

上市資訊

2017年12月号（总第18期）

发行上市中心

2017年12月6日

目录

【发行信息】

股票发行上市信息

债券发行上市信息

【交流动态】

吉林省金融干部及重点拟上市企业走进上交所

上交所与江苏证监局签署《监管协作备忘录》

济宁市金融干部与企业家走进上交所

【市场前沿】

沪市公司2017年前三季度再融资情况简析

【课题研究】

拓展持股行权业务 完善公司治理机制

【案例分析】

青岛海尔并购通用家电：中国上市公司直接收购境外资产

【发行信息】

■ 股票发行上市信息

1、股票发行融资情况

截至11月30日，今年上交所IPO上市企业207家，募集资金1314.09亿元，股票再融资企业218家，募集资金5791亿元。

2、在会审核企业情况

截至11月30日，证监会按周公布的主板、中小板、创业板在审企业共计512家。其中，上交所在审企业236家，深交所在审企业276家（中小板75家、创业板201家）。

3、新增IPO申报情况

截至11月30日，今年新增IPO申报企业共计347家，其中，上交所147家，深交所200家（中小板43家、创业板157家）。

■ 债券发行上市信息

1、公司债发行情况

截至11月30日，本所2017年已完成公司债累计发行1085只，发行金额13646.24亿元。

2、资产支持证券发行情况

截至11月30日，本所2017年已完成资产支持证券挂牌237只，发行金额3675亿元。

3、债券上市情况

截至11月30日，本所各类债券挂牌数量已达10245只，比去年底增加2168只，增幅26.8%；债券托管金额已达7.23万亿元，比去年底增加1.03万亿元，增幅16.6%。

【交流动态】

1、2017年11月30日，由吉林省金融办副主任吕艳玲带队，吉林省金融干部和重点拟上市企业一行80余人，赴上交所学习考察。学员们首先观摩了香飘飘上市仪式，培训开始前，上交所副总经理刘绍统致辞，随后发行上市中心、上市公司监管一部及债券业务中心专家分别就当前资本市场形势与企业改制上市、上市公司治理与信息披露及公司债券与资产证券化等课题做了详细讲解。培训结束后，学员们还参观了刚在主板上市的数字文化展示领域领军企业——风语筑。（供稿人：葛托）

2、2017年11月10日上午，上交所与江苏证监局在上海证券交易所举行《监管协作备忘录》（以下简称《备忘录》）签约仪式。上交所总经理黄红元和江苏证监局局长梁永生见证，上交所副总经理阙波和江苏证监局副局长凌峰签约，双方还就如何落实《备忘录》要求进行了深入交流。今后将进一步加强对接合作，持续完善协作机制，全面落实《备忘录》各项要求，推动江苏资本市场规范发展。（供稿人：张冯彬）

3、2017年11月5日至6日，由济宁市委常委、常务副市长于永生带队，济宁市金融干部及重点企业家一行60余人，赴上交所学习交流，并观摩“东宏股份”上市仪式。上交所发行上市中心专家就企业上市形势与政策、多层次资本市场下企业上市关注要点进行了解读，上交所法律部专家还讲解了企业规范的重点法律要求。（供稿人：魏舒）

【市场前沿】

沪市公司 2017 年前三季度再融资情况简析¹

上交所上市公司监管一部 余菲露 朱瑶 张祯怡

再融资是上市公司直接融资的主要方式。今年以来，证监会针对非公开发行中存在的突出问题发布了新规，在定增价格、融资规模、融资间隔和融资必要性等方面进行了优化完善，上市公司再融资由此更为理性。与此同时，股东减持新规的出台，也对市场主体参与上市公司的融资行为方式产生了较大影响。这些变化，已体现于沪市上市公司 2017 年前三季度的再融资行为中。为此，本文对新规的相关政策实施效果进行了追踪评估。

一、新规达到预期效果，定增市场趋于理性

总体看，非公开发行新规实施后，取得了预期效果。以短期投机套利为目的的再融资行为，开始逐步退场。

（一）非公开发行占比显著下降

2017 年前三季沪市共有 86 家公司发布了再融资预案，同比增长 16.22%；预计融资金额合计 4085.95 亿，同比增长近一倍。但再融资结构中，非公开发行预计融资金额为 1817.12 亿，仅占比 44.47%。完成方面，前三季度共有 49 家公司实施了再融资，与去年同期 54 家的数量相比下滑 9.26%；实际完成融资

¹ 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

2484.32 亿，同比增长 63.67%，主要由于前三季度兴业银行、上汽集团等大型企业实施非公开发行，拉高总体融资规模。

（二）定增首日收益率下降

一般而言，定增收益由三部分组成：来自于上市公司个股成长性的 α 收益、来自限售期间市场成长性的 β 收益和二级市场折价发行带来的折价收益。在过去定增市场火爆的局面下，尽管参与报价的机构数量众多导致定增报价折扣率水涨船高，但可控的定价基准日带来的套利空间依然使得折价收益成为定增收益的重要部分。再融资新规及减持新规之后，受定价机制及流动性机制的限制，定增参与者数量大幅下降，定增规模减小，定增项目报价的折扣率回归理性水平。越来越多的定增机构更重视对公司基本面的研究，回归价值投资。反映在首日收益率上，前三季度完成非公开发行的公司发行期首日平均收益率为 21.40%，低于去年同期的 27.45%。具体来看，除宝泰隆、文投控股首日收益率较高外，其余项目首日收益率分布大多集中于 0-20% 区间，另有 4 家公司首日出现破发。考虑到目前发行的均为再融资新政以前的存量项目，未来发行的项目均使用发行期首日作为定价基准日，首日收益率将会更加趋于理性。

（三）定增实施规模上升，但新增规模下降

非公开发行实施方面，平均融资规模为 50.7 亿，与去年同期相比大幅上涨 80%。由于实施的项目均为再融资新规出台前已获得证监会受理的存量项目，新规对定增规模的实际影响具

有滞后性，具体效果仍有待观察。具体来看，前三季度存在兴业银行、洛阳钼业、上汽集团等几家大型上市公司的大规模存量非公开发行项目，拉高了平均融资规模。其中，洛阳钼业以向第三方募资 180 亿雄踞非金融企业再融资榜首。洛阳钼业此次定增用于置换前期海外矿产资源并购项目的资金，继续践行企业国际化战略，打造矿业巨头，发行时项目受到多家机构追捧，截至 9 月 30 日累计浮盈 105.24%，表明市场对基本面优质公司的定增项目仍看好，这也与再融资新规政策导向保持一致。

发布预案方面，受再融资新规“非公开发行拟发行的股份数量不得超过本次发行前总股本的 20%”的限制，公司定增预计融资规模开始出现下滑。前三季度披露再融资预案的公司中，前五大公司均为大型央企和金融业上市公司。剔除以上极值后，前三季度平均预计融资规模为 18.60 亿元同比下滑 42.23%。

（四）终止家数持平，原因愈加多样

2017 年前三季度共有 29 家公司终止再融资方案，并且全部都为非公开发行。其中 5 家是因为再融资政策变化导致前期推出的非公开发行方案不符合监管要求而终止，如嘉澳环保和小康股份由于本次非公开发行董事会决议距离前次募集资金到位日少于 18 个月而终止；维格娜丝、申达股份和信达地产因同时筹划其他行政许可类重大事项而终止；伊利股份和中路股份因未按期收到相关行政部门的核准批文而终止；内蒙华电和山东高速拟转入可转债；其他 17 家公司都是因资本市场环境变

化、政策调整和公司实际情况等因素决定终止相关方案。

今年前三季度终止非公开发行的公司家数与上年同期的 29 家基本持平，再融资新政推出后终止方案的公司仅有 5 家，可见新政并未对公司的相应方案造成过于强烈的冲击，未对公司的正常融资需求造成重大影响。再融资新政发布后，前三季度仅有 2 家公司拟终止非公开发行转入可转债，但鉴于目前监管部门的相关政策指导，预计未来此类公司数量还会增多。

二、再融资品种呈现多样化格局

政策引导下，再融资品种结构日趋平衡。再融资新政对上市公司申请再融资设置了距离前一次再融资 18 个月的限制，但对于发行可转债、优先股和创业板小额快速融资的，不受此期限限制。据此，股债结合产品和公发品种得以进一步发展，有效缓解了再融资品种结构失衡的情形。与非公开发行市场的大幅收缩相比，上市公司对发行可转债、优先股、配股等其他再融资品种的热情大幅提高。

预案方面，前三季发布再融资预案的共 86 家公司，其中非公开发行 30 家，可转债 43 家，配股 7 家，优先股 6 家。去年同期共 74 家发布再融资预案，其中仅有 2 单配股，其余均为非公开发行。完成方面，前三季共 49 家实施再融资，其中非公开发行 44 家，可转债 3 家，配股 2 家，非定增类再融资品种完成单数虽然不多，但已表明再融资品种结构开始改善。

三、募集资金投向更加专注主业，优质公司受到市场欢迎

目前证监会对融资必要性的审核要求进一步提高，对项目内容进行实质性判断，严防忽悠式融资、过度融资等情形。受证监会对再融资募集资金投向的明确政策导向，及对融资额度测算的严格要求等影响，上市公司募集资金投向也更专注主营。

在 2017 年前三季度公告再融资预案的 86 家中，募集资金仅用于偿还贷款和补充流动资金的仅 6 家，另有 19 家部分募集资金用于还贷或补流，另外 61 家都将其全部的募集资金用于投资具体项目从而发展主业，其中 9 家银行发行优先股或可转债的募集资金都用于补充公司其他一级资本。而 2016 年前三季度公告再融资预案的 105 家公司中，募集资金仅用于偿债和补流的就有 16 家，部分募集资金用于偿债或补流的则高达 49 家，仅将募集资金投向具体项目的公司占发行预案公司总数的 38%。

本期拟使用部分募集资金用于补充流动资金或偿还银行贷款的 19 家公司中，其投向该部分的资金仅占相关项目拟融资规模的 28.15%。2017 年前三季度再融资预案中拟用于补流或偿债的资金总额为 195.53 亿，仅占前三季度融资总额的 4.79%，与 16 年前三季度 26.1% 的数据相比，大幅下降。

2017 年前三季度上市公司再融资目的逐渐回归对主营业务的增强和发展，补流和还贷规模与上年同期相比大幅下降，融资规模趋于合理。从预案披露情况来看，资金回归主业、脱虚向实的政策目标得以初步实现。

此外，虽然再融资新政和减持新规降低了定增市场的热度，

但并没抑制市场投资者对优秀公司非公开发行的投资热情。在前三季公布的 30 家非公开发行股票预案中，有 16 家控股股东或其关联方参与了认购，而存在第三方参与认购的公司有 24 家，其中 14 家认购方仅为第三方。可见，虽然再融资新规下定价基准日均为发行期首日，大大压缩了套利空间，但仍有大量投资者在更加关注公司未来发展的基础上，积极参与认购非公开发行的股票。同时，主营业务稳定，未来预期良好的公司也仍旧能够得到大多数第三方投资者的认可和推崇。

四、需要持续关注两大问题

再融资新政成效显现的同时，需持续关注两方面问题。

（一）经营状况不佳的公司面临一定的融资压力

再融资新政从定价机制、发行数量、距离前次融资间隔等方面对公司提出要求，大大提高了非公开发行的难度。从前三季度过会的公司来看，其自证监会受理到发行完成，最短也近 9 个月，可能影响部分募投项目的实施及进展。同时，股债结合产品和公发品种的再融资发行虽然位于快速审核的绿色通道，但需要符合严格的发行条件，对上市公司的其他经营业绩和公司治理方面的要求均高于非公开发行。截至目前，沪市的 1368 家公司中，符合可转债发行财务条件的仅 246 家，符合配股发行财务条件的仅 279 家。因此，部分真正存在股权融资需求但经营状况暂时不佳的公司可能面临一定的融资困难。

（二）不当盈余管理风险有所上升

可转债、优先股等再融资品种发行条件相对苛刻，例如，发行可转债的公司基本发行条件包括最近3年加权平均净资产收益率平均应不低于6%，发行后累计债券余额不超过最近一期末净资产的40%，最近3年实现的年均可分配利润不少于公司债券1年的利息，主板公司还需最近三年连续盈利。如前所述，目前沪市的上市公司中能够满足相应条件的公司仅有20%，因此，部分受非公开发行融资规模、融资频率等条件限制但确有融资需求的公司可能会为了达到可转债等品种的发行条件，通过变更会计政策、会计估计、突击交易等非经营性业务等方式，进行盈余管理，甚至存在美化、粉饰财务报表的风险。需要在后续监管中，予以重点关注。（摘编：张冯彬）

【课题研究】

拓展持股行权业务 完善公司治理机制²

上交所资本市场研究所 邓舒文

一、当前股东大会的参与情况

（一）中小股东在股东大会中的参与度低

统计数据显示，绝大多数的中小股东都没有参与过股东大会。股东大会在一定程度上变成了“大股东会”。

1. “一人”股东大会并不少见

A 股市场上一直存在一种现象：只有大股东一方的代表出席股东大会，且这种现象并不少见。自网络投票在上市公司股东大会中全面普及后，这种情况才有了显著减少。

2. 参会代表数量偏少

A 股市场实际出席股东大会股东及其代理人数量一直偏少。多数参会代表都少于 10 人。2015 年后，受益于投票渠道拓展，参会人数有所增加，但仍有超过一半的公司参会少于 20 人。

3. 参会代表持有的股权比例较大

虽然参会代表的数量较少，但参会代表持股比例不低，一半以上的股东大会的参会股权超过 50% 以上。这也从实际数据的角度说明了股东大会在一定程度上变成了“大股东会”。

综上，近年来，我国中小投资者参与公司治理意识已有所

² 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

增强，但参与的绝对数量仍较少，股东大会的通过率相对较高，公司治理的整体参与度仍有待提升。

4. 出现否决提案的情况较少

一定比例的否决率，会对董事会工作形成一定压力，从而促使大股东更多考虑全体股东的最大化收益。参会人数过低叠加较低的否决率，反映了大股东在日常经营决策中的绝对优势。

（二）中小股东参与度低的原因

A股投资者缺乏参与公司治理的动机，主要有以下三个方面的原因：一是治理因素对短期价格没有立竿见影的效果；二是相对于参与治理来说，“用脚投票”显得更为有效；三是不能及时离场的投资者比重较低。

1、治理因素对短期价格的影响不显著

治理因素对上市公司长期价值的影响毋庸置疑，但在一个散户为主、投机氛围浓厚的市场上，短期收益才是中小投资者更为关心的对象。设想一个平均持股时间仅40天的投资者，与其花费时间精力研究上市公司治理结构、内控流程，确实不如多留意主力资金的进出和各种论坛股吧的“小道消息”。

2、“用脚投票”更为有效

对投资者来说，即便发现有损证券价值的治理因素，最优选择也应是“用脚投票”。因为参与治理需人力物力大量投入，过程漫长、且结果不定；在大多情况下，卖出股票则简单的多。

3、不能及时离场的投资者比重不高

虽然卖出股票比参与治理更加便捷，但也有一些投资者是难以及时离场的。这时，投资者通常会退而求其次选择参与治理，从而提升标的价值、降低持仓损失。

当前 A 股市场上无法及时离场、且不属于对上市公司经营有重大影响的投资者主要是被动基金，但规模过小，无法在市场上形成广泛参与治理的氛围。在此市场格局下，尽管部分基金关注其标的公司的长远发展，参与讨论并发表治理意见，但受限于整体份额和净值不足，对整体市场治理效率提升有限。

二、现有的制度空间未得到充分利用

前述分析发现，对参与公司治理的冷漠，来源于投入产出的不对等。要平衡这种不对等，就需要一种分担投入、集中产出的机制设计。中证中小投资者服务中心（投服中心）的持股行权业务和相关政策法规中的投票权征集规则共同为此留出了一定的制度空间，但是并没有得到充分利用。

（一）持股行权业务仍有待拓展

投服中心自 2016 年 2 月起，在上海、广东（不含深圳）、湖南三地开展持股行权试点，并于 2017 年 5 月完成对沪深两市的全面持股，得到广大中小投资者的充分肯定。

在今年上市公司年度股东大会召开期间，投服中心集中参加了城投控股、塔牌集团等 25 家公司的年度股东大会，重点针对高送转配套股东减持、不当反收购限制条款、投票机制及分红制度、公司治理规范性等事项，积极行使表决、建议、质询

等股东权利。一方面，投服中心的参与反映了中小投资者的声音，为相关上市公司敲响了警钟，形成了一定的舆论压力。但是另一方面，因为投服中心自身持股数量过低，并不能实质性影响上市公司的具体决策，缺乏可信的威慑力。

以海利生物为例，投服中心关注到其公司治理规范性的问题，并在股东大会中针对公司设立并购基金的相关问题提出质疑。聚焦的问题主要包括公司仓促注册并购基金的可行性、并购基金合伙人在短期内发生较大变更的原因及影响，以及并购基金与上市公司之间的利益安排等。最终，该议案仍以 5% 以下中小股东 99.9949% 的赞成比例获得通过。

可见，持股比例过低在一定程度上限制了投服中心持股行权的效果，同时，投服中心对上市公司的研究和分析成果没有在中小投资者中得到充分分享，也是一种资源浪费。

（二）投票权征集制度未达到预期效果

上市公司董事会、独立董事和符合有关条件的股东可向上市公司股东征集其在股东大会上的投票权，从而实现大股东控制权的制衡。但实践中，这一制度执行并未达到预期的目的。

据初步统计，截止 2017 年 8 月底，A 股市场共发起股东大会的投票权征集 1604 项，相对于历年来合计超过 90000 家次的股东大会数量来说，征集案例仍较少。同时，尚未有真正意义上的成功案例发生。具体的，这些征集案例中，由独立董事发起 1354 项，集中在 2011 年以后，且逐年增加；由董事会发起

249 项，主要集中在 2005-2007 年间；由股东发起的只有 1 项。

数据显示，发起投票权征集的主要是上市公司的独立董事，而据初步查阅公告发现，大部分征集人对于提案的投票意向都是赞成。正因如此，这种类型的投票权征集更多表现为对董事会提案的背书，无法为中小投资者提供增量信息，更无从实现对大股东控制权的制衡，影响了中小投资者参与征集的积极性。

此外，数据中唯一由股东发起的一次征集，征集者也是公司时任第一大股东。而且这次征集对应的临时股东大会的召集人就是该股东。所以，此次征集仍然是以股权优势为基础、以征集赞成票为目的，并非通常意义上由少数股东发起的、旨在对控股股东行为形成制约的案例。

投票权征集的本意是聚少成多、以小博大。要达到这个目的就必须有一个令人信服的征集人和便捷的委托代理方式。而这些正是当前的征集实践中所缺乏的，所以中小股东回应以“合理的冷漠”也在情理之中。。

三、助力中小投资者参与治理的方案设计

（一）方案的总体设计

本方案思路是，以投服中心为出口，为放弃投票的投资者提供一个客观的投票建议，进而改善决策流程、提升决策效率。

具体的，在股东大会召开之前，投服中心以自身业务为基础，对外发布投票建议。该建议行为不局限于具体某家公司的某次股东大会，原则上可以发生在 A 股上市公司召开的任何股

东大会前。同时，投服中心可通过短信、电子邮件等方式将投票意向告知愿接收该信息的投资者，并向其征集投票权。最后，投资者可据自身意愿，参考建议投票，或直接将投票权委托。

（二）方案的主要特点

该方案立足于既有规则，将投服中心的持股行权业务和股东的投票权征集权利相结合，主要具备以下几个特点：

1、该模式符合当前的法律法规和政策方向

《公司法》、《上市公司治理准则》等不同层级的法律、规章及其他文件都从各自角度确认了上市公司股东拥有委托代理人出席股东大会并在授权范围内行使表决权的权利。其中，《上市公司治理准则》更指出，上市公司董事会、独立董事和符合条件的股东可向上市公司股东征集其在股东大会上的投票权。

2、投票建议的最终出口为投服中心或其下属机构

将研究上市公司治理行为的成本中心放在会管机构，是平衡各方利益的重要方式。

公司治理参与度低的一个重要原因就是投入和产出的不对称：成本投入大、但收益在远期。在这种情况下，将针对上市公司治理问题的研究成本集中打包交给会管机构，有助于降低中小投资者参与治理的门槛，进而提升中小投资者的参与度。

同时，持股行权作为投服中心的一项重要业务，本身也是立足于对上市公司治理问题的跟踪和研究。而对外发布投票建议，在一定程度上只是将已有业务成果通过一种更加便捷的方

式共享给中小投资者，提升现有资源的利用效率。

投服中心目前着力开展的一系列证券支持诉讼工作中，已涉及大量投资者征集工作，也可对投票权征集开展提供借鉴。

3、具体投票方案的形成可借助第三方咨询机构的力量

虽然投票方案的出口为投服中心，但是投服中心并不一定需要自行完成全部投票方案的研究。从第三方机构购买相关投票方案也是一种可行的方式。

投服中心发展股东大会投票建议业务可循序渐进。第一步，可尝试不增加本身业务量，仅在目前持股行权的工作范围内发布投票建议，起到提升目前持股行权行为威慑力的作用。而当前业务未涉及的会议可暂不参与。第二步，可考虑增加公司治理方面的研究，同时参考已有第三方咨询机构的投票意见，扩大参与股东大会的范围、增加参与股东大会的频率。第三步，积极号召发展具备公司治理方面研究特色和研究力量的第三方机构，共同形成对市场内股东大会提案的全覆盖。

实际上，成熟资本市场中，为股东大会提供投票建议的第三方咨询机构也是市场重要力量。以美国的机构股东服务公司（**Institutional Shareholder Services Inc.**，简称 **ISS**）为例，其是一家主要服务于机构投资者的独立第三方投票代理机构，利用先进电子信息平台为客户提供上市公司治理状况分析和代理投票建议，并可代客户实施投票和信息披露全部流程，从而帮助机构投资者更好地进行投票决策，履行其对投资人的受托义务。

（三）可能存在的问题

以投服中心为基础设计的公司治理模式会否变“投资者参与公司治理”为“监管指导下的公司治理”？投服中心作为证监会直接管理的证券金融类机构，带有一定的监管属性，由其最终把握的投票方案必将带有监管色彩。如何权衡市场行为和监管取向，是对投服中心的重要考验。

以没有具体业绩支撑的高转增提案为例，从保护投资者利益的角度出发，理应投否决票。但是在当前投机氛围浓厚的市场内，“可以炒高股价的提案就是好提案”，不管这个股价上涨的时间是一个月还是一天。如果要求中小投资者必须投票的话，真正投否定票的投资者不一定占多数。在这种情况下，什么是真正的民意，似乎是一个难以回答的问题。但如果要承担投票建议的工作，投服中心将必然长期面临这样的问题。因此，带有监管导向的投票建议要最终赢得大多数中小投资者的信赖，仍然任重道远。（摘编：张冯彬）

【案例分析】

青岛海尔并购通用家电：中国上市公司直接收购境外资产³

上海证券交易所《证券法苑》第 19 卷

一、交易的背景和目的

（一）国内市场乏力，完善全球布局

近年来，国内抑制投机性需求，从而导致房屋需求增速有所下降，这直接影响到家电市场的更新需求和新增需求。2013 年度、2014 年度和 2015 年 1-9 月，青岛海尔营收分别为 8,660,564.64 万、8,877,544.45 万元和 6,263,705.10 万元。自 2014 年来，受宏观经济增速趋缓影响，国内家电市场增速有所下降。

为实现进一步发展，青岛海尔坚持“全球化下的增长”战略，收购了海尔集团在亚洲、欧洲、中东、非洲及美国等国家地区的海外白电业务并受托管理 Fisher&Paykel（斐雪派克）相关资产。但从 2015 年中报数据看，其来自于海外的销售收入仅占总收入的 13%，无论是规模还是比重都低于美的和格力，此次收购则可能会大大改善海尔海外收入的规模与比重，进一步向美国高端成熟市场进行“外延式拓展”。2015 年 1-9 月通用家电实现营业收入 46.58 亿美元，其中约 90% 来自于美国市场。通用家电在美国家电市场占有率近 20%，是全美第二大家电品

³ 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

牌。交易完成后，青岛海尔可通过资源共享迅速打开并深入美国市场，有利于公司国际化发展的步伐加速进行。

（二）产业转型升级，引入优势资产

目前国内白色家电普及率较高，产品更新换代、释放需求成为主导，白电行业增长驱动因素由销量增长转变为与消费升级结合的结构提升，白电行业已进入“消费升级”时代。青岛海尔 2015 年上半年的分产品收入构成中，三大白电冰箱、空调、洗衣机贡献度合计 70%，厨卫电器仅 8%。近年来，青岛海尔持续整合集团资产，并通过引入战略投资者 KKR 协助公司整合全球优质资源，大力促进公司厨电业务。通用的厨电产品凭借其出色的产品性能和客户体验，在美国市场占有率近 25%，排名第一。本次交易完成后公司的厨电产品有望迎来快速发展。

（三）发挥协同效应，提升盈利能力

从销售渠道看，通用家电作为全美最大家用电器制造商之一，2015 年 1-9 月营业收入高达 46.58 亿美元，其中 90% 来自于美国市场，并已构建了一个覆盖全美、辐射全球的销售网络，长期与全美四大连锁家电零售商保持良好且密切的合作关系。

从成本协同方面来看，本次交易完成后，通过共用供应商的资源整合、非共用供应商的资源共享所带来的采购成本节约将为交易双方带来最为直观和显著的成本协同效应。

从研发实力看，通用家电研发团队逾 600 人，在全球拥有 4 个研发中心，分别位于美国、中国、韩国和印度。青岛海尔

位于中国、日本、新西兰、德国的研发中心可与通用家电研发中心进行全球研发资源共享，决定了未来公司整体产品竞争力。

本次交易完成后，青岛海尔将通过一系列整合计划的实施，借助销售网络互补、采购成本节约、技术及研发优势共享等方式，计划实现近百亿元的收入协同（约占 2014 年度双方合计收入 8%左右），以及超过 10 亿的成本节约协同（约占 2014 年度双方合计采购 2%左右），最终有望带来约 15 亿的利润协同。

二、交易方案简况

（一）方案概要

2016 年 1 月 14 日（美国东部时间），青岛海尔与通用电气签署了《股权与资产购买协议》，青岛海尔拟通过现金方式向通用电气购买其家电业务相关资产，交易金额为 54 亿美元。

（二）交易各方

1. 收购方——青岛海尔

青岛海尔是全球最大的白色家电制造企业之一，在国内市场，公司 2014 年冰箱、洗衣机、热水器等产品份额继续保持行业第一，空调产品位居第三；在全球市场，海尔大型家用电器 2014 年品牌零售量的全球市场份额为 10.2%，第六次蝉联全球第一，海尔冰箱、洗衣机、冷柜、酒柜的全球零售量继续蝉联全球第一。最近三年，青岛海尔初步形成了智慧生活生态圈布局。此外，公司持续整合集团的海外资产，并引入 KKR 作为公司战略投资者，促进公司在厨电业务、卡萨帝品牌业务、U+业

务等方面的发展，为国际化战略进一步夯实基础。

2012-2014 年，青岛海尔归属于母公司净利润分别为 32.69 亿元、41.74 亿元、49.92 亿元，年增长率分别为 27.68%、19.60%。2014 年底公司资产负债率为 61.18%，毛利率为 27.52%。

2. 出售方——通用电气

通用电气是一家多元化工业和金融服务公司，产品和服务范围广阔，工业板块涉及发电和水处理、航空、运输、石油天然气、医疗、能源管理、电器与照明等；金融服务业范围涉及商业贷款和租赁、个人贷款、信用卡等。近三年来，公司不断进行业务调整，逐步剥离缩小电器和金融板块，向航空、能源及医疗设备等核心工业板块倾斜。目前，公司正积极发展工业互联网，致力于结合数字技术及在航空、能源、医疗等领域的专业优势，向全球一流的数字化工业企业转型。2014 年末，通用电气营业收入达 1,485.89 亿美元，净利润达 153.45 亿美元。

（三）交易标的

通用电气及其子公司持有的非股权资产系上述交易标的的主要组成部分，包括不动产、主要生产设备、其他与业务有关的资产等，其业务范围涵盖厨电产品、制冷产品、洗衣产品、洗碗机和家庭护理产品五大类型，为消费者提供约 30 种不同类别、数千款不同型号的领先家用电器产品及相关配套服务。

股权资产包括 10 家全资子公司股权、3 家合资公司股权及 3 家参股公司少数股权。承接的负债主要是与拟转让资产相关

的全部负债，大部分应交税费、递延所得税和付息债务已剥离。

（四）交易估值和作价

本次交易作价 54 亿美金，相关价格是青岛海尔在综合考虑并全面评估目标资产的资产状况、盈利水平、品牌、技术和渠道价值等因素基础上确定的，采用了可比公司法和可比交易法。

本次交易针对通用家电的作价为 54 亿美元，由于付息债务、现金及现金等价物及少数股东权益均为 0，因此对应的企业价值和股权价值均为 54 亿美元。根据通用家电管理层提供的财务数据，其 2015 年的 EBITDA 为 5.52 亿美元，截至 2015 年 12 月 31 日的净资产为 20.85 亿美元，因此本次交易的 EV/EBITDA 倍数为 9.78x，P/B 倍数为 2.59x。

（五）交易架构

公司通过其香港全资子公司海尔香港在美国、荷兰、新加坡、印度等国家和地区设立公司，用于承接本次交易相关资产。

三、本次交易的特点

2014 年瑞典伊莱克斯宣布收购 GE 家电业务，耗时将近一年，但最终因未通过美国司法部反垄断审查而终止。鉴于上次交易失败的经验教训，此次竞标流程重点强调速度和确定性。面对拟收购资产繁多、审批程序复杂、竞标对手众多的现实情况，从 2015 年 10 月 19 日停牌到 2016 年 1 月 15 日竞标成功，青岛海尔共花费 3 个月时间锁定交易，执行效率较高。本次收购采用了以下方案，保证了交易速度，减小了不确定性。

（一）上市公司直接收购标的资产

本次交易中，青岛海尔抓住通用电气的关键要求设计收购方案，并采用了简单快捷的交易结构，最终竞标成功。以上市公司为主体直接收购标的有利于降低并购风险，确保交易成功。首先，以上市公司为主体可避免因同业竞争带来的额外监管审批要求。将海尔集团作为主体有可能因同业竞争带来相对更多的境内外监管审批要求，反而拖慢进程，增加不确定性。其次，采用以上市公司为收购方一步到位的方案可避免重复交易和不确定性。通过集团收购+注入上市公司“两步走”的方式虽然可以降低上市公司现金压力，但资产所在地主要在美国，且体量较大，海尔将来在资产注入过程中就必须考虑估值、对价、税务等诸多问题，且收购控股股东资产构成关联交易，还可能面临同业竞争、关联交易公允性、必要性的质疑等，如果采用股权作为支付方式可能还需要面对摊薄中小股东收益的问题。因此，从海尔来看，以上市公司为收购方更加符合效率原则。

（二）采用现金直接收购，且资金准备较为充分

此次收购采用现金方式，现金类并购重组目前证监会已经授权交易所通过信披监管方式监管，使得并购审核流程简化，大大提升审核效率。由于我国对外投资法律的限制，中国企业开展海外并购直接以中国公司股权作为支付对价往往存在障碍，且基于流动性和我国严格外汇管理考虑，出售方往往也不愿接收股权对价，因此目前境外并购支付仍以现金为主。因此

无论从效率还是风险可控角度，现金收购都更适合本次交易。

此外，青岛海尔作为上市公司，融资成本较低，且资产负债率不高，融资结构也更灵活：青岛海尔可选择将部分收购贷款置于标的层面，通过标的资产现金流偿还贷款，也可发挥上市主体的优势，通过发挥资本市场资源配置作用优化资本结构。

本次交易资金来源为青岛海尔自筹资金及通过申请并购贷款等多种融资方式获取的资金。国家开发银行将提供一笔相当于所购买资产实际交割金额 60% 或 33 亿美元（孰低）的长期贷款，青岛海尔和海尔集团作为担保方为本次并购贷款全额担保。

（三）并购交易流程控制妥当

青岛海尔对整个并购流程控制较好，本次交易过程中可能涉及的主要环节和风险包括市场环境变化导致的主要合同条件变化、融资安排、反垄断审查、监管审批及青岛海尔作为一家上市公司的股东大会审议风险。青岛海尔为将风险降低到可控范围，做了一些事前准备工作，一是在融资方面，海尔取得了两家银行的融资承诺函；二是反垄断审批方面，海尔联合律师团队对收购后市场份额做出预判以确保交易不会受到美国监管方面的阻挠；三是在监管审批方面，海尔与境内相关监管机构做了预沟通；四是在股东大会投票方面，海尔首先取得了海尔集团、KKR 等主要股东的支持承诺；五是在交割方面，海尔通过过往丰富的收购整合经验，向 GE 证明本次交割将顺利完成。

四、案例点评

（一）竞标性收购的利益平衡

本次交易是典型的竞标性收购，竞标性收购中，卖方筛选竞标人最主要的考虑因素是交易的确定性、价格和执行效率，其中确定性是最主要的考虑因素，并非出价最高就一定能够成功。而中国企业由于文化不同、信息不对称、政府审批等原因，在交易的确定性上不占优势，往往通过支付高溢价或高额分手费来增加卖方信任度。因此，收购方应采取措施尽量减小收购中不确定性。青岛海尔的本次并购约定了高昂“分手费”条款，根据双方签署的《股权与资产购买协议》，若本次交易未通过所涉及的反垄断审批，则终止费金额为 2 亿美元，若本次交易未完成所需的中国监管机构备案、或未获得青岛海尔股东大会批准，则终止费为 4 亿美元，一旦违约将给青岛海尔带来重创。

竞标性交易天生具有保密的要求，特别是交易价格、结构安排等敏感信息，该等信息一旦被竞争对手知道将完全丧失竞争性，上市公司如何在平衡好自身商业利益同时保证中小股东的知情权是需要考虑的一个问题。目前主要是上市公司申请部分信息的豁免披露，虽然监管机构会考虑企业遇到的实际困难，但上市公司应及时披露能够披露的信息，并说明该等信息的获取方式及使用该等信息的风险，保护中小投资者的知情权。

（二）交易对价高于评估值的合理性

青岛海尔本次收购 GE 家电业务的交易作价 54 亿美元大幅高于出让方底价 33 亿美元，也大幅高于 A 股市场对该类资产

的估值范围，因此在财务上并非“抄底”型收购。但是对被收购企业的估值除了考虑被收购企业的独立价值，还应当考虑收购带来的协同效应，即被收购企业对收购方所具有的价值，收购方根据其特定目的对被收购资产进行评估，进而产生独立价值之上的溢价，因此，相同的资产面对不同的投资者，其价值可能是不同的。而本次交易的战略意义在于 GE 家电 90% 的业务收入来自于美国，100 多年历史的品牌资源造就了忠实的用户群，本次交易不仅稳固了海尔在全球家电市场的地位，也可与 GE 实现产品、供应链、销售网络等方面的协同效应。

反过来，协同效应有时候也会促使资产出售方降低价格。据悉，本次 GE 竞价中青岛海尔并非出价最高的一方，但 GE 同样看重青岛海尔作为收购方产生的协同效应及对其品牌价值提升意义，最终青岛海尔获得成为最终的胜出者。

协同效应是最受认同的企业并购动机理论。该理论认为，企业通过合并产生协同效应达成的结果，通常能减少成本和增加收入。协同效应具体表现为三种效应：一是管理协同，两家管理水平不同的企业通过并购重组完成合并，合并后的企业管理效率水平明显高于合并前两家企业的管理水平之和。二是经营协同，并购后企业经营效率、经营业绩提升明显大于合并前两家企业的经营业绩之和。三是财务协同，企业并购重组活动对企业财务管理方面带来诸如避税、财务指标提升等各类改善。

协同效应的发挥在不同类型的并购重组间存在差异。理论

上说，横向并购有助于公司迅速扩大生产能力、降低生产成本，并进而提高行业集中度，降低竞争激烈程度，最终保持较高的利润率。纵向并购有助于公司获取对上下游产业链的控制权、提高与前端客户和后端原材料供应商的议价能力、行业信息的获取能力等。多元化并购有助于企业进入新产业，分散经营风险，实现战略转型。但是在实践中，同行业和上下游的并购的成功率更高，这主要是由于公司对行业的了解程度有助于其更加清晰的认识协同效应及其实现的路径。

与同行业并购相较，多元化并购效果不确定性更高。从数据看，目前我国市场多元化并购能助推企业“做大做强”，但持续时间短，仅为三年。美国的并购史也表明，相当一部分多元化并购在未来几年显示出增长乏力、盈利下降等“后遗症”，以至于下次并购浪潮时，将上次多元化产业进行剥离。因此，要警惕未来年度多元化并购的负面影响集中爆发。对一些主业尚可、以概念炒作为主的盲目多元化并购，监管应通过加大重组问询力度，强化信息披露等方式提高并购要求。（摘编：张冯彬）

【免责声明】

本刊所载文章观点仅代表作者个人观点，不代表上海证券交易所观点。在任何情况下，本刊所载文章不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本刊为内部参考资料，相关版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对相关文章进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，均须注明出处。

(本期编辑：张冯彬， 校对：王新苗)



服务创造价值



上交所企业上市服务

发行上市中心

联系人：谢笑

电话：021-68828602

邮箱：xxie@sse.com.cn

地址：上海市浦东南路 528 号南塔 13 楼

邮编：200120

传真：68801288

送：各地方政府、证监局、拟上市公司及相关中介机构