

上市资讯

2017年11月号（总第17期）

发行上市中心

2017年11月3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】

齐齐哈尔市领导干部及上市后备企业走进上交所

张家港市企业上市工作“走进上交所”现场推进会

营口市领导干部及拟上市企业走进上交所

【市场前沿】

前三季度新股发行流程提速 IPO审核趋严

【课题研究】

新三板“三类股东”企业IPO问题研究

【案例分析】

锦江股份收购卢浮集团：酒店业巨资的高效并购

【发行信息】

■ 股票发行上市信息

1、股票发行融资情况

截至10月31日，今年上交所IPO上市企业186家，募集资金1154.06亿元，股票再融资企业111家，募集资金4271.61亿元。

2、在会审核企业情况

截至10月31日，证监会按周公布的主板、中小板、创业板在审企业共计560家。其中，上交所在审企业258家，深交所在审企业302家（中小板81家、创业板221家）。

3、新增IPO申报情况

截至10月31日，今年新增IPO申报企业共计330家，其中，上交所140家，深交所190家（中小板38家、创业板152家）。

■ 债券发行上市信息

1、公司债发行情况

截至10月31日，本所2017年已完成公司债累计发行957只，发行金额12523.63亿元。

2、资产支持证券发行情况

截至10月31日，本所2017年已完成资产支持证券发行209只，发行金额3221.25亿元。

3、债券上市情况

截至10月31日，本所各类债券挂牌数量已达9870只，比去年底增加1793只，增幅22.2%；债券托管金额已达7.06万亿元，比去年底增加0.86万亿元，增幅13.8%。

【交流动态】

1、2017年10月24日，齐齐哈尔市政府金融办副主任张敬国带领当地相关金融干部及重点后备上市企业高管一行20余人，赴上交所观摩财通证券上市仪式并进行座谈交流。在本次座谈培训中，发行上市中心与债券业务中心专家分别对当前企业上市形势、企业发行公司债的优势与特点做了深入分析，并在会后就企业上市过程中的常见问题、发行公司债注意事项等与学员进行了沟通。随后，代表团一行参观了上海本地的汽车电子及相关产品研发制造行业龙头企业。（供稿人：葛托）

2、2017年10月23日，由张家港市委书记朱立凡带队，当地相关政府干部及拟上市企业家一行30余人，赴上交所交流学习，并观摩了金鸿顺上市仪式。金鸿顺作为苏州第101家上市公司，标志着苏州板块迎来新突破。本次座谈，张家港市领导对企业家提出了具体要求，企业家代表分享了改制过程中的经验和心得。上交所领导、发行上市中心专家就企业上市形势与政策、审核发行最新动态做了专题演讲。（供稿人：朱吉炜）

3、2017年10月18日，由营口市金融办崔雨新主任带队，当地政府干部及拟上市企业家一行20余人，赴上交所交流学习，并观摩了金辰机械上市仪式。本次培训会上，上交所发行上市中心专家对当前资本市场形势与企业上市政策做了介绍，并就公司并购等内容进行了讲解。随后，债券业务中心专家介绍了我国债券市场，并对公司债政策做了解读。（供稿人：魏舒）

【市场前沿】

前三季度新股发行流程提速 IPO 审核趋严

日前，浙江京华激光 A 股成功上市。回顾这家公司的 IPO 上市历程，从 2016 年 11 月 11 日首次披露 IPO 申报稿，到 2017 年 9 月 5 日通过发审会，仅用了 298 天，此后不足 20 天获发行核准批文，一个月后就已完成挂牌上市。

不少投行人士敏锐地发现，今年以来，在继续严把质量关的同时，IPO 审核效率明显提升。

从审核速度上看，2016 年证监会共召开 270 次 IPO 发行审核会议，审核了 267 家公司的首发申请。2017 年前三季度召开 397 次 IPO 发审会，审核了 390 家公司的首发申请，审核节奏明显加快。从审核时间上来看，2016 年，除 2 家公司暂缓表决外，从首次预披露到发行审核通过或未通过，265 家公司的平均审核周期为 690 天。2017 年上半年这一数字降为 601 天，第三季度进一步降为 465 天，较 2016 年全年下降 33%。

在审核时间缩短的同时，发行审核的通过率则呈现明显下降趋势。2016 年，265 家公司首发通过率为 93.2%。其中，主板 96.7%，中小板 93.9%，创业板 87.4%。2017 年上半年，262 家公司首发通过率下降至 85.5%。其中，主板 91.7%，中小板 85.1%，创业板 77.7%。第三季度，发审会审核 128 家公司中，

仅有 104 家获通过，通过率进一步下降至 81.3%。其中，主板 88.3%，中小板 87.5%，创业板 68.2%。

2017 年证监会严把审核质量关。从发审会询问的问题看，2017 年被否的 53 家企业询问问题共计 167 条，主要集中在财务与会计、持续盈利能力和规范运作三方面，其中涉及财务与会计的问题有 70 条，占比 42%；持续盈利能力问题 35 条，占比 21%，规范运作问题 31 条，占比 18.6%。

审核关注的财务与会计问题中，又以财务状况异常或真实性存疑为主，这类问题有 48 条，涉及 31 家公司。

例如，安徽泰达新材 2014 年至 2016 年扣除非经常性损益后净利润分别为 1,761 万元、2,686 万元和 2,689 万元。发审委重点关注了公司主营业务收入下降，但是扣非后净利润并未同步下降，同时管理费用与管理费用率逐年下降、董监高薪酬显著低于市场正常水平等异常现象。

在审核关注的持续盈利能力问题中，发审会更加看重公司的抗风险能力，涉及此类问题的公司有 12 家。例如，江西耐普新材招股说明书披露，公司业绩波动较大的原因，与公司的客户结构和行业特性相关，存在出现业绩下滑超过 50% 的风险。发审委重点关注了在目前的客户结构和行业特性的情况下，公司有无采取措施以保证公司的持续盈利能力、出现业绩下滑超过 50% 的风险的依据及计算过程等问题。

此外，规范运作也是 2017 年被否企业涉及问题较多的领域，具体问题主要包括关联方资金占用，涉嫌违反食品安全、海关监管等相关法律法规，涉嫌商业贿赂，以及其他内控制度建设和执行问题。

资深投行人士指出，在当前严把 IPO 审核质量关、着力提升拟上市公司质量的形势下，监管部门更加注重拟上市企业的财务真实性、持续盈利能力、抗风险能力、规范运作和信息披露等问题。拟上市企业可尽早启动上市准备，在准备过程中，按照上市公司的标准，提升自身财务、经营与公司治理等方面的规范运作要求。同时，拟上市企业在上市时机把握上，可在企业具备更长的持续经营周期、更强的持续盈利能力和市场竞争力时，再正式启动 IPO 上市工作。（来源：2017 年 10 月 31 日 上海证券报 记者浦泓毅 编辑弘文）

【课题研究】

新三板“三类股东”企业 IPO 问题研究¹

上交所资本市场研究所 王佳 易舛

一、“三类股东”的界定及特点

“三类股东”是指契约型私募基金、资产管理计划和信托计划等非公开募集的金融产品。“三类股东”企业是指直接或间接股东中含有“三类股东”的企业。

从运作模式上看，“三类股东”都是由金融机构通过非公开方式向出资人募集资金，由管理人合理运用资金获取收益，管理人和出资人间按合同约定分配收益、承担风险，其不同处在于发行产品的金融机构不同。从管理人属性看，契约型私募基金主要由私募基金管理公司发行，资产管理计划是由证券公司、公募基金子公司或期货公司子公司发行，信托计划则由信托公司发行。从监管条线看，契约型私募基金和资产管理计划由证监会监管，基金业协会负责具体管理；信托计划由银监会监管。

二、新三板“三类股东”企业 IPO 发展概况

（一）新三板企业拟 IPO 数量近年来增长迅速

随着 IPO 发行常态化机制逐步建立，新股发行预期日趋稳定，新三板企业拟 IPO 数量自 2015 年下半年来增长迅速。截至 2017 年 8 月底，共 547 家新三板企业发布了拟申请在 A 股市场

¹ 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

IPO 的提示性公告，占新三板挂牌企业总数的 4.68%。

截至 2017 年 8 月 11 日，证监会受理首发企业 626 家中，新三板挂牌企业有 150 家，占比 23.96%，其中，已反馈 72 家，已受理 69 家，已通过发审会 6 家，预披露更新 3 家。

（二）“三类股东”占新三板在审首发企业比例较大

新三板公司在挂牌期间，因做市转让、协议转让和非公开定向发行股票，存在“三类股东”现象较常见。截至 2017 年 8 月 11 日，150 家在审首发新三板企业中，有 36 家存在“三类股东”问题，占比 24%；有 42 家可能存在“三类股东”问题，占比 28%；其余 72 家企业不存在该问题，占比 48%。

（三）“三类股东”平均持股比例较小

经统计，共 146 只“三类股东”金融产品分布于 36 家存在“三类股东”的新三板在审首发企业。其中 70 只是契约型私募基金产品，71 只是资产管理计划产品，5 只是信托计划产品。从“三类股东”持股比例看，84.9%的“三类股东”持股比例均在 1%以下，仅 1.37%的“三类股东”持股比例大于 5%。可见，“三类股东”虽存在新三板拟上市企业中，但总体影响力较小。

（四）“三类股东”多以挂牌期间非公开发行人方式进入

从“三类股东”进入新三板在审首发企业时间看，大多是在新三板挂牌后以非公开定向发行股票方式进入。经统计，共有 26 家企业的“三类股东”采用非公开定向发行股票方式进入，占 72.2%；其余 10 家采取转让（受让）的方式进入，占 27.8%。

此外，36 家在审首发新三板“三类股东”企业中，有 21 家曾实施过做市转让，占比 58%，其中由于采用做市转让方式导致股东人数超过 200 人的有 14 家。

三、“三类股东”问题引发的监管困境

目前，处理新三板“三类股东”存在两难局面。从监管的角度，“三类股东”作为拟上市企业股东可能产生损害中小投资者利益的问题。从市场发展的角度，严格要求清退“三类股东”不利于降低企业成本和促进资本形成。

（一）“三类股东”作为拟上市企业股东的风险

1. 作为拟上市企业股东的适格性

“三类股东”的本质是基于金融产品的契约关系，若作为拟上市企业股东，主要存在以下问题：**一是缺乏法人资格，确权登记困难。**“三类股东”具有非实体化特征，在工商登记时不被视为民事主体，缺乏民事主体资格和法人资格，无法承担民事责任，存在确权困难。**二是委托持股的事实与“股权清晰”的首发要求存有背离。**《首发办法》和《创业板首发办法》均明确规定“发行人的股权清晰，控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东所持发行人的股份不存在重大权属纠纷。”然而，实践中，“三类股东”均是由管理人向出资人募集资金，再由管理人运用资金向拟上市企业出资获取收益，形成了被投资企业股份的名义出资人与实际出资人相分离的委托持股关系，难以满足“股权清晰”的首发上市条件。

2. 影响股权结构稳定性

首先，“三类股东”作为一种契约关系，会因存续期到期造成股权变动，影响股权结构稳定性。由于企业从申请被证监会受理到审核通过时间较长，若此期间“三类股东”出现到期兑付、份额或收益权转让等情形，将造成拟上市企业股权结构不稳定。

其次，对“三类股东”中资管计划而言，其“持股份额”无需在工商部门进行变更登记，而仅在中证报价系统就可实现挂牌转让，会影响拟 IPO 企业股权结构稳定性，引发权属纠纷。

再次，若“三类股东”的管理人利用资金池进行投资，则可能出现兑付危机，影响股权结构稳定性。实践中，不排除部分管理人利用期限错配进行“短债长投”，将短期固定收益类债权产品，部分用于投资期限较长、风险较大的股权类产品，一旦被投企业不能按期上市，则产品无法按期兑付，引发兑付风险，影响拟上市企业股权结构的稳定性。

3. 信息披露不透明引发道德风险

一是，“三类股东”信息披露不透明会滋生腐败和风险。“三类股东”多为委托管理结构的金融产品，股权结构、投资决策、收益分配机制等信息披露不透明，其背后的投资人数量不明晰，尤其存在多个金融产品层层嵌套的情形下，容易滋生突击入股、股份代持、关联方隐藏持股、委托持股、规避限售、短线交易，甚至利益输送等问题，容易成为规避监管的工具。

二是，“三类股东”对穿透式监管带来挑战。当“三类股

东”数量较多且存多层嵌套式股权结构时，其最终出资人身份、投资者适格性、资金来源合法合规性、是否存关联关系等信披不透明，会对全面穿透核查造成相当的困难和复杂性。

（二）新三板拟上市企业清退“三类股东”的弊端

1. 抬高企业上市成本

经统计，2016年11月至今已有常熟汽配、海辰药业、碳元科技、长川科技等四家含“三类股东”企业成功过会，但上述四家企业均不是新三板企业，难以为现有新三板企业IPO提供有益借鉴。加之目前针对“三类股东”首发政策尚不明朗，实务界对早日出台“三类股东”首发审核细则的诉求较为强烈。

在相关细则尚未出台之前，部分新三板企业为了满足首发条件关于“股权清晰”的审核要求，会在申报前主动清理“三类股东”。而在此过程中，不乏出现“三类股东”趁机漫天要价，要求企业以高价回购股份的不和谐情况，迫使企业花费大量精力和财力来处理，无疑给企业上市增加了新的不可控成本。

2. 不利于多层次资本市场良性互动

“三类股东”的存在对于活跃新三板市场、支持创新型、创业型、成长型中小微企业融资发挥了积极作用。法律层面上，“三类股东”参与新三板市场非公开定向发行，已有相应的法律法规依据，明确了“三类股东”合格投资者身份，确立了“三类股东”持有新三板企业股权的合法性。

但实践中，由于含有“三类股东”的企业上市前景不明

朗，没有明确的 IPO 预期，导致有上市计划的新三板企业惧怕“三类股东”进入。为避免“三类股东”进入对后续上市进程造成不利影响，不少优质挂牌公司会放弃做市，改为协议，甚至摘牌，也有部分挂牌公司在定增时，明确拒绝“三类股东”投资者参与非公开定向发行股票。如果要求新三板拟上市企业在申请 IPO 前一刀切地清退“三类股东”，不仅与新三板市场机构投资者的市场定位不符，妨碍新三板市场健康发展，也会割裂资本市场不同层次间的有效衔接，对构建多层次资本市场体系、促进各层次市场之间有序流动，产生一定的不利影响。

四、积极稳妥处理“三类股东”的监管思路与建议

目前，针对“三类股东”的首发上市监管政策尚未出台，为稳定市场预期，明晰审核规则，有必要通过一定的制度设计予以积极稳妥解决。建议在风险评估和风险可控的前提下，围绕“三类股东”首发审核出现的突出问题，坚持依法合规、从严监管原则，从以下几方面进行探索和完善。

一是据持股比例大小，分类对待“三类股东”股东适格性；二是坚持全面穿透“三类股东”企业背后持有人；三是确保“三类股东”存续期不影响股权结构稳定；四是督促中介机构尽职归位；五是加强不同监管机构的监管协作（摘编：张冯彬）

【案例分析】

锦江股份收购卢浮集团：酒店业巨资的高效并购²

上海证券交易所《证券法苑》第 19 卷

一、交易背景及目标

（一）交易背景

锦江股份为紧随旅游行业的发展趋势，贯彻国际化发展战略，开展了本次海外收购。

1. 紧随旅游行业发展大趋势

近年来，海内外旅游业政策频出，有利于推动我国境外旅游的发展。我国居民出境游的蓬勃发展，将带动出境游主要目的地的酒店业客流量，提升当地酒店业的经营业绩。另一方面，我国积极推进经济体制改革和结构调整，鼓励居民提高消费水平，不断发展包括旅游产业在内的现代服务业。

2. 欧洲旅游及酒店市场存在较大机会

近年来，我国出境游规模高速发展。而欧洲，特别是法国深受中国游客喜爱。另一方面，欧洲拥有全球最大的酒店市场，共有约 600 万间客房，排名世界第一，相当于全世界三分之一的客房总量。自 2009 年以来，欧洲酒店可租客房平均收入（RevPAR）开始逐步回升，经济/中档型酒店市场需求反弹。

² 文章为精简版，如需全文，请与发行上市中心联系。

（二）交易目标

本次并购主要目标在于贯彻锦江股份国际化战略。首先，锦江股份积极海外并购有其外部因素，上海市政府将其定位为未来 3-5 年要重点打造的 5-8 家全球布局的本土跨国企业之一。

其次，海外并购更是出于锦江股份自身发展需要。本次重大海外收购，是其贯彻“全球布局、跨国经营”战略的重要一环。在中国酒店企业“走出去”的过程中，由于对当地政策、法律、民俗、市场等了解有限，一般都不会选择自建酒店。锦江在海外的的发展主要是以下两种模式。一是资金输出；二是品牌输出。前者是重资产，后者是轻资产。之前，锦江集团多次采用品牌输出方式，例如锦江之星在菲律宾、印尼的发展，韩国首尔的项目是授权一个单体酒店使用锦江之星品牌，2011 年，锦江股份旗下锦江之星连锁酒店和卢浮集团下的经济型酒店“Campanile”的品牌联盟。本次交易则是其另一种国际化方式。

二、交易方案

（一）跨境标的的选择

1. 卢浮集团（GDL）

本次收购标的公司是卢浮集团 100% 股权。本次收购交易标企业价值评估值为 148,441 万欧元，按照评估基准日汇率折算后，折合人民币 1,246,103 万；扣除净财务债务后，股东全部权益（扣除少数股东权益）为 636,46.9 万欧元，合人民币 534,291 万。

2. 卢浮酒店集团（LHG）

①卢浮酒店集团历史沿革

卢浮集团持有卢浮酒店集团 100%的股份，其成立于 1976 年，是欧洲领先的酒店集团。

②广泛的品牌认知度

卢浮酒店集团在欧洲的核心市场拥有极高的知名度，尤其是在经济型与中档酒店行业拥有核心竞争力。

③全球性的业务布局

卢浮酒店集团酒店业务立足法国，覆盖欧洲主要国家，并不断拓展全球市场，已进入美国、中东、非洲、亚洲等区域。

④均衡稳定的经营模式

卢浮酒店集团拥有多元化的业务模式，直营、特许经营和管理 1,115 家酒店，其中直营酒店、特许经营酒店和管理酒店，各自占比分别为 22.87%、51.66%和 25.47%。

⑤优秀的酒店管理经验

卢浮酒店集团拥有超过 38 年酒店经营管理经验，尤其在经济型和特许经营管理领域，已形成一套较为完善的酒店管理体系，核心管理团队成员人均有六年以上卢浮酒店集团工作经验。

⑥先进的技术和信息系统

卢浮酒店集团拥有强大的综合预订平台，于 2012 年推出自助服务终端 **Ariane Kiosk**，顾客可通过此进行自助登记入住及退房，卢浮酒店集团为欧洲境内首家使用该技术的连锁酒店集团。

（二）神秘的交易对方

交易对方的实际控制人喜达屋资本（Starwood Capital Group）。喜达屋资本是国际领先的房地产投资基金，其国际投资者包括美国一些最大型的国家及企业退休金、储蓄保险及基金会，以及世界各地的家族基金投资者。2005年，喜达屋资本通过标的公司卢浮集团收购卢浮酒店集团。

（三）价款及支付

本次交易标的公司100%股权的购买价款为13亿欧元，减去交割净财务债务的余额；最终，还将根据在交割后经审计或双方确认一致的标的公司2014年度EBITDA和标的公司在交割日的净财务债务调整。全部价款以现金支付，资金来源为自有资金及银行贷款，其中自有资金不低于30%。

2015年2月27日本次交易最终实际支付价款总计为1,276,982,372.98欧元。

（四）交易步骤

在2014-2015年，根据相关约定，喜达屋资本必须出售卢浮酒店集团。同时，国际并购存在明显周期性效应，近些年全球能出售的酒店业资产已不多，市场只要一有出售酒店资产消息，短期内就被一抢而空。因此，喜达屋资本集团一宣布出售卢浮集团（GDL），当时就有66家潜在竞争对手，经过几轮筛选，留下6家，包括欧洲第一大酒店集团雅高和众多私募机构。

而锦江国际是在这6家之外半路杀入的。作为第7家潜在收购方的锦江国际并不愿同台参加竞价投标过程。因为考虑到

国际并购的竞价非常复杂，往往叫价越来越高，但收购成功与否却并不一定。担心按照国际并购惯例走完相关流程耽误时间，项目可能早已被别人拿下。本次交易避开了一般国际并购过程中先签订备忘录、意向书，后进行尽调，再签订合同最后股权交割的传统流程。考虑到交易双方之前在经营管理和资本投资等方面已建立多年合作关系，包括 2011 年双方建立的品牌联盟及喜达屋资本集团是锦江酒店集团 2006 年香港 H 股上市的基石投资人之一，锦江国际与喜达屋资本直接进入实质性股权转让合同谈判。2013 年 3 月 21 日，锦江国际与喜达屋资本签署保密协议，对卢浮酒店集团信息备忘录做初步估值分析。2013 年 5 月 8 日，项目取得上海市国资委项目备案通知，2014 年 6 月，取得国家发改委《境外收购或竞标项目信息报告确认函》。

从 2014 年 10 月 29 日起，锦江国际与喜达屋资本约定 5 天实质性谈判，喜达屋资本与其他 6 家潜在买家谈判并不因此放弃。2014 年 11 月 3 日，双方达成一致，锦江国际随即发函通知旗下 2 家经营酒店的上市公司锦江酒店与锦江股份，保证锦江股份收购快速推进。同时，本次海外并购过程中涉及国家发改委，商务部、国资委及与银团协调融资贷款事宜，在并购主体明确之前，相关流程同步推进，进一步加快了收购的进程。

三、交易效果

通过本次交易，上市公司首次得以完善酒店品牌系列。本次交易标的卢浮集团全资子公司卢浮酒店集团在欧洲乃至全球

具有较高市场地位和广泛的认可度，在经济型和中端酒店细分市场具有优势，锦江股份通过本次收购完善了自身品牌系列。

其次，上市公司可引进国际先进管理经验。卢浮集团拥有成熟的国际化管理团队、管理体系及全球化酒店管理经验，其酒店布局和业务规模，都对锦江股份现有业务具有良好的补充效应。通过本次交易，锦江股份可期与标的资产在经营、管理、财务、技术、营销、品牌和文化等方面进行融合，实现优势互补，发挥资源协同效应，从而提高锦江股份的国际化管理水平。

（一）本次交易有利于提升卢浮集团业绩

本次交易完成后，锦江股份利用自身优势向卢浮集团提供了低成本贷款，替换了其原股东提供的较高利率贷款。同时，伴随酒店行业回暖，卢浮集团于 2015 年 3-12 月，实现营收 37,939 万欧元，净利润 3,255 万欧元；而在 2014 年，卢浮集团实现营收 44,244 万欧元，净利润 980.7 万欧元，卢浮集团的业绩实现了大幅增长，收购的协同效应初步显现。

（二）本次交易旨在多方增强锦江股份竞争力和行业地位

1. 品牌系列更加完善

在收购前，锦江股份拥有“锦江都城”、“锦江之星”、“金广快捷”、“百时快捷”等品牌；卢浮酒店集团拥有四大品牌系列，共七大品牌，在经济和中端酒店市场具有优势。收购完成后，锦江股份拥有的品牌，从数量、质量、结构上都更完善。

2. 经营规模大幅增加

本次收购完成后，锦江股份已开业的连锁酒店家数、房间数增长一倍左右，经营规模大幅增加。截至 2015 年底，锦江股份已开业的有限服务型连锁酒店合计达 2,223 家，客房总数 224,666 间（2015 年底数据）。其中，原锦江股份体系内的酒店 1066 家，占 47.95%，卢浮酒店集团内酒店家数 1,157 家，占 52.05%；客房总数 224,666 间，其中原锦江体系内房间数 126,889 间，占 56.48%，卢浮酒店房间数 97,777 间，占 43.52%。

3. 酒店分布更加均衡

本次收购前，锦江股份的连锁酒店业以中国境内为主，在境外只有大韩民国的 1 个城市的 1 个签约酒店；本次收购完成后，截至 2015 年底，公司旗下签约有限服务型连锁酒店分布于中国境内 31 个省、自治区和直辖市的 319 个城市，及中国大陆境外 56 个国家或地区，遍布亚洲、欧洲、美洲和非洲。

4. 管理水平得到提升

卢浮集团拥有超 38 年成熟的国际化管理团队、体系及全球化酒店管理经验，本次收购将大大促进锦江股份管理水平提升。

四、案例点评

在了解本次交易的方案、背景、特点等内容的基础上，接下来，将对本次收购动机、收购后的整合情况进行分析和探讨：

（一）锦江股份的收购动机是否具有合理性

锦江股份收购 GDL 的动机是：通过引进优质酒店资产，整合品牌、管理和优势资源，把握欧洲旅游和酒店市场的机会，

提升其在欧洲市场占有率，推进其国际化战略实施进程。近年来，酒店行业持续调整为锦江股份提供产业并购整合的机遇，通过分析可发现锦江股份打造跨国酒店的战略定位相对清晰。

锦江股份收购 GDL，在一定程度上抓住了酒店业消费端的需求变化，其收购 GDL 的动机相对合理。从 GDL 旗下的 Golden Tulip 系列中高档酒店看，该中高档酒店从价格和舒适度方面都较好满足了消费者旅行度假和商务出行的需要，抓住了近年来消费端对中端酒店需求增加的机遇，收购动机具有相对合理性。

（二）锦江股份能否实现品牌整合

本次交易后，锦江股份已将卢浮酒店集团旗下的四大品牌系列、七大品牌收入囊中，涵盖大量经济型及少量中高型酒店。品牌蕴含着极大的价值，而进行品牌整合又是极其重要且复杂的，所以锦江股份能否实现品牌整合将极其关键。

本次交易前，锦江酒店集团和锦江股份同卢浮酒店集团及其实际控制人喜达屋资本集团间已开展了一段时间的合作，这无疑为锦江股份在欧洲市场的酒店运营积累了一定经验，具备一定的品牌管理能力。锦江股份完成对卢浮系品牌的收购后，相继又收购了铂涛、维也纳，锦江股份旗下品牌越来越多，如果锦江股份无法将诸多品牌有效整合，将很可能导致品牌的大杂烩，无法产生整合效益。根据 2016 年 12 月 6 日发布的相关公告，锦江股份已与相关方签署了 WeHotel 股东协议。姑且不论 WeHotel 网络平台未来效果，但至少看到锦江股份正在采取

措施，对近几年收购的酒店资源整合，推进国内国际酒店系统的对接，这在一定程度上将推进各系列品牌的管理和整合。

基于上述分析，可以认为锦江股份对各品牌整合还是相对重视的，锦江股份正开启品牌整合之路，这一点是值得肯定的。但锦江股份能否管理好、定位好各品牌系列，以实现品牌整合，从而为锦江股份带来实质性的效益，尚需时间来检验。

（三）锦江股份能否充分发挥规模优势

近年来，酒店业面临存量过剩，尤其经济型酒店存量过剩已是业界公认。本次交易后，锦江股份的酒店规模扩大，锦江股份能否充分发挥规模优势，实现盈利能力提升，值得关注。

根据 2016 年 11 月 1 日，中银国际对锦江股份研究报告，截至 2016 年 9 月底，卢浮系酒店开业总数 1,190 家，同比增长 5.68%。归母净利润 973 万欧元，同比下降 25.38%。第三季度，卢浮系酒店平均房价增长 0.90%，平均出租率大幅下滑 7.71%，导致 RevPAR 下降 9.91%。尽管卢浮系酒店规模在扩大，但卢浮系酒店盈利水平不稳定，换言之，其规模优势尚未显现。

基于前述分析和探讨，可以看到，锦江股份收购 GDL 的动机是相对合理的，收购完成后，锦江股份并未忘记对相关品牌资源的整合，尽管其整合效果和规模优势的发挥尚需时间来检验，但至少可以看到锦江股份收购 GDL 并不是盲目的，对锦江股份的发展规划是负责的。（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