

第八届中国公司治理论坛“典型并购重组案例奖”案例评析

上海证券交易所公司管理部

编者按:近年来,上海证券交易所(以下简称“上证所”)积极致力于推动上市公司通过并购重组做优做强。2009年12月18日,上证所在上海召开第八届中国公司治理论坛,特设“典型并购重组案例奖”,以总结表彰股权分置改革以来证券市场并购重组的典型案列,推进并购重组法律法规体系的完善。

本次“典型并购重组案例奖”的评奖范围为股权分置改革以来提出并购重组方案、截至2009年年末已经实施完毕且具有广泛借鉴意义的上市公司并购重组案列。评选标准包括:1. 符合国家法律法规、中国证监会部门规章、本所业务规则等要求,不存在违法违规的情形。2. 符合国家产业政策,有利于上市公司做优做强和持续发展,有助于上市公司减少关联交易、避免同业竞争。3. 并购重组方案具有一定的市场影响力,交易规模较大。4. 筹划过程严格保密,对外披露前上市公司股票交易未出现异常波动。5. 具备以下特点之一:(1)方案设计兼顾参与各方,保护投资者利益,挽救困难公司,维护社会稳定;(2)具有创新意义,能够

推动并购重组法律法规的完善;(3)涉及多个业务环节,如收购(要约收购)、发行股份、外资并购、破产重整、恢复上市等;(4)涉及境内外多重审批和政策协调,完成难度较大;(5)以市场为主导,市场力量发挥主要作用。

经上市公司自愿申报、评选工作小组初选与公司情况核验、独立专家委员会评审等程序,共评选出“典型并购重组案例奖”10名,包括:上港集团换股吸收合并暨整体上市,中国石化现金要约收购齐鲁石化,葛洲坝换股吸收合并母公司实现整体上市,中国船舶资产注入实现业务整合,天颐科技破产重整暨三安光电借壳上市,华新水泥再融资引入境外战略投资者,都市股份换股吸收合并暨海通证券借壳上市,中国东方电气集团换股要约收购东方锅炉暨整体上市,中国铝业吸收合并山东铝业、兰州铝业、包头铝业,中海油服海外证券市场要约收购AWO。

本卷独家提供上述10大典型并购重组案例的基本情况,并进行相关分析和点评。各案例分析报告由上证所公司管理部提供,报告的整理得到了各相关上市公司的大力支持,在此一并致谢。

附:获奖案例目录

1. 上港集团换股吸收合并暨整体上市案例 / 60
2. 中国石化现金要约收购齐鲁石化案例 / 70
3. 葛洲坝换股吸收合并母公司实现整体上市案例 / 76
4. 中国船舶资产注入实现业务整合案例 / 82
5. 天颐科技破产重整暨三安光电借壳上市案例 / 92
6. 华新水泥再融资引入境外战略投资者案例 / 100
7. 都市股份换股吸收合并暨海通证券借壳上市案例 / 109
8. 中国东方电气集团换股要约收购东方锅炉暨整体上市案例 / 124
9. 中国铝业吸收合并山东铝业、兰州铝业、包头铝业案例 / 133
10. 中海油服海外证券市场要约收购AWO案例 / 149

上港集团换股吸收合并暨整体上市案例

作为建设上海国际航运中心的重要载体,上港集团始终以成为全球卓越的码头综合运营商为战略目标。而集团原有的上港集箱上市平台受制于同业竞争、关联交易等问题,综合发展能力受限,已不能满足集团战略发展的需要。上港集团亟需通过资本运作做强做大上市平台,解决发展的“瓶颈”。

在此背景下,上港集团以首次公开发行的股份作为对价,换股吸收合并其上市子公司上港集箱,实现集团的整体上市。这是A股市场实施股权分置改革后,新的证券市场法律法规体系下实施的首家换股吸收合并案例。也为上港集团强化实施长江战略、东北亚战略和国际化战略,走可持续发展的道路提供了坚实的基础保证。

“上港模式”的成功,为国内资本市场并购及企业集团整体上市提供了全新的操作思路。上港案例中审核流程、定价模式、操作步骤以及“股权分置流通权的处置”、“第三方现金选择权”等具体操作环节,为后续诸如中国铝业、潍柴动力、上海电气、攀钢钢钒等众多换股吸收合并案例提供了宝贵的经验借鉴。

一、吸收合并双方基本情况

(一)吸收合并方——上港集团

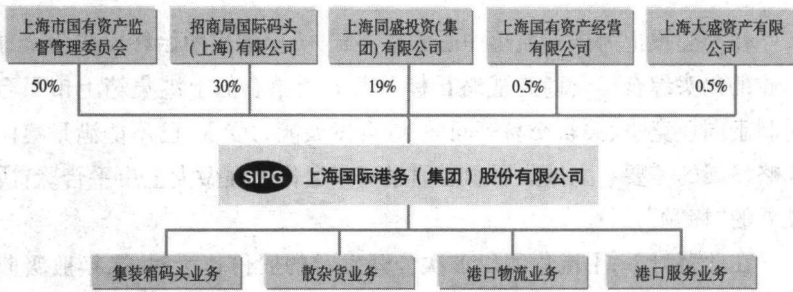
上海国际港务(集团)股份有限公司(以下简称“上港集团”或“集团”)系2005年5月经中华人民共和国商务部以商资批[2005]880号《关于同意设立上海国际港务(集团)股份有限公司的批复》批准,由上海国际港务(集团)有限公司改制成立的股份有限公司,注册资本为人民币185.68亿元。

上港集团是我国大陆地区最大的港口集团,也是全球最大的港口集团之一。2005年,^①上海港共完成货物装卸吞吐量4.43亿吨,首次跃居

^① 2005年为上港集团启动换股吸收合并的前一会计年度。

世界第一;集装箱吞吐量 1808.4 万标准箱,连续 3 年稳居世界第三位。其中上港集团完成了上海港全部的集装箱吞吐量和 60% 的货物吞吐量。

换股吸收合并实施前,集团的股权结构和主要业务如下图所示:

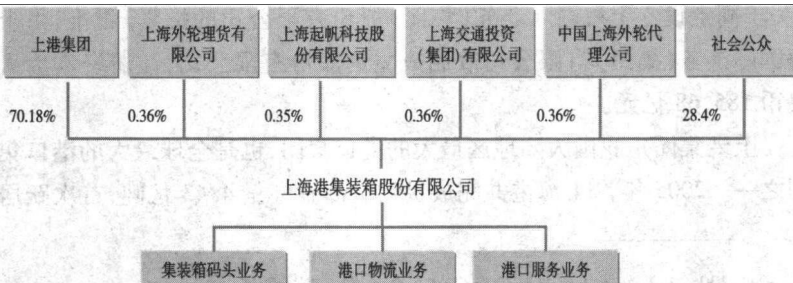


(二) 目标公司——上港集箱

上海港集装箱股份有限公司(以下简称“上港集箱”)于 1998 年 10 月 30 日经上海市人民政府以(98)沪府体改审字第 75 号文批准,由上海国际港务(集团)有限公司、中国上海外轮代理公司、上海交通投资(集团)有限公司(原名上海交通投资公司)、上海外轮理货有限公司和上海起帆科技股份有限公司共同发起设立。2000 年 6 月 13 日,公司向社会公众公开发行境内上市人民币普通股(A 股)股票 21,000 万股,并于同年 7 月 19 日在上海证券交易所上市交易。

2005 年 6 月 20 日,上港集箱被中国证监会确定为股权分置改革第二批试点公司。2005 年 8 月 15 日,上港集箱股东大会通过股权分置改革方案(每 10 股送 2.2 股加 10 元现金),并于 2005 年 8 月 22 日实施。

换股吸收合并方案实施前,上港集箱股权结构和主要业务如下图:



(三) 合并双方基本财务状况

上港集团和上港集箱 2005 年年末资产规模和 2005 年度盈利状况如下表所示:

		上港集团	上港集箱
2005 年 12 月 31 日	总资产(亿元)	454.94	208.11
	净资产(亿元)	190.51	74.2
	每股净资产(元)	1.038	4.112
2005 年度	主营业务收入(亿元)	109.9	47.76
	净利润(亿元)	21.77	11.89
	每股收益(元)	0.117	0.659

二、换股吸收合并背景、方案及过程

(一) 方案相关背景及选择过程

作为国内最大的港口集团,上港集团的战略目标是成为全球卓越的码头综合运营商,并以全力建设上海国际航运中心为发展主线。为达成该战略目标,需要充分利用资本市场平台,实现公司的跨越式发展。由于上港集箱与上港集团在集装箱业务上存在重叠,同业竞争问题一直困扰着上港集箱,使上港集箱的资本市场再融资计划一再搁置,上港集箱的上市平台已不足以为上港集团的整体发展战略提供服务。因此通过资本运作实现上港集团整体上市并解决同业竞争问题,从而为集团发展提供更广阔的资本运作平台成为了上港集团战略发展的必然选择,也是上海国际航运中心建设的关键一环。

在上述背景下,上港集团实施资本运作主要有以下几种选择:

1. 上港集团整体实施 IPO。此方案下,由于最终会形成集团与控股子公司同为上市公司的复杂架构,一方面上港集团与上港集箱间的同业竞争无法得到解决,另一方面此同业竞争问题很可能构成集团 IPO 的审核障碍。

2. 上港集团将集装箱核心业务全部注入上港集箱,另行拆分部分业务 IPO。此操作虽解决了同业竞争问题,但一方面最终仍将形成集团控制两家上市公司的复杂架构,与集团整体上市的战略定位存在偏差;另一方面“业务条线分割”也在一定程度上限制了 IPO 主体与上港集箱自身的业务经营空间。

3. 全面要约收购上港集箱并退市,上港集团整体 IPO。分两个步骤操作的时间跨度较长,上港集团退市能否成功存在较大的不确定性,且上港集箱退市需要上港集团支出大量现金用于要约收购股份,成本较高。

4. 换股吸收合并。此方案下,吸收合并与 IPO 同时进行,上港集箱注销,上港集团成为全新的上市公司,既实现了集团整体上市,也消除了同业竞争,未来上港集团将成为唯一的上市平台,符合集团的整体发展战略;此外,吸收合并以股份作为支付对价,无须支出现金;但此方案几无先例可循,在方案设计、审批环节、信息披露及实施流程等方面都需要上港集团与各中介机构进行创新性的探索。

上港集团经与中介机构多次探讨和反复研究论证,认为换股吸收合并是当时最有利于实现上港集团股东与上港集箱股东价值最大化的方案,既符合国内资本市场法律法规,也符合两家企业当时的状况,具备可行性。同时,中国证监会、商务部、国务院国资委等证券监管机构和上级主管部门也大力支持上港集团整体上市,并对换股吸收合并的具体方案提出了宝贵意见。在征询各方意见后,上港集团正式采纳了该方案。

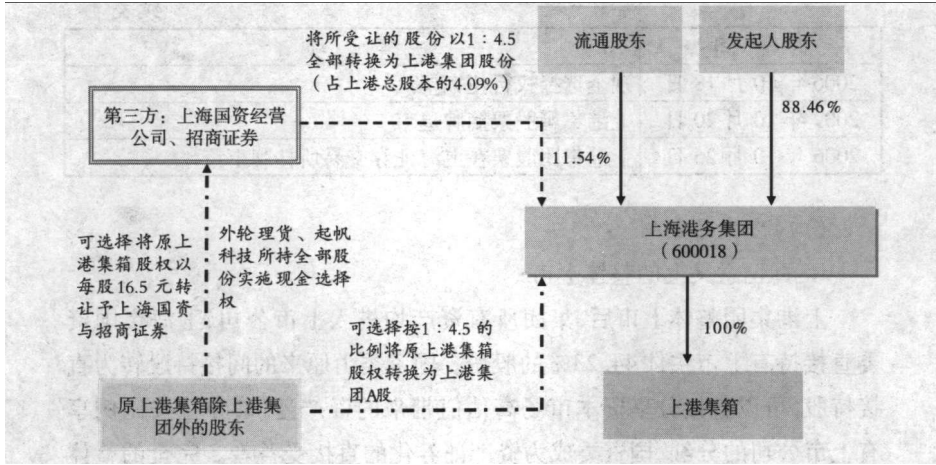
(二)换股吸收合并方案要点

1. 上港集团发行人民币普通股 2,421,710,550 股,并以所发行的股份全部作为合并对价,换取上港集箱除上港集团所持股份外、未行使现金选择权的股份及第三方因现金选择权的行使而持有的全部股份,发行价格为每股 3.67 元。

2. 上港集箱除上港集团外的所有股东均可按照每股股票换取 4.5 股上港集团股票的方式成为集团的股东,欲退出的股东可以按照每股 16.50 元的价格出售股票给第三方,由第三方购得股票后进行换股。

3. 为避免交叉持股,上港集团的关联方上海外轮理货有限公司和上海起帆科技股份有限公司书面承诺放弃换股,行使现金选择权。

4. 换股完成后,上港集箱注销法人资格,上港集团持有的上港集箱 12.66 亿股相应注销,上港集团取代上港集箱挂牌上市。



上港集团换股吸收合并上港集箱示意图

(三) 主要时间节点

时 间	事 项
2006年6月4日	合并双方召开关于换股吸收合并的第一次董事会
2006年6月6日	刊登上港集箱董事会决议、双方董事会关于换股吸收合并的提示性公告
2006年7月5日	上港集团与上港集箱分别召开第二次董事会审议并通过了换股吸收合并并整体上市方案
2006年8月4日	国务院国资委批准上港集团换股吸收合并并整体上市
2006年8月7日	上港集团与上港集箱分别召开股东大会审议并通过了换股吸收合并并整体上市事宜
2006年9月4日	商务部原则同意换股吸收合并并整体上市方案
2006年9月8日	换股吸收合并方案获得证监会发行与审核委员会审核通过
2006年9月18日	换股吸收合并方案获证监会核准
2006年9月22日	刊登上港集团招股说明书暨换股吸收合并上港集箱报告书、换股及现金选择权实施公告
2006年9月26日	上港集箱股票停止交易

续表

时 间	事 项
2006 年 10 月 18 日	现金选择权行使完毕
2009 年 10 月 20 日	上港集箱股票摘牌退市
2006 年 10 月 26 日	上港集团股票在上海证券交易所挂牌上市

(四) 方案的创新

1. 真正意义上的整体上市

上港集团整体上市后,集团所有资产均进入上市公司,上海市国资委直接持有上市主体 44.23% 的股份。国资委由原来的间接持股转为直接持股,可以直接分享资本市场高估值带来的资产溢价,并且按比例享有上市公司的分红,国资委成为资产证券化的直接受益者。完全的整体上市更有利于国资委履行出资人义务,监督考核国有企业经营管理层,促进国有资产的保值增值。在这一点上,“上港模式”可谓实现了真正意义上的整体上市,是国有资产管理体制改革的一次有益探索。

2. 引入第三方提供现金选择权

为充分保护中小股东的利益,本次换股吸收合并设置了第三方提供现金选择权的创新方案,引入上海国有资产经营有限公司和招商证券作为第三方,给予上港集箱股东现金选择权。上港集箱的股东(除上港集团外)可以其持有的上港集箱股票按照 16.50 元/股的价格全部或者部分行使现金选择权,为不愿意换股的股东提供了一条退出的途径,有效保护了中小股东的利益。

最终,大部分投资者选择了换股,行使现金选择权的股份约占有权申报股份的 30% 左右。为此,换股吸收合并的第三方共支付现金约 28 亿元。

自上港集团换股吸收合并上港集箱之后,A 股市场所有的换股吸收合并案例都引入了现金选择权条款。

3. 换股价格的确定方式

(1) 上港集箱的换股价格及现金选择权的实施价格均为 16.50 元/股,该价格较上港集箱 A 股历史最高价 15.47 元/股有 6.65% 的溢价。因此,在价格上维护了上港集箱所有股东的利益。

(2) 上港集团股票发行价为 3.67 元/股,按 2006 年集团盈利预测净利润 27.5 亿元测算,全面摊薄市盈率为 28.01 倍。虽然这一市盈率水

平高于当时国内港口行业上市公司的平均市盈率,但综合考虑上港集团的业务规模、行业地位、竞争优势以及发展前景,该发行价具有合理性,并不高估。换股吸收合并完成后,上港集团挂牌上市当日股票上涨 3.27%,20 个交易日股票上涨 32.15%,这也印证了发行定价的合理性。

(3) 依据前述换股价格及上港集团股票的发行价格,最终确定换股比例为上港集箱股东以 1 股换取 4.5 股上港集团股票。

4. 审批流程的探索

(1) IPO、换股吸收合并同步进行

由于无先例可循,在方案设计初始,上港集团及各中介机构对首次公开发行与换股吸收合并之间的关系并不明确。经反复讨论研究及咨询监管部门意见,最终认为首次公开发行与换股吸收合并两部分紧密结合,首次公开发行为换股吸收合并提供了所支付对价的股票来源,换股吸收合并是首次公开发行股票的具体用途,并在实施过程中将两部分操作组成一个整体方案同步进行。

(2) 证监会审核部门的确定

换股吸收合并方案同时涉及首次公开发行与上市公司资产重组,以往分别由证监会发行监管部与上市公司监管部进行审核。经证监会内部协调,上港集团换股吸收合并方案由发行部与上市部共同审核,两部门建立相应的会商沟通机制,为后续的整体上市案例建立了高效、完善的审核机制。

(3) 发审委与并购重组委合并召开

上港集团换股吸收合并方案由发行部与上市部共同审核,相应地也需要提交发行审核委员会与并购重组委员会审核,为提高审核效率、统一审核标准,证监会抽调了部分并购重组委委员与发审委委员共同审核上港集团换股吸收合并方案,这也为后续吸收合并案例的审核提供了宝贵经验。

(4) 建立了商务部与证监会之间的协调机制

由于上港集团为外商投资企业,其发行上市需要经商务部审核批准。经上港集团咨询商务部、证监会并经两部门会商后确定,上港集团换股吸收合并须首先取得商务部的原则同意函,之后提交证监会审核,在发行完成后向商务部提交备案材料。上港集团案例的操作,为商务部

与证监会之间协调机制的建立起了推动作用,也为后续外商投资企业的上市及重组案例确立了范本。

5. 两次董事会的操作流程

上港集团与上港集箱分别召开了两次董事会,审议换股吸收合并事宜。

第一次董事会主要是确定换股吸收合并的总体方案,锁定换股价格、发行价格及换股比例;第二次董事会审议换股吸收合并的具体方案,决定召开股东大会审议换股吸收合并事宜,并同步披露换股吸收合并预案说明书、财务顾问报告、法律意见书、审计报告、盈利预测报告等相关资料。随后合并双方召开股东大会审议换股吸收合并事宜。

通过上述操作流程,合并双方可在第一次董事会决议公告时即对外披露合并事宜,一方面履行了信息披露义务,避免了上港集箱股票的长期停牌,也避免了内幕信息泄露所引致的风险;另一方面锁定了换股价格、换股比例等核心条款,控制了合并成本。第二次董事会时披露具体合并预案,其后召开股东大会,也有利于合并双方的股东在掌握充分信息的基础上,行使决策权。

6. 上港集团对上港集箱股权分置改革对价款项的处置

2005年8月,上港集箱实施了股权分置改革方案,其中上港集团向持有上港集箱流通股的股东支付现金对价人民币41,163万元、送股9056万股,共计人民币76,910万元。该对价依据财政部的有关规定,确认为上港集团的资产类科目“股权分置流通权”,待所获流通权股份对外出售时予以结转。

依照换股吸收合并方案,上港集团换股吸收合并上港集箱后,其持有的上港集箱股份将全部注销,不存在对外出售情况,因此无法结转“股权分置流通权”科目,如何处理成了方案的难点之一。

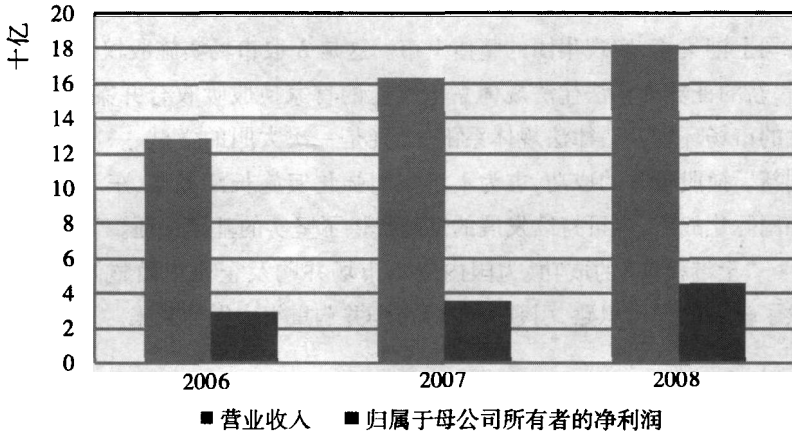
经研究,最终上港集团因实施上港集箱股权分置改革形成的股权分置流通权76,910万元,由集团发起人股东按其对集团的持股比例予以承担,在应付发起人股东2006年至2010年期间的股利时均衡抵扣。若发起人股东减持集团股份,则减持股份所得款项首先将用于支付其按比例应承担的股改对价,直至支付完毕。

上述处置方法为完成股权分置改革的公司实施换股吸收合并的账

务处理提供了新思路。

三、本次换股吸收合并的分析和评价

(一)本次换股吸收合并后,上港集团与原控股子公司上港集箱的业务得以整合,合并双方的协同效应得到发挥。2006年至2008年,上港集团的营业收入、净利润等经营业绩指标均保持了稳健增长,显示了良好的发展态势。整体上市后,上港集团股票在A股市场的走势稳健,股东价值也因整体上市而得到最大化。



整体上市完成后上港集团经营业绩情况(2006~2008年)

整体上市完成后,上港集团于2008年2月发行24.5亿元分离交易可转债,募集资金用于上海港罗泾港区二期工程。再融资的顺利完成,拓宽了上港集团筹集资金的渠道与来源,为上港集团保持可持续稳健发展提供了资金保障。

(二)整体上市是上港集团发展战略中的关键一环,有利于集团构建融资平台,为集团实施发展战略提供资金保障;有利于集团按照上市公司的要求完善法人治理结构,规范日常运作,提升管理水平;有利于集团建立完整产业链,消除同业竞争的顾虑,整合各个业务板块;有利于集团更好地服务于上海国际航运中心建设的重任,为集团强化实施长江战略、东北亚战略和国际化战略,走可持续发展的道路提供了坚实的基础保证。

(三)上港集团换股吸收合并上港集箱实现整体上市,对国内大中型企业集团(尤其是旗下已有上市子公司的企业集团)有效解决同业竞争问题、做大做强上市平台、盘活存量资产,无疑具有重要的指导意义。上港集团换股吸收合并方案在方案设计、审核流程、定价模式以及“股权分置流通权的处置”、“第三方现金选择权”等具体操作环节方面的创新,为后续诸如中国铝业、潍柴动力、上海电气、攀钢钢钒等众多换股吸收合并案例提供了宝贵的经验借鉴。

上港集团以首次公开发行的股份作为对价,换股吸收合并其上市公司上港集箱,实现集团的整体上市。这是A股市场实施股权分置改革后,新的证券市场法律法规体系下实施的首家换股吸收合并案例,在当时的市场环境及法律法规体系下,无疑是一次大胆的尝试、一次成功的创新。换股吸收的成功,也为上港集团强化实施长江战略、东北亚战略和国际化战略,走可持续发展的道路提供了坚实的基础保证。

“上港模式”的成功,为国内资本市场并购及企业集团整体上市提供了全新的操作思路,引领了A股市场并购重组大潮的到来。

中国石化现金要约收购齐鲁石化案例

2006年2月,中国石油化工股份有限公司(以下简称“中国石化”)宣布,其拟以合计134亿人民币溢价,全面收购旗下齐鲁石化、石油大明、扬子石化、中原油气四家上市子公司(以下简称“本次要约收购”)。本次要约收购的主要原因是:2000年10月中国石化在香港、纽约和伦敦三地证券交易所上市时和2001年8月在上海证券交易所上市时曾向境内外投资者承诺,将对下属的上市公司进行整合,以进一步减少管理层次,理顺管理体制,发挥协同效应,提升中国石化的综合竞争实力,消除上市子公司与中国石化之间的关联交易和同业竞争。本次要约收购的直接动因是:2006年境内资本市场股权分置改革的市场压力促使中国石化加快整合的步伐,因为股权分置改革涉及中国石化向其上市子公司的流通股股东送股、进而增加公众股的数量,这样的结果与中国石化整合及私有化上市子公司的初衷不符,甚至会增加其兑现承诺的成本及障碍,同时,获得上市子公司股份的流通权对中国石化整体业务管理规划的实现也无促进作用。因此,中国石化最终选择通过全面要约收购的方式,既兑现了其整合承诺,又解决了股权分置改革的问题。

因此,在获得中国证监会的无异议核准后,中国石化于2006年3月6日向齐鲁石化全体流通股股东发出全面收购要约。截至2006年4月6日,已预受要约的齐鲁石化流通股满足了本次要约收购的生效条件,齐鲁石化因此被依法终止公司股票上市交易。

一、相关当事人基本情况

(一)收购人基本情况介绍

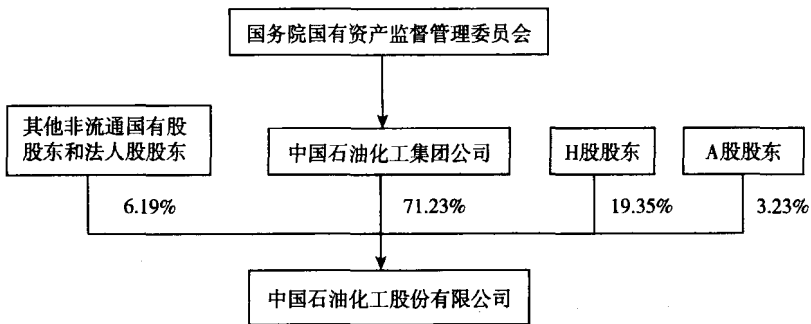
收购人中国石化成立于2000年2月25日,注册资本867亿元。公司是在香港、纽约、伦敦、上海四地上市的中国公司,亦是上、中、下游综合一体化的能源化工公司。公司主要业务包括:石油和天然气的勘探、开发、生产和贸易石油的加工,石油产品的生产,石油产品的贸易及运输、分销和营销,石化产品的生产、分销和贸易。根据2005年的营业额,

公司是中国及亚洲大型石油和石化公司之一;中国及亚洲大型汽油、柴油、航空煤油及其他主要石油产品的生产商和分销商之一;中国第二大石油和天然气生产商。

实施要约收购时中国石化股权结构如下:

股东类别	持股数(万股)	所占比例(%)
(1) 国家股	6,712,195	77.42
其中:中国石油化工集团公司	6,175,733	71.23
(2) 已流通境外 H 股	1,678,049	19.35
(3) 已流通境内 A 股	280,000	3.23
总股本	8,670,244	100.00

下图为中国石化实施要约收购时的股本结构图:



中国石化的实际控制人为中国石油化工集团公司,注册资本 1049 亿元。中国石化集团公司是国家授权投资的机构和国家控股公司。主要经营石油、天然气勘探开采、炼油及石化生产、石油及石化产品的营销及分销、石油产品的进出口业务,以及其他相关业务。

(二)被收购公司基本情况

被收购公司中国石化齐鲁股份有限公司(以下简称“齐鲁石化”)为中国石化的控股子公司,1998 年 4 月在上海证券交易所上市。公司位于山东省淄博高新技术产业开发区,总股本 19.5 亿股。公司是我国主要的石油化工生产企业,全国最大的聚氯乙烯和丁苯橡胶生产基地,国内唯一的塑料——氯碱型石化企业。公司主营业务为石油制品和化工产品的生产、加工、销售、仓储、运输及科研开发和综合服务,现有 58 种主要产品,涵盖合成树脂、有机化工原料、烧碱和合成橡

胶四大类。

1. 要约收购前齐鲁石化的主要财务情况

主要会计数据	2005 年	2004 年
主营业务收入(万元)	1,951,721.95	984,174.82
净利润(万元)	183,813.79	128,959.48
	2005 年年末	2004 年年末
总资产(万元)	1,038,223.87	997,975.59
股东权益(万元)	764,532.59	615,279.66
经营活动产生的现金流量净额(万元)	214,237.93	223,194.98
每股收益(全面摊薄)(元)	0.94	0.66
净资产收益率(全面摊薄)(%)	24.04	20.96
每股经营活动产生的现金流量净额(元)	1.10	1.14
每股净资产(元)	3.92	3.16

2. 要约收购前齐鲁石化股东情况

要约收购前,齐鲁石化的总股本为 19.5 亿股,其中,中国石化为齐鲁石化第一大股东,持有其 16 亿股,占齐鲁石化总股本的比例为 82.05%;齐鲁石化的其他股份全部为流通股,总计 3.5 亿股,占齐鲁石化总股本的比例为 17.95%。

二、本次要约收购方案分析和评价

(一) 要约收购方案主要内容

收购人中国石化本次要约收购以终止齐鲁石化流通股股票上市交易为目的,旨在实现收购人业务一体化战略。截至本要约收购报告书发布之日,收购人持有齐鲁石化 16 亿股国有法人股,约占齐鲁石化股份总数的 82.05%,预定收购的流通股股份数量 3.5 亿股,占被收购公司总股本的比例为 17.95%。本次要约收购的要约价格为 10.18 元/股。

根据《上市公司收购管理办法》的规定,流通股的要约价格应不低于齐鲁石化流通股股票在要约收购报告书摘要公告前三十个交易日内的每日加权平均价格的算术平均值的 90%。齐鲁石化流通股股票在要约收购报告书摘要公告前三十个交易日的每日加权平均价格的算术平均值为 8.42 元/股,每日加权平均价格的算术平均值的 90% 为 7.58 元/股。流通股的要约价格较要约收购报告书摘要公告前三十个交易日的每日加权平均价格的算术平均值 8.42 元/股有 20.92% 的溢价,符合《上

上市公司收购管理办法》的规定。

收购人本次要约收购所需资金总额约为 35.63 亿元,全部以现金方式支付。

本次要约收购的有效期为 2006 年 3 月 8 日至 2006 年 4 月 6 日。

本次要约收购的生效条件为:在要约期内最后一个交易日 15 时整,登记公司临时保管的预受要约股票申报数量高于 15,500 万股,即收购人持有的齐鲁石化股份总数以及登记公司临时保管的预受要约股票申报数量之和占齐鲁石化总股本的比例高于 90%,则齐鲁石化的股权分布将不满足《证券法》第 50 条规定的股票上市条件。如果本次要约收购的生效条件没有得到满足,则本次要约收购自始不生效,原预受申报不再有效,登记公司自动解除对相应股份的临时保管。

2006 年 4 月 6 日,已预受要约且未撤回的齐鲁石化流通股数量为 332,199,784 股,已预受要约的齐鲁石化流通股和中国石化持有的齐鲁石化法人股共计占齐鲁石化总股本的比例约为 99.09%,高于 90%,满足了此次要约收购的生效条件,要约生效。在完成资金清算和股份过户手续后,齐鲁石化的流通股数量为 17,800,216 股,占本公司总股本的比例约为 0.09%,低于 10%,齐鲁石化的股权分布不再满足《证券法》第 50 条第 3 款规定的股票上市条件。齐鲁石化根据《证券法》第 56 条的规定,申请终止上市交易。

(二)后续安排

2007 年 2 月 9 日,齐鲁石化董事会批准齐鲁石化和淄博捷续化工有限公司(以下简称“捷续化工”)按照《公司法》及《吸收合并协议》以吸收合并的方式进行合并。2007 年 2 月 28 日齐鲁石化股东大会批准吸收合并方案。齐鲁石化并入捷续化工,由捷续化工向除中国石化以外的其他齐鲁石化的股东(以下简称“余股股东”)支付相应数额的现金作为合并对价,向中国石化增资作为合并对价。捷续化工向余股股东支付合并对价的方案为:齐鲁石化的余股股东将获得每股 10.18 元的现金。

齐鲁石化委托登记公司,于 2007 年 3 月 16 日将合并对价划付余股股东指定交易的证券公司。证券公司应根据登记公司于 2007 年 3 月 16 日收市后发送的对价明细数据将对价划入余股股东的资金账户。

(三) 本次要约收购方案分析和评价

本次收购人提出的要约收购条件符合《公司法》、《证券法》、《上市公司收购管理办法》等法律法规关于要约收购的有关规定,其要约价格、要约期、要约收购的生效条件等要约条件的确定是合法的。同时收购人履行了《公司法》、《证券法》及《上市公司收购管理办法》等有关法律法规规定的要约收购的法定程序,其操作程序是合法的。

在当时的行业状况及市场环境下,收购人提出的要约价格对齐鲁石化的流通股股东公平、合理。

此次并购重组能够提高上市公司质量,有利于公司持续发展。符合国家产业政策,具有市场影响力,交易金额较大。筹划过程严格保密,对外披露前上市公司股票交易未出现异常波动。

方案设计兼顾参与各方,保护投资者利益,推动证券市场的健康发展。具有创新意义,涉及多个业务环节,如要约收购、退市、吸收合并、余股回购等,能够推动并购重组法律法规的进一步完善。

三、思考和建议

中国石化通过要约收购完成了对旗下齐鲁石化等四家控股上市子公司的私有化,给证券市场及上市公司的发展带来很多启示。

(一) 部分实现了中国石化上市时曾向境内外投资者作出的承诺

中国石化 2000 年在香港、纽约和伦敦三地证券交易所上市时和 2001 年 8 月在上海证券交易所上市时曾向境内外投资者承诺,将对下属的上市子公司进行整合,以进一步减少管理层次,理顺管理体制,发挥协同效应,提升中国石化的综合竞争实力,消除上市子公司与中国石化之间的关联交易和同业竞争。

(二) 间接完成了中国石化下属上市子公司股权分置改革

2005 年 4 月 29 日,经国务院批准,中国证监会发布了《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》,宣布正式启动股权分置改革试点工作。同年 5 月 9 日,第一批公司进行股权分置试点改革。紧接着大批公司进入第二批股权分置改革试点的行列,中国石化旗下有多家上市公司,面临较大的股权分置改革的市场压力,但全面进行股权分置改革对中国石化而言存在各方面的困难和很大的难度。更为重要的是,中国石化整合上市子公司的承诺及其整体业务管理规划,与股权分置改革的

目标不甚吻合,因为一旦实施股权分置改革,中国石化就将面临着向上市子公司的流通股股东送股,流通股股东的股本就又被扩张了的问题。如此一来,自然会给中国石化今后的整合回购带来更多的麻烦。因此,通过私有化的方式解决旗下子公司面临的股权分置改革问题自然成为其最理想的选择。

(三) 实现了中国石化理顺管理体制的战略,提高了整体竞争力

过去分散的经营模式导致没有形成中国石化统一的品牌,产品优势没有转化为市场优势,制约了产品结构调整和新产品开发、市场开拓和资源配置、客户管理和营销网络建设、经营战略和营销策略等方面的统筹优化,影响了化工板块整体优势的发挥和中国石化市场竞争力的增强,同时也给客户购买中国石化产品带来诸多不便。中国石化通过私有化旗下的上市公司,对整合其产业链、突出核心业务、充分发挥集约化经营的整体优势、全面提升综合竞争能力,以及实现整体效益最大化具有重要意义。

(四) 尽管中国石化收购齐鲁石化是一个成功的要约收购案例,但需要在以下方面进行改善

1. 如果要约收购成功,应设计合理的程序解决余股的流动性及交易的便利性问题。

如果要约生效,齐鲁石化将终止其流通股股票在上交所的上市交易。未接受要约的流通股股东所持有的齐鲁石化流通股股票将无法在上交所上市交易或在其他任何集中竞价的交易场所进行交易,该等股票的流动性及交易的便利性较之以前将大为降低。

2. 如果要约收购的生效条件不能得到满足,应防范齐鲁石化股票复牌后交易价格出现波动的风险。

如果要约收购的生效条件不能得到满足,则本次要约收购自始不生效,从而可能引起齐鲁石化股票复牌后交易价格的波动。

葛洲坝换股吸收合并母公司实现整体上市案例

2007年,葛洲坝股份以反向吸收合并的方式,将控股股东水电工程公司的经营性资产全部置入了上市公司,完成了股改后第一家央企的整体上市,既实现了央企主业资产的上市,彻底解决了同业竞争和关联交易问题,也保证了上市公司对原控股股东业务资质的承继,同时也大幅提升了股东价值。本案例简要地介绍了吸收合并的基本情况,也讨论了其方案的主要特点。

一、吸收合并相关方基本情况

(一)吸收方葛洲坝股份有限公司

葛洲坝股份有限公司(以下简称“葛洲坝股份”)设立于1997年5月21日,1997年5月26日在上海证券交易所挂牌交易,股票简称“葛洲坝”,股票代码“600068”,法定代表人杨继学,合并前注册资本105,160万元,控股股东为中国葛洲坝水利水电工程集团有限公司,持股比例为25.27%,经营范围主要涉及水利水电工程建设、水泥生产、房地产、民营爆破、水力发电、高速公路运营等业务。

(二)被吸收方中国葛洲坝水利水电工程集团有限公司

中国葛洲坝水利水电工程集团有限公司(以下简称“水电工程公司”)设立于2001年11月26日,法定代表人杨继学,合并前注册资本153,491.18万元,中国葛洲坝集团公司持股比例为82.43%,中国建设银行股份有限公司三峡分行持股比例为15.17%,中国信达资产管理公司持股比例为2.40%,经营范围主要涉及水利水电工程建设。

(三)水电工程公司的控股股东中国葛洲坝集团公司

中国葛洲坝集团公司成立于2003年6月10日,法人代表杨继学,注册资本11.6亿元,为投资控股型公司,由国务院国资委100%控股,实际不从事具体业务。

(四)吸收合并双方在吸收合并前的主要财务状况

单位:元

项 目	2007 年一季度	2006 年	2005 年
葛洲坝股东权益	3,503,502,695.22	3,504,653,642.41	3,474,962,294.86
葛洲坝净利润	8,133,535.63	70,815,039.53	60,677,004.52
水电工程公司 股东权益	976,100,362.40	383,563,415.10	24,520,763.30
水电工程公司 净利润	172,950,755.35	353,518,398.20	80,785,385.48

二、重组进程

(一)方案

本次吸收合并的方案核心为换股吸收合并:中国葛洲坝集团公司将其持有的水电工程公司股权置入葛洲坝股份,葛洲坝股份按一定的换股比例向中国葛洲坝集团公司发行股票。吸收合并完成后,水电工程公司的全部资产、负债及权益并入存续公司,其现有的法人资格因合并而注销,持有葛洲坝股份的全部股份(限售流通 A 股共计 265,782,618 股)将随之注销。水电工程公司的股东出资额全部转换为葛洲坝的股权后,为限售流通 A 股,自葛洲坝刊登股份变动公告之日起 36 个月内不得转让或上市交易。

(二)交易定价

本次合并以 2007 年 3 月 31 日作为合并基准日,该日为本次合并审计、评估基准日。根据 2007 年 4 月 4 日的葛洲坝董事会决议,葛洲坝股份的换股价格按照 2007 年 3 月 23 日公司股票临时停牌公告日前二十个交易日平均价的算术平均值计算,确定为每股 5.39 元。根据国务院国资委备案的资产评估结果,水电工程公司整体资产总价值为 47.41 亿元,注册资本为 153,822.47 万元,每 1 元注册资本的资产价值约为 3.09 元,由此计算出每 1 元水电工程公司注册资本换取 0.57 股葛洲坝股份的换股比例。换股吸收合并完成后,中国葛洲坝集团公司持有葛洲坝股份 725,045,789 股,持股比例为 43.54%。

(三)交易进程

1. 股票停牌,锁定换股价格

2007 年 3 月 23 日下午,葛洲坝股份申请公司股票停牌,锁定了股票

价格。3月27日,中国葛洲坝集团公司向国务院国资委上报了《中国葛洲坝集团公司关于主业资产整体上市的请示》,3月30日,获得国务院国资委原则同意。

2. 完成社会职能资产剥离和内部资产重组

首先,将水电工程公司承担社会职能的整体资产(含资产、负债、或有负债)及所涉及人员剥离,由中国葛洲坝集团公司接收。

其次,对中国葛洲坝集团公司尚存的少量主业资产和水电工程公司的少量非主业资产进行置换,使中国葛洲坝集团公司主业资产全部注入水电工程公司、水电工程公司非主业资产全部注入中国葛洲坝集团公司。中国葛洲坝集团公司主业资产与水电工程公司非主业资产协议转让于2007年5月24日获得国务院国资委批准,并在5月底前完成了协议转让的全部工作。

3. 开展审计、评估和资产评估备案等工作,完善吸收合并具体方案,完成合并方案报中国证监会核准前所有准备工作

在进行社会职能资产剥离和内部资产重组工作的同时,吸收合并各方抓紧组织各中介机构开展审计评估和整体上市方案的制定。水电工程公司的资产评估结果于2007年5月17日获得国务院国资委资产评估备案。吸收合并方案经过与中国证监会和国务院国资委有关部门沟通和多次修改完善后,水电工程公司和葛洲坝股份在5月底前分别召开董事会会议讨论通过,并报国务院国资委审批,国务院国资委于2007年6月12日批复同意,6月18日葛洲坝股份召开临时股东大会表决通过葛洲坝股份有限公司换股吸收合并水电工程公司的方案。

4. 向中国证监会报送申报材料并取得核准批复

2007年6月19日,葛洲坝股份向中国证监会上报了《关于葛洲坝股份有限公司换股吸收合并中国葛洲坝水利水电工程集团有限公司的请示》,中国证监会重组委于8月14日对葛洲坝股份吸收合并水电工程公司方案进行审核,并给予有条件通过。在对方案进行说明和补正后,9月10日中国证监会正式批复同意葛洲坝股份吸收合并水电工程公司、豁免中国葛洲坝集团公司要约收购义务、同意中国葛洲坝集团公司公告葛洲坝收购报告书等。至此,葛洲坝股份换股吸收合并水电工程公司须取得国家监管部门批准的工作全部完毕。

5. 实施整体吸收合并方案

葛洲坝股份于2007年9月14日公告现金选择权方案,9月18日至20日为现金选择权申报期。申报结束后,葛洲坝股份向上海证券登记结算公司申请办理注销水电工程公司持有的葛洲坝股份有限公司股份,并同时办理中国葛洲坝集团公司所持葛洲坝股份的股份登记托管。2007年9月24日完成了新上市公司的工商变更登记。

三、分析与评价

葛洲坝股份是股权分置改革后实施整体上市的第一家中央企业,其反向吸收合并创造了新的模式,对上市公司并购重组、整体上市有较大借鉴意义。

(一)本次重组效果分析

1. 解决了历史遗留的同业竞争问题,形成了科学合理的产业结构

本次吸收合并前,葛洲坝股份与水电工程公司的主营业务收入来源都是水利水电工程建设,二者同业竞争现象严重。而且,葛洲坝股份在工程承包施工领域,无论是施工资质、施工技术、施工设备、人才基础、大型工程项目的施工经验、商誉及销售网络都与水电工程公司存在巨大的差距,因此,受同业竞争影响工程承包施工收入逐年萎缩,由2004年的91,113.60万元下降到2005年的54,177.32万元,再下降到2006年的42,593.54万元。与此同时,为避免潜在的同业竞争,2002年开始多元化经营,先后涉足水泥、民用爆破、水力发电、高速公路和房地产业务,导致工程承包施工收入占主营业务收入的比重由2003年的61.70%下降为2005年的32.93%,并进一步下降到2006年的22.30%和2007年第一季度的15.26%。但是,这种努力不仅未能消除潜在的同业竞争,还造成上市公司主业不突出、缺乏核心业务的新情况,制约了上市公司的发展。本次吸收合并后,中国葛洲坝集团公司的全部生产经营性资产都进入了葛洲坝股份,其他资产都不从事与葛洲坝股份存在竞争关系的业务,并出具承诺函,承诺不与葛洲坝股份发生同业竞争,同业竞争问题得到根本解决。

重组完成后,存续公司对业务、资源、资质等进行全面整合,完善了公司的业务资质体系,大幅提升了公司的技术力量,进一步确立了公司在水利水电工程建设领域的品牌优势。公司形成以建筑工程承包施工

为核心业务,水泥、民用爆破、水力发电、高速公路和房地产等相关业务共同发展,构筑了上下游一体化的产业格局。科学合理的产业结构,有效地推进了公司步入可持续发展的快速通道。

2. 实现了国有资产的保值增值,为公司未来做大做强奠定了坚实的基础

本次吸收合并所涉及的水电工程公司的资产及负债在评估基准日(2007年3月31日)的全部股东权益价值评估前为10.59亿元,评估后为47.41亿元,增值36.82亿元,增值3.47倍。吸收合并完成后,中国葛洲坝集团公司持有上市公司的比例由原来的20.83%上升到43.54%,国有资产对上市公司的控制力进一步增强。

吸收合并完成后,2007年年底公司资产总额261.35亿元,比合并前增长161.30%;公司净资产总额53.78亿元,比合并前增长53.46%;公司完成主营收入120.05亿元,比合并前增长528.53%;实现营业利润6.8亿元,比合并前增长999.43%;实现归属于母公司的净利润6.18亿元,比合并前增长772.63%;实现每股收益为0.37元,比合并前增长452.24%;净资产收益率为11.484%,比合并前增长468.23%。

从业务上看,截至2007年4月,水电工程公司合同储备金额为390.66亿元,其中国外169.55亿元,国内221.11亿元,而同期葛洲坝股份获取的订单仅21.16亿元。合并后,水电工程公司订单全部进入存续公司,为存续公司未来业绩的增长提供了保障。本次吸收合并实现了上市公司在规模和效益上的跳跃式发展,有效地提高了上市公司质量。

3. 为公司未来发展获得了更广阔的融资平台,有效地支持了公司利用资本市场加快发展

吸收合并前,由于主业不明晰,盈利能力较弱,葛洲坝股份自2000年配股后,就再没有从二级市场融资了。整体上市后,公司质地发生了根本性变化,盈利能力和规范运作水平显著提高,为公司实施再融资创造了有利的条件。2008年公司成功地发行了13.9亿元认股权和债券分离交易的可转换公司债券,2009年公司21.24亿元配股申请获得中国证监会文件核准,上述募集资金将极大地支持公司又好又快的发展。

(二)本次重组方案特点

1. 反向吸收合并的整体上市方案新颖独特

葛洲坝股份的整体上市,也可以采用直接向水电工程公司定向增发的方式。这样的方式,尽管操作简单,但葛洲坝股份无法承继水电工程公司所具有的多项工程建设资质(包括水利水电建设特级资质),显然不利于葛洲坝股份未来业务的开展。因此,选择换股吸收合并方案,既获得了控股股东的资产,也有利于取得其所具有的各项业务资质。

2. 换股吸收合并的方式减少了实际操作中验资的麻烦

如果是通常的定向增发,用以认购股票的资产过户手续烦琐,往往要很长时间才能完成整个定向增发的进程。在本次吸收合并中,用于与葛洲坝股份的新发股票交换的是水电工程公司的股权,只要股权办理完工商登记过户,就可以完成验资手续,从而在登记结算公司完成葛洲坝新发股票的登记存管手续,整个进程相对便捷快速,为上市公司的后续整合奠定了基础。

3. 葛洲坝股份在实施吸收合并前的小重组值得借鉴

国有大型企业的非生产类资产多半集中在控股股东和实际控制人手里,控股股东在谋求整体上市前应通过资产置换来实现同类资产的合并。

4. 把握政策契机,积极利用资本市场,推动上市公司加快发展

2006年,国务院、中国证监会和国务院国资委相继下发了鼓励中央企业整体上市的相关文件,葛洲坝股份和水电工程公司积极响应国家的政策,把握政策契机和市场机会,在较短的时间内完成了整体上市进程,为公司做大做强奠定了良好的基础。

5. 既要多方协调,也要注意保密

中央企业的整体上市情况复杂,涉及面广,如何在集思广益和保守秘密之间取得平衡,是对企业的一种考验。保密工作对整体上市工作能否顺利实施,能否保证公平地进行信息披露至关重要。公司整体上市工作思路最初萌发于中国葛洲坝集团公司主要领导,在其向中国证监会汇报当日中午即行临时停牌,减少了市场波动,保证了公司整体上市的顺利完成。

中国船舶资产注入实现业务整合案例

历史经验表明,一个国家造船业的振兴,往往都是在其经济起飞期间、货物贸易量急剧增加的过程中完成的,日本、韩国均是如此,而目前我国也正处于这种特定的发展阶段。经济的高速增长使我国具备了船舶工业发展所必须的资金、技术及成本优势,中国已经开始承担起国际造船业的产业转移。伴随着国内资本市场为实体产业服务功能的日趋完善,造船业需要通过资本市场谋求进一步做大做强,市场也需要一个具备国际竞争力的造修船旗舰上市公司。

2007年,中船集团公司通过旗下的沪东重机非公开发行股票,成功将大型民用船舶制造业务、修船业务和船用大功率柴油机制造业务整合,中国船舶也一跃成为中船集团民品造船资产的上市平台,成为2007年度中国资本市场重组整合的典型案列。在上海着力打造金融和航运两个中心的背景下,我们似乎看到了中国船舶做大做强的前景所在,扬帆起航,驶向深蓝。

一、相关当事人基本情况

(一)中国船舶工业集团公司基本情况介绍

中国船舶工业股份有限公司控股股东中国船舶工业集团公司(以下简称“中船集团”)组建于1999年7月1日,是中央直接管理的特大型企业集团,国家授权投资机构。中船集团是中国船舶工业的主要力量,旗下聚集了一批中国最具实力的骨干造修船企业、船舶研究设计院所、船舶配套企业及船舶外贸公司。在竞争激烈的民船领域,中船集团能够建造符合世界上任何一家船级社规范,满足国际通用技术标准和安全公约要求,适航于任一海区的现代船舶,产品种类涵盖各类民用船舶与设施。中船集团在2002年明确提出了“五三一”战略目标:在2005年、2010年分别进入世界造船集团“五强”、“三强”的基础上,到2015年成为世界第一造船集团,从而推动我国成为世界第一造船大国。

(二)目标企业的基本情况

1. 上海外高桥造船有限公司

该公司由中国船舶工业集团公司、上海宝钢集团公司和上海电气(集团)总公司共同出资人民币12,000万元,于1999年5月27日成立。

该公司主要从事的业务为:建造10万吨以上好望角型散货船和阿芙拉型油轮,同时还可建造20万吨以上VLCC、FPSO和海洋钻井平台等海洋工程。2006年该公司造船超过300万吨,是我国最大、现代化的船舶制造厂商,被国内外誉为“中国第一船厂”。

截至2006年12月31日,外高桥注册资本143,985万元,股权结构如下:

股东	持股比例(%)
中船集团	66.66
宝钢集团	16.67
上海电气集团	16.67

2. 中船澄西船舶修造有限公司

该公司成立于1973年,中船澄西是中船集团所属的大型修船企业,是中国修船行业的领导者与主力军。该公司通过实施以修理高产值、高技术含量和高附加值船舶为主攻方向的特色经营战略,重点突破改装船,具有显著的核心竞争能力。中船集团持有该公司100%的股权。

3. 广州中船远航文冲船舶工程有限公司

远航文冲是于2005年11月合资成立的大型修船企业。截至2006年12月31日,该公司注册资本人民币64,130.4348万元(实收资本:64,130.4348万元),总投资额8亿元人民币。股权结构如下:

股东	持股比例(%)
中船集团	54
远航集团有限公司	46

4. 目标企业股权的评估、作价情况

公司本次非公开发行拟收购的目标企业的标的股权包括外高桥100%的股权、中船澄西100%的股权以及集团所持远航文冲54%的股权。上述标的股权以2006年10月31日为评估基准日,采用收益法评

估,评估值为 92.6 亿元。具体如下:

公司	经审计账面值 (亿元)	全部净资产评估值 (亿元)	标的股权价值 (亿元)
外高桥	22.02	60.79	60.79
中船澄西	8.15	23.49	23.49
远航文冲	7.39	16.42	8.76
合计	37.56	100.7	93.14

二、中国船舶民品主业重组上市过程、方案及特点

(一) 梳理整合思路, 筛选优质资产

以组建主业清晰、业绩优良、成长性强、规范运作的上市公司为阶段性目标, 中船集团及中国船舶通过兼并重组, 优化产业结构, 完成企业改制, 健全产权制度; 通过主辅分离, 确保主体精干。经过大量的基础性工作与筛选后, 中船集团最终选择了原沪东重机股份有限公司(以下简称“沪东重机”)、上海外高桥造船有限公司(以下简称“外高桥造船”)、中船澄西船舶修造有限公司(以下简称“中船澄西”)、广州中船文冲远航船舶工程有限公司(以下简称“远航文冲”)四个核心民品主业的企业作为重组整合对象。其中, 外高桥造船是我国最大、最现代化的船舶制造企业, 代表着我国船舶制造的最高水平; 中船澄西、远航文冲分别是我国修船行业的龙头企业和南方最大的修船基地, 两者代表着我国修船行业的最高水平; 沪东重机是国内规模最大、技术开发能力最强的船用大功率中低速柴油机生产基地, 其国内市场占有率达 65% 左右。因此, 增发重组后的公司将成为国内规模最大的船舶制造、船舶维修和船用柴油机一体化制造企业。

(二) 前期资产整合组合拳打出明晰产权关系

为明确上市公司产权关系, 中船集团通过划转方式将上船澄西船舶工程有限公司持有的澄西船厂 100% 产权划转中船集团直接持有并将其改制为中船澄西; 通过划转方式将上船澄西船舶工程有限公司持有的沪东重机 13.49% 的全部股份、沪东中华持有的沪东重机 39.78% 的全部股份划转至中船集团直接持有; 通过划转方式将广州船舶工业公司持有的远航文冲 8% 股权划转至中船集团直接持有; 通过协议转让方式, 中船集团受让取得广州文冲船厂有限公司持有的远航文冲 46% 股权;

通过在产权交易所挂牌,中船集团受让取得江南造船公司持有的外高桥 9.9% 股权;通过转增 1.2 亿元资本金方式将中船集团在外高桥的持股比例提高到 53.7%。经上述一系列产权调整涉及重组上市的四个目标公司股权得到集中,产权关系清晰明确,资产干净。

(三)把握方案入市良机,行业旗舰成功下水

2007 年 1 月 29 日,经过近一年的酝酿和筹备,中国船舶(原沪东重机,600150)发布公告称公司将以 30 元/股的价格向特定对象定向增发 4 亿 A 股。募集现金约 30 亿元,用于目标企业的技术改造。

(1)发行股票的种类和面值为境内上市的人民币普通股(A股),每股面值人民币 1 元。

(2)发行方式全部采取向特定对象非公开发行的方式。

(3)发行数量不超过 40,000 万股(含 40,000 万股)。

(4)发行对象及认购方式。

本次非公开发行的发行对象为不超过十家的机构投资者。包括控股股东中国船舶工业集团公司,宝钢集团有限公司及上海电气(集团)总公司和中国人寿股份有限公司、中船财务有限责任公司、中国中信集团公司等国有大型企业。

本次发行的认购方式分为资产认购和现金认购两部分。其中:控股股东中船集团、宝钢集团、上海电气以资产认购,其余部分由中国人寿、中船财务、宝钢集团、中信集团等国有大型企业以现金认购。

中船集团持有的用以认购本次新股的资产包括上海外高桥造船有限公司 66.66% 的股权、中船澄西船舶修造有限公司 100% 的股权及广州中船远航文冲船舶工程有限公司 54% 的股权;宝钢用以认购本次新股的资产为其所持有的外高桥 16.67% 的股权,上海电气用以认购本次新股的资产为其所持有的外高桥 16.67% 的股权。上述用于认购本次发行新股的资产(以下简称“认股资产”)评估值约 90 亿元,最终作价以评估机构评估确定的评估值为准。

(5)发行价格为 30 元/股。

(6)锁定期安排。

本次非公开发行的股份,在发行完毕后,投资者认购的股份在发行结束之日起 36 个月内不得转让。

(7)关于本次发行前滚存利润安排的议案。

在本次发行完成后,为兼顾新老股东的利益,由公司新老股东共同享有本次发行前滚存的未分配利润。

(8)募集资金用途。

公司本次非公开发行不超过4亿股,除收购标的股权外,可募集资金30亿元左右,用于沪东重机、外高桥、澄西船舶等公司的技改项目。

(四)发行效果

本次重组上市完成后,原上市公司“沪东重机”名称变更为“中国船舶工业股份有限公司”(股票简称中国船舶),总股本由2.6255亿股增至6.6255亿股。公司的产能得到持续发展,外高桥造船的二期、三期工程通过募集资金的使用将达到300万吨以上的造船能力,修船及柴油机业务也得以扩展;公司的生产效率迅速提高,毛利率稳步提升,未来的资本运作空间得以加大。上市公司的业务将由单纯的核心配套——大功率低速柴油机拓展为大型民用造船、修船及核心配套。具体如下表:

业务	主体	业务内容
造船业务	外高桥	大型散货船和大型油轮:10万吨以上散货船、阿芙拉型油轮,以及20万吨以上超大型油轮(VLCC)和FPSO等海洋工程
	中船澄西	53,000吨散货船
修船业务	中船澄西、远航文冲	船舶改装 常规修理:船体钢质工程、船体机电维修和船体油漆工程
核心配套	沪东重机、中船三井	大功率低速柴油机

三、建立核心民品主业上市平台,中国船舶扬帆起航

(一)构建完整产业链,减少关联交易,避免同业竞争

沪东重机通过定向增发整合中船集团核心民品主业,使大型民用船舶制造业务、修船业务和船用大功率柴油机制造业务建立起完整的产业链,形成一个完整独立的业务运作主体。重组后的上市公司将拥有独立的管理、运营和财务体系,拥有独立的采购、生产、销售功能及产品品牌。与此同时,通过整合上下游产业链关系,大幅减少了船用配套与造船企业之间的关联交易,特别是公司关联销售由2006年的50%以上下降至7.2%。本次非公开发行完成后,目前在建的长兴岛项目、龙穴岛项目在

造船方面与上市公司有一定的潜在同业竞争,中船集团承诺条件成熟后注入上市公司。本次非公开发行完成后,上市公司与中船集团及其控制的其他关联方之间不存在其他同业竞争的情况。中船集团出具了非竞争承诺函,以避免同业竞争。

(二)平滑公司经营风险,持续改善上市公司财务指标

完整的产业链,大大平滑了公司的经营风险,并在财务指标上体现出来。非公开发行股票于2007年9月26日完成后,公司2007年第三季度报告将注入的资产进行整合并予以公布,因此以三季度报告作为分水岭,对财务指标进行对比,第三季度每股收益达到2.9122元,比上半年提高了将近8倍;净资产收益率为22.56%,比上半年提高了3倍;每股经营现金流量达到了4.77元,这一指标第二季度是1.05元,第一季度更少只有0.22元。此外,主营业务收入、净利润第四季度都大幅度增长。综合来看,2007年1月至9月,每股收益4.410元,每股净资产为12.909元,净资产收益率为24.89%,实现净利润21.28亿元,同比增长了192.47%,营业收入达到129.64亿元,同比增长72.52%,可见中国船舶整体上市对财务指标有极大的改善。在各项业务方面,造船业务2007年比2006年同比增长了67.63%,修船业务2007年比2006年同比增长了22.47%,船舶主机业务2007年比2006年同比增长了20.43%。从公司发展前景看,未来公司的盈利状况也较为乐观。

(三)注重企业核心竞争能力,全程保护股东利益

沪东重机作为一家以生产船用柴油业务为主的上市公司,由于其经营得法,本身是一家非常优质的上市公司。中船集团以“好上加好”的资产重组模式,将下属的外高桥造船、中船澄西、远航文冲等船舶工业领域核心民品主业务置入上市公司,进一步提升上市公司的价值,成为船舶行业旗舰上市公司,重组整合后的效果也非常成功,开创了国内资本市场“好上加好”的企业重组模式。

不仅如此,在重组完成后,中船集团还进一步兑现承诺,于2008年年初将其所持有的上海江南长兴造船有限责任公司(以下简称“长兴造船”)65%的股权转让给外高桥造船。此次收购,将充分发挥外高桥造船在大型散货船和油轮方面的建造优势,巩固外高桥造船的优势地位,合理整合造船资源,减少同业竞争,进一步做大做强,外高桥造船的产能

规模也能够实现迅速翻番,同时外高桥造船的品牌和先进的管理技术将全面嫁接到长兴造船,实现低成本扩张,还能够发挥规模经济效应和协同效应,进一步提升企业的核心竞争力。

在保护市场投资者方面,公司在方案确定后及时停牌,并对方案内容进行一次性透明公告,由于方案制定过程中保密性较好,停牌前没有造成股价异动,既确保了控股股东以合理价格锁定发行价格,又充分保护了广大中小股东的利益;此次注入上市公司的资产按收益法评估有较大增值,实现了国有资产的保值增值,又为上市公司未来发展和股价支撑提供了保证;30元/股的发行价能够使本次定向增发完成后,中船集团持有的上市公司的股份由53.27%增加到61.06%,控股地位得到进一步加强,为后续资本运作提供了有利条件;参与认购的全部为国有大型企业或社保基金,也分享了此次发行的成果,而中小股东充分享受股价上涨狂欢,股东“共赢”的一致性表现得更为明显。

此次重组上市,既最大限度地维护了国有股东的权利,实现了国有资产的保值增值,又兼顾了市场及广大中小股东的利益,实现了各方“共赢”,取得了良好的效果,受到资本市场各方的欢迎。

四、借鉴和思考

(一)提高上市公司质量的关键还是在于企业本身的市场竞争能力

由于我国上市公司大部分是由国有企业部分资产改制上市,其控股股东往往还在上市公司体外保留了部分相关资产,与上市公司之间还存在着一定程度的关联交易和同业竞争。监管层为规范上市公司关联交易等问题曾出台多部法规,但要根本上解决上市公司独立性问题,还是要实现整体上市。此举不仅可以从根本上减少关联交易、同业竞争,也可进一步提升上市公司的资产质量,有利于上市公司做大做强,从而更好地维护各方股东利益。

同时,虽然上市公司通过兼并重组注入优质资产后,可能它的收入大幅度上升,利润大幅度上升,规模快速扩张,但是我们还应当关注跟它同质、同类型、同规模的国际上的公司,看它的市场竞争能力有没有提升、是否具有为股东创造价值的激情。从本案例看,中国船舶一跃成为国内最大、国际第二的造船上市公司,其在散货船、大型油轮的市场竞争力居于前列,整体抗风险能力和竞争力都大幅提高。

(二)注入核心资产,提升盈利能力

本次注入的三项资产,均为中船集团旗下优质资产,几块资产的重组整合属于“好上加好”型的重组模式。

重组之前,中船集团已经制定了在产品、技术和规模上全面赶超日、韩等世界造船强国的发展目标。因此,发展战略重点是代表集团民品造船和修船整体核心竞争力的、具备高技术含量、高附加值及国际竞争力的大型船舶建造、修理及配套等核心民品主业,而此次注入的资产即是中船集团最具发展前景和盈利能力的代表。按照公司公告披露,2006年前10个月,外高桥、澄西修船和远航文冲分别实现净利润7.08亿元、2.37亿元和1.06亿元,净资产收益率32.87%、44.63%和14.19%。而沪东重机前三季度净利润1.45亿元,净资产收益率13.06%,已经处于很高水平。可以看出,被收购资产的盈利能力非常强。

此外,中国船舶重组整合方案中的资产结构安排也值得称道。根据方案,增发4亿股,其中3亿股用资产认购,1亿股用现金认购。这一安排的巧妙在于:一方面,既能实现中船集团核心民品业务的整体上市、构建完整的产业链,又能满足公司业务发展的部分资金需求;另一方面,在巩固中船集团绝对控股权的同时,能保证公司治理结构的相对有效性,确保国有资产保值增值。整体上市前,中船集团持股比例为53.27%,整体上市后,持股比例上升至61.06%,控制权得到加强,同时,这一比例低于全部股份的2/3,保证了公司治理结构的相对有效性。61.06%的持股比例,也为中船集团的后续运作留足了空间:进,可以持续注入新的资产;退,可以保持绝对控股权。

(三)采用收益法进行评估,国有资产保值增值与中小股东利益一致

股权价值评估采用的评估方法为收益法和成本法,并以收益法评估结果为准。采用收益法的理由是,此次资产评估的目的是为中船集团、宝钢集团有限公司和上海电气(集团)总公司以其持有的外高桥造船股权认购沪东重机非公开发行的股票提供价值参考依据,而未来预期获利能力是一个企业价值的核心所在,从未来预期收益折现途径求取的企业价值评估结论便于为投资者进行投资预期和判断提供参考。以外高桥造船为例,从外高桥造船设立以来的经营情况来看,外高桥有良好的历

史经营业绩,营业现金流的趋势性及可预测性较强,能够较为科学地预测未来年度的收益。因此,收益法的评估结果更加适用。

(四)上市公司重大资产重组并购应建立更为有效的沟通及信息披露机制

《上市公司重大资产重组管理办法》规定,上市公司应在董事会作出决议后的次一工作日披露“(一)董事会决议及独立董事的意见;(二)上市公司重大资产重组预案”,并至迟在股东大会通知公告时披露“重大资产重组报告书、独立财务顾问报告、法律意见书以及重组涉及的审计报告、资产评估报告和经审核的盈利预测报告”。

按照以上的规定,上市公司至迟在发出股东大会通知时,便确定了重组的具体方案,并确定了重组涉及的审计、评估、盈利预测等数据。由此可能引发两方面的问题:

一方面,一经公告后,重组方案便已基本确定,进行修改的空间较小,为保证重组的具体方案能够设计得更加完善,避免出现公告后需要修改方案的情况,监管层应建立有效的沟通机制,加强针对重组方案的咨询与预沟通。

另一方面,上述规定可能将上市公司初步出现重组意向至公告重组方案之间的周期进一步拉长,期间需完成重组涉及的审计、评估、盈利预测等事宜,因此在实际过程中,此期间的信息披露机制及停牌、复牌机制需要加强,以避免上市公司股价出现大幅波动,从而保障重组方案的顺利推出。我们也欣喜地看到监管层已经就上市公司重大资产重组信息披露、董事会、股东大会的召开及停牌、复牌方面做进一步的完善和改进。

(五)单一的生产型企业重组成为控股型上市公司后需作出更多努力

1. 新控股型上市公司的治理与价值再创造

由单一的制造型企业沪东重机一跃成为控股型的上市公司中国船舶,更需要进一步完善公司治理架构,理顺公司总部与下属各家子公司、各业务线的管理架构,尤其是完善其信息披露、对外投资及担保、关联交易、财务制度等各方面自上而下的管理与控制体系,完善控股型上市公司内控体系,切实建立起公司内审部门和制定内控制度。

在上述框架基础上,中国船舶还应着重做好对下属子公司价值再创造的环节。不仅仅是形而上,而是切实地在董事会层面对下属公司的重大战略决策发挥重要作用,实施积极有效的监管,包括参与重大决策、财务制度和信息披露,进行战略指导,改善各下属企业规范治理。初步形成产业链的控股型上市公司还需注意合理规划组合各业务线、资产、组织结构及业务流程;引导所谓商业模式的优化创新,推动下属企业的快速成长;也可利用其资本市场专业优势帮助下属子公司建立起符合资本市场需要的管理体系和法律构架,从而满足企业未来资本运作的要求。通过完善各项管理模式,对下属企业进行价值再创造。

2. 产业型? 控股型?

国内上市公司总部的定位,到底是管产业还是管投资,做产业型还是控股型上市公司,困惑着国内一批控股型上市公司。中国船舶的成立,是先有子公司再有母公司的,先天性的就是一个控股型上市公司。但公司总部的架构与定位,又偏向管理产业方向。一个真正的控股型集团,理论观点出发应该做到所有权与经营权分离。而从实际情况来看,无论是怎么样的模式,为股东创造价值,实现股东利益最大化和良性可持续发展都是企业的最终目的,这样看来,我们可以初步确定中国船舶已顺利度过磨合期,其兼顾控股型与产业型的治理模式,具备引领国内控股型上市公司规范发展方向的潜质。其在业务线整合(生产管理)与投资权限(资金管理)以及人事管理权限(干部管理)等方面的经验均值得借鉴,下属的五家公司进入上市公司之后均有长足发展。

天颐科技破产重整暨三安光电借壳上市案例

天颐科技股份有限公司(以下简称“天颐科技”)连续三年亏损,公司产生严重的财务和债务危机,公司股票于2007年5月25日被上海证券交易所实施暂停上市。2007年8月13日,湖北省荆州市中级人民法院裁定天颐科技进入破产重整程序并于2007年10月11日批准了天颐科技管理人提交的重整计划草案。根据重整计划,主要战略投资者福建三安集团有限公司(以下简称“三安集团”)依法竞拍取得湖北天发实业集团有限公司(以下简称“天发集团”)持有天颐科技的5429.70万股股权,成为第一大股东。2008年2月15日,天颐科技向三安集团子公司厦门三安电子有限公司(以下简称“三安电子”)非公开发行股份114,945,392股购买三安电子LED类经营性资产实施重大资产重组,并实施股权分置改革。2008年6月13日,上述方案获得中国证监会行政许可,在完成相关手续和股权分置改革后,公司股票于2008年7月8日在上海证券交易所恢复上市交易。重组完成后,公司成为一家以LED外延片及芯片的研发、生产和销售为主业的上市公司,公司简称由“S*ST天颐”变更为“三安光电”。

一、相关当事人基本情况

(一)天颐科技

天颐科技前身为沙市活力二八股份有限公司,1996年5月28日在上海证券交易所挂牌交易。2000年7月20日,荆州市国资局将持有的公司5429.70万股国家股全部转让给湖北天发实业集团有限公司(以下简称“天发集团”),天发集团成为公司控股股东。2001年2月5日,公司与天发集团及其下属控股子公司湖北天发瑞奇科技农业发展有限公司进行资产重组,公司经营范围变更为农副产品的加工与销售,油脂化工、精细化工产品的生产与销售,注册地址为湖北省荆州市沙市区高新技术开发区三湾路口,注册资本119,516,464元,法定代表人熊自强,2002年12月,公司名称变更为天颐科技股份有限公司。

2005年12月至2007年期间,公司生产经营处于停顿状态,大量银行贷款逾期,财务费用沉重,流动资金枯竭。截至2006年6月30日,公司总资产为38,810.08万元,总负债为64,903.99万元,净资产为-26,542.78万元。同时,因2001年至2006年期间伪造会计账簿、提供虚假财务报告、虚构利润等涉嫌违反《证券法》及相关法规,公司于2006年4月被证监会武汉证监局稽查。2007年5月25日,公司因2004~2006年连续三年亏损,公司股票被上海证券交易所实施了暂停上市。

(二)天发集团

天发集团注册地址为荆州市沙市区江汉北路106号,法定代表人龚家龙,注册资本10亿元,经营范围为石油液化气,石油制品,农业高新技术开发,农副产品深加工,制浆造纸及造纸机械的生产销售及维修、安装服务,房地产开发,政策允许的国内商业贸易;自营和代理各类商品及技术的进出口业务;经营进料加工和“三来一补”业务;开展对销贸易和转口贸易。截至2006年6月30日,经湖北五环会计师事务所有限公司审计,天发集团总资产为353,265.13万元,总负债为397,208.46万元,净资产为-67,551.39万元。

(三)三安集团

三安集团住所位于厦门市思明区吕岭路1721-1725号,注册资本为人民币10亿元,法定代表人林秀成。三安集团经营范围包括:从事冶金、矿产、电子、商业、房地产、仓储业、特种农业及其他行业的项目投资管理;自营和代理各类商品和技术的进出口;批发零售化工、工艺美术品、机械电子设备、计算机产品及软件、仪器仪表、建筑材料、金属材料、五金交电、普通机械、矿产品。根据福建立信闽都会计师事务所有限公司出具的审计报告,截至2006年12月31日,资产总额为569,338.65万元,负债262,433.00万元,股东权益184,247.69万元,2006年度实现净利润14,680.33万元。

(四)三安电子

三安电子注册地址为厦门市思明区吕岭路1721-1725号,注册资本为人民币25,500万元,法定代表人林秀成。三安电子经营范围包括:电子工业技术研究、咨询服务、电子产品生产、销售、超高亮度发光二极管(LED)应用产品系统工程的安装、调试、维修、经营本企业生产所需的

原辅材料、仪器仪表、机械设备、零配件及技术的进口业务、经营进料加工和“三来一补”业务。截至2006年12月31日,资产总额为67,310.07万元,负债29,454.36万元,股东权益37,855.71万元,2006年度实现净利润4,120.22万元。

二、并购重组相关背景、方案、过程

(一)破产重整司法裁定过程

天颐科技2005年12月至2007年生产经营处于停顿状态,几乎没有销售收入,财务费用沉重,流动资金枯竭,无法支付股改相关费用,无法恢复正常的生产经营,人心涣散,大量银行贷款逾期,且银行债权人加大追债力度,公司面临的银行诉讼不断;同时,因2001年至2006年期间伪造会计账簿、提供虚假财务报告、虚构利润等涉嫌违反《证券法》及相关法规事项,公司于2006年4月被中国证监会武汉证监局稽查;2006年6月荆州市政府成立天颐科技风险处置领导小组,抽调专业人员组成风险处置工作专班,进驻企业,协助公司推进企业重组,帮助企业寻找战略投资伙伴,争取尽快恢复生产,尽最大努力保护广大投资者和债权人的利益,维护企业财产安全和社会稳定;2006年12月,天颐科技原控股股东天发集团董事长龚家龙涉嫌经济犯罪,公安机关采取立案侦查,并对他本人采取了强制措施;天颐科技由于2004~2006年连续三年亏损,公司股票于2007年5月25日被上海证券交易所实施暂停上市。为了挽救公司,2007年8月,湖北省荆州市中级人民法院根据债权人的申请,按照司法程序对天颐科技进行了破产重整,其破产重整的主要司法裁决情况如下:

1. 2007年7月,债权人荆州市商业银行以天颐科技无力清偿该行到期债务,有明显丧失清偿能力的可能为理由,向荆州市中级人民法院提出了对天颐科技进行重整的申请。湖北省荆州市中级人民法院于2007年8月13日下达[2007]鄂荆中民破字第14号《湖北省荆州市中级人民法院民事裁定书》,裁定对天颐科技进行重整。同日,荆州市中级人民法院指定由荆州市国有资产监督管理委员会、荆州市劳动和社会保障局、中国人民银行荆州市中心支行、中国银行业监督管理委员会荆州监管分局、北京市德恒律师事务所和湖北鄂信会计师事务所有限公司组成天颐科技清算组。

2. 2007年8月13日,湖北省荆州市中级人民法院下达[2007]鄂荆中民破字第14-1号《湖北省荆州市中级人民法院决定书》,指定天颐科技清算组担任天颐科技重整管理人。

3. 公司重整管理人于2007年9月18日向荆州市中级人民法院和债权人会议提交了重整计划草案,债权人会议于2007年10月9日对重整计划进行了审议。尽管普通债权人组和担保债权人组表决未通过重整计划草案,但荆州市中级人民法院根据破产管理人的申请,于2008年10月11日依照新《破产法》第87条的规定,下达了民事裁定书[2007]鄂荆中民破字第14-5号,强制批准天颐科技管理人提交的重整计划草案。

4. 2007年10月20日,湖北省荆州市中级人民法院委托荆州市点石拍卖有限公司举行拍卖会,公开拍卖天发集团持有的天颐科技5,429.70万股国有法人股(占总股本的45.43%),三安集团有限公司以人民币16,781,030.82元竞得。2007年10月30日,湖北省荆州市中级人民法院下达[2007]鄂荆中执字第59-2号民事裁定书,裁定天发集团持有的天颐科技5,429.70万股国有法人股归买受人福建三安集团有限公司所有。

5. 2007年11月19日,湖北省荆州市中级人民法院下达[2007]鄂荆中民破字第14-6号民事裁定书,裁定以每股1元的价格将除控股股东以外的非流通股股份(共计660.40万股)过户给海南椰岛(集团)股份有限公司(以下简称“海南椰岛”)。

6. 根据2007年11月20日湖北省荆州市中级人民法院下达的[2007]鄂荆中民破字第14-7号民事裁定书,终结对债务人天颐科技股份有限公司的破产重整程序。按照重整计划减免的债务,债务人天颐科技股份有限公司不再承担清偿责任。

(二)破产重整计划内容

为挽救天颐科技,实现恢复其持续经营能力及盈利能力,最终恢复上市的目标,破产管理人提出重整计划,重整计划的指导原则是天颐科技在以全部资产公平清偿所有债权人的前提下,通过重整程序进行债务重组,有效化解其背负的沉重债务负担,再由战略投资者进行相应的资产整合,通过支付公允对价获得天颐科技主营业务资产和控股权并完成

股权分置改革,因此,天颐科技重组将从债务重组、股权重组、资产重组和引进战略投资者四个方面四管齐下、同步展开。具体包括以下三个部分内容:(1)债务减免:按照清算组以2007年8月13日为基准日进行的评估,天颐科技资产评估值为2.26亿元,负债7.01亿元。重整计划中,天颐科技担保债权就担保物优先受偿,破产费用和共益债务、劳动债权100%清偿,普通债权在9.62%至11.62%的比例范围内受偿。重整后债务约占总额的10%左右,即约7000万元。(2)资产出售:2007年11月20日,荆州市国有资产管理委员会、本公司管理人、本公司、海南椰岛(集团)股份有限公司签署《关于天颐科技股份有限公司重组的合作框架协议》,福建三安集团有限公司受让公司主营资产,转让价款为100,000,000.00元。2007年11月3日,公司将流动资产、长期投资进行了拍卖,荆州市江津投资发展公司以8,000,000.00元价格取得拍卖资产。截至2007年11月20日,本公司资产全部处置完毕,处置资产所得共计108,000,000.00元,扣除资产转让税费3,650,000.00元、拍卖手续费150,000.00元后,实际所得为104,200,000.00元。(3)引入新的战略投资者:战略投资者三安集团以1678.1万元拍得天发集团持有的天颐科技5429.70万股国有法人股,每股0.309元,并向公司赠款33,000,000.00元,另一个战略投资者海南椰岛则以每股1元的价格受让了除国有法人股东外其余非流通股股东所持有的660.4万股非流通股,并以3000万元的价格竞拍获得司法拍卖的天颐科技主营业务资产占用地块的土地使用权(该使用权属于天发集团)。

(三)重大资产重组及股权分置改革方案

天颐科技经过破产重整程序,成为一家“零资产、零负债”的“净壳”公司后,为恢复公司持续经营能力和盈利能力,进而达到恢复上市的目的,潜在控股股东三安集团拟对天颐科技进行重大资产重组,以发行股份购买资产的方式向天颐科技注入LED类资产,同时实施股权分置改革,保护天颐科技全体股东特别是中小股东的利益。2008年3月3日,天颐科技2008年第二次临时股东大会审议通过了《公司发行股份购买资产暨关联交易方案》,公司以4.33元/股的价格(相当于本次董事会决议公告日前20个交易日公司股票成交均价的100%)向三安电子定向增发股份1.14亿股,购买三安电子所拥有的LED外延片及芯片资产,对

应购买资产的净资产总额为 497,713,547.36 元,为保证重组注入资产的完整性,三安电子同意将本次经评估的 500,456,626 元净资产对应的全部 LED 外延片及芯片资产出售给天颐科技,其中超出本次发行股票金额的 2,743,078.64 元资产直接赠与天颐科技。2008 年 6 月 13 日,上述方案获得中国证监会证监许可[2008]797 号文《关于核准天颐科技股份有限公司向厦门三安电子有限公司定向发行新股购买资产的批复》及证监许可[2008]805 号文《关于核准福建三安集团有限公司及厦门三安电子有限公司公告天颐科技股份有限公司收购报告书并豁免其要约收购义务的批复》的批准,公司于 2008 年 6 月 26 日办理完毕本次资产重组的资产过户、新增股份登记手续。

2008 年 5 月 12 日,公司第四次临时股东大会暨股改相关股东会议审议通过以资本公积金向方案实施股权登记日登记在册的全体流通股股东每 10 股定向转增 2 股,即全体流通股股东可获得新增股份 11,723,093 股的股权分置改革方案。2008 年 7 月 4 日,公司办理完毕股权分置改革的股份送配手续。2008 年 7 月 8 日,公司股票在上海证券交易所恢复上市交易,复牌当日公司股票涨幅高达 156.27%。

三、并购重组方案的意义

天颐科技的本次并购重组方案结合了司法裁定破产重整、定向增发重大资产重组和股权分置改革,具有很强的典型意义和特殊性,尤其是 2007 年 6 月 1 日起新《企业破产法》正式实施后,作为我国第一起适用新《企业破产法》进行上市公司重组的实例,在破产程序和重组程序衔接、司法裁定和行政监管权力介入以及原债权人和股东利益保护方面都为后续者提供了丰富的理论和实践经验,其创新意义和借鉴意义由此可见一斑。

本次重组后公司破产重整环节对公司的“起死回生”有着重要的意义。本次重大资产重组完成后,公司从一家以油脂产业为主营业务的公司变更为以 LED 外延片及芯片的研发、生产和销售为主营业务的高科技企业,LED 产业属于国家重点支持的行业,目前发展非常迅速,已被广泛认为是最有发展潜力的高技术领域之一,前景十分广阔,公司目前已建成全国规模最大、品质最优、技术最先进的全色系超高亮度 LED 产业化生产基地,主流产品为全色系超高亮度 LED 芯片,各项性能指标均名

列国内领先、国际先进水平,蓝、绿光 ITO 芯片的性能指标已接近国际最高指标,是国内最大、最具潜力的 LED 厂商,具有较强竞争力和盈利能力。

四、方案点评

天颐科技本次破产重整和资产重组方案虽然取得了成功,但作为第一起新《破产法》司法裁定上市公司破产重整并随后进行重大资产重组恢复上市的案例,尤其是出现普通债权人组和担保债权人组表决反对重整计划草案后法院强制批准破产重整的情况下,整个方案过程中出现的一些问题也值得我们加以思考。

(一) 强制批准——是否违背立法宗旨和目的

重整制度体现国家公权力通过司法程序对经济活动的适度干预,目的是维护社会整体利益。2007年6月1日施行的新《破产法》在第八章中具体规定了重整制度框架,其中包括重整申请和重整期间、重整计划的制定和批准、重整计划的执行三大部分,司法机关承担了破产重整的启动、组织、决定等多项职责,在重整中处于主导进程的绝对性地位。

但在担保债权人和普通债权人均明确反对破产管理人提出的重整计划的情况下,荆州市中级人民法院强制批准破产重整计划草案的行为是否实现了《企业破产法》第87条的立法目的?是否和破产法保护债权人利益的根本原则有所违背?是否实现了重整制度的价值目标?在这一司法权限上,法院是否应当卷入商业判断?这些都是值得思考的问题。在天颐科技的重整计划草案中,债权人不认可这一重整计划能实现债权人利益,对重整计划草案中公司资产评估值客观公允性不认可,但法院以担保债权“未受到实质性的损害”以及“普通债权所获得的清偿比例,不低于其在重整计划草案被提请批准时按照破产清算程序所能获得的清偿比例”为条件,强制批准公司重整计划草案。债权人的意思表示和法院的司法裁决截然相反,法院司法权和债权人的利益因此产生了正面且强烈的冲突。

(二) 破产管理人——能否体现公平

破产管理人在破产重整中的作用至关重要。破产管理人承担提出重整计划草案、提交各利益关系人表决、向法院申请批准重整计划等职责。

在天颐科技重整案中,荆州市中级人民法院指定由荆州市国资委、荆州市社保局、中国人民银行荆州市中心支行、中国银监会荆州监管分局、北京市德恒律师事务所和湖北鄂信会计师事务所有限公司组成的清算组作为此案的破产管理人。这种由破产重整相关利益方如出资人、债权人的上级行政主管部门组成破产管理组,并由其提出重整计划的做法本身是否存在以行政意志代替市场平等参与者协商重整方案的弊端?如果破产管理人仅仅是从行政机构本位利益或区域利益的角度出发,或者草率制订重整计划,或者不正当地影响资产评估价值的客观公允性,或者随意确定债权清偿比例,或者以行政意志主导破产公司股权转让以及战略投资者的引入和资产重组,那么可以想象:参与破产重整的债权人、出资人、相关利益方对无法公平反映各自利益诉求的重整计划草案,必然是消极反对或者是被动接受。

(三) 证券监管机构介入——程序和效率的现实选择

在我国证券市场的现阶段,“新兴加转轨”是其重要特征。在这种情况下,任何和证券市场相关的制度都应该在公平的基础上追求制度效率,公平是保证我国证券市场投资者信心和证券市场参与者积极性的唯一方式。那么在上市公司破产重整上,应首先确保破产重整参与各方程序公平和实体公平,避免司法权成为某一方追求个体经济效率而牺牲其他参与者公平权益的手段。

目前,我国上市公司破产重整主要目的在于进行重大资产重组并完成借壳上市。那么,在破产重整的实践中就应该在证券监管机构所代表的行政权力和破产重整受理法院的司法权力之间建立某种程式化的沟通模式。是否需要向法院司法审理中将行政行为前置的重要理论问题,需要更多的行政法理论研究。但也许可以采用无意见函的模式,如证券监督管理委员会对重整草案在形式上的没有重大的反对意见,可发出无意见函或以定期内的不发表意见表达无意见的意思表示即可。总之,目的是使破产重整法院和证券监督管理机构的权力能有比较顺畅和透明的沟通模式,为市场投资者的判断行为提供依据,为我国目前还处于萌芽起步阶段的不良资产投资市场提供更为确定的法制环境。

华新水泥再融资引入境外战略投资者案例

中国经济的快速发展和国家加快推进水泥工业结构调整和产业升级的产业发展政策,为水泥行业内大的企业集团的快速发展提供了市场和政策机遇。为解决制约企业快速发展的资金“瓶颈”,并不断提升企业在管理和技术方面的综合竞争力,华新水泥股份有限公司(以下简称“华新水泥”或“公司”)依据2005年12月31日商务部、中国证监会等五部委发布的《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》,通过定向增发A股引入境外战略投资者,成为中国资本市场首家上市公司依据该管理办法实现再融资、境外战略投资者并购国内上市企业的案例。

华新水泥本次再融资的方案为以26.95元/股的发行价格,向境外战略投资者Holchin B. V.定向增发发行人民币普通股7520万股,募集资金人民币202,664万元。再融资完成后,Holchin B. V.合计持有华新水泥股份16,096.13万股,持股比例为39.88%,成为华新水泥的控股股东。

一、相关当事人基本情况

(一)华新水泥基本情况

华新水泥是一家生产和销售水泥及其相关制品的专业化公司。其前身始创于1907年,是我国水泥行业最早的企业之一,被誉为“中国水泥工业的摇篮”。1993年由原华新水泥厂等8家企业以募集方式设立,并于1994年1月3日在上海证券交易所上市,是中国建材行业第一家A、B股上市公司。

截至2008年12月31日,华新水泥拥有17条具有国际先进水平的新型干法生产线,具有年产2040万吨熟料、3850万吨水泥的生产能力,总资产/净资产分别达到107.16亿元/49.12亿元。2008年,华新水泥销售水泥及熟料2788万吨,实现营业收入63.49亿元。

2006年至2008年,华新水泥主要财务数据如下:

单位:人民币元

主要会计数据	2008 年度	2007 年度	2006 年度	
			调整后	调整前
营业收入	6,349,459,647	4,770,108,141	3,558,602,157	3,512,873,955
利润总额	576,944,469	448,819,327	231,042,695	211,618,122
归属于上市公司股东的净利润	459,975,559	290,245,247	152,869,885	126,727,033
基本每股收益	1.18	0.88	0.47	0.39
全面摊薄净资产收益率(%)	11.31	17.27	11.16	9.60
经营活动产生的现金流量净额	1,164,885,826	962,526,944	959,074,181	934,615,114
每股经营活动产生的现金流量净额	2.89	2.93	2.92	2.85
	2008 年末	2007 年末	2006 年末	
			调整后	调整前
总资产	10,716,353,587	8,513,557,401	7,142,266,685	7,130,279,265
所有者权益	4,067,767,031	1,680,714,092	1,369,710,540	1,320,761,087
归属于上市公司股东的每股净资产	10.08	5.12	4.17	4.02

(二) Holchin B. V. 及其实际控制人 Holcim Ltd. 的基本情况

1. Holchin B. V. 基本情况

Holchin B. V. 是一家于 1998 年 6 月 16 日在荷兰阿姆斯特丹注册设立的私人有限责任公司,其注册资本(授权资本)100,000 欧元、已发行资本 20,000 欧元,主要经营范围为设立公司和其他企业,收购、管理、监督、转让在法人、公司、企业的股权和其他权益。

Holchin B. V. 通过认购华新水泥于 1999 年、2008 年分别实施的定向增发股份,成为华新水泥第一大股东。截至 2008 年 12 月 31 日,其持股及变动情况如下:

时间	持股总数(万股)	华新水泥总股本(万股)	持股占比(%)	股份性质	持股变动数量(万股)	持股变动原因
1999 年 3 月	7700	32,840	23.45	B 股	7700	定向增发
2005 年 4 月	8576.13	32,840	26.11	B 股	876.13	大宗交易
2007 年 12 月	8576.13	32,840	26.11	B 股	—	—
2008 年 2 月	16,096.13	40,360	39.88	A 股 + B 股	7520	定向增发

2. Holchin B. V. 之实际控制人 Holcim Ltd. 的基本情况

Holcim 间接持有 Holchin B. V. 100% 的股权,为 Holchin B. V. 的最终控制方。

Holcim 于 1912 在瑞士设立,其总部位于瑞士苏黎世,是全球领先的水泥、混凝土(砂砾和沙)以及混凝土生产商之一,其业务遍布世界各大洲 70 多个国家,员工人数超过 85,000。截至 2008 年 12 月 31 日,Holcim 在全球拥有 151 家水泥厂(含粉磨站),年装机水泥生产能力达 19,440 万吨;直接或间接持有 415 家混凝土生产企业、1342 家混凝土搅拌厂和沥青生产企业。

Holcim 最近三年经审计的主要财务数据如下:

单位:百万 瑞士法郎

年度	2008 年	2007 年	2006 年
总资产	45,193	48,211	44,702
总负债	27,219	26,266	25,977
所有者权益	17,974	21,945	18,725
营业收入	25,157	27,052	23,969
营业利润	3360	5024	4385
净利润	2226	4545	2719
归属母公司净利润	1782	3865	2104

二、华新水泥再融资引入境外战略投资者案例的相关背景及方案

(一) 相关背景介绍

1. 水泥行业产业政策的变化为华新水泥的发展提供了机遇

中国是世界上最大的水泥生产国,但在全民办建材的方式上发展起来的水泥工业,一直存在落后工艺产能比重高、行业集中度低的问题。进入 21 世纪以后,国家宏观经济政策和产业政策开始转变,对水泥行业开始进行结构调整与优化。2003 年至 2007 年,国务院、发改委等先后出台《关于防止水泥行业盲目投资加快结构调整的若干意见》、《促进产业结构调整暂行规定》、《关于加快水泥工业结构调整的若干意见》、《水泥工业产业发展政策》、《水泥工业发展专项规划》、《关于做好淘汰落后水泥生产能力有关工作的通知》等产业政策,明确了水泥工业发展的基调和结构调整的目标,对支持和加快发展新型干法水泥、淘汰落后产能及

提高水泥产业集中度均产生了积极的影响。

产业政策的支持和推动为国内大型水泥企业的快速发展带来了巨大的机遇。华新水泥从2002年开始,采取积极的扩张型战略,充分利用自身的技术、品牌、管理优势加大投资发展力度,大力发展新型干法水泥,产能规模迅速扩大。同时,公司不仅在湖北地区实施优化产能布局的战略,而且相继进入江苏、西藏、云南、河南、湖南、重庆和四川等市场。2002年以来,公司的产能规模发展情况如下:

单位:万吨

年度	2008年	2007年	2006年	2005年	2004年	2003年	2002年
水泥产能	3850	3320	2850	2200	1700	1000	600

2. 自有资金的短缺,已成为制约华新水泥快速发展的“瓶颈”

新型干法的工艺特征,决定了水泥工业是一个资金密集型的行业,资金对于水泥企业的发展至关重要。在公司于2006年3月提出向境外战略投资者定向发行A股方案之前,2003年、2004年和2005年,公司的股东权益分别为8.06亿元、11.67亿元和12.13亿元,资产负债率分别为69.56%、64.24%和68.42%,资产负债率一直居高不下,财务负担重,已在很大程度上制约了公司债务融资的能力。公司如不能通过增发股,募集新的自有资金支撑公司的发展,则一方面公司的资产结构长期得不到改善,另一方面资金的制约将使公司失去我国经济良好发展及产业结构调整所带来巨大的发展机遇,公司的竞争能力和战略布局也得不到进一步的加强和巩固。

3. 华新水泥同 Holcim 已建立起相互信任的关系

1999年,Holcim通过Holchin B.V.认购公司定向增发的B股成为公司的第二大股东,在此后的几年里,双方在技术、生产、财务、人力资源、发展战略、IT及其他重要领域开展了卓有成效的合作。合作中Holcim表现出的良好信誉和对公司的实质帮助,使得双方建立起了互信的良好合作关系。在实施本次再融资之前,双方都有进一步深化合作的愿望。

4. 国家新的投资政策的出台,为上市公司的再融资提供了重要的选择机会

在2006年以前,上市公司通过发行股份进行再融资依据的主要政

策为:2001年3月28日中国证券监督管理委员会发布的第1号令《上市公司新股发行管理办法》、证监发[2001]43号《关于做好上市公司新股发行工作的通知》、证监发[2002]55号《关于上市公司增发新股有关条件的通知》。上述政策规定,上市公司通过配股方式发行新股,最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于6%,通过增发方式发行新股,最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于10%,且最近一个会计年度加权平均净资产收益率不低于10%。

2003年至2005年,华新水泥的净资产收益率分别为8.46%、12.74%和6.40%,显然,华新水泥如果要进行再融资,只能通过配股的方式来进行。但配股所能募集到的资金量,相对于其快速发展所需的资金量而言,是远远不够的。2005年12月31日,国家商务部、中国证监会、国家税务总局、国家工商行政管理总局、国家外汇管理局等五部委联合发布《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》,此办法的颁布实施,为华新水泥通过发行新股进行再融资提供了新的政策依据。

5. 通过增资引进世界水泥巨头,有助于华新水泥提升在管理和技术方面的综合竞争力

对比国内外水泥行业,在生产管理模式、财务管理系统、国际营销渠道、环境保护、员工安全与职业卫生、资源有效利用以及社会责任等方面,国内水泥行业皆存在较大的差距。华新水泥如能通过向Holcim定向增发股票,不仅能一次性较多地获得发展所需的自有资金,而且将成为Holcim在中国进行投资和发展的唯一平台,有助于公司快速提升在上述各方面的能力。

基于以上原因的考虑,华新水泥依据《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》,提出了再次向境外战略投资者Holchin B. V.定向增发A股,进一步深化合作的再融资方案。

(二) 华新水泥再融资引入境外战略投资者案例的方案情况

2006年3月6日,华新水泥与Holchin B. V.签署《外国投资者战略投资框架协议》。2006年3月10日,华新水泥对外公告再融资引入境外战略投资者方案。此次公告方案的主要内容如下:

- (1) 发行股票的种类:A股;
- (2) 每股面值:人民币1元;

(3)发行数量:16,000 万股;

(4)发行价格:不低于本次发行的相关董事会决议公告前 20 个交易日日本公司 A 股股票均价的 120%,具体发行价格由公司和 Holchin B. V. 另行协商确定;

(5)发行对象:Holchin B. V. ;

(6)发行方式:采取定向发行的方式,由公司向 Holchin B. V. 定向增发发行股份,Holchin B. V. 将作为唯一认购方按照其所接受的最终发行价格全额认购发行的股份;

(7)锁定期:在本次发行的股份认购完毕后 3 年内,Holchin B. V. 将不会转让其在本次发行中所取得的股份;

(8)募集资金:本次发行的募集资金主要用于公司四条熟料水泥生产线及一家水泥粉磨站的建设。

上述方案在报送中国证监会之后,中国证监会就外资控股水泥类上市公司的问题咨询了国家相关产业政策主管部门。国家产业政策主管部门认为在当时的情况下,Holchin B. V. 持有华新水泥的股份比例暂不宜超过 50%。因此,华新水泥对再融资的发行价格和发行数量进行了调整,并于 2007 年 11 月 30 日和 12 月 19 日召开董事会和股东大会,通过了调整后的再融资方案。

2008 年 2 月 18 日,华新水泥以每股 26.95 元的价格(高于股票发行日 2008 年 2 月 4 日公司前 20 个交易日股票均价的 90%),完成了向境外战略投资者 Holchin B. V. 发行 7520 万股 A 股的定向增发工作。实际完成的再融资方案和 2006 年 3 月 10 日公告的方案相比,定向增发的股份数量由 1.6 亿股降到 7520 万股,募集资金量由原先计划的 11 亿元提高到 20 亿元。

三、华新水泥再融资引入境外战略投资者案例对相关方的影响

(一)对华新水泥的影响

1. 对公司持续经营的影响

华新水泥通过本次再融资,一次性募集资金 20 亿元,对于公司做大做强水泥主业规模,进一步巩固和扩大在湖北市场的核心地位,增强涵盖资源控制和市场占有率的核心竞争优势,实现公司长期规划目标,具有重要的意义。

随着募集资金投资项目的建成,华新水泥新增约 530 万吨熟料年产能和约 950 万吨水泥年产能,这也为企业从容应对新型干法层面的行业竞争、抵御行业周期所固有的经营风险和保持持续稳健的发展奠定了必要的基础。

此外,Holcim 作出的“不改变华新水泥现行的发展战略、在中国大陆将不会直接或间接地投资、拥有、控制和/或运营除华新水泥及其附属公司之外的任何因其位置所在而与华新水泥及其附属公司的业务存在竞争的其他建材企业、维持华新水泥管理层的稳定、不改变华新水泥的公司名称或其产品商标”承诺,也使得华新水泥的发展并未因控股股东的变更而产生波动。

2. 本次再融资后对公司财务状况的影响

公司本次再融资于 2008 年 2 月 18 日完成,短期来看,再融资后公司的每股收益及净资产收益率会有所摊薄,但是公司股本得以扩大,偿债风险大大降低,每股净资产大幅提高,资本结构更加合理。

对盈利能力的影响:全部募集资金项目完工后,累计将为公司新增利润总额约 77 亿元(按生产期 20 年估计)。

对净资产的影响:2007 年 12 月 31 日净资产为 1,680,714,092 元,2008 年 3 月 31 日净资产为 3,715,998,546 元,增长 121%。

对每股净资产的影响:2007 年 12 月 31 日每股净资产为 5.12 元,2008 年 3 月 31 日每股净资产 9.21 元,比基准日增长 80%。

对公司资产负债率的影响:2007 年 12 月 31 日公司资产负债率为 71.78%,2008 年 3 月 31 日资产负债率为 53.75%,下降 18 个百分点。

(二)对中国证券市场的影响

华新水泥的本次引入境外战略投资者的再融资行为,为国内证券市场第一单适用《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》、外国产业资本通过认购上市公司定向增发的 A 股而控股国内上市公司的案例,是中国证券市场的一次融资创新。

华新水泥本次引入境外战略投资者的再融资行为,也是国内证券市场第一单通过定向增发方式实现控制权转移的跨国并购案例,同时也为国内市场第一单通过市场化方式进行操作并引入控制权溢价概念的并购案例,对市场产生了较大的影响。

(三) 外国战略投资者的反响

在华新水泥这次再融资过程中,由于再融资方案调整的次数前后达三次之多,导致其投资成本大幅提高,但外国战略投资者对中国政府出于对经济安全的考虑而采取的一些监管表示理解,同时对华新水泥持股比例超过30%的战略投资的进入机会也十分珍惜,且认为时机是得当的。

四、方案点评

华新水泥这次向外国投资者定向增发股份、转移控股权的案例,从上市公司再融资层面来看,前后耗时将近两年,先后历经商务部、国家发改委、中国证监会的审批,程序十分繁杂,再融资难度应属最高;从中国证券市场的发展来看,是中国证券市场向境外投资者开放发行人民币普通股的开创标志,具有创新意义;从并购重组层面来看,以市场交易价格为基准而完成控股权转移的做法,为国内证券市场完全通过市场化方式而运作成功的首例。

综观华新水泥再融资的这个案例,其具有以下较为突出的特点:

第一,华新水泥通过引入境外战略投资者的再融资,不仅获得了企业发展的宝贵资金,而且提高了其每股净资产值,改善了企业的资产负债结构。同时,外国战略投资者在管理和技术方面进一步的支持,对华新水泥的持续发展和提升公司的运行质量而言,也是非常有利的。

第二,华新水泥一次性募集资金20亿元,从企业再融资角度来看,金额应属很大;从国家利用外资的角度来看,在全国范围内也属金额较大。华新水泥募集的资金均用于具有国际先进水平的新型干法水泥熟料生产线的建设,符合国家水泥产业政策的要求。同时,由于华新水泥为中国水泥行业的领导企业之一,外资控股华新水泥,对华新水泥和中国水泥行业,都将产生很大的影响。

第三,华新水泥这次并购案例的实施,涉及多个业务环节和国内多个部门的审批,完成难度特别大。

华新水泥的这次并购实施,涉及股票发行、豁免要约收购、外资并购等环节。因此,依据《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》的规定,向境外战略投资者发行A股,必须获得商务部原则批准和中国证监会核准通过,同时,由于外资股东持有上市公司的股份在定向增发后超

过了上市公司总股本的 30%，外资股东需向中国证监会申请豁免要约收购义务。此外，由于华新水泥本次定向增发，外资投资超过了 1 亿美元，所以按照国家水泥产业政策的规定，要经国家发改委的审批。

华新水泥实施这次并购，从董事会公布方案到最终实施，前后历时两年，先后历经了商务部的批准通过（商务部也是在中国证监会、国家税务总局、国家工商行政管理总局、国家外汇管理局四部委原则同意的基础上才作出原则批准决定的）、国家发改委的产业政策核准（在提高增发价格、降低外商持股比例的基础上，历时近一年才获得国家发改委的批复函）、中国证监会上市部的豁免要约收购的核准、中国证监会发行部的股票发行核准。

第四，华新水泥的本次并购案例，是以市场为主导而完成的，同时是一次新的再融资及外资并购案例。

华新水泥依据《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》的规定，向境外战略投资者发行 A 股，境外战略投资者通过认购新股而获得中国境内上市公司控股权，在中国证券市场上是一次创新行为。同时，华新水泥的这次再融资而转移控股权的行为，是在依据中国国内产业政策及法规、证券融资法律法规的基础上，以“企业自主申请、政府主管部门审批同意”的方式而实施完成的，完全是以市场化的方式来运作。华新水泥的案例，对其他企业今后的市场化并购操作，具有较强的借鉴意义。

第五，华新水泥的本次并购案例的实施方案，兼顾了各利益方的利益，取得了多方的共赢。对上市公司而言，获得了发展所急需的资金和进一步提升自身质量的机遇；对华新水泥其他股东而言，较高的发行价格，增厚了上市公司的每股净资产值，保障了其自身利益没有受到侵蚀；对外资投资者而言，通过市场化的运作方式取得华新水泥的控股权，对于其发展在中国的业务至关重要，也是物有所值，机会难得。

都市股份换股吸收合并暨海通证券借壳上市案例

国内资本市场直接融资的发展、“以净资本为核心”的动态监管政策的实施以及外资投行进入国内市场带来竞争压力,使得国内证券公司的上市迫在眉睫。但是由于证券市场连续几年的低迷和 IPO 的门槛限制,使得多数券商难以在短时间内通过 IPO 上市做强做大。

海通证券股份有限公司(以下简称“海通证券”)响应管理层关于积极支持符合条件的券商上市的指导精神,通过上海市都市农商社股份有限公司(以下简称“都市股份”)重大资产重组及吸收合并实现整体上市的目标,并以此为契机进一步增强核心竞争力、提高盈利能力和经营水平,成为我国证券市场上一流的证券公司。

一、相关当事人基本情况

(一)吸收合并方基本情况

上海市都市农商社股份有限公司原名为“上海市农垦农工商综合商社股份有限公司”,公司成立于 1993 年 12 月 22 日,注册地址上海市天山路 800 号,注册资本 3,758.84 万元。公司首次公开发行股票经上海市证券管理委员会沪证办(1993)117 号文批准,股票上市申请经上海证券交易会上证上(1994)字第 2018 号文审核批准,于 1994 年 2 月 24 日在上海证券交易所挂牌交易,股票代码“600837”,股票简称“农垦商社”。上市时公司股本总额 5,018.84 万股,其中:国家持股 3,758.84 万股,占总股本的 74.89%;流通股 1,260 万股(其中:公司职工持股 126 万股),占总股本的 25.11%。2001 年 8 月经上海市工商行政管理局批准,都市股份更名为“上海市都市农商社股份有限公司”,股票代码不变,股票简称变更为“都市股份”。

公司主营业务包括:蔬菜、瓜果、粮油作物、花卉、草坪、绿化苗木的种植及上述业务的加工、批发和零售,农业机械设备批发、零售及相关的技术服务。

都市股份三年又一期合并报表财务数据

单位:元

项目名称	2007年第一季度	2006年度	2005年度	2004年度
总资产	1,186,686,377.32	1,190,817,600.54	914,425,570.91	777,766,999.55
净资产	787,324,000.08	774,998,391.30	619,672,805.66	485,021,136.49
主营业务收入	103,447,607.76	391,283,751.72	266,104,905.94	170,696,076.98
净利润	4,394,483.06	162,157,735.11	138,132,236.86	166,142,242.57
每股收益 (摊薄)	0.0123	0.4526	0.5012	0.6631
每股净资产	2.1976	2.1632	2.2485	1.9359

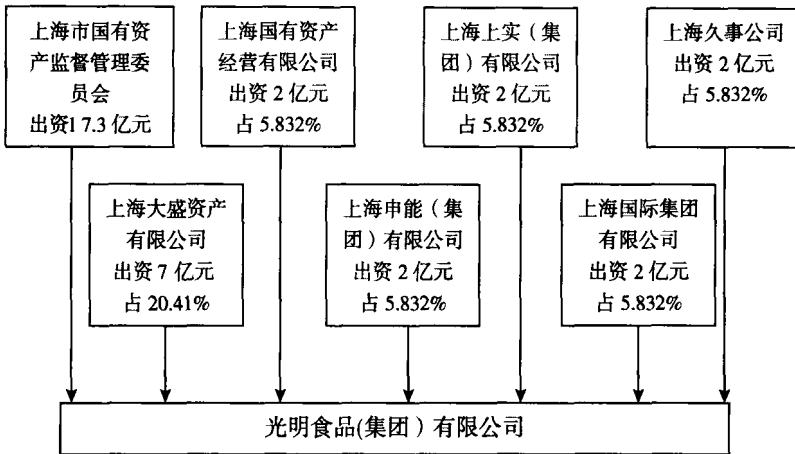
(二) 吸收合并方控股股东基本情况

本次吸收合并的方案为都市股份向其控股股东光明食品(集团)有限公司(以下简称“光明集团”)出售全部资产及负债,同时换股吸收合并海通证券。在本次交易方案完成前,都市股份的控股股东为光明集团,其持有的股份性质为有限售条件的流通股,除光明集团以外,都市股份的其他股东持有的股份性质均为无限售条件的流通股。

1. 光明集团的基本情况介绍

光明食品(集团)有限公司是依照上海市国资国企改革总体部署,根据上海市国资委2006年7月11日下发的《关于实施光明食品集团重组方案的通知》(沪国资委重[2006]571号)文件规定,由上海益民食品一厂(集团)有限公司、上海农工商(集团)有限公司、上海市糖业烟酒(集团)有限公司、锦江国际(集团)有限公司相关资产以上海农工商(集团)有限公司为平台通过重组、增资而设立的有限责任公司,公司成立日期为2006年8月7日。光明集团注册资本343,000万元,注册地址上海市华山路263弄7号。光明集团是一家以食品产业链为核心的现代都市产业集团。

2. 光明集团股权结构



从以上光明集团股权结构分析,光明集团实际控制人为上海市国有资产监督管理委员会,而光明集团的其他股东由上海市国有资产监督管理委员会直接或间接控股的国有控股公司组成。

(三)被吸收合并方基本情况

1. 基本情况介绍

公司名称:海通证券股份有限公司

法定代表人:王开国

注册资本:8,734,438,870元

注册地址:上海市淮海中路98号

营业执照注册号:3100001003348

经营范围:证券(含境内上市外资股)的代理买卖,代理证券的还本付息、分红派息,证券代保管、鉴证,代理登记开户,证券的自营买卖,证券(含境内上市外资股)的承销(含主承销),证券投资咨询(含财务顾问),受托投资管理,中国证监会批准的其他业务。

2. 海通证券简要历史沿革

海通证券股份有限公司前身为成立于1988年的上海海通证券公司,是交通银行上海分行的全资子公司,是我国证券史上最早成立的证券公司之一。1994年9月,经中国人民银行批准,上海海通证券公司改制为全国性的有限责任公司,更名为海通证券有限公司,由交通银行控

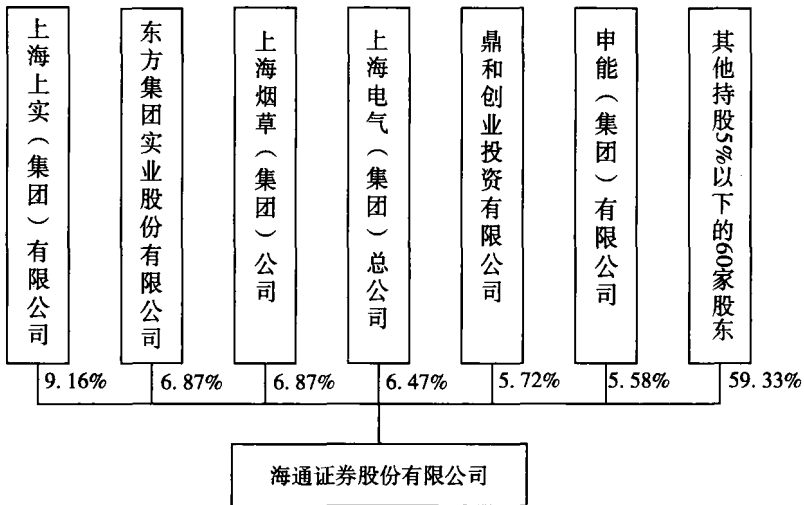
股,并有 30 多家企业投资参股,资本金增至 10 亿元。2000 年,经中国证监会批准,海通证券有限公司注册资本金增加至 37.46 亿元。2001 年 12 月 4 日,经中国证监会证监机构字[2001]278 号文核准,公司整体变更为海通证券股份有限公司,股本增至 40.06 亿元。2002 年 11 月 1 日,经中国证监会证监机构字[2003]329 号文核准,海通证券注册资本金增至 87.34 亿元。

3. 海通证券财务数据

指 标	2006 年 12 月 31 日	2005 年 12 月 31 日	2004 年 12 月 31 日
净资产负债率	32.32%	140.14%	131.07%
流动比率	255.21%	113.73%	134.62%
净资本(原值万元)	226,282.99 ^(注)	247,653.09	361,632.76
自营权益类证券比例	19.94%	24.11%	74.90%
长期投资比例	20.31%	24.06%	43.76%
固定资本比例	27.77%	47.99%	38.27%
—	2006 年	2005 年	2004 年
净资产收益率	20.64%	-29.15%	-20.19%
总资产收益率	12.37%	-11.78%	-7.66%
营业费用率	40.01%	201.65%	75.26%
利润总额(万元)	122,042.64	-70,247.80	-2,010.40
扣除资产减值损失后的利润总额(万元)	71,629.98	-92,229.93	-81,430.08
净利润(万元)	65,041.84	-96,527.98	-85,196.01
每股收益(元/股)	0.074	-0.111	-0.098

注:按照中国证监会 2006 年 7 月 20 日发布的《证券公司风险控制指标管理办法》(中国证监会第 34 号令),要求证券公司自 2006 年 11 月 1 日起执行新的风险控制指标标准,此处净资本数据为依据新标准确定。

4. 本次交易完成前海通证券股权结构



(四)海通证券控股股东基本情况

公司名称:上海上实(集团)有限公司

注册地址:上海市淮海中路98号金钟广场21楼

法定代表人:陈伟恕

注册资本:1,859,000,000元

企业类型:有限责任公司(国有独资)

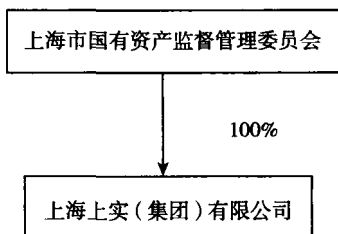
主要经营范围:实业投资、国内贸易(除专项规定)、授权范围内的国有资产经营与管理。

1. 上海上实(集团)有限公司财务数据

单位:元

项目名称	2006年度	2005年度	2004年度
资产总额	23,850,800,444.80	20,269,640,239.20	23,392,894,651.06
净资产	13,570,278,698.35	13,439,774,741.40	13,933,988,074.11
主营业务收入	1,395,842,299.43	1,504,068,937.29	6,151,670,397.19
净利润	152,897,542.67	263,601,342.89	203,928,672.36
每股净资产(元)	7.30	7.23	7.50

2. 上海上实(集团)有限公司股东结构



上海上实(集团)有限公司的控股股东、实际控制人是上海市国有资产监督管理委员会,上海市国有资产监督管理委员会持有上海上实(集团)有限公司的100%股权。

二、本次并购重组的方案及过程

(一)本次交易方案制定的考虑因素

1. 借壳上市的必要性

尽管上市对于券商的发展是一件迫在眉睫的重要事项,但是由于证券市场连续几年的低迷和IPO的门槛限制,使得多数券商难以在短时间内通过IPO上市做强做大。与IPO相比较,借壳上市的优势在于耗时短,只要重组方案得到双方认可,券商就可以在短时间内实现上市。

2. 本次交易方案涉及的保密安排

由于券商不得从事实业投资,因此只能寻找“净壳”,而在目前行业刚转暖之初,券商实力有限,要想找到理想的壳资源也不是一件容易的事情。再加之市场对于参股券商概念股的热捧,使得券商借壳面临因股价大幅上涨而带来的借壳成本提高和被监管层视为涉嫌内幕交易的两难境地。因此,对券商而言,借壳上市方案的保密具有非常重要的意义。

海通证券实施本次交易的过程中,制订了详细的保密计划并得到严格执行,“壳公司”都市股份的股票在停牌之前二级市场股价无任何异动,有效地保障了各方股东的利益;在重组实施的初步过程中,参与各方包括都市股份及其股东、海通证券及其股东以及相关的中介机构都签署了保密协议,并且均按照协议内容严格执行,保证了证券市场的稳定和“公平、公正”的原则,有利于方案的顺利推进。

3. 股改限售承诺的承继

由于都市股份是已股改公司,其控股股东光明集团的前身上海农工

商(集团)有限公司在股改方案中分别作出了延长禁售期、提议上市公司连续两年利润分配不低于50%的赞成议案等股改承诺。为了维护股权分置改革预期的稳定,确保股改承诺的有效承继,维护都市股份无限售条件流通股股东的利益,根据《上市公司股权分置改革管理办法》(证监发[2005]86号)第24条相关精神,光明集团以及海通证券现有12家股东共13家公司分别签署《关于承继光明食品(集团)有限公司在上海市都市农商社股份有限公司股权分置改革中作出的承诺的承诺书》,共同承继光明集团股改承诺。

4. 用股份置换股份的考虑

本次交易方案是都市股份将原资产全部出售,同时收购海通证券全部资产的有机组合。根据《公司法》对公司合并方式的定义,采用“吸收合并”这一专业法律术语描述都市股份收购海通证券全部资产之行为。吸收合并的对价支付方式采用股份作价代替现金作价,一方面是由于原海通证券股东经折股后能够继续成为存续公司股东,其所持的股份相应地转化为持有存续公司的股份;另一方面采用新增股份作为支付对价也可节约上市公司宝贵的现金,更具有现实可操作性。

而在选择吸收合并方和被吸收合并方由何方担任方面,本次交易方案选择上市公司吸并海通证券的主要考虑是保留上市公司的壳资源。

(二)基本并购框架

本次都市股份重大资产出售暨吸收合并海通证券交易方案框架共分如下四步进行:

1. 都市股份向光明集团出售全部资产和负债

都市股份向光明集团出售其全部资产及负债,都市股份2006年9月30日经审计的净资产账面值为70,646.08万元,转让价款参照其经国资部门核准的2006年9月30日净资产评估值确定为人民币75,600.00万元。同时,都市股份现有全部业务及全部职工(含离退休人员)随资产及负债一并由光明集团承接。

2. 都市股份以新增股份换股吸收合并海通证券

本次交易方案换股比例以双方市场化估值为基础确定为1股海通证券的股份换0.347股都市股份的股份,其中,都市股份股权价格以交易方案公告前一交易日(2006年10月13日)的收盘价为基准确定为

5.80元/股;海通证券股权价格,由财务顾问华泰证券有限责任公司在依据上海大华资产评估公司采用市盈率估值法和收益现值法评估的基础上,综合考虑多项因素后确定为2.01元/股。都市股份按双方确定的换股比例向海通证券全体股东新增30.31亿股股份吸收合并海通证券整体资产和负债。

3. 赋予都市股份原股东现金选择权

除光明集团之外的原都市股份所有股东可以全部或部分行使现金选择权,行使选择权的股份按5.80元/股换取现金,相应的股份过户给第三方上海农工商投资公司。

4. 海通证券的证券类资产进入上市公司

本次交易方案涉及的吸收合并协议生效后,海通证券的所有资产及负债将在扣除海通证券按照合并协议规定所应承担的税费及其他成本开支、费用之后全部按照账面价值进入存续公司,海通证券全部员工由存续公司承接。

本次吸收合并完成后,海通证券原法人主体资格被注销,都市股份依法承接海通证券相关经营资质,申请变更名称为“海通证券股份有限公司”。

5. 合并前后的股权结构图

股东名称	换股吸收合并之前		换股吸收合并之后	
	持股数量 (股)	持股比例 (%)	持股数量 (股)	持股比例 (%)
原海通证券股东 (合计持股)	0	0.00	3,031,000,000(有 限售条件的流通股)	89.43
光明集团	241,343,291(有 限售条件的流通股)	67.36	241,343,291(有 限售条件的流通股)	7.12
无限售条件流通股份 股东(合计持股)	116,929,619(无 限售条件的流通股)	32.64	116,929,619(无 限售条件的流通股)	3.45
总计	358,272,910	100.00	3,389,272,910	100.00

(三) 合并方案中的程序性安排

1. 吸收合并方程序性安排

(1)2006年12月28日,都市股份召开第三届董事会第二十七次会议,会议审议并通过了与本次换股吸收合并有关的议案。

(2)2007年1月23日,都市股份召开2007年度第一次临时股东大会,本次会议采用现场投票、网络投票与委托董事会投票相结合的表决方式。会议表决并通过了第三届董事会第二十七次会议决定提交股东大会审议的全部议案。

(3)2007年2月9日,都市股份召开第三届董事会第二十八次会议,会议审议并通过了《关于公司2007年定向增发新股发行底价的议案》。

(4)2007年6月26日,都市股份召开第三届董事会第三十一次会议,会议审议并通过了《关于公司2007年非公开发行股票方案的议案》及《关于本次非公开发行股票募集资金运用的可行性议案》等议案。

(5)2007年7月16日,都市股份召开2007年度第二次临时股东大会,本次会议采取现场投票与网络投票相结合的表决方式。会议审议并通过了第三届董事会第三十一次会议决定提交股东大会审议的涉及公司变更公司章程及定向增发事项的全部议案。

2. 被合并方程序性安排

(1)2006年12月27日,海通证券召开第一届董事会第十七次会议,会议审议并通过了以下全部议案:《关于修改海通证券股份有限公司借壳上市与非公开发行方案的议案》;《关于海通证券股份有限公司股东承诺履行股份锁定义务的议案》;《关于吸收合并后公司章程》;《关于召开海通证券股份有限公司2007年度第一次临时股东大会的议案》。

(2)2007年1月22日,海通证券召开2007年第一次临时股东大会,会议表决并通过了第一届第十七次董事会决定提交股东大会审议的全部议案。

(3)2007年3月22日,海通证券召开第一届董事会第十九次会议,会议审议并通过了以下全部议案:《关于海通证券股份有限公司股东承担有关诉讼损失承诺的议案》;《关于召开海通证券股份有限公司2007年度第二次临时股东大会的议案》。

(4)2007年4月10日,海通证券根据第一届董事会第十九次会议决定以通讯表决方式召开2007年度第二次临时股东大会。股东大会以通讯表决通过了《关于海通证券股份有限公司股东承担有关诉讼损失承诺的议案》。

(四) 换股的方法和据此确定的换股比例

本次吸收合并的换股比例是在双方股权市场化估值的基础上进行确定的,都市股份的换股价格以停牌前市场价格为基准确定为5.80元/股,海通证券以2.01元/股作为换股价格,由此确定都市股份与海通证券的换股比例为1:0.347,具体理由如下:

1. 都市股份股权市场化价格的确定

作为上市公司的都市股份,其股份在上海证券交易所上市交易,存在活跃的交易市场,因此,以其二级市场的交易价格作参考确定其市场化价格较为合理。

吸收合并双方主要股东就本次吸收合并事宜确定后,都市股份及时向上交所申请于2006年10月16日临时停牌。通过对都市股份股票停牌前一段时间内二级市场交易价格、交易量、涨跌幅以及上证指数有关指标进行了统计。认为都市股份在停牌前的一段时间内,股价表现较为稳定,停牌前1日收盘价与5日、10日、20日、30日均价相比变化不大,该段时间内股价涨跌幅和振幅与同期上证指数对比不存在明显异常。鉴于此,经双方主要股东协商,都市股份股权市场化价格按照停牌前即2006年10月13日收盘价确定为5.80元/股。

2. 海通证券股权市场化价格的确定

由于海通证券是非上市公司,其股权不存在活跃的交易市场,无法持续对交易价格进行分析,因此,作为海通证券第一大股东的上海上实(集团)有限公司委托上海大华资产评估有限公司对海通证券整体股权的市场价值进行评估。同时,由海通证券的财务顾问华泰证券有限责任公司对大华评估公司所采用的评估方法进行检查分析,并综合考虑市场因素,确定海通证券股权换股时的市场价格为2.01元/股;德邦证券亦对此换股价格发表独立财务顾问意见,评价此价格公平合理。

三、合并方案中的亮点和创新之处

(一) 设计和筹划公司合并方案的思路

1. 本次交易方案思路

第一步:都市股份向其控股股东——光明食品(集团)有限公司出售全部资产及负债,腾出净壳。

第二步:都市股份以新增股份吸收合并海通证券。

都市股份以新增股份换股吸收合并海通证券,海通证券的换股价格为每股人民币 2.01 元;都市股份的换股价格以 2006 年 10 月 13 日的收盘价为基准确定为每股人民币 5.8 元,由此确定海通证券与公司的换股比例为 1:0.347,即每 1 股海通证券股份换 0.347 股都市股份的股份。海通证券在本次合并前的总股本约为 87.34 亿股,换为都市股份 30.31 亿股,合并完成后都市股份总股本增加至约 33.89 亿股。

交易过程中同时赋予都市股份除光明集团之外的所有股东现金选择权,具有现金选择权的股东可以全部或部分行使现金选择权,行使选择权的股份按照每股人民币 5.80 元换取现金,相应的股份过户给第三方光明集团下属全资子公司上海市农工商投资公司。

本次合并生效后,都市股份相应修改章程、变更住所、变更经营范围及更名为“海通证券股份有限公司”。

第三步:定向增发做大净资产在吸收合并海通证券完成后,存续公司向经中国证监会核准的特定投资者非公开发行不超过 10 亿股的新股,发行价格不低于都市股份新董事会决议公告日前二十个交易日的股票均价的 90% 确定为 13.15 元/股。

2. 本次交易方案点评

对都市股份进行重大资产出售暨吸收合并海通证券,是上海国有资产战略性调整的需要,这意味着海通证券的借壳上市很大程度上是在地方政府的推动下实现的。该方案分三步:都市股份腾出净壳,海通证券缩股并入,定向增发做大净资产。此次吸收合并完成以后,海通证券实现上市,总股本为 33.89 亿股,高于中信证券近 30 亿股的总股本。

(二) 资产评估方法选择中的考虑

由于海通证券是非上市公司,其股权不存在活跃的交易市场,无法持续取得交易价格进行分析,因此,作为海通证券第一大股东的上海上实(集团)有限公司委托上海大华资产评估有限公司对海通证券整体股权的市场价值进行评估,为确定换股价格提供参考。

评估时分别采用市盈率法和收益现值法两种方法:市盈率法是一种以股票二级市场价格价值指标、以每股收益为相关的可观测变量的直接比较估值方法,上海大华资产评估有限公司选取了目前证券市场三家可比上市公司(包括拟上市公司)中信证券、宏源证券、延边公路的可比

市盈率,同时结合上海立信长江会计师事务所出具的海通证券2006年、2007年《盈利预测审核报告》折算的存续公司每股收益而得出海通证券的每股价值。由于证券市场可比同行业上市公司数量较少,为了避免公允价值受到可比数据缺乏的影响,同时采取了收益现值法对海通证券的市场公允价值进行评估。收益现值法是指通过估算被评估资产的未来预期收益并折算成现值,借以确定被评估资产价格的一种资产评估方法,是目前比较通用的评估企业全部股东权益价值的评估方法。采用上述两种评估方法一方面是因为这两种评估方法是目前证券市场上评估企业整体资产价值最经常采用的方式;另一方面采用两种方法可以互相验证,避免以偏概全,利于公平、公正地得出海通证券股权价值。

(三) 折股和换股比例方法中的创新之处

1. 本次吸收合并的折股方案以合并双方各自股权的公允市价作为折股比例确定的基础

都市股份和海通证券的股东,根据本次确定的折股比例进行换股交易,是合并双方股东以各自股权的公允市价为基础进行的公平交易,换股合并后各股东所持股份的公允价值不会因此而降低。

本次吸收合并换股比例的确定以合并双方各自的市场化估值为基础,即都市股份的换股价格以其2006年10月13日(即本次合并事项公告前一个交易日)的收盘价为基准确定为每股人民币5.80元;海通证券的换股价格以评估报告和财务顾问报告确认的合理估值为基础,考虑了海通证券需要向光明集团支付2亿元补偿款等因素,确定为每股人民币2.01元,由此确定海通证券与都市股份的换股比例为1:0.347,即每1股海通证券股份换0.347股都市股份股份。

2. 本次吸收合并方案为无限售条件股东提供了现金选择权

为充分尊重持有都市股份无限售条件股份股东的意愿、保护反对都市股份本次吸收合并计划股东的合法权益,除光明集团之外的都市股份现有股东均享有现金选择权,按照都市股份于2006年10月13日(本次合并事项公告前一个交易日)的收盘价格每股5.80元,将其持有的全部或部分股份过户给第三方上海市农工商投资公司。因此,都市股份无限售条件股东的持股市值不会因本次吸收合并及换股事项而降低,中小股东的利益得到了保护,方案是合理的。

3. 折股方案确定的都市股份换股价格基本反映了其公允市价

都市股份在停牌前的一段时间内,股价表现较为稳定,停牌前1日收盘价与5日、10日、20日、30日均价相比变化不大。因此,都市股份每股价值作价5.80元反映了本次合并事项之前一定期间内都市股份的市场交易价格平均水平,该价格作为换股价格是公允的。

(四)债权债务的处理方式,债权人的通知和债权保障措施

1. 债权债务的处理方式

本次交易过程中,交易各方分别签署了《资产转让协议》和《吸收合并协议》。

就都市股份转让给光明集团的资产所涉及的债权、债务而言,根据《资产转让协议》约定:自资产转让协议生效之日起,都市股份转让资产涉及的债权、债务,无论转让资产的交接、权属变更登记或备案手续是否完成或债务的转移是否取得债权人的同意,除资产转让协议另有约定外,于转让资产之上已现实存在或将来可能发生的任何权利、权益、风险、损失、义务、责任、债务均由光明集团享有及承担。

对于都市股份吸收合并海通证券的资产所涉及的债权、债务而言,根据《吸收合并协议》约定:本次交易完成后,原海通证券将予以注销,都市股份吸收合并原海通证券之后的存续公司(以下简称“存续公司”)承接海通证券全部资产、负债和经营资质,海通证券的业务、人员、经营体系、重要协议等全部进入存续公司。

2. 债权人通知和债权保障措施

由于本次交易涉及重大资产出售、吸收合并,根据《公司法》的有关规定需要履行债权人公告程序,因此,都市股份、海通证券决定在审议本次交易的董事会或股东大会后10日内通知债权人,30日内在选定的信息披露报刊上公告。都市股份、海通证券的各自债权人自接到通知书之日起30日内,未接到通知书的自公告之日起45日内,有权要求清偿债务或者提供相应的担保。

2007年1月22日,海通证券股东大会表决通过吸收合并方案;2007年1月23日,都市股份股东大会表决通过吸收合并方案。2007年1月24日,都市股份关于重大资产出售暨吸收合并事宜的债权人公告、海通证券关于吸收合并事宜的债权人公告分别在《上海证券报》D12版刊登

公告。

(五) 职工的安置措施

根据本次交易过程中交易各方签署的《资产转让协议》和《吸收合并协议》之约定:

《资产转让协议》生效后,根据“人随资产走”的原则,都市股份的所有职工包括但不限于所有在岗职工、待岗职工、内退职工、离退休职工、停薪留职职工、借调或借用职工、临时工,均由光明集团负责接收及安置。

《吸收合并协议》生效后,于吸收合并协议生效日,海通证券在册职工的劳动合同关系均由存续公司直接承继。

(六) 异议股东和流通股(非限售股份)的保护措施

1. 现金选择权

在本次交易过程中,为充分维护对本次交易持异议的股东权利,由光明食品(集团)有限公司下属全资子公司上海市农工商投资公司作为第三方赋予都市股份除光明集团之外的所有股东现金选择权,具有现金选择权的都市股份股东可以全部或部分行使现金选择权,行使现金选择权的股份按照每股人民币 5.80 元的换股价格取得现金,相应的股份过户给上海市农工商投资公司。

2007 年 6 月 13 日,都市股份发布关于吸收合并海通证券现金选择权实施公告,现金选择权申报时间为 2007 年 6 月 18 日至 22 日。在现金选择权申报期间内,都市股份先后两次发布提示性公告。2007 年 6 月 25 日,都市股份公告现金选择权实施结果公告:在上述现金选择权申报期间内,没有投资者申报行使现金选择权。

2. 征集投票权

本次交易由都市股份董事会向都市股份除光明集团以外的股东征集股东大会投票权,以充分保障非关联股东的利益。2006 年 12 月 30 日,都市股份公告《上海市都市农商社股份有限公司董事会关于 2007 年度第一次临时股东大会投票委托征集函》。

3. 网络投票

在表决本次交易方案的都市股份 2007 年度第一次临时股东大会中,采用了现场投票、网络投票与委托董事会投票相结合的表决方式,充

分保护了中小股东行使投票权的权益。

4. 其他措施

本次交易过程中,其他对异议股东和流通股(非限售股份)的保护措施还包括:股东大会催告程序、关联股东回避表决关联交易议案。

四、方案点评

本案例是以都市股份用新增股份作为对价换股吸收合并海通证券,同时出售原有的资产和业务,海通证券通过借壳的方式实现证券类资产整体上市。这是A股市场实施股权分置改革后,新的证券市场法律法规体系下成功实施的首家证券公司换股吸收合并案例,在当时的市场环境及法律法规体系下,是一个成功的借壳上市并购案例。本案例的成功实施为海通证券借壳上市、再融资继而集团化发展战略,走可持续发展的道路提供了坚实的基础保证。

海通证券借壳都市股份的成功,为国内证券公司借壳上市提供了全新的、可资借鉴的成功案例。本案例中审核流程、定价模式、操作步骤以及都市股份原有资产的顺利剥离,第三方现金选择权、重组方案公告前股价无异动、规范的信息披露和投资者关系管理及科学有效的公司治理等具体操作环节和模式,为后续诸如东北证券、长江证券、国元证券等众多通过换股吸收合并方式实现借壳上市的案例提供了宝贵的经验借鉴,为后续诸多上市公司换股吸收合并非上市公司案例提供了示范模板,推动了A股市场并购重组大潮的到来。同时,都市股份以股份作为吸收合并对价支付手段,既使得海通证券原股东继续控制合并后主体,也避免了大额现金交易,维护了包括上市公司股东在内的多方面的利益,实现了共赢。海通证券的成功上市为上海建立国际金融中心也发挥了积极的作用。

中国东方电气集团换股要约收购 东方锅炉暨整体上市案例

中国东方电气集团所属的东方电机、东方汽轮机和东方锅炉为集团旗下核心资产,但各公司在经营管理和业务拓展上相对独立,不利于集团核心竞争优势的打造。在国家政策鼓励央企通过整体上市提高竞争力的背景下,东方电气集团(以下简称“东电集团”)实施了主业资产整体上市计划。

经论证,东电集团提出了“股改+定向增发+换股要约”的整体上市方案,即东电集团向东方锅炉流通股股东每10股赠2.5股股份,并承诺以东方电气A股股票为对价,向东方锅炉无限售条件的流通股股东发出全面换股要约,换股比例为1:1.02。东方电气以非公开发行A股和支付现金相结合收购东电集团持有的东方锅炉68.05%的股份及东方汽轮机100%的股权。

该项目通过“一揽子”的解决方案实现了集团主业整体上市,提升了企业的综合竞争能力,同时也开创了整体上市的新模式——“东电模式”。

一、当事人基本情况

东方电气集团整体上市共涉及四个实体,分别为中国东方电气集团公司(以下简称“东方电气集团”),东方电气股份有限公司(以下简称“东方电气”,原东方电机股份有限公司),东方锅炉(集团)股份有限公司(以下简称“东方锅炉”)和东方电气集团东方汽轮机有限公司(以下简称“东方汽轮机”)。当事人主要情况如下:

(一) 东方电气集团

东方电气集团是全国53家由中央直接管理、涉及国家安全和国民经济命脉的国有重要骨干企业之一,是我国最大的致力于重大技术装备制造和国际工程承包的特大型集团公司之一,并被确认为“国家首批103家创新型试点企业”。

截至2006年12月31日,东方电气集团主要财务指标如下:总资产389.34亿元,净资产64.89亿元,销售收入261.15亿元,净利润13.22亿元。

(二)东方电气

东方电气股票代码600875.SH、1072.HK,总股本45,000万股,H股17,000万股,A股28,000万股,东方电气集团持股比例为45.29%。东方电气(整体上市前)主要产品为水轮机、水轮发电机、汽轮发电机、交直流电(动)机以及相关控制设备的设计、制造和销售。

截至2006年12月31日,东方电气主要财务指标如下:总资产96.3亿元,净资产25.15亿元,销售收入46.98亿元,净利润8.3亿元。

(三)东方锅炉

东方锅炉股票代码600786,总股本40,141.52万股,东方电气集团持股比例为68.05%,主要产品为大型电站锅炉、核岛主设备、电站脱硫及脱硝设备、工业锅炉、特种锅炉、电站辅机、化工容器、电站控制设备、污水处理设备等产品。

截至2006年12月31日,东方锅炉主要财务指标如下:总资产91.9亿元,净资产22.17亿元,销售收入111.54亿元,净利润5.13亿元。

(四)东方汽轮

东方汽轮机注册资本184,600万元,公司的主要产品为:汽轮机、水轮机、燃气轮机、压缩机、风机泵及辅机。

截至2006年12月31日,东方汽轮机财务数据如下:总资产126.45亿元,净资产18.46亿元,销售收入65.93亿元,净利润8.01亿元。

二、并购重组相关背景

(一)东方电气集团抓住我国经济和行业发展的良好时机,积极谋求主业资产整体上市;

(二)国家政策支持和鼓励央企实施整体上市;

(三)完成东方锅炉股改是东方电气集团主业资产整体上市的前提条件;

(四)领先行业竞争对手需要提高企业竞争力;

(五)东方电气集团公司主业整体上市后拟达到的目标:

1. 集团核心资产整体上市。
2. 完成东方锅炉股改。

3. 进一步保持国有股权的控制力。
4. 集团获取更多资金支持后续发展。
5. 抓住资本市场发展的大机遇,在 2007 年内完成整体上市。
6. 树立良好的国际形象,加快国际化进程。

三、并购重组方案

(一) 项目设计的出发点

东方锅炉流通股股东希望东方锅炉的股权分置改革结合东方电气集团整体上市实施。东方电气集团亦希望借东方锅炉股改的契机并通过证监会关于股改的“绿色通道”政策实现集团主业资产的整体上市。

(二) 项目方案的选择及确定

1. 初步方案

讨论比较深入的初步方案包括:

(1) 东方锅炉股改(东方电气集团承诺向流通股股东送出其即将通过换股要约收购取得的东方电气的股份) + 东方电气换股要约收购东方锅炉 + 东方电气收购东方电气集团优质资产 + 东方电气 H 股配售

(2) 东方锅炉股改(东方电气集团承诺向流通股股东送出其即将通过换股协议收购取得的东方电气的股份) + 东方电气换股协议收购东方锅炉 + 东方电气收购东方电气集团优质资产 + 东方电气 H 股配售

(3) 东方锅炉股改 + 东方电气换股吸收合并东方锅炉 + 东方电气收购东方电气集团优质资产 + 东方电气 H 股配售

2. 初选方案的利弊分析

根据国内相关规定,境外上市外资股为在境外上市的由发行人向境外投资人发行的以外币认购的股份,因此,上述方案中提及的东方电气收购东方电气集团优质资产的对价不能为东方电气增发的 H 股,只能为东方电气增发的 A 股或现金或两者的结合。

《证券法》第 10 条规定,向特定对象发行证券累计超过 200 人的为公开发行。因此,方案(1)提及的东方电气换股要约收购东方锅炉的安排构成东方电气公开发行的行为,东方电气在发出换股收购要约前需先就其公开发行行为取得证监会的核准,增加了项目的执行难度。

《上市公司股权分置改革管理办法》第 17 条规定,董事会应当按照与证券交易所商定的时间安排,公告改革方案实施及公司股票复牌事

宜。因此,如采用方案(2),东方锅炉自召开相关股东会议审议股改方案停牌后需直至东方电气集团将其获得通过东方电气的换股协议收购所取得的部分股票作为股改对价支付给东方锅炉流通股股东后方可复牌,在2006年底中国股市处于上升阶段的大背景之下,对东方锅炉长期停牌是不具有可行性的。

《公司法》第173条规定,一个公司吸收其他公司为吸收合并,被吸收合并的公司解散。因东方锅炉所从事行业需保留其特殊的业务资质,东方锅炉为绵竹地区的主要纳税人之一且其发展长期受当地政府的支持,东方锅炉的主体地位在东方电气集团本次主业资产整体上市过程中必须得以保留,不能选择由东方电气吸收合并东方锅炉的方案,即方案(3)。此外,根据《公司法》的规定,公司合并时合并双方需签署合并协议、编制资产负债表及财产清单、通知债权人并需根据债权人的要求清偿债务或者提供相应的财务担保,需履行较繁杂的程序并需要较长的时间;根据《公司法》的规定,股东因对股东大会作出的合并决议持异议的,有权要求公司收购其股份,因此,在吸收合并方案下,吸并双方均需准备足够资金以备收购异议股东行使其退出权的股份。

3. 最终方案的确定

综合考虑上述因素,为避免构成东方电气公开发行、保留东方锅炉的主体资格并以较少的现金支出实现整体方案,形成了最终方案。

4. 整体方案概述

东方电气集团制定了以东方锅炉股权分置改革为契机、以东方电气为平台实现主业资产整体上市的方案。该主业资产整体上市方案包括:

(1) 东方锅炉实施股改;东方电气集团以向东方锅炉流通股股东送股作为股改对价安排,每持有10股流通股将获赠2.5股东方锅炉的股份,东方电气集团承诺以其通过非公开发行的方式增持的部分东方电气A股股票为对价,向东方锅炉无限售条件的流通股股东发出全面换股要约,东方锅炉流通股股东持有的每1股东方锅炉流通股股份可以换成1.02股东方电气A股股票,即换股比例为1:1.02;

(2) 东方电气以非公开发行A股股票和支付现金相结合的方式收购东方电气集团持有的东方锅炉68.05%的股份及东方汽轮机100%的股权;

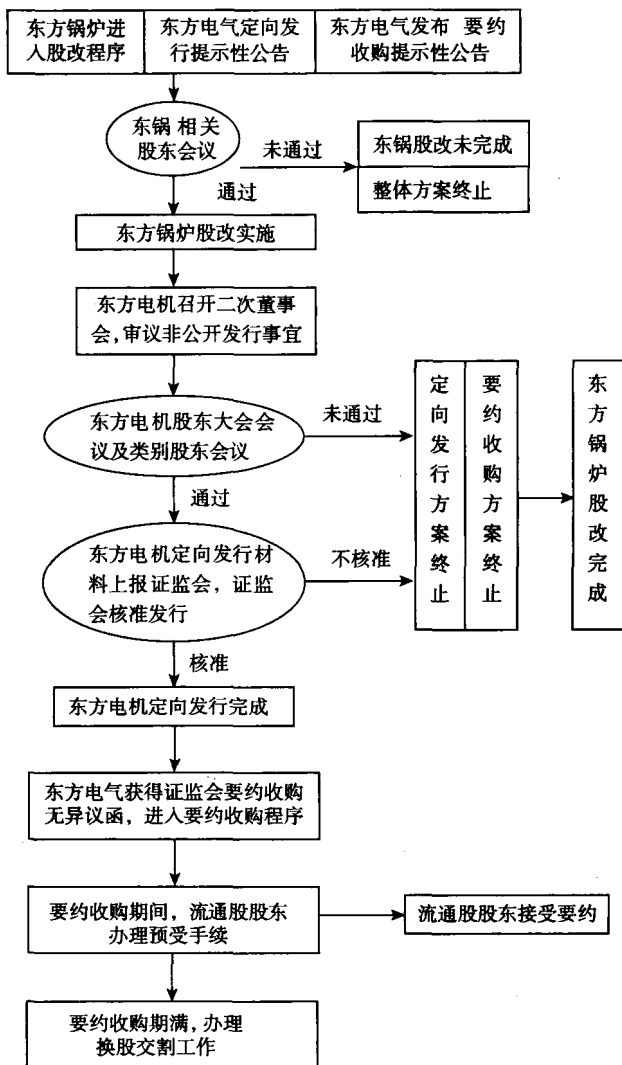
(3) 根据东方电气集团在东方锅炉股改中作出的承诺,东方电气集

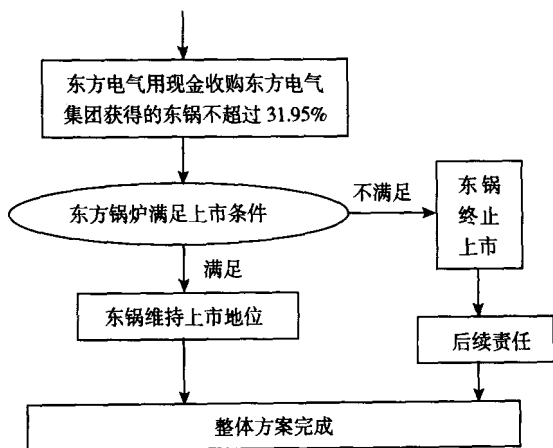
团在前述非公开发行及收购完成后向东方锅炉无限售条件的流通股股东发出全面换股要约收购；

(4) 东方电气以支付现金方式收购东方电气集团在本次换股要约收购期限届满时购得的不超过东方锅炉 31.95% 的股份。

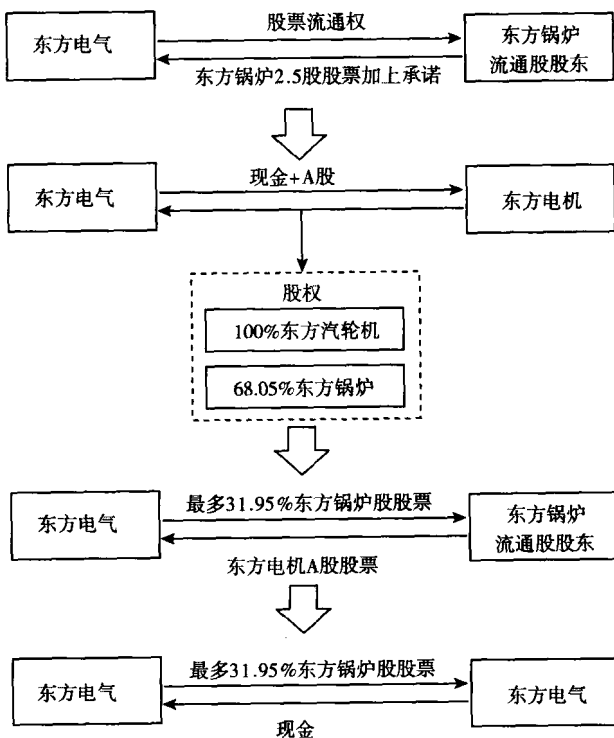
(三) 方案的操作图示

1. 操作流程





2. 操作图示



(四) 方案执行中的难点

1. 换股要约收购交易模式的确定及技术问题的处理

本次东方电气集团主业资产整体上市方案中涉及换股要约收购,这是我国证券市场第一个换股要约收购的案例,具有创新意义和示范作用,但是面对这样一个新事物,其在实际操作过程中遇到了很多困难,许多技术细节问题尚待解决,亟须相关配套法规政策出台以填补目前的空白。

(1) 换股清算

自从现行的《上市公司收购管理办法》于2006年7月公布以来,本项目是第一个换股要约收购的案例,由于之前尚无先例,因此登记公司没有专门配套的技术系统来实现换股要约收购的清算过户,最终登记公司在现有系统的基础上,通过进行两次买卖最终实现了换股操作。在换股的清算操作过程中,登记公司专门为本次换股清算开发了系统。

(2) 税收及其他交易费用

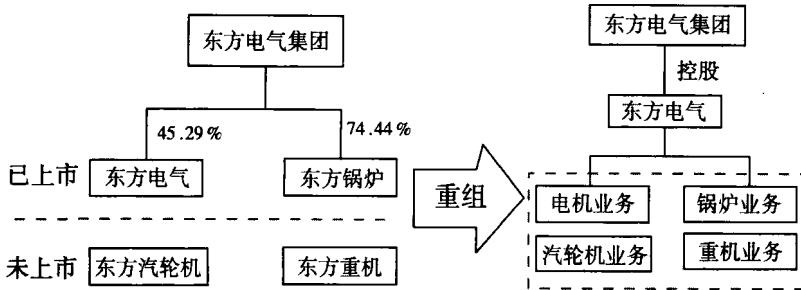
由于本次换股要约收购在技术上通过进行两次买卖来实现,因此交易成本大幅上升。高额的交易成本将使广大社会公众股东的负担有所增加,也使东方电气集团的整合成本大幅上升。基于鼓励创新业务的考虑,监管机构对印花税、经手费、过户费等费用作了减免,大大降低了本次换股要约收购的交易成本,减轻了广大社会公众股东的负担。

2. 协调境内外法律、法规及监管要求

作为本次东方电气集团主业资产整体上市平台的东方电气为A+H上市公司,而本次被收购方之一的东方锅炉为境内A股上市公司,因此本次交易涉及境内外两个资本市场。而在目前的法律法规框架体系下,境内外监管机构对上市公司的监管要求存在一定的区别,因此如何协调境内外监管机构,从而确保本次方案在同时满足境内外监管要求的前提下顺利推进,是本次方案执行过程中的难点。

四、方案的分析及评价

(一)对股权结构的影响



本次整体上市前后,东方电气的股权结构变动情况如下:

		整体上市前		整体上市后	
有限售条件的 流通股份	中国东方电气 集团公司	181,300,000	40.29%	418,855,850	51.27%
无限售条件的 流通股份	A 股	98,700,000	21.93%	228,144,150	27.92%
	H 股	170,000,000	37.78%	170,000,000	20.81%
	无限售条件的 流通股份合计	268,700,000	59.71%	398,144,150	48.73%
股份总额	—	450,000,000	100%	817,000,000	100%

注:无限售条件的 A 股中,东方电气集团持有 2250 万股,整体上市后,东方电气集团合计持有东方电气 54.02% 股份。

(二)对业务结构的影响

东方电气集团实现整体上市后,东方电气将成为水电、火电、气电、核电和风力发电等产品的成套设备研究开发和制造供应商,将从单纯的电机生产企业转变成为一家以发电成套设备为主的上市公司,业务结构更加完整。

(三)对资产和盈利能力的影响

东方电气整体上市后,其总资产由 2006 年末的 96 亿元增加到 2007 年末的 364 亿元,其主营业务收入由 2006 年的 48.3 亿元增加到 2007 年的 248.9 亿元,净利润由 2006 年的 8.3 亿元增加到 2007 年的 19.9 亿元。

五、思考和建议

“东电模式”对于资本市场的意义:

(一) 成功实施国内换股要约收购第一单,开创了国内资本运作新模式,为今后此类交易建立了标杆

从宏观来看,换股要约完善和丰富了资本市场的金融工具,开创了一种新的以证券为支付对价的交易模式,为企业的并购整合提供了新的手段。

从微观来看,本次交易在换股要约技术环节上突破了众多“瓶颈”,包括登记公司换股要约交易系统的设计与安排、交易涉及的相关税费的处理、换股价格及换股比例的确定、证券估值、要约收购余股处理等,为将来此类交易的各项操作建立了一套完整流程。

(二)“东电模式”创新方案成为央企整体上市新的资本运作模式

2006年初,鞍钢新轧通过定向发行股份收购集团主业资产后率先完成了整体上市。随后国资委多次强调“要积极推进具备条件的中央企业实现整体上市;不具备整体上市条件的,逐步把优良主营业务资产注入上市公司,做优做强上市公司。”2007年至今,已完成整体上市的央企只有15家左右,计划以注资等方式完成整体上市的央企有27家。央企整体上市先后经历了“鞍钢模式”、“上港模式”、“中铝模式”之后,整体上市路径已渐趋成熟,而被市场誉为最复杂最具创新性的“东电模式”开创了央企整体上市新思路,成为了我国资本市场央企并购重组的新典范。

中国铝业吸收合并山东铝业、 兰州铝业、包头铝业案例

中国铝业股份有限公司(以下简称“中国铝业”)为在香港上市的 H 股公司,于 2007 年 4 月向已在 A 股上市的子公司山东铝业股份有限公司(以下简称“山东铝业”)和公司之联营公司兰州铝业股份有限公司(以下简称“兰州铝业”)除公司以外的股东发行了 1,236,731,739 股人民币普通股(A 股),以换股方式取得了山东铝业和兰州铝业 100% 的股权,至此,中国铝业在 A 股上市,山东铝业和兰州铝业则退市。该方案的实施,一来解决了山东铝业和兰州铝业的股权分置改革问题,二来解决了山东铝业和兰州铝业两家公司与中国铝业的同业竞争问题,三来通过合并两家公司,中国铝业得以进一步整合原铝和氧化铝资源。方案最终取得了圆满成功,中国铝业回归后股价连续上涨,山东铝业和兰州铝业的除中国铝业之外的流通股东获得了较好的回报。

2007 年 6 月 12 日,为兑现上市承诺,解决与母公司中国铝业公司(以下简称“中铝公司”)及其下属公司存在的同业竞争,丰富公司的产业链,中国铝业又启动了对中铝公司控制的包头铝业股份有限公司(以下简称“包头铝业”)的换股合并:全体包头铝业股东持有的 431,000,000 股按 1:1.48 的换股比例换成中国铝业新增 A 股股份 637,880,000 股。该方案也取得了成功。

上述两个案例为 H 股回归 A 股市场时,解决与已经在 A 股上市的子公司之间的同业竞争以及与在 A 股上市的兄弟公司(母公司中铝公司控制的公司)之间的同业竞争提供了经典案例,值得借鉴。本文在分析两个案例成功背后的原因的同时,也提出了有关的建议。

第一部分 H 股回归加重组篇

一、相关当事人简介

(一)上市公司:中国铝业

中国铝业是由中国铝业公司(以下简称“中铝公司”)、广西投资集团有限公司和贵州省物资开发投资公司作为发起人,于2001年9月10日以发起方式设立的股份有限公司,总股本为8,000,000,000股,于2001年12月12日首次公开发行2,588,236,000股境外上市外资股(H股),并分别在香港联合交易所有限公司以及以美国存托股份的方式在纽约证券交易所上市。中国铝业的主营业务为铝土矿开采,氧化铝、原铝的生产及销售,是中国规模最大的氧化铝及原铝运营商、全球第二大氧化铝生产商、第四大原铝生产商,也是中国规模最大的氧化铝和原铝运营商。中国铝业2004年至2006年的净利润分别为6,052,722千元、6,782,789千元和11,328,956千元。每股收益(全面摊薄)0.55元/股、0.61元/股和0.97元/股,净资产收益率(全面摊薄)23.04%、21.75%和26.63%。

(二)控股股东:中铝公司

中铝公司隶属于国务院国资委,是国家授权投资的机构、国家控股公司和国有重点骨干企业。中铝公司成立于2001年2月21日,总部设在北京,注册资本154.32亿元。主要业务为经营国家投资形成的全部国有资产和国有股权,铝材加工,工程设计、建设和监理服务等。

(三)被合并方情况介绍

被合并方一:山东铝业是于1999年6月18日,经山东省人民政府鲁政字[1998]151号文批准,由山东铝业公司作为独家发起人,以社会募集方式设立的股份有限公司。1999年6月7日,山东铝业公开发行人民币普通股16,000万股,发行后总股本为56,000万股。山东铝业社会公众股于1999年6月30日在上海证券交易所挂牌上市交易。2001年,根据财政部财企[2001]427号文和国家经贸委国经贸企改[2001]818号文的批准,山东铝业公司将其持有的山东铝业71.43%的股份(4亿股)无偿划转给中国铝业,同年12月18日,股权过户手续办理完毕。2004年3月,山东铝业执行2003年利润分配方案,向股东每10股派人民币1.00元(含税)送2股,

实施完成后,山东铝业总股本为 67,200 万股。

截至 2006 年 12 月 31 日,山东铝业股本结构如下:

股份类别	股数(万股)	持股比例(%)
非流通股份(中国铝业)	48,000.00	71.43
流通股份	19,200.00	28.57
合计	67,200.00	100

被合并方二:兰州铝业是于 1999 年 4 月 14 日经国家经贸委国经贸企改[1999]251 号文批准,由兰州铝厂、兰州经济信息咨询公司、兰州永达工贸有限公司、兰州铝加工厂和兰州兴铝商贸部五家单位发起设立的股份有限公司。

2000 年 6 月 23 日,兰州铝业向社会公开发行人民币普通股 11,000 万股,发行后总股本为 29,500.45 万股。兰州铝业社会公众股于 2000 年 7 月 19 日在上海证券交易所挂牌上市交易。2004 年 1 月,经中国证券监督管理委员会证监发行字[2003]145 号文件核准,兰州铝业向社会公开发行人民币普通股 12,216.98 万股;2004 年 5 月 18 日,兰州铝业向全体股东以资本公积金每 10 股转增 3 股;2004 年 12 月,由于兰州永达工贸有限公司、兰州铝加工厂、兰州兴铝商贸部歇业并注销工商登记,它们持有兰州铝业发起人股共计 137.73 万股全部过户给兰州铝厂;2005 年 3 月,经国务院国资委批准,中国证监会审核无异议,兰州铝厂将其持有的兰州铝业国有法人股 15,185.14 万股转让给中国铝业。2007 年 2 月 8 日,经国务院国资委国资产权[2007]109 号《关于兰州铝厂国有产权无偿划转有关问题的批复》,中国铝业公司无偿接收甘肃省国资委持有的兰州铝厂 100% 的国有产权。

截至 2006 年 12 月 31 日,兰州铝业股本结构如下:

股份类别	股数(万股)	持股比例(%)
非流通股份	—	—
中国铝业	15,185.14	28
兰州铝厂	7,947.25	14.66
兰州经济信息咨询公司	918.19	1.69
流通股份	30,182.08	55.65
合计	54,232.66	100

二、吸收合并之动因

一是为整合原铝和氧化铝资源。兰州铝业作为国内电解铝行业的优质企业,同时具有铝电联营的优势,整合前,公司仅持有其 28% 的股权,且不能对其进行合并报表,吸收合并通过合并报表将提高公司业绩。山东铝业是重要的氧化铝生产基地,整合上游产业对公司同样具有重要的战略意义。

二是公司回归之需。早在 2005 年,公司就启动了回归 A 股资产市场的运作。在公司申请 A 股回归的过程中,国内资本市场的股权分置改革启动,下属未股改子公司成为公司整体回归 A 股的障碍。根据国内上市公司的监管规定,上市公司不得与控股股东之间存在同业竞争,同时也应避免由此产生的大量的关联交易。然而,对于山东铝业、兰州铝业而言,母公司中国铝业与其存在严重的同业竞争和大量的关联交易,并使得山东铝业和兰州铝业在公司治理结构上存在瑕疵,进而导致其在 A 股市场的融资功能受到影响。因此,无论是恢复山东铝业和兰州铝业在国内资本市场的融资功能,还是启动中国铝业回归 A 股实现登陆母国资本市场的需要,都需要中国铝业对山东铝业和兰州铝业进行吸收合并。

三、吸收合并之重组方案介绍

(一) 方案启动前的状况

2005 年 4 月 30 日,中国证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》。2006 年 9 月,山东铝业启动第一次股权分置改革工作,采用了市场常见的送股方案,对价水平为 10 送 2.5 股,达到了当时市场平均的对价水平。然而,受投资者心理预期较高、氧化铝价格出现大幅下跌以及市场恶意炒作等多种因素的影响,第一次股权分置改革公司未能和流通股股东达成一致,送股方案被否决。

截至 2006 年底,山东铝业、兰州铝业作为未股改上市公司,影响了中国铝业自身的整体发展战略,以及中国铝业回归 A 股市场的计划。

(二) 方案内容

中国铝业拟向子公司山东铝业和公司之联营公司兰州铝业除公司以外的股东发行 1,236,731,739 股人民币普通股(A 股),并将发行的 A 股全部用于换取山东铝业和兰州铝业除中国铝业所持股份以及未行使现金选择权的股份及第三方中信信托因现金选择权的行使而持有的全

部股份。换股吸收合并完成后,原山东铝业和兰州铝业(除中国铝业所持股份外)的股份将全部转化为中国铝业本次发行的人民币普通股。原山东铝业和兰州铝业的全部资产、负债及权益并入中国铝业,其现有的法人资格因合并而注销。

本次换股吸收合并山东铝业、兰州铝业和中国铝业 A 股股票发行同时进行,且互为前提。

一是中国铝业本次发行的股票种类为人民币普通股(A 股),每股面值为人民币 1 元,发行数量为 1,236,731,739 股,发行价格为 6.60 元/股。中国铝业换股吸收合并山东铝业的换股比例为 3.15:1,即每 1 股山东铝业股票可换取 3.15 股中国铝业 A 股股票。二是中国铝业换股吸收合并兰州铝业,兰州铝业的非流通股的换股比例为 1:1,即兰州铝业除中国铝业外的其他非流通股股东持有的每 1 股兰州铝业股票可换取 1 股中国铝业 A 股股票;流通股换股比例为 1.80:1,流通股股东持有的每 1 股兰州铝业股票可换取 1.80 股中国铝业 A 股股票。根据除公司外的山东铝业、兰州铝业股东持有的股份数量及换股比例计算,本次换股吸收合并山东铝业、兰州铝业发行的 A 股股票数量分别为 604,800,000 股和 631,931,739 股。

同时,本次换股吸收合并由独立第三方中信信托向山东铝业和兰州铝业除中国铝业外的其他股东提供现金选择权。山东铝业的流通股股东可以以其所持有的山东铝业股票按照 16.65 元/股的价格全部或部分实行现金选择权;兰州铝业的流通股股东和除中国铝业外的非流通股股东可以以其持有的兰州铝业股票分别按照 9.50 元/股和 5.534 元/股的价格全部或部分行使现金选择权,兰州铝业非流通股股东兰州铝厂已书面承诺放弃现金选择权。中国铝业所持的山东铝业和兰州铝业的股票不参加本次换股吸收合并,也不行使现金选择权,合并完成后予以注销。以上中国铝业换股吸收合并山东铝业、兰州铝业流通股股东现金选择权的价格确定为方案公布前最后一个交易日山东铝业、兰州铝业的收盘价。

(三) 方案实施的过程

山东铝业、兰州铝业于 2006 年 11 月 28 日公告股改股票停牌;12 月 8 日公告股改初步方案,12 月 19 日公告股改最终方案(即以上内容)。

2007年1月11日中国铝业获得国资委国资产权[2007]17号关于山东铝业、兰州铝业股权分置改革有关问题的批复,2007年1月15日山东铝业、兰州铝业召开股权分置改革相关股东会议对换股吸收合并方案进行表决并最终分别以全体流通股东94.44%和93.65%的赞成率顺利通过。

2007年1月16日,山东铝业、兰州铝业在《中国证券报》、《上海证券报》刊登了就本次换股吸收合并通知债权人的公告。在法定期限内山东铝业和兰州铝业的债权人均未要求清偿债务或提供相应的担保。

2007年2月13日至2月15日山东铝业、兰州铝业的股东进行了现金选择权申报,山东铝业和兰州铝业分别有3540股和0股进行了现金选择权的有效申报。

2007年2月28日,中国铝业在《中国证券报》刊登了就本次换股吸收合并通知债权人的公告。在法定期限内,中国铝业的债权人未要求其清偿债务或提供相应的担保。

2007年3月12日,中国铝业IPO全部发行申报材料正式上报中国证监会。4月13日招股书预披露稿在证监会网站上刊登。4月17日,公司A股IPO发行申请顺利通过发审委审核并于4月20日获得中国证监会关于核准发行A股的批文。4月21日发布《首次公开发行A股招股说明书暨换股吸收合并山东铝业股份有限公司、兰州铝业股份有限公司报告书》,4月30日中国铝业股票在上海证券交易所上市交易。

(四)方案效果

可以说,中国铝业的上述方案取得了圆满的成功。

一是山东铝业、兰州铝业两公司股价大涨。从2006年11月28日山东铝业、兰州铝业因股权分置改革第一次停牌,到其后复牌再到2007年1月9日因股权分置改革第二次停牌前最后一个交易日,山东铝业、兰州铝业的收盘价分别从16.65元、9.50元涨至25.41元、14.92元,涨幅分别为52.61%、57.05%,而同期上证综指的涨幅只有37.15%,方案公布后股价走势表明了投资者对本次换股吸收合并方案的认可。

二是山东铝业、兰州铝业两公司的投资者结构发生较大变化,取得了机构投资者的青睐。山东铝业机构投资者持股占流通股总数的比例由停牌前(2006年11月28日)的11.39%上涨至股权登记日(2007年1

月9日)的36.25%,相比增加了24.86%。兰州铝业机构投资者持股占流通股总数的比例由停牌前的26.55%上涨至股权登记日的48.09%,相比增加了21.54%。

三是山东铝业、兰州铝业两公司股东行使现金选择权的相当少,显示对吸收合并后IPO的中国铝业的股价以及盈利前景看好。在2007年2月13日至2月15日,山东铝业、兰州铝业的股东分别进行了现金选择权申报,山东铝业和兰州铝业分别仅有3,540股和0股进行了现金选择权的有效申报。

以上方案的顺利实施,不仅为山东铝业、兰州铝业两公司的股东取得了股票收益的大幅增值,而且保证了为已经在美国纽约和我国香港地区上市的中国铝业作为大盘蓝筹股能够平稳回归A股市场。

四、吸收合并之思考

首先,这一案例的看点在于创立了H股公司回归发行A股的同时,对已经A股上市的控股子公司进行吸收合并,以规范公司内部同业竞争的先例。

如果仅从H股公司回归A股,实现两地上市,为解决与已经在A股上市的控股子、孙公司之间的同业竞争这一点上,这个案例与中国石油在H股回归前,对其控股的A股上市公司锦州石化、辽河油田、吉林化工全面要约收购进行私有化并无实质上的不同,只不过后者是用现金支付,前者用的是拟上市的股份。当然,并不是所有H股回归公司均对控股子、孙公司进行私有化。如中国中铁H股回归未对中铁二局,中煤能源H股回归未对中煤能源进行私有化。

上述这些案例的由来,主要基于原在A股上市的公司的母公司或更上一层的公司这几年来将集团资产打包在H股上市后,为缓解国内流动性过剩,需要回归A股上市时,碰到的一个常见性问题。实际上,母公司如果和子公司之间从事同样的业务,无论谁为避免同业竞争对自身业务作出何等限制性的承诺,都是对自己股东的不公平,可能引致股东诉讼的发生;且在子公司层面,可能因与母公司存在的同业竞争,无法在证券市场实现自身的融资功能,从而给自身业务带来发展的局限性,股东价值的提升也会变得有限。而面对下属多个同类业务的上市公司,对于母公司而言,无论是在管理成本上,还是业务的平衡上,都难以做到面面

俱到。因此,即便是中国石化,在 A 股上市后,也已经陆续用让“壳”的方式对中国凤凰,用私有化的方式对北京燕化的 H 股以及齐鲁石化 A 股,对下属从事同类业务的公司业务进行了合并。可以说,无论是法规要求,还是实践的需要,都应该对下属从事同类业务的上市公司业务进行必要的合并处理。

当然,基于一定的考虑,比如,下属上市公司多,一次性合并成本高,以及急需蓝筹公司回归等原因,监管部门可能会暂时不要求其对下属子公司进行合并处理。但从长远而言,对从事同类业务的下属子公司进行吸收合并是大势所趋。

其次,在实际操作层面,中国铝业本次吸收合并的换股价格相对来说比较公道。

一方面,从中国铝业换股价格分析。中国铝业换股吸收合并山东铝业和兰州铝业的换股价格为 6.60 元/股。2006 年 11 月 27 日,中国铝业 H 股收盘价为 6.25 港元,汇率调整后为 6.30 元人民币。根据 2006 年 11 月 27 日收盘价计算,A 股、H 股两地同时上市的公司,A 股价格相对 H 股的平均溢价水平为 10.59%,而中国铝业换股价格相对于 H 股股价溢价仅为 5.00%。

同时,如果以市盈率来看,按 2006 年 12 月 31 日经审计财务报表及本次发行后总股本全面摊薄计算,仅为 7.5 倍;按 2006 年 12 月 31 日模拟合并报表(合并山东铝业、兰州铝业)及发行后总股本全面摊薄计算,市盈率为 7.5 倍。如果以发行的市净率来看,发行及换股吸收合并完成前,按 2006 年 12 月 31 日合并财务报表数据计算,为 1.80 倍;发行及换股吸收合并完成后,按 2006 年 12 月 31 日模拟合并报表数据计算,为 1.68 倍。可以说,留给投资者的盈利空间比较大。

另一方面,山东铝业换股价格为每股 20.81 元,即每股山东铝业股份作价为 20.81 元。兰州铝业区分非流通股和流通股采用两种换股价格。兰州铝业的其他非流通股的换股价格为每股 6.60 元,兰州铝业流通股的换股价格为每股 11.88 元。

山东铝业 20.81 元/股的换股价格相当于换股吸收合并事宜公布日前 5 个交易日山东铝业均价溢价 29.33%,相当于前 90 个交易日山东铝业均价溢价 29.01%,相当于前 120 个交易日山东铝业均价溢价

21.41%。兰州铝业流通股 11.88 元/股的换股价格相当于换股吸收合并事宜公布日前 5 个交易日兰州铝业均价溢价 31.27%,相当于前 90 个交易日兰州铝业均价溢价 36.24%,相当于前 120 个交易日兰州铝业均价溢价 37.02%;兰州铝业非流通股换股价格 6.60 元/股则相当于兰州铝业 2005 年报披露每股净资产的 1.24 倍。山东铝业和兰州铝业的换股价格相对于换股吸收合并事宜公布日前的交易均价均有一定程度的溢价。

第二部分 吸收合并包头铝业篇

一、相关当事人介绍

(一)合并方:中国铝业(简介同上)

(二)控股股东:中国铝业公司(简介同上)。

(三)被合并方:包头铝业股份有限公司(以下简称“包头铝业”)。包头铝业是由包铝集团作为主发起人联合内蒙古电力(集团)有限责任公司等其他六家发起人共同发起设立的股份有限公司,成立时注册资本为 29,100 万元。经中国证监会核准,包头铝业发行人民币普通股 14,000 万股,发行价为 3.50 元/股。2005 年 5 月 9 日,包头铝业公开发行的 11,200 万股社会公众股在上海证券交易所挂牌交易。公司 2004 年至 2006 年近三年的净利润分别为 89,581,356.66 元、132,141,598.37 元和 403,068,973.50 元,每股收益(摊薄)分别为 0.3078 元、0.3066 元和 0.9352 元。

公司于 2006 年 3 月 10 日完成了股权分置改革,截至 2007 年 6 月 30 日,包头铝业股本结构如下表所示:

股份类别	股数(万股)	持股比例(%)
有限售条件的股份	215,759,321	50.06
其中:国有法人股	215,759,321	50.06
无限售条件流通股份	215,240,679	49.94
其中:人民币普通股 A 股	215,240,679	49.94
合计	431,000,000	100.00

(四)被合并方的控股股东。包头铝业(集团)有限责任公司合计持有包头铝业 237,309,321 股(有限售流通股 215,759,300 股和流通股 21,550,021 股),占 55.06%。截至 2007 年 6 月 30 日,包铝集团总资产

483,679万元,净资产233,292万元,2007年1月至6月实现主营业务收入295,603万元,主营业务利润47,297万元,净利润21,823万元(未经审计)。

根据国务院国资委《关于包头铝业(集团)有限公司国有股权划转问题的批复》(国资产权函[2003]270号),同意将包铝集团80%的国有股权无偿划转给中铝公司。2006年12月30日,包铝集团的80%股权划转给中铝公司的工商变更登记手续办理完毕,中铝公司成为包头铝业的实际控制人。

二、吸收合并动因

首先,是为了兑现中国铝业上市时的承诺,解决与母公司中铝公司及其下属公司之间的同业竞争。

中国铝业A股于2007年4月30日在上海证券交易所上市。根据中国铝业于2007年4月18日出具的《关于避免同业竞争的补充承诺函》,中国铝业承诺在A股发行后择机整合包头铝业的原铝业务,解决公司与中铝公司下属包头铝业之间的同业竞争。

中国铝业成立时,公司非主营业务铝加工业务和拟薄水铝石业务与中铝公司存在一定程度的同业竞争,另外,近年来中铝公司通过行政划转持有部分从事原铝业务企业的权益,从而在原铝方面与公司存在一定程度的同业竞争。2004年、2005年、2006年和2007年1月至6月中国铝业原铝产能分别为83.32万吨、149.92万吨、248.12万吨和248.12万吨,产量分别为77.02万吨、105.11万吨、193.60万吨和133万吨(含再生铝3.63万吨),原铝板块销售收入分别为117.20亿元、141.28亿元、332.57亿元和236.82亿元,占同期主营业务收入的比例分别为36.27%、38.07%、54.51%和65.70%。中铝公司目前从事原铝业务的下属公司主要为包头铝业、连城铝业和铜川鑫光,上述三家公司2006年原铝产能为73.20万吨,产量为65.15万吨,其中,2006年原铝产能分别为30.7万吨、27万吨和15.5万吨,2006年产量分别为26.4万吨、25.75万吨和13万吨。

因包头铝业为上市公司,故公司采取将其吸收合并来解决同业竞争,而连城铝业和铜川鑫光因非上市公司,故公司承诺将以购买等方式解决同业竞争,目前已经基本实现。

其次,通过此次吸收合并,可以进一步完善公司产业链。截至 2006 年底,中国铝业是国内第一大、世界第二大氧化铝生产商,也是国内最大、世界第四大的原铝生产商。尽管中国铝业的氧化铝、原铝产量在国内占有很大比重,但与国际上的主要竞争对手美铝、加铝相比,公司产业链仍不够完整。本次吸收合并包头铝业将有利于进一步完善公司产业链,增强抗风险能力,为公司未来跨越式发展奠定基础。

最后,此次合并实现了公司一体化的战略整合。本次换股吸收合并后,中国铝业承接包头铝业的全部原铝业务,将包头铝业纳入集中统一管理框架,有助于原铝业务板块的全面整合和强化一体化经营的公司战略,也可以解决合并双方作为 A 股上市公司所面临的同业竞争、关联交易及融资局限性问题,有利于提升公司凝聚力和核心竞争力。

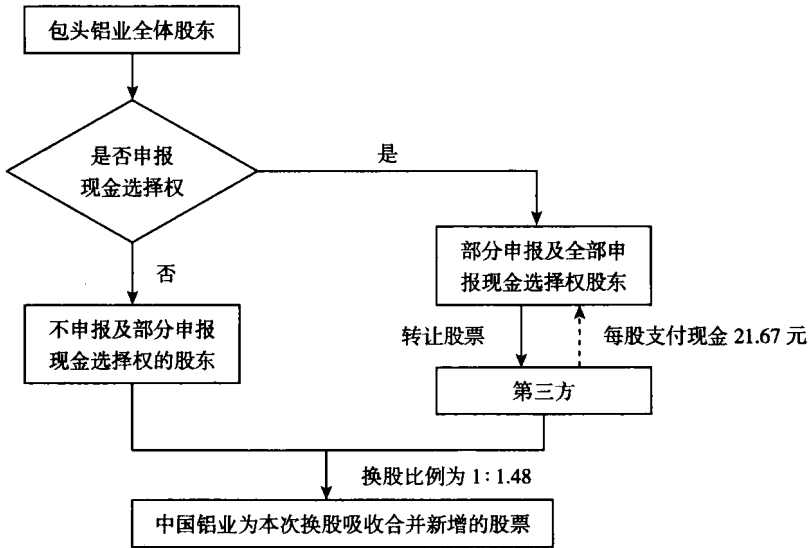
三、吸收合并方案介绍

(一)换股吸收合并方式

中国铝业拟以新增 A 股股份换股吸收合并包头铝业,以中国铝业为合并完成后的存续公司,包头铝业全部资产、负债和权益将进入中国铝业,包头铝业法人地位被注销。换股完成后,中国铝业新增 A 股股份将在上海证券交易所上市。

本次换股吸收合并将由第三方中国银河投资管理有限公司向包头铝业股东提供现金选择权,包头铝业股东可以以其所持有的包头铝业股份按照 21.67 元/股的价格全部或部分申报行使现金选择权,由第三方受让股份,并支付现金对价。而后,第三方连同未行使现金选择权及部分行使现金选择权的股东,将所持包头铝业股份按 1:1.48 的换股比例全部转换成中国铝业新增 A 股股份。

包头铝业的换股吸收合并流程如下：



(二) 换股吸收合并方案

1. 换股对象

本次换股吸收合并的换股对象为换股实施股权登记日登记在册的包头铝业全体股东。在包头铝业股东行使现金选择权的情形下，换股对象还包括向包头铝业股东支付现金，并获取包头铝业股份的第三方。

2. 换股价格及换股比例

中国铝业的换股价格为 20.49 元/股，包头铝业的换股价格为 21.67 元/股，上述换股价格均为两个公司股票在 2007 年 6 月 12 日停牌前 20 个交易日收盘价的均价。作为对参加换股的包头铝业股东的风险补偿，在实施换股时给予其 40% 的溢价。本次换股吸收合并的换股比例为 1:1.48，即参与换股的包头铝业股东和提供现金选择权的第三方所持有的每 1 股包头铝业股份可以换取 1.48 股中国铝业新增 A 股股份。

换股比例的计算公式为：

$$\text{换股比例} = \frac{\text{包头铝业换股价格} + \text{包头铝业换股价格} \times 40\%}{\text{中国铝业换股价格}}$$

3. 换股基数

本次换股实施股权登记日在册的全体包头铝业股东持有的股份总

数 431,000,000 股按 1:1.48 的换股比例换成中国铝业新增 A 股股份 637,880,000 股。

4. 中国铝业有异议股份的权利

中国铝业有异议的股份持有人自表决合并方案的临时股东大会通过合并协议之时起有权要求中国铝业安排的独立第三方中国银河资产管理公司以公司确定的公平价格购买其股份。

5. 合并基准日

本次合并以 2006 年 12 月 31 日作为合并基准日,为本次合并审计基准日。

(三) 换股吸收合并的主要程序

(1) 中国铝业、包头铝业董事会审议本次换股吸收合并方案及合并协议,作出决议;

(2) 中国铝业与包头铝业签署合并协议;

(3) 国有资产监督管理部门批准本次换股吸收合并事宜;

(4) 中国铝业临时股东大会及类别股东会议和包头铝业临时股东大会分别通过合并事宜并公告;

(5) 中国铝业和包头铝业分别在各自股东大会结束后刊登公告,通知债权人有关吸收合并事宜;

(6) 中国铝业和包头铝业按照债权人的要求清偿债务或者提供相应的担保;

(7) 获得香港证监会对中铝公司豁免要约收购中国铝业股份申请的批准;

(8) 获得中国证监会豁免中铝公司要约收购中国铝业股份申请的批准;

(9) 获得中国证监会对中国铝业吸收合并包头铝业事项的核准;

(10) 刊登中国铝业吸收合并包头铝业报告书及换股及现金选择权实施公告;

(11) 包头铝业股东对拟行使现金选择权部分的股份申报、实施现金选择权,由第三方支付现金对价;

(12) 第三方持有的包头铝业股份及其他包头铝业股东持有的包头铝业股份按照确定的换股比例换成中国铝业本次新增的 A 股股份;

(13)中国铝业本次新增的 A 股股份申请在上海证券交易所挂牌上市交易,包头铝业同时公布退市公告(2007 年 12 月 29 日);

(14)中国铝业办理工商变更登记,包头铝业办理注销登记。

(四)吸收合并的效果

上述吸收合并最终得以顺利完成,且中国铝业对该方案的异议股东也未在相应的申报期内要求独立第三方购买其股份。

四、吸收合并之思考

首先,H 股公司增持股份须获得清洗豁免。

根据我国香港证券及期货事务监察委员会《公司收购、合并及股份购回守则》第 26 条的规定,两个或者两个以上一致行动而共同持有一家上市公司不少于 30%、但不多于 50% 投票权的人之中,任何一个或一个以上的人取得额外投票权,结果令他们在该公司合共持有的投票权百分比,以截至及包括取得上述投票权当日之前的 12 个月期间该等人合共所持的投票权的最低百分比计算,增加超过 2% 时,需要强制要约收购,但获得香港证监会豁免的除外。

包头铝业的控股股东包铝集团和小股东贵阳铝业的实际控制人为中铝公司,包铝集团及贵阳铝业选择以其所持有的所有包铝股份换取中铝 A 股,合并方案落实后,中铝公司及其一致行动人士的总投票权将增至约 41.77%。由于中铝公司及其一致行动人士于过去 12 个月最少持有总投票权比例约 39.59%,倘中铝公司及其一致行动人士的总投票权在吸收合并完成后增至约 41.77%,则根据《收购守则》第 26 条触发有关中铝公司及其一致行动人士就尚未持有或同意由其收购的所有证券的强制性全面收购要约责任。因此,本次吸收合并需要获得香港证监会在独立 H 股股东同意的条件下清洗豁免。

其次,关于现金选择权的设置及异议股份请求权的实施。

根据《上市公司收购管理办法》第 27 条的规定,收购人为终止上市公司的上市地位而发出全面要约的,或者向中国证监会提出申请但未取得豁免而发出全面要约的,应当以现金支付收购价款;以依法可以转让的证券支付收购价款的,应当同时提供现金方式供被收购公司股东选择。第 36 条规定,以现金支付收购价款的,应当在作出要约收购提示性公告的同时,将不少于收购价款总额的 20% 作为履约保证金存入证券

登记结算机构指定的银行。本次吸收合并虽然是换股方式,但是由于触发了全面要约收购的条件,因此按照上述法律条款,需要给被收购公司包头铝业股东提供现金选择权。照此计算,中国铝业大约需要准备约26亿元的保证金,这将大大提高本次重组的成本,降低重组的效率,不利于国有大中型企业通过并购重组的方式,优化资源的配置,推动国内产业结构的升级与调整。此外,在现金选择权的设置上虽然收购管理办法中明确了只给被收购公司股东提供现金选择权,但是监管部门认为鉴于公平的原则收购方也应该同时为股东提供现金选择权,作为收购方异议股东的退出通道。在国内的第一例上市公司之间的吸收合并案例中,即第一百货吸收合并华联商厦时在双方都设置现金选择权,但由于中国铝业的股本规模较大,如果设置现金选择权并提供保证金,就根本无法完成本次吸收合并,今后也无法进行吸收合并等重大的资本运作手段。当然,经公司多方协调,最终公司未存入相应的保证金。但此例是否可适用于其他公司的做法,尚待商榷。因为发出要约收购提示性公告后,各项审批工作时限漫长,存入的20%保证金在相当长的一段时间内无法使用,确实对收购方的财务压力比较大,如果仅仅对个别央企豁免,又有失市场公平。今后为鼓励证券市场中的收购兼并行为,这一条如何修改,是否考虑增加以实力雄厚之企业担保或收购方本身之有价证券质押等为也可适用之条款,尚待进一步明确。

第三部分 两个方案之点评篇

实际上,就方案本身而言,可以说,基本都是无可挑剔的。无论是上述两个以股份支付实现吸收合并的案例,或者是令市场瞩目的攀钢钢钒向攀枝花钢铁(集团)公司发行股份购买资产、换股吸收合并攀渝钛业及换股吸收合并ST长钢一例,方案本身基本相同,但结果却有所不同,为什么呢?

这里所要说的是时机的把握和进度的快慢。所幸的是中国铝业的回归以及其后的吸收合并包铝,都发生在牛市的环境中,或者是牛市尚未结束之时,整个大盘指数尚处于上涨阶段,从个股来讲,如果基本面尚可的话,股价预期也是上涨的,且中国经济的基本面还未显现出大幅走低的风险。总之,牛市的格局中,被合并公司的股东愿意换股,因为牛市

中留有股票比留有现金为好。因此,中国铝业换股合并得以顺利完成。我们回头看,2006年11月28日兰州铝业和山东铝业停牌,启动中国铝业对其换股合并,同期上证指数为2038.72点,2007年4月30日中国铝业上市,上证指数为3841.27点;而2007年6月12日包头铝业停牌,启动中国铝业对其换股合并,上证指数为4072.14点,至2007年12月28日换股完成,上证指数为5261.56点。

因此,在证券市场中,一些基本道理值得上述方案的设计者多多考虑,如牛市中收购合并多用股票作为代价,熊市中收购兼并可考虑多用现金作为代价,比如,中国石油在2005年11月对旗下锦州石化、辽河油田和吉林化工以现金为支付手段的全面要约收购,中国石化在2005年3月对旗下北京燕化、2006年3月对齐鲁石化等。

中海油服海外证券市场要约收购 AWO 案例

近年来,全球石油需求持续增长,海上油田勘探、开发及生产活动日益兴旺。中海油田服务股份有限公司(以下简称“中海油服”)主要从事海上油田的勘探、开发及相关技术服务,战略目标是到 2020 年成为国际一流的油田服务公司。为实现公司的战略目标,公司将通过自身有机发展结合收购兼并的途径,重点发展海上钻井和油田技术服务能力。经过认真调研、分析,仔细筛选,决定收购挪威钻井公司 Awilco Offshore ASA。

本次收购项目为一家 A + H 股的两地上市公司对一家挪威上市公司发起的自愿要约收购,受到多个地区、不同政策环境的影响,中海油服为此做了大量的前期准备,为收购工作制定了周密的方案和备选方案,历经前期调研、聘请中介机构、方案准备、尽职调查、公关、审批和贯穿始终的谈判等过程。收购过程总共历时约一年零十个月。2008 年 9 月底,完成自愿性要约收购。

一、中海油服概况

中文名称:中海油田服务股份有限公司

注册资本:4,495,320,000 元

(一)中海油服简介

中海油服是中国近海最具规模且占主导地位的综合油田服务供应商,操作着中国最强大的海上石油服务装备群,业务涉及石油天然气勘探、开发及生产的各个阶段,主要分为钻井服务、油田技术服务、船舶服务和物探勘察服务四大板块。中海油服不仅是中国近海实力最为强大的钻井服务提供商,而且也是中国近海规模最大、实力最强的油田技术服务供应商,可提供包括测井、钻完井液、定向井、固井、完井及油田增产等方面的油田技术的专业服务。中海油服拥有中国规模最大、功能最齐备的近海工作船队,公司的经营作业区域目前已经扩展到印尼、缅甸、菲律宾、澳大利亚、阿联酋、伊朗和墨西哥等国家和地区,国际化发展态势初步形成。

收购 AWO 之前,中海油服运营 15 艘钻井平台,包括 11 艘自升式钻井平台以及 3 艘半潜式钻井平台,另外还运营一艘租赁自升式钻井平台。此外,中海油服拥有和运营中国最多元化的海上作业船队,包括 75 艘工作船、4 艘运油轮、5 艘化学品船、8 艘物探船以及 4 艘勘查船。拥有各种现代化的电缆测井、钻完井液、定向钻井、固井、完井、油田生产增产和修井等设施与设备。

2001 年 12 月 25 日,中国海洋石油总公司将五家从事钻井、油井服务和石油物探的公司合并为中海油田服务有限公司;

2001 年 12 月 29 日,中国海洋石油总公司将从事海上运输和补给的两家船舶公司合并,将中海石油南方船舶有限公司和北方船舶有限公司合并为一家公司;

2002 年 11 月 20 日,中海油服在香港主板成功上市,股票编号 2883;

2004 年 3 月 26 日,中海油服之股份以第一级别美国存托凭证的方式在美国纽约的证券交易所进行交易,股票编号为 CHOLY;

2007 年 9 月 28 日,中海油服在上海证券交易所成功上市,股票代码 601808;

2008 年 9 月 29 日,中海油服成功收购 Awilco Offshore ASA。

目前,中海油服总股本为 4,495,320,000 股,其中 A 股为 500,000,000 股,约占总股本的 11.12%;H 股为 1,534,852,000 股,约占总股本的 34.14%。

中海油服的控股股东和实际控制人为中国海洋石油总公司,截至 2009 年 10 月 28 日,海油总公司持有中海油服 54.73% 的股份。

海油总公司是根据国务院的批复于 1982 年 2 月 15 日在国家工商局注册成立的全民所有制企业,是经国务院批准进行国家授权投资的机构和国家控股公司的试点机构。海油总公司的注册资本为 94,931,614,000 元人民币,主要从事中国海洋石油业务以及经国务院授权全面负责对外合作开采海洋石油、天然气资源的业务,享有在中国海域对外合作区块进行石油勘探、开发、生产和销售的专营权。

(二)中海油服主要财务指标

1. 合并资产负债表主要数据

单位:百万元

项 目	2008 年 12 月 31 日	2007 年 12 月 31 日	2006 年 12 月 31 日	2005 年 12 月 31 日
资产总额	56,659	23,089	13,130	9,710
负债总额	36,861	5,864	4,512	2,055
归属于母公司 股东权益	19,797	17,225	8,619	7,655

2. 合并利润表主要数据

单位:百万元

项 目	2008 年度	2007 年度	2006 年度	2005 年度
营业收入	12,430	9,242	6,365	4,798
营业利润	3,339	2,859	1,392	850
利润总额	3,307	2,867	1,450	957
归属于母公司 股东的净利润	3,102	2,238	1,128	821

3. 合并现金流量表主要数据

单位:百万元

项 目	2008 年度	2007 年度	2006 年度	2005 年度
经营活动产生的 现金流量净额	4,036	2,964	1,819	1,261
投资活动产生的 现金流量净额	20,624	5,344	1,758	1,358
筹资活动产生的 现金流量净额	14,239	7,008	1,401	431
现金及现金等价物 净增加额	2,501	4,605	1,461	528

二、收购的背景和动因

(一)中国海上油气产量持续增长

受近年来全球石油需求的推动,全球海上油田勘探、开发及生产活动极其旺盛,对海上油田服务的需求高速增长。中国海油作为国家石油公司,以保障国家经济发展和能源安全为己任,将继续保持油气产量持

续稳定增长。预计到2010年,我国海上标准油产量将达到5,000万吨以上,是国家能源战略的重要组成部分。海洋油气潜力巨大、投资比重不断增加,向深水发展是新的趋势。为实现这些目标,需有相应的海上作业能力作保障,因此中海油服需要扩充装备,以满足海上油气勘探开发和产量持续增长的需要。

(二) 国际市场环境变化

随着石油需求的不断增长,石油价格长期看涨,海洋石油尤其是深海石油的开发成为趋势,国际上新一轮钻井平台建造高峰期来临,世界各地船厂的订单均已排到2010年。与此同时,国际海洋石油钻井行业新的格局正在形成。美国同行进一步细分市场和进行业务重组,亚洲公司并购扩张接受转移、欧洲投资者参与加快行业转移的步伐:2007年,全球最大的两家海洋钻井公司 Global Santafe 和 Transocean 合并,占领全球约20%的钻井市场份额;与此同时,印度的 Aban 公司和挪威的 Seadrill 公司并购挪威钻井公司。

为执行国家能源战略,保障国家能源安全,中国海洋石油总公司在大力发展中国海洋石油的同时,从2005年收购尤尼科开始,大举展开了拓展海外市场的步伐。几年来,海外业务发展迅速。中海油服一直以来积极配合总公司的发展,也取得了很好的成绩。在国际化的进程中,由于装备、技术等相对落后,成为国际化进程中的壁垒,公司急需在装备和技术领域大力发展以满足总公司的发展要求。

在这种国内、国际行业形势下,再建装备来不及满足当前需要,收购成为一种选择。

(三) 中海油服的战略目标

中海油服2002年至2008年收入的复合增长率为28%,净利润的复合增长率达到了42%,为公司的进一步发展奠定了基础。在中国近海的市场,公司已经占据了主导地位,国际化是公司的发展方向。公司管理团队经验丰富,锐意进取,在国家石油战略的高度上结合自身情况提出了近期、中期和长期的战略目标。

近期目标:到2010年,成为具有一定国际竞争力的区域化国际油田服务公司;中期目标:到2015年,成为具有较强国际竞争力的国际化油田服务公司;长期目标:到2020年,成为具有强大国际竞争力的全球油

田服务行业跨国公司。

中海油服上市后,经过五年快速发展,形成了较好物质积累和经济基础,为实现跨越式发展创造了条件。而在今后13年中,仅靠内源式有机增长将无法达到2020年的战略发展目标。纵观全球行业发展史,原始积累靠有机增长,跨越式发展靠兼并收购,已被公认为企业发展并做大做强的必由之路。随着中海油服的经济实力不断提高,将逐渐选择以收购和战略联盟方式作为跨越式发展的主要举措之一。

钻井板块作为目前中海油服各业务板块中的龙头,参与国际竞争的优势最为明显,对公司的收入和利润贡献最大,对其他板块业务的拉动效应最为明显,最易形成先发优势;油田技术的发展是解决油田勘探、开发、生产等环节难题的关键,能够为整个公司发展带来增值效应,逐步形成后发优势。因此,在中海油服的业务板块中,应当侧重钻井板块和油田技术板块的发展,在收购目标的选择上也应该首选钻井板块和油田技术板块。

(四)改善资产状况

AWO公司现有平台的规格和成新率都非常高,大多数运营平台交付使用才不到1年,在建平台也预计将于近年内陆续投产,因此通过本次收购,将能使中海油服的作业装备得到快速补充,海上钻井作业能力大幅提升。

钻井平台的寿命通常在30年左右,这样的—个长的寿命周期能够跨越几次经济周期的变化,短期经济周期的变化对钻井平台的影响不大。

收购AWO之前,中海油服现有平台规模为15座,自升式钻井平台的平均船龄为18.2年,半潜式钻井平台的平均船龄为23.5年,平均船龄已经超过了20年,有几艘已经将近30年,且深水作业能力不足,能够作业的最大水深不到600米,无论数量、性能都无法满足战略发展的需求,在自身有机发展的同时,兼并收购是最及时有效的解决方案。通过并购,将有效优化船龄结构和作业水深结构,进一步巩固和拓展海内、外海洋石油市场,实现公司发展战略目标。

(五)拓展海外市场

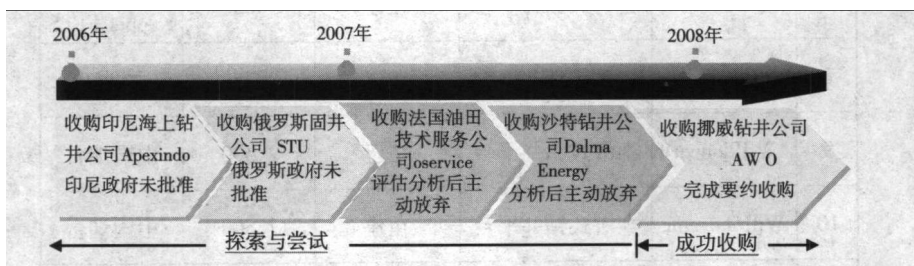
由于中海油服具有勘探、开发和油田技术一体化的服务能力,AWO的多数平台都带有国际作业的合同,收购的钻井业务将能够带动中海油服一体化服务的延伸。AWO的在建平台具有动力定位等适合北海深水

服务的能力,AWO 具有欧美企业的运营管理经验,加上本身具有的欧洲血统,使得中海油服对北海市场的开发具有一定的优势。

中国的企业进入欧美市场通常比较困难,通过本次收购,中海油服可以直接得到欧美石油公司的合同,在国际市场上建立良好的品牌效应,为今后的国际化发展打下了基础。

(六) 前期并购的经历

在海外发展的迫切性要求下,中海油服一直在关注钻井和油田技术板块的目标公司,寻找海外收购目标的工作一直没有停止,并进行了几次收购行动(如下图)。



三、Awilco Offshore ASA (以下简称 AWO) 的基本情况

(一) AWO 的主要业务及资产情况

1. 主营业务情况

AWO 于 2005 年 1 月在挪威成立,并于 2005 年 5 月在挪威奥斯陆交易所上市,主要从事海洋石油钻井业务,业务范围已覆盖了澳大利亚、挪威、越南、沙特阿拉伯和地中海五个国家和地区。AWO 现有和在建的平台共 13 艘,包括已经投入运营的 5 艘新建自升式钻井平台和 2 艘生活平台,并有 3 艘自升式钻井平台和 3 艘半潜式钻井平台正在建造中。此外,AWO 还拥有再建 2 艘半潜式平台的选择权。AWO 目前主要为海上石油和天然气的勘探、开发和生产阶段提供钻井服务和海上支持服务。

2. 主要资产情况

AWO 现有和在建的 13 艘平台配置齐全、设计合理、质量较好。现有平台大部分为新建投产平台,整体船龄较短。AWO 全部运营和在建平台及平台选择权的具体情况如下表所示:

序号	平台名称	平台种类	建造时间 (年)	最大作业 水深(英尺)	建造地点
1	WilPower	自升式钻井平台	2006	375	新加坡 PPL
2	WilCraft	自升式钻井平台	2006	400	新加坡 Keppel FELS
3	WilSuperior	自升式钻井平台	2007	375	新加坡 PPL
4	WilBoss	自升式钻井平台	2008	400	新加坡 Keppel FELS
5	WilForce	自升式钻井平台	2008	375	新加坡 PPL
6	WilSeeker	自升式钻井平台	在建	375	新加坡 PPL
7	WilStrike	自升式钻井平台	在建	400	新加坡 Keppel FELS
8	WilConfidence	自升式钻井平台	在建	375	新加坡 PPL
9	WilPioneer	半潜式钻井平台	在建	2,500	中国烟台
10	WilInnovator	半潜式钻井平台	在建	2,500	中国烟台
11	WilPromoter	半潜式钻井平台	在建	2,500	中国烟台
12	Port Reval	半潜式生活平台	1976 年建成 为钻井平台, 之后改装为 支持平台; 2004 年改装 为生活平台	1,500	日本
13	Port Rigmar	自升式生活平台	1979 年建成 为钻井平台, 1991 年改装 为生活平台, 2007 年进行 大规模改造	300	新加坡
14	第四艘半潜 式选择权	半潜式钻井平台	尚未行权	尚未确认	尚未确认
15	第五艘半潜 式选择权	半潜式钻井平台	尚未行权	尚未确认	尚未确认

资料来源:AWO 2007 年年报。

3. 平台运营和管理

AWO 的自升式钻井平台由 Premium Drilling 公司管理和经营。Premium Drilling 公司为一家由 AWO 和 Sinvest 按 50:50 比例于 2005 年共同组建的平台管理公司,总部位于休斯敦,其作业和市场推广办事处遍及新加坡、印度、越南、文莱、澳大利亚、中国、马来西亚和阿拉伯联合酋长国。截至 2008 年 4 月 1 日, Premium Drilling 公司共运营 11 艘新建的自升式钻井平台,其中 5 艘由 AWO 拥有。

Premium Drilling 公司在全球范围内雇佣来自 25 个国家约 750 名员工(包括合同工)。

AWO 的半潜式钻井平台由其斯塔万格办事处负责管理及运营,组织结构及员工招聘正按计划进行。AWO 的生活平台通过独立管理人 OSM Offshore AS 及 Polycrest AS 运营。

(二)AWO 的股权结构和市场表现

1. AWO 股权结构

AWO 股份总数为 149,415,487 股,截至 2007 年 12 月 31 日,AWO 前十大股东持股情况如下:

股东名称	持股数(股)	持股比例(%)
AWO AS	56,625,630	37.90
UBS AG, London branch	10,266,400	6.87
Folketrygdfondet	7,302,300	4.89
Lehman Brothers Inc	5,148,947	3.45
Deutsche Bank (Suisse) S. A.	4,689,761	3.14
Aweco Holding AS	3,300,000	2.21
Pictet & Cie Banquiers	3,026,066	2.03
Verdipapirfond Odin Norden	2,007,387	1.34
Orkla ASA	2,000,000	1.34
SIS Segaintersetle AG	1,157,448	0.77

资料来源:AWO2007 年年报。

2. AWO 的财务状况

下表所示 AWO 截至 2007 年 12 月 31 日前 2 年的财务信息摘自根据欧盟采用的国际财务报告准则编制的经审计财务报表,AWO 截至 2008 年 3 月 31 日前 3 个月未经审核的简明业绩摘自根据国际财务报告

准则第 34 号中期财务报告准则编制的 AWO2008 年第一季度报告:

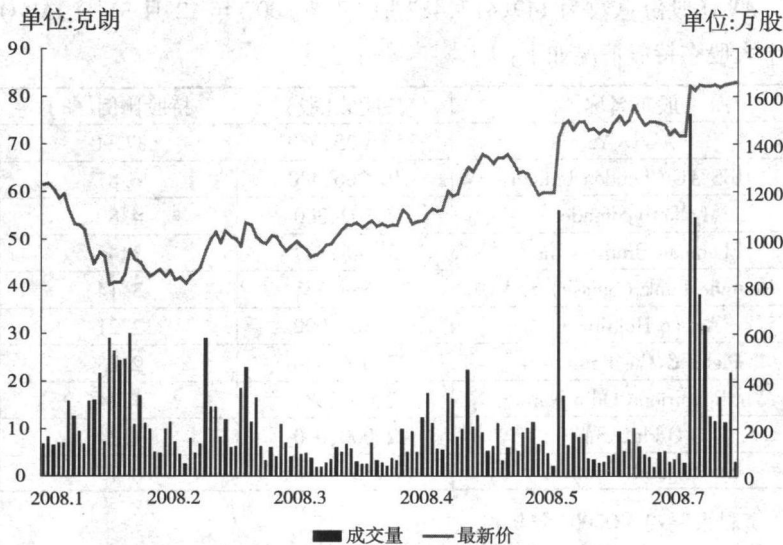
单位:千美元

	2008 年 3 月 31 日	2007 年 12 月 31 日	2006 年 12 月 31 日
总资产	1,979,418	1,752,677	1,193,581
总负债	1,464,330	1,256,177	706,272
净资产	515,088	496,500	487,309

	截至 2008 年 3 月 31 日止 3 个月 期间	2007 年度	2006 年度
销售收入	87,402	203,524	75,686
除税及少数股东权益前损益	27,968	36,054	3,419
除税及少数股东权益后损益	20,697	26,177	1,664

3. AWO 的股价表现

2008 年 AWO 的股价变化具体情况如下图所示:



资料来源:彭博资讯,截至 2008 年 7 月 18 日。

四、收购方案

(一) 交易概况

2008 年 7 月 7 日,中海油服宣布将用全现金自愿全面要约收购方

式,收购 AWO Offshore ASA100% 股权,要约价格为每股 85 挪威克朗,相当于股权价值 25 亿美元。此次收购得到了 AWO 董事会的推荐,大股东(拥有 AWO 约 40% 的股权)承诺接受要约。交易符合市场一般惯例的收购生效条件,要约期为 4 周。截至 2008 年 8 月 15 日要约期结束,股份缴纳比例达到 98%,顺利达到预设目标。8 月 26 日,中海油服股东大会全票通过收购议案。9 月 18 日,获得证监会正式批准,至此要约生效条件全部满足。9 月底,股份交割,项目正式完成。

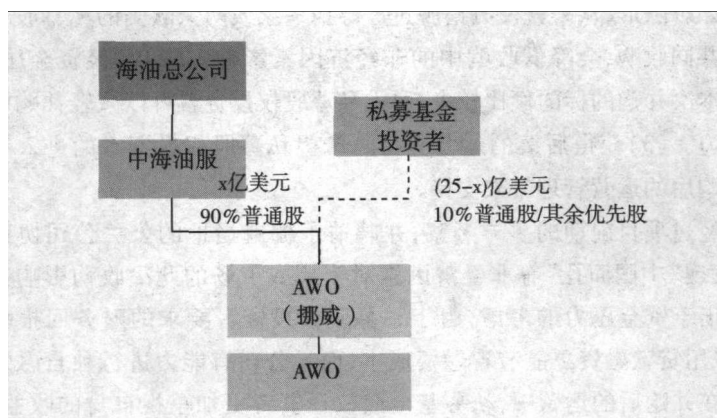
(二) 交易方案

在项目交易方案的考虑中,设计了两种方案:一种是引入财务投资者组团进行联合收购;另一种是独自进行收购。

1. 组团联合收购

下图是引入财务投资者组团进行联合收购的方案示意图。

组团收购方案是寻找两家国际私募基金共同参与收购。中海油服出一部分对价,私募基金投资者出剩余部分的对价,为了保持中海油服对 AWO 的控制地位,中海油服将拥有 AWO90% 的普通股,私募基金投资者拥有 10% 的普通股,其余为优先股。

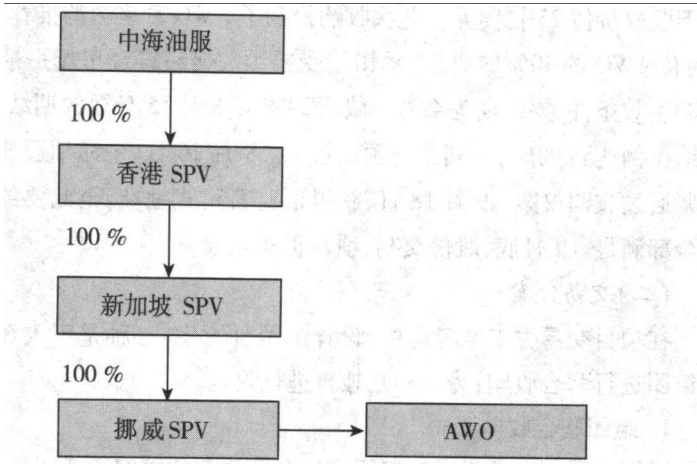


2. 独自收购

下图是中海油服独自收购的方案示意图。

从税收和风险隔离角度考虑,在独自收购的方案中,设计了三级特殊目的公司,即香港 SPV、新加坡 SPV 和挪威 SPV,以挪威 SPV 为收购主

体向 AWO 发出收购要约。



3. 方案的选择

组团联合收购方案考虑的主要问题是:(1)降低收购风险。由于欧美国家受传统意识的影响,它们对于我国国有企业的并购还是心存戒心,总以非市场因素来衡量,即使是纯粹的市场并购行为,却一直是政治风险如影随形,从来就没有摆脱过。寻找一家或两家欧美的私募股权基金来共同收购,会降低收购中的非经济因素影响。(2)减轻资金压力。由于本次并购的标的额比较大,引入私募股权投资投资者可以减轻并购资金的压力。(3)获得后续运营支持。希望私募股权投资投资者的进入能够给并购后的运营管理带来支持。

经过项目前期的多方考察,并聘请了挪威当地的公关公司协助工作,发现“中国面孔”等非经济因素对于挪威市场的此次收购影响并不大。出于资金压力的考虑,由于私募股权投资投资者要求的财务回报率较高,采用贷款融资更能节省融资成本,而且公司有能力进行独自融资收购。在并购后的运营中,私募基金股权投资投资者更加重视自身的收益,对收购项目和后续运营整合关注较少,在运营管理方面并不能提供很大的支持,并且与私募股权投资投资者的谈判非常复杂。

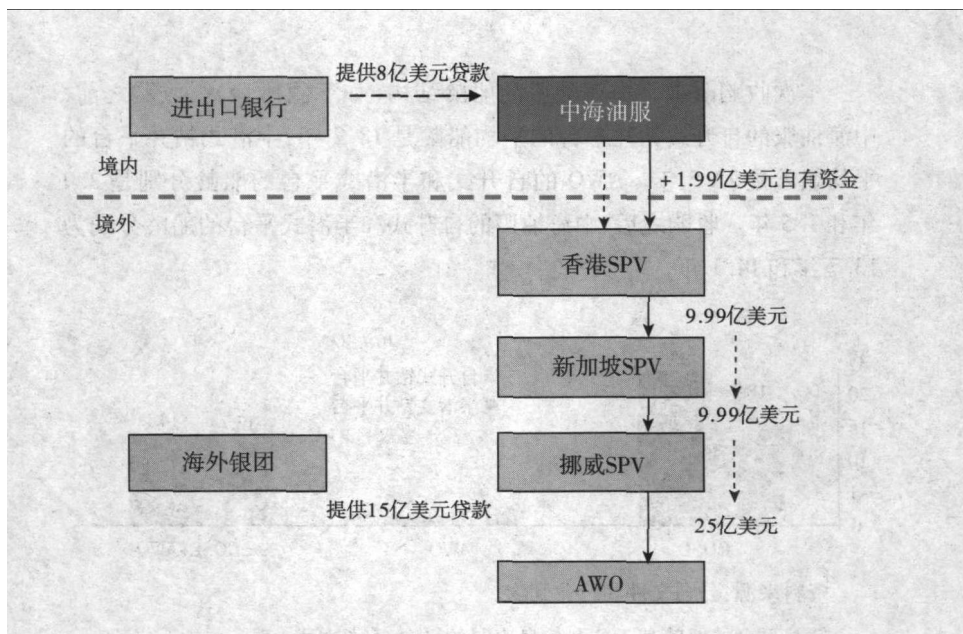
基于上述考虑,公司放弃了引入私募基金投资者进行组团收购的方案。采用了独自收购的方案。

要约的主要内容为:(1)收购对价:总共约为 25 亿美元,为全现金

要约。(2)要约目标为:在获得 AWO90% 以上的股权后,行使小股东强制挤出的权利,收购 AWO100% 的股份并使其下市。(3)要约生效的条件:获得 AWO90% 的股份接纳本次要约;获得所有中国政府相关监管部门的批准;获得中海油服股东大会的批准;其他相关的保护性条款。

(三) 融资方案

本次收购的融资方案主要考虑境内、境外两种途径。境内由国家进出口银行提供 8 亿美元贷款,中海油服利用 1.99 亿美元自有资金组成,这样的安排考虑到 9.99 亿美元的境内资金投向海外在国家发改委的审批权限内,如果超出 10 亿美元的境外投资,将会触发更高层的审批。再通过海外银团获得 15 亿美元的贷款,即完成本次并购的融资。下图是本次交易的融资方案示意图:

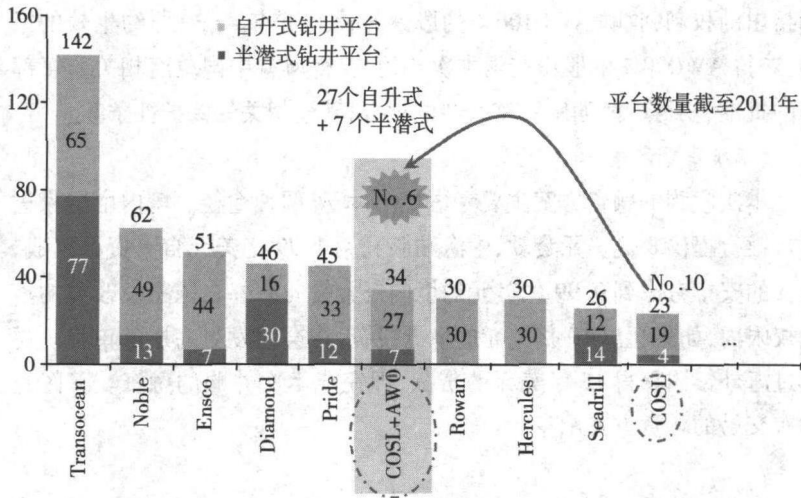


五、收购的协同效应和影响

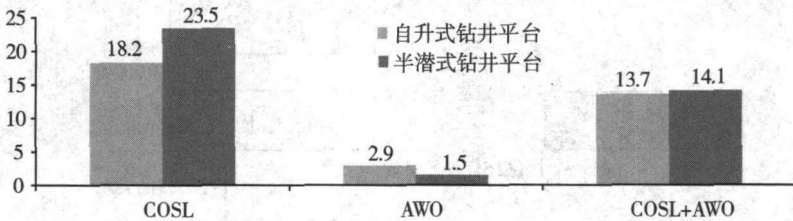
(一) 改善了钻井船队的结构

本次收购使中海油服的钻井平台由 23 艘(包括在建的钻井平台)增加到了 34 艘(包括在建的钻井平台),在国际同行中由第 10 位上升到了

第6位(如下图所示)。



本次收购改善了中海油服的船龄结构(如下图所示)。收购之前,中海油服的自升式钻井平台的平均船龄是18.2年,半潜式钻井平台的平均船龄是23.5年。AWO的自升式和半潜式平台的船龄分别是2.9年和1.5年。收购之后,中海油服的自升式和半潜式平台的船龄分别为13.7年和14.1年。



资料来源:公司文件和行业刊物。

钻井平台的船龄基于公开信息表明平台交付时间。

(二) 钻井板块和油田技术服务板块的协同效应

2008年9月完成收购后,2009年中期与2008年同期相比,中海油服在原AWO等新装备投入运营的带动下,2009年上半年钻井业务营业收入达到人民币46.9亿元,较上年同期的22.6亿元增长了24.3亿元,

增幅达到 107.5%。油田技术服务业务受国内新增 5 艘钻井平台(原 AWO 的钻井平台: COSLCraft/Boss/Seeker/Confidence /Superior) 和业务链技术含量提高的影响,营业额达到人民币 16.96 亿元,较去年同期人民币 11.48 亿元,增加了 5.48 亿元,增幅为 47.7%。

(三) 满足了中国海油的市场需求

收购完成后,中海油服的装备能力大幅度提高。由于 2008 年金融危机的影响,海外钻井市场出现萎缩,进入了不景气周期,为保障中国经济发展所需能源的供应,中国海洋石油勘探开发的形式并没有改变,中国海洋石油还在加大勘探开发的力度,中海油服将原 AWO 的 5 条钻井平台服务于中国海洋石油有限公司,保障了中国海洋石油的开发。

(四) 锻炼了队伍,为海外收购、整合获取了宝贵的经验

本次收购项目为一家 A + H 股的两地上市公司对一家挪威上市公司发起的自愿要约收购,由于三地监管体系以及相关规则的不同,增加了项目执行的难度,在总公司和中介机构的大力配合下,公司克服重重困难,历经艰辛,充分准备,最终取得了较好的效果。

此次中海油服收购挪威 AWO 公司是迄今为止中国最大的 100% 海外要约收购,在境内外市场得到了广泛的关注,市场反馈均较为正面和积极。

附件:项目历程和重大事件回顾

回顾整个项目的进程,可以分为前期准备阶段和项目执行阶段。如下图所示项目历程。

