

## 中远与中海合并： “中国神运”的神奇之旅

**案例简介:**为进一步整合优势资源,打造以航运、综合物流及相关金融服务为支柱、多产业集群、全球领先的综合性物流供应链服务集团为目标,中国远洋运输(集团)总公司(以下简称中远集团)与中国海运(集团)总公司(以下简称中海集团)下属四家上市公司进行了重大资产重组。重组后,中国远洋将成为集装箱全球服务集群上市平台;中海发展成为油气运输上市平台;中海集运成为以租赁业务为主的综合性金融服务平台;中远太平洋成为码头业务的上市平台。此次重组涉及内地和香港特区4家上市公司共7只股票,包含70多项资产交易,其复杂程度居中国资本市场之首,也是近20年来国际资本市场上最为复杂的重组交易。

### 一、本次交易背景

(一)国企改革和国家战略对航运业发展提出了新的方向

党的十八大以来,党中央、国务院提出了“一带一路”战略构想和中国装备“走出去”、推进国际产

能合作等重大战略举措,要求培育具有创新能力和国际竞争力的国有骨干企业。根据国务院国资委关于深入推进国有经济布局结构调整、深化国资国企改革的总体要求,国有航运骨干企业需要围绕实现做大、做强、做优的核心目标,打造具有国际竞争力的综合性物流供应链服务集团,为中国经济全球化提供支撑和保障。同时,结合国企改革的思想,国务院要求深化国有海运企业改革,在行业低迷期,通过并购重组、运力拆解更快的实现调整,以迎接新周期到来。

## (二) 国际航运市场面临着巨大的挑战和机遇

受全球经济低迷影响,各航运细分市场自金融危机以来不断下滑,其中波罗的海国际干散货运价指数(BDI)、中国出口集装箱运价指数(CCFI)均在今年创下历史新低,在未来一段时间内,航运市场继续低迷是大概率事件,航运市场业绩出现明显分化,传统的航运企业面临前所未有的挑战。

在当前全球经济形势的大背景下,国际航运市场发生了许多深刻的变化,呈现出“产业发展规模化、商业模式联盟化、承载能力大型化”等趋势,国际航运业正在由“高风险、高投入、高回报、强周期”的传统运营模式向“规模化、集约化、薄利多销、长周期”的工业化模式转变;航运市场业绩出现明显分化,除部分规模型企业盈利能力较强外,其他航运企业盈利能力持续削弱。

## (三) 重组有利于两大集团提高效率、强强联合

近年来,国际航运形势不容乐观,航运市场长期低迷是大概率事件。中远、中海两集团长期各自独立发展,两大集团经营高度同质化,产业链配置非常相似,长期各自为政,以致在国内和国际航运细分市场中均不具优势,“大而不强”、重复投资、成本居高不下的突出问题在两个集团都普遍存在。另外,相比于丹麦马士基、地中海航运、法国达飞海运等国际巨头,中远、中海在规模、成本等各个层面均落于人后。事实上,在全球航运业陷入低谷时,联合和并购正成为常态。当马士基、达飞等巨头在国际海运市场上纷纷出手并购时,中远和中海发现,它们的竞争对手正变得越来越强大。因此,二者由各自为政走向联合已是大势所趋。

## 二、交易方案及主要过程

本次中远集团、中海集团的重组主要围绕集装箱运输、船舶租赁、油运业务、码头业务、散运业务、金融业务等相关上市公司和专业业务板块展开,共涉及中国远洋、中远太平洋、中海集运、中海发展四家 A 股上市公司。方案主要采用合并同类项的整合方式,在考虑原有上市公司的经营优势基础上,将原集团外上市公司的相同资产进行合并,同时兼顾产业链延伸及增强上市公司盈利能力,平衡各上市公司资产质量。

### (一) 将中国远洋打造成为集装箱运输旗舰

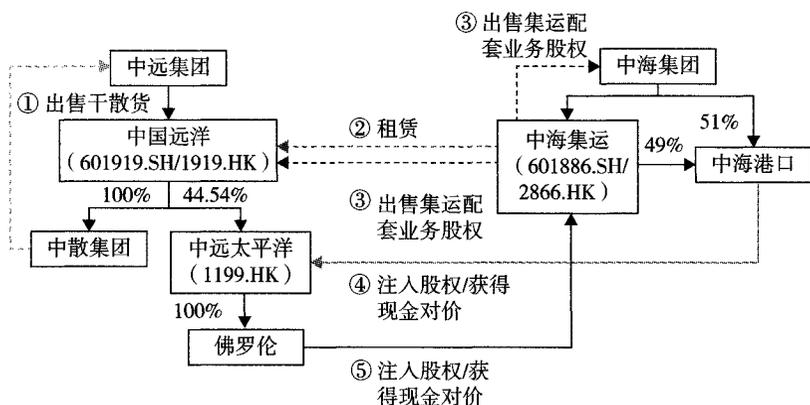
#### 1. 剥离非集装箱运输资产

中国远洋作为出售方将全资子公司中散集团 100% 股权出售给中远集团;中国远洋控股子公司中远太平洋将其所持有佛罗伦 100% 股权出售给中海集运。

#### 2. 购买集装箱运输相关资产

中国远洋向中海集运购买其持有的大连集运等 33 家集运公司股权;向中海香港控股、中海集运购买其持有的中海港口 100% 股权。

上述重大资产出售及重大资产购买互为条件,同步实施。本次资产出售和购买涉及的所有交易对价均以现金方式支付。资产评估机构中通诚对出售和购买的资产进行了评估,按照国家法律法规履行备案程序。其中,出售资产的相应股权交易价格为 1,445,412.31 万元(其中,中散集团 100% 股权 666,963.98 万元,佛罗伦 100% 股权 778,448.33 万元),购买资产的相应股权交易价格为 876,907.39 万元(其中,大连集运等 33 家集运公司股权 114,392.19 万元,中海港口 100% 股权 762,515.20 万元)。



中国远洋交易结构:

- ① 中国远洋出售干散货资产(中散集团)予中远集团
- ② 中海集运将集运船舶和集装箱租赁给中远集运
- ③ 中海集运将集运配套业务股权出售给中国远洋及中海集团

中远太平洋交易结构:

- ④ 中海集运和中海集团向中远太平洋出售持有的中海港口股权
- ⑤ 中远太平洋将佛罗伦出售给中海集运

图1 涉及中国远洋、中远太平洋和中海集运置出资产的交易

(二) 将中海集运打造成航运金控平台

1. 剥离非金融资产

中海集运及其全资子公司中海集运香港将其持有的34家公司股权出售予中国远洋指定的承接方及中海集团下属子公司中海东南亚;中海集运将其持有的中海港口49%股权出售予中远太平洋。

2. 购买金融相关资产

中海集运向中海集团、广州海运及上海海运购买其持有的中海投资100%股权;向中海集团购买其持有的中海租赁100%股权;向中海集团、广州海运购买其持有的中海财务40%股权;直接或通过向指定的承接方增资的方式向中远集团购买其持有的渤海银行13.67%股份;向中远财务以增资方式认购其17.53%股权。

中海集运通过其全资子公司中海集运香港向中海香港购买其持有的东方国际100%股权、中海绿舟100%股权、海宁保险100%股权;向

中远香港购买其持有的 Long Honour 100% 股权；向中远太平洋购买其持有的佛罗伦 100% 股权。

上述重大资产出售及重大资产购买互为条件，同步实施。本次资产出售和购买涉及的所有交易对价均以现金方式支付。资产评估机构中通诚对出售和购买的资产进行了评估，按照国家法律法规履行备案程序。其中，出售资产的相应股权交易价格为 492,347.97 万元，购买资产的相应股权交易价格为 2,725,390.61 万元（根据交易协议，收购佛罗伦另需支付 2.85 亿美金应付股东款项，收购 Long Honour 另需支付 741,255.94 万元应付股东款项和 877,543,120.24 港元中集集团增发贷款）。

本次重大资产重组的同时，中海集运及其附属公司拟向中国远洋及其下属子公司及其联系人以经营性租赁的方式出租中海集运拥有或经营的船舶以及集装箱。

- ▶ 中海集运将收购中远集团及其下属公司持有的渤海银行股权、Long Honour 股权（持有中集集团股权的持股公司）、佛罗伦，并增资入股中远财务公司
- ▶ 中海集运将收购集团及其下属公司持有的东方国际、中海投资、中海租赁、中海绿舟、海宁保险经纪和中海财务部分股权
- ▶ 交易完成后，中海集运成为以租赁业务为主的综合性航运金融服务平台，保留上市地位

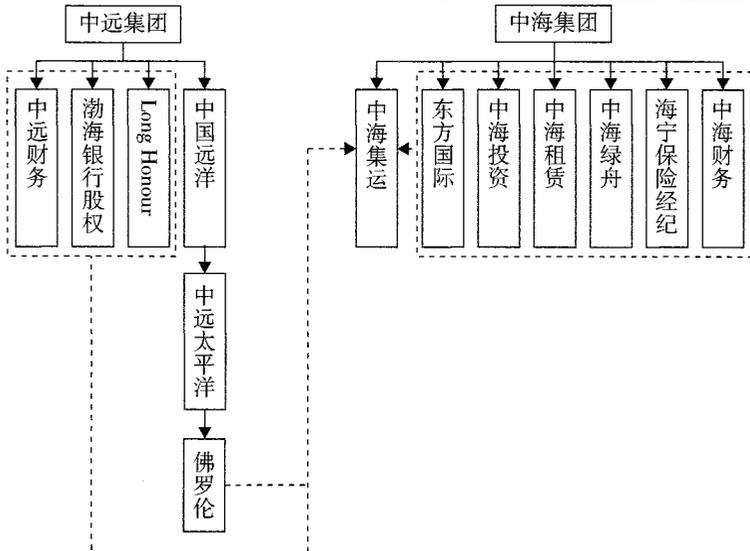


图 2 涉及中海集运拟收购资产/股权的交易

### (三) 将中海发展打造成为油气运输旗舰

中海发展作为出售方将中海散运 100% 股权出售给中远集团指定的全资子公司中散集团。中海发展向中远集团购买其持有的大连远洋 100% 股权。

上述两项交易同时生效、互为前提。本次资产出售和购买涉及的所有交易对价均以现金方式支付。资产评估机构中通诚对出售和购买的资产进行了评估,按照国家法律法规履行备案程序。其中,出售资产中海散运 100% 股权的交易价格为 533,238.58 万元,购买资产大连远洋 100% 股权的交易价格为 662,940.88 万元。

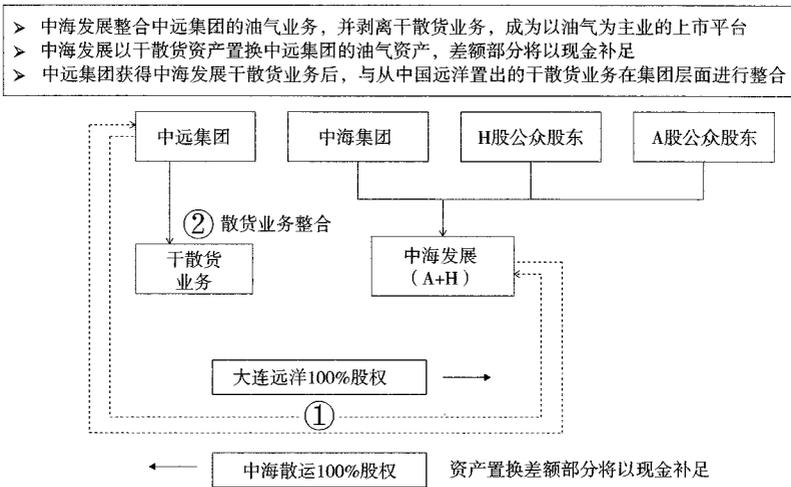


图 3 涉及中海发展的交易

## 三、交易方案的选择过程和主要考虑

### (一) 交易方案选择的总体考虑

本次重组的交易方案选择,遵循集团重组的战略引领,在目前的经济和行业环境下,按照集团产业集群的规划,以上市公司为平台,承接规划的各产业集群。交易方案的制定,也充分考虑了资本市场的接受

程度和流程需要符合法律规定的因素。中远、中海的重组并未像南北车合并成“中国神车”一样组建成“中国神船”；也未像中冶五矿那样一方简单并入另一方。二者的重组比前面几家央企的整合更加复杂。另外，此次重组涉及内地和香港特区4家上市公司共7只股票，包含70多项资产交易，其复杂程度居中国资本市场之首，也是近20年来国际资本市场上极其罕见的复杂重组交易。同时，后续还会牵涉到大量员工的安排、业务整合优化等一系列整合，涉及较多复杂问题。

## （二）围绕集装箱运输业务整合的方案选择与考虑

本次重组旨在顺应集装箱运输业务全球整合的趋势，以及码头业务的规模化、全球网络化以及集运/码头联动的趋势，通过整合中国远洋和中海集运的集运和码头业务，打造全球第一梯队的集装箱运输和码头服务提供商，实现从“综合性航运服务”到“专注于发展集装箱航运服务供应链”。

基于以上宗旨，如果在交易方案上，以中国远洋出售干散货予中远集团并吸收合并中海集运，即中国远洋向中海集运全体A股股东发行中国远洋A股股票，向中海集运全体H股股东发行中国远洋H股股票，交易完成后，中海集运注销，则从理论上可以实现重组的宗旨。

但是吸收合并的交易方案涉及股东审批和现金选择权的挑战。吸收合并的方案下，中国远洋需召开股东大会和类别股东大会，非关联参会股东超过2/3同意；中海集运需召开股东大会和类别股东大会，股东大会和A股股东大会参会非关联股东的2/3同意，H股类别股东大会参会非关联股东75%以上同意，以及不超过10%全体非关联股东反对。由于剥离干散货至中远集团为关联交易，中远集团无投票权，在中海集团可以投票的情况下，吸收合并方案下，现金选择权上限估计为317亿元。

2015年8月涉及公司停牌时，由于2015年上半年市场过热和航运公司重组预期，航运公司股价和基本面有差距，估值较高，下行风险较大；而中国远洋和中海集运H股市值较小，分别为102亿元和94亿元，假设H股30%的参会率，仅分别约需12.3亿港元和8.7亿港元即可否决相关议案，容易遭到恶意股东的阻击，中国远洋和中海集运历史上股东大会就曾出现H股股东反对票数比例较高的情况。

更为重要的是,如果采用吸收合并的方案,中海集运将被注销,则将失去一个极具价值的 A 股上市公司平台。

为了规避股东大会不通过,交易方案遭到否决,重组无法实施以及较高金额现金选择权行权的较大风险,特别是在当时市场波动较大的背景下,各方最终选择了目前的交易方案。即通过船舶和集装箱的租赁及资产整合,实现中国远洋打造全球第一梯队的集装箱运输和码头服务提供商,“专注于发展集装箱航运服务供应链”的宗旨。在此方案下,中海集运通过重组,成为以多元化租赁业务为核心、依托于航运业产业经验的综合金融服务平台,既保留了上市公司地位,也借此成为未来发展金融产业集群的重要平台。

### (三) 围绕油气运输业务整合的方案选择与考虑

油运业务板块整合方面,近年来随着国际原油价格的逐步下行,原油运输需求逐步增长,而另一方面由于油轮运力增幅放缓,油轮运输供需关系逐步紧张,市场运价逐步攀升,因此油轮运输企业经营业绩逐步改善,经营情况逐年大幅好转。

目前,油轮运输板块正处于行业景气阶段,其净资产收益率显著高于上市公司综合水平。因此,选择在此时将油运业务全部注入上市公司,在上市公司层面进行整合,能够大幅提升上市公司经营业绩,有利于广大股东的利益。同时,考虑到资本市场的财富放大效应,将优质资产装入上市公司,能够最大化地提升集团持有的股权价值,有利于国有资产的保值增值。

本次交易中,中海发展取得原中远集团旗下大连远洋 100% 的股权。在重组之初,大连远洋系全民所有制企业,尚未进行公司制改造,不适宜纳入上市公司。为熨平整合重组的障碍,实现“人随资产走”,并有效剥离不适宜纳入上市公司体系的劣质资产,大连远洋在财务顾问的协助下,迅速完成不适宜纳入上市公司资产的剥离,配合本次重组一次到位完成了公司制改造工作。在改制完成之后,大连远洋的主营业务范围进一步明晰,油气运输及相关辅业均纳入改制后的资产范围,甩掉了历史包袱,实现了资产清晰、盈利稳定、人员安定、业务持续,为本次重组完成奠定了良好基础。

#### （四）围绕干散货运输业务整合的方案选择与考虑

散运业务板块整合方面，近年来由于全球大宗商品采购需求显著下滑，而另一方面由于干散货运力的持续增长，干散货运力供需不均衡的态势十分显著，散运市场运价持续走低，目前已触及历史低点，干散货行业企业处境艰难。

由于散运业务板块已处于历史低谷，选择在此时将散运业务全部剥离上市公司，在集团层面进行整合，并在未来择机进行资本运作。将处于行业低谷的资产放在集团，能够避免资本市场对于短期财务指标的关注压力，制定符合长远发展的经营战略，有利于对散运业务的培育。

从股东回报来看，上市公司剥离大幅亏损资产，显著增厚每股收益，有利于股东利益；而国有股东则抓住了利用行业低点进行资产收购的有利时机，整合成本最低，有利于在未来实现整合效益后进行资本运作获得较高的资本回报率。

总体来看，中国远洋海运集团对所属上市公司的重大资产重组，以战略为导向，对上市公司进行重新定位，并通过大规模的资产置换来实现。由此不但实现了专业化，增强了协同能力，也提升了上市公司的盈利能力，符合全体股东的利益。

### 四、改革重组的影响

#### （一）改革重组对中国远洋和中远太平洋的影响

中国远洋进行本次重组旨在顺应集装箱运输业务全球整合的趋势，以及码头业务的规模化、全球网络化以及集运/码头联动的趋势，通过整合中国远洋和中海集运的集运和码头业务，打造全球第一梯队的集装箱运输和码头服务提供商，实现从“综合性航运服务”到“专注于发展集装箱航运服务供应链”的战略定位变化，并通过不断完善全球网络布局，为客户提供综合解决方案，从而强有力提升中国远洋的综合竞争力，优化产业和资本配置，改善公司的盈利表现，有效提升公司长期价值，为股东创造长期更大回报。本次重组也符合并会有力促进国

家打造强大的海洋运输业及建设海洋强国的整体战略目标。

### 1. 提升盈利能力

集运业务方面,公司将通过持续优化集运业务船队和业务布局提高资产利用率,通过船舶升级、联盟合作、优化航线布局、削减亏损货流等措施降低成本。码头业务方面,公司将通过规模化和全球化码头网络布局来优化运营和管理,增强盈利能力;同时密切关注优质投资机会,创新参股码头投资的途径,提升回报率。

通过充分发挥集运业务整合的协同效应,码头业务整合的协同效应,以及集运业务和码头业务之间的协同效应使盈利能力得以提升。另外本次交易通过剥离长期拖累公司盈利能力的干散货运输业务,聚焦新的业务组合和战略定位,提升盈利表现。

### 2. 促进业务规模增长

通过本次重组整合,公司将显著扩大海运船队规模,直接跻身于全球第四大集运船队(仅与目前的第三位有微小差距),以更充足的总体运力部署、更为合理的运营网络搭建、更为全面的地理覆盖、更为灵活的全球运力调控,来实现对全球客户的全方位集运服务的更好保障。同时以更大规模的船队力量带动国际枢纽港战略的实现,推进码头业务的成长,实现运输线路与码头布局的战略呼应,有效提升公司在海运服务上的整体实力,加强对核心运输资源和通道的控制力保障力。

### 3. 加强全球化网络建设

重组后公司将把握国际航运市场转型发展的历史机遇,加快和优化全球化网络建设,加强第三国市场的开发,扩大全球市场份额。着力统一布局海外投资,避免资源浪费,提高投资效率;制定统一的海内外市场拓展战略,集中力量在国内外竞争中获得更加有力的地位。

### 4. 增强业务稳定性、抗周期性能力

本次重组后,公司将通过专注于发展集装箱航运服务供应链,有效提升业务规模和全球化布局,集运业务和码头业务联动并进,沿着价值链适当拓展延伸,在提升公司整体竞争力的同时有效抵御不同业务各自的周期性/地域性,提高业务稳定性。

本次交易完成后,截至2015年9月30日,中国远洋总资产规模为1156.98亿元,资产规模有所下降,主要原因是本次交易出售的标的资

产规模较大。本次交易完成后,中国远洋 2014 年经营状况指标有较大提升,主要原因是同期各项利润指标均呈现较大幅度亏损的中散集团被置出上市公司。2015 年 1~9 月的利润总额、净利润及归母净利润有所下降,主要原因是中散集团于 2015 年 1~9 月获得近 24 亿元的政府补贴,从而使利润总额与净利润指标为正,同期佛罗伦实现净利润 4.49 亿元,中散集团与佛罗伦的置出降低了相关利润指标。

## (二) 改革重组对中海集运的影响

中海集运通过本次交易进行重组整合,形成以多元化租赁业务为核心,依托于航运业产业经验的综合金融服务平台,实现专业化发展,增强盈利能力,提升全体股东的利益。本次交易将主要从以下几方面推动上述战略目标的实现:

### 1. 提高公司持续盈利能力和核心竞争力

交易完成后,公司将依托于集团在航运业产业领域的优势,发展综合金融服务业务,整合优质资源,实现产融结合、规模效应,有利于提高公司持续盈利能力和核心竞争力,提升投资者回报。

### 2. 将中海集运打造成为以多元化租赁业务为核心、依托于航运业产业经验的综合金融服务平台

通过本次交易,中海集运将转型为以租赁业务为核心,依托于航运业的综合金融服务平台。本次交易完成后,中海集运将形成船舶租赁、集装箱租赁和其他非航融资租赁为一体的多元化租赁业务平台。其中,集装箱租赁业务规模为世界第三大,非航融资租赁也将致力发展港口物流相关、能源、医疗、教育等领域的融资租赁业务。租赁业务以外,中海集运还将致力于投资和其他金融业务的发展,进行未来的业务扩张及战略发展。

### 3. 增强协同效应,实现专注于航运业的金融平台多元化发展

本次交易后,中海集运将发挥航运产业优势,整合产业链资源,打造以多元化租赁业务为核心的产业集群;以市场化机制、差异化优势、国际化视野,建立产融结合、融融结合、多种业务协同发展的“一站式”金融服务集团,实现航运和金融的协同效应。通过本次重组整合,中海集运将充分利用航运业的深厚经验、金融服务业的既有资源促进金融产业发展,实现商业模式优化,提高公司抗风险能力。

本次交易完成后,中海集运的总资产规模增加显著,2015年9月30日,资产总额由5,745,246.68万元增加到10,010,221.79万元,增幅为74.23%。总资产规模增加的主要原因:一方面,本次交易完成后新增纳入合并报表范围的子公司资产规模较大,包括佛罗伦、中海财务、Long Honour、东方国际等公司,且新增权益法核算的标的公司渤海银行资产规模也较大;另一方面,中海集运本次出售的揽货代理公司等大多是轻资产公司。本次交易完成后,中海集运营业收入有小幅下降,但是归属于母公司所有的净利润有显著提高,盈利规模明显提升。2014年度,公司备考净利润为271,813.27万元,较本次交易前增长150.59%;2015年前三季度,公司备考净利润为96,111.78万元,本次交易前亏损106,716.13万元。2014年度及2015年前三季度净利润大幅增长,主要原因是受限于航运市场供求失衡,运价处于低迷,航运业利润较小,本次置出公司的净利润较少,而本次置入公司对净利润的贡献较大。

### (三) 改革重组对中海发展的影响

在全球航运业重要性日益凸显的背景下,通过本次交易将中海发展打造成为专业的油气运输上市平台,增强整体盈利能力,进而提升全体股东的利益。

#### 1. 打造专业的油气运输上市平台,提升行业抗周期能力

通过出售散运业务、购买大连远洋100%股权,交易完成后中海发展将成为专业从事油气运输的上市平台,运力规模将在全球油运市场上跃居领先,并打造专业化的油气运输船队。中海发展将利用航运板块的既有资源促进新产业发展,在进一步巩固内贸油运市场龙头地位的同时,在各细分市场竞争力进一步提升,从而实现商业模式优化和业务多元化发展,提高公司的盈利能力。此外,通过整合双方的LNG业务,有利于中海发展实现长期、稳健的收益,将有效提升公司抵抗行业周期风险的能力。

#### 2. 统一布局,提升国际竞争力

交易完成后,中海发展将把握国际航运市场转型发展的历史机遇,扩大全球市场份额,加快国际化进程;着力统一布局海外投资,避免资源浪费,提高投资效率;制定统一的海内外市场拓展战略,集中力量在

国内外竞争中获得更加有力的地位；统一品牌形象，集中双方优势参与国际市场竞争。

### 3. 整合双方资源、增强协同，提升整体实力

交易完成后，中海发展与大连远洋将在船队结构、航线布局、营销定价、船员结构、采购成本、船队运营等领域充分发挥协同效应，实现资源合理配置，提升公司整体实力，满足公司未来船队规模的扩张需求及全球航线布局的战略需求，以便更好地服务于国家战略、保障国家能源运输安全。

本次交易完成后，中海发展的总资产规模基本保持稳定，略有增长。2015年12月31日，资产总额由6,837,865.33万元增加到7,029,479.75万元，增幅为2.80%。本次交易完成后，由于本次交易过程中出售的中海散运收入规模高于购买的大连远洋，导致交易完成后公司营业收入有所下降。2015年公司备考营业收入1,098,713.53万元，较交易前下降约14.01%。一方面，由于2015年干散货航运市场十分严峻，中海散运出现大幅亏损；而另一方面，由于全球油运市场逐步好转，2015年中海发展和大连远洋的油品运输业务业绩较好，因此，在出售经营干散货运输业务的中海散运并购买从事油品运输业务的大连远洋后，中海发展的营业利润较本次交易前大幅增长。2015年公司备考营业利润240,992.41万元，较交易前增加约182.76%。

## 五、案例点评

从实施背景看，国际航运业持续低迷，航运巨头们纷纷抱团取暖。本次重组既是中国航运业凤凰涅槃的绝好机遇，亦是我国重振航运事业的重大契机。中远、中海两大集团旗下4家上市公司合纵连横，通过资本市场的兼并重组去糟取精，做大做强，开启了我国航运事业的新时代。

从实施过程看，本次交易涉及沪港两地4家上市公司7只股票，包含出售与购买的各类大小资产近70余项，复杂程度可见一斑。与此同时，在整合4家上市公司优势资源时不能顾此失彼，必须兼顾所有上市

公司的利益,使得本次交易越发困难重重。

从实施效果看,通过本次重组交易,所有4家上市公司以最低的成本做强了主业,做大了资产,拓宽了客户群体,优化了资产结构,降低了投资成本。与此同时,通过一系列的资产互换及注入,4家上市公司的体量及盈利能力得到了大幅提升,最大限度地发挥了资本市场的功能,实现了产值最大化的终极目标。