



并购市场介绍及案例分析

2017年3月



董宇

投资银行总部
副总经理
保荐代表人

联络方式：

电话：0571-87823588

手机：13916628586

现职

- 财通证券投行总部副总经理 保荐代表人

学历

- 上海财经大学经济学硕士

经历

- 先后任职于广发证券、国信证券、光大证券，从事投资银行业务逾20年，中国首批保荐代表人。负责和保荐过酒钢宏兴IPO、奥康国际IPO、鲁丰环保IPO、西部牧业IPO、亚星锚链IPO等10余家企业新股发行上市和特变电工配股、西部牧业配股、华润集团收购华源集团等多项再融资及并购业务。

目录

| | |
|------------------------------|-----------|
| 章节1 并购市场概况 | 4 |
| 1.1 全球并购市场 | 5 |
| 1.2 中国并购市场 | 6 |
| 1.3 中国企业并购——境内并购、海外并购 | 7 |
| 1.4 并购市场资讯 | 9 |
| 1.5 并购市场展望 | 12 |
| 章节2 国内上市公司并购重组方式与流程 | 13 |
| 2.1 企业并购方式划分 | 14 |
| 2.2 企业并购通用流程 | 15 |
| 2.3 企业并购重组重点关注问题 | 16 |
| 章节3 国内上市公司境外并购核心问题与流程 | 25 |
| 3.1 境内审批 | 27 |
| 3.2 支付手段 | 28 |
| 3.3 并购融资 | 29 |
| 3.4 现行法规框架下上市公司跨境并购的典型路径 | 30 |
| 章节4 中国企业海外并购案例 | 36 |

章节 1

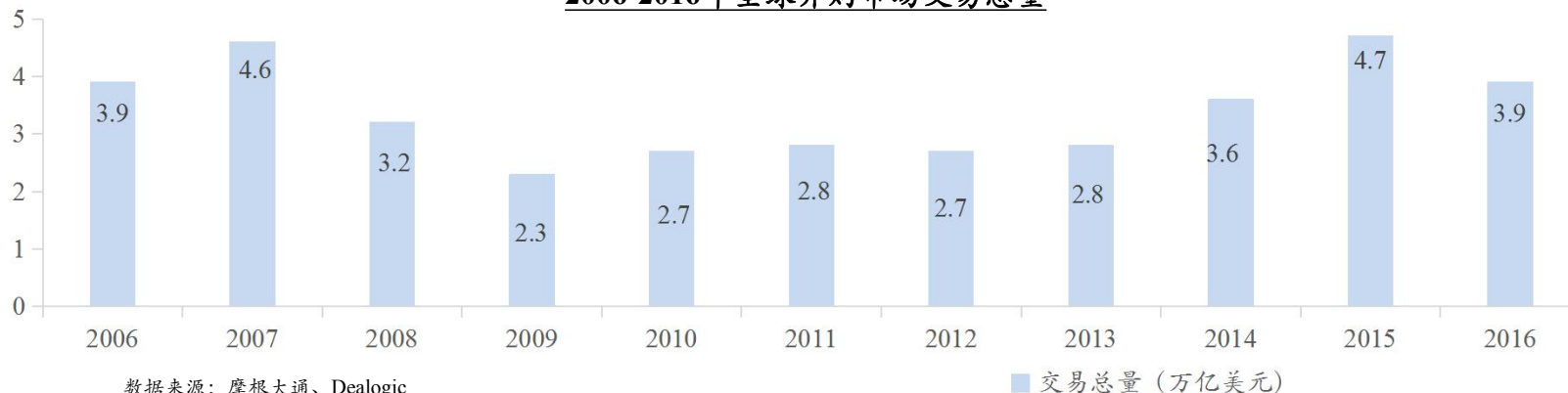
并购市场概况

1.1 全球并购市场

挑战与机遇并存

- 全球并购市场在2016年保持强大活力，交易金额达到3.9万亿美元，与有史以来第三最佳年份的交易金额相当
- 2016年是市场面临诸多挑战的一年，撤销的并购交易总额创下2008年以来最高纪录，全球并购交易总金额同比下降18%。并购交易金额下降的主要原因是100亿美元以上的超大规模交易总额同比下降39%，同时2.5亿美元以上交易金额同比下降6%
- 尽管面临诸多挑战，但2016年并购活动仍维持了健康的基本面：全球企业继续寻求与内生增长具有互补性的收购交易，以求拓展新的业务区域、开发新的产品和获取专有技术，融资成本持续保持在较低水平，也在一定程度上促进了企业并购活动

2006-2016年全球并购市场交易总量



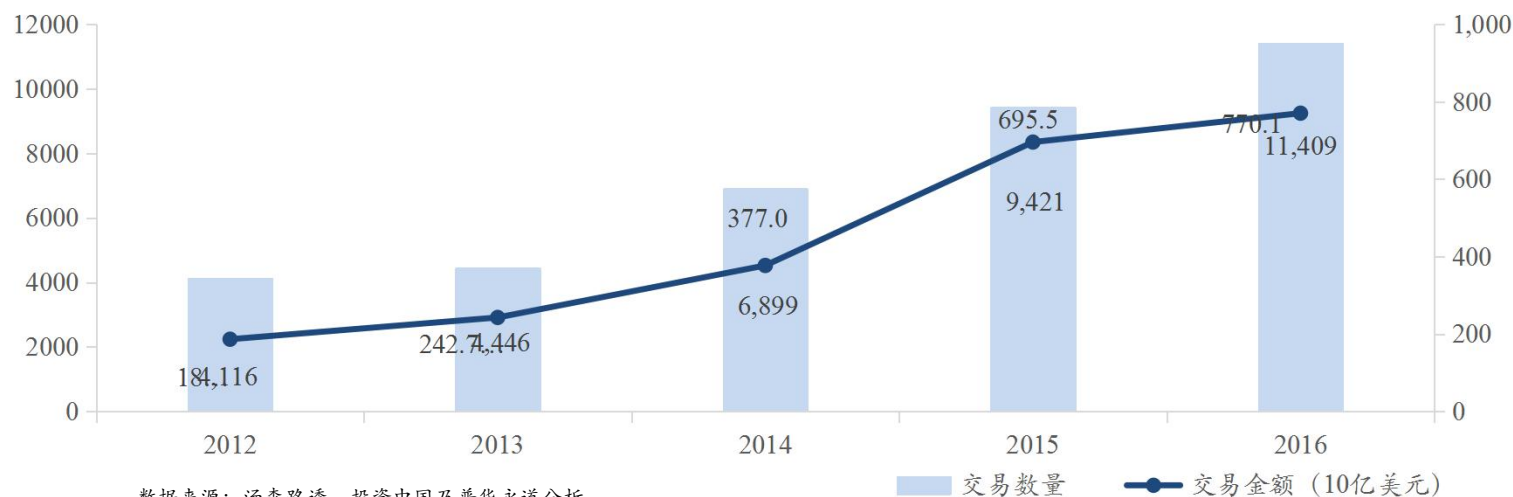
数据来源：摩根大通、Dealogic

1.2 中国并购市场

境内并购趋稳回落，海外并购爆发元年

- 中国并购市场在2016年再创新高，交易数量上升21%，达11,409宗；交易金额上升11%达到7,700亿美元
- 国内并购和入境战略并购交易数量有所下降，这在一定程度上抵消了大宗海外投资的增长。国内并购和入境并购的大宗交易（10亿美元以上）从2015年的68宗减少至2016年的36宗
- 中国大陆企业的海外并购投资金额增幅高达246%，几乎是2015年的3.5倍。其中，有51宗大额海外投资交易金额超过了10亿美元，几乎是2015年记录的两倍

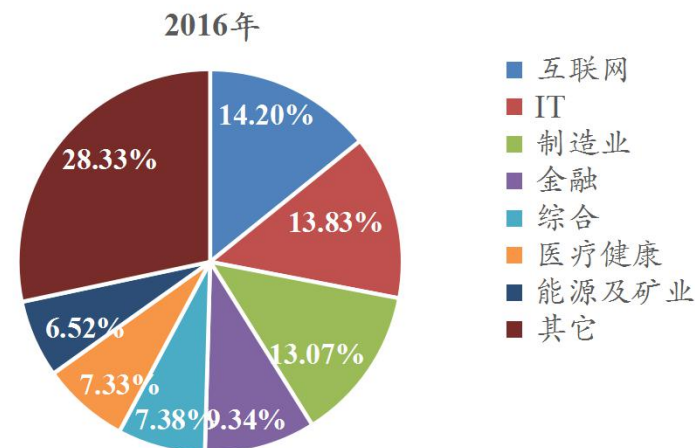
2012-2016年中国并购市场交易数量及交易总金额



1.3 中国企业并购——境内并购

- 受国企改革、巨头合并和政策监管加紧、增强风控等多重因素影响，2016年中国境内并购市场在2015年迎来爆发后回落趋稳
- 根据相关数据显示，2016年中国企业境内并购交易金额达到520.40亿美元，与去年同比下降12.26%；交易案例数量为9,868宗，与去年同比上升15.77%
- 就行业分布来看，在2016年度中国并购市场交易完成案例中，互联网、IT、制造业交易完成数量各占比14.20%、13.83%、13.07%，领衔本年度并购交易市场前三名

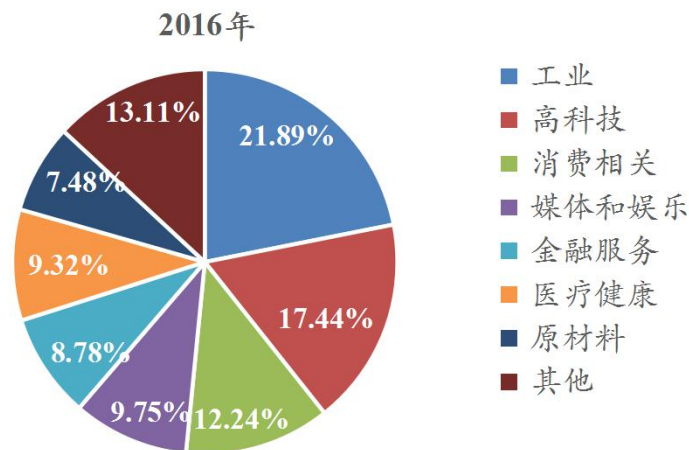
2012-2016年中国境内并购交易数量及交易金额



1.3 中国企业并购——海外并购

- 2016年中国大陆企业海外并购实现大幅增长，交易量增加142%，交易金额增加246%，达到2,210亿美元，超过前四年中企海外并购交易金额总和
- 高科技、大消费相关和媒体及娱乐行业吸引了大量资金，部分原因是看好中国新兴的中产阶级和消费文化
- 中国企业在海外寻求领先的技术、专利和品牌，引入国内市场；他们为了实现公司的外延式增长而选择海外并购；其拥有充沛的资金及通畅的融资渠道；进行国内和海外估值差异的套利；并对冲人民币贬值和国内经济衰退的风险

2012-2016年中国海外并购交易数量及交易金额



1.4 并购市场资讯

• 2016年9月《上市公司重大资产重组管理办法》修订

■ 内容摘要：

- 1、规定了严格的冷冻周期，60个月内都不得换整为零
- 2、借壳判断标准从资产总额扩展到总资产、净资产、营业收入、净利润，甚至是股份总数
- 3、主营业务发生根本变化也构成借壳
- 4、上市公司以及相关人员在违法违规行为的不得卖壳
- 5、借壳上市不得同时配套募集资金
- 6、上市公司私自实施规避借壳行为的，可能被监管机构实施重罚
- 7、创业板更加明确不得存在借壳行为

■ 意义：旨在给炒壳降温，促进市场估值体系的理性修复，继续支持通过并购重组提升上市公司质量，引导更多资金投向实体经济

1.4 并购市场资讯

• 定增新规对并购的影响

■ 2017年2月17日，证监会完善了上市公司非公开发行股票规则，以此来规范上市公司再融资

其一，证监会网站上正式发布《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定（中国证券监督管理委员会公告〔2017〕5号）》

其二，发行部通知公告中发布《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》

■ 相关内容：

- 1) 定价调整：明确定价基准日只能为本次非公开发行股票发行期的首日
- 2) 规模限制：不得超过本次发行前总股本的20%
- 3) 明确间隔期限：距离前次募集资金到位日原则上不得少于18个月

■ 对并购影响：

- 1) 并购相关的配套融资，其规模和定价受新规影响；
- 2) 并购重组的配套融资在间隔期限上不受18个月的影响

1.4 并购市场资讯

• 2017年1月外汇出境政策（3号通知）

- 2017年1月，国家外汇管理局印发《国家外汇管理局关于进一步推进外汇管理改革完善真实合规性审核的通知》（即3号通知），其主要监管思想为：**扩流入防流出**
- 内容摘要：
 - （1）加强境外直接投资真实性、合规性审核。境内机构办理境外直接投资登记和资金汇出手续时，除应按规定提交相关审核材料外，还应向银行说明投资资金来源与资金用途（使用计划）情况，提供董事会决议（或合伙人决议）、合同或其他真实性证明材料
 - （2）实施本外币全口径境外放款管理。境内机构办理境外放款业务，本币境外放款余额与外币境外放款余额合计最高不得超过其上年度经审计财务报表中所有者权益的30%
- 总结：明确提出加强境外直接投资真实性、合规性审核，对于办理外汇业务提出了更明确的具体要求；对境外放款审核设置了宏观审慎额度管理，采用系数管理

1.5 并购市场展望

全球并购市场继续保持活跃

- 我们预计2017年的并购交易量将会延续2016年的强劲表现，因为全球企业将继续寻求通过创新和变革性交易为内生增长提供有益补充。投资者对于强化规模和协同战略匹配性的并购交易持欢迎态度，收购方积极的股价反应也体现了投资者对并购市场持续活跃的支持态度
- 随着全球GDP增长预期渐趋平缓，2017年并购市场的活跃表现将有助于加快企业的扩张。在市场为适应当前政治和监管的变化不断调整的过程中，强劲的基本面以及潜在的有利于商业活动的政策变化，对于并购市场应起到扶持作用

中国并购市场稳步前进，重回产业发展道路

- 因2017年外汇新政的影响，海外并购数量预期下滑，部分计划流出的资金可能重回国内并购市场。但从长期来看，所有促使中国企业进行海外投资的驱动因素依然存在。总体而言，我们认为2017年海外并购将稍低于2016年的并购高潮，但在2018年可能继续创下新高
- 境内方面，未来，随着机制的不断完善，相信兼备“资本”和“产业”的并购基金仍将是境内并购市场的主要参与者，以及实体经济转型升级的重要推动者
- 总体来说，未来中国境内外并购在机制和监管政策的改革下将重回产业发展的合理道路：并购目的将从简单的资产配置过渡到以产业整合为主的精细并购，对产业协同性要求将越来越高

章节 2

国内上市公司并购重组方式与流程

2.1 企业并购方式划分——行业角度与并购行为

行业角度

- 横向并购：横向并购是指同属于一个产业或行业，或产品处于同一市场的企业之间发生的并购行为。横向并购可以扩大同类产品的生产规模，降低生产成本，消除竞争，提高市场占有率。
- 纵向并购：纵向并购是指生产过程或经营环节紧密相关的企业之间的并购行为。纵向并购可以加速生产流程，节约运输、仓储等费用。
- 混合并购：混合并购是指生产和经营彼此没有关联的产品或服务的企业之间的并购行为。混合并购的主要目的是分散经营风险，提高企业的市场适应能力。

并购行为

- 善意并购：善意并购主要通过双方友好协商，互相配合，制定并购协议。
- 敌意并购：敌意并购是指并购企业秘密收购目标企业股票等，最后使目标企业不得不接受出售条件，从而实现控制权的转移。

付款方式

- 现金购买：用现金购买资产；用现金购买股票。
- 股票购买：用股票购买资产；用股票交换股票。
- 其他方式：债券转股权方式；间接控股；承债式并购；无偿划拨现购买资产。

2.2 企业并购通用流程——公司并购五个基本阶段

并购决策阶段

- 企业通过与财务顾问合作，根据企业行业状况、自身资产、经营状况和发展战略确定自身的定位，形成并购战略。即进行企业并购需求分析、并购目标的特征模式，以及并购方向的选择与安排。

目标选择阶段

- **定性选择模型：**结合目标公司的资产质量、规模和产品品牌、经济区位以及与本企业在市场、地域和生产水平等方面进行比较，同时从可获得的信息渠道对目标企业进行可靠性分析，避免陷入并购陷阱。
- **定量选择模型：**通过对企业信息数据的充分收集整理，利用静态分析、ROI分析，以及logit、probit还有BC（二元分类法）最终确定目标企业。

并购初期工作

- 根据中国企业资本结构和政治体制的特点，与企业所在地政府进行沟通，获得支持，这一点对于成功的和低成本的收购非常重要，当然如果是民营企业，政府的影响会小得多。应当对企业进行深入的审查，包括工商、生产、经营、财务、税务、担保、诉讼等资质的研究调查等。

并购实施阶段

- 与目标企业进行谈判，确定并购方式、定价模型、并购的支付方式（1. 纯现金支付、2. 现金加股权、3. 混合证券支付（收购方债券、认股权证、可转换债券）、法律文件的制作，确定并购后企业管理层人事安排、原有职工的解决方案等等相关问题，直至股权过户、交付款项，完成交易。

并购后的整合

- 对于企业而言，仅仅实现对企业的并购是远远不够的，最后对目标企业的资源进行成功的整合和充分的调动，产生预期的效益。



2.3 企业并购重组重点关注问题——并购重组审核概况

流程简化、分道扬镳、审核效率提升

- 对于涉及多项许可的并购重组申请，实行“一站式”审批，即对外一次受理、内部协作分工、归口一次上会、核准一个批文。
- 分道制实行，优质并购重组豁免，直接上并购重组审核会，进一步减少审核周期。
- 依照规定，发行股份购买资产的审核时限为3个月，目前已将平均时间压缩至20个工作日左右（稽查暂停的除外）。

强化信息披露、弱化实质审核

- 并购交易的审核理念逐渐由过去的对作价、交易的实质性判断向放松管制转变。尤其对于经过交易各方充分博弈后的产业整合而言，其核心监管理念是信息披露，通过完善公司的博弈机制，发挥小股东在过程中的参与权，保证定价和交易过程中的程序正义。

监管特点

支持并购重组创新，完善机制安排

- 研究并购重组支付方式创新，引入优先股和定向可转债等；完善市场化定价机制，增加定价弹性；拓宽融资渠道，支持财务顾问提供并购融资，支持并购基金发展，改善并购融资环境。

分类审核，借壳上市趋严

- 明确规定借壳上市与IPO“等同”审查。

提高并购重组审核透明度

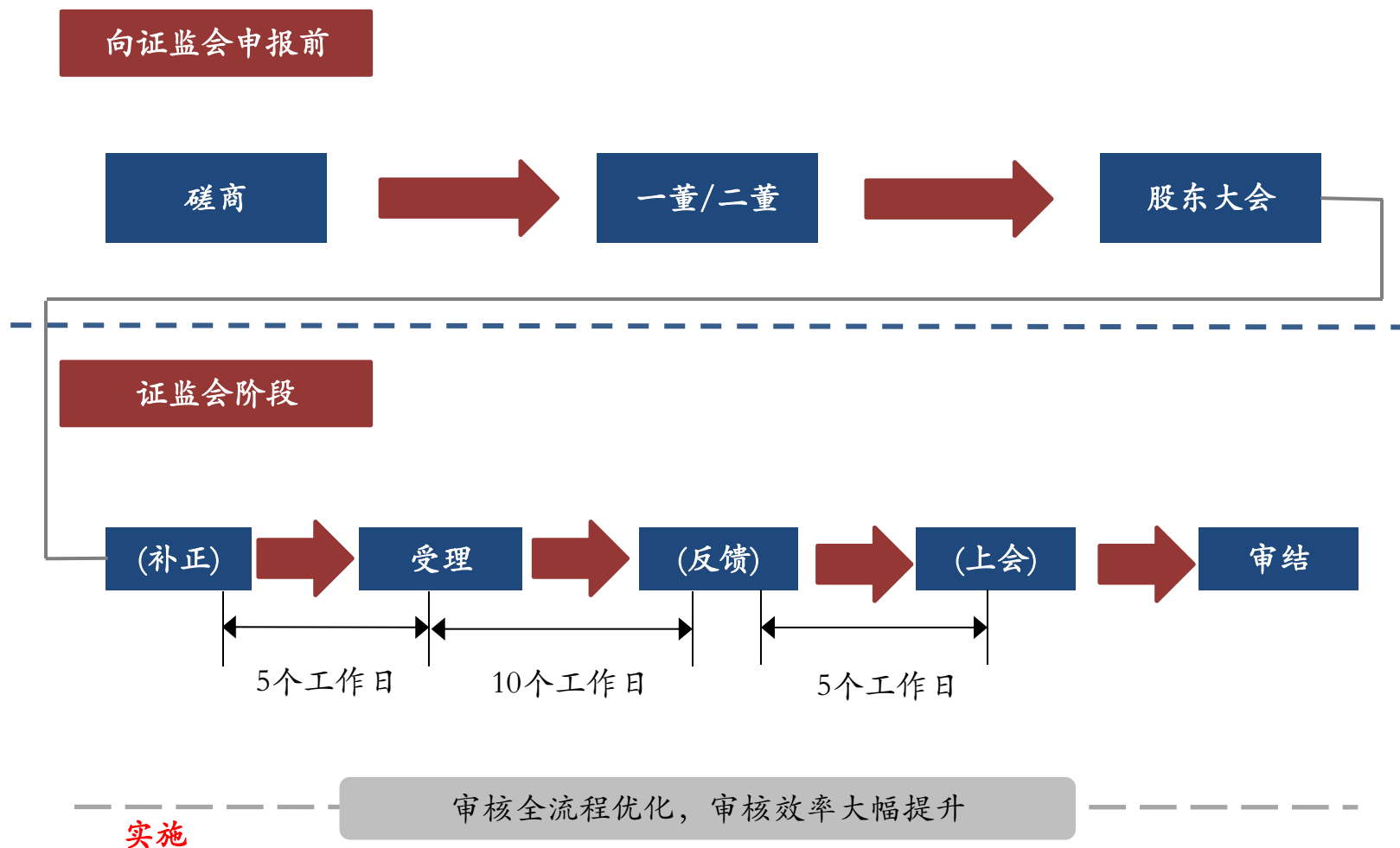
- 2012年10月15日起，对外公开并购重组申请基本信息及审核进度，并每周更新。
- 公开并购重组委审核意见，并完善上述表格，增加接收材料时间、反馈回复的时间，加强流程控制。



2.3 企业并购重组重点关注问题——交易结构



2.3 企业并购重组重点关注问题——审核程序



2.3 企业并购重组重点关注问题——配套融资

融资比例

- 发行股份购买资产交易价格的100%
- 用途应当符合《上市公司证券发行管理办法》、《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》的相关规定；还可用于支付现金对价、并购整合费用和标的资产在建项目建设
- 补充流动资金的比例不超过50%；构成借壳上市的不超过30%

定价

- 锁价、询价发行均参照再融资相关规定

调整

- 调减和取消不构成方案调整
- 新增配套融资的，重新定价

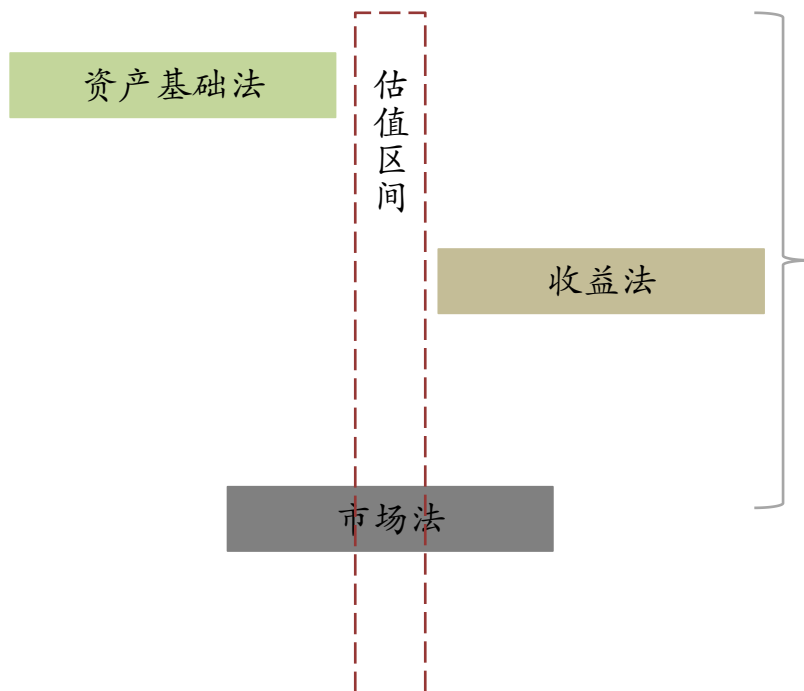
2.3 企业并购重组重点关注问题——锁定期

| | 股份锁定期三年 | 股份锁定期一年 |
|--------|---------------------------------|-----------------|
| 非公开增发 | 上市公司控股股东、实际控制人或其关联人 | 其他认购非公开发行股份的投资者 |
| | 通过本次发行取得上市公司控制权 | |
| | 董事会引入的境内外战略投资者（外资占投入股份比例不低于10%） | |
| <hr/> | | |
| 资产认购股份 | 上市公司控股股东、实际控制人或其关联人 | 其他以资产认购股份的投资者 |
| | 通过本次发行取得上市公司实际控制权 | |
| | 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足12个月 | |

2.3 企业并购重组重点关注问题——估值定价

目前国内常用的估值方法

重资产、矿业、传统行业 轻资产、高新技术行业



资产基础法：

- 重置成本的确定有充分、合理的依据，取值是否符合有关部门最新颁布的标准；
- 成新率的计算是否符合实际，对建筑物、设备是否有进行必要的实地测量、物理测验。

收益法：

- 评估的假设前提是否具有可靠性和合理性；
- 对未来收益的预测是否有充分、合理的依据；
- 折现率的计算在无风险安全利率的基础上是否考虑行业风险及公司个别风险并进行调整。

市场法：

- 参照对象与评估标的是否具有较强的可比性，针对有关差异是否进行全面、适当的调整。

2.3 企业并购重组重点关注问题——税务因素

企业所得税

| 政策公告 | 细节要点 |
|---------------------------------------|--|
| 2009年 财税59号文、2014 年 财税109号文 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 特殊性税务处理： ■ 债务重组确认的应纳税所得额占该企业当年应纳税所得额50%以上，可以在5个纳税年度均匀计入 ■ 收购企业/受让企业购买的股权/资产不低于被收购企业/转让企业全部股权/全部资产的50%，收购企业/受让企业在该股权/资产收购发生时的股权支付金额不低于其交易支付总额的85%，将不再确定各方转让所得 |
| 财税[2014]116号 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 居民企业以非货币性资产对外投资确认的非货币性资产转让所得，可在不超过5年期限内，分期均匀计入相应年度的应纳税所得额，按规定计算缴纳企业所得税 |
| 2014年 财税109号文 2015年 税总第40号公告 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 对100%直接控制的居民企业之间，以及受同一或相同多家居民企业100%直接控制的居民企业之间按账面净值划转股权或资产，凡具有合理商业目的、不以减少、免除或者推迟缴纳税款为主要目的，股权或资产划转后连续12个月内不改变被划转股权或资产原来实质性经营活动，切划出方企业和划入方企业均未在会计上确认损益的，可以采用特殊性税务处理 |

2.3 企业并购重组重点关注问题——税务因素

个人所得税

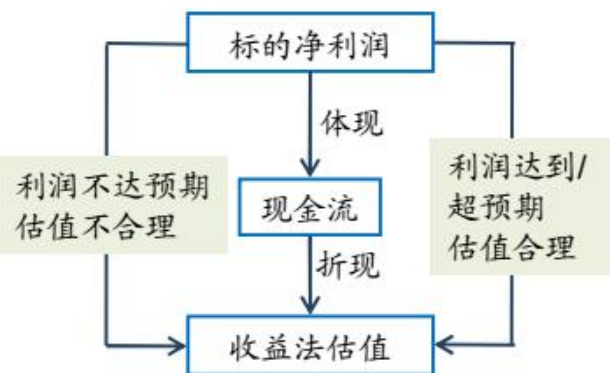
| 政策公告 | 细节要点 |
|---------------|---|
| 2014年税总第67号公告 | ■ 除二级市场买卖股票和个人转让上市公司限售股两种情况以外，个人转让股权，以股权转让收入减除股权原值和合理费用后的余额为应纳税所得额，按“财产转让所得”缴纳20%的个人所得税 |
| 2015年财税41号文 | ■ 个人以非货币性资产投资，应于非货币资产转让、取得被投资企业股权时确认收入实现。纳税人一次性缴税有困难的，可合理确定分期缴纳计划并报主管税务机关备案后，自发生上述应税行为之日起不超过5个公历年度内（含）分期缴纳个人所得税 |

2.3 企业并购重组重点关注问题——业绩对赌及利益补偿

业绩对赌及利益补偿

上市公司在完成并购后，对于目标公司未来所能产生的收益是无法控制的。但从降低投资风险、兑现标的公司交易作价的角度，国际通用做法是交易双方签署对赌协议。

对赌协议设计基础



之前 签署对赌协议 之后

对赌协议的实施

- 1、盈利预测
- 2、依据盈利预测做市场法或现金流折现法的估值定价

- 1、根据经审计盈利数据与双方事前约定的盈利承诺做比较
- 2、实施对赌协议

现金补偿

标的公司承诺未来几年的最低盈利标准（通常与评估时的盈利预测值一致），若未达承诺业绩则由原股东向上市公司以现金方式补偿差额部分。

股份补偿

标的公司承诺未来几年的最低盈利标准（通常与评估时的盈利预测值一致），若未达承诺业绩则由上市公司以总价1元回购利润差额部分对应的上市公司的新增股份。

其他设置：

- 1、业绩承诺期通常为三年，在标的资产增值率较高的情况下，可延长业绩承诺期
- 2、可以选择考核累计年度利润或分年度考核
- 3、可增加目标公司超额实现利润的奖励机制

章节 3

国内上市公司境外并购核心问题与流程

上市公司境外并购与普通境外并购的区别

上市公司境外并购与普通境外并购涉及监管法规的区别

- 按收购主体是否是上市公司为标准，境外并购可简单地划分为上市公司境外并购和非上市公司境外并购（普通境外并购）。与普通的境外并购相比，上市公司境外并购除了需要符合发改委、商务部、外管局和国资委等多个部门的常规监管要求外，同时还需要符合中国证监会和交易所的信息披露的要求；若达到上市公司重大资产重组的条件或者上市公司在整个境外并购交易中采用非公开发行的方式，则整个审批流程和信息披露要求相对更加复杂和严格。

上市公司境外并购与普通境外并购中介机构的区别

- 除此之外，两者在工作方式上亦有所区别，普通的境外并购，从尽职调查到收购协议的谈判、签约，通常由国外中介机构牵头，国内律师仅负责配合国内审批环节，而在上市公司的境外并购中，整个交易方案必须经过中国证监会的审批，境外标的资产的信息披露是否充分、详尽，收购协议的条款是否符合特定监管的要求往往成为证券交易所和中国证监会审查的重点，因此包括律师、财务顾问在内的境内中介机构在整个交易中需要发挥着重要的作用。

3.1 境内审批

■ 上市公司境外并购涉及的国内审批环节可简单归纳如下：

| 审批环节 | 审批部门 | 主要审批法律依据 (篇幅所限, 仅列举核心规定) |
|----------|------------|-----------------------------|
| 项目审批 | 各级发展与改革委员会 | 《境外投资项目核准暂行管理办法》等 |
| 并购审批 | 各级商务主管部门 | 《境外投资管理办法》等 |
| 外汇审批 | 各级外汇主管部门 | 《境内机构境外直接投资外汇管理规定》等 |
| 国资审批 | 各级国资委 | 《企业国有资产法》等 |
| 反垄断审查 | 商务部 | 《反垄断法》等 |
| 信息披露审查 | 证券交易所 | 证券交易所上市规则等 |
| 重大资产重组审查 | 中国证监会 | 《上市公司重大资产重组管理办法》等 |

3.2 支付手段

境外并购支付手段

- 目前国内上市公司并购重组采用的支付手段主要有三种，即：现金支付、资产置换和股份支付。

现金支付

资产置换

股份支付



- 境外并购最常用



- 境内并购最常用

现金支付是境外并购的主要支付手段

从现有的交易案例来看，上市公司都不约而同地采用现金作为境外并购的支付方式，除了现金支付本身具有直接、简单、迅速的特点外，下列因素是造成我国上市公司境外收购支付方式单一化真正原因：

- 我国资本市场成熟度的限制。目前我国资本市场相对不成熟，国际化程度低，波动较大，通过股权支付的方式往往使境外交易相对方面临巨大的交易风险。
- 严格的股份发行审批程序的限制。目前上市公司股份发行需要受到证券监管部门以及其所在证券交易所上市规则严格的监管限制，繁琐、费时的发行审批程序极易使上市公司在瞬息万变的海外竞标中错失良机。

3.3 并购融资

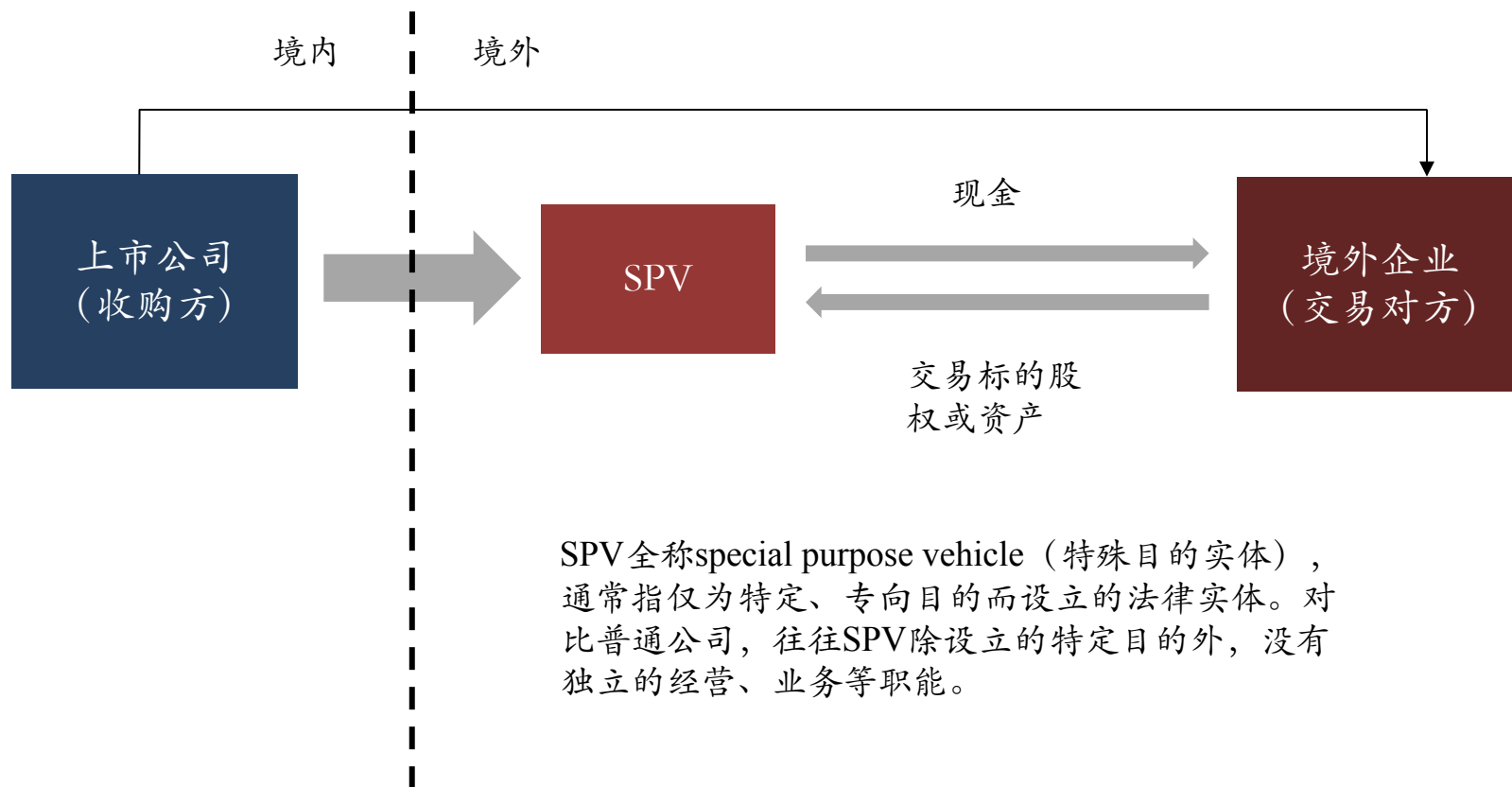
境外并购常用并购融资方案

- 在成熟的海外并购项目中，大多数项目为提高项目的回报率，通常会运用**杠杆**，即**债权融资**。考虑到海外融资的利率相对较低，海外债权融资通常是上市公司境外并购融资的首选。
- 但在具体适用时，上市公司必须考虑具体担保方式对海外债权融资的影响，如采用内保外贷的通常需要考虑审批监管因素。除了债权融资以外，为了满足境外收购对于大额并购资金的需求，目前上市公司还可通过**配股**、**公开增发**以及**非公开发行股份**的方式进行股权融资。其中采用配股和公开增发的方式募得资金进行境外收购，上市公司必须考虑以下因素：
 - 1 海外出售方是否接受非自有资金的并购以及其对于融资时间的要求；
 - 2 上市公司是否符合《上市公司证券发行管理办法》中严格的公开发行条件以及发行程序；
 - 3 上市公司发行时资本市场的整体环境与不确定性因素。由于采用股权融资所需要的时间较长，实践中上市公司很少在实施境外并购的同时通过股权融资进行并购融资，当然，对于暂时缺乏现金的优质上市公司而言，亦有可以替代的路径可以考虑（章节3.4详述）

3.4 现行法规框架下上市公司跨境并购的典型路径

方案1：上市公司直接跨境并购标的公司

■ 基本思路：由上市公司直接收购或者通过设立境外子公司的方式收购境外标的资产。并购所需的资金一般来自上市公司的自有资金、超募资金或者银行并购贷款。具体交易结构如下：



3.4 现行法规框架下上市公司跨境并购的典型路径

方案1的优势

- 根据我们经验，由上市公司直接收购境外标的的案例并不多见，绝大多数上市公司选择通过其设立在境外的控股子公司对境外标的资产进行并购。之所以采用该种控股架构，其主要有下列优势：
 - 1 有利于缩短境外审批部门对并购交易审核的时间；
 - 2 有利于上市公司利用控股子公司所在地政策享受税收上的优惠；
 - 3 有利于上市公司在未来直接通过转让子公司股权的方式快速退出。

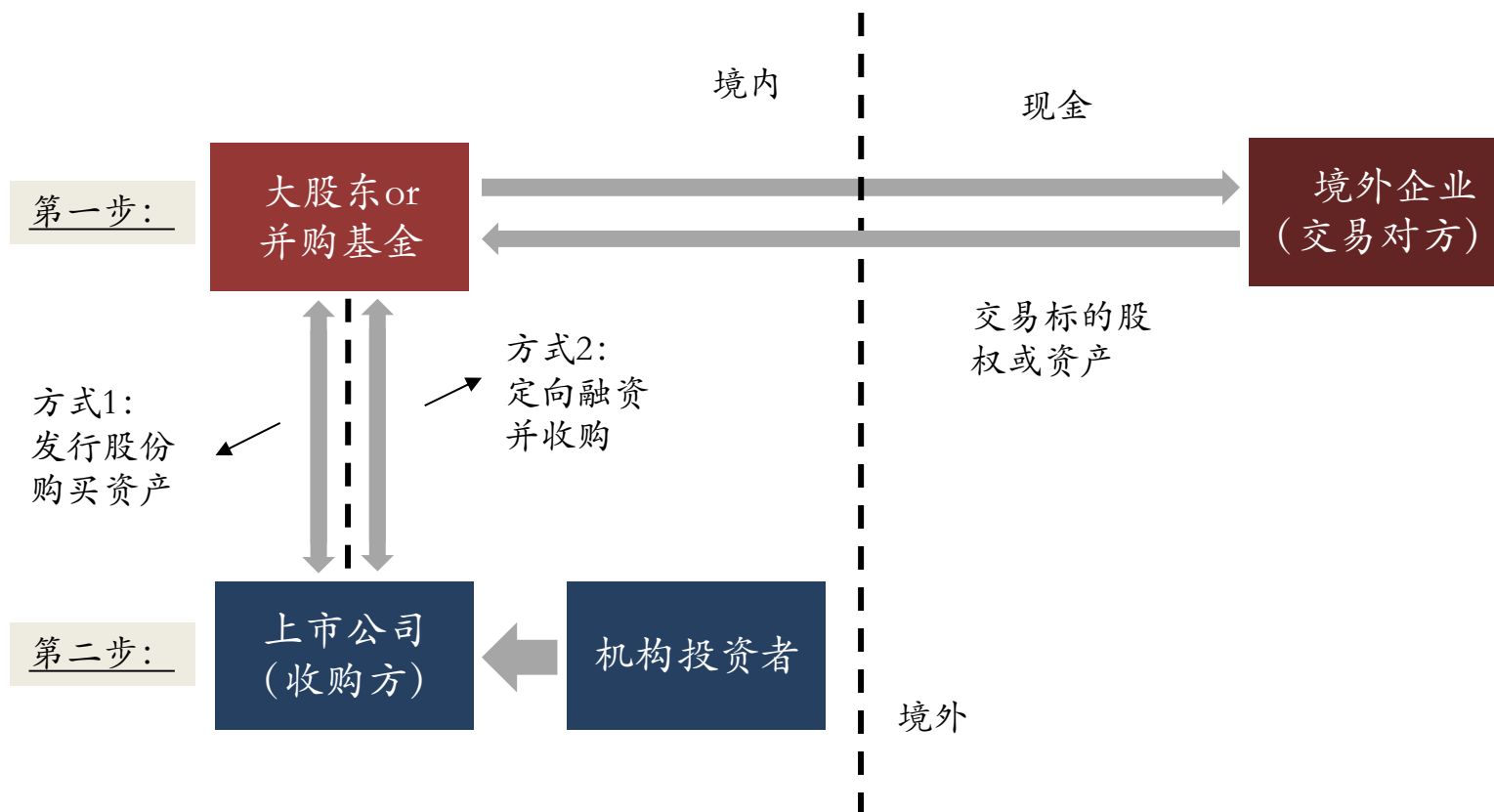
方案1的劣势

- 但是方案1本身的缺点也十分明显：首先，该方案对上市公司资金实力或者上市公司的借贷能力要求较高；其次，上市公司必须直接面对境外收购的风险；最后，目前严格的上市公司的停牌规则使并购交易在规定时间内完成存在一定的困难。

3.4 现行法规框架下上市公司跨境并购的典型路径

方案2：大股东或并购基金先收购标的公司，再通过资产重组注入上市公司

- 基本思路：第一步，由大股东或并购基金收购境外资产；第二步，再由上市公司通过发行股份购买资产或定增融资并收购的方式（见下图方式1和方式2）将境外资产注入上市公司。具体交易结构如下：



3.4 现行法规框架下上市公司跨境并购的典型路径

方案2的优势

■ 大股东或并购基金先收购标的公司，再通过资产重组注入上市公司主要有列优势：

- 1 方案2采用“两步走”避免了上市公司直接进行境外并购，不仅有利于**缩短交易时间**，也有利于化解上市公司**直接面对境外并购**的风险。；
- 2 采用“两步走”为上市公司提供**多元化的支付手段**。正如前文所述，由于种种因素的制约，上市公司境外收购采用的支付方式具有单一化的特点。而方案2通过“两步走”的方式，使上市公司可通过**股份支付**的方式获得境外标的资产的控制权，缓解上市公司资金的压力；
- 3 通过“两步走”可以使整个交易避开严格的上市公司**停牌时间**的规定，保证交易能有充足的时间完成。

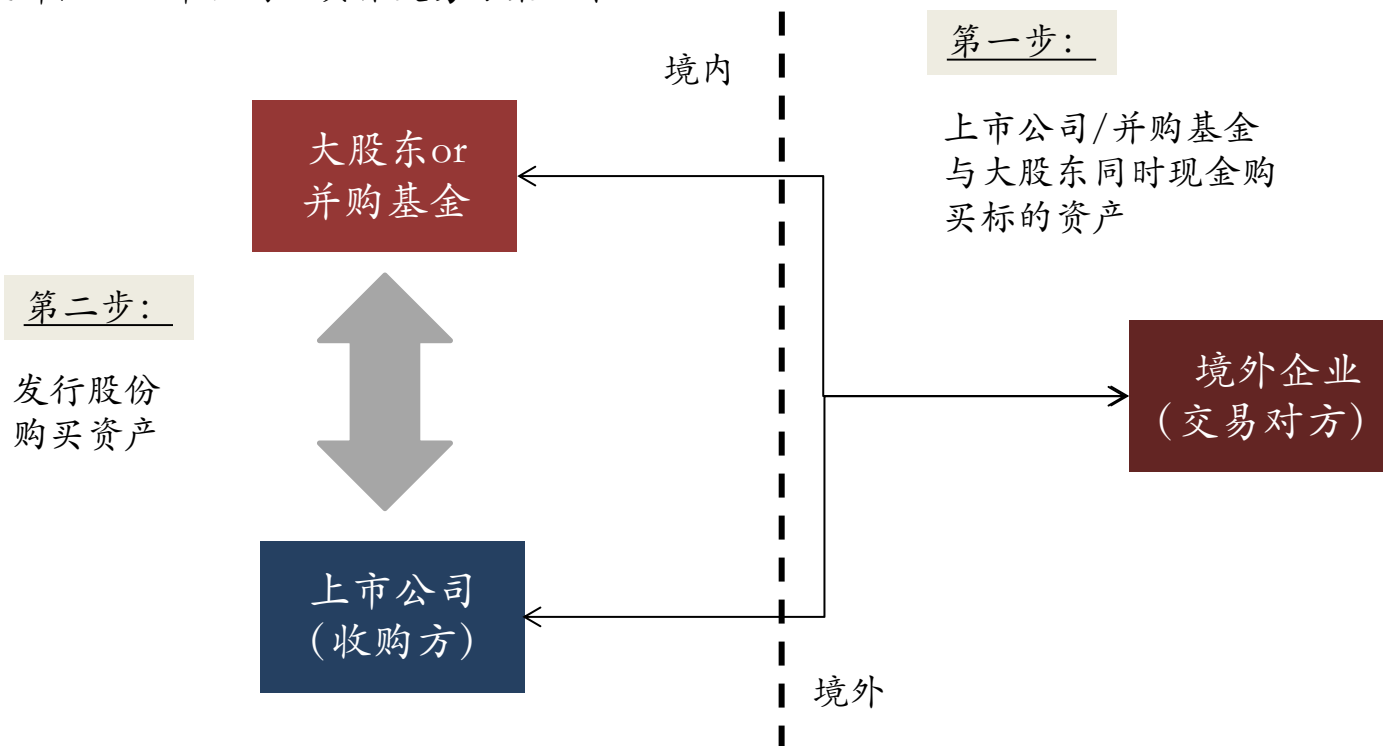
方案2的劣势

- 首先，对于采用**控股股东收购**的方式，对于控股股东的资金实力具有较高的要求，对于采用并购基金购买的方式，需支付的**中间成本**往往不低，同时还面临解释前后收购的**估值差异**原因的难题；
- 其次，方案2第二步的实施必须经上市公司股东大会多数决通过，因此可能存在被股东大会否决的风险。不仅如此，中国证监会的审批风险以及定增情况下的发行风险都使最终实现方案第二步存在一定的不确定性。

3.4 现行法规框架下上市公司跨境并购的典型路径

方案3：大股东或并购基金与上市公司首先同时收购境外公司，再将剩余境外资产注入上市公司

■ 基本思路：方案3是在方案2的基础上的进一步改进。方案3同样采用两步走，与方案2不同的是，方案3的第一步是由大股东或并购基金与上市公司同时收购境外标的资产，通常上市公司先参股，以保证上市公司的收购不构成重大资产重组。第二步，上市公司再通过发行股份购买资产的方式将境外标的资产全部注入上市公司。具体交易方案如下：



3.4 现行法规框架下上市公司跨境并购的典型路径

方案3的优势

■ 大股东或并购基金与上市公司首先同时收购境外公司，再将剩余境外资产注入上市公司，其主要有下列优势：

- 1 在方案3中，因收购方案在进行第一步时即需要披露或取得股东大会的表决同意，这就有效地避免了收购方案在实施第二步时被上市公司股东大会否决的风险；
- 2 通过采用上市公司与大股东或并购基金共同收购的方式，且上市公司未来在第二步中主要以股份支付作为对价，适用方案3能够相对缓解上市公司的并购融资压力。

章节 4

中国企业海外并购案例

章节 4.1

海尔并购通用家电

海尔并购通用家电开拓国际市场

- 2016年1月15日，海尔公告显示，拟通过现金方式购买通用家电，交易金额为54亿美元。此后，双方就交易金额进行了调整，最终金额定为55.8亿美元（约合人民币366亿）。2016年6月7日，海尔发表声明称二者已完成交割，通用家电正式成为海尔一员。该笔收购是中国家电业最大一笔海外并购。

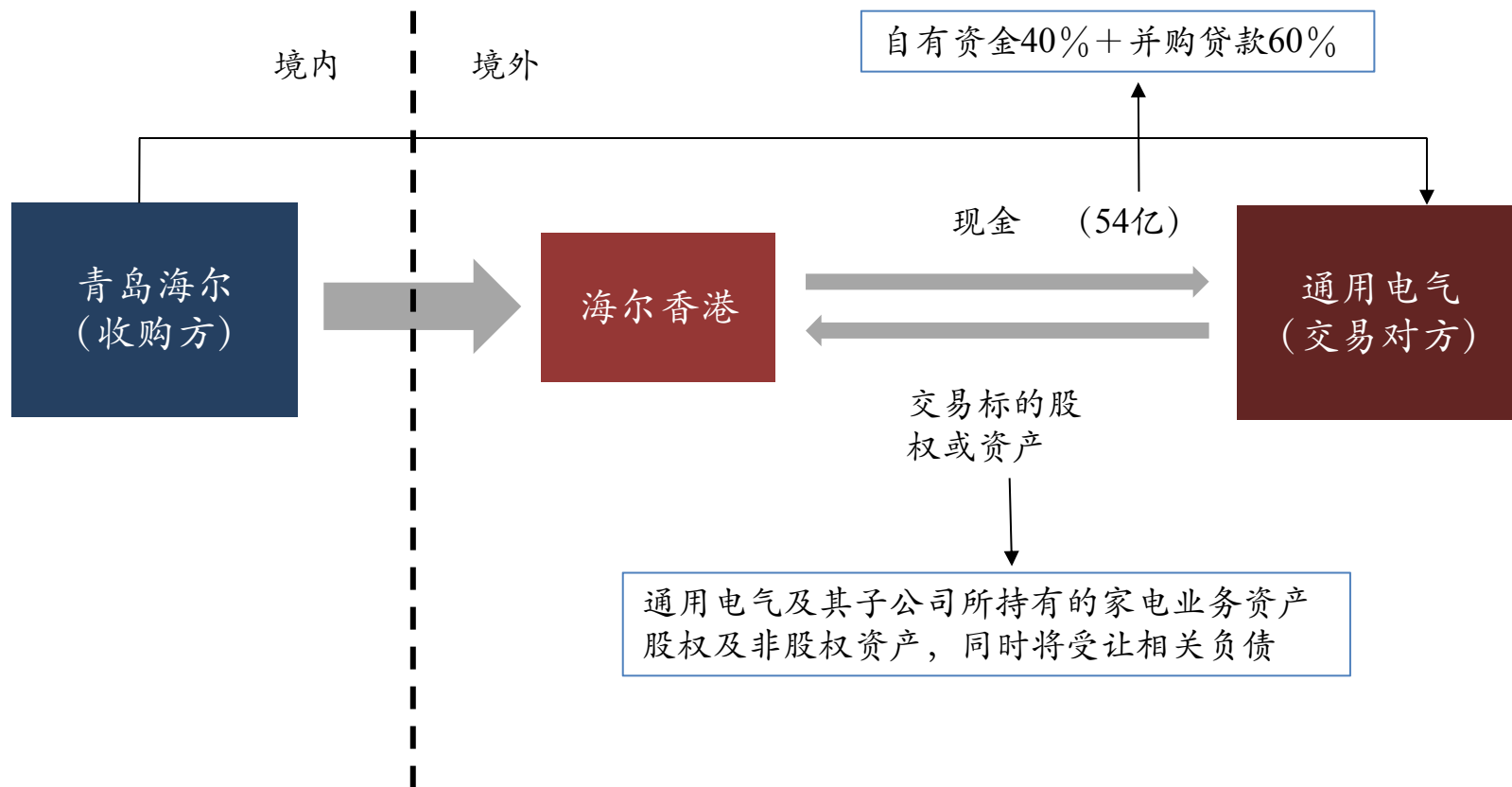
- 通用家电：

美国通用电气公司（General Electric Company,简称GE），作为世界上最大的提供技术以及服务业务的跨国公司。GE属于在多元化发展战略中较为出色的跨国公司。负责GE家电业务的通用家电，是美国第二大被用户认可的家电品牌。截至2015年三季度，通用家电拥有超过一万名员工，2015年1-9月实现营业收入46.58亿美元，其中约90%来自于美国市场，并在全美五大州设有9个配套设施完善、生产技术先进、管理模式领先的生产基地。

- 海尔集团：

海尔集团成立于1984年，最初是单一生产冰箱，然后是家电、通讯到IT数码产品及家具再到物流、金融、房地产和生物制药领域，是全球顶尖的额美好生活解决方案的提供商。目前，海尔正积极通过一系列并购措施，达到部署全球市场的战略目标。

估值方法：可比公司法/可比交易法



本次并购交易对上市公司的影响

本次重组对上市公司的影响

1 对上市公司股权结构影响

- 本次交易的对价为现金，不涉及发行股份，不会对上市公司的股权结构产生影响。

2 对上市公司财务状况和盈利能力的影响

- 本次交易完成之后，上市公司和标的资产将通过研发能力的提升和覆盖区域、客户人群的优势互补，在销售、研发、采购、供应链、质量控制等方面充分发挥协同效应，扩大市场份额，提升业务规模。
- 长此而言，上市公司盈利能力将持续提升，并为上市公司股东带来持久的良好回报。

3 对上市公司主营业务的影响

- 本次交易完成之后，青岛海尔的主营业务将进一步增强，业务规模将深入全球，拥有产品研发的深厚资源，并在全球范围内进行业务运营、原材料采购及产品销售。

章节 4.2

梅泰诺收购Media.net

梅泰诺收购Media.net向互联网领域转型

- 2016年8月22日，广告技术领域巨头Media.net宣布被中国财团从互联网连续创业者Divyank Turakhia创立的Starbuster TMT Investments手中全现金收购，交易金额约9亿美元。该中国财团的实际控制人为北京梅泰诺通信技术股份有限公司(SZ. 300038)董事长张志勇先生。

- Media.net:

作为一家规模显著、发展迅速且盈利能力强大的互联网广告供应端平台公司，Media.net 2015年收入达2.3亿美元。公司广告平台每年管理的广告预算超过4.5亿美元，其中超过50%来自移动端。公司总收入中有90%来自美国地区。Media.net目前在全球拥有七处办公地点，其全球总部位于迪拜，美国地区总部位于纽约。公司员工数已从2015年的650人增长至目前的800余人。

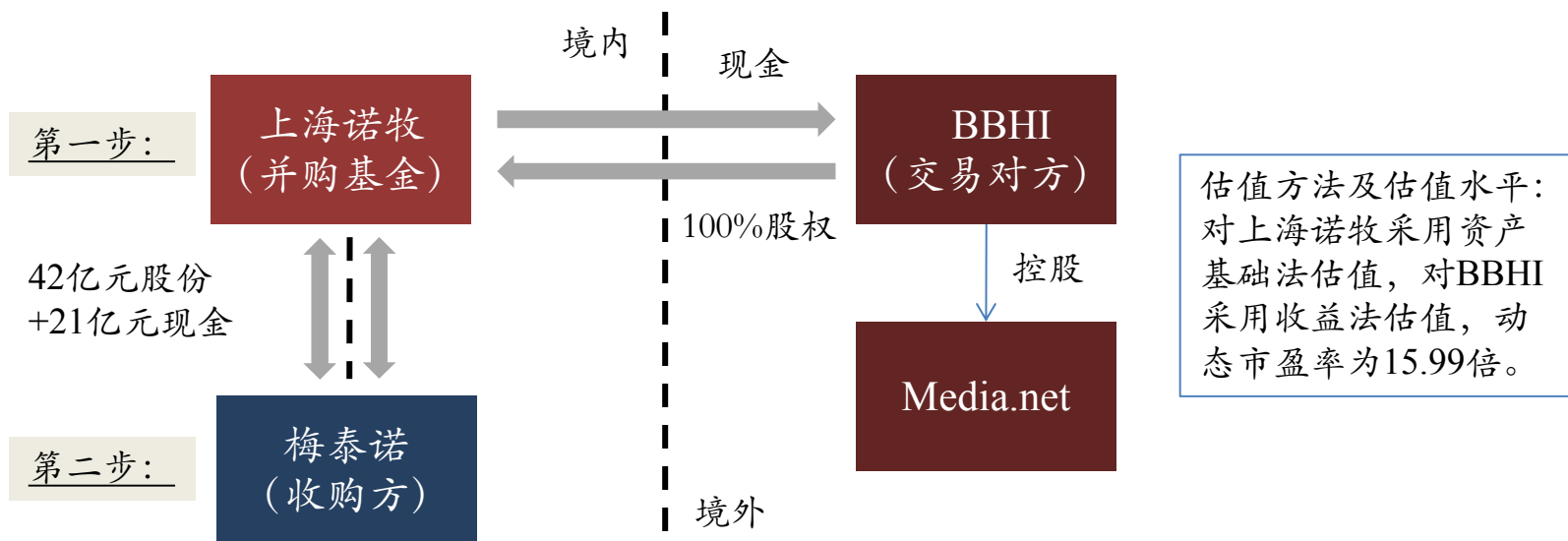
- 梅泰诺:

梅泰诺于2010年登陆创业板，为国内通信基础设施领域的先行者、国内通信塔行业主要供应商。由于最近几年宏观经济下行压力大，电信基础设施投资受影响，梅泰诺主营业务受到了一定的影响。于是梅泰诺决定向互联网领域转型。

交易架构

并购基金以12亿元撬动63亿元的大体量交易

- 梅泰诺的交易方案包括两步，上海诺牧在境外收购了BBHI（BBHI即Media.net的控股母公司），解决了跨境并购风险，再将BBHI出售给上市公司：
- 第一步：并购基金上海诺牧通过加杠杆、分期付款方式，购买了BBHI 100%股权，首期支付款仅28.16亿元，自有资金仅11.62亿元；
- 第二步：并购基金上海诺牧将BBHI 100%股权出售给上市公司，获得上市公司42亿元股份+21亿元现金对价。





交易架构

第一步：梅泰诺实控人设立并购基金，跨境并购

1 设立并购基金

- 上海诺牧的资金来源为两部分：合伙人出资合计11.62亿元；信托贷款21亿元。
- 其中，合伙人出资11.62亿元主要来自质押持有的上市公司股票取得的**质押融资**，合计9.066亿元；
- 中融国际信托设立信托计划，向上海诺牧提供了21亿元的贷款，利率为12%，期限为4年。还款计划主要来自于本次交易取得股份的**减持**，以及合伙人减持梅泰诺股份。

2 分期付款：BBHI 100%股权作价58.67亿元，分期支付的安排如下：

- （1）交割时，首期支付款为现金28.16亿元，但 BBHI 100%股权已完成过户；
- （2）后续支付款合计为30.52亿元，是否足额支付，取决于BBHI有无完成业绩承诺。

3 跨境并购对赌协议：

- 第一个为Yahoo补偿机制，如果BBHI失去与Yahoo的合同并且找不到同等级的合同，Starbuster向上海诺牧及其关联方补偿金额不超过2亿美元；
- 第二个为业绩对赌，Starbuster承诺BBHI在16年、17年、18年、19年扣非后归母净利润分别不低于3.94亿元、4.72亿元、5.67亿元、5.81亿元（按6.6元/美元的汇率计算）；

交易架构

第二步：上市公司层面的交易

- 本次交易支付方式：股份对价42亿元，现金对价21亿元；分为两个部分，发行股份并支付现金购买资产、募集配套资金。后者以前者为前提：

1 发行股份并支付现金购买资产：

- 募集配套资金总额：不超过34亿元；
- 发行对象：不超过5名特定投资者；
- 募资用途：用于支付本次交易现金对价和SSP平台中国区域研发及商用项目。

2 业绩承诺：

- 上海诺牧承诺，BBHI在2016年、2017年、2018年的扣非后归母净利润分别不低于人民币3.94亿元、4.72亿元、5.67亿元（按人民币汇率6.6测算），如果交易无法在2016年完成，应顺延；

3 后续安排：

- 上海诺牧**质押**上市公司股份作为后续现金对价支付的**保证金**。上海诺牧承诺在2016年2019年间，分4期质押上市公司股份给Starbuster或其指定的实体。其中，质押的股票市值=应付给Starbuster的下一期对赌分期款项*135%。

本次并购交易启发

■ 本次交易并购交易为以后交易并购带来以下启发：

1 平行对赌：

- 本次方案设计的一大特色在于“平行对赌”，在上海诺牧与上市公司对赌的同时，上海诺牧也与美国交易对手Starbuster对赌，好处在于：
- 第一，“平行对赌”可将上海诺牧承担的BBHI未来业绩风险转移到Starbuster（也就是BBHI原股东兼CEO设立的公司）身上；
- 第二，上海诺牧与Starbuster的对赌采取了分期付款的设计，减轻了上海诺牧资金压力；
- 第三，即使上海诺牧不介入BBHI的经营，“平行对赌”法也使得上海诺牧可为BBHI作出业绩承诺，保护中小投资者利益，增加方案过会的概率。

2 并购基金上海诺牧，以11.62亿元资金撬动63亿元的交易

- 左手通过分期付款的设计，首期仅支付28.16亿元完成了对BBHI100%股权的收购；右手将BBHI 100%股权出售给上市公司，获得上市公司42亿元的股份对价+21亿元的现金对价；后续还款义务，无论是给海外交易对手的分期支付款，还是信托贷款，都可以通过本次取得的现金对价、减持股份获得的现金支付。
- “质押股份作为保证金”的设计也有启发意义。一方面使得海外交易对手的权益得到保证，使其更愿意进行交易，另一方面使得并购基金的资金进一步减轻。

章节 4.3

德尔股份收购德国CCI公司

德尔股份收购德国CCI公司开拓海外市场

■ 2017年3月14日，德尔股份发布交易报告书草案，拟以支付现金方式，作价19.37亿元，购买阜新佳创100%股权、阜新佳创的债权，由于2016年10月阜新佳创已通过其全资子公司德国佳创完成了对德国CCI公司(卡酷思国际有限公司)的收购，从而德尔股份间接获得德国公司CCI。

■ 德国CCI公司：

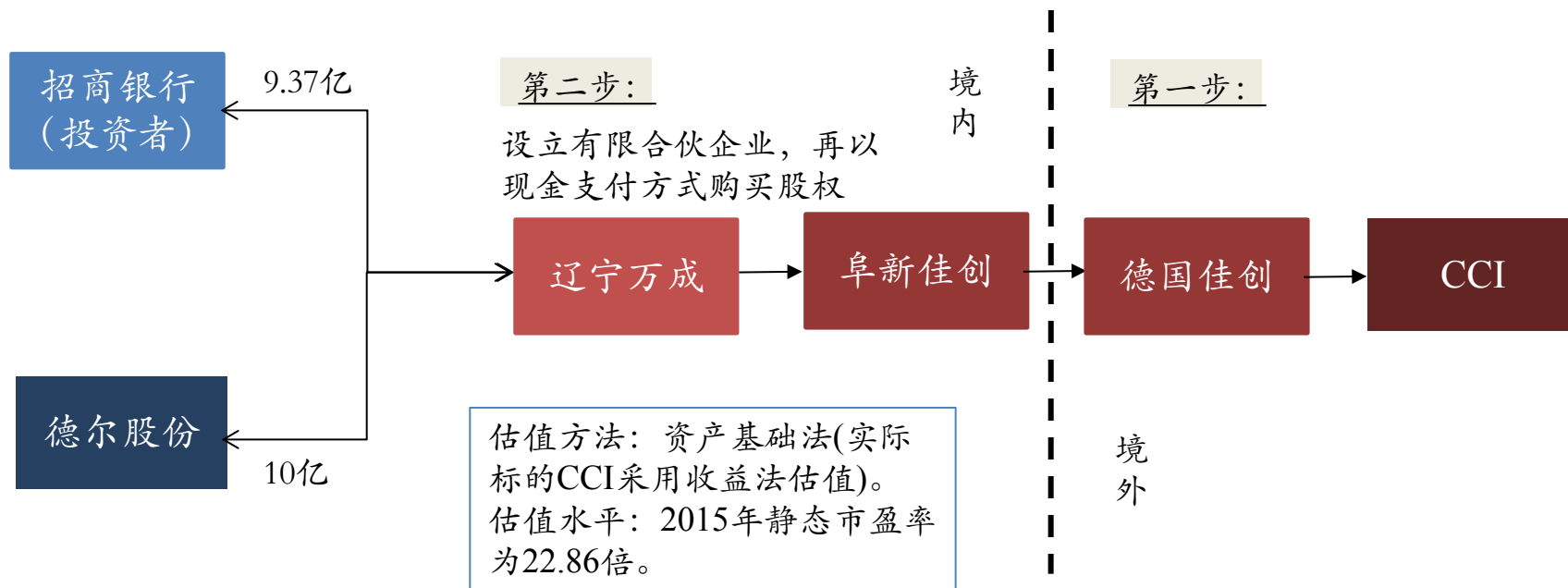
CCI一直主要从事声学控制及隔热性产品的研发、生产和销售，其中95%的产品应用于汽车领域，主要包括汽车减振降噪产品、绝热产品、结构加强零部件等，另少量应用于消费品和工业领域。CCI在行业内具有很高的地位，前五大客户包括戴姆勒集团、奥迪/西亚特、宝马集团、大众集团、福特集团。历史业绩：CCI公司在2014年度、2015年度、2016年1-10月总营收分别为208,322.32万元、210,162.05万元、187,447.70万元；净利润分别为-1,977.97万元、8,475.51万元、5,373.97万元。

■ 德尔股份：

德尔股份为2015年登陆创业板的上市公司，目前总股本为1亿股。按最新收盘价计算，总市值约为65亿元，主要从事汽车转向泵和齿轮泵的研发、生产和销售。上市公司系国内汽车转向泵市场领先企业，公司已与比亚迪（002594）汽车、一汽轿车（000800）、一汽海马、华晨汽车等国内主要自主品牌整车厂商或主机厂商建立了长期稳定的合作关系。上市公司在2014年、2015年、2016年前三季度的归母净利润分别为1.35亿元、1.38亿元、0.90亿元。

上市公司+PE模式价值凸显

- 德尔股份的交易方案包括两步，第一步，上市公司控股股东德尔实业牵头成立了有限合伙企业德尔企管，其子公司阜新佳创收购CCI；第二步，上市公司与其他投资人共同设立辽宁万成，以现金支付方式从德尔企管处购买股权收购阜新佳创，从而间接收购CCI，具体交易架构如下：



- 本次交易并购交易采用了“上市公司+PE”的模式，在再融资新规的影响下，可能为以后交易并购带来启发，本次交易的“上市公司+PE”的模式优势在于：

- 第一，减轻上市公司现金收购的压力。交易总作价为19.37亿元，其中上市公司出资10亿元，外部投资者预计出资9.37亿元。

德尔股份目前总股本为1.00亿股，总市值约为65亿元。在再融资新规之下，假如要进行定增，定增的规模上限应为13亿元。而本次交易对价为19.37亿元。可见定增募资不能完全覆盖交易对价。

- 第二，实现上市公司对标的的“锁定”。上市公司子公司拟担任辽宁万成的GP，以及相关合伙协议安排，上市公司子公司可以对有限合伙实施控制。那么，上市公司即可并表标的CCI的业绩；
- 第三，将并购的风险隔离在上市公司体外。本次交易的实际标的CCI为德国企业，目前处于扩张期，历史上曾经亏损严重。因此，上市公司通过有限合伙收购CCI，可将降低风险。
- 第四，后续操作灵活性。交易书草案约定上市公司应在交易完成的24个月后现金收购外部投资者份额，实现外部投资者的退出。24个月的期限，给上市公司留出了更多时间，若上市公司通过发行股份购买资产方式实现第三方的换股退出，那么到时可以进行配套融资，配套融资定价上应遵循新规，定价基准日应为发行期首日，假如交易对价为19.37亿元，理论上配套融资的上限应该是19.37亿元。

财通证券与您共创辉煌！

携手合作 和谐共赢

财通证券股份有限公司
中国杭州 310007
杭大路15号嘉华国际商务中心1506
投资银行部

