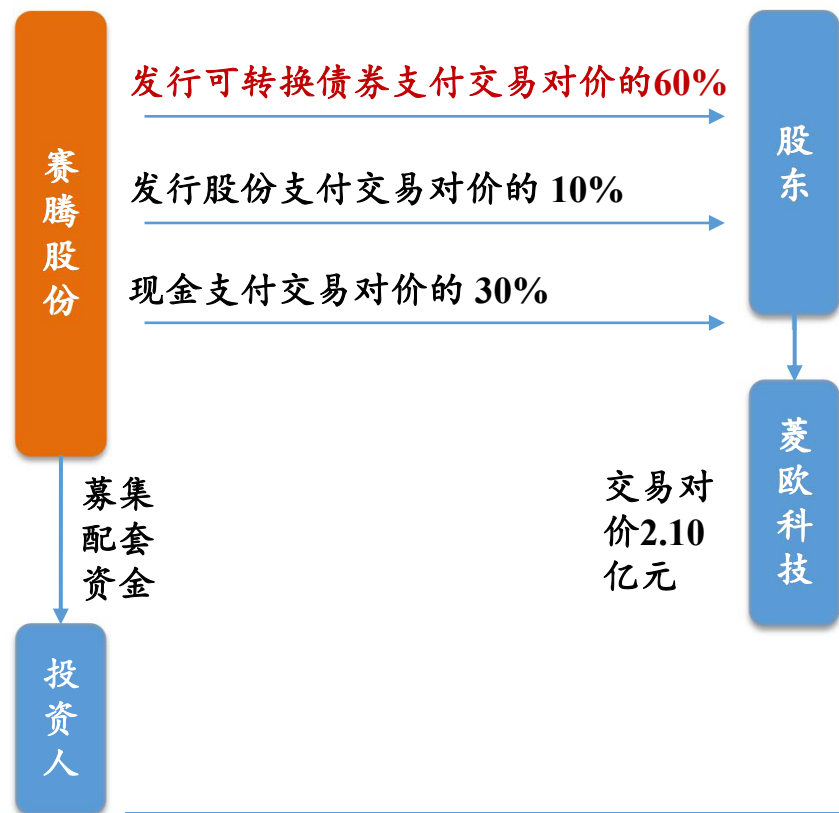
项目名称	配套资金数量	配套资金用途
国睿科技收购国睿防务、国睿信维、国睿安泰信股份	募集资金总额不超过 60,000 万元，不超过本次拟购买资产交易价格（685,555.23 万元）的 100%，且发行股份数量不超过本次发行前上市公司股本总额的 20%	其中 51,000.00 万元用于 补充上市公司流动资金 （小于交易价格的 25%）、4,462.00 万元用于支付本次交易的现金对价，其余用于支付中介机构费用及相关交易税费。
乾照光电购买浙江博蓝特 100% 股权	非公开发行股份募集配套资金不超过 58,169.40 万元。募集配套资金不超过本次拟发行股份购买资产交易价格（65,000.00 万元）的 100%，且发行数量不超过本次发行前上市公司总股本的 20%。	募集配套资金用途为支付现金对价 5,551.43 万元、支付中介机构费用及其他相关税费 2,200.00 万元、浙江博蓝特项目投资 30,000.00 万元、 补充上市公司流动资金 20,417.97 万元 （未超过募集配套资金总额的 50%）
盛屯矿业将收购四环锌锗 97.22% 股权	募集配套资金总额不超过 106,000 万元，募集配套资金总额不超过拟购买资产交易价格（213,874.60 万元）的 100%，募集配套资金发行股份数不超过本次交易之前盛屯矿股本的 20%（36,614.84 万股）	向盛屯集团支付不超过 52,000 万元；不超过 1,000 万元用于支付中介机构费用，不超过 53,000 万元用于 补充上市公司流动资金 （小于交易金额的 25%）

3.2 重组最新政策动向解析——2018年新政主要内容

2018年新政定向可转债案例

2018年11月10日，赛腾股份（603283）公告预案拟筹划发行定向可转换债券及股份购买资产并配套融资事宜。

交易方案



● 可转债基本信息

面值：100元

转股价格：19.30元/股（与发股购买资产股价相同）

● 可转债锁定期：

12个月内不得转让及转股，12个月后分批解锁：

期数	解锁条件	累计可解锁的可转债
第一期	赛腾股份在指定媒体披露标的公司 2018 年度盈利预测实现情况的专项审核报告且 12 个月限制期届满后，标的公司 2018 年的实际净利润达到 2018 年承诺净利润	可解锁的可转债=本次向交易对方发行的可转债*30%—当年已补偿的可转债（如有）
第二期	赛腾股份在指定媒体披露标的公司 2019 年度盈利预测实现情况的专项审核报告后，标的公司 2018 年至 2019 年实现净利润之和达到 2018 年至 2019 年承诺净利润之和	可解锁的可转债=本次向交易对方发行的可转债*60%—累计已补偿的可转债（如有）
第三期	赛腾股份在指定媒体披露标的公司 2020 年度盈利预测实现情况的专项审核报告和承诺期间减值测试报告后，标的公司 2018 年至 2020 年实现净利润之和达到 2018 年至 2020 年承诺净利润之和，本次向交易对方发行的全部可转债均可解锁	可解锁的可转债=本次向交易对方发行的可转债*100%—累计已补偿的可转债（如有）

● 业绩补偿：

补偿义务人承诺2018年度、2019年度、2020年度净利润分别不低于1,500万元、1,700万元、2,100万元。补偿时，先以可转债进行补偿，不足部分以股份进行补偿，仍不足的部分由现金补偿。

3.3 经典案例分享（完美世界）——总体介绍



打造全球领先的
文化娱乐集团

游戏

多款经典游戏：

完美世界推出了多款广受玩家欢迎的明星游戏产品，从客户端游戏出发，先后进入了网页游戏、移动网络游戏、电视游戏、VR游戏领域。



影视

综合影视平台：

完美世界影视业务涵盖内容制作与营销、影院管理、艺人经纪、投资并购等。打造出了以《极限挑战》为代表的一系列优质综艺和影视剧。



动画

将科技和人文紧密结合的动画和玩具先导者：

拥有领先的3D动画制作引擎和多元化国际化资深团队，致力于为中国和全球用户打造优质的IP内容及衍生产品和服务。

漫画

通过原创漫画作品打造新生代优秀IP：

力图打造有营养、有内涵、有深度的优秀动漫作品。利用作品本身发酵粉丝之余，还将对作品进行整体的市场营销推广，力求让作品迅速形成具备市场价值的优质IP。

文学

推动优质网络文学IP的跨界和相互转化：

整合上游原创文学作品、泛娱乐发展理念、作家经纪人，以及庞大的粉丝群体等方面资源，加快优质文学IP跨界转化，推动形成更加完善的泛娱乐文学生态圈。

媒体

最大的游戏媒体及玩家社区集团：

目前，媒体集团已涵盖MMO精品阵营--178、NGA；电竞阵营-766；主机阵营-TGBUS、A9VG；手游及移动阵营-口袋巴士、DOSPY等各游戏类型及优质用户群体。

教育

幼儿教育

洪恩教育致力于针对数字化教育的产品研发，产品出口至10多个国家和地区，其中《洪恩识字》广受市场好评。

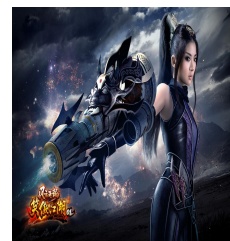
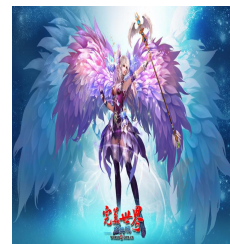
青年教育

主要为中外合作高端教育、数字艺术教育、互联网娱乐技术研究、全球青年创业创新平台的搭建，目前主要项目为全球青年领袖实验室、数字艺术学院。

3.3 经典案例分享（完美世界）——总体介绍



完美世界成立于2004年，是全球化的文化娱乐产业集团，是中国文化企业“全产业链发展模式”的代表。长期以来，完美世界控股集团旗下产品遍布美、欧、亚等全球100多个国家和地区；在全球设有20多个分支机构。目前，完美世界控股集团拥有游戏、影视、动画、漫画、文学、媒体、教育等业务板块。



第一次并购

完美影视借壳金磊股份

完美世界游戏业务正式成立。

完美时空在美国纳斯达克上市。

2004年

2007年7月

第二次并购

完美环球收购完美世界

完美影视借壳金磊股份登陆A股。

完美世界游戏业务完成私有化。

完美世界游戏装入完美环球成功登陆A股市场

2014年12月

2015年7月

2016年4月

第三次并购

完美世界收购今典

完美世界收购今典院线、今典文化、今典影城

2016年10月

完美影视概况

完美影视创立于2008年8月，是中国领先的影视文化投资、制作及发行机构之一，主营业务涵盖影视项目开发制作、发行和营销；综艺栏目；娱乐营销；艺人经纪等板块。著名导演赵宝刚、滕华涛、刘江、郭靖宇等与公司建立了长期独家战略合作关系。完美影视投资拍摄了《钢的琴》、《失恋33天》、《等风来》等影片。

2010年7月30日，完美影视成为完美网络全资子公司，完美网络系被境外上市公司协议控制的公司。2011年2月12日，完美网络将完美影视转让于快乐瞬间，后完美影视签订协议成为直接被境外上市公司协议控制的公司，上述控制协议于2014年8月1日解除。

完美影视一直从事影视剧的投资、制作、发行及衍生业务，2010年通过收购鑫宝源开展艺人经纪业务，通过收购上海宝宏加强电视节目制作、发行业务，后进去快速发展阶段。

借壳上市进程

金磊股份因本次重大资产重组事项停牌

金磊股份董事会审议通过《交易报告书（草案）》等议案；同日，签署附条件生效的《重大资产置换及发行股份购买资产协议》、《业绩补偿协议》

证监会核准本次交易

公司新增股份上市流通，交易实施完成

2014年4月4日

8月29日

9月15日

12月8日

12月9日

12月19日

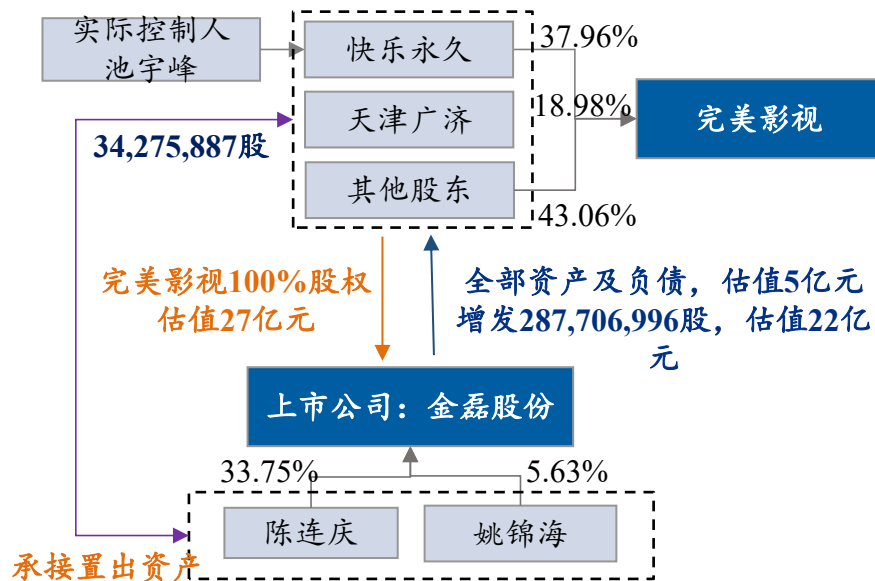
金磊股份职工代表大会审议通过本次重大资产重组职工安置方案

金磊股份2014年第一次临时股东大会审议通过了本次交易

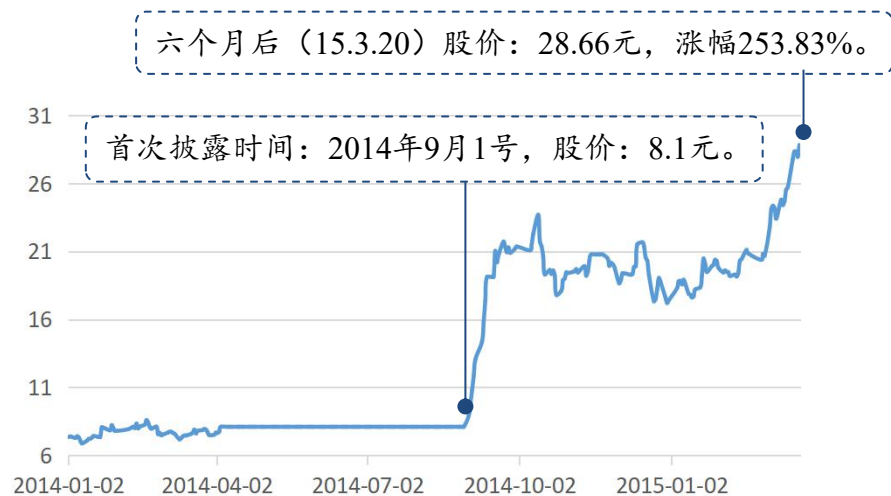
完美影视的100%股权已变更至上市公司名下，并已办理完毕工商变更登记手续



交易结构



交易后股价走势



交易方案

1. 重大资产置换

金磊股份以全部资产及负债与交易对方所持有的北京完美影视传媒股份有限公司100%股份的等值部分进行置换。

2. 发行股份购买资产

金磊股份向完美影视全体股东合计发行股份287,706,996股购买置换后资产，发行价为7.66元/股

3. 置出资产转让

公司实际控制人陈连庆等转让股份34,275,887股承接置出资产。

4. 估值

置入资产交易价格为272,622.50万元，置出资产交易价格为52,238.94万元。

5. 对赌

2014年、2015年及2016年扣非归母净利润分别不低于17,500万元、24,000万元和30,000万元。

交易难点及解决办法

交易难点

- **壳公司选择标准较高**，主要包括壳公司市值小于20亿元、经营性业务处于行业下行周期或即将处于亏损状态、不存在或有负债或潜在负债等。
- **筛选后撮合难度较大**，需要进行艰苦的谈判。

完美影视原为通过协议方式被境外上市的Perfect World所控制并被其合并报表，**VIE控制协议的终止需经过必要的法律程序，可能存在潜在的法律风险**，借壳上市的复杂程度提升。

壳公司的选择

- **经筛选金磊股份符合壳公司标准**。其持续经营能力存在问题，仅依靠自身实力已无法扭转亏损现状。
- **金磊股份迫切需要借助实力雄厚的重组方来改变现状**，重新确定公司主业，获得持续发展能力与盈利能力。

VIE协议的终止

通过对相关协议的实际履行情况、美国上市公司的内部审核流程、实际控制人未发生变更等关键问题的论证，**合理解释了完美影视协议控制的建立与废止过程**，为完美影视最终能够顺利在国内借壳上市扫清了道路。

解决方案

交易亮点

导演持股平台锁定期设定

- 完美影视与部分导演签署了独家合作协议，使部分导演通过间接持股方式成为公司股东，合作期限一般为四年，若上市则顺延至上市后48个月。
- 为了进一步稳定与导演的合作关系，根据交易规定，上市后导演间接持有的股份分四年解禁，从股份上进一步保证了导演们独家合作协议的实施。

金磊股份原股东转让股份合规性

- 截至项目反馈意见回复出具之日，陈连庆和姚锦海所持金磊股份的股票锁定期刚好届满。此外，姚锦海作为上市公司董事，拟向完美影视全体股东转让其所持股份总数的25%，未超过25%。因此，转让上市公司股份的时间和数量均不违反股份锁定的承诺。

资本运作的高效性

- 项目组始终将客户利益放在第一位。从报会到实施完成总共历时仅三个月零三天，创下借壳上市的记录。



交易估值

完美影视借壳金磊股份



初步分析

借壳后上市公司由标的原股东运营，无需前述长期价值实现和协同的考虑



主要诉求点

- ✓ 实施成功
 - ✓ 借壳方成本足够低
 - ✓ 获得上市公司控制权
- 上市公司原股东诉求点
- ✓ 获得足量壳费





交易估值

完美影视借壳上市评估需求：可能范围内估值尽可能高，借壳后才能占上市足够股比

同类上市公司估值情况

证券名称	证券代码	市盈率	市净率	市销率
华策影视	300133.SZ	65.62	9.63	18.41
华录百纳	300291.SZ	54.44	9.63	17.77
新文化	300336.SZ	40.12	4.98	9.56
华谊兄弟	300027.SZ	39.61	6.69	13.09
平均		49.95	6.95	14.71
完美影视		20.97	4.59	2.75

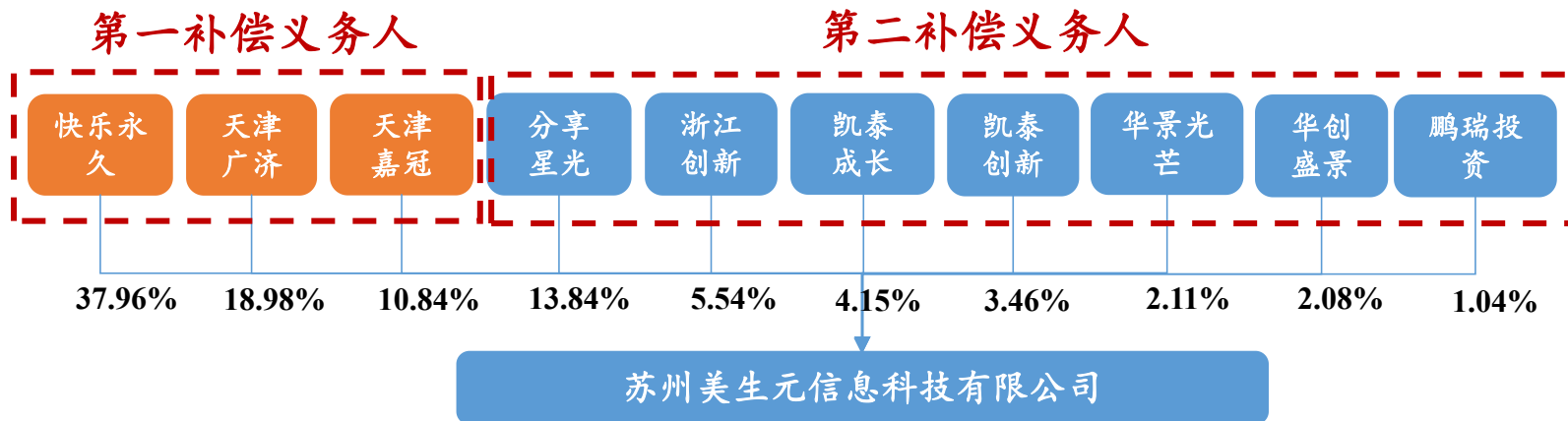
2014年借壳上市估值情况

	交易作价 (万元)	平均承诺利 润	市盈率
申科股份	252,236.72	23,685.61	10.65
科冕木业	245,066.88	24,410.00	10.04
高金食品	601,197.79	56,906.67	10.56
新世纪	212,883.76	18,735.11	11.36
平均			10.65
完美影视	272,622.50	23,833.33	11.44

完美影视估值情况：收益法评估为272,622.50万元，市场法评估为317,200.74万元，最终采用收益法



业绩补偿



	2014年	2015年	2016年
承诺净利润 (万元)	17,500	24,000	30,000

第一补偿义务人按照协议规定的补偿义务向上市公司承担赔偿责任，第二补偿义务人，以其持有的上市公司股份为限，在第一补偿义务人以其持有的上市公司所有股份作为补偿尚不能满足需补偿的数量 的情况下履行补偿义务。



业绩补偿

上市公司将以总价人民币1元的价格定向回购交易对方中快乐永久、天津广济、天津嘉冠持有的一定数量认购股份并予以注销。甲方每年回购股份总数按照以下公式进行计算：

每年应回购的股份总数=（截至当期期末累积承诺净利润—截至当期期末累积实际净利润）×认购股份总数÷补偿期限内各年承诺净利润的总和—已补偿股份数量

在上述承诺期期限届满后，上市公司应聘请具有证券期货相关业务资格的会计师事务所对置入资产进行减值测试并出具专项审核意见。如置入资产期末减值额/置入资产作价>补偿期限内已补偿股份总数/认购股份总数时，则快乐永久、天津广济、天津嘉冠将另行补偿股份，另需补偿的股份数量为：置入资产期末减值额/每股发行价格—承诺期限内已补偿股份总数。

第一补偿义务人

序号	承担方	持完美影视股份比例 (%)	承担比例 (%)
1	快乐永久	37.96	56.01
2	天津广济	18.98	28
3	天津嘉冠	10.84	15.99
	合计	67.78	100

第二补偿义务人（第一补偿义务人所得股份补偿完毕后）按如下比例补偿

序号	承担方	持完美影视股份比例 (%)	承担比例 (%)
1	分享星光	13.84	42.95
2	浙江创新	5.54	17.19
3	凯泰成长	4.15	12.88
4	凯泰创新	3.46	10.74
5	华景光芒	2.11	6.55
6	华创盛景	2.08	6.46
7	深圳鹏瑞	1.04	3.23
	合计	32.22	100

3.3 经典案例分享（完美世界）——完美影视借壳金磊股份



锁定期

该案例锁定期在法定锁定期基础上，增加了对合作导演的锁定要求。

交易对方	锁定期	说明
快乐永久	在本次重大资产重组中认购的金磊股份非公开发行股份自股份发行结束之日起三十六个月内不进行转让，自陈连庆和姚锦海受让的金磊股份股份自股份过户至本公司名下之日起十二个月内不进行转让	交易完成后成为上市公司控股股东
天津广济	在本次重大资产重组中取得的增发股份自股份发行结束之日起的十二个月内不进行转让。自前述锁定期满后，每十二个月内可解除转让限制的股份数量为认购股份的25%。	✓ 天津广济合伙人为完美影视的合作导演 ✓ 天津嘉冠的合伙人为完美影视的中高层管理人员
天津嘉冠		
天津分享		
浙江创新		
凯泰成长		
凯泰创新		
华景光芒		
华创盛景		
鹏瑞投资	合伙企业/本公司本次重大资产重组中取得的增发股份自股份发行结束之日起的十二个月内不进行转让	投资人



支付方式

此次并购为借壳上市，标的公司实际控制人在交易完成后成为上市公司新的实际控制人，为获得控股权，标的公司需尽可能多收股份，因此，此次交易支付方式全部为股份支付。

公司治理

交易包括资产置入和资产置出两部分。根据“人随资产走”的原则，与置出资产相关的员工（包括上市公司所有相关的高级管理人员及普通员工）的劳动和社保关系及与置出资产相关的职工（包括全部离退休职工、下岗职工）涉及到与上市公司有关的养老、医疗等所有关系均由陈连庆、姚锦海或其指定的第三方承担和安置。上市公司现有子公司聘用人员继续保持其与该等子公司的劳动关系，不因本次重大资产重组而发生变化。

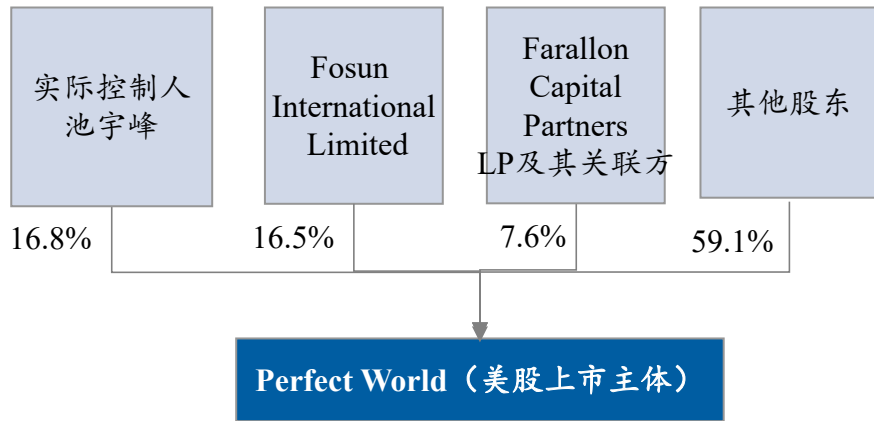
完美世界私有化回归A股系**2016年十大最佳并购案例、十大并购案例之一。**

完美世界退市前市值走势



完美世界私有化过程

私有化前Perfect World股权结构



2015年1月2日

池宇峰向董事会提交拟收购其未直接或间接持有的Perfect World在外流通普通股和ADS的初步的、不具约束力的提议函，收购价格为4.0美元/普通股或20.0美元/ADS。

收到私有化邀约

2015年4月26日

Perfect World宣布已与池宇峰控制的开曼群岛公司及其全资子公司签署《合并协议与计划》，且Perfect World董事会已批准了该文件以及相关的合并事项。收购价格为4.04美元/普通股或20.20美元/ADS。

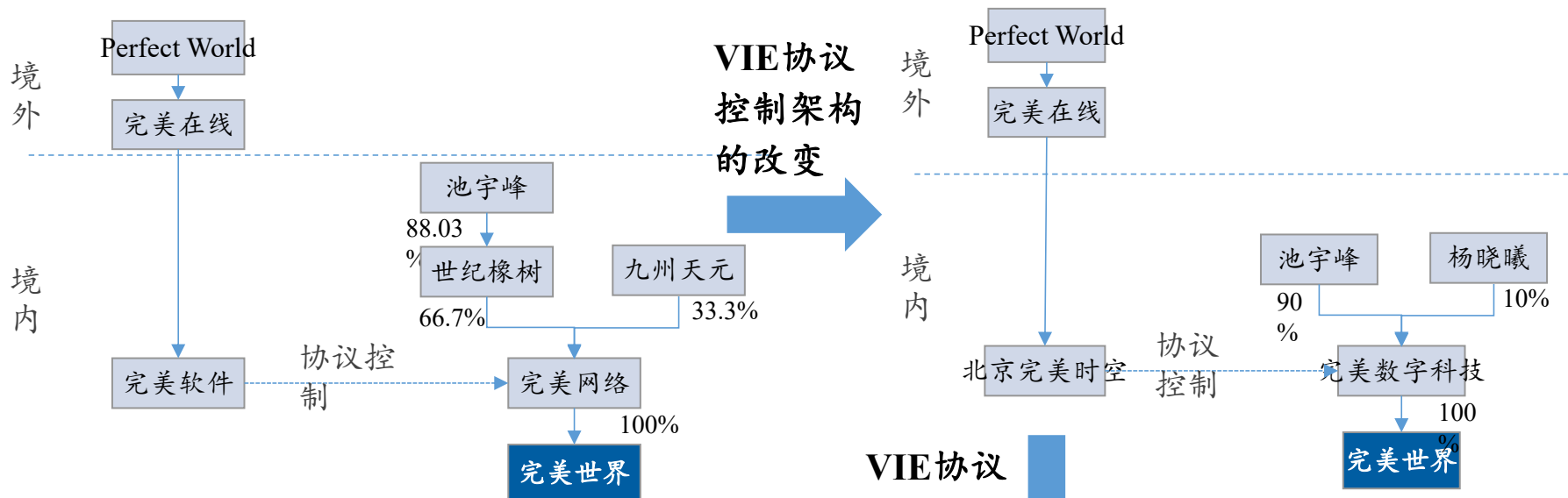
董事会批准相关合并事项

2015年7月28日

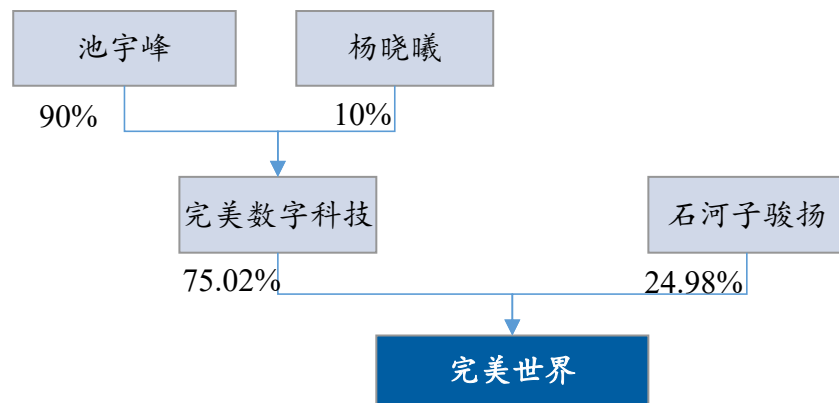
Perfect World召开临时股东大会，批准Perfect World于2015年4月26日公告的《合并协议与计划》及相关的合并交易，并宣布该文件项下的合并交易已经完成。Perfect World完成私有化交易。

完成私有化

3.3 经典案例分享（完美世界）——完美环球收购完美世界

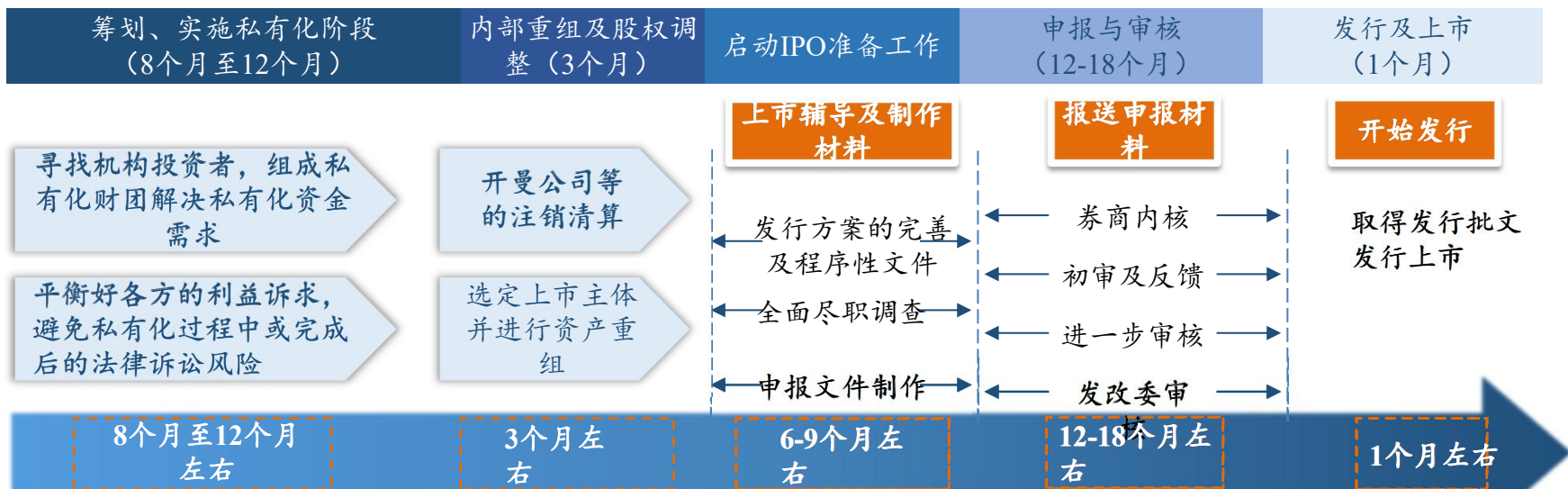


VIE协议控制架构的拆除



- VIE架构的建立。** Perfect World通过香港子公司完美在线在中国境内设立完美软件。2007年，完美软件和完美网络签署VIE控制架构协议。完美游戏作为完美网络的子公司，通过上述系列协议间接被Perfect World控制。
- VIE架构的改变。** Perfect World通过完美在线在中国境内设立北京完美时空。2013年北京完美时空和完美数字科技签署VIE控制架构协议。2014年，完美网络将其所持完美世界100%股权转让给完美数字科技。因此，完美游戏通过上述系列协议间接被Perfect World控制。
- VIE架构的拆除。** 2015年，北京完美时空、完美数字科技及完美数字科技股东签署《解除协议》，并确认自《解除协议》签署之日起各方基于前述协议所享有的一切权利、义务、债务和责任均告终结，VIE协议控制架构拆除。

3.3 经典案例分享（完美世界）——完美环球收购完美世界



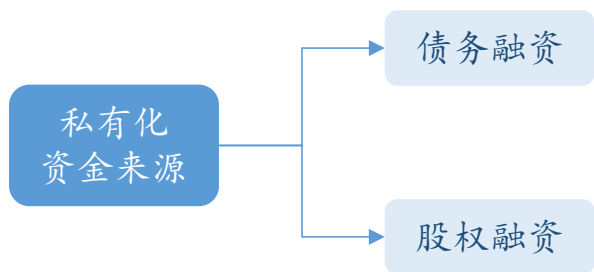
► 中概股企业私有化流程

1. 收购主导方根据自身的资金实力，寻找财务投资者组成私有化投资团；
2. 收购方告知中概股企业董事会私有化交易的意向；
3. 收购方聘请财务顾问、律师设计交易结构；
4. 收购方向中概股企业提交尽职调查申请；
5. 收购方向中概股企业递交正式的私有化交易意向书，并公告私有化报价。中概股企业董事会委任特别委员会并聘请第三方法律顾问和财务顾问；
6. 收购方与被收购方进行交易条款谈判并起草交易协议；
7. 第三方专业顾问就私有化交易向中概股企业特别委员会提交公平意见书，特别委员会审阅后向董事会提交关于私有化交易的意见书，由董事会决定是否批准本次交易，起草并向SEC提交13E-3文件；
8. 针对SEC的反馈意见提交更新文件并完成股东投票的准备，中概股企业股东大会进行投票表决，若股东大会表决通过则可进行并购交易；
9. 交易完成，中概股企业完成退市



1 私有化资金来源

- 上市公司私有化是资本市场中的一种特殊并购操作，通常是由控股股东或/及其关联方通过借贷融资或股权融资的方式，收购其未持有的流通股股份，减少公司股东数量，最终达到退市的目的。



- 在海外退市的过程中，“债”是主流的融资工具，50%以上的退市资金需要用债权来解决
- 但需要企业经营稳定，平衡好现金流问题。
- 股权融资相对债券融资而言，风险相对较小，无偿债压力，但股权会被稀释。

2 法律诉讼风险

私有化的邀约价最容易激起投资者起诉：用回购基准日前某一段时间的市场最高价上浮一定比例，或用回购基准日前某一段时间的市场均价上浮一定比例。

财务数据造假、关联交易未披露、敏感又容易触怒美投资人的问题：其中有做空机构的恶意做空，也确实有部分非诚信的企业事实存在的问题。

保障措施

获取由独立董事及无利害关系董事组成的特别委员会批准。

获取过半完全知情的少数股东批准。



IPO与借壳上市的抉择

完美世界私有化后是置入完美环球还是独立IPO是一个困扰我们很长时间的问题

独立IPO的优势

- ✓ 可拥有两个独立的上市平台
- ✓ 完美世界实际控制人池宇峰持有股份价值更高

置入完美环球的好处

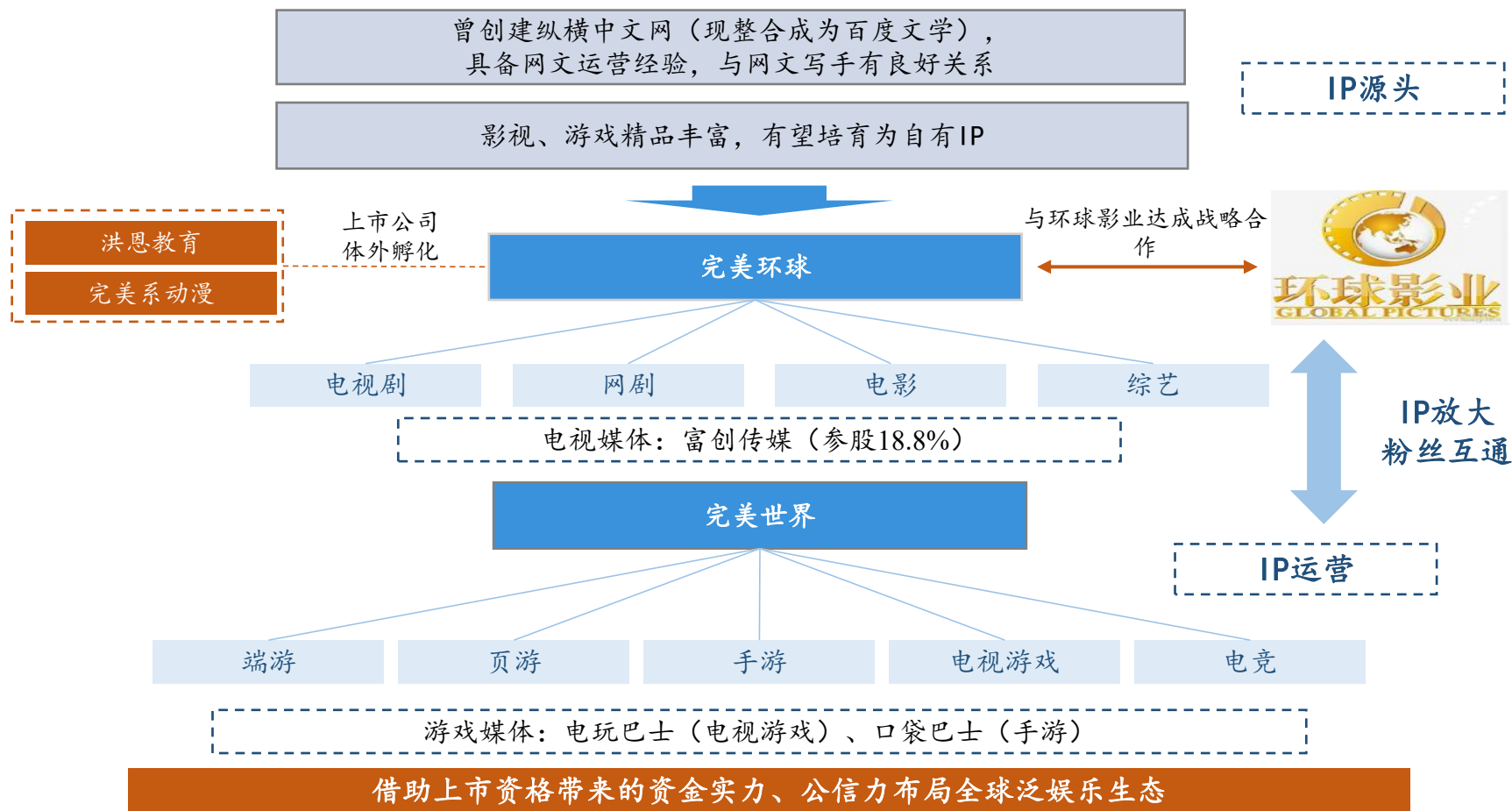
- ✓ 影视游戏联动的概念独一无二
- ✓ 确定性高，审核难度大幅降低
- ✓ 当时正值股灾，并购可一定程度抵御股灾的影响

私有化进行同一控制下的重组，需运行一个完整会计年度，需要确认巨额的股权激励费用



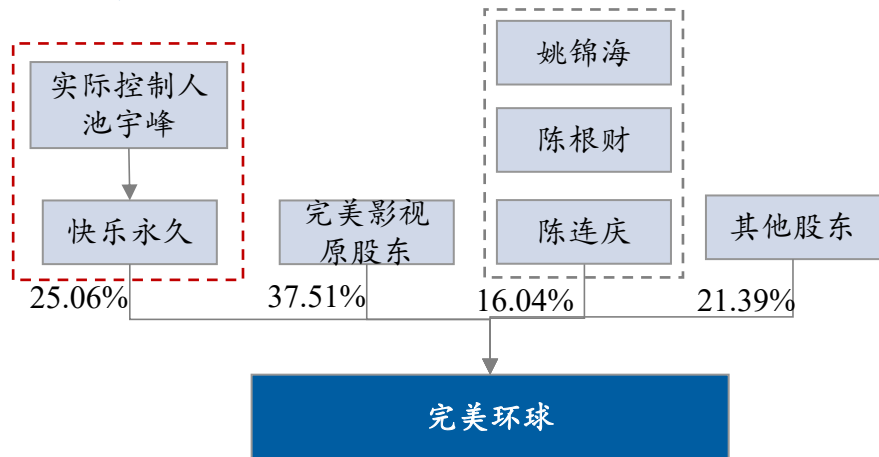
交易背景——打造泛娱乐产业平台

完美旗下影视及游戏业务拥有强大的原创开发实力，若将双方业务进行整合，可搭建起“泛文化娱乐产业”平台。因此，在完美影视完成借壳上市后，完美世界集团旗下游戏资产的注入成为大势所趋。

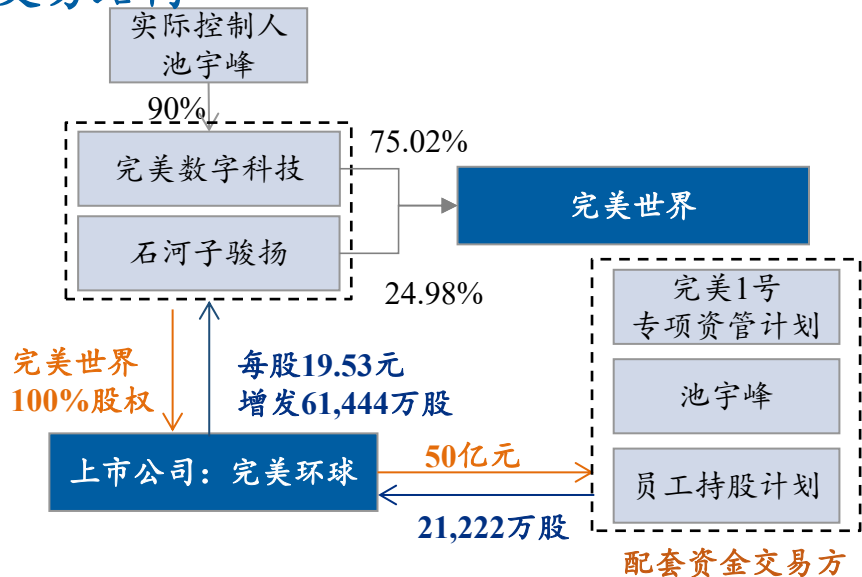


3.3 经典案例分享（完美世界）——完美环球收购完美世界

重组前股权结构



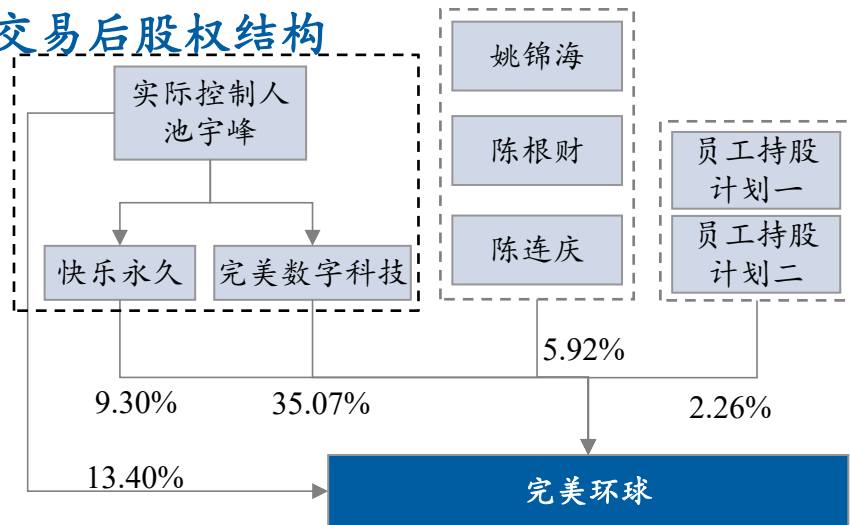
交易结构



交易方案

标的估值	1,203,260.95 万元	购买资产价格	120亿元
完美世界业绩承诺	2016 年度、2017 年度及2018 年度实现净利润分别不低于人民币 75,500 万元、98,800 万元、119,800 万元		
交易对价	以19.53元/股非公开发行 614,439,323 股股票方式购买完美世界100%股权		
配套募集资金	23.56元/股发行不超过 212,224,107 股，募集不超过 500,000 万元		
交易前股本	48,770.70 万元		
交易后股本	131,437.04 万元		

交易后股权结构





初步分析

上市公司整体上市，并购前后标的公司实际控制人均为池宇峰，无需前述长期价值实现和协同的考虑



主要诉求点

- ✓ 实施成功
- ✓ 巩固控制权





交易估值分析

完美环球收购完美世界评估需求：估值不能为实施成功带来障碍。完美世界估值情况：收益法评估为1,203,260.95万元，市场法评估为865,477.99万元，最终采用收益法（**为估出完美世界股东权益价值为120亿元，该估值中永续期增长率设定为约2%**）。

上市公司	标的资产	调整后企业价值 (万元)	企业价值倍数	平均承诺利润 计算PE
掌趣科技	天马时空80%股权	328,044	15.54	12.55
泰亚股份	恺英网络100%股权	612,187	11.75	10.89
凯撒股份	天上友嘉100%股权	119,929	12.84	10.61
德力股份	广州创思100%股权	247,284	11.24	10.97
巨龙管业	艾格拉斯100%股权	237,289	11.59	9.31
中文传媒	智明星通100%股权	259,931	13.71	13.21
	平均		12.78	11.26
完美世界		1,203,261	11.52	12.24

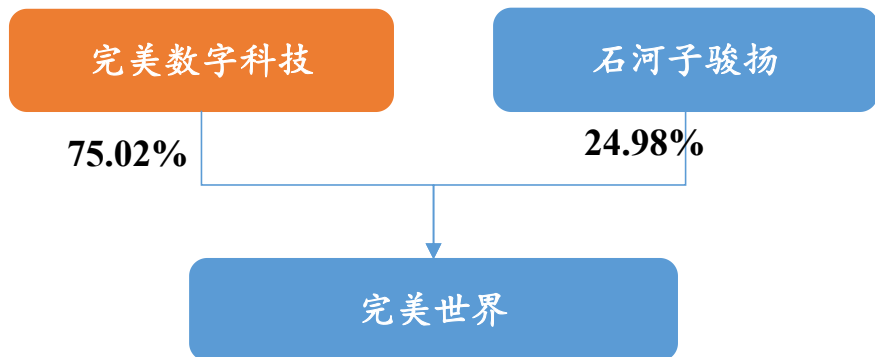
注：企业价值倍数与市盈率类似，但侧重于衡量企业价值。企业价值倍数=EV/EBITDA

支付方式

由于（1）实际控制人巩固控股权；（2）其他投资者看好上市公司发展，交易对方（包括上市公司实际控制人控制的其他企业和投资者）均想要股份，以期交易完成后从上市公司股价上涨中获益。因此，该次并购交易支付方式亦全部为股份。

业绩补偿

完美世界股权比例



承诺净利润

	2016年	2017年	2018年
承诺净利润 (万元)	75,500	98,800	119,800

交易对方当期应补偿的金额和应当补偿的股份数量按照以下公式进行计算：

当期应当补偿股份数量=当期应当补偿金额/本次重大资产重组中认购股份的发行价格。

当期补偿金额=（截至当期期末累积承诺净利润数—截至当期期末累积实现净利润数）÷承诺期限内各年的承诺净利润数总和×标的资产交易作价—累积已补偿金额

在承诺期限届满时，上市公司应当对标的资产进行减值测试，如果期末减值额/标的资产交易作价>补偿期限内已补偿股份总数/认购股份总数，则交易对方需另行向上市公司补偿认购股份。交易对方另行补偿的认购股份数量为：期末减值额/认购股份的发行价格—承诺期限内已补偿的股份总数。

如果交易对方应补偿股份时实际持有的上市公司股份数量不足应当补偿的股份数量的，应当以现金方式补偿差额部分。计算公式如下：

当期应当补偿现金金额=（当期应当补偿股份数量-已补偿股份数量）*认购股份的发行价格-已补偿现金金额

补偿股份数量不超过交易对方在本次重大资产重组中各自认购的甲方股份的总量。

3.3 经典案例分享（完美世界）——完美环球收购完美世界



锁定期

完美数字科技	自本次发行股份发行结束之日起36个月内不转让其因本次股权转让所获得的完美环球股份
石河子骏扬	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 如石河子骏扬持有完美世界股权之日至本次交易的股份发行结束之日不足12个月的，自股份发行结束之日起36个月内不转让 ✓ 如石河子骏扬持有完美世界股权之日至本次交易的股份发行结束之日超过12个月的，自股份发行结束之日起12个月内不转让

法定锁定期

自前述锁定期满后，石河子骏扬每12个月内可解除转让限制的股份数量如下表所示：

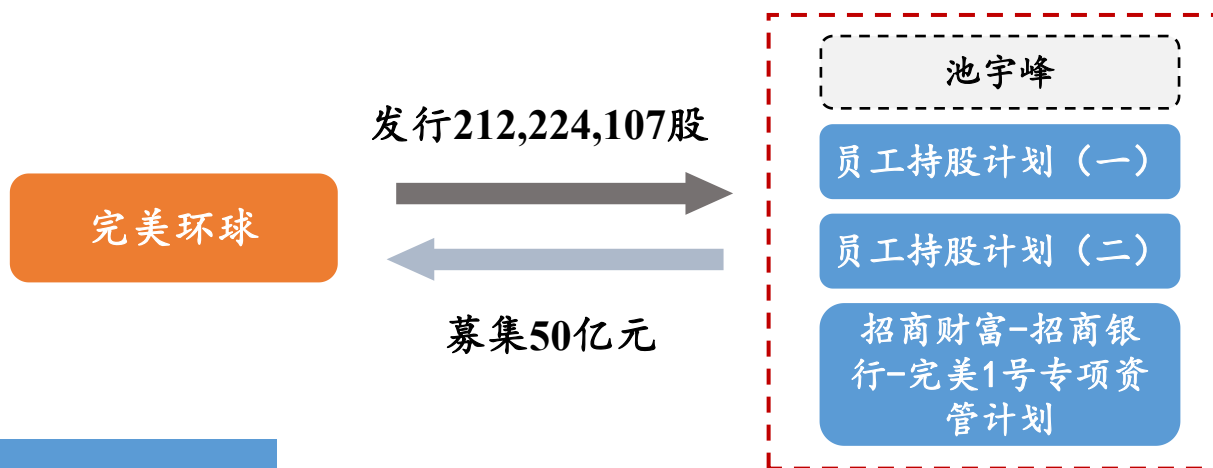
期数	可申请解锁时间	累计可申请解锁股份
一期	1、第一年完成对赌，出具专项审核报告之次日；2、履行完毕补偿义务之次日；3、股份发行结束之日起届满12个月之次日。	可申请解锁股份=本次认购的完美环球股份25%—当年已补偿的股份
二期	1、第二年完成对赌，出具专项审核报告之次日；2、履行完毕补偿义务之次日；3、股份发行结束之日起届满24个月之次日。	可申请解锁股份=本次认购的完美环球股份50%—累计已补偿的股份
三期	1、第三年完成对赌，出具专项审核报告之次日；2、履行完毕补偿义务之次日；3、股份发行结束之日起届满36个月之次日。	可申请解锁股份=本次认购的股份的75%—累计已补偿的股份—进行减值补偿的股份
四期	完美环球本次交易股份发行结束之日起届满48个月之次日	可申请解锁股份=本次认购的股份的100%—累计已补偿的股份—进行减值补偿的股份

锁定期与对赌对应



配套融资

本公司非公开发行股票募集配套资金发行的股份自新增股份发行结束之日起36个月内不得以任何方式转让，配套资金扣除发行费用后将用于影视剧投资、游戏的研发运营与代理等项目



公司治理

完美世界现有员工与其所属各用人单位的劳动关系并不因本次重组而发生变更、解除或终止，其现有员工于标的股权交割日之后的工资、社保等员工薪酬仍由其所属用人单位承担。

3.3 经典案例分享（完美世界）——完美世界收购今典



深圳市创新投资集团有限公司
SHENZHEN CAPITAL GROUP CO.,LTD

并购主要目的

完美世界
PERFECT WORLD

主业为精品电视剧、电影的创作及艺人经纪业务

内容制作



今典
ANTAEUS

影院建设与投资、院线发行、电影放映及其他相关衍生业务

渠道发行

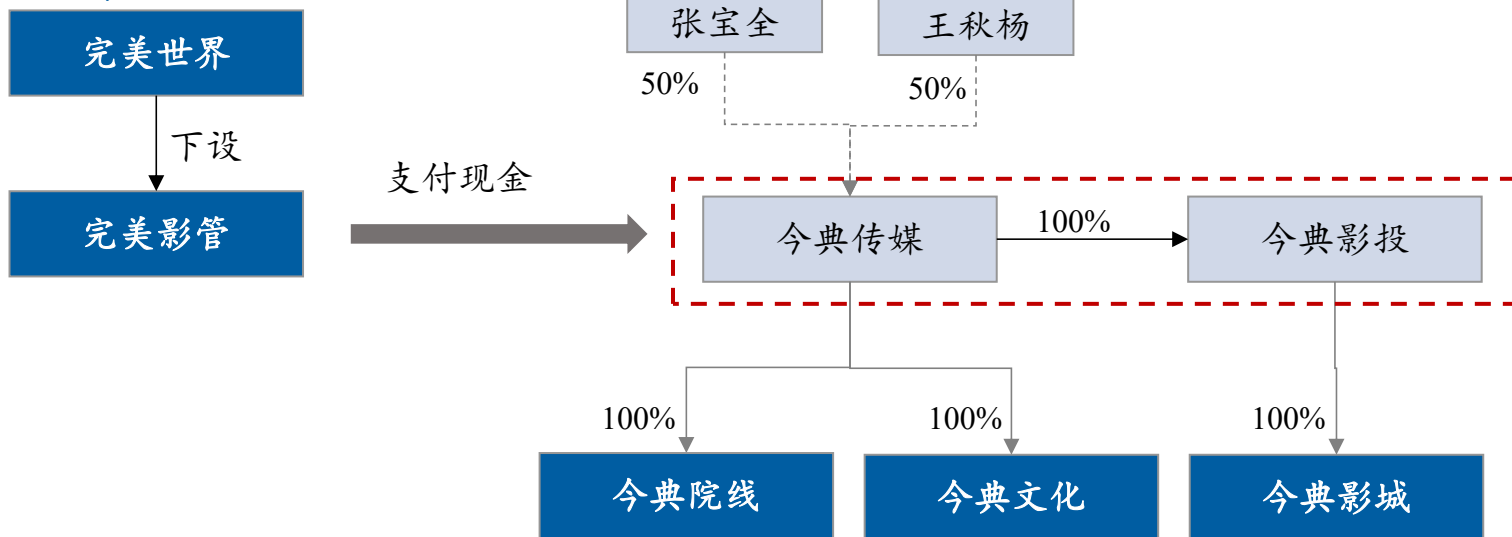


- ✓ 直接面对终端用户，借助产业链垂直一体化的经营优势形成较强的议价能力
- ✓ 增强排片自主权和行业话语权，有助于企业实现影视作品收益的最大化
- ✓ 获得原电影制作收入外，还能获得影片放映收入和院线分账收入，提高经营稳定性。

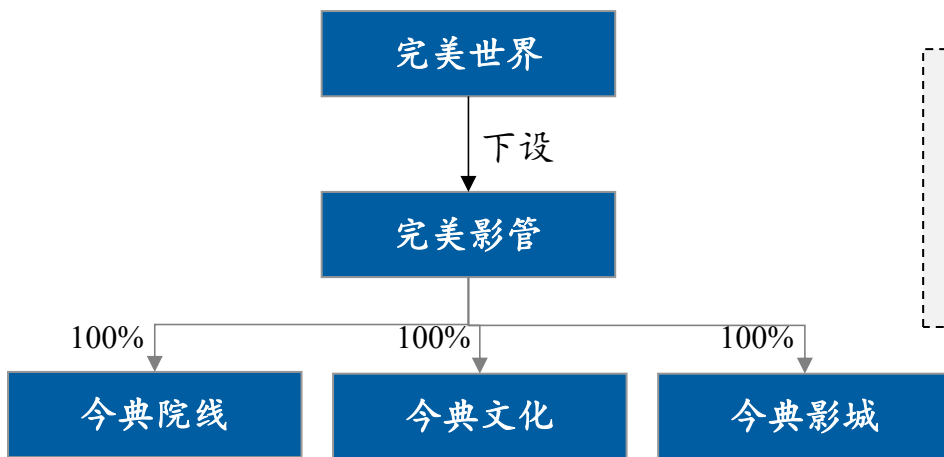
协同效应

3.3 经典案例分享（完美世界）——完美世界收购今典

重组前股权结构



重组前股权结构



支付现金收购今典传媒持有的今典院线100%股权、今典文化100%股权，今典影投持有的今典影城100%股权，以及今典传媒、今典影投及其关联实体对标的公司及其控制的下属公司持有的目标债权

3.3 经典案例分享（完美世界）——完美世界收购今典

交易估值



初步分析

上市公司向产业链下游延伸，对标的公司业务较为了解，是寻求长期价值和产业协同



主要诉求点

- ✓ 实施成功
- ✓ 保障收购后整合顺利进行

上市公司	标的资产	交易对价	市盈率	市净率
万达院线	重庆世茂等14家影院	100,000.00	-	11.01
文投控股	耀莱影城	232,000.00	16.00	6.54
完美世界	今典院线、今典文化、今典影城	87,354.67	16.60	-

今典院线、今典文化、今典影城估值情况：收益法评估为87,355.05万元，资产基础法评估为1,318.37万元，最终采用收益法

支付方式

- ✓ 此次收购涉及资金量较小，且采用现金收购不需证监会审核，所需时间较少，亦避免了审核风险（今典影城净资产为负，审核难度较大）

经营者集中

《反垄断法》规定：经营者达成垄断协议，经营者滥用市场支配地位，具有或者可能具有排除、限制竞争效果的经营者集中构成垄断行为。《国务院关于经营者集中申报标准的规定》规定参与集中的所有经营者上一会计年度全球营业额合计超过100亿元人民币，并且至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过4亿元人民币；或参与集中的所有经营者上一会计年度在中国境内的营业额合计超过20亿元人民币，并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过4亿元人民币的需向商务部申请。

该次并购达到申报标准但不涉及垄断行为，向商务申请后获得批准。

3.3 经典案例分享（完美世界）——完美世界收购今典



交易估值

完美世界收购今典评估需求：后期协同效应为估值提供了较大的安全边际，估值可适当上浮

上市公司	标的资产	交易对价	市盈率	市净率	同期市场情况
万达院线	重庆世茂等14家影院	100,000.00	-	11.01	
文投控股	耀莱影城	232,000.00	16.00	6.54	
完美世界	今典院线、金典文化、今典影城	87,354.67	16.60	-	

由于标的公司大部分影城在2011-2012年开业，一般需要3-5年的培育期才能正式开始盈利，因此部分标的影院在报告期内处于亏损状态，导致未分配利润为负，同时，今典院线和部分标的影院在2016年6月30日进行了利润分配，共形成应付股利6,364.23万元，受上述因素影响，标的公司的净资产为负，相应的交易市净率为负，不具有可比性。

今典院线、今典文化、今典影城估值情况：收益法评估为87,355.05万元，资产基础法评估为1,318.37万元，最终采用收益法

支付方式

- ✓ 此次收购涉及资金量较小，且采用现金收购不需证监会审核，所需时间较少，亦避免了审核风险（今典影城净资产为负，审核难度较大）



2018年1月28日，完美世界将今典院线、今典文化、今典影城出售给控股股东完美世界控股，股权转让对价为94,376.57万元。

第四部分 并购重组的趋势展望

4.1 新形势下对并购的思考

4.2 新形势下的并购趋势

4.1 新形势下对并购的思考——明确方案设计的目的

视角一：交易方案应当有利于以下每一过程的实施

1 买卖双方（包括投资人）均有利可图，因而意向明确

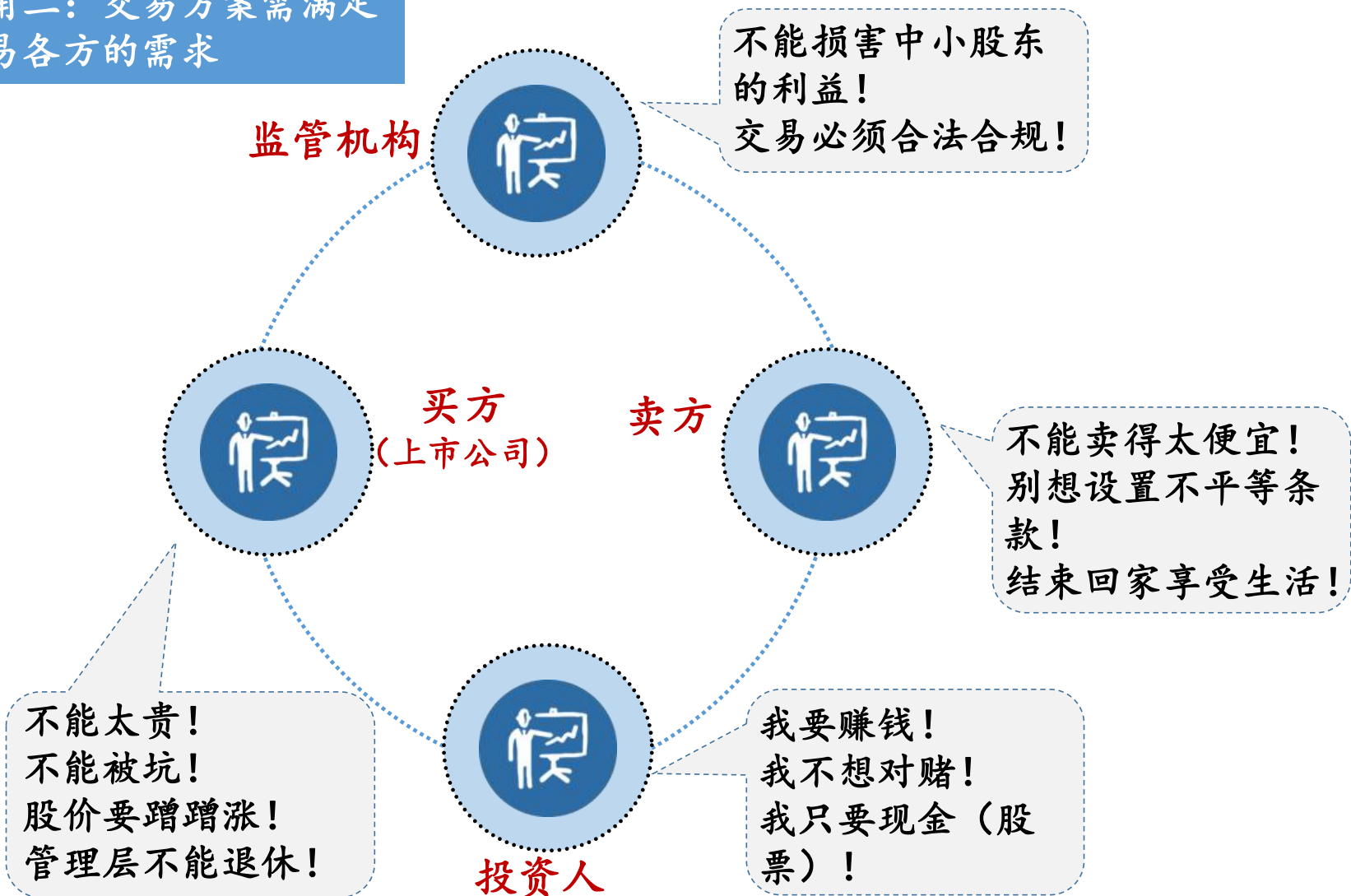
2 中介机构尽职调查，规范标的公司，确认标的公司符合被上市公司收购的要求

交易通过证监会审核 3

资产顺利交割 4

4.1 新形势下对并购的思考——明确方案设计的目的

视角二：交易方案需满足交易各方的需求



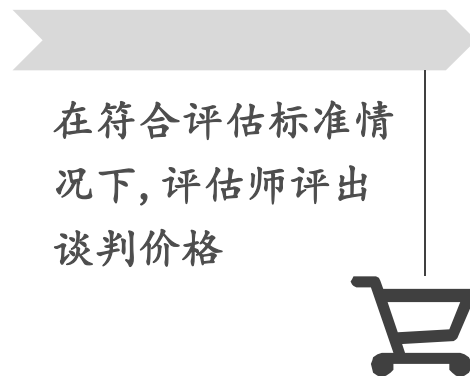
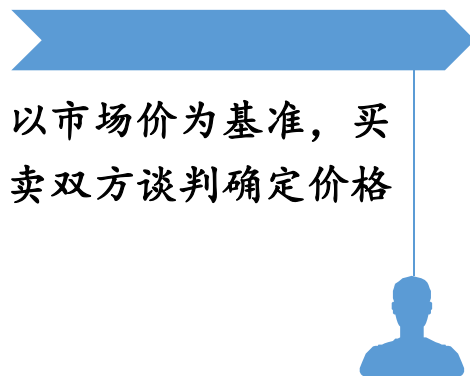
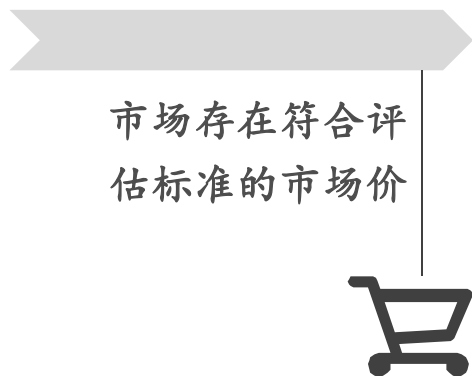
4.1 新形势下对并购的思考——明确方案设计的目的



成功交易标准一：不亏（实现长期价值）

- 市场价一般体现为市盈率/市净率倍数
- 交易价格看似谈判确定，实际上一般情况下，**交易价格=对赌期平均承诺利润*市盈率（市场价，根据标的具体情况、谈判情况调整）**
- 交易价格的核心还是评估

并购交易价格如何确定？



4.1 新形势下对并购的思考——明确方案设计的目的



成功交易标准一：不亏（实现长期价值）

收益法为例说明

上市公司	交易对价 (万元)	三年平均 承诺净利润	承诺平均利润 计算市盈率	前三年现金流量 现值和	前三年现金流量现值和占交 易对价比例
江泉实业	160,229.50	14,374.94	11.15	32,402.64	20.22%
金城股份	346,294.94	40,000.00	8.66	70,823.90	20.45%
宏达新材	326,278.74	37,000.00	8.83	52,649.92	16.14%
鼎泰新材	4,330,000.00	282,933.33	15.84	519,924.02	12.01%
恒基达鑫	606,000.00	38,368.61	15.79	88,671.72	14.63%
				平均	16.69%

收益法：

一般假设标的公司业绩前5年或10年逐年上涨，其后假设每年实现业绩不变
以风险调整后的折现率对各年现金流量进行折现
现金流量现值和即为标的公司的估值（一般等于交易对价）

对赌之殇？

业绩补偿优势

风险控制措施

- 收购公司较为复杂，虽然收购前上市公司会聘请中介机构对标的公司进行尽职调查，标的公司实际盈利能力仍然难以判断
- 为控制交易风险，标的公司做出业绩补偿承诺有利于降低交易的风险

业绩补偿劣势

标的公司管理层承担过多补偿责任

- 标的公司财务投资人往往不愿意参与对赌，而上市公司需要标的公司股东对全部交易对价承担补偿责任，因此，标的公司管理层往往只获得部分交易对价，却需要承担100%交易对价的补偿责任

业绩补偿劣势

可能引起上市公司短视

- 上市公司一般以承诺平均净利润的10倍以上的交易对价收购标的公司，而标的公司仅承诺三年，合计承诺净利润不足交易对价的1/3，按前三年承诺期现金流量净额折现合计计算甚至不足交易对价的20%
- 上市公司却可能认为交易风险大部分已由业绩补偿承诺控制，因而掉以轻心

可能引起标的公司股东过高承诺

- 由于高承诺对应高交易对价，标的公司具有“毕其功于一役”的倾向

延迟并购整合

- 由于标的公司股东业绩承诺，上市公司不宜多插手标的公司经营，实际整合往往发生在业绩承诺期之后

4.1 新形势下对并购的思考——对普遍方案的再思考

对赌之殇？

2017年商誉大幅减值的情况在创业板公司中集体爆发。2017年创业板公司资产减值损失423.5亿元，占净利润比值高达49%。如果不考虑乐视网108.8亿元的资产减值，创业板公司资产减值合计314.7亿元，占净利润比值为31.4%。资产减值损失排名靠前的30家公司（乐视网除外），资产减值合计166.4亿元，其中商誉减值98.9亿元，占资产减值比例高达59.4%。而2014-2016年创业板商誉减值占资产减值的比例仅为3.6%、16.5%和13.8%。

2013年创业板重组标的业绩完成情况

上市公司	并购重组时间	三年业绩承诺完成比率	承诺期后第一年（2016年）并购标的业绩变化	第二年（2017年）业绩较前一年变化
掌趣科技	2013-8-14	104%	-30%	-
易成新能	2013-5-15	114%	-64%	-1035%
星星科技	2013-12-27	101%	-44%	-12%
吴通控股	2013-9-5	100%	-71%	70%
盛运环保	2013-9-25	107%	-12%	-87%
上海新阳	2013-10-17	108%	-13%	-16%
梅泰诺	2013-3-14	101%	-60%	-
隆华节能	2013-11-1	98%	-57%	46%
蓝色光标	2013-9-5	89%	3%	-65%
华谊嘉信	2013-10-11	92%	-7%	-
华星创业	2013-9-9	103%	-27%	-72%
鼎龙股份	2013-10-28	117%	1%	-62%

4.1 新形势下对并购的思考——对普遍方案的再思考

对赌之殇？

2014年创业板重组标的业绩完成情况

上市公司	并购重组时间	三年业绩承诺完成比率	承诺期后第一年(2017年)标的业绩变化
蒙草生态	2014-2-20	102%	-41%
泰格医药	2014-7-31	99%	64%
润和软件	2014-9-4	102%	14%
凯利泰	2014-9-4	104%	-16%
掌趣科技并购标的1	2014-4-22	106%	-35%
掌趣科技并购标的2	2014-4-22	84%	-39%
吴通控股	2014-10-28	138%	20%
华录百纳	2014-11-4	101%	-51%
汇冠股份	2014-9-10	68%	-79%
和晶科技	2014-12-9	110%	-19%
华昌达	2014-10-16	110%	-42%
联建光电	2014-7-2	100%	-39%
兴源环境	2014-4-3	164%	-34%
依米康	2014-12-31	90%	-38%
美晨生态	2014-9-22	160%	29%
拓尔思	2014-9-29	101%	3%
科大智能	2014-6-13	107%	25%

2014年创业板重组标的业绩完成情况

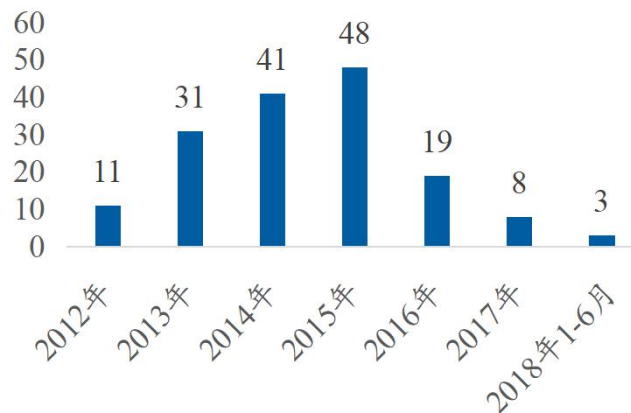
上市公司	并购重组时间	三年业绩承诺完成比率	承诺期后第一年(2017年)标的业绩变化
长荣股份	2014-5-20	111%	-32%
力源信息	2014-8-13	100%	2%
捷成股份	2014-1-10	103%	-80%
智慧松德	2014-12-30	102%	-7%
天舟文化	2014-6-7	101%	-51%
华策影视	2014-3-27	106%	-6%
锦富技术	2014-8-20	64%	-48%
中航电测	2014-12-9	101%	-49%
吉药控股	2014-9-5	103%	59%
乐视网	2014-5-10	184%	-52%
双林股份	2014-12-24	144%	-6%
银之杰	2014-12-2	138%	-9%
海默科技	2014-11-27	107%	37%
星辉娱乐	2014-4-8	107%	10%
金龙机电并购标的1	2014-11-29	84%	-51%
金龙机电并购标的2	2014-11-29	107%	-33%
银江股份	2014-3-25	56%	-
鼎汉技术	2014-9-3	136%	-88%
南风股份	2014-7-10	100%	-33%

4.2 新形势下的并购趋势

借壳不会消失，但不会成为市场主流

- 在当前环境下，借壳的股权稀释的高成本让交易双方难以达成一致
- 但借壳交易在很长时间也会存在，但交易数量少不会成为并购市场的主流
 - ① 成熟市场依然有借壳交易的发生。主要是并购市场的需求是比较多样化的，市场最终会平衡借壳需求和供给；
 - ② 有些具备IPO条件的企业对于审核的周期和政策变化有所顾虑，希望能够通过借壳方式快速实现上市；
 - ③ 有些企业的特点比较适合借壳，比如盈利好估值压力小且持续经营能力强，但历史严格规范稍弱；
 - ④ 壳的市值在不断下调，原来没有条件借壳的企业也具备的交易基础，也给了些特定企业可以借壳的机会

近年公告借壳上市数量



数据来源：WIND资讯

- A股市场中借壳交易数量（公告数）于2015年达到顶峰；

4.2 新形势下的并购趋势

符合国家发展战略和方向的产业境内
外并购重组将会继续得到支持

- ✓ 2016年12月，《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划的通知》，“引导社会资本设立一批战略性新兴产业跨国并购和投资基金……支持企业开展知识产权海外并购”
- ✓ 2017年7月，国家外汇管理局副局长杨国中近日在外汇局旗下杂志《中国外汇》撰文，积极引导市场主体对外合理投资，支持符合“一带一路”等国家战略规划和能够促进国内产业结构升级、技术进步为目的的跨境并购。
- ✓ 2017年8月，证监会官网发文表示并购重组已成为资本市场支持实体经济发展的主要方式，明确支持新兴产业、国企改革、一带一路建设和供给侧改革的并购重组
- ✓ 2018年2月，上交所发文，2018年将在继续从严监管并购重组的基础上，重点支持新技术、新业态、新产品通过并购重组进入上市公司，继续支持产能过剩行业的兼并重组和产能出清，在规则优化、政策咨询、方案调整、培训指导、技术保障等方面提供一揽子服务。

中小型上市公司或成并购主力

受制于再融资政策的约束，一些中小型上市公司有做大股本、做大市值的需求，这些上市公司或是2018年并购重组的主力

1 市值小的上市公司资本运作需求旺盛

- IPO审核速度加快，市场估值趋于理性，**上市公司在股票市场的溢价率会降低**，只有**盈利能力更强和更有成长性预期**的公司才能支撑**更高的市值**，**中小市值上市公司借助资本市场外延式扩张也是普遍需求**

2 再融资审核收紧，并购成为上市公司资本运作首选

- 上市公司再融资政策进一步收紧，间隔18个月的要求让再融资的频率大大降低，市价基准日发行也增加了发行难度，同时股本扩张限制也遏制了单次的融资规模。原来上市公司可以通过再融资获得资金，用于新建项目投入或现金并购。而再融资新政让上市公司持续融资越来越难，上市公司**对通过并购重组方式来实现成长更为侧重和依赖**；
- 另外从规则上讲，并购重组的配套融资不受间隔18个月的限制，而且结合并购重组的融资手段**不但承担企业外延式扩张的职能，从某种程度也是上市公司缓解融资压力的手段**。

4.2 新形势下的并购趋势



出售资产或进行债务重组的案例将会增多

由于往年高歌猛进的收购，大部分收购主体将面临新的难题，比如商誉的减值、偿还银行债务等等，出售资产或进行债务重组的案例将会增多

感谢您的聆听！



深圳市创新投资集团有限公司

总裁特别助理、并购总部总经理、企业服务中心总经理

龙飞虎

13501085928