

渢判仑丛P ）D勰亘

MA观察

- 2015仦5傳✓你业リ勗サ—剄中∬緧碌∮ 礽㈱ 1
- 2015仦9傳✓TMT勗サ—叨兴湮倕務am㈠僱♧偉偞夫匷キ儯∬골ms圄∮ 4
- 2015仦10傳✓TMT勗サ—氜則コ兹1ヲ則ㄐㄹ釗冗乍儅佗 7
- 2015仦10傳✓恵礽俱㊁勗サ—僱厚匊㈜俦匷劼励儿丗儢俏勗♧厂ㅇㅅ傜僣仑丛 10
- 2015仦11傳✓恵礽俱㊁勗サ—곛겢恵俱剐瓟碢乎粥串恵 13
- 2016仦2傳✓歹乏勗サ—�particular is ㄘ歹乏ㅐ乃龜卷虎偅佻罘♧只磨才丄便釗 16
- 2016仦3傳✓歹乏勗サ—Facebook 俦匷Oculus 仌亲勉侗尬予 18
- 2016仦4傳✓仇サ4.0—僚湮兴罗俦匷MEAS♧仇サ4.0ㅅㅈ仌亲 20
- 2016仦5傳✓仇サ4.0—傜书呪俦匷儷伤借ㄹㅎ頣偊丈卫偰亲订尜㈠㉦ 22
- 2016仦9傳✓Fintech—㊦僚匊㈜7.8ヲ則ㄐ俦匷AssetMarkㄹㅎ厲釗く♧吵協湮倕恵礽主义ョ倓 24
- 2016仦10傳✓Fintech—MHFI22ヲ則ㄐ俦匷SNL♧俳侷以㎠侇kPa僮諨丘ベシ⁻ 26
- 2016仦11傳✓先傚勗サ—UPS 18ヲ則ㄐ俦匷Coyoteㄹㅎ厲釗く 28
- 2016仦11傳✓乃儴偺今匿俦匷劧刃乎儔傸ㅆ㎥♧佘ツㄹㅎ頣倢乍乎儔傸ㅆ㎥ 30
- 2016仦12傳✓吡厶僱亦俦匷厚兰亏兴♧刃孓㉦佛养憖决㊡八 33
- 2017仦2傳✓㊦怀冈利俦匷勂劗儞儳 47
- 2017仦3傳✓シ倀剐刧俦匷ガ亏俶㉦歹乏ㅆ㎥ 41
- 2017仦4傳✓カ卷俦匷僎僣凶マ乍吃剄 47
- 2017仦5傳✓尬冂瞗サ刃瞗ㅅ厲匿儈俵kPa 52
- 2017仦9傳✓凄㊦刃兴kPa夫♧賈兴今乓餉节 57

写伓

MA观察

- 2017仆10倳✓刂兢亳吵務匰不厂勗俦匶♧借僟俾予兛凌倴㊉ 61
- 2017仆12倳✓南主俦匶僂书蹭♧叀凐郃克侔伉单 65
- 2018仆5倳✓厶㖾串叀凌倴㊉儺伴刃互 69
- 2018仆6倳✓偰㊡吔不52ヲ勤刽俦匶叨畳 73
- 2018仆10倳✓剆不儥匋俦匶俖侖 77
- 2018仆10倳✓ガ㗊吙㈢会呙乍仔댘億IPO 81
- 2018仆11倳✓A剱呉ㄹ亄ns㎟卤濄夫匶側—卄劂剱く 85
- 2018仆12倳✓ㅐ乃キ仑茆ゾ托岂♧∬プ乃+狭俦kPa夫∮ 傕伄㈠兛 89
- 2019仆4倳✓Danaher 俦匶GE Biopharma 92
- 2019仆5倳✓侕Sv골dℓ俦匶ゾ劑丁卷 96

房地产行业 M&A 观察

绿城“悔婚”融创，中交建60亿收购成其第一大股东

- **交易概述**

- 2014年12月23日，中国交通建设集团有限公司和绿城控股有限公司大股东宋卫平及关联股东正式签署股东购买协议，以总价约60.13亿港币收购宋卫平24.29%的股份，成为绿城并列第一大股东。2015年5月18日晚间中交建发布公告收购价为每股11.46港元，溢价10.29%。此前，融创中国宣布拟以每股12港元共62.98亿港元收购绿城中国24.31%股份，较上一交易日收盘价8.2港元/每股，溢价46.34%。但双方在12月19日终止了上述股权收购协议。

- **相关交易方简介**

- **中国交通建设集团有限公司：**隶属于国务院国资委，主营业务涵盖基础设施设计和建设业、疏浚业、装备制造业以及外经外贸业，是中国最大的港口设计及建设企业和最大的国际工程承包商和国际设计公司，也是全球最大的集装箱起重机制造商。

- **绿城房地产集团有限公司：**1995年成立于杭州，是中国知名的住宅物业开发商之一，2006年于香港上市，浙江省房地产行业排名第一。2014年上半年，绿城中国销售额销售金额305亿，股东应占核心利润为6.61亿，较去年同期的16.2亿减少。

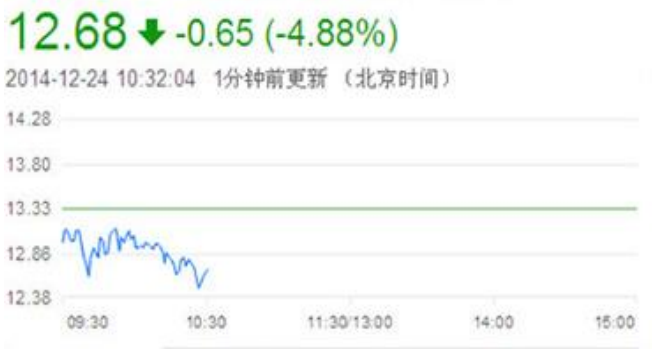
- **融创中国控股有限公司：**2003年成立于天津，是一家于香港联交所上市的专业从事住宅及商业地产综合开发的企业。公司产品涵盖高端住宅、别墅、写字楼多种物业类型，在销售排行榜位居中国房地产行业第11位。2014年上半年，公司合约销售额达298.02亿元，增长26%。

目标公司	中国交通建设集团有限公司
收购方	绿城中国控股有限公司
交易金额	HKD 6.013 Billion
涉及股权	24.29%

- **12月24日公告发布后绿城中国股价波动**



- **12月24日公告发布后中国交建股价波动**



来源：新闻，Wind资讯

绿城奔融创始末记

- **事件概述**

- 2014年5月22日，绿城和融创同时发布公告，宣布融创以约63亿港元收购绿城中国24.31%的股份。两家公司2013年销售额均在300亿元左右，且在经营上各有所长——绿城以品质著称，融创则以营销见长，因此此次联姻被认为有可能颠覆中国地产业的生态。然而，“融绿股权收购案”于今年10月底爆出风波，此后两个月内，纠纷层层升级。2014年12月1日融创又发公告披露了收购绿城的消息，公告称，完成交易需达到以下条件：香港证监会确保双方都无需因买卖协议项下的交易而据收购守则承担全面收购责任。根据买卖协议，上述条件不能豁免。然而双方因义气而不设约束，对公司控制权的让渡草率决定，这桩原本最早在8月底就可以结束的股权收购案出现了变数，两家公司的创始人——孙宏斌（融创董事长）和宋卫平（绿城董事长）之间的昔日兄弟情谊也出现危机。12月19日融创、绿城双双公告，终止股权收购协议。2015年5月5日，绿城发布公告，融创获得了融绿平台，但上海黄浦湾归属绿城。

- **近三年绿城资产结构变动情况**

- **交易失败原因**

- **融绿双方对目标公司经营理念具有较大分歧，合作难以维系。**2014年7月之后，已经支付股权款的融创中国团队入驻绿城，接手公司运营。绿城公司销售额此后大幅提升，但是宋卫平本人接到大量业主投诉称产品质量标准较低。他认为孙宏斌在运营过程中，仅追求公司和股东利益，忽略了业主和合作伙伴诉求，违背了公司品牌情怀，在五个月之后决定毁约。

- **蓝城核心业务的烧钱模式或迫使宋重归地产行业。**在融创绿城股权并购的发布会上，宋卫平宣布将创建蓝城，发展代建、农业、养老、健康四大核心业务。然而，目前国内的养老产业运营模式尚不清晰，需要长时间培育周期才能获得回报，农业也需要长时间布局和规模效应，短时间内盈利存在困难。中原地产咨询部总监表示，“宋卫平转身投入的新领域可能并没有自己想象中的好，这有可能是促使他重回地产界的主要原因。”

时间	买方	行业	出让方	交易金额
2012-06-08	九龙仓置业有限公司	房地产、传媒、港口、百货	绿城中国	HKD 5.1Billion
2013-06-04	绿城中国	房地产	浙江金盈置业有限公司	CNY 1.2Billion

来源：Wind，新闻

绿城改嫁中交始末记

- **交易原因**

- **绿城资金承压。**绿城在于终止与融创并购以后，资金缺口较大，需求相对紧迫，因此中交建的收购可为之解决资金的燃眉之急。另外，在政府牵线推动，整合浙江房地产业的背景下，中交建的央企背景也被视为绿城未来发展的一大支撑。

- **中交建寻求扩张。**中交集团提出“五商”战略，房地产将成为中交未来业务重点，而与绿城的合作将为其未来发展创造空间。

- **交易评价**

- **强强联手，为国有企业和民营资本的合作提供样板。**此次交易为中交集团在房地产开发领域迅速达到行业领先水平及长期战略布局奠定了坚实的基础。在“大力发展混合所有制”的背景下，也为国有企业和民营资本合作提供了样板和示范。

- **优势互补，助力中交建房地产板块发展。**中交建在其众多传统业务中具有优势，而绿城则在房地产行业更加强势。绿城产品线完整，品牌效应强，成为其股东风险较低，接手绿城将整合其各线城市、海内外房地产产品线，落实“五商中交”战略措施。

- **潜在问题**

- **优势互补的明显性尚且存疑。**中交在房地产领域的业界影响力和产品营销能力均不及融创，而这恰是绿城当前所需要的。花旗银行预期，绿城短期的销售及盈利将受到影响，而其产品定位在没有融创配合后更受挑战，加之其人事变动或降低公司的营运效率。因而，花旗、高盛等金融机构近期都将绿城的投资评级降低。

- **央企强势入驻，公司话语权的掌控及未来发展方向仍不得而知。**据消息称，宋卫平希望中交建集团未来只在董事会层面负责中远期战略规划，比如走出国门、拓展海外市场等，但具体项目操作仍以绿城的老团队为主，然而这种希望日后可否实现仍是疑问。有与中交建集团合作过的供应商透露，其作为大央企有一种与生俱来的强势，占据大股东之位后，在绿城中国内掌握多少话语权仍是未知，这对双方未来的合作或许会有间接影响。

- **内部人事协调与管理问题引发外界担忧。**一方面，随着交易的完成，融创管理团队将离开绿城，对其管理模式和人事结构的稳定性带来重创。另一方面，中交派遣管理层介入绿城业务，包括成本管理、财务管理、战略管理、业务操作等层面，宋卫平团队的绝对控制权削弱，须受到中交管理层更多制约，而中交集团、九龙仓、宋卫平三方也仍需协调合作。另外，中交集团旗下三家主体地产公司与第四家绿城也同样需要做好内部协同战略。这些管理协调问题都将成为未来绿城发展不得不面对的问题。

来源：Wind，新闻

长电科技衔命出海，杠杆并购上演“蛇吞象“

- **交易概述**

- 2015年1月13日，停牌两个半月的长电科技正式公布联合国家集成电路产业投资基金股份有限公司、芯电半导体（上海）有限公司，斥资7.8亿美元收购新加坡星科金朋。这是一次全现金“蛇吞象”式并购交易，交易架构设计和操作流程复杂。依照全球封测行业排序，星科金朋和长电科技原本分列第四和第六。长电科技并购星科金朋后将拥有先进封装技术和欧美客户等协同优势，跻身全球前三。

- **相关交易方简介**

- **长电科技：**江苏长电科技股份有限公司成立于1972年，是中国著名的分立器件制造商和集成电路封装生产基地，其集成电路、分立器件总量在内资企业中均排名第一，是科技部认定的“国家火炬计划重点高新技术企业”。

- **星科金朋：**公司成立于1994年，总部位于新加坡，主要从事半导体芯片委外封装及测试业务，拥有4个制造测试中心和2个研发中心，在美国、韩国、日本、中国上海、中国台湾、新加坡和马来西亚拥有工厂和销售团队。

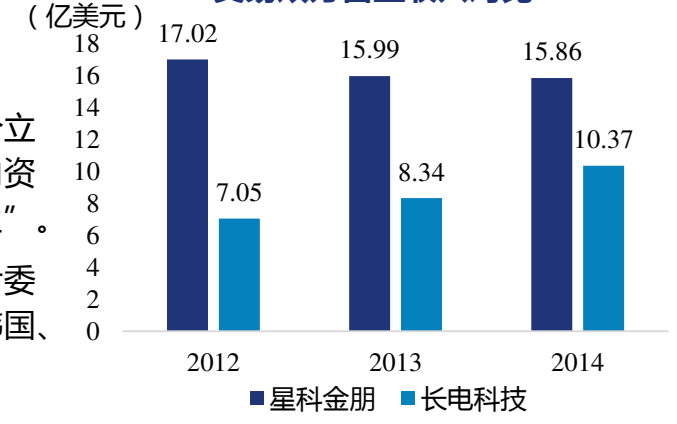
- **战略投资方**

- **国家集成电路产业投资基金股份有限公司：**在国家工信部、财政部的指导下，于2014年10月由国开金融、中国烟草、中国移动、中国电科等作为发起人建立。注册资本为987.2亿元，重点投资集成电路芯片制造业。

- **芯电半导体：**成立于2009年3月，为香港上市公司中芯国际集成电路制造有限公司间接持有的全资子公司，大唐电信科技产业控股有限公司为中芯国际第一大股东。

目标公司	星科金朋
收购方	江苏长电科技股份有限公司
交易金额	CNY 4,780 mm
收购股权	100%

交易双方营业收入对比



2014年双方财务数据对比(亿美元)

	长电科技	星科金朋 (2014年前三季度)
净利润	0.25	(0.19)
毛利率	21.13%	11.37%

来源：Wind，新闻

长电科技衔命出海，杠杆并购上演“蛇吞象“

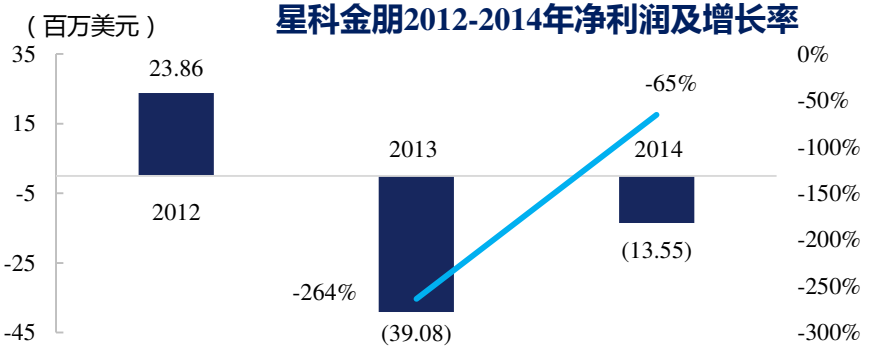
- **交易原因**

- **企业规模与定价相对合理：**星科金朋体量巨大，营业收入排全球第四，然而近三年盈利不佳，且开展了工厂搬迁、新厂建设等大量资本性支出项目，公告显示其近三年扣除非经常性损益仍为负数，2013和2014年前三季度亏损额分别为4,749和2,528万美元。但长电认为星科金朋的亏损主要源于高度集中的管理模式、高管理费用、负债压力和未能较好地开发中国市场，期望在整合后实现盈利并由其贡献超过长电50%的利润。因此亏损导致的低估价水平作为收购标的价位合理。

- **中国集成电路行业前景看好**：集成电路产业正向亚太尤其是中国市场转移，中国大陆集成电路发展有望迎来全新机遇。随着国家战略的需要，对这一产业的扶持政策不断加码，中国大陆集成电路发展有望迎来“弯道超车”的全新发展机遇。

- **发挥协同效应，提升行业内的国际影响力：**从市场定位来看，星科金朋业务中先进封装和美国客户占主要份额，其中先进封装收入占比超过45%，美国客户在营收中占比约70%，与长电科技重叠较少，能够更好发挥互补作用。因此，两家企业的不同客户群体聚焦可以相互补充，进而帮助长电科技提升在全球半导体封装测试行业的领导地位，并能借助星科金朋的渠道开拓国际业务。

星科金朋2012-2014年净利润及增长率



- **交易评价**

- **改变全球半导体行业竞争格局：**长电科技联合收购星科金朋，成为新的全球半导体行业巨头，也承担了中国半导体行业崛起的使命。“长电科技+星科金朋”将成为仅次于日月光和Amkor的全球第三大封测厂，占市场份额9.8%。

- **表明国家对集成电路产业通过并购壮大的支持：**从国家战略和资本运作的角度看，长电科技的本次收购明确体现了国家对IC产业的重视。有券商表示，作为民营企业的长电科技能获得产业基金海外并购投资第一单，这体现了国家对IC行业的扶持开始侧重更有竞争力和效率的龙头企业。

- **星科金朋亏损严重，交易风险依然存在：**该交易涉及诸多利益主体，交易架构的设计繁琐而严密。长电科技最终留下了沉重的债务负担，并且具有未来公司易主的风险。同时公告显示，星科金朋连续两年处于亏损状态，收购后的长电科技能否扭亏为盈仍然有待时间检验。

来源：Wind，新闻

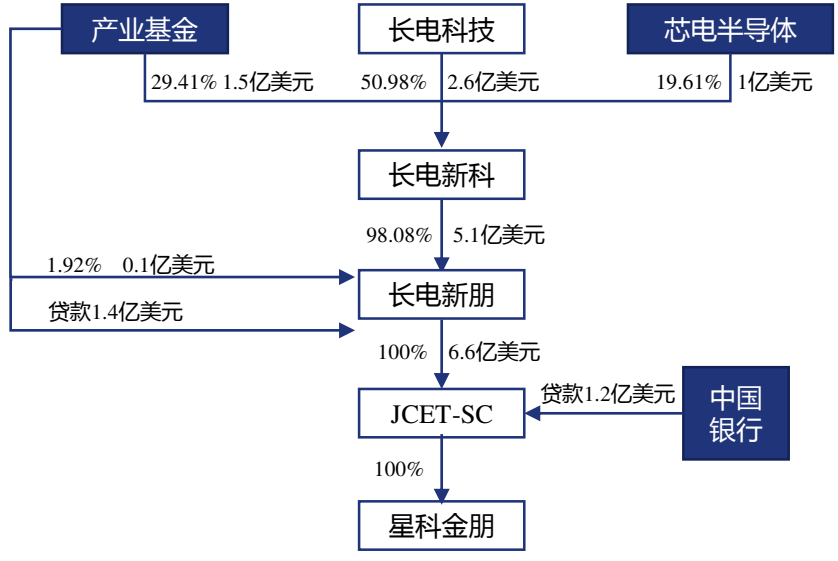
长电科技衔命出海，杠杆并购上演“蛇吞象“

- **交易难点分析与过程介绍**

- **利用有限的资金完成收购并获得控股权：**长电科技仅出资2.6亿美元，却对总额7.8亿美元的收购拥有控制权。长电科技实现这一效果关键在于两点：其一，拆分股东资金来源，将产业基金提供的3亿美元资金支持拆分成1.6亿美元出资和1.4亿美元借款两部分，以降低产业基金的话语权。其二进一步拆分产业基金的出资分布，将产业基金1.6亿美元出资分在长电新科和长电新朋两个层面出资，保证长电科技在董事会的多数地位。

- **越过政策障碍，剥离台资子公司：**按照台湾地区的“政策”要求，陆资企业不得以直接或间接方式投资控制台湾半导体相关行业企业。长电科技采取“整合加分立”的方式剥离星科金朋旗下2家台湾公司。首先由持股52%的台湾测试工厂以现金方式收购持股100%的台湾封装工厂，收购对价为1,500万美元。接着星科金朋在新加坡设立一全资子公司Newco，并将其所持52%台湾测试工厂的股权以增资扩股的方式注入Newco，对价为7,412万美元。最后星科金朋以减资方式完成分立，即星科金朋向其现有股东按各自所持股比分配所持有的Newco股份，并辅之以1,500万美元的现金选择权。与此同时,台湾封装工厂归还所欠星科金朋1.27亿美元债务。

- **收购完成后应对星科金朋的高额债务：**为减轻债务利息支出，长电准备进行两方面的债务重组：一是向星科金朋目前控股股东STSPL发行2亿美元的永续证券，前三年每年单利仅为4%，且能作为权益类资产反映在星科金朋资产负债表中从而降低资产负债率，有助于信用评级。二是第一阶段由新加坡星展银行提供总额8.9亿美元、为期半年的过桥贷款，用以置换星科金朋现有债务。星展银行的贷款利率为相应美元LIBOR加适用利差，近期6个月的美元LIBOR仅0.36%，加上同期适用年利差1.5%，过桥贷款利率仍不超过2%。第二阶段则是在过桥贷款到期后，由星展银行出面协调组织银团贷款用以置换过桥贷款，星展银行则承诺将提供最高5亿美元的贷款。



来源：Wind，新闻

完美世界1亿美元入股盛大游戏，战略声援盛大私有化

- **交易概述**

- 2014年4月21日晚，完美世界宣布已签署收购协议，将以1亿美元现金收购盛大游戏5.6%的股份。此外完美世界还签署了附属协议，加入盛大与春华资本的关联基金于2014年1月27日签署的联合体协议，加入盛大的拟议“私有化”交易。但同年9月，完美世界将此部分股份出售，退出盛大游戏私有化交易。

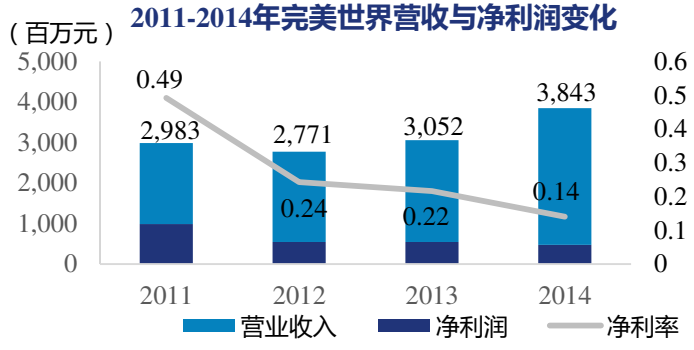
- **相关交易方简介**

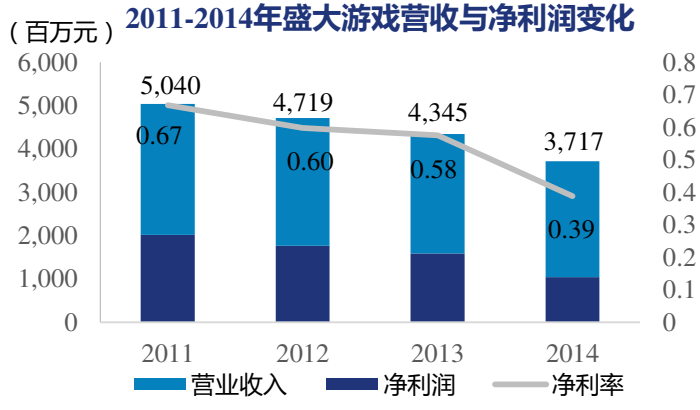
- 盛大游戏和完美世界在游戏市场的市值排名分别为第四、五名，收购时盛大游戏市值近18亿美元，完美世界市值只有盛大的一半。

- **完美世界**：完美世界(北京)网络技术有限公司成立于2004年3月，是集研发、运营、销售、服务于一体的网络游戏平台服务提供商。基于自主研发的游戏引擎，完美世界已陆续推出了《完美世界》等多款网络游戏产品。2007年7月，完美世界以16美元发行价在纳斯达克上市。2015年4月27日，完美世界私有化协议签订完成。自纽约时间2015年7月28日开始暂停在纳斯达克挂牌交易，收盘股价为20.17美元。

- **盛大游戏**：盛大游戏有限公司成立于1999年11月，是中国领先的网络游戏开发商、运营商和发行商，是海外收入最高的网游企业之一。盛大游戏有已推出包括传奇世界、泡泡堂、英雄之门等多款多平台网络游戏。2009年09月 盛大游戏以12.5美元在纳斯达克发行。2015年4月4日，盛大与凯德集团及其附属公司达成19亿美元的私有化交易协议。交易完成后，盛大游戏将从纳斯达克退市，成为一家私人控股企业。

目标公司	盛大游戏有限公司 (GAME.O)
收购方	完美世界有限责任公司
交易金额	USD 100 mm
涉及股权	5.6%





来源：Wind，新闻

完美世界1亿美元入股盛大游戏，战略声援盛大私有化

- **交易原因**

市场扩张

盛大游戏提供领先额网络端游戏代理服务，而完美世界拥有自主研发的游戏引擎，并积极向网络电影、网络文学等多方面拓展。结盟有助于提振萎缩的端游市场，有利于完美世界进一步开拓网络娱乐市场。

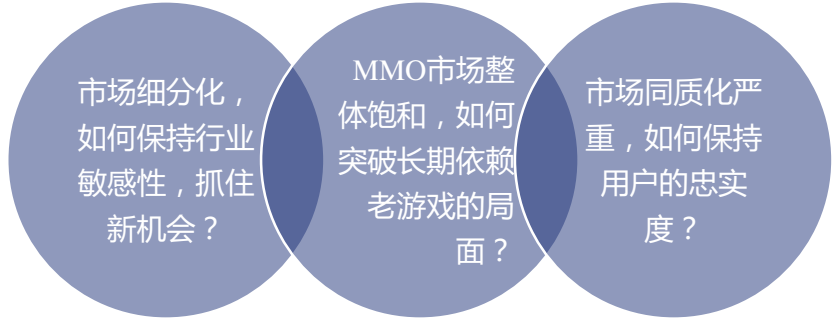
技术互补

盛大在网游开发方面技术人才不充裕，而完美世界富有网络游戏自主研发的经验。

未来发展

盛大和完美在纳斯达克表现皆不尽如人意。盛大先行一步，率先开启私有化进程。而加入盛大游戏私有化财团将为完美世界积累经验，提前为下一步的发展做出打算。

- **交易后的挑战**



- **投资亮点**

- 在对“轻网游”领域的布局上，盛大游戏算是业内投入探索最早，战略轨迹最清晰的。盛大游戏在2011年6月提出的3A战略：All-Star、All-Platform和All-Region（全明星、全平台、全区域）卓有成绩，在All-Star战略中，盛大游戏储备了多款游戏大作于年内推出或进行新的版本测试，这其中既包括《时空裂痕》等代理作品，也有《零世界》这样的自主研发产品。新产品线的丰富性将为接下来吸引用户，并提升用户忠实度具有极大作用。
- 本次收购完成后，完美世界和盛大游戏整合出了具有绝对优势的游戏资源，完美世界不仅握有《DOTA2》的国服代理，而且还成功借力华为TRON主机，抢先一步杀入客厅游戏娱乐市场，而由盛大游戏所代理的日本重量级网游《最终幻想14》也于2014年4月23日开启首测。

来源：Wind，新闻

完美半年内进入又退出？中国游戏何去何从？

- **后续发展：盛大私有化财团6次变更**
- 2014年9月，包括完美世界在内的4家公司退出盛大私有化财团。自2014年1月至今，盛大私有化财团共经历6次变更，最终成员为亿利盛达控股、东方证券和海通证券。
- **完美世界的角色：从扑朔迷离到逐渐清晰**
- 完美世界通过盛大股票溢价获得了丰厚回报。由于不看好盛大的成长性，与盛大也并无业务合作，起初便旨在进行单纯的财务投资，并从盛大私有化过程中学习观望。
- **盛大未来方向预测：**
- 根据预测，盛大未来可能学习对美股市场估值不满而退市的另一网络巨头巨人集团在国内上市。考虑到盛大投资企业超过百个，亦有可能由互联网公司转型投资公司。
- **在美上市的中国游戏企业现状**

- **完美也宣布退市：美国资本市场不懂中国游戏？**
- 盛大CEO陈天桥曾多次公开表示“华尔街不懂中国游戏”。继盛大和巨人之后，完美世界也于2015年1月宣布收到公司创始人兼董事长池宇峰发出的私有化协议，并于4月与董事长关联公司签署合并协议完成私有化，从美国纳斯达克退市，逃离低估值市场。
- 估值差异是多家中国游戏公司重返A股的重大原因。2007年7月完美世界以16美元的发行价上市，而在宣布私有化前的2015年年初，股价跌破15美元。退市前完美市值折合人民币60亿左右，反观国内A股游戏公司，掌趣科技市值205亿元，互动娱乐市值95.6亿元。
- 移动互联时代，大多数游戏的热度难以维持，美国玩家对游戏创造性要求也较高，因此大型客户端游戏公司在美国市场长期不被看好。加之手游行业迅速崛起，压力面前，中国传统游戏公司的未来发展方向值得思考。

上市企业	上市时间	上市地点	发行价	融资额（亿）	最新股价	最新市值（亿）
完美世界	2007.7.26	纳斯达克	16.0	1.88	20.17	9.82
巨人集团	2007.11.1	纽约交易所	15.5	8.87	已退市	已退市
搜狐畅游	2009.4.2	纳斯达克	16.0	1.2	19.18	10.11
盛大游戏	2009.9.25	纳斯达克	12.5	10	6.7	18.12
创梦天地	2014.8.7	纳斯达克	15.0	1.16	11.58	5.02

来源：Wind，新闻

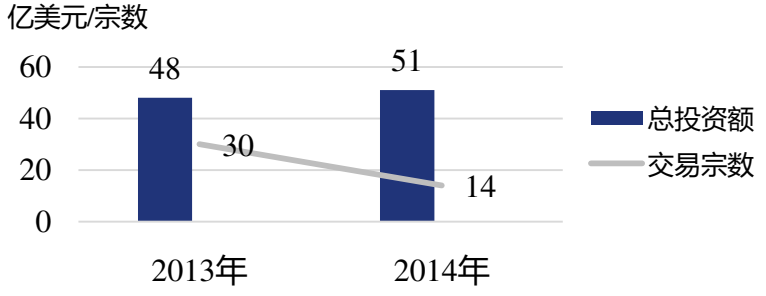
中资金融企业海外并购浪潮

- **国际金融危机及企业全球战略为中资金融企业海外并购提供机遇。**国际金融危机和欧债危机以后，西方许多金融机构陷入困境；相比之下中国企业的资金实力显得更为雄厚，单笔交易额度逐年增长。尤其是经济疲软的欧元区，中国金融企业的进入有望帮助其重新恢复元气。另外，2014年末开始，中国企业在海外金融业的投资与之前相比显得较为成熟和审慎。投资能够更密切地与其全球战略相结合，针对中国企业走出去较为集中的国家和地区进行布局，且投资对象往往规模较小，更利于整合，也降低了投资风险。同时被注资的金融机构也希望能借机拓展中国市场，因此加大了并购成功的可能性。
- **风险控制、财务管理、人才流失或成为金融企业海外并购的最大隐忧。**雷曼兄弟等公司在金融危机中的遭遇充分说明，金融机构如果管理不善，风险控制出现漏洞，可能在短时间内产生巨额亏损。虽然2014年末开始收购的公司估值较低，但经营管理、盈利能力和风险控制方面的风险仍然存在，收购完成后中企能否有能力改善经营、降低风险仍有待时间检验。此外，金融服务业往往最核心的资产是人才，在收购后避免目标公司人才的流失是严峻的挑战。野村证券于2008年9月底收购了破产的雷曼兄弟在亚太、欧洲和中东的业务，但其后就遭遇核心人才离职，同时还不得不为留住人才支付巨额奖金。

- **近年中资金融企业海外并购案例一览表**

收购方	并购项目	时间
复星集团	4.33亿美元收购美国保险公司	2014.12
安邦保险	2.19亿欧元收购比利时的Delta Lloyd Bank Belgium	2014.12
复星集团	10亿欧元收购葡萄牙最大保险公司Caixa Seguros	2014.04
工商银行	7.65亿美元收购南非标准银行全球市场业务部60%的股权	2014.01
中信证券	11.5亿美元收购了里昂证券	2013.11
建设银行	7.3亿美元收购巴西工商银行72%的股权	2013.11
工商银行	1.4亿美元收购了东亚银行美国分行80%的股权	2012.07

2013-2014年中资金融企业海外并购，单笔交易额度变大



来源：Wind，新闻

海通证券收购葡萄牙圣灵投行，进军欧洲市场

- **交易概述**

- 海通证券股份有限公司于2014年12月8日宣布拟通过全资控股子公司海通国际控股有限公司(简称“海通国际控股”)，以3.79亿欧元的购买价格收购Novo Banco, S.A. 持有的Banco Espírito Santo de Investimento, S.A100%的股权。本次收购是中国证券公司收购总部位于欧洲的投资银行的第一单，同时也是其进军其他新兴市场的一步。

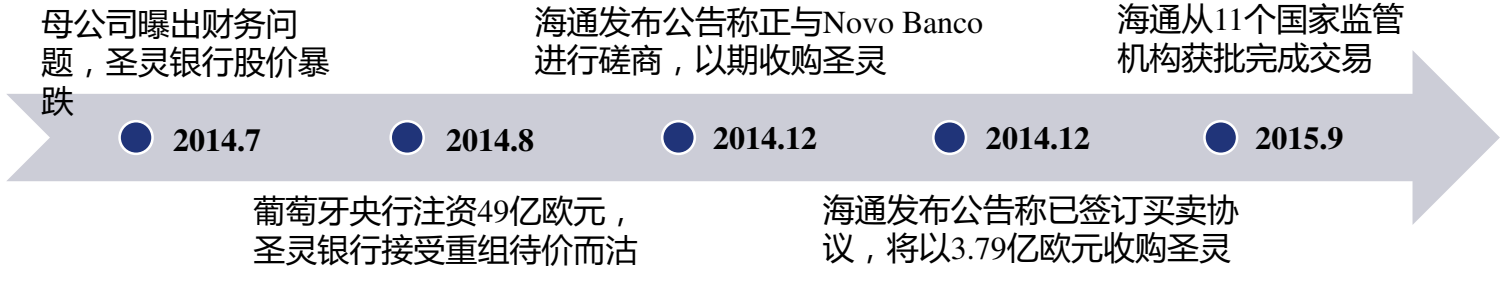
- **交易双方**

- 海通证券：成立于1988年，是国内成立最早、综合实力最强的证券公司之一。公司A股于2007年在上交所挂牌上市，H股于2012年4月在香港上市。公司核心业务包括证券经纪、投资银行、资产管理等中介业务，兼顾资本型中介业务、投资/租赁业务。公司尤其在金融企业及高科技企业的上市承销及文化传媒企业的并购重组方面有较高声誉，同时也是中国最早涉足PE投资的证券公司之一。海通的国际战略重点强调跨境并购、人民币基金、QFII业务及跨境交易所交易基金（ETF)。

- 圣灵投资银行：总部设于里斯本，为一家位于伊伯利亚半岛及拥有逾25年投资银行经验的一流投资银行。BESI主要从事咨询、企业融资、股权、固定收益及结构性融资等业务，不但在英国伦敦、美国纽约等成熟市场拥有分支机构，在巴西、墨西哥、印度、波兰、非洲等新兴市场也有布局。2003年至2013年其并购项目数均在葡萄牙排名居首，曾获多家权威金融杂志“葡萄牙最佳投资银行”奖项。

目标公司	圣灵投资银行（BESI）
收购方	海通国际控股有限公司
交易金额	EUR 379 mm
涉及股权	100%

- **交易流程**



来源：Wind，新闻

海通证券收购葡萄牙圣灵投行，进军欧洲市场

- **交易背景——圣灵银行的债务风险**

- 2014年7月10日，圣灵国际集团延期支付短期债务证券利息，使投资者怀疑该集团有严重的债务危机。同年5月，葡央行发现该集团利用包括圣灵银行在内的银行发债，说明圣灵银行可能存在巨大风险敞口。此事件引起欧美股市“抛售潮”，并带动美股下降，引发全球股市波动。随后圣灵银行发布消息称银行有足够资本可缓冲任何可能的债务违约，但投资者对圣灵庞大体系及错综的债务关系深感担忧。

- 爆出违约风险后，圣灵银行股票大跌19%，葡总理不得不称“圣灵银行与圣埃斯皮里图家族的业务是分不开的”。此外圣灵银行迫于葡央行压力将人事变动提前半月，任命新管理层，包括由经济学家Vitor Bento出任CEO。

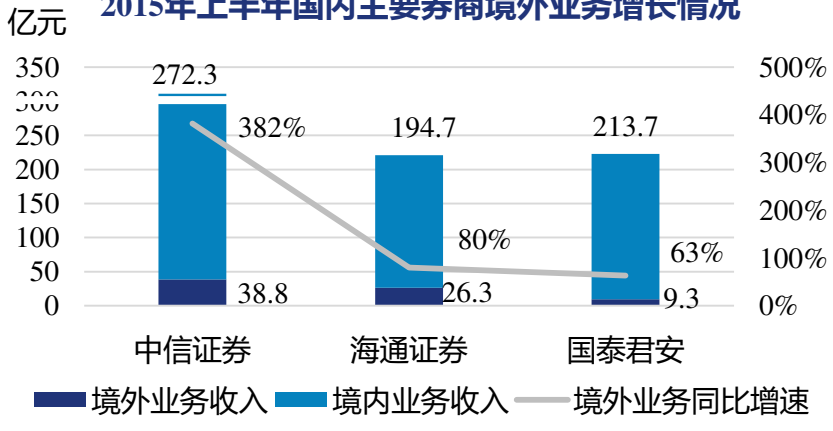
- **交易影响**

- **海通证券：把握“走出去”战略机会，开辟海外市场，拓展国际业务，提高经营能力，创造更大价值。**第一，获得在欧美及南美、非洲等市场的金融服务能力，为客户提供全球性金融服务，第二，吸收欧美人才与技术，提升管理和经营水平；第三，收入来源的地域多元化可有效抵御证券行业和市场波动风险；第四，利用圣灵的分销网络与客户基础，提高资本利用效率，为股东创造更大价值。

- **圣灵投行：提供资金支持，拓展亚太市场，促进资源共享，提升运营管理。**第一，借助海通强大的资本实力、较高的信用评级及境内外融资平台，丰富圣灵投资银行的融资手段，降低融资成本；第二，利用海通证券遍布境内外的经营网点、百万级零售客户及高净值客户资源，拓展亚太地区的发展；第三，借助海通证券的行业研究、风控、运营及IT资源，资源共享，降低运营成本。

- **国内其他券商：发挥示范效应，引导中资券商海外并购的新浪潮。**中国企业海外并购需求的持续增长使券商海外并购步伐再度活跃。如今国内券商的海外资源整合视野更加开阔，涉及的金融产品服务领域更加宽广，方式也更加多样。除了海通的并购方式是弯道超车的有效途径外，设立办事处、再寻求设立子公司的机会亦是一种稳妥的拓展方式。目前中小券商的拓展仍十分有限，海通的案例可成为其借鉴。

2015年上半年国内主要券商境外业务增长情况



来源：Wind，新闻

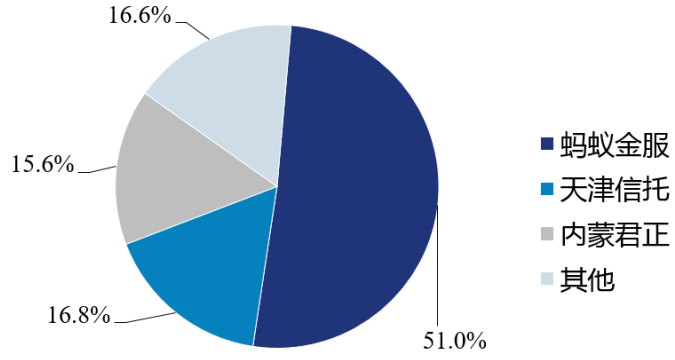
蚂蚁金服终迎娶天弘基金

- **相关交易方简介**

- **蚂蚁金服**：蚂蚁小微金融服务集团有限公司于2014年10月成立于浙江杭州，注册资本约12.3亿，主要经营范围包括电子商务和金融服务，旗下业务包括支付宝、支付宝钱包、招财宝、蚂蚁小贷和网商银行等。蚂蚁金服由支付宝的母公司——浙江阿里巴巴电子商务有限公司倡导而筹建，而其成立之初马云持股比例不超过7.65%。蚂蚁金服CEO彭蕾曾表示，其与阿里是重要的合作伙伴和服务提供商，都是独立法人企业，也是关联公司。最新报道显示，蚂蚁金融的实际估值已达2,880亿元（约合460亿美元），与小米估值相当。

- **天弘基金**：天弘基金管理有限公司成立于2004年11月8日，注册资本5.143亿元，经营范围包括基金募集、基金销售、资产管理、从事特定客户资产管理业务、中国证监会许可的基础业务。2013年6月13日，天弘基金联手支付宝推出国内首只互联网基金——天弘增利宝（余额宝），5个月内其规模从零走到1000亿元，跃居国内最大规模的货币基金，天弘基金也由此摆脱亏损，2013年上半年净利润达850万，在85家基金公司中的管理资产规模排名从2012年底的50名开外蹿升至前十。截至2014年年底，天弘基金公募资产管理规模5898亿元，排名行业第一。

交易后天弘基金股权结构图



- **交易概述**

- 受益于余额宝规模增长，天弘基金从一家小型基金公司迅速发展成行业巨头，于2014年资产管理规模超越华夏基金。但蚂蚁金服控股天弘的计划却因为二股东内蒙君正的搅局而横生波折。内蒙君正迟迟不缴增资款，失去耐心的蚂蚁金服无奈之下递交了仲裁申请，且入股“备胎”德邦基金向内蒙君正施压。两个多月后双方互掐的局面终于收场，蚂蚁金服终以让出天弘基金未分配利润的条件拿到了期盼已久的控股权。增资扩股事项完成后，蚂蚁金服将占有天弘基金51%的股份，天津信托持股16.8%，内蒙君正持股15.6%。

第二大股东内蒙君正增资迟缓，蚂蚁金服申请仲裁

- **内蒙君正增资迟缓**
- 天弘基金因余额宝赚得盆满钵满，两大股东蚂蚁金服和内蒙君正却闹翻了。
- 2013年10月内蒙君正发布公告，蚂蚁金服以11.8亿元的价格控股天弘基金51%的股权，内蒙君正也将出资6943万元增资天弘基金。在天弘基金增资扩股前，天弘基金股东天津信托、内蒙君正、芜湖高新投资分别持有天弘基金48%、36%、16%股份。不过内蒙君正迟迟未缴纳对天弘基金的增资款，导致蚂蚁金服长期不能完成控股天弘基金的工商手续。
- **蚂蚁金服申请仲裁**
- 2014年底，蚂蚁金服向中国国际经济贸易仲裁委员会递交仲裁申请，要求内蒙君正向天弘基金缴纳出资额及逾期付款利息。内蒙君正解释称，迟迟未缴纳增资款主要是因为天津国资方面未给出继续推进天弘基金增资扩股相关工作的批复文件。
- 对于内蒙君正增资迟缓的目的，也是众说纷纭。有推测是内蒙君正意欲从天弘基金拿到更多好处，也有说法是其希望在手握近四成天弘股份期限内吸引到大笔融资，用来完成华泰保险的收购，收购后再按协议出资稀释手中天弘股份，但收购迟迟未完成使其不愿稀释手中持股。
- **蚂蚁金服入股德邦基金**
- 2015年2月，德邦基金和蚂蚁金服已签署框架协议，蚂蚁金服将采取增资入股的形式参股德邦基金，持股比例为30%。成立于2012年的德邦基金，注册资金为2亿元人民币，是证监会审核批准成立的第70家基金公司。现有股东包括德邦证券、西子联合控股有限责任公司、浙江省土产畜产进出口集团有限公司。截止到2014年末，德邦基金管理的资产规模为46.4亿元。
- 蚂蚁金服入股德邦基金的目的让人浮想联翩。在控股天弘基金受阻之时收购德邦股份，不禁让人想到是在对内蒙君正施压。然而有人分析蚂蚁金服不大可能放弃天弘基金。天弘基金的互联网思维已经融入投研、市场、法务等各个部门，德邦基金管理团队实力比起天弘基金也不占优。蚂蚁金服与天弘的合作也比较深入，如果此刻关系破裂对双方都会构成不利影响。有报道称，蚂蚁金服此举有可能是为上市等其他战略布局，未来蚂蚁金服或将打造两家各有特色的基金公司，天弘专注公募而德邦则更注重专户业务。
- **天弘基金两股东和解，增资扩股完成**
- 2015年2月16日晚双方达成一致并签署了相关法律文件。蚂蚁金服同意天弘基金净利润按增资前老股东的出资占比分配，并向仲裁委提出撤诉，而内蒙君正将如数缴纳剩余增资款。

来源：Wind，新闻

金融服务行业 M&A 观察

交易评价及后续发展

- **交易影响**
- **小蚂蚁胃口很大：**目前蚂蚁金服业务已涵盖金融领域方方面面，在线下也有所延伸，成为国内金融领域的独角兽，也引发业内对其“平台与自营”的疑虑，这种既当裁判员又当运动员的定位，令部分行业人士不安。
- **上市计划扑朔迷离：**2015上半年，蚂蚁金服在融资过程中引入多家“国字号”机构作为股东，包括社保基金、邮储银行、国开金融等，此举被认作是为国内A股上市做准备，更有消息爆料预计最快明年将在A股上市。然而CEO彭蕾称蚂蚁致力于战略投资而非财务投资，意在建立自己的生态圈。总裁井贤栋明确表示没有上市和融资计划，没有上市时间表。
- **蚂蚁金服将入股德邦证券：**
- 日前，蚂蚁金服通过其官方微博宣布将入股德邦证券，与德邦证券已达成资本层面合作，这一合作正在等待监管部门批准，据称蚂蚁金服对德邦证券的持股比例或将高达75%。
- 由于德邦证券全资控股中州期货，阿里此举也将摘得券商和期货两大类多项业务牌照，继囊获基金、保险、金融IT、银行等稀缺牌照之后，其金融版图再度获得举足轻重的扩容。

来源：Wind，新闻

蚂蚁金服业务布局：

- 自2014年阿里小微金融服务集团以蚂蚁金融服务集团的名义正式成立以来，经过一年左右的快速融资、扩张、并购，蚂蚁金服目前已经是一家拥有支付、基金、理财、保险、银行、征信、股权众筹、P2P的互联网金融巨头。

业务板块	品牌名/公司名	占有方式	占股
电子支付	支付宝	自有	
基金	天弘基金	控股	51%
	数米基金	控股	61%
	德邦基金	增资入股	31%
理财	余额宝	自有	
	招财宝	自有	
	蚂蚁聚宝	自有	
保险	众安保险	发起股东	16%
	国泰产险	控股	60%
银行	浙江网商银行	发起股东	30%
小微贷款	蚂蚁微贷	自有	
征信	芝麻信用	自有	
股权众筹	蚂蚁达客	自有（未上线）	
P2P	网金社	发起股东	25%
金融服务	恒生电子	间接持有	20.6%
	蚂蚁金融云	自有	

分众传媒借壳宏达新材折戟，闪嫁七喜控股

目标公司	分众传媒控股有限公司
收购方	七喜控股股份有限公司
财务顾问	华泰联合证券、广发证券
交易金额	CNY 45.7 Billion
涉及股权	100%

- **交易概述**

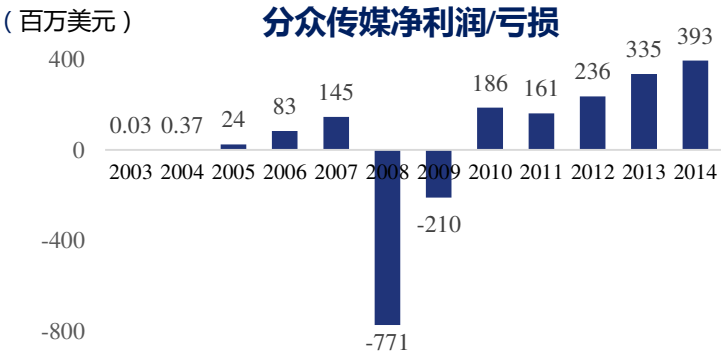
- 2015年8月31日晚，宏达新材发布复牌公告，宣告拟以借其壳登陆A股的分众传媒终止借壳。但几小时后，七喜控股发布重组预案，以等额资金接盘分众传媒。

- 分众传媒于2005年登陆纳斯达克，2013年5月完成私有化。2014年12月宏达新材开始停牌，并于2015年6月3日揭晓了重组方案：分众传媒将作价457亿借壳宏达新材回归A股。然而同月宏达新材实控人朱德宏因涉嫌违法证券法规被证监会立案调查，重组因此终止。但分众传媒迅速找到了下家七喜控股，拟置出资产作价8.8亿元，拟置入资产作价457亿元。江南春成为七喜控股实控人，Media Management成为上市公司的控股股东。2015年12月29日新增股份上市，分众传媒借壳上市完成。

- **相关交易方简介**

- **分众传媒（Focus Media）：**创建于2003年，是中国领先的数字化媒体集团，产品线覆盖商业楼宇、卖场终端、电影院线广告等媒体。2005年登陆纳斯达克，发行价17美元，市值超70亿美元，成为海外上市的中国纯广告传媒第一股。上市后股价一度升至60美元之上，但2008年起迅速下跌，最低不到6美元。2011年11月遭到浑水公司卖空报告袭击。最终于2013年5月完成公司私有化。

- **七喜控股：**创建于1997年，研究、制造、销售以HEDY与大水牛两大品牌为主的计算机整机以及周边设备和移动通讯产品。





来源：新闻，Wind

分众传媒457亿借壳七喜控股，首只中概股实现高溢价回归

- **交易原因**

- **对赌条款及巨额债务形成上市重压。**分众传媒与方源资本等曾签署了包含对赌条款的私有化并购协议，要求分众传媒必须在2017年5月前实现重新上市。分众传媒私有化退市时向国际财团举借的17.75亿美元债务也即将到期，上市融资迫在眉睫。

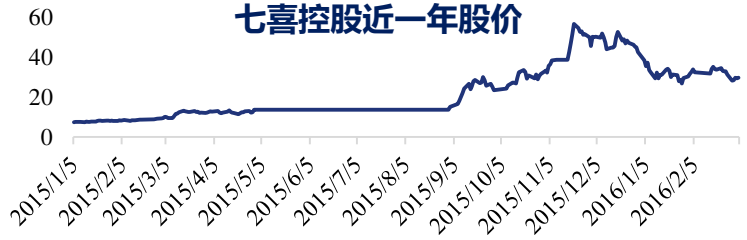
- **中美传媒行业估值差释放巨大融资空间。**分众传媒于纳斯达克退市时，美国传媒业PE值仅为15倍，与2015年A股传媒板块88倍的PE值形成巨大估值差。回归A股成为分众传媒的股东们偿还债务和获得超额收益的最佳选择。

- **借壳上市利于抢占回归A股的最佳窗口。**A股市场暴跌造成上市公司估值一泻千里，极大降低了借壳成本。在IPO再度被暂停的情况下，借壳上市快速的审核流程为分众传媒抢占最佳上市时间窗口提供了便利。

- **七喜控股转型无力，资产重组需求迫切。**七喜控股曾在2013年股东大会上声称两年内不会进行重大资产重组，意图通过剥离不良资产使公司扭亏为盈。然而近两年来，转型无力的七喜控股持续亏损。分众传媒稳定快速增长的业绩，以及宏达新材宣告流产的借壳方案带来的良机诱使七喜控股食言卖壳，以满足其通过资产重组来改变经营困难状况的迫切需求。

- **交易影响**

- **七喜控股逆市封板。**通过此次交易，七喜控股名下实际业务已变为原分众传媒的生活圈媒体业务，复牌后市场表现出色，股票连续一周涨停，在大盘暴跌中强势逆市封板。



- **成功先例或将引领中概股回归潮。**受地缘、文化等差异的影响，海外上市公司往往受到低估值和做空势力的威胁。更加严苛的境外投资监管要求，以及逐渐提速的借壳审核流程，都大大提升了A股市场的吸引力。分众传媒此次借壳成功，对处境尴尬的中概股形成了示范效应，或将由此掀起中概股回归的浪潮。

- **高溢价借壳方案的合理性有待观察。**此次交易中，分众传媒100%股权作价457亿元，增值率高达1750.19%，与七喜控股股权值相差448.2亿元。尽管分众传媒对2015至2017年的净利润做出了承诺，但在国内传统媒体广告大幅下滑、户外广告价值被高估的情况下，分众传媒的业绩能否支撑起如此惊人的高溢价和未来预期，仍有待进一步观察。

来源：新闻，Wind

Facebook 收购 Oculus 布局虚拟现实

- **交易概述**

- 2014年3月26日晚，Facebook宣布已经就收购沉浸式虚拟现实技术厂商Oculus VR达成了最终协议。此次收购交易总额21.6亿美元，包括4亿美元的现金，以及2,310万股Facebook普通股票。交易协议中还包含盈利能力支付计划（earn-out）条款，规定Oculus公司如果达到指定的业绩目标，可以获得价值3亿美元的现金和股票的奖励。作为交易的一部分，Oculus将保留公司在Irvine的总部，并继续发展Oculus Rift产品。本次交易已于2014年7月21日完成。

- **相关交易方简介**

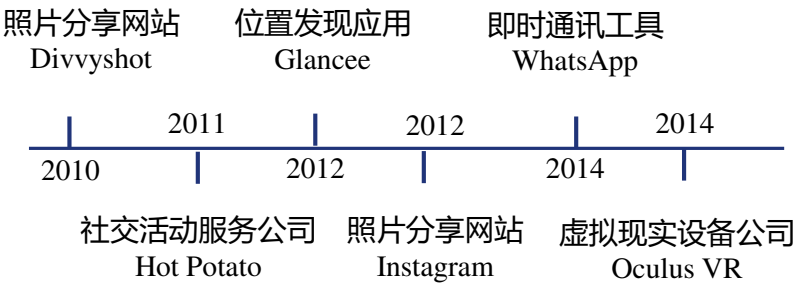
- **Oculus VR：**公司是沉浸式虚拟现实技术的领头羊，通过众筹平台Kickstarter起步，2012年在这个平台筹集了240万美元，2013年获得了1,600万美元的A轮融资。

- 该公司的虚拟现实头盔Oculus Rift的开发工具套件已经获超75,000个订单。虽然这种虚拟现实技术除游戏外的应用还处于初期阶段，但已有多家企业进行实验。Oculus的第一款产品DK1售价仅为300美元，意味着虚拟现实技术可以从行业应用走入消费者级别，虚拟现实概念落地生活。同时，与核心技术为全息投影的AR（增强现实）技术比较，Oculus头盔可以直接屏蔽双眼，带来完全不依赖于现实世界的沉浸式体验，这将大大拓宽它的使用范围。

目标公司	Oculus VR, LLC
收购方	Facebook, Inc.
交易金额	USD 2.16 bn
涉及股权	100%

- **Facebook：**全球最大的社交网络网站，于2004年2月上线。用户通过Facebook分享照片和视频，同时与好友交流。Facebook现金流十分充裕，截至2013年底已拥有114.5亿美元现金，这对其不断通过收购公司来开拓新平台的行为给予了有力支撑。2014年2月，Facebook以190亿美元收购了快速成长的跨平台移动通讯应用WhatsAPP。

Facebook部分收购史



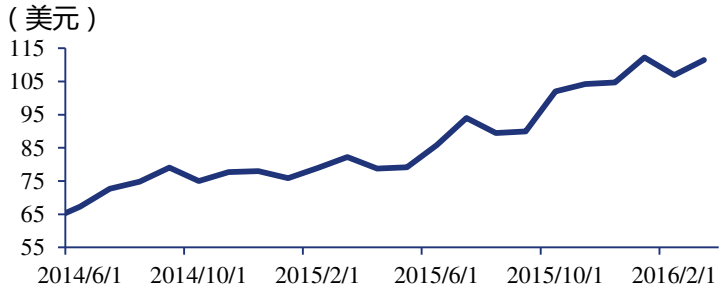
来源：华尔街见闻，网易科技

Facebook 收购 Oculus 布局虚拟现实

- **交易目的**

- **投资未来，抢占VR领域。**Oculus的VR体验更多应用于大型游戏，对于Facebook当下所行的页面网游并不会有太大帮助，其更重大的意义在于投资未来。将VR产业领头羊Oculus收入麾下，以VR技术作为社交新平台，是提前抢占市场的战略性布局。若能更好地利用开发VR技术，或能使其从游戏拓展到通讯、医疗、教育等更广阔的领域。
- **加强技术专利积累。**与Facebook同期收购的Whatsapp及更早收购的Instagram相比，Oculus在技术领域具有突出优势。一般而言，社交网络公司在UGC（用户原创内容）与营销方面更为重视，在这两方面获得成功后即便无技术壁垒短期内仍可维持优势。从收购Oculus此举来看，Facebook不仅在尝试引入VR技术以为未来业务带来协同作用，另外也在为中长期发展及优势维持做技术储备。

Facebook宣布收购Oculus后股价变动



来源：Wind，新闻

- **交易影响**

- **Facebook股价稳步增长。**在宣布收购Oculus后的两年内，Facebook的股价稳健有升。由于本次收购总值（20亿美元）仅占Facebook当时市值不到1%，总体来看并不是高风险的冒险，且该交易主要为中长期目标服务，短期来看Facebook股价仍被其主要业务影响。
- **Oculus发展战略倾斜，平台提高。**对于Oculus来讲，今后的发展势必要更多考虑Facebook的战略计划，与其他公司的合作受到了一些限制，然而Facebook在社交领域的丰富开发经验将为Oculus打开一扇新的大门，而其雄厚的财力基础也将有助于产品的研发和推广，为消费者早日带来成熟的虚拟现实产品。2016年3月29日Oculus Rift消费者版携30款VR游戏的上市，成为了消费级虚拟现实产品的又一个里程碑。
- **盈亏平衡点难以预期。**尽管Oculus相比HoloLens、MagicLeap等同业竞争对手已早早发布产品，但由于研发成本过高等主要原因，Oculus将给Facebook的盈利数据较大影响。根据瑞信银行预计，2016年Oculus业务对Facebook利润的负面影响约占其每股收益的10%，而盈亏平衡点预期至少要在2021年后出现。短期内如无协同效应，Oculus的研发成本将会是抑制Facebook股价上升的一大因素。

泰科电子收购MEAS，工业4.0再布局

- **交易概述**

- 2014年6月18日，全球连接领域领导者TE Connectivity（泰科电子）宣布，与美国MEAS传感器公司已达成最终协议，以每股86美元的价格或约14亿美元的总交易额收购Measurement Specialties Inc.（精量电子，简称MEAS）。TE Connectivity通过公司自有资金和13亿美元债券增发完成收购，全部以现金支付。该交易已在2014年10月9日完成。TE Connectivity全球范围内的优势客户资源，配合上MEAS极具广度的产品和技术，对潜在市场的开发是本次收购的重要策略依据。

- **相关交易方简介**

- **TE Connectivity Ltd.:** 是一家年销售额达121亿美元的全球性公司。设计和制造的500,000种产品用于连接和保护触及生活各个方面的产品中的电源和数据流。其将近100,000名员工与每个行业的客户结成伙伴，从消费类电子产品，能源和医疗保健，到航空航天以及通讯网络，实现了技术更智能、更迅速、更出色的突破。2007年，TE在纽交所上市。

- **Measurement Specialties Inc.:** 是世界顶尖传感器制造商之一，产品涉及航天航空、汽车安全、医疗设备、空调制冷、家用电器控制等领域。MEAS传感器成熟应用于各类检测、反馈控制等关键部位。为扩大传感器分部规模，MEAS在1998到2014年期间大量收购其他相关公司，显著扩大了产线和地域范围。2003年在纳斯达克证券交易所上市。

目标公司	Measurement Specialties Inc.
收购方	TE Connectivity Ltd.
交易价值	USD 1.6 bn
标的股权价值	USD 1.4 bn
支付方式	现金
涉及股权	100%

2014年工业4.0并购案例

收购方	收购对象	细分行业	交易金额
西门子	Camstar	制造执行系统	未公布
泰科电子	MEAS	传感器	17亿美元
京山轻机	惠州三协	自动化设备及精密仪器	4.5亿人民币
黄河旋风	明匠智能	智能化生产	4.2亿人民币

- **MEAS部分收购史**

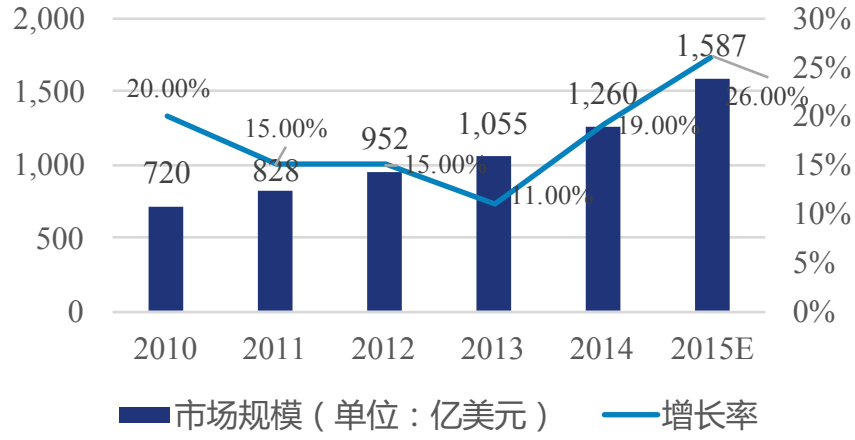
- 2008年收购Intersema（气体压力传感器）；2009年收购Atexis（温度传感器）和FGP（压力、加速度和力传感器）；2011年收购Celesco（拉绳位移传感器）；2012年收购Cosense（超声波传感器）和RTD Company（温度传感器）；2013年收购Sensotherm（温度传感器）；2014年收购Wema Systems（车用传感器）。

来源：新闻，Google Finance

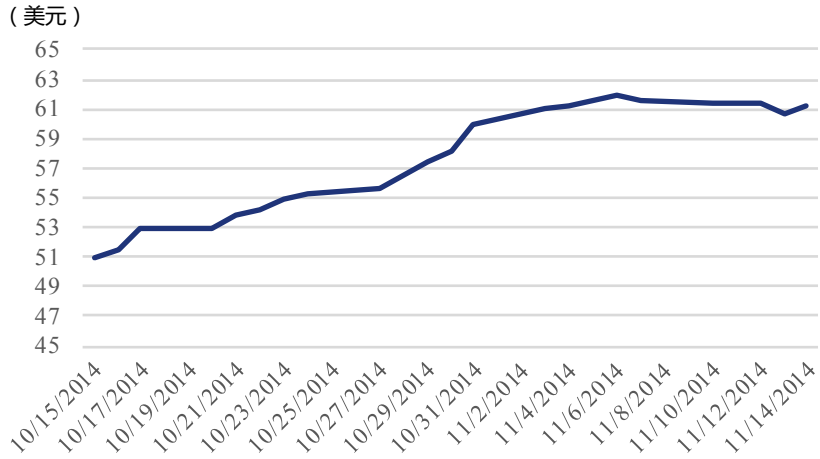
泰科电子收购MEAS，工业4.0再布局

- **财务要点**
- **花旗与巴克莱担任财务顾问。** TE的财务顾问是Citi和Centerview Partners LLC，外部法律顾问是Davis Polk & Wardwell LLP。MEAS的独家财务顾问是Barclays，负责向董事会提供财务公正意见；外部法律顾问是DLA Piper。
- **交易目的**
- **建立在潜力巨大的传感器市场的领导地位。**TE的传感器业务与MEAS广泛的传感器和传感器系统的结合，使TE成为世界最大的传感器厂商之一。传感器市场是一个大规模且高速成长的市场。收购MEAS将为TE增加近400亿美元的潜在市场。TE将在这一市场上进一步拓展规模。

全球传感器市场规模



收购MEAS后TE股价变动



- **加速销售和利润增长。**TE的规模加上MEAS广泛的传感器产品组合，将为TE传感器业务创造两位数的增长。TE与OEM的深入合作关系、强有力的进军市场资源、工程力量、严苛环境应用的领导地位及全球布局是推动增长的潜在因素。TE也预计获得显著的成本税收协同效益，为股东带来丰厚的财务回报。
- **扩大TE业务范围。**TE与MEAS的结合使TE成为高端连接和传感器解决方案的领先提供商，使TE能够为客户提供更广泛的解决方案，增加每一个应用中的TE含量。

来源：新闻，Google Finance

欧姆龙收购爱德普 全球机器人格局开始分化

- **交易概述**

- 2015年9月16日，欧姆龙计划通过全面现金收购要约购买Adept普通股100%流通股，随之进行第二步合并。欧姆龙将以13美元每股的价格收购Adept普通股，花费约2亿美元，以63%溢价完成收购。交易宣布当日，Adept公司股价开盘大涨62%。两家公司于2015年10月23日完成交易。
- Adept在2014年以22美元发行价在纽交所成功上市，股票代码ADEP，截至2015年6月30日财年度，Adept年销售额为5,420万美元，毛利率为42.0%。交易成功后，原公司总裁兼CEO Rob Cain将继续领导Adept，并向欧姆龙管理中心的董事长，首席执行官和总裁汇报工作。

- **相关交易方简介**

- **欧姆龙集团（OMRON Corporation）：**1933年创建于日本，产品品种达几十万种，涉及工业自动化控制系统、电子元器件、汽车电子、社会系统以及健康医疗设备等广泛领域，2015财年营业收入规模达到7,745.7百万美元。
- **Adept Technology Inc.：**创建于1983年，智能机器人和自主移动解决方案和服务的提供商，美国本土最大的工业机器人生产商。该产品范围包括应用软件，自主导航软件和控制，工业机器人和夹具，自主服务机器人，智能的无人驾驶车辆和基于视觉的柔性部分的馈线。

目标公司	Adept Technology Inc.
收购方	欧姆龙集团
交易金额	USD 200 Million
交易溢价	63%
支付方式	现金
涉及股权	100%

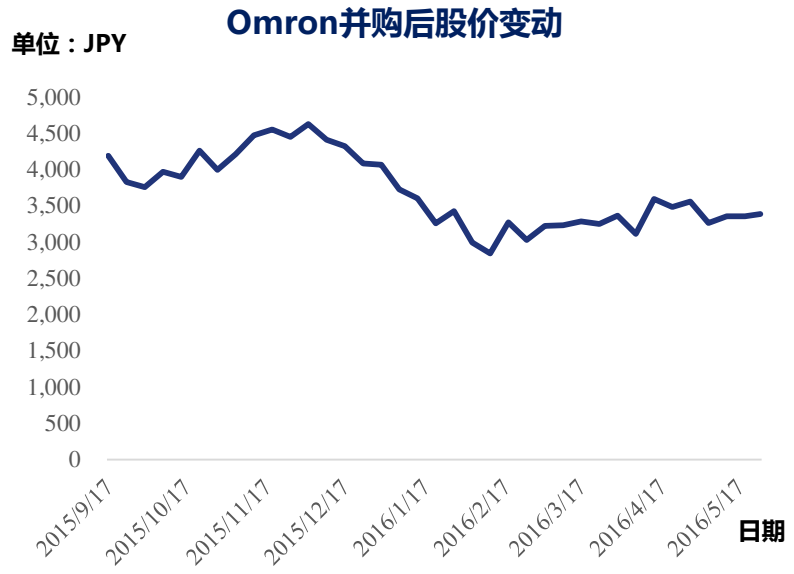
中外机器人产业发展对比

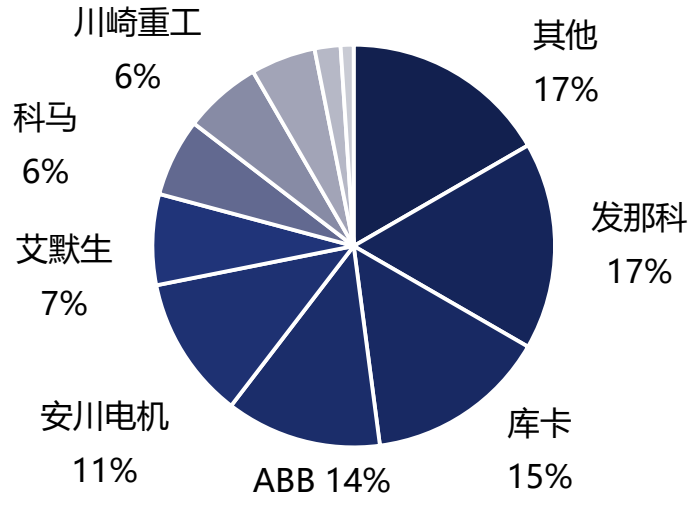
	国外企业	国内企业
代表企业	ABB、发那科、安川电机、库卡、欧姆龙等。	新松机器人、埃斯顿等。
工业机器人	占据上游产业链或者全产业链布局，掌控关键技术，高利润。	主要从事中下游本体生产和集成，技术难度要求低，低利润。
服务机器人	近些年发展起步，采用工业机器人加智能技术，处于市场发展阶段，注重技术与需求的结合。	着重研发专用服务机器人与家用服务机器人两大类，整体处于市场开拓阶段。

来源：新闻，Wind

欧姆龙收购爱德普 全球机器人格局开始分化

- **交易原因**
- 爱德普经营业绩下滑，股价持续低迷；单纯的工业机器人提供商相比于业务体系更完备的自动化生产商，经营风险暴露的更加明显；随着新兴经济体本土机器人厂商的崛起，对老牌的机器人提供商影响明显，技术优势逐渐被成本优势替代。
- 此举将加强欧姆龙的自动化技术和地位，以在战略上推动公司的长期增长；以机器人提升欧姆龙的先进自动化产品组合，适应国际机器人产业分化和重整的格局。
- **交易影响**
- **技术优势结合。**在工业机器人与自主移动解决方案上共享开创未来的自动化解决方案的新愿景。本次收购后，欧姆龙能在后期最大限度地提高生产率、安全性、灵活性和产品质量。
- **释放信号。**从长远来看，具备机器人专业技术实力和自动化技术实力的综合型厂商将会越来越多，相较于单一的机器人提供商和单一的自动化厂商，综合型的自动化供应商显然更具优势，他们可以为用户提供更为全面的自动化解决方案。
- **在财务和人力资源结合。**本次合并将创造更广泛的关于产品、解决方案的市场空间，为欧姆龙的进一步发展拓宽路径。





来源：新闻，Wind

华泰证券7.8亿美元收购AssetMark全部股份，领跑科技金融境外交易

- **交易概述**

- 华泰证券股份有限公司4月12日早间发布公告称，已通过其全资子公司Huatai International Finance Limited就收购AssetMark Financial Holdings Inc全部股份的交易与AssetMark的股东达成协议，并于2016年4月11日(北京时间)签署了协议。本次交易的总对价约为7.80亿美元，对价受限于交割时的调整。交易完成后，AssetMark将保持独立运营，且现有管理层将继续持有AssetMark股份。

- 上述交易的最终完成，尚须获得相关监管机构的批准及满足其他惯常交割条件。

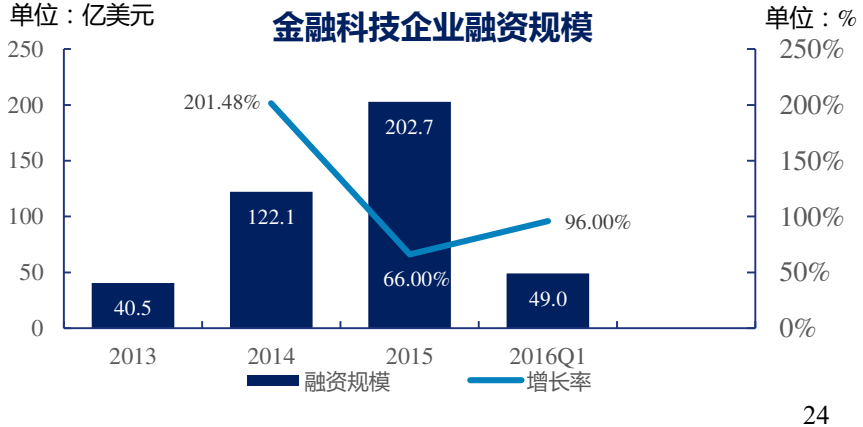
- **相关交易方简介**

- **华泰证券**：是一家综合性证券集团，具有庞大的客户基础、领先的互联网平台和敏捷协同的全业务链体系，其主要财务指标和业务指标均位居国内证券行业前列。2010年2月26日，公司A股在上海证券交易所挂牌上市。

- **AssetMark Financial Holdings Inc.**：是美国一家领先的统包资产管理项目平台（TAMP），在过去20年里为美国投资顾问提供领先、专业、系列的投资方案。截至2016年3月31日，AssetMark上管理的资产总额约为285亿美元，服务6,700多名投资顾问和超过87,000名投资者。以市场份额计算，AssetMark是美国TAMP行业的第三。

目标公司	AssetMark Financial Holdings Inc.
收购方	Huatai International Finance Limited
交易金额	USD 780mn
支付方式	现金
涉及股权	100%





来源：新闻，Google Finance

华泰证券7.8亿美元收购AssetMark全部股份，领跑科技金融境外交易

- **交易原因**

- **协助业务转型，稳固领先地位。**AssetMark能帮助华泰证券更好地从经纪商向财富管理服务商转型，依托其投资组合专长以及先进理念增强资产管理服务的能力。
- **推进交叉销售，配置海外资产。**华泰证券可利用其客户群体和产品优势，借助AssetMark平台进入美国资产管理市场，使双方业务进一步发展。
- **发展金融科技，实现技术落地。**华泰证券可与AssetMark互享金融科技经验，从而发展核心信息技术系统和行业领先的互联网平台。

- **交易影响**

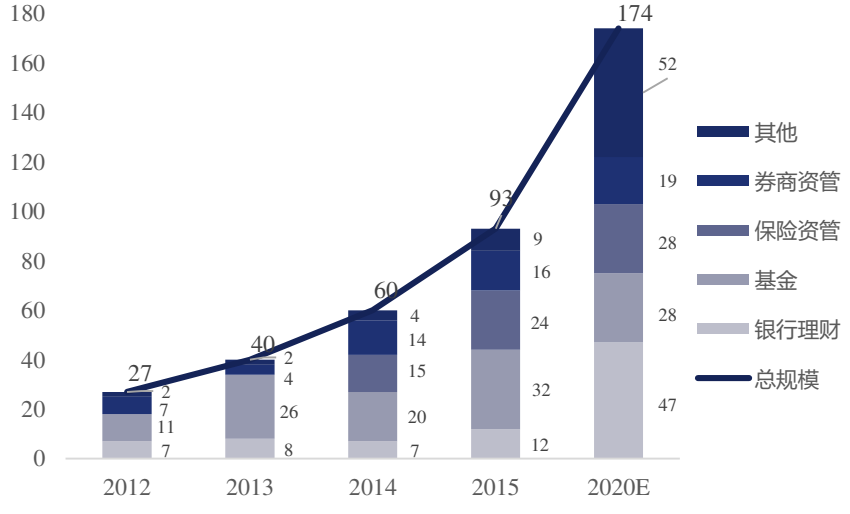
- **开拓布局海外市场和财富管理市场。**AssetMark在投资咨询和信息技术领域的领先优势，将加快华泰证券从经纪商向财富管理服务商的转型，并完成国际化战略的实施。
- **紧跟Fintech潮流，与金融科技公司实现合作共赢。**华泰证券此次收购，将利用新兴金融科技平台为客户提供更好的资产管理服务，成为国内金融市场变革的先行者。
- **推动国内金融机构引进更多国外优秀金融科技技术。**在国内理财产品平均收益率一降再降的背景下，此次交易或将推动国外金融科技引进中国，优化国内资管市场。

- **TAMP 行业简介**

- TAMP（Turn-key Asset Management Program）即以第三方金融科技平台为载体，提供全程业务服务，应用先进技术与理念的智能资管平台。在中国理财产品收益率下降而理财需求增加的背景下，TAMP 行业发展迎来契机。
- TAMP行业根据服务功能主要分为共同基金组合、交易型开放式指数基金组合、分类管理账户、私人整合投资管理账户以及家族整合管理账户服务等。

中国资管行业规模

单位：万亿人民币



MHFI22亿美元收购SNL，数据平台整合浪潮在即

- **交易概述**

- 2015年7月28日，信息服务供应商、标准普尔的母公司麦格希金融公司(McGraw Hill Financial)表示，将以22.3亿美元的价格收购数据企业SNL Financial。这项收购交易有望提高麦格希旗下数据分析业务部门S&P Capital IQ的实力，特别是为银行和保险提供有关信息的能力。麦格希表示，预计在不计摊销和特殊项目的情况下，收购交易有望提升该公司2016财年经稀释后的每股盈利。

- **相关交易方简介**

- **McGraw Hill Financial：**起源于1899年的McGraw Publishing Company，2013年5月更名为McGraw Hill Financial，2016年4月更名为S&P Global Inc.。S&P Global Inc.是全球领先的信息服务供应商，服务于金融服务市场、教育、商业和大宗商品市场。公司已在纽约公开上市，其主营业务为金融信息和数据分析服务。

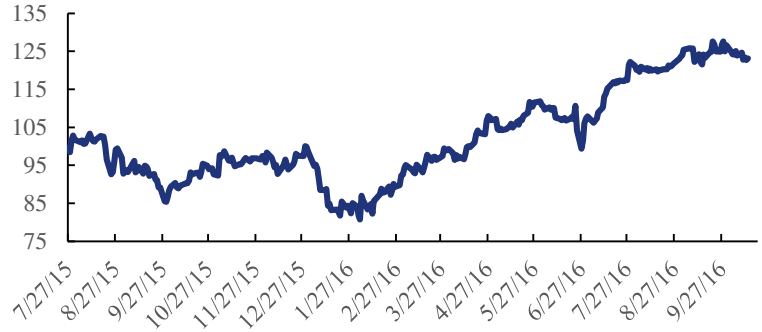
- **SNL Financial：**一家金融信息的领先供应商，在全球10个国家共有3000名职员，服务于商业领域的3,300多家上市公司和50,000多家非上市公司，这些企业覆盖银行业、金融服务业、保险业、房地产业、能源业以及媒体与通讯业。SNL信息服务将突发新闻、综合数据和专家分析整合在一个在线电子数据库内，每小时更新一次。并购之前由私募股权企业New Mountain Capital LLC持有。

来源：新闻，谷歌财经，万得

目标公司	SNL Financial
收购方	McGraw Hill Financial
交易金额	USD 2.23 Billion
交易方式	现金
涉及股权	100%

单位：美元

S&P Global Inc股价走势



2015年部分可比交易表

交易时间	收购方	标的公司	交易金额
2015.3.31	D+H	Fundtech	$1.25bn
2015.8.12	Fidelity National Info	SunGard	$9.1bn
2015.10.1	Markit	CoreOne Tech	$200mn
2015.12.15	ICE	Interactive Data	$5.2bn

MHFI22亿美元收购SNL，数据平台整合浪潮在即

交易原因

- **Capital IQ业务借鉴。**SNL与Capital IQ业务模式接近，皆专注于企业客户群体，本次交易有利于Capital IQ扩大在非上市公司数据方面的优势并整合其他方面的优势资源。
- **Platts 内容强化。**SNL独有的能源市场数据分析和及时信息报道能强化Platts的内容供应，与Platts的数据新闻板块产生协同效应。
- **销售利润提升。**SNL快速增长的营业收入能帮助MHFI尽快实现其战略目标。同时，由于客户资源共享，MHFI的跨区域销售渠道扩大了SNL的潜在客户数量。此外，共享平台减少了SNL与Capital IQ/Platts之间的转换成本。

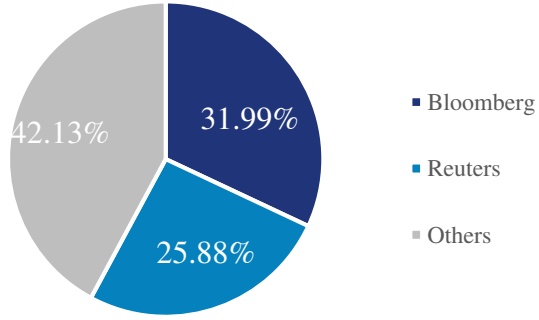
交易影响

- **各大券商降低预期，短期投资意愿或被削弱。**交易公告后MHFI股价下跌，券商下调股价预期，体现了投资者的担忧：1）MHFI新增的17亿美元债务增加了经营风险；2）SNL的低毛利率会影响MFHI的原有竞争优势。
- **长期行业竞争提升，引领全球数据需求市场。**市场数据提供商的评级收入年增长率预期可达8%。MHFI将在这一轮浪潮中成为领头者，带动全球数据市场需求增长。

财务数据供应商概述

- 财务数据供应商为机构客户和个人客户供应公司财务信息、宏观行业分析、二级市场信息等数据，并针对客户需求定制市场分析、客户研究、管理咨询等服务。

财务数据供应商市场份额



财务数据供应商代表公司简介

供应商	国家	公司简介	数据优势
Wind 资讯	中国	高端机构客户市场占有率80%，国内最大财经数据库	A\B股、基金等数据
CSMAR 国泰安	中国	定位研究机构和高校，教育系列和精准数据服务突出	公司金融、高频等数据
彭博资讯	美国	全球最大财经资讯服务提供商，提供多样化服务	覆盖金融、法律等数据
路透集团	英国	历史悠久，媒体、经纪业务有创新性	注重咨询和新闻

来源：新闻，谷歌财经，万得

物流行业 M&A 观察

UPS 18亿美元收购Coyote全部股份

- **交易概述**

- 2015年7月31日，联合包裹服务公司(UPS)宣布，已同意从私募股权巨头华平投资集团(Warburg Pincus)手中收购零担货运经纪公司Coyote Logistics，交易价格约为18亿美元。本次收购拟创造1亿美元到1.5亿美元的年营业协同效应，并于2016年开始体现收益。收购完成后，Coyote将在CEO Jeff Silver的领导下成为UPS的全资子公司，并保持名称不变。Silver将向UPS首席商务官Alan Gershenhorn 负责。

- **相关交易方简介**

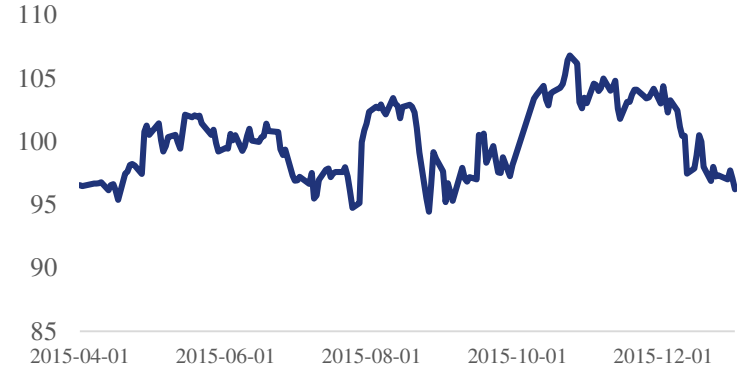
- **UPS联合包裹服务公司:**（United Parcel Service, Inc.），1907年成立，总部位于美国佐治亚州亚特兰大，世界最大的快递承运商和包裹运送公司。每向全世界220多个国家提供物流服务。UPS的主要竞争对手有美国邮政服务、联邦快递和中外运敦豪。

- **Coyote丛林狼物流：**成立于2006年，总部设在伊利诺伊州芝加哥，是北美最具创新，快速增长的第三方物流（3PL）服务提供商之一。Coyote为所有咨询，执行和交易供应链的需求提供服务，客户覆盖从世界一百强公司到小企业。Coyote旗下的货运公司超过3.5万家，2014年营收在21亿美元。

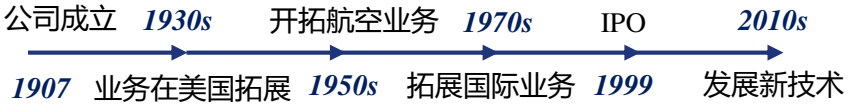
目标公司	Coyote Logistics
收购方	United Parcel Service, Inc.
交易金额	USD 1.8bn
支付方式	现金，债券
涉及股权	100%

单位：美元

UPS股价走势



UPS发展历史



来源：新闻，Google Finance

物流行业 M&A 观察

UPS 18亿美元收购Coyote全部股份

- **交易原因**

- **提高UPS2016年业绩。**Coyote增长迅速，和不同领域的客户建立了广泛联系，尤其在消费品、工业制造业和零售等行业已牢固占据领先地位。自2014年以来，Coyote在平板拖车货运服务领域的实力得到加强。
- **Coyote与UPS业务、技术互补。**Coyote利用独有的信息技术，提供市场领先的运输管理应用，并提供不同的软件应用产品，其客户和运输供应商可以方便的使用。Coyote拥有深入的行业知识、知识产权、人才和公司文化，可以对UPS的业务产生积极影响。

- **交易影响**

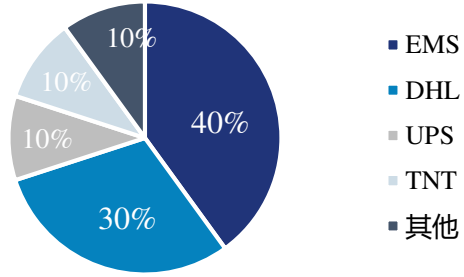
- **提高货运能力。**在货运零担经纪业务市场增长非常迅速的背景下，本次交易将提升UPS的货运规模，这一新的业务增长点和协同增长机会将使UPS在市场拥有独特的优势。
- **补充高峰时期运力。**UPS通常在假期货运高峰期利用外包运输服务供应商以补充运力。近年来，Coyote在该阶段对UPS的支持逐年上升。UPS期望在未来更多的利用Coyote在该领域的运输网络。
- **实现协同效应，提高运营效率。**UPS可以通过Coyote平台更好的发掘利用原有拖车的载货返航运力，以安排货运。

来源：新闻，Google Finance

- **物流行业简介**

- 物流指商品的运输、储存、装卸、搬运、包装、流通加工、配送、信息处理及其有机结合，属于生产性服务业。
- 随着经济快速增长，中国物流业发展迅速，规模和效率不断提升，但存在产业集中度低、仓配体系落后、管理技术落后等问题，处于“后电商时代”转型期。

中国物流行业市场份额



物流行业部分代表性企业

公司名	注册地	简介
EMS	中国	中国速递行业最大、最早、覆盖最广运营商
DHL	德国	全球第一的海运和合同物流提供商
TNT	荷兰	全球第二大的物流服务公司，速度优势强
顺丰	中国	自建速运网络发达，中国地区速度优势明显

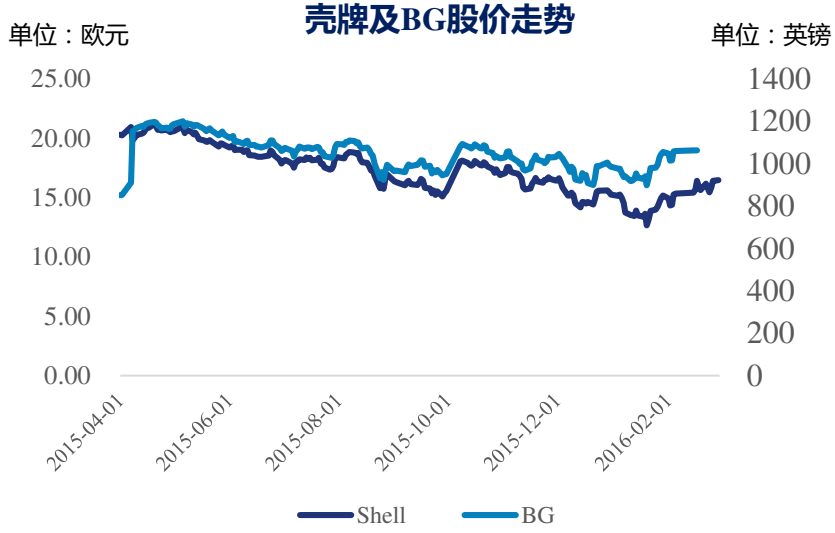
M&A观察：壳牌收购英国天然气

壳牌斥巨资收购英国天然气公司，成为全球最大天然气公司

- **交易概述**
- 2016年2月，荷兰皇家壳牌集团宣布完成了约530亿美元收购英国天然气集团的交易，成为全球最大液化天然气公司。在快速增长的液化天然气市场上，壳牌有举足轻重的地位，而收购总部位于英国的BG会增强壳牌在该市场的影响力。
- **相关交易方简介**
- **荷兰皇家壳牌**：壳牌是世界第二大石油公司，公司在英国注册，总部在荷兰海牙。是石油、能源、化工和太阳能领域的重要竞争者。壳牌拥有五大核心业务，包括勘探和生产、天然气及电力、煤气化、化工和可再生能源。
- **BG集团**：BG是一家总部位于英国伯克郡雷丁的跨国能源公司。它运营于各大洲总共25个国家，是美国最大的液化天然气供应商。BG集团曾在伦敦证券交易所上市。
- **交易原因**
- **BG股价低估**：BG的股价下自2014年1月起下跌超过50%，壳牌收购BG非常合算。
- **扩大液化气市场影响力**：合并后的公司将成为全球最大的液化天然气生产商，且在东非和澳大利亚有未开发的资产。
- **协同效应**：本次交易可以压缩供应链成本，减轻公司方面来自股东的压力。

目标公司	BG Group
收购方	Royal Dutch Shell
交易金额	USD 53 bn
支付方式	1 share of BG= 0.4454 share of Shell (RDS.B) + 383p cash
涉及股权	100%
支付溢价	50%

壳牌及BG股价走势



来源：News, Google Finance

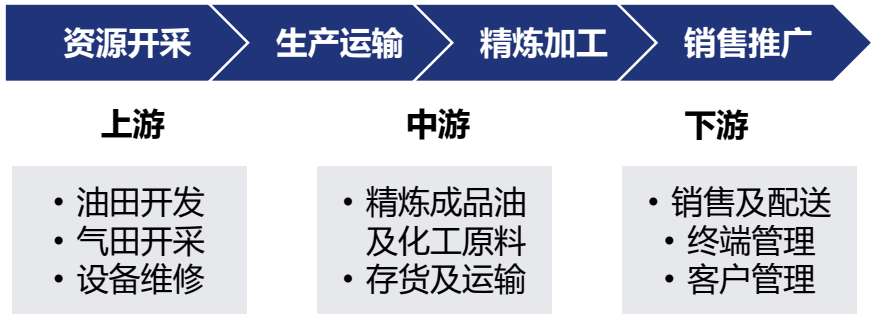
M&A观察：壳牌收购英国天然气

壳牌斥巨资收购英国天然气公司，成为全球最大天然气公司

协同效应分析

- **油气资源。**壳牌处于十余年来最大的油气储量与产量的下滑期，BG拥有大量液化天然气（LNG）资源，其中一些油气田为壳牌和BG合作开发，有利收购后整合。据预测，收购BG将使壳牌油气储量与产量分别上升20%与25%。
- **战略性增强LNG市场内存在。**BG在LNG细分市场内具有优势。壳牌预计未来，包括中国在内的新兴经济体将出于限排因素减少对于煤、石油等传统能源的消耗，此时收购BG将优化壳牌的产品组合，可促进双方的长期增长。
- **压缩供应链成本。**BG有遍布全球的上游资产与LNG供应链，收购有利于整合两家公司供应链，从而降低成本。两家公司曾表示希望通过共享基础设施与业务整合，在2016年将营业支出从同期450亿美元压缩至400亿美元以下。

石油天然气行业供应链



Pro Forma Financials

（以百万美元计）	Shell	BG	收购后预计
过往12个月收入	$234,309.0	$11,264.0	$245,573.0
营业利润	$10,384.9	$(1,763.1)	$8,585.8
营业利润率	4.4%	-15.7%	3.5%
EBITDA	$23,817.1	$(88.2)	$23,728.9
EBITDA利润率	10.2%	-0.8%	9.7%
净利润	$9,302.1	$(1,189.1)	$8,113.0
净利润率	4%	-10.6%	3.3%

财务顾问

标的财务顾问	收购方财务顾问
高盛	美银美林
摩根士丹利	拉扎德
摩根大通	N/A
Robey Warshaw LLP	N/A
罗斯柴尔德	N/A

来源：Yahoo Finance, Google Finance, Bloomberg

M&A观察：壳牌收购英国天然气

壳牌斥巨资收购英国天然气公司，成为全球最大天然气公司

可比交易

Target Company	Ann Date	Total Value	TV/EBIT	TV/Total Asset
BG Group plc	**04/08/15**	**53,166.51**	**N/A**	**1.30**
XTO Energy Inc	12/14/09	25,366.13	12.44	1.14
Nexen Energy ULC	07/23/12	11,232.96	8.88	0.87
Petrohawk Energy	07/15/11	9,219.59	42.00	1.65
Repsol Oil& Gas	12/16/14	8,218.94	53.96	0.69
Addax Petroleum	06/24/09	5,366.79	4.07	1.57
Athlon Energy Inc	09/29/14	4,207.19	54.61	2.48
Cairn India Ltd	02/25/12	3,717.00	8.68	1.37
Whiting Canadian	07/13/14	3,528.70	15.77	1.46
Marathon Oil Canada	07/31/07	3,249.28	22.11	3.42

可比交易分析

- **交易总价最高。**在石油/天然气行业，本次交易价值是近年来最高的，是第二大交易Exxon收购XTO价格的两倍。BG集团拥有强大勘探能力的优质标的，本次收购成为令人瞩目的交易。
- **乘数适中。**与之前的交易相比，本次交易的TV/TA乘数处于适中（偏低）的水平，由于总资产对石油/天然气公司较为重要，本次交易BG被略微低估。然而，BG集团的EBIT为负，可能在一定程度上影响了其估值。

可比公司

Company	Market Cap(bil)	Annual Revenue(bil)	P/B	EV/ EBITDA
BG Group plc	**52.05**	**16.15**	**N/A**	**N/A**
Essar Energy	90.35	27.26	N/A	N/A
Novatek OAO	31.72	16.75	1.68	6.31
Glencore PLC	37.26	166.06	90.28	591.94
Petrofac	3.12	7.55	2.94	7.54
Amec Foster Wheeler	1.69	5.63	157.58	518.86
BP plc	109.10	181.85	1.16	9.16

可比公司分析

- **市值及收入适中。**在可比公司中，BG的市值及收入均处于适中的水平。与此前传闻壳牌要收购的BP相比，BG市值仅为其一半，而交易给公司带来的压力也更小。
- **现金流不足。**BG的EBITDA为负，故本次交易会给壳牌带来一定的现金流压力。
- **BG是极为优质的收购标的。**BG的历史产量增长，储量增长，预期产量增长，股东累计回报率TSR，经营现金流预期增长均名列前茅，且大幅领先。

来源：Yahoo Finance, Google Finance, Bloomberg

青岛海尔收购通用家电，国际化战略添砖加瓦

- **交易概述**

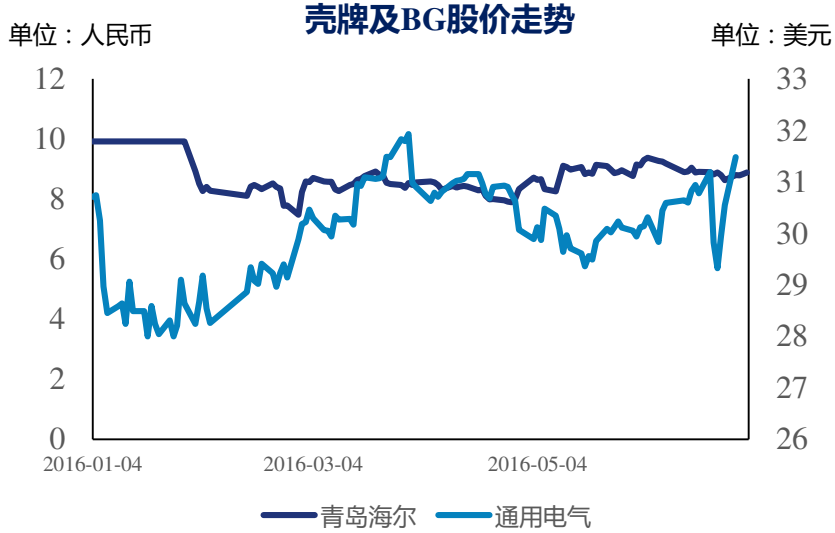
- 2016年1月，青岛海尔与通用电气签署了《股权与资产购买协议》，拟通过现金方式向通用电气购买其家电业务相关资产，交易金额为54亿美，而此次交易总额为54亿美元的基础上进行调整后的金额，主要调整事项包括营运资本调整、小天鹅股权调整、交易税费等。双方于6月份完成交易。

- **相关交易方简介**

- **青岛海尔：**海尔集团创业于1984年，目前已从传统制造家电产品的企业转型为面向全社会孵化创客的平台。在互联网时代，海尔致力于成为互联网企业，颠覆传统企业自成体系的封闭系统，变成网络互联中的节点，互联互通各种资源，打造共创共赢新平台，实现攸关各方的共赢增值。世界权威市场调查机构的数据显示，海尔集团器自2009年起，大型家用电品牌零售量居全球第一。

- **通用电气：**通用电气是美国一家提供综合技术与服务的跨国公司，经营产业包括电子工业、能源、运输工业、航空航天、医疗与金融服务，业务遍及世界100多个国家，拥有员工约3万7千人。根据财星500大统计，其2014年营业额为1,462亿美元，是美国第9大、世界第27大企业，也是道琼工业指数创始以来唯一持续入列的成分股。

目标公司	通用电气家电
收购方	青岛海尔集团
交易金额	USD 5.4 bn
支付方式	现金
涉及股权	100%
支付溢价	-



来源：投行报告，Google Finance，新闻

青岛海尔收购通用家电，国际化战略添砖加瓦

可比公司选择

- 通用家电主要从事白色家电业务，且属于美国上市公司GE的一个业务单元。可比公司选择原则：

  -以家电为主营业务，且以厨电、空调、冰箱等白色家电为主，品牌具有一定知名度

  -大型家电企业

  -上市公司，保证数据的可靠性和可比性

单位：百万

可比公司估值表（1）

公司名称	市值	净利	P/B
惠而浦	USD 10,162	783	2.10x
AO史密斯	USD 5,566	283	3.84x
阿塞利克	TRY 10,021	891	2.15x
林内	JPY 558,194	20,647	2.25x
大金	JPY 2,375,982	119,674	2.31x
美的	CNY 123,663	12,561	2.59
格力	CNY 116,104	14,280	2.58x

估值分析

EBITDA（百万美元）	净资产（百万美元）	EV/EBITDA	P/B
552	2,085	9.78x	2.59x

- 根据可比公司的估值情况，EV/EBITDA倍数的中值为9.55x，平均值为9.62x，P/B倍数的倍数的中值为2.31x，平均值为2.55x。基于可比公司的估值情况，考虑到本次交易标的为通用电气及其子公司所持有的全部家电业务资产，对于青岛海尔有一定战略价值，因此本次交易作家具有合理性和公允性。

单位：百万

可比公司估值表（2）

公司名称	企业价值	EBITDA	EV/EBITDA
惠而浦	USD 14,319	1,953	7.33x
AO史密斯	USD 5,170	462	11.19x
阿塞利克	TRY 13,326	1,598	8.34x
林内	JPY 473,585	40,264	11.76x
大金	JPY 2,774,164	268,353	10.34x
美的	CNY 149,146	17,033	8.76x
格力	CNY 54,046	16,114	3.35x

来源：投行报告，Google Finance，新闻

青岛海尔收购通用家电，国际化战略添砖加瓦

可比交易选择

- 根据通用家电所属行业，可比交易选择原则如下：

  -选取最近十年内完成交易的标的公司为白色家电及销售企业的交易

  -所以选择可比交易时主要参考收购方采用全现金支付对价的并购交易

  -以控股为目的，且双方不为关联交易方

单位：百万

可比交易估值表（1）

收购方	被收购方	股权比例	交易对价	EV
Middleby	Aga Rangemaster	100%	129.2	132.6
Whirlpool	Indesit	100%	1,134	1632
美的集团	小天鹅	12.59%	677	5694
西门子	Zelmer SA	100%	608	672.3
海尔集团	斐雪派克	80%	741.6	982.5
Electrolux	CTI	100%	250k	261k
Manitowoc	Enodis	100%	1,261	1,387

估值分析

EBITDA（百万美元）	净资产（百万美元）	EV/EBITDA	P/B
552	2,085	9.78x	2.59x

- 根据可比交易的估值情况，EV/EBITDA倍数的中值为9.04x，平均值为10.26x，P/B倍数的倍数的中值为2.01x，平均值为2.61x。基于可比交易的估值情况，考虑到本次交易标的为通用电气及其子公司所持有的全部家电业务资产，对于青岛海尔有一定战略价值，因此本次交易作家具有合理性和公允性。

单位：百万

可比交易估值表（2）

收购方	被收购方	EBITDA	净利润	净资产
Middleby	Aga Rangemaster	17	-3.2	104
Whirlpool	Indesit	193	19.5	481
美的集团	小天鹅	568	413.3	4,080
西门子	Zelmer SA	74.4	37.1	302.8
海尔集团	斐雪派克	78.2	18.4	605
Electrolux	CTI	35,145	22,059	76,741
Manitowoc	Enodis	84.1	33.4	197.3

来源：投行报告，Google Finance，新闻

青岛海尔收购通用家电，国际化战略添砖加瓦

交易原因及影响

- **加速资源整合，实现产业引领。**作为国内最早推进国际化的公司，海尔已成为全球最大的家用电器制造商之一。本次交易有利于实现其“走出去、走进去、走上去”的战略。
- **实现外延式发展，助推全球化布局。**本次交易完成后，公司可进一步深入了解海外家电行业的市场环境、经营环境、法律环境，从众多国际并购案例来看，并购经验丰富的企业更易获得交易对方的认可。
- **注入优质资产，持续提升上市公司盈利能力。**本次交易完成后，通用家电优质资产的注入将进一步优化上市公司的资产质量，提升盈利水平，为上市公司带来新的业绩增长点。通过进一步资源整合，发挥协同效应，上市公司的可持续发展能力得以提升，实现股东价值的最大化。



通用电气主要财务指标

（以百万美元计）	2015年1-9月	2014年	2013年
资产总额	3,535	3,238	2,881
负债总额	1,642	1,398	1,437
所有者权益	1,892	1,840	1,444
营业收入	4,658	5,908	5,783
EBITDA	374	405	365
EBIT	223	200	176
EBITDA利润率	8.03%	6.86%	6.31%
EBIT利润率	4.79%	3.39%	3.04%

财务顾问

标的财务顾问	收购方财务顾问
高盛	美银美林
-	普华永道

注：中国国际金融有限公司为青岛海尔在中国国内的独立财务顾问

来源：投行报告，Google Finance，新闻

百纳收购蓝色火焰

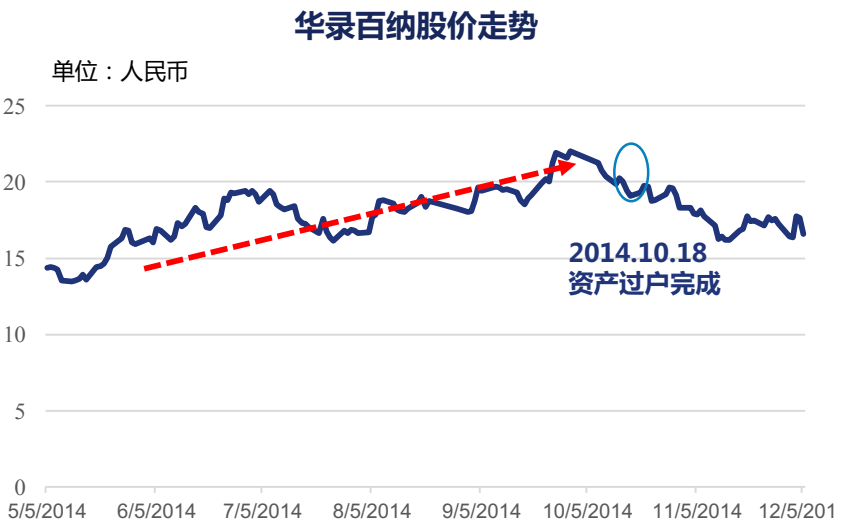
电视与互联网产业链

色火焰签署了《购买资产
股东发行股份及支付现金
又，交易金额为250,000万
方式向华录集团、苏州谦
配套资金，募集资金总额
易。

目标公司	蓝色火焰
收购方	北京华录百纳影视股份有限公司
交易金额	CNY 2.50bn
支付方式	现金及发行股份
涉及股权	100%
净资产增值率	650.37%

年，是国务院国资委主管
业从事影视策划、投资制
，主营业务为影视剧的投
录百纳拥有《电视剧制作
《汉武大帝》、《红楼梦》
实力国营电视制作机构”、
誉。

媒有限公司创建于1998年，
文化作品的制作、发行以
国颇具影响力的综合性文
美和声》、电影《爸爸去



万纳收购蓝色火焰

电视与互联网产业链

可以发现，可比公司的
E平均值为52.39，蓝色
分析原因如下：

不能反映真实价值。利
选取的可比公司均为我
股估值情况，上市公司
因此在同等情况下

的性质，公司的Equity
折扣，因而估值相对较

色火焰是电视品牌内容
在栏目制作运营方面有
电视栏目内容营销领域
执行团队对栏目制作的
制作团队、制作理念
质资源整合方面独特的
于市场发现价值的先天
高。

可比公司估值表

可比公司	公司代码	EV	EBITDA	EV/EBITDA	P/E	EPS
华谊兄弟	300027.SZ	29976.29	568.81	52.70	53.29	0.55
华谊嘉信	300071.SZ	4576.97	97.59	46.90	66.59	0.40
电广传媒	000917.SZ	17509.69	1,344.83	13.02	28.21	0.48
蓝色光标	300058.SZ	27643.20	596.53	46.34	69.43	1.04
华策影视	300133.SZ	14475.11	305.64	47.36	59.60	0.45
光线传媒	300251.SZ	14676.86	360.08	40.76	45.19	0.65
华录百纳	300291.SZ	4300.95	142.18	30.25	42.27	0.94
新文化	300336.SZ	3740.65	136.57	27.39	40.75	1.20
中视传媒	600088.SH	6874.90	103.60	66.36	82.53	0.20
瑞博传播	600880.SH	13119.48	615.36	21.32	36.03	0.53
均值	-	-	-	**39.24**	**52.39**	**0.64**
蓝色火焰	-	3,420.23	113.68	30.09	12.50	-

百纳收购蓝色火焰

电视与互联网产业链

告了收购文化传媒公司的
案进行可比交易分析确定
与本次收购均系A股上市
并收购，且时间相近，具

代表其核心竞争力的人才
营经验等无形资产无法体
化传媒公司进行估值时应
决交易价格与盈利能力的
媒行业折旧摊销程度较小，
小，对债务依赖程度较
度较低。

对应的动态市盈率略低于
场平均水平，本次交易定

上市备考盈利预测审核
预测为基础，以本次交易
蓝色火焰承诺其2014年度
，远低于华录百纳水平。

可比交易估值表

上市公司	交易标的	基准日	股权比例	动态P/E	P/B
华策影视	克顿传媒	2013/3/31	100%	11.72	4.97
乐视网	花儿影视	2013/6/30	100%	14.29	8.58
中南重工	大唐辉煌	2013/12/31	100%	10.58	2.06
高金食品	印纪传媒	2013/12/31	100%	15.43	9.44
省广股份	雅润文化	2013/8/31	80%	9.97	1.99
江苏宏宝	长城影视	2013/4/30	100%	15.91	4.10
禾盛新材	金英马	2013/12/31	72.38%	10.60	4.26
浙富控股	梦响强音	2014/3/31	40%	9.55	8.61
远东股份	华夏视觉 汉华易美	2013/6/30	100%	21.66	16.70
均值			-	13.30	6.75
华录百纳	**蓝色火焰**	**2013/12/31**	**100%**	**12.50**	**7.69**

备注：印纪传媒和长城影视构成借壳上市。金英马业构成借壳上市失败，其交易价格在预案中尚未披露，以预估值估算。对于基准日非年末的交易，以该年度承诺净利润作为动态P/E计算依据。

百纳收购蓝色火焰

电视与互联网产业链

领军企业。蓝色火焰拥有
容营销的领先企业。华录
本次交易有利于实现其综
目标。

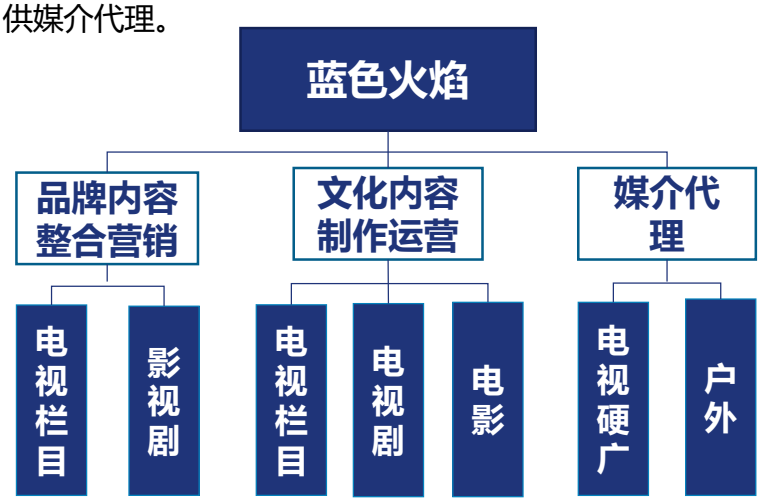
产业链地位。并购双方均
本次战略整合完成后，双
和商业客户资源，打通电

新媒体领域。本次交易完
争优势得以夯实，并将优
展的业务领域，全面提升

力。本次交易完成后，公
大幅提升，对财务安全、

色火焰
百纳

- **蓝色火焰运营模式**
- **品牌内容整合营销。**蓝色火焰品牌内容整合营销以电视栏目内容营销为主，为客户提供冠名、特约、互动等差异化内容营销。例如其冠名项目《爸爸去哪儿》，以客户与媒体两条线交互进行，同时为两者创造价值。
- **文化内容制作运营。**采用“内容制作+内容营销”的运营模式，通过成功的文化作品树立起行业品牌。电影选题基于当前精品电视栏目，充分利用已有观众群体，《快乐大本营之快乐到家》即采用此种经营模式。
- **媒介代理。**按媒体类型可分为电视台硬广资源、户外的高铁站展台、灯箱资源等，为客户自主制作或拍摄的广告提供媒介代理。



M&A观察：东方网络收购三家文化传媒公司

东方网络高溢价收购三家文化传媒公司

交易概述

- 2016年11月5日，东方网络发布公告，拟以发行股份及支付现金结合的方式购买嘉博文化100%的股权、华桦文化100%的股权、元纯传媒100%的股权。交易总价353,576.38万元，其中发行股份交易金额为219,369.29万元，现金交易金额为134,207.09万元。同时，公司拟向不超过10名符合条件的特定投资者发行股份募集总额不超过20.9亿元的配套资金。交易完成后，嘉博文化、华桦文化和元纯传媒将成为上市公司的全资子公司。

目标公司	嘉博文化、华桦文化、元纯传媒
收购方	东方网络
独立财务顾问	安信证券
交易金额	总计CNY 3.54bn
支付方式	现金及发行股份
涉及股权	100%
净资产增值率	嘉博文化1,053.94% 华桦文化960.58% 元纯传媒200,025.97%

来源：投行报告，Wind咨询，新闻

相关交易方简介

上市公司

- **东方网络**：东方网络成立于1989年，前身为广陆量具厂。主营影视、动漫、游戏互联网信息服务业务、经营性互联网文化服务等。东方网络引进了《解救吾先生》《捉妖记》《从天儿降》等影视剧版权，并独家采购分销了《太平轮》等电影版权。旗下水木动画六年排名全国第一，《中华五千年》荣获国家文化出口重点项目等。

收购标的

- **嘉博文化**：嘉博文化发展有限公司创立于2013年，主要从事影视开发、制作、投资等，代表作有《一个勺子》《老男孩之猛龙过江》《小时代3:刺金时代》《小时代4:灵魂尽头》等。
- **华桦文化**：华桦影业成立于2016年，主要从事境内外影片投资、宣发及版权运营等业务。其参与了《变形金刚4:绝迹重生》《碟中谍5:神秘国度》等影片的宣传，并参与全球票房分账的投资影片《星际迷航3:超越星辰》。
- **元纯传媒**：元纯传媒成立于2008年，是国内领先的电视节目及网络影视内容提供商和运营商，主营综艺节目、纪录片、网络影视剧等产品创意策划、开发制作及整合营销。代表作综艺节目《造梦者》、纪录片《中国大地震》等。

M&A观察：东方网络收购三家文化传媒公司

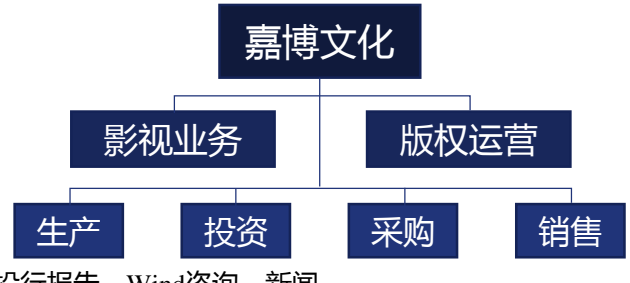
东方网络高溢价收购三家文化传媒公司

东方网络运营模式

- 2014年，东方网络通过收购乾坤时代100%股权正式进入文化传媒行业，成功实现公司业务的战略转型，目前已完成文化传媒板块初步的战略整合。
- 内容方面，公司通过并购、投资等方式，涉入影视、动漫、教育等业务；渠道方面，公司依托乾坤时代原有数字电视运营业务，在广电、电信、移动互联网等渠道建设上取得长足进展；平台方面，公司通过自建、投资等方式进一步强化平台和牌照优势。

嘉博文化运营模式

- 嘉博文化的主营业务主要包括影视业务和版权运营业务。
- 影视业务主要为影视文化作品相关的开发、投资、制作及宣发。通过创建“影视产业联盟+影视创作平台”的双向业务合作模式，通过大量文学作品、影视系列的IP开发和储备等，打造了从 IP 开发到制作、投资、宣传及发行等全过程完整的影视制作产业链。



来源：投行报告，Wind咨询，新闻

华桦文化运营模式

- 华桦文化主要从事境内外影片投资、宣发以及版权运营等业务。投资的影片主要分为全球分账片（派拉蒙在内地主要合作者之一）、买断片（独享收益或第三方转让权益）及国产电影（推进国内外市场接轨）三类，可为其参与或未参与投资的境内外影片提供宣发服务。华桦文化也通过自行开发或外购大量海内外IP资源，经适当孵化和运营后，将其溢价转让从而实现收益。



元纯传媒运营模式

- 元纯传媒是国内领先的电视节目及网络影视内容提供商和运营商，是一家覆盖内容创意、节目制作、商务运营全流程的制片管理公司。主要业务包括综艺节目（季播为主，少量长期运作）、纪录片、网络影视剧等产品的创意策划、开发制作及整合营销。综艺节目运营和销售模式包括受托制作、独立制作、合作运营、版权转让等，纪录片为独立制作+传播权转让，网络剧为定制化开发销售模式。



M&A观察：东方网络收购三家文化传媒公司

东方网络高溢价收购三家文化传媒公司

交易原因及影响

- **影视行业良好的市场前景及迅速发展的趋势。**国内电影市场快速发展，文化传媒产业作为高速发展的朝阳产业，现已成为国民经济体系的重要组成部分，电视剧及电视节目行业竞争激烈，行业集中度有望上升。
- **完善产业布局，深化“内容+渠道”的协同发展战略。**东方网络制定了“内容为王、渠道致胜、用户至上、平台支撑”的十六字发展方针。目前，东方网络在渠道端、平台端均已取得阶段性成果，内容端的构建成为进一步推进战略目标实现最为关键的因素。通过此次收购和整合，东方网络将进一步强化内容端的制作能力、完善文化传媒“泛娱乐”全产业链布局、提升公司的核心竞争力，符合东方网络战略目标实现途径。
- **标的公司具有较高的知名度积累。**标的公司在国内影视剧制作行业内具备深厚积累、知名度较高且声誉较好，长期专注于精品影视节目的投资、制作及宣发，有利于东方网络形成独有内容文化，并通过与渠道的协同互补效应，进一步巩固东方网络在行业内的领先地位。
- **标的公司具有经验丰富的制作团队。**标的公司的制作团队熟悉整套影视投拍业务和电视节目制作流程管控体系，且拥有完整的高水平艺术创作团队，将为东方网络未来自制内容的创作及外购内容的筛选提供专业指导。
- **为东方网络下游配套的发展做准备。**本案之后，东方网络将择机开展游戏、VR、主题乐园等新型业务。届时，标的公司的大量优质IP将会得到最大限度开发与利用。
- **东方网络与并购标的关系匪浅。**东方网络常年为收购标的贡献巨额营业收入。过往几年，标的本身的盈利状况乏善可陈，甚至一些重要的营业收入都是来自本案买方东方网络。据公开资料，嘉博文化有单个客户收入占比超过50%的情形。 因此，存在标的公司由东方网络重金“供养”，再高价转卖给东方网络的嫌疑。
- **明星涉嫌增资变现。**陈建斌、王学兵等明星都是1年前才通过股权收购成为标的公司股东的。若此次并购交易成功，上述明星将在不到一年的时间内获得近10倍的投资收益。其中，许晴以340万元的投资获得8.19倍的收益，陈建斌、蒋勤勤、王学兵除了现金收益，还将获得东方网络股份。

嘉博文化股东明细

股东姓名	出资额（万元）	持股比例
宋宪强	5,650.00	56.50%
陈晓	3,000.00	30.00%
吴邦	200.00	2.00%
许晴	200.00	2.00%
张磊	200.00	2.00%
刘辉	100.00	1.00%

股东姓名	出资额（万元）	持股比例
陈建斌	100.00	1.00%
蒋勤勤	50.00	0.50%
王学兵	50.00	0.50%
刘延滨	50.00	0.50%
王为民	50.00	0.50%
柳彬	50.00	0.50%
合计	**10,00.00**	**100.00%**

来源：投行报告，Google Finance，新闻

M&A观察：东方网络收购三家文化传媒公司

东方网络高溢价收购三家文化传媒公司

可比公司估值表

可比公司	公司代码	EV	EBITDA	EV/EBITDA	P/E	EPS	PEG
华谊兄弟	300027.SZ	3,773,998	128,280	29.42	37.93	0.11	-158
唐德影视	300426.SZ	2,769,072	38,486	71.95	120.77	0.35	1.58
长城影视	002071.SZ	715,839	46,185	19.56	31.30	0.12	2.60
华策影视	300133.SZ	2,964,797	75,402	39.32	53.37	0.16	1.50
光线传媒	300251.SZ	5,424,555	76,683	70.74	55.59	0.11	0.68
均值	-	-	-	**46.20**	**59.79**	**0.17**	
嘉博文化	-	168,899	12,248	13.79	13.58	-	0.51
华桦文化	-	109,565	9,209	11.90	13.64	-	0.50
元纯传媒	-	96,687	6,591	14.67	13.59	-	0.46

- 可比上市公司2016年度EV/EBIDTA均值为46.20，P/E均值为13.59，对比三家标的公司各项指标都处于较低水平。EV/EBITDA排除了对资本结构、企业融资政策和非现金成本的影响，标的公司P/E值与EV/EBIDTA较为接近，说明其运用杠杆较稳健，且盈利能力差距不大。同时，标的公司PEG相比业内处于较低水平，说明其发展能力被严重低估，价值未被市场发现。

来源：投行报告，Wind资讯

可比交易估值表

上市公司	交易标的	基准日	股权比例	动态P/E	企业价值比率
华录百纳	蓝色火焰	2013/12/31	100%	12.50	12.55
金磊股份	完美影视	2014/4/31	100%	15.66	15.15
捷成股份	中视精彩	2014/10/31	100%	12.98	12.98
捷成股份	瑞吉祥	2014/10/31	100%	13.16	13.16
万达院线	慕威时尚	2015/3/31	100%	18.66	18.66
均值			-	14.59	14.5
东方网络	**嘉博文化**	**2016/6/30**	**100%**	**13.58**	**13.83**
东方网络	**华桦文化**	**2016/6/30**	**100%**	**13.64**	**13.92**
东方网络	**元纯传媒**	**2016/6/30**	**100%**	**13.59**	**14.49**

注：企业价值比率=（经营性股权价值+付息债务）/息前税后利润（NOPAT）

- 在可比交易估值分析中，东方网络的收购三家标的公司的P/E和企业价值比率虽略偏低，但基本处于并购重组市场正常水平，对比同行业上市公司极高各类价值比率，我们认为主要原因包括：（1）上市公司股票包含流动性溢价；（2）可比上市公司较少，体量大，属于行业领军企业，财务指标良好；（3）并购交易采用本年度承诺利润计算企业价值，导致分母过大因此价值比率较小。

M&A观察：东方网络收购三家文化传媒公司

东方网络高溢价收购三家文化传媒公司

- **高溢价原因分析**
- 根据评估基准日2016年6月30日三家标的公司的所有者权益账面值及最终成交价格显示，嘉博文化增值率为1,053.94%，华桦文化增值率为960.58%；元纯文化增值率为200,025.97%。
- **三家公司整体原因**：轻资产行业账面未记录的人力资源、营销网络、管理等无形资产占比较大，具有高溢价共性；电影行业快速发展，未来预期较好；优秀的团队资源；收购后对东方网络商誉的提高显著（见右图）。
- **嘉博文化：明星突击入股，IP资源充足**
- 许晴、王学兵、蒋勤勤等明星出资数百万突击入股，明星股东的出现使嘉博文化未来更可能与其达成合作，同时明星可提供渠道优势，导致嘉博文化评估值半年内大幅提升。
- 嘉博文化的IP资源突出，目前已储备有《夏有乔木》、《你若安好便是晴天》等，利于公司发展且可通过版权业务保障营业能力。
- **华桦文化：国际业务优势，协同效益突出**
- 华桦文化主要业务之一为海外电影引进及与其相关的宣传营销，拥有不少海外大片的渠道控制。东方网络进行泛娱乐化转型后急需弥补海外电影方面的短板，与其合作或有显著效用。
- **元纯文化：综艺网剧成本低，两千倍溢价仍存疑**
- 元纯文化主打综艺节目及网剧，综艺节目近年发展较快，而网剧更呈猛增势头，具有巨大发展潜力；同时网剧制作成本极低，元纯文化的所有者权益账面值仅有42万，更易产生高溢价现象。
- 元纯文化两千倍溢价未得到充分合理解释，是导致东方网络收购叫停进行进一步核查调整的主要原因之一。

上市公司交易前后资产负债结构对比情况 单位：万元

项目	上市公司（备考后）		上市公司（备考前）		变动（%）
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	
流动资产总计	204,914.34	29.54	129,196.12	45.09	58.61
非流动资产总计	488,657.83	70.46	157,302.69	54.91	210.65
商誉	356,487.58	51.40	36,246.91	12.65	883.50
资产总计	693,572.17	100.00	286,498.81	100.00	142.09
流动负债总计	261,049.19	83.31	82,818.02	63.28	215.21
非流动负债合计	52,291.35	16.69	48,063.37	36.72	8.80
负债合计	313,340.54	100.00	130,881.39	100.00	139.41

来源：投行报告，Wind资讯，新闻

M&A观察：东方网络收购三家文化传媒公司

东方网络高溢价收购三家文化传媒公司

- **交易动态回顾：一波三折，申请业已撤回调整**
- **2016年5月9日，**公司股票停牌。**2016年5月16日**披露《关于筹划重大资产重组的停牌公告》，确认筹划的重大事项构成重大资产重组。经延期，于**2016年11月21日**复牌。
- **2016年11月4日，**董事会通过发行股份并募集资金购买资产预案，并于2016年11月5日披露交易报告书。
- **2016年11月14日，**由于标的公司估值溢价过高，且东方网络为三家标的公司主要客户，东方网络收到深交所《重组问询函》，公司回复于**2016年11月19日**披露。
- **2016年12月22日**，东方网络收到证监会反馈意见书并要求30个工作日内提交书面回复。**2017年2月8日**向证监会递交不超过30个工作日的回复延期提交申请。
- **2017年3月9日，**东方网络再次发布停牌公告，称“由于近期市场环境发生较大变动，同时政策环境也发生较大转变，为确保本次交易的成功实施，保护上市公司和广大投资者的利益“，自当日开市起停牌。
- **2017年3月17日，**东方网络发布本次重大资产重组申请撤销公告，在停牌期间与相关方重新商议协定，筹划修订后的重组方案，并计划重新向中国证监会申报。

- **相关政策背景：“偏向虎山行”**
- **重大资产重组政策收紧。**2016年6月，暴风影音收购稻草熊影业未获通过，标志着影视行业并购重组政策逐渐趋严，金融、影视、互联网等轻资产企业更被列为重要监管行业。2016年11月以来证监会共拒绝了包括方大化工(000818.SZ)、长城动漫(000835.SZ)在内的九家上市公司并购申请。
- **影视行业跨界并购限制。**为避免上市公司依附上市资源随意并购并炒作公司股票，监管部门对于跨界并购的业务协同性尤为看重。2016年9月《上市公司重大资产重组管理办法》出台，影视行业并购只能在同行业公司之间进行，东方网络主营电子技术、通讯设备、智能设备等，虽已经转型并购大量影视公司，但仍难逃过“跨界并购”监管。
- **核心问题屡受质疑。**就近期证监会对上市公司并购审核意见而言，估值、盈利能力以及实际控制人的控制权成为最核心要素。高溢价估值被深交所提请问询的同时，2016上半年，嘉博文化、华桦文化、云纯传媒分别完成当年承诺利润5.42%，26.62%和9.65%，标的盈利能力堪忧。
- ***更多关于东方网络本次收购信息请参阅以下网站：***

  http://business.sohu.com/20170119/n479132636.shtml

  http://www.gold678.com/dy/A/447831

  本次交易相关披露公告请下载：

  http://pan.baidu.com/s/1boAzPh1

来源：投行报告，Wind资讯，新闻

M&A观察: 万达收购澳洲第二大院线

万达院线收购HG Holdco推动全球战略布局

交易概述

- 2015年6月23日，万达院线与HG ANZ签署了《股份购买协议》，通过现金支付方式购买HG ANZ持有的HG Holdco 100%股权以及HG ANZ享有的对HG Holdco的金额为7,000万澳元的债权，收购资金来源中自有资金占约40%，银行贷款占约60%。

交易收购方简介

- **万达院线：**万达院线成立于2005年，隶属于万达集团，2015年IPO成为首家A股登陆院线。截至该年底，万达院线已开业影城292家，银幕总数2557块。2015年观影人次1.51亿人次，票房总收入63亿元，约占全国14%票房份额，连续七年票房收入、市场份额、观影人次全国第一。

目标公司	HG Holdco(Hoyts为经营实体）
收购方	万达院线
交易金额	USD 365.70mn (合CNY 2.25bn)
支付方式	现金支付
涉及权益	标的100%股权及交易对方债权
净资产增值率	105.75%

来源：投行研报，Wind资讯，新闻

交易背景

- **国家政策鼓励境内企业整合海外优质资产。**近年来，我国企业对外投资日益增多，越来越多中国企业积极融入全球市场，以此来提升国际化运营能力。为适应日益发展的境外投资需要，国家相关部门相继颁布了多项政策文件，积极放宽对境外投资的管制，鼓励企业开拓海外市场、整合海外优质资源。
- **澳洲电影院线业务前景稳定，中国电影市场发展迅速。**澳洲拥有较高的单银幕票房收入和良好的群众基础。2014年澳洲电影票房收入约11亿美元，排名全球第十。相比全球电影院线较为稳定的业务状态，中国电影市场依然处于快速增长状态，已成为全球电影票房增长的主引擎。2014年末，全中国已有影院投资公司244家，其中影院数量在5家以下的公司有180家，影院投资公司规模普遍较小，行业集中度较低，经营效率较差。相比全球成熟电影院线行业集中度较高的特点，国内院线行业存在较大整合空间，外延式扩张将成为国内院线企业的发展趋势之一。
- **Hoyts 是澳洲领先的电影院线经营商。**Hoyts在澳洲运营电影院线的时间至今已超过100年，在长期经营过程中，Hoyts在澳洲和新西兰电影行业内积累了优异的信誉和口碑，是澳洲领先的电影院线经营商之一。

M&A观察: 万达收购澳洲第二大院线

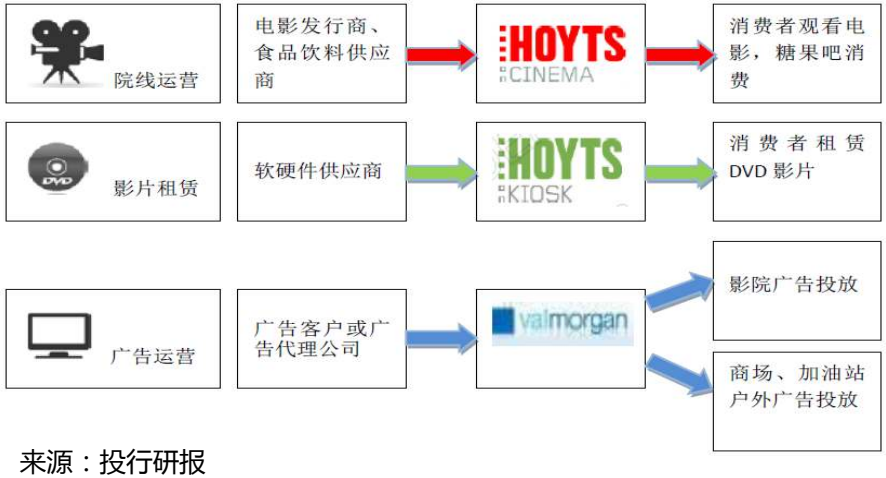
万达院线收购HG Holdco推动全球战略布局

◆ 标的公司模式简介

- 标的经营实体Hoyts Group Holdings LLC于1908年成立，现由Hoyts Exhibition, Hoyts Kiosk和Val Morgan组成，分别经营影院、影片租赁以及广告投放业务。

◆ 所在市场情况

- 2016年澳洲票房收入12.593亿澳元，人均票房贡献为301元人民币。而中国拥有41179个影厅，与共计457.1亿人民币的票房收入，人均票房贡献为33.7元；美国拥有共计113.8亿美元的票房收入，人均票房贡献为248元。**澳洲市场规模虽不及中美，但人均花费高，发展成熟。**
- 澳大利亚院线市场七大品牌占据了近70%的影厅量，Hoyts影厅数量最多，是**全澳大利亚第二大的院线公司。**

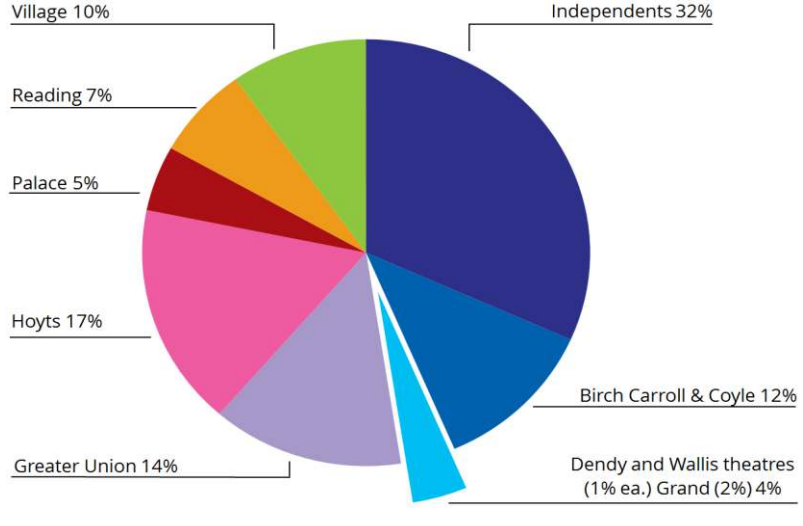


来源：投行研报

◆ 主要竞争对手分析

- **广告业务并无主要竞争对手：**交易标的公司中由Val Morgan所经营的广告公司几乎拥有在所有澳大利亚和新西兰影院投放广告的权利，市场占有率高达95%。
- **院线业务竞争较为激烈：**Hoyts的影院业务的最大竞争对手是Event Hospitality & Entertainment Limited(EHEL):成立于1913年，提供娱乐与服务行业的上市公司，占据26%的银幕份额，经营状况平稳，银幕数量在去三年略有增加。另一大竞争对手是澳大利亚第三大的院线公司，于1988年在本地上市的Village Roadshow Limited，其核心业务为电影制作与发行以及电影院线的运营以及衍生的相关业务。该公司经营状况平稳，且银幕数有增加的趋势。

澳大利亚院线市场占有率分布



M&A观察: 万达收购澳洲第二大院线

万达院线收购HG Holdco推动全球战略布局

交易原因及影响

- **外延式扩张将成为国内院线企业的发展趋势：**国内院线市场将由充分竞争阶段逐步过渡到规模和品牌竞争阶段，院线的互联网化、品牌运营将成为行业未来发展的方向。同时，海外并购将形成中国电影全球渠道、依靠渠道输出中国电影、合作制片传播中国文化的主要途径之一。
- **国家政策鼓励创造有利背景：**国家政策鼓励境内企业整合海外优质资产，相关部门相继颁布了《国务院关于鼓励和规范企业对外投资合作的意见》等政策文件，积极放宽对境外投资的管制，鼓励整合海外优质资产。
- **澳洲票房收入趋稳，Hoyts 澳洲领先：**澳洲拥有较高的单银幕票房收入，良好的群众基础是在澳洲进入电影院线行业的必要条件。在长期经营中， Hoyts 在澳洲电影行业内积累了优异的信誉和口碑， 院线布局较为完善，同时还是当地最大的电影广告渠道运营商，市场占有率较高。
- **稳步推进上市公司国际化发展战略：**本次交易将成为公司实现国际化发展战略的重大布局，将大大提高本公司的规模和国际影响力。通过并购，万达院线将拥有标的公司的品牌、 管理团队和市场发行网络，将具有更完善的管理系统和培训体系，有利于整合并提升本公司和目标公司品牌价值，迅速建立本公司在海外市场的认知度，提高公司持续盈利能力和核心竞争力

财务基本分析：

- **资产负债结构：**标的公司近两年一期非流动资产占比大(近80%)，主要构成为商誉(近30%)；流动负债占比较小(近10%)并呈下降趋势，长期负债对银团贷款依赖过大。
- **财务指标：**短期偿债各比率高于同业并不断提升，由于金融资产公允价值增加；偿债能力显著低于同业，由于2014应收账款增长过大，广告收入账期长(应收)；影院卖品业务需求大、库存量高。存货包括放映机备件(存货)等导
- **主营业务分析：**Hoyts主营业务为院线票房和影院卖品，占比超65%，各项收入较为稳定。报告期内毛利率稳定，其中作为主要利润来源的院线票房和院线卖品毛利率较高(55.25%，75.56%，2015.3.31)。财务费用过大，由于长期依靠高额美元负债，利息支出和汇率重估加剧财务负担。

单位：万元

项目	2015.3.31		2014.12.31		2013.12.31	
主营业务收入	38,721	65.9%	156,703	65.2%	185,781	67.8%
毛利率	52.39%	-	51.25%	-	51.41%	-
财务费用	20,590	35.1%	43,764	18.2%	47,015	17.2%
流动比率	2.90	-	1.88	1.05	1,22	1.18
应收账款周转率	2.31	-	10.56	23.94	15.31	21.94
存货周转率	11.04	-	38.02	107.25	38,10	106.6

来源：投行研报

M&A观察: 万达收购澳洲第二大院线

万达院线收购HG Holdco推动全球战略布局

- **可比公司法估值**
- **可比公司法估值简介**
- 在市场上找出几家与被估值企业相同或相似的参照物企业，通过分析比较重要指标，修正、调整参照物企业的市场价值，并选用合适的乘数确定被估值企业的价值。
- **估值方法运用过程**
- **可比对象的选择**：选取Amalgamated Holdings Limited 和 Village Roadshow Limited作为同一市场比较的澳洲市场上市企业，选取AMC Entertainment Holdings, Inc. 、Cinemark Holdings Inc. 和Regal Entertainment Group 作为成熟资本市场比较的美国上市企业。
- **价值比率的选择**：选取企业价值倍数（EV/EBITDA）作为主要估值指标，市销率（P/S）作为辅助价值比率。前者剔除了诸如财务杠杆使用状况、折旧政策变化、长期投资水平等非营运因素的影响；后者有助于考察公司收益基础的稳定性、可靠性和质量水平，但是在收入之外无法反映公司运营效率带来的盈利能力的不同。
- **数值选定**：对于影响交易价格的市值，选择估值基准日（即2015年3月31日）数据。对可比公司的财务数据，均选用2014年经审计数据作为最近12个月年化数据进行比较。

- 可比公司企业价值倍数：应用公式“可比公司企业价值倍数（EV/EBITDA） = 准日企业价值/ 息税折旧与摊销前利润“，四家公司的企业价值倍数情况如下：

可比公司	EBITDA	基准日市值	净负债	EV	EV/EBITDA
AHD	192,446	1,855,325	248,659	2,103,984	10.93
VRL	132,192	896,475	837,477	1,733,952	13.12
AMC	434,497	3,456,813	3,031,368	6,488,181	14.93
CNK	573,818	5,222,464	2,389,982	7,612,446	13.27
RGC	512.3	3,563.0	3,289.7	6,853	13.38

- 由于更高的ROE往往象征更高的价格，因此用可比企业修正系数 =（1 + ROE Hoyts）/（1 + ROE可比企业）,并去掉最大值和最小值，得到企业价值倍数的区间为13.38~14.34。
- 以上述企业价值倍数区间，乘以Hoyts2014年EBITDA，再减去其估值基准日的净负债，得出Hoyts股东全部权益在估值基准日的市场价值区间（考虑缺乏流动性折扣和控制权溢价前）461,248~539,022千澳元。
- 文化传媒企业估值已经相对稳定，市场给出的市净率、市盈率、市销率倍数不高。基于此，本次估值选择的缺少流动性折扣率为25%，选择的控制权溢价率为20%。
- **最终结果**：截至估值基准日，Hoyts所有者权益估值为415,123千澳元~485,119千澳元。估值增值331,391千澳元~401,387千澳元，增值率395.78%~479.37%。

来源：投行报告，Wind资讯

M&A观察: 万达收购澳洲第二大院线

万达院线收购HG Holdco推动全球战略布局

收益法估值基本假设

- 基本公式：$P=\Sigma_{i=1}^{n}\frac{F_i}{(1+r)^{i-0.25}}+\frac{F_n(1+g)}{(r-g)(1+r)^{n-0.25}}$，P为基准日企业价值，$F_i$为基准日后i年经营现金流、$F_n$为预测期末现金流，r为加权平均成本WACC，g为永续期增长率。
- WACC=$\frac{D}{D+E}k_d(1-t)+\frac{E}{D+E}K_e$, D、E分别债务、权益价值，$k_d$、$k_e$分别为债务、权益资本成本，t为综合税率。
- $k_e=r_f+\beta_L*\mathrm{MRP}+r_c$,r_f为无风险利率，MRP为市场风险溢价，β_L为权益市场风险系数，r_c为企业特定风险系数。
- Hoyts预计2018年达到稳定经营，因此预测期到该年末止。
- 企业所得税率按现行Hoyts应交30%计算。
- k_d=9.67%=基准日净财务费用比计息债务总额。
- $\beta_L=\left[1+\frac{(1-t)D}{E}\right]\beta_U$，$\beta_U$为无杠杆风险系数，$\beta_U$取澳洲与美国同可比公司的均值0.46，基准日$\frac{D}{E}$为7.81,估测$\beta_L=2.95$。澳洲长期国债和股票收益率平均差值5.5%，取1%国家风险，MRP=6.5%。Hoyts规模与需求较稳定，但资产负债率较高，取r_c为3.5%，$k_e=25.17\%$，计算得WACC=8.83%。
- g=最近10年澳洲复合CPI增长率2.66%。永续期预测资产负债率稳定，资本性支出等于折旧，营运资金保持2018年末水平，调整后F_n=69.14百万澳元，永续期价值计算得837.23百万澳元。

现金流预测（单位：百万澳元）

项目	2015 4-12月	2016	2017	2018
营业收入：	365.46	521.20	582.05	622.51
娱乐业	292.44	413.46	467.02	500.40
广告业	80.62	117.65	125.44	133.03
减：关联交易收入	7.60	9.91	10.41	10.93
成本及费用：	292.62	409.89	454.19	484.71
折旧与摊销：	18.68	28.53	33.14	34.58
财务费用：	35.50	47.85	47.63	47.33
资本性支出：	26.45	40.74	52.36	48.99
营运资金增加：	1.81	2.61	2.91	3.11

估值测算结果（单位：百万澳元）

项目	2015 4-12月	2016	2017	2018	永续期
EBIDTA	72.84	111.31	127.86	137.80	137.80
税前利润	18.65	34.94	47.08	55.89	55.89
净利润	13.06	24.46	32.96	39.12	39.12
自由现金流	22.52	43.13	44.18	54.73	69.14
净现值	21.14	37.19	35.00	39.85	837.23
企业价值	**972.48**				
付息债务价值	510.57				
股东权益价值	**461.91**				

来源：Wind资讯，投行研报

医药行业M&A观察：现代药业国药内部资源整合

现代药业77亿收购众多标的，国药“合并同类项”

- **交易概述**
- 2016年，现代制药拟通过发行股份（包括非公开发行股份募集配套资金）和支付现金等方式购买芜湖三益、国药一心、青海制药等企业的股权，购买资产总评估值为773,864.81万元。发行股份定价基准日为2016年3月10日。本次交易构成关联交易和重大资产重组。
- **相关交易方简介**
- **现代制药**：现代制药成立于1996年，是一家以原料药和制剂的生产为主业的医药企业。产品覆盖原料药和制剂、药物新型制剂和生物药品三大领域，主导产品包括阿奇霉素、头孢氨苄缓释胶囊和人尿制品等。现代制药是国内颇具优势的缓释药技术产品生产厂家，生产的头孢氨苄缓释胶囊销量占国内同类产品市场的一半份额以上，目前在产品种约20个，而储备品种数目也已达到20多个，具有较为丰富的储备品种资源。
- **国药集团**：中国医药集团是由国务院国资委直接管理的中国规模最大、产业链最全、综合实力最强的医药健康产业集团，以预防治疗和诊断护理等健康相关产品的分销、零售、研发及生产为主业。2012年实现营业收入超过1600亿元，是中国唯一一家超千亿医药健康产业集团。2016年8月，中国医药集团总公司在"2016中国企业500强"中排名第205位。

- **国药集团成员企业及业务基本情况**
- 国药集团旗下拥有11家全资或控股子公司和国药控股、国药股份、天坛生物、现代制药和一致药业等5家上市公司。
- 国药集团全力推进十一大业务板块——医药现代物流分销、零售连锁、生物制品、化学制药、现代中药、诊断试剂与化学试剂、科学仪器与医疗器械、医药科研与工程设计、医药国际经营与海外实业、医药会展与传媒、医疗健康产业的发展，构成了一个以医药健康产业为核心竞争力的创新型企业。2006 - 2016年，集团营业收入年复合增长率26.47%，是目前唯一一家进入世界500强的中国医药企业。

国药集团资产负债表

单位：万元

项目	2015.12.31	2014.12.31
资产总额	22,828,597.62	19,919,246.01
负债总额	14,350,522.02	13,168,015.04
所有者权益	8,478,075.60	6,751,230.97
项目	2015 年	2014 年
营业收入	27,855,599.64	24,669,223.75
利润总额	1,107,867.52	938,500.02
净利润	855,217.22	729,135.76
主要财务指标	2015.12.31/2015 年	2014.12.31/2014 年
资产负债率	62.86%	66.11%

来源：投行报告，Google Finance，新闻

医药行业M&A观察：现代药业国药内部资源整合

现代药业77亿收购众多标的，国药“合并同类项”

- **医药行业发展状况**



- 近年来我国医药产业保持稳定增长，总体呈现平稳发展态势。尽管近两年总产值增速有所放缓，但随着医疗体制改革的推进，社会保障体系和医疗卫生体系框架建设基本完成， 改革红利为医药市场提供了新的增长空间。

- **标的公司主要产品在所处细分行业的发展概况**

- **抗感染药物市场：**2010 年我国抗感染药市场总容量为 1,317.55 亿元， 2014 年上升至 1,658.62 亿元，年均复合增长率为 5.92%。产品进入这一市场的标的公司市场份额均排名前十。
- **抗肿瘤药物市场：**我国抗肿瘤药物的销售规模近几年来一直稳步增长， 2014 年超过 900 亿元，同比增长 14.68%。标的国药一心市场份额排名领先，主要产品排名第一，占据69.43%市场份额。
- **麻醉药品市场：** 2013 年我国麻醉镇静剂市场规模约 28 亿元，市场规模的平均增速约 17%。 国家对于麻醉药品实行计划管理，控制生产销售规模。目前只可以由少数几家企业授权生产，标的公司的行业地位优势明显。

来源：国家统计局、南方医药经济研究所、IMS 数据

- **医药行业主要管理制度与政策新动向**

- **药品生产、经营企业管理**
- 我国对药品生产企业的资质进行管理，企业进行药品生产前需要取得企业所在地政府药品监督管理部颁发的《药品生产许可证》。药品生产企业须按照《药品生产质量管理规范》（ GMP ）组织生产。
- **药品定价管理**
- 除麻醉药品和第一类精神药品外，从 2015 年 6 月 1 日起取消药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成。
- **药品知识产权保护**
- 我国药品知识产权保护制度既实行国际通行的专利保护，又根据国情实施行政保护，包括中药品种保护、新药监测期保护等，从而支持和鼓励创新。

颁布时间	政策文件名称	主要内容
2015年2月	《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》	坚持网上药品集中采购，实行一个平台、上下联动、公开透明、分类采购，采取招生产企业、招采合一、量价挂钩、双信封制、全程监控等措施
2015年7月	《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》	自 2015 年 7 月 22 日起，所有已申报并在总局待审的药品注册申请人，均须对已申报生产或进口的待审药品注册申请药物临床试验情况开展自查
2015年11月	《关于药品注册审评审批若干政策的公告》	为提高药品审评审批质量和效率，实行包括提高仿制药审批标准、规范改良型新药的审评审批、优化临床试验申请的审评审批、实行同品种集中审评、加快临床急需等药品的审批等药品注册审评审批政策

医药行业M&A观察：现代药业国药内部资源整合

现代药业77亿收购众多标的，国药“合并同类项”

- **交易原因**
- 居民医药消费结构改善：我国居民收入的增长和人口结构的变化不断拉动医药行业总需求，居民消费意识的提升和市场竞争层次的提高对医药企业提出了更高要求。
- 国家政策支持：2016年3月，国务院发布《关于促进医药产业健康发展的指导意见》推动医药体制改革，促进资源向优势企业集中，实现规模化、集约化经营。
- 提高企业竞争力需求：整合国药集团下属化药工业资产，打造单一的化药工业发展平台，解决同业竞争问题。
- **交易影响**
- 对上市公司主营业务的影响：增加研发实力，提高营销效率，减少重复投入以提高生产效率。
- 对股权结构的影响：国药集团直接及间接持股比例提高，对公司的控制权和资源整合能力提高。
- 对主要财务指标的影响：交易完成后，上市公司资产规模、营业收入规模、基本每股收益等均有大幅增加，上市公司盈利能力增强。

时间	资产总计	营业收入	资产负债率	毛利率	基本EPS
2015年	413,741.01	268,224.47	61.05%	49.36%	0.77
2016年1-4月	426,658.82	91,442.59	60.75%	49.64%	0.18

现代制药重组前后主要财务指标对比（实现数）

来源：新闻、投行报告

- **国有企业合并整合背景分析**
- **国企在国家鼓励下加快重组整合，优化资源**
- 国企改革成为必然趋势：经济新常态下国有企业存在同业竞争等问题，资产重组有利于集约化、规模化发展，突破共性关键技术等发展，推动供给侧改革。
- 国家大力支持：2006年底国资委颁布《关于推进国有资本调整和国有企业兼并重组的指导意见》鼓励已上市国有控股公司把主营业务资产全部注入上市公司。
- 国企积极响应：2010年全国形成了“重组风暴”。“合同并制”“关停并转”“混合所有制”成为主要整合方式。2017被定调为“国企资源整合年。
- **医药行业并购整合趋势明显**
- 据研究报告显示，我国制药企业70%以上营收不足5000万元，近20%处于亏损状态。监管政策不断收紧和市场竞争愈发激烈促使医药行业并购重组成为大势所趋。
- 2015年政策全面改革为药企并购整合提供了宽松的环境，促进行业集中度提高。2016年大型医药上市企业为扩大市场规模，布局产业链而加快并购重组。未来政策、资本市场等因素将加快药企并购重组的步伐。
- 医药行业出现实体药店行业集中度进一步提高，生物科技海外并购、医疗器械等领域并购火热的局面。

医药行业M&A观察：现代药业国药内部资源整合

现代药业77亿收购众多标的，国药“合并同类项”

可比公司摘要

可比公司	P/E	P/B	可比公司	P/E	P/B
鲁抗医药	744.49	2.95	丽珠集团	32.01	4.60
山东金泰	451.19	37.06	福安药业	81.52	2.52
丰原药业	93.44	2.49	华仁药业	319.89	4.79
平均值	**48.23**	**4.81**	**现代制药**	**28.72**	**5.50**
中位值	**44.21**	**4.29**	**标的资产合计**	**15.85**	**2.79**

- P/E=市值（2015 .9 .30）/2015年净利润，P/B=市值（2015 .9 30)/净资产（2015 .9 30）
- 仅仅列出部分A股上市可比公司，平均值和中位值均为提出离群点后行业计算所得

可比交易摘要

上市公司	标的企业	市盈率	市净率
现代制药	**致君制药等11家**	**15.85**	**2.79**
红日药业	展望药业	39.38	8.47
华润三九	浙江众益	27.70	11.14
华润双鹤	华润赛科	18.08	10.43
台城制药	海力制药	29.44	8.88
众生药业	先强药业	21.57	5.32
东诚药业	云克药业	19.47	6.61
	平均值	**25.94**	**8.47**
	中位值	**24.64**	**8.67**

分析与结论

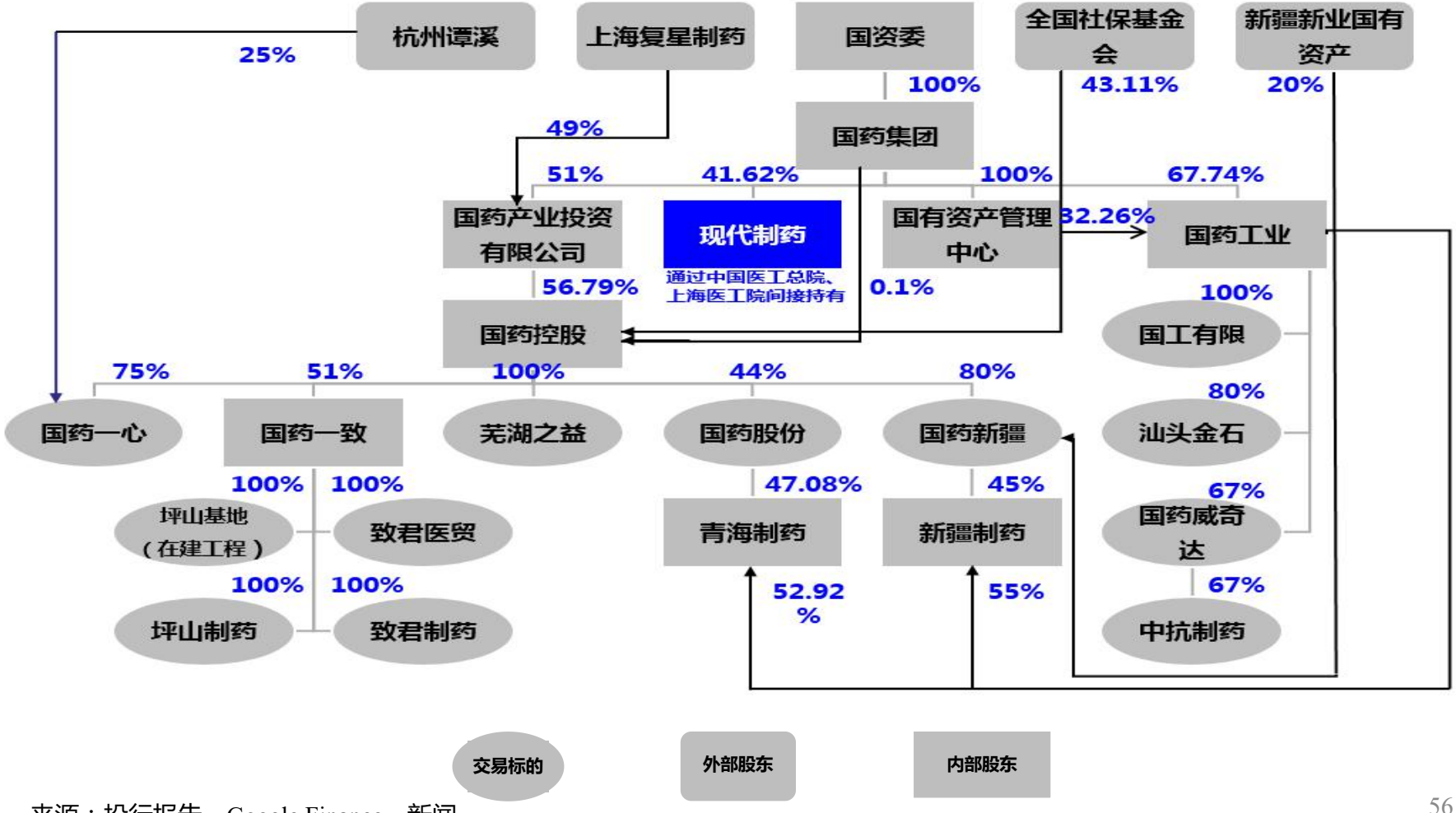
- 从国内医药行业上市公司和可比交易情况分析，本次交易的市盈率和市净率均远低于同业水平，原因列示如下：
- 虽然标的公司和上市公司在人力资源、融资能力和医药的研发、生产、销售等方面具有较强协同效应，但出于难以量化和谨慎性未被考虑，因此交易整体估值水平较低。
- 坪山制药、国药一心等标的2016年利润出现异常增加。如坪山制药2016年1-4月营业利润已是其2015年的2倍以上。
- 对坪山制药、致君医贸两家标的，一方面其生产的“复方磷酸可待口服溶液”等药品受到国家对含麻制剂的管制，影响市场对其盈利能力的预期。另一方面，其管理较好、潜力很大在本次交易的估值中并未体现。尤其是新增产能的坪山制药，几乎是无溢价“赠送”现代制药。
- 标的企业收入主要来源是抗生素原料药和中间体。由于环保、价格、一致性评价等问题，抗生素市场正在发生巨大变化。其间蕴含的较大风险和未来收入不确定性都影响了标的企业的估值。主要生产头孢等药品的汕头金石、致君医贸、国药威奇达受到2012年国家最严“限抗令”影响，面临市场压缩，经营压力增大的风险，市场潜力有限。例如，在2015年之前，主要生产7-ACA的国药威奇达就受该政策影响，利润下滑严重，直接影响了企业的估值。

来源：交易书，案头研究(*由于本次标的公司较多，由于篇幅所限，不能将所有公司的相关指标列出，表格中的数据为均值)

医药行业M&A观察：现代药业国药内部资源整合

现代药业77亿收购众多标的，国药“合并同类项”（附录）

- 现代药业及国药集团股权架构图



来源：投行报告，Google Finance，新闻

M&A观察：神华国电合并，煤电巨头诞生

神华国电合并，全国最大煤炭与电力企业诞生

交易概述

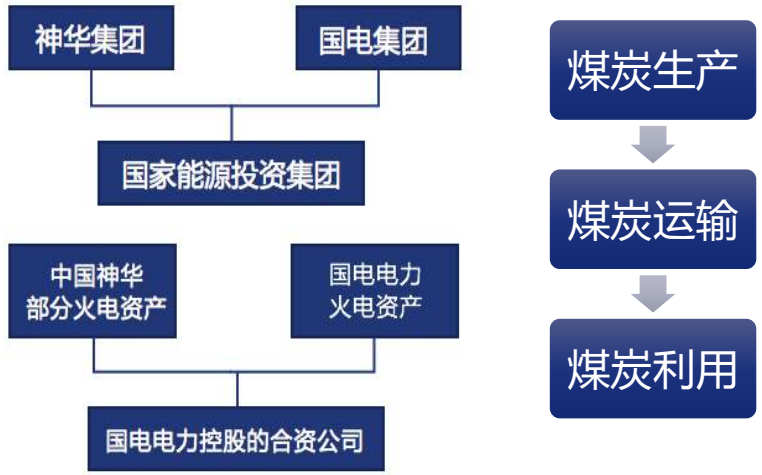
- 集团层面，中国神华集团与中国国电集团实施联合重组，神华集团更名为国家能源投资集团有限公司，作为重组后的母公司吸收合并中国国电集团公司。上市公司层面，中国神华拟以其直接或间接持有的预估值293亿元部分火电公司股权及资产与国电电力直接或间接持有的预估值374亿元的火电公司股权及资产共同组建合资公司，国电电力拥有合资公司控股权。

相关交易方简介

- **神华集团**：神华集团于1995年10月正式注册，负责开发经营神府东胜煤田及其配套的铁路、电站、港口、航运船队以及与之相关的产业，拥有对外融资、外贸经营和煤炭出口权。神华集团是国资委直接控股的102家中央企业之一，也是3家煤炭央企中规模最大的央企。公司的央企背景使其在煤炭、电力、铁路等领域的资产获取与资产运营上具备强大的竞争优势，同时也在国企改革方面处于领先地位。
- **国电集团**：中国国电集团公司是于2002年12月成立的以发电为主的综合性电力集团，主要从事电源的开发、投资、建设、经营和管理，组织电力（热力）生产和销售。国电集团下有7家上市公司，分别为国电电力、国电科环、龙源电力、长源电力、平庄能源和英力特。

产业链布局

- 神华集团其五大主营业务分别为煤炭、发电、铁路、港口、航运、煤化工。业务涵盖了煤炭全产业链：煤炭生产—煤炭运输（铁路、港口、航运）—煤炭利用（发电及煤化工）。在所有煤炭企业中，中国神华是唯一可以做到煤炭全产业链运营的煤企。
- 神华集团为煤炭行业最大生产企业，2016年原煤产量达4.31亿吨，发电机组装机容量8305万千瓦，发电量3292亿千瓦时；国电集团为电力行业龙头之一，年原煤产量0.31亿吨，发电机组装机容量14300万千瓦，发电量5053万吨。合并后，国家能源投资集团将会结合神华和国电分别在煤炭和电力业务上的优势，成为煤炭与电力行业领军者。



来源：投行报告，新闻

M&A观察：神华国电合并，煤电巨头诞生

中国神华、国电电力财务分析

中国神华

项目	2015	2016	2017H1	行业均值
营业收入（亿元）	1,770.69	1,831.27	1,205.18	114.51
归母净利润（亿元）	161.44	227.12	243.15	12.18
销售毛利率(%)	37.64	39.51	41.98	29.93
销售净利率(%)	13.14	16.13	23.70	10.13
ROE(%)	5.51	7.27	8.68	21.48
资产负债率(%)	35.35	33.54	41.93	53.76

龙头煤炭央企，行业复苏受益明显

- 据2017年半年报披露，煤炭、发电、运输分部经营收益占比由 2016 年上半年的 20%、 39%和 42%变为 2017 年上半年的 63%、 9%和 27%。主要原因是集团煤炭销售量价齐升，发电业务燃煤成本大幅增加。
- 2016 年以来随着供给侧改革强力实施， 煤价开始上涨，公司盈利重新开启大幅增长， 2016 年公司营收和净利润分别增长 3%和 41%， 2017H1 营收和净利润分别增长 53%和147%，盈利回到历史最高水平。

盈利能力回升， 同行业名列前茅

- 由于具备优质资源以及先进大型矿井，公司成本优势突出，2017 年 H1 在煤价大幅上涨的情况下，吨煤成本进一步下降至 106.7 元/吨，说明公司成本控制能力较强。

来源：投行报告，wind咨询，新闻

国电电力

煤价高企电力产业承压，利润下滑明显

- 据2016年年报披露，公司实现营收584.16亿元，其中电力行业占比81%，热力行业占比3%，化工行业占比4%，煤炭销售行业占比12%。
- 公司2017年上半年上网电量833.51亿千瓦时，同比增长3.32%，受市场化电量增多影响，平均上网电价337.69元/兆瓦时，小幅下降2个百分点。营收基本保持稳定。煤价高企令火力发电企业承压，近年来毛利率下降趋势明显。

煤电供给侧改革逐渐发力，公司有望受益

- 煤电供给侧改革政策逐步落地，优质产能替换部分逐步释放推动煤价回落，淘汰落后火电机组力度超预期。公司作为优质电力龙头，火电机组结构优质，清洁能源装机占比已达35.67%，机组利用时数有望持续提升。

项目	2015	2016	2017H1	行业均值
营业收入（亿元）	545.83	584.16	287.44	61.86
归属母公司净利润（亿元）	43.64	47.27	17.73	4.23
销售毛利率	31.01	25.58	18.80	18.11
销售净利率	13.09	12.01	7.89	16.25
ROE	8.66	9.09	3.43	5.67
资产负债率	72.21	72.66	73.42	66.53

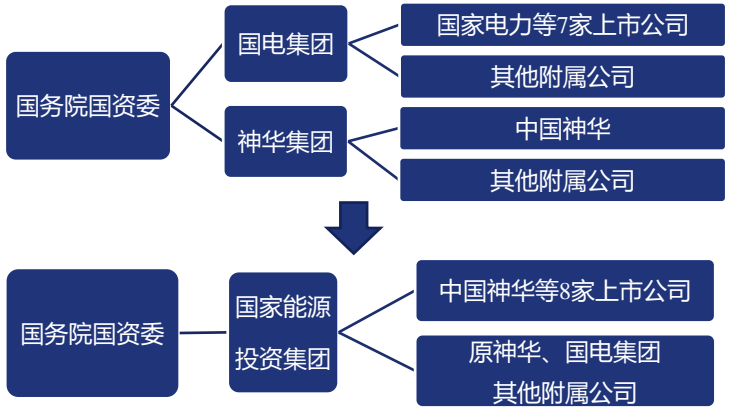
M&A观察：神华国电合并，煤电巨头诞生

◆ **“中国神电”诞生记**

- 神华集团更名为国家能源投资集团有限责任公司
- 更名后的神华集团作为重组后的母公司，换股吸收合并中国国电集团公司。
- 集团合并后，资产总额与盈利能力大幅攀升。按总资产规模测算，国家能源投资集团位列中石油、国家电网、中石化之后，为我国第四大能源类央企。
- 中国神华与国电电力以其直接或间接持有的部分火电公司股权及资产共同组建合资公司。

◆ **合并重组特点交易**

- 结构上，是同时发生在控股股东层面（集团吸收合并）和上市公司体内（合资子公司）的资产重组。
- 交易对价上，集团层面神华作为母公司吸收合并国电，上市公司层面国电控股新的合资公司。



来源：投行报告，wind咨询，新闻

◆ **神华国电重组的多方影响**

◆ **内部影响：纵向整合，提升竞争力**

- 煤电合营，是电力产业链的纵向整合，避免同业竞争内耗；同时能发挥协同效应，提升行业整体生产效率、降低成本；提高抗风险能力，平滑业绩周期波动性。
- 国电连续两个会计年度（2015年度、2016年度）净利润为负值，面临退市风险；而神华2016年实现净利润361亿元。合并后将使神华的业内领先优势进一步扩大，而国电一定程度上规避退市风险。
- 国电电力拥有合资公司控股权，国电电力占比 56%，中国神华占比 44%。从而解决集团合并后的上市平台同业竞争问题。同时，国电也将获得更高的市场预期。
- 对国内市场而言，可能会因过度集中而影响市场竞争，且重组对扭转电力企业亏损或许没有实质性作用。

◆ **外部影响：加剧竞争，迎合国企改革与去产能潮流**

- 煤电合营后，国家能源投资集团的竞争力增强，会给同行业其他企业带来竞争压力。
- 对于周边行业而言压力增大。如煤炭市场及煤炭物流市场，合并后国电煤炭交易转化为内部交易，这将为其原来的煤源及运输方带来损失。
- 对于整个国企改革和去产能的大环境而言，此次重组可以在一定程度上减少重复投资，推动国有资本更多向关国民经济命脉的重要行业集中，支持有条件的企业做强做大；同时，整合之后方便在集团内部进行资产优劣排序，以便让最应该退出的产能适时退出。

M&A观察：神华国电合并，煤电巨头诞生

能源公司估值简介

估值方法简介

- 对于持续经营的公司，常用的估值方法主要包括绝对估值法和相对估值法。绝对估值法中较为常用的是无杠杆自由现金流法（FCFF）、红利折现法（DDM）；相对估值法中较为常用的是市盈率倍数法、EV/EBIT倍数法。

能源行业估值

- 能源行业如煤炭，可采用净资产价值法。它假设被评估公司当前资源储备（如煤炭储量）在未来都能够顺利开发成产成品，以这些资源储备所能带来的净现金流的现值作为对企业价值的估计，扣除净债务后得到公司的净资产价值。
- **计算公式**：$\mathbf{NAV} = \sum_{m=1}^{M}\sum_{n=1}^{\infty} CF_{n,m} \div (1+r)^n -$净债务
- 其中，m表示项目编号，M代表项目数，n代表年份，CF代表现金流，r为现金流对应的折现率。
- 对煤炭行业采用NAV法而非FCFF法的原因在于煤炭作为公司最为重要的原材料，其未来的获取具有巨大的不确定性。FCFF法计算终值时对获取新增资源做出永续增长的假设往往不令人信服。NAV法可以将当前确定资源的价值与未来不确定资源的价值区分开来，便于分析。
- 能源行业如电力，可采用DCF法或P/B法。采用绝对估值法时需注意能源行业周期性较强，与宏观经济相关度高，利润会随经济周期变化出现较大波动。详细预测期应覆盖完整的行业周期，且终值期永续增长率应该取多年平均值。
- 采用相对估值法时应注意能源行业为重资产行业，摊销折旧费用较高。不同的会计估计会较大地影响利润率，导致可比公司市盈率出现不合理。此外，能源企业往往体量较大。相对估值需要考察其他上市公司与待估公司业务、规模、盈利能力等是否可比。

中国神华估值分析

- **神华集团拥有众多业务模块，宜采用分部估值法。**
- 其煤炭模块可以采用NAV法，铁路、火电、港口、航运、煤化工模块可以采用FCFF法或DDM法。
- 对每一模块估值时，应重点考察该模块增长的主要驱动因素。如神华的煤炭模块处于行业领先地位，煤炭质量高、销量大、开采年限长、议价能力强，所以可对其营业收入增长率予以长期较高的估计。
- 同时对能源行业重要假设的预测应该关注宏观政策和经济形势。对于火电模块，尽管2012-2016年间上网电价下降导致包括此次重组标的在内的火电厂净利润出现大面积下滑。但应该看到国家取消工业企业结构调整专项资金，多省即将上调电价的政策导向。预测之后火电模块营业收入时应在当前水平上予以上调。然而火电还受煤炭价格走势影响。2016-2017H1郑商所动力煤期货全面走高。煤价进一步上涨的可能又限制了对火电营业利润的乐观估计。
- 对发电等特殊行业进行相对估值时，除P/E、P/B、EV/EBITDA外，还可采用EV/装机容量等行业特殊指标。

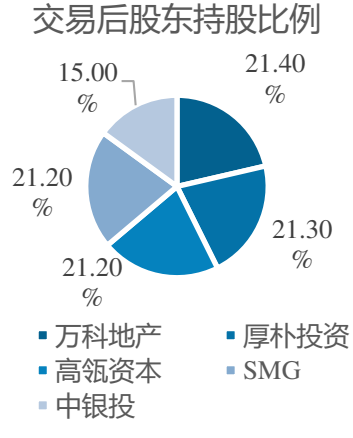
M&A观察：普洛斯私有化

管理层领衔财团进行收购，普洛斯实现私有化

- **交易概述**
- 2017年，由万科地产、厚朴投资、高瓴资本、SMG、中银投联合组成的中国财团与普洛斯发布公告称，该财团拟收购普洛斯股本中全部已发行及缴足股本普通股（不包括库存股），交易收购单价为每股3.38新加坡元，交易总价将达116亿美元。
- 在此次并购中，黑石集团（BlackstoneGroup）、KKR、RRJ、TPG等国际财团主动退出；而阿里巴巴、京东和苏宁等电商集团所代表的基金或财团因与普洛斯存在市场竞争，遭到普洛斯管理层的抵制，铩羽而归。
- **相关交易方简介**
- **普洛斯：**普洛斯是全球领先的现代物流设施提供商，市占率在中国、日本、巴西均排名第一，在美国排名第二。普洛斯的业务板块包括物业开发、物业运营和基金管理。普洛斯将成熟物业置入物流地产基金，有效提高资本杠杆率并缩短投资回收期；同时回笼的资金用于开发新项目，从而形成物业开发、物业运营与禁忌管理部门之间的资金循环，实现加速扩张与轻资产化运营。
- **万科地产：**万科是国内领先的房地产公司。近年来，万科持续增持物流地产项目，通过合作、并购等方式扩张，初步形成以核心城市群为基础的网络化布局。

来源：投行报告，公司公告，新闻

- **交易性质简介**
- **上市公司私有化：**上市公司私有化，是资本市场一类特殊的并购操作；与其他并购操作的最大区别，就是它的目标是令被收购上市公司除牌，由公众公司变为私人公司。杠杆收购（包括MBO）是上市公司私有化的一种重要方式。
- **管理层收购：**管理层收购（MBO）是指公司的经理层利用借贷所融资本或股权交易收购本公司,从而引起公司所有权、控制权、剩余索取权、资产等变化,以改变公司所有制结构的一种行为。通过MBO，经理层的身份由单一的经营者角色变为所有者与经营者合一的双重身份。
- 业界分析认为，普洛斯收购案正式由普洛斯中国的掌门人、SMG基金亚洲区首席执行官梅志明发起的一场管理层收购。



交易后董事会组成

董事会主席	由厚朴、高瓴、SMG轮流指派
厚朴投资	指派2名董事
高瓴资本	指派2名董事
SMG	指派2名董事
万科地产	根据持股数量指派1到2名
中银投	根据持股数量指派1到2名

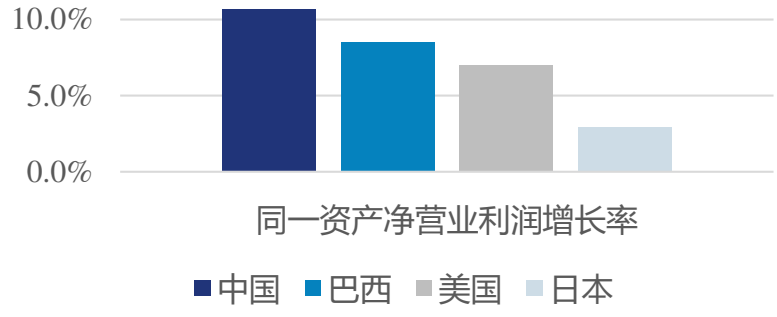
M&A观察:普洛斯私有化

普洛斯财务数据分析

项目	2016	2015	2014	2017可比公司均值
营业收入（mn USD）	880	780	709	——
YoY（%）	12.8	10.0	—	——
营业利润（mn USD）	475	387	401	——
YoY（%）	22.7	-3.5	—	——
营业利润率（%）	54.0	49.6	56.5	20.2
归母净利润（mn USD）	794	719	486	——
YoY（%）	10.4	47.9	—	——
净利率（%）	90.2	92.2	68.6	120.9
ROE（年化）	9.02	8.15	5.55	3.52
资产负债率	39.27	31.10	26.91	49.57
流动比率	0.93	1.29	2.81	1.54
应收账款周转率	3.65	5.69	5.96	9.44

- 普洛斯的营业收入、营业利润和净利润增速逐年提升，反映了企业营收能力不断扩张。若能继续保持10%的利润增速，其盈利水平将较为可观。
- 但近年普洛斯出现了净利率显著高于营业利润率的反常现象。据年报显示，这主要是由于投资性房地产公允价值变动和参股企业利润。能否维持较高的净利润存在一定风险。
- 此外，近三年普洛斯财务杠杆逐年提高，流动比率与应收账款周转率持续下降。其偿债能力和运营能力值得警惕。

来源：普洛斯年报，投行报告，Wind资讯



收入分析

- 2016年报显示，作为全球第一大物流地产企业，普洛斯业务收入中78%来自于出租物业，18%来自于管理费收入，金融服务和其他投资收益各占2%。凭借遍布全球的仓储网络资源优势，其出租物业在全球市场中竞争力首屈一指。普洛斯在全球共拥有800家多家优质客户，其中跨国企业占60%，物业项目的平均出租率高达92%。
- 中国一直都是普洛斯的主要布局国。其在中国具备强大的竞争优势和高效的网络布局，并且已利用其大规模的物流地产业务实现了规模经济。2016年其营业收入中，68%来自中国。其同一资产净营业利润增长率平均达6.9%，其中在华业务增长最为迅速，达10.7%，为主要驱动因素。

盈利预测

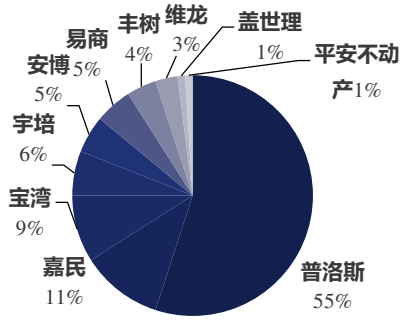
- 2017年预计新建工程较之前有较大回落。随着之前在建工程开发完成，资金管理平台日益发挥作用，2017年利润预计会有更大幅度的提升。

M&A观察：普洛斯私有化

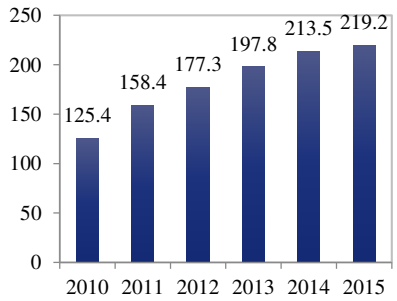
中国物流地产行业发展迅猛

- **物流地产行业简介**
- 物流地产是经营专业现代化的物流设施的载体，是在合适的地点，投资建设企业业务发展所需的现代物流设施。
- 物流地产更偏好长期投资，国内的物流地产目前具有土地价格较低、政策支持多等优势。相比商业地产，其收益率较高。相比住房地产，其政策风险较低。
- **中国物流地产发展趋势**
- 过去10年间，中国物流地产爆发式增长。国内物流地产市场份额目前主要被以普洛斯、安博、嘉民为代表的外资企业占领。这主要是因为国外消费商业模式的成熟，物流地产先于国内发展，而国内资产普遍不偏好长期回报的资本。
- 但近年来以宝湾、宇培、易商等为代表的国内也在逐步发展，逐步改变国内物流地产外资几乎垄断的市场格局。

2015中国主要物流地产商市场份额



中国社会物流总额（万亿元）



来源：行业报告，公司公告，新闻

- **中国物流地产行业主要竞争者分析**
- **普洛斯**：作为物流地产巨头，普洛斯的特点在于三大主营业务——物流地产开发、运营和基金管理，有效协同作用。
- **地产开发**：将地产建设成物流中心，并将其出售给普洛斯地产基金或第三方以获取收益，或交付地产运营部出租。
- **地产运营**：管理和运营现代物流设施，完工后通过招租和服务完善达到稳定运营，不参与客户日常物流业务经营。
- **基金管理**：组织投资者募集资金、收购地产、设立基金。
- **安博**：全球最大的物流基础设施提供商和运营商，施行战略，所持工业和物流设施覆盖南北美洲、欧洲和亚洲。其主要业务是提供通用型物流设施建造和定制建造等解决方案，可概括为“工程专长+租赁管理+物业管理”。
- **宝湾**：拥有深圳国资背景，已在中国32个经济热点城市实施战略性布局，是一家拥有核心仓储资产的全程物流服务商。其服务涉及物流运营管理、标准设施开发与运营、定制仓储设施、电子商务仓储服务、冷链物流等。
- **中国物流发展现状**
- 近年来，中国物流总量持续攀升，参见左图。国内消费增长持续，零售尤其是电商增长为高标准仓库需求带来增量。与此同时，国内物流成本为美国的两倍多，中国物流设施的现代化浪潮还在继续，未来仍有很大空间。

M&A观察：普洛斯私有化

交易目的及背景

- **普洛斯私有化契机**

- **第一大股东有退出意愿：**受2008年金融危机影响，地产物流界巨头ProLogis将中国资产和日本房地产基金20%权益出售给新加坡政府产业投资有限公司（GIC）。GIC随后将该部分业务更名为普洛斯GLP，并推动GLP于2010年于新交所上市。新加坡政府产业投资有限公司目前是GLP第一大股东，持股比例36.93%，但从2008年接手后始终没有深度介入GLP的管理运营，2016年12月GIC提出战略评述，公开寻求私有化买家，打算退出。

- **中国物流地产行业前景可期**

- **中国物流地产行业价值回归**：无论资本结构如何，普洛斯都会保留一部分股份，再做资产管理。由于市场逐渐成熟，物流地产价值提升和仓储土地供需缺口都提升了中国物流地产行业估值。普洛斯在中国一二线城市大量物流节点的优质资产价值在新加坡上市主体中并未充分体现。普洛斯寻求私有化并可能在香港上市，有利于修正估值偏差。

- **物流行业杠杆需求增强**：一方面物流行业快速扩张带来行业天花板上移，另一方面，物流地产自身规模较小，有快速发展的必要性。类似2013年以前的房地产开发行业，上行趋势中需要高杠杆的运作。目前物流地产的普遍做法是通过基金方式运作或其他行业导流。目前现金流状况较好并有潜在协同效应的地产行业更受青睐。

- **普洛斯私有化影响**

- **万科：**万科已开始转向多元化战略发展模式，与此相应的资本化运作力度正在加大。万科目前的战略发展包括适应城市发展变化的需求，从单一住宅开发商转为城市配套服务商，而物流地产方向是其重点。早在2015年，万科就成立了专门的物流地产公司，随后又不断拓展到全国的物流网络，目前已在北京、上海、广州、杭州、武汉、成都等一线城市及核心二线城市顺利完成布点。此次并购，普洛斯在中国物流地产巨头的地位能够带动万科发展，同时转型到地产、物流、商业消费以及资产管理等领域，构建全新的商业业态。此次交易有助于万科在物流地产领域完善布局，也将为万科在全球范围内打造全新的商业发展模式奠定重要基础。

- **GLP**：一方面，普洛斯管理层可通过联合外界资本力量，完成普洛斯私有化进程，从而在香港上市。与买方中私募股权公司的良好合作关系也可以方便管理层日后借助于基金平台的资金运作，获取了投资和费用收入，提高收入。另一方面，近两年，物流和产业用地的成本已有上升势头，因此普洛斯在物流地产方面的成本有所增加。而此前，此类企业在国内市场拿地的成本实际非常低。万科在国内市场拿地的优势和资金支持可助普洛斯控制成本，维持国内市场垄断地位，加快其在商业综合地产设施和产业园区运营方面的布局。

来源：行业报告，公司公告，新闻

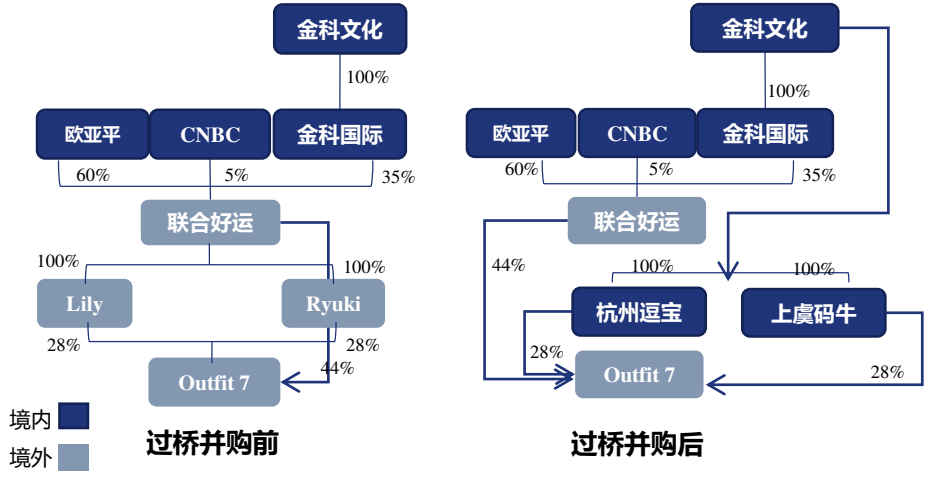
M&A观察：跨境收购汤姆猫，金科疯狂扩张路

背景介绍

- **交易概述**
- 2017年11月16日，金科文化收购英国公司Outfit 7的申请无条件过会。本次跨境并购为经典的大股东参与的“过桥收购”交易。在资管新规即将出台、监管进一步严格的背景下，并购基金在本次交易中为上市公司规避了监管风险：
- 2016年12月28日，境外并购基金“联合好运”出资十亿美元收购Outfit 7的100%股权。并购资金全部来自贷款。
- 金科文化全资子公司金科香港先后于2017年1月10日、2017年6月7日，以共计1.75万美元收购了联合好运35%的股份，并间接持有Outfit35%的股份（联合好运2016年年底净资产为负数）。
- 2017年5月6日，联合好运设立Lily、Ryuki两支并购基金，并向两者分别无偿转让了28%的Outfit 7 股权。
- 2017年8月10日，过桥收购主体杭州逗宝、上虞码牛，分别作价2.996亿美元，收购了联合好运持有的Lily、Ryuki的100%股份，间接取得了Outfit 7的56%股份。
- 金科文化作价42亿元，购买杭州逗宝、上虞码牛的全部股份，成为“会说话的汤姆”的开发商与发行商。
- **交易特点**
- 本次跨境过桥并购的特点在于，通过将并购拆解为两个海外并购基金分别承接Outfit7 28%的股权，并对接境内两家过桥收购主体，使得交易金额控制在3亿美元内，仅需地方ODI备案，帮助上市公司避免了监管风险。

来源：公司公告，新闻

- **过桥并购**
- 随着中国资本大量出海，“过桥并购”成为了常见的海外并购形式，海外并购基金也在项目中发挥着提供资金、判别市场、规避政治风险等等重要作用。
- **相关交易方简介**
- **金科文化：**金科文化主营业务为移动互联网文化内容制作、分发与运营，以及互联网儿童早期教育。金科文化积极关注移动互联网等新兴产业的趋势与转型机遇。本次交易，对其进一步打造上市公司的移动互联网业务具有重要意义。
- **Outfit 7：**Outfit 7是一家集大数据广告分发与互联网儿童早期教育于一体的移动应用开发商和发行商。《我的汤姆猫》是Outfit7的明星主打产品，累计取得了11.39亿人次的安装量。2017年上半年，中国已超越美国成为Outfit7的主要收入来源地区，占全球收入的24.81%。

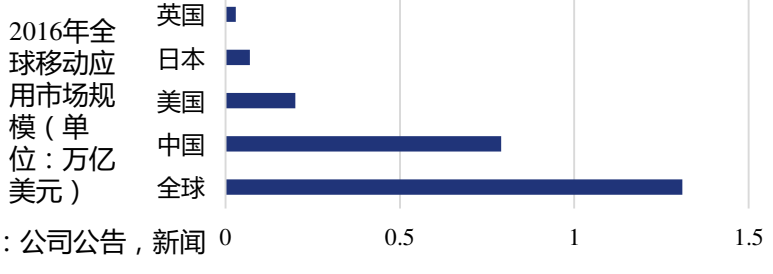


M&A观察：跨境收购汤姆猫，金科疯狂扩张路

背景介绍

- **移动应用市场**

- 随着人们使用移动终端的频率不断提高，移动应用市场的规模也不断扩大。2016年，全球移动应用市场规模约1.31万亿美元，我国约0.79万亿美元。据预测，未来几年内，移动应用市场仍有很大的增长空间。移动应用的盈利模式主要分为应用自身收费、提供付费增值服务、广告分发和利用IP开发周边四种。
- **广告变现**：在大数据时代，利用用户在于应用互动过程中产生的大量数据进行精准的广告分发为广告变现模式带来了新的机遇。以“会说话的汤姆猫” 为例，Outfit7与营销服务商对接，间接获得大量广告主的营销需求，又通过自建的广告控制平台，实时动态地进行广告推送决策。
- **应用内购买变现**：用户可以充值购买虚拟道具，以在应用产品中进行消耗。付费成为会员还可以享受免广告、会员服务等特权。
- **其他变现模式**：以“会说话的汤姆猫”为例，Outfit7利用这一IP资源，开发并在第三方平台播放专区视频播放分成、向第三方公司进行形象授权专区特许权收入。



来源：公司公告，新闻

- **Outfit7市场地位：**

- Outfit7移动应用累计下载量超过60亿次，为全球最大的移动互联网流量平台之一，产品2015年度平均月活跃用户数为2.33亿人，2016年平均月活跃用户数为2.64亿人，2017年 1-6 月平均月活跃用户数达到 3.01 亿人。Outfit7月活用户中约70%来自在除中国以外的全球市场，本次收购完成后，Outfit7将成为由中国公司控制的境外最大用户基数的流量平台公司之一。

- **交易目的及影响**

- **全球化布局**：海外移动互联网市场及互联网儿童早期教育市场是金科文化重要业务发展方向。通过本次交易,金科文化将大幅提升自身在全球移动应用市场的竞争力,切入移动应用大数据广告分发市场,打造全球化的移动应用发行运营及广告分发平台。
- **产业链升级**：借助 Outfit7 精准的用户分析及营销能力,帮助上市公司进行产业链的全面拓展升级,提升营销推广能力,扩大市场占比,落实“国际化生态型移动互联网企业”的发展战略,增强其持续盈利能力和发展潜力。
- **获取数据流量资源**：Outfit7自行开发的高度智能化广告投放系统，每天可收集到约50亿条用户行为数据，自行研发的演进机器学习算法，对用户进行画像，进行精准的广告投放。Outfit7的广告系统能依据用户行为反馈，自主在各广告平台间优化流量调配和广告投放，其智能化发行技术的引进，能够大幅提升上市公司广告发行的创收效率。为中国产品出口、文化出海，提供了一个很好的通道和载体，以及强大的数据流量支持，服务实体经济转型。

M&A观察：跨境收购汤姆猫，金科疯狂扩张路

金科文化 财务分析

项目	2017年1-6月	2016年度	2015年度	2014年度
营业收入（万元）	65,211.89	89,456.12	50,644.25	47,690.20
归属母公司股东净利润（万元）	20,414.64	20,499.89	4,847.77	3,617.93
基本每股收益（元/股）	0.13	0.19	0.14	0.46
全面摊薄资产收益率（%）	4.00	4.13	7.73	8.78
资产负债率（%）	9.72	6.58	25.52	37.35

资产情况

- 2017第三季度末公司资产相较于2016年末有所增加，主要源于公司业务规模扩张。2016年末相较于2015年末的8.77亿大幅增加，主要源于公司期间完成对杭州哲信（依托大数据分析从事移动休闲游戏发行运营为主的移动互联网企业）的收购，形成较大商誉（23.2亿），以及募集配套资金21.06亿。

负债情况

- 2017第三季度末公司负债合计8.86亿，资产负债率14.68%，其中，由于业务发展需要而产生的短期借款2.77亿，其他应付款1.89 亿（应付每日给力股权收购款），由于业务发展需要产生的长期借款1.77亿。

业绩情况

- 公司2016年营收同比增长76.64%；净利润同比增长295.71%；归母净利同比增长322.87%。业绩大幅增长主要源于杭州哲信于16年6月起并表。

来源：投行报告，Wind资讯，新闻

- 2013-2015 年，公司毛利率分别为 24.33%、20.96%、24.95%，基本保持稳定。2016 年公司毛利率 42.33%，其中化工业务毛利率提升明显、达到 33.28%、游戏业务毛利率 60.85%。2017 年以来公司进一步布局移动互联网盈利，毛利率有继续提升的趋势。`

Outfit7 估值分析 ——移动应用企业估值

- 根据《Outfit7 资产评估报告》，收益法评估后的股东全部权益价值为94,017.31万欧元，资产基础法评估后的股东全部权益价值为6,144.34万欧元，收益法比资产基础法评估值高 87,872.97万欧元，差异率为 93.46%。
- 资产基础法评估是以资产的成本重置为价值标准；企业所处的行业具有“轻资产”的特点，无形资源无法通过量化体现在公司的资产负债表中。收益法结果是建立在企业的发展规划和未来盈利能力的基础上，更符合收购的评估目的。

目前对于移动应用企业估值需要重点关注两方面：

- 一方面为目前**运营产品所占有的客户群体和相关历史运营数据**，另一方面为结合未来的经营计划对**未来活跃用户数量、广告展示量、付费率、ARPPU值的预测**，该部分业务数据与企业广告分发和推广能力直接相关，因此收益法能够更加全面的反映企业的内在价值 。
- 收益法基本估值模型：股东全部权益（净资产）价值=经营性资产价值+长期投资价值+基准日存在的溢余或非经营性资产（负债）的价值-付息债务价值-少数股东权益。

M&A观察：跨境收购汤姆猫，金科疯狂扩张路

- **上市公司境外并购采取的三种方案**
- 方案一：上市公司直接跨境并购标的公司。
- 方案二：大股东或并购基金先收购标的公司，再通过资产重组注入上市公司（过桥收购）。
- 基本思路：在上市公司境外并购中，由于境外出售方通常对于交易启动到交割的时间要求较短，若采用上市公司直接收购境外标的的方式，可能会导致在时间方面无法满足出售方的要求，因此，在不少的上市公司海外收购案例中，采用两步走的方式，即：第一步，由大股东或并购基金收购境外资产；第二步，再由上市公司通过发行股份购买资产或定增融资并收购的方式将境外资产注入上市公司。
- 方案三：大股东或并购基金与上市公司首先同时收购境外公司，再将剩余境外资产注入上市公司。
- 基本思路：此方案同样采用两步走，第一步是由大股东或并购基金与上市公司同时收购境外标的资产，通常上市公司先参股，以保证上市公司的收购不构成重大资产重组。第二步，上市公司再通过发行股份购买资产的方式将境外标的资产全部注入上市公司。
- 由于2017上半年，跨境并购监管收紧，资金处境困难，3亿美元以上并购项目审批压力增大，直接收购标的变得非常困难。因此，大股东往往采取“过桥收购”交易模式。大股东联合外部投资者增资过桥收购主体，由过桥收购主体以不超过3亿美元的价格收购标的的控股权。境内投资者再将过桥收购主体出售给上市公司，实现换股退出。

来源：网络分析

- **跨境并购基金新规解读**
- 2017年11月17日，央行发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》。此次新规颁布，对多层嵌套、杠杆不清、刚性兑付等问题做出了一致性规定，标志着混业金融监管走出了一大步。
- **无法结构化与“兜底”。**此前，A股上市公司或大股东与外部投资者设立的有限合伙并购基金，上市公司或大股东担任劣后级LP，外部投资者担任优先级LP。同时，上市公司或大股东对优先级LP的收益进行差额补足，对其份额提供回购承诺。《征求意见稿》指出，投资于单一投资标的私募产品不得进行份额分级。并购基金，设立目的均为收购单一标的控股权，将不能进行份额分级。同时，“兜底”可能会遭禁止。
- **银行理财“名股实债”式投资难以进入。**银行理财资金常以名股实债模式进入收购基金，但《征求意见稿》21条指出，资产管理产品可以投资一层资产管理产品，但所投资的资产管理产品不得再投资其他资产管理产品（公募证券投资基金除外）。因此“名股实债”模式将会因为“银行理财-资管计划-私募基金”的双重嵌套而受到限制。
- **放杠杆模式难以为继。**上市公司或大股东通过并购基金发达融资能力模式的一种重要方式就是大股东质押持有的并购基金份额，为并购贷款提供增信或通过质押基金份额获得的贷款用于认购新的基金份额。根据《征求意见稿》规定，上市公司及法人大股东将无法通过质押私募基金份额的形式获得认购基金份额的贷款，自然人大股东也无法使用非自有资金认购私募基金份额增加杠杆。

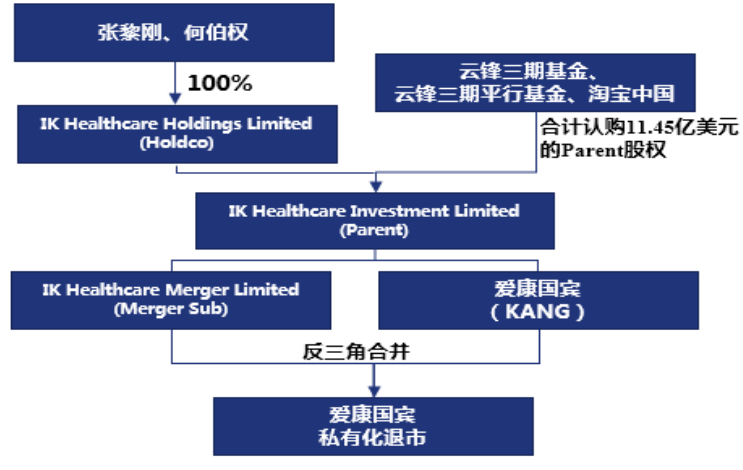
M&A观察：云锋基金私有化爱康国宾

交易介绍

- **买方介绍**：云锋基金成立于2010年4月，由阿里巴巴董事局主席马云、聚众传媒创始人虞锋领衔成立，主要针对互联网、消费品和新能源三个领域投资。
- **卖方介绍**：爱康国宾是中国领先的提供体检和就医服务的健康管理机构，由爱康网和国宾健检l联合组建成立。2014年4月9日，爱康国宾正式在美国纳斯达克上市。
- **交易过程**：云锋基金和阿里巴巴联合向爱康国宾发出收购提议，双方最终商定收购价格为20.6美元/ADS，对应爱康国宾总市值约14.08亿美元（88.42亿元人民币）。此前爱康国宾市值12.28亿美元，而后爱康国宾的市值上升至13.65亿美元。此次收购将以反三角合并的方式完成，并将以现金的方式支付。私有化之前，爱康国宾张黎刚、何伯权合计持有的股权比例是25.6%，持有表决权比例高达43.1%。
- **反三角合并**：在私有化交易中，云锋基金等买方团将成立三个主体：云锋用其股票交换爱康国宾的股票，而爱康国宾的股东将获得新公司的股票或现金。这类合并的好处是原先的未完成的合同及税款经合并后并不受到影响，把合并带来的债务债权转让，把有关专利权、租赁、财务、金融方面的费用降低并使手续简便。极大地减轻了私有化的资金压力。
- 交易中买方团实际用两种方式提供了私有化对价：1）云锋基金和阿里巴巴提供11.5亿美元的现金出资，以获得爱康国宾其他股东所持有的74.4%的股份；2）张黎刚和何伯权的25.6%的持股通过股权上翻，获得了Holdco的股份对价。

来源：行业报告，公司公告，新闻

- **股权上翻Rollover**
- **概念**：一般指创始人或管理层持有的标的公司股份，在私有化或者收购交易中，与收购方搭建的上层主体的股份进行交换。原创始人或管理层将在交易完成后持有收购主体的股权，并且通过该收购主体间接持有标的股份。也就是说并购基金相当于用股份对价收购了标的创始人以及管理层股份。
- **优势**：1）一般在私募机构PE收购公司或者进行私有化的交易过程中，倾向于寻找强大管理团队的目标公司，鼓励创始人或管理团队的持股“翻转”到交易完成后的上层主体中，这样可以将创始人及管理层的利益与收购方绑定在一起，便于管理层在之后参与运营。2）上翻Rollover部分的股权实际成为了整个交易对价的一部分，降低了收购方所需的现金需求。3）税务规划的角度看，股权上翻的一方还有税务递延等税务规划方面的好处。



M&A观察：云锋基金私有化爱康国宾

爱康国宾和及同行财务分析

◆ 爱康国宾

项目	2014	2015	2016	2017
营业收入（百万美元）	202.3	290.8	370.8	435.7
增长率（%）	51.1	93.1	27.5	17.5
净利润（百万美元）	95.9	135.6	160.0	173.6
净利润增长率（%）	78.4	41.4	18.0	8.5
毛利率（%）	47.4	48.5	43.1	39.8
每股收益（百万美元）	(0.48)	0.47	0.55	0.39

- 近4年来，爱康国宾在年收入和毛利方面都逐年增加，但毛利率一直呈下跌趋势。其原因主要是运营开支费用的增加、成本总额的提高。2016年起爱康国宾进入高速扩张期，仅第一季度其门店数量就由原本的73家增加到90家。其管理层依然执行双扩张战略，一方面持续自建网络，另一方面收购、投资体检中心，因而可能出现资金流出大于流入。
- 在其收入中体检业务平均占82%，以企业、机关私企等单位客户为主。和体检费占收入98%以上的美年健康不同，爱康国宾产品类型更多且疾病筛查等高端业务呈快速增长。

◆ 同行对比——美年健康

- 爱康国宾在市值和规模上与美年健康有较大差距，盈利能力差距逐渐拉开，一方面是因为因爱康国宾的双扩张政策，另一方面是因为美年健康运营成本不断降低，管理费不足10%，是爱康国宾的一半。

项目	2014	2015	2016	2017
营业收入（百万美元）	113.0	331.9	486.7	984.32
增长率（%）	(6.9)	193.6	47.7	102.2
净利润（百万美元）	49.41	260.3	378.5	694.3
净利润增长率（%）	890.6	426.8	45.4	83.4
毛利率（%）	22.3	47.95	49.0	47.0
每股收益（百万美元）	0.02	0.07	0.14	0.24

- 美年健康聚焦做大做强主业，同时避开爱康国宾主要布局的一、二线大城市，抢占三、四线城市空白市场，降低运营成本；并布局综合健康管理产业链，借慈铭体检的合并发力高端业务，带来高利润和增长率。
- 爱康国宾利润增加主要受益于企业客户数量增加，因此其收益对企业客户依赖性较大，导致其经营受企业客户自身经营影响；运营成本因需维护企业客户关系而较高；收益又因需降价套牢客户而较低。基于此，爱康国宾一方面持续扩张，另一方面也发展互联网医疗、保险、慢病管理等，并以70%的占股投资医疗数据管理平台“导医通”，多领域布局有望成公司的新收入增长点。

公司名称	市值（亿元）	市盈率（TTM）	市净率
美年健康	724.6	116.57	11.32
金域医学	147.7	77.32	8.62
迪安诊断	132.5	37.15	5.61
宜华健康	129.9	57.04	5.46
爱康国宾	88.5	82.29	3.62

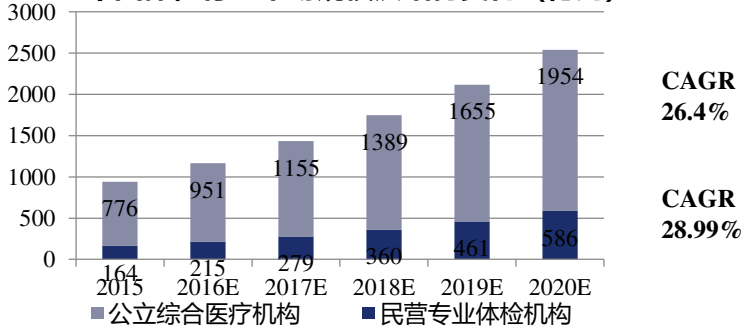
来源：行业报告，公司公告，新闻

M&A观察：云锋基金私有化爱康国宾

健康体检行业分析

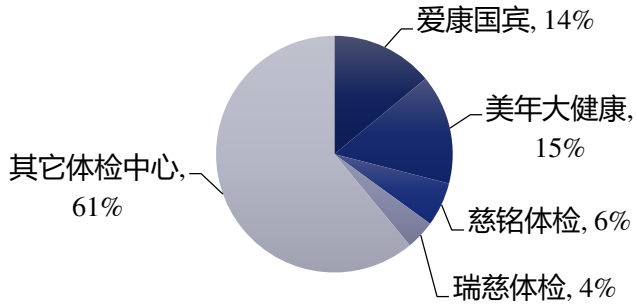
- **行业界定：**健康体检行业是指通过医学手段方法为客户提供服务，包括受检者进行检查，了解受检者健康状况，早期发现疾病和健康隐患的诊疗行为。
- **市场情况**
- **体检产业规模迅速增加：**随着国民健康管理意识的提升，市场上人们对健康体检的需求大大增加。健康体检人次从2010年的2.87亿人次增长到2016年的4.52亿人次，年复合增长率9.5%。体检产业规模六年保持CAGR26.4%高增长，未来发展空间巨大。
- **公立医院体检为主，民营体检机构双雄鼎立：**由于我国公立医院所拥有的成本优势和人们长期形成的就医习惯，我国健康体检市场中呈现出公立医疗机构为主，民营体检机构为辅的竞争格局。但是民营体检机构整体规模增速快于体检行业平均水平，未来会不断抢占公立医院市场份额。

中国体检行业市场规模及结构变化（亿元）



来源：投行报告，财新智库，新闻

2016年中国民营体检市场占有率分布情况



注：美年健康于2017年完成收购慈铭健康全部股权

- **行业趋势**
- **政策鼓励：**自2009年《健康体检暂行规定》颁布以来，国家鼓励和规范健康体检行业的政策相继出台，逐步放宽社会资本举办医疗机构的准入范围和准入条件，减少相关行政许可事项，允许境外投资者设立外资独资医院，提升对外开放水平，拓宽融资渠道，优化发展环境。这一系列政策有力地促进了民营机构和社会资本不断进入健康体检领域，促进了行业的快速发展。
- **品牌竞争日趋重要：**民营体检机构的竞争模式已经从初级的价格竞争逐步过渡到品牌竞争，能提供优质体检服务并且具有品牌效应的公司竞争优势明显增强。
- **健康体检公司打造全产业链生态闭环：**龙头企业开始围绕体检业务，不断以收购、参股或引进战略合作伙伴的方式，为健康体检行业加入如卫生保健、休闲度假、健康保险等新元素，打造以体检为入口的大健康平台闭环。

M&A观察：云锋基金私有化爱康国宾

交易目的及影响

- **战略层面—阿里加速医疗健康线下产业布局**
- **新零售概念热潮引发线下争夺战**：阿里、腾讯正以资本为纽带加速新零售跑马圈地，为原本区域割据的线下零售市场带来资本和技术加持。医疗健康领域的开拓已成为重要砝码。在医疗健康方面，阿里巴巴目前兵分三路进行布局：阿里健康、支付宝的医疗服务平台未来医院、以及投资基金（包括云锋基金）。然而鉴于医疗健康的行业壁垒，阿里还未真正触及线下医疗机构。
- **以体检行业切入医疗行业战略布局**：由于医疗健康行业大多进入壁垒较高，体检行业对于阿里切入医疗是一个比较有效的入口。民营体检公司相对医院等其他线下健康机构来说提供的服务更容易进行标准化和模块化，且O2O应用更加符合消费者使用习惯，未来的市场空间也足够巨大。这对于阿里这样一家具有电商基因的寡头公司来说，进行战略整合更加轻车熟路，掌控起来更加有把握。
- **爱康国宾面临竞争格局激烈**
- **依靠阿里资源，化解落后局面：**目前爱康国宾在毛利率、净利率等方面均已落后于其最大竞争对手--美年健康。与此同时，健康产业作为国家“十三五”规划的重要发展的产业，在地方政府政策支持下，很多民营医院或体检品牌均有大幅拓展门店的计划。爱康国宾通过被阿里收购可有效借助其强大的资本能力和线上资源来增强自身竞争力，有望在激烈的竞争局面下化解落后形势，夺回市场份额。
- **管理层面—Rollover交易结构特点**
- **原创始人仍间接控股**：医疗行业的经营结构复杂，以美年健康为例，其收购了大量体检品牌并全部放之独立经营。在医疗健康行业，阿里无法像收购一个互联网公司一样去融合线下门店品牌。本次私有化Rollover交易方案，爱康国宾创始人张黎刚和何伯权，将通过股权上翻的形式加入买方团，并将在私有化之后继续间接持有爱康国宾股权，此举保证了爱康国宾的未来运营效率。
- **爱康国宾私有化的影响**
- **阿里优质医疗项目投入进一步强化**：爱康国宾拥有大量线下患者的入口、完整闭环的体检大数据、稳健的现金流收入以及医疗门诊部的牌照。一旦医疗市场开放，不出意外，爱康国宾和美年健康，将成为中国最大的连锁医疗机构。对阿里巴巴而言，此项收购将完善其医疗体系，从医院端到医药端，再到健康管理端。此外，挖掘到的丰富的健康数据，对阿里来说也是重要资源。可以说，此次收购将进一步细化阿里的“双H”（Health和Happy）战略图。
- **爱康国宾业务发展看好**：此次私有化成功意味着爱康国宾未来可以借助阿里健康的资金和渠道，继续扩大经营范围，提升服务质量。同时借助阿里大数据，注智健康医疗。不过如何应对来自国内体量较大的另一民营体检机构美年健康的挑战，还需观望后期阿里方面如何发力。

来源：行业报告，公司公告，新闻

M&A观察：格力集团52亿要约收购长园

格力要约收购长园20%股份，或成为第二大股东

交易概述

- 格力集团拟以19.8元/股的价格要约收购长园集团约2.65亿股的无限售条件流通股，占长园集团已发行股份的20%，所需总金额为52.457亿元，要约收购价格较最后一日收盘价溢价14.06%。格力集团在要约收购前持股比例为2.05%，要约收购后持股比例为22.05%，格力集团将至少成为长园集团的第二大股东。

相关交易方简介

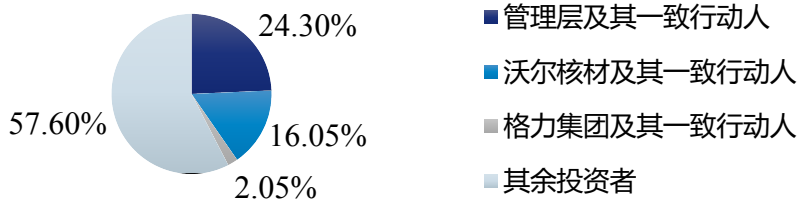
- **格力集团**：格力集团成立于1985年3月，由珠海市国资委直接持有100%的股权，经营业务包括家用电力器具制造、酒店投资、建设及运营管理等。除了知名上市企业格力电器外，格力集团同时拥有工业、海岛旅游、房地产三大板块，是珠海市规模最大、实力最强的国有企业集团。2017年，格力集团营业总收入1516亿元，较2016年增长36%，净利润224.6亿元，较2016年增长45%。
- **长园集团**：长园集团是由中科院在1986年创建的高新技术企业，旗下现在有电动汽车相关材料、智能工厂装备及智能电网设备三大业务板块。公司2017年实现营业收入74.33亿元，同比增长27.08%，净利润6.37亿元，同比增长15.76%。长园旗下有四家子公司均在电动汽车相关材料业务上有所涉足，有一家子公司在电动车充电系统和储能系统上有所涉足。在2017年，随着新能源汽车材料等产能释放，长园集团新能源汽车板块销售收入显著增加。

来源：投行报告，新闻

交易看点

- **控制权之争**：自2014年李嘉诚家族逐渐从长远集团中撤出以后，长园集团一直处于无实控人状态，其竞争者沃尔核材在二级市场上不断增持长园集团股份，意图趁虚而出夺取长园集团的控制权，于是长园管理层与沃尔核材展开了历时三年的控制权之争。2018年1月双方和解，但长园集团依然没有实际控制人，格力集团虽然保证不会干预管理层对公司的管理权，也在未来的12个月内不会通过二级市场增持方式提高持股比率，但是格力集团是否有意获得长园集团的控制权目前还不得而知。
- **长园集团与珠海银隆业务重叠**：格力电器的董事长董明珠此前入股的珠海银隆与长园集团在新能源汽车领域业务有重合。对此，市场上有两种解释：其一，考虑到格力集团与格力电器之前的多次纷争，格力集团跟随格力电器进入新能源汽车市场，可能预示着新一轮“母子之争”的开始；其二，由于近来珠海银隆频频传出“大面积减产”“员工出走”等负面消息，其运营可能出现了状况，长园可能替代银隆，成为格力进入新能源汽车行业的更佳选择。

本次要约收购前长园集团各方持股比例



M&A观察：格力集团52亿要约收购长园

交易目的-格力集团

- **改善格力利润状况：**2015-2017年度，长园集团分别实现营收41.62亿元、58.49亿元及74.33亿元，增长率分别为24%，41%，27%；而其中归母净利润增长率分别为32%，32%和78%，业务并表后将改善格力集团现金流。
- **降低对格力电器的依赖：**目前格力集团基本是一个控股公司，没有实质性业务。格力集团去年营收约为1500亿元，其中格力电器的营收为1482亿元。相当于格力电器为格力集团贡献了大部分营收。
- **业务多元化布局：**格力在空调领域已经占有40%的份额，增长空间已经到达天花板，企业处于增长乏力阶段。需要调整业务结构，开拓新领域。
- **迎合珠海市政府的政策导向：**珠海市政府于2017年2月发布的《珠海市先进装备制造业发展“十三五”规划》中，在节能与新能源汽车行业发展重点中提及，“依托珠海格力的先进制造能力，结合银隆新能源在电池研发和制造方面的优势，积极对接国家智能制造等专项，以智能制造为基础手段，提高新能源车整车的制造能力”。

交易目的-长园集团

- **稳定股权结构：**长园集团自2014年陷入股权之争到2017年公司管理层与第二大股东沃尔核材和解之后，公司处于无实际控制人状态，在沃尔核材逐步退出长园股权的背景下，引入格力集团，将有效稳定长园股权结构，结束长园、沃尔多年股权之争的影响。
- **扩大新能源领域影响力：**长园在电动车材料，智能建造领域深度布局，公司目前有珠海运泰利、长园共创、长园电力等子公司在珠海。完成要约收购、引入实力股东有助于公司进一步深耕智能制造领域，巩固在新能源汽车材料行业的地位。

交易影响：

格力集团控股子公司格力电器与长园集团的业务在智能装备、精密模具、新能源技术方面有重合之处，因此本次收购可能带来如下影响：

- **格力电器占据竞争优势**：要约收购发出后各方争议不断，上交所对格力集团关于同业竞争等问题问询，但格力集团公开表示此次要约不以终止长园集团上市地位为目的，且不以谋求控制权为目的，未来12个月内将不通过二级市场增持长园集团股票。
- **引发格力集团和格力电器“母子之争”：**格力电器已有相关领域布局，但格力集团不通过格力电器对长园收购，引起外界对格力集团和格力电器内部关系的怀疑，外界认为其内部沟通可能存在问题，且存在董事会战略功能的缺失和母子公司控制权配置失当的可能。
- **促进格力电器与长园集团形成合力：**格力集团公开表示旨在加强对长园集团的战略合作，且格力电器已计划重点布局智能装备等产业领域。美的和海尔，近年都通过海外并购和跨行业并购，实现规模质变。故本次收购可能为促进格力电器与长园形成合力。

来源：行业报告，公司公告，新闻

M&A观察：格力集团52亿要约收购长园

财务及估值分析

◆ 长园集团--财务分析

会计年度	2015	2016	2017	2018E
主营收入（百万元）	4162	5849	7433	9632
同比增长	24%	41%	27%	30%
营业利润（百万元）	493	632	1143	1586
同比增长	43%	28%	81%	39%
净利润（百万元）	513	640	1136	1364
同比增长	32%	33%	78%	20%
每股收益（元）	0.41	0.48	0.86	1.03
PE ratio	56.2	35.6	20.1	16.7

- 长园集团营业收入呈逐年稳定上升的趋势，同比增长稳定在30%左右，同时净利润增长迅速，反映了企业较高的营收能力，盈利水平可期。长园集团市盈率连续三年大幅下降主要由EPS三年内涨幅超过100%且股价略微下降造成。
- 长园集团近年来与同业相比的良好表现，主要得益于集团对智能制造板块的持续并购及政府电力发展的宏观政策支持，未来能否保持此良好趋势，仍待进一步观察。

◆ 长园集团—估值分析

- 通过筛选与长园集团业务最为接近且市值规模相近的企业，得到以下六家可比公司。由图可知，**长园集团2017年的市净率不足3倍**，其倍数相对于行业平均水平较低，说明**公司整体估值偏低。**同时，从财务分析角度，公司有望保持中速以上增长，且股权之争正在和解，虽然短期内仍有受财务费用与资产减值影响的可能性，但考虑到集团股票整体估值较低，综合评价其上行空间较为可观。
- 值得关注的是，2017年底，长园集团账面上的商誉余额约54.76亿元，在净资产中的占比超过70%，是同期归母净利润的4.82倍。按2017年底商誉余额排名，长园集团可在大A股3500多家上市公司中进入前40名。因此，**若不能良好地解决股权问题，长园集团将面临较高商誉减值风险。**长园集团自2014年开始了公司近四年的股权之争，目前长园集团仍无实际控制人，且公司股票估值较低。若格力集团顺利完成要约收购，将缓解长园集团面临的商誉减值潜在风险，**有望达成公司股权的长期稳定并有效提高企业价值。**

◆ 长园集团可比公司

排名	证券简称	总市值	市盈率PE	市净率PB(MRQ)	企业价值/收入(倍)	企业价值/EBITDA(倍)
6	长园集团	21155	18.03	2.57	3.79	24.26
	最高值	52970	105.45	9.27	10.78	78.96
	中位值	21155	28.60	2.57	3.04	19.06
	平均值	25930	34.56	3.49	3.90	27.43
1	汇川技术	52970	48.86	9.27	10.78	59.85
2	中国动力	37231	31.50	1.42	1.81	13.34
3	中际旭创	33075	105.45	7.92	9.09	78.96
4	特变电工	28750	13.80	0.96	1.33	9.22
5	宏发股份	22018	32.09	5.36	3.71	15.29
7	阳光电源	20274	18.47	2.83	2.31	18.33

来源：行业报告，公司公告，新闻

M&A观察：格力集团52亿要约收购长园

要约收购介绍

要约收购

- 要约收购是指收购人向被收购的公司发出收购的公告，其标的为上市公司的全部依法发行的股份。待被收购上市公司确认后，方可实行收购行为。
- 不同于协议收购中双方私下商定收购股票的价格与数量，要约收购中收购人向被收购公司所有股东公开收购要约的条件，股东可在一定期限内自由选择接受要约与否。

要约收购基本要素

- **收购价格：**法定要求不低于要约摘要前6个月最高收购价格（如有）；可低于前30交易日均价，但要进行说明。一般情况下，收购价格相对于前30交易日均价存在一定的溢价，以给予老股东出售激励使要约目标得以实现。
- **要约期限：**法定要求不少于30日，不超过60日（出现竞争要约延长的除外）。

要约收购分类

- 按收购比例分为**全面要约**与**部分要约**；按要约自主性分为**主动要约**与**被动（强制）要约。**
- 要约收购要求收购份额不少于5%，当收购人计划收购上市公司全部剩余股份时为全面要约，若实际收购了全部剩余股份后，公司实现私有化并退市。
- 当收购人本身持有的股份超过30%，或者单笔收购使其一次性获得超过30%的股份（即产生一个新的大股东），则收购人被要求强制公开收购计划，也就是强制要约。否则可选择主动要约收购或私下协议收购。

要约收购分类情况图示

收购人原本持股比例	收购后持股	要约性质
0	不超过30%	主动部分要约
	超过30%	触发强制全面要约
大于0小于30%	非100%	主动部分要约
	100%	主动全面要约
达到30%	非100%	强制部分要约
	100%	强制全面要约

要约收购目的

- **保护所有股东的利益：**被强制触发的要约收购，收购人在收购后均有大股东地位，也就意味着收购人有进行管理层重大变动的可能，便可能与部分其他股东的意愿相违背。要约收购因此为中小股东提供了退出渠道。
- **消除信息不对称：**收购人有意愿大幅增持上市公司股票且支付溢价，意味着其很有可能收到了利好信息，要约收购因而释放了收购人看好公司的信号，也防止了内幕交易。
- **收购方无需征求上市公司同意：**协议收购本质为与特定股东协商后的控制权转移，而要约收购则无需征得目标公司的同意，收购对象为所有股东持有的股份，收购价格与比例均由收购方决定。

来源：雪球，CYFC

M&A观察：美团点评收购摩拜

交易简介

- 2018年4月3日，美团以35%的股权和65%的现金收购摩拜单车，总代价达155.63亿人民币华兴资本作为其财务顾问。

总代价	155.63
现金	94.43
优先股	58.88
期权	2.32
净资产总额	27.43
负债	92.59

交易历程

- **美团“从投资到收购的转变”**：早在2017年9月，美团出于进军出行行业的考虑有进一步投资摩拜的意向，并给出了对摩拜的小股投资方案——以估值35亿美金投资6亿美金。当时，摩拜有很大的可能性与ofo合并，多数投资人也都如此预测，因此美团对于摩拜的这一次投资并未顺利进行。而在这一合并并未能如预期进行后，美团坚定收购摩拜、拓宽出行市场。
- **股东投票，确定收购**：美团打车顺利进军南京、上海给了王兴坚定的收购意愿。恰巧在2017年冬天，共享单车的盈利下到了低谷，美团借此机会强烈要求进驻、给出了较高的估值。摩拜决定将这一决定权交由股东会处理决定，而摩拜的最大股东腾讯同意了美团的收购。
- **投资人权益**：除了股权分割之外，投资人权益同样值得关注。中后期投资人对于前期投资人有较大让渡和妥协，放弃了此前融资计划中的优先清算，使得投资者均获得一定数量的美团股票，或较大金额的变现给初始创始人。

来源：美团点评招股书、财报、相关新闻

交易背后的博弈

- **并购是共享单车自身发展趋势必然（驱动因素）**：自2016年底以来，共享单车行业呈现井喷式增长，然而其在给大众带来便利的同时也面临产能过剩、资金链断裂、融资众多而回本困难的严峻考验。共享单车在当下竞争环境中，单打独斗日趋困难，其更适合作为大环境下的附属场景。
- **ofo与摩拜的合并风波**：在美团介入到本次收购之间，ofo和摩拜曾经有意向合并，这也是众多投资者起初的看法。起初，滴滴为ofo背书合并，但其强势要求管理合并后的公司导致ofo管理层的不满。其后ofo强烈拉拢阿里，但阿里和摩拜的大股东腾讯难以在同一董事会共存。
- **滴滴对于收购摩拜的纠结与犹豫**：ofo与摩拜的和合并失败并没有影响滴滴收购摩拜的野心，相反滴滴与ofo关系的僵局使其更希望拉拢摩拜，从而完善其业务结构。在得知美团意欲收购摩拜之后，滴滴希望以36.7亿美元估值投资摩拜6亿美元，略高于美团此前的估值。滴滴本可以用更高的估值来收购摩拜，但其始终没有下定决心收购。
- **腾讯发挥大股东的作用**：腾讯是摩拜的最大股东，股权比例达到20%，在收购摩拜的投票制度当中，必须达到三分之二多数才能获得通过，因此腾讯的股东作用十分明显。在最终轮投票当中，即便有股东和初始投资人意见分离，但腾讯的允许直接使得美团和摩拜的合作一锤定音；另外，腾讯不愿同阿里合作的态度使ofo摩拜合并失败，其对于滴滴的排斥也使得滴滴对摩拜的收购难度颇高。

M&A观察：美团点评收购摩拜

摩拜经营的财务及估值分析

◆ **发展模式（下表单位，百万元）**

公司支付总代价	15,563,979	**总资产**	13,245,848
PPE	7,267,389	**交易用户按金**	(8,125,057)
无形资产	3,578,265	**借款**	(390,000)
（商标名、用户名	**单、技术等）**	**交易客户预付款**	(497,970)
其他非流动资产	194,545	**其他负债**	(1,490,320_
现金及现金等价物	834,532	**总负债**	(10,503,347)
受限制现金	392,374	**可识别净资产总额**	2,742,501
短期投资	380,000	**商誉**	12,821,478
其他流动资产	2,517,934		15,563,979

- **发展模式：**购买自行车　获得用户押金　购买自行车
- **挤兑风险：**以押金持续购买自行车，构建出72亿自行车资产；但用户按金和现金资源之比高达5.06，存在挤兑风险。
- **持续折旧：**自行车固定资产原值大于交易客户按金82亿元，差值部分加现金，代表原股东资本投入；原有自行车固定资产将在持续折旧的过程中全部损耗，结合其盈利能力弱、长期处于巨额亏损的情况，预计未来将难以弥补亏空。

◆ **盈利情况**

- **受季节性影响因素大：**受市场竞争影响，一些月份的营销活动拉低了骑行的消费均值，且冬季北方天气寒冷，用户骑行少，共享单车行业均处于低谷。
- **折旧导致巨额亏损：**自行车折旧期在四年以内，且不随季节改变。收入与折旧和经营成本相差悬殊，导致巨额亏损。

期间	单日收入（百万）	单日成本（百万）	单日折旧（估计值）	单日经营成本（估计值）
第一季度	2.86	(21.89)	(14.67)	(7.32)
第二季度	5.36	(22.53)	(14.67)	(7.87)
上半年	4.08	(22.20)	(14.67)	(7.54)
4月份	5.44	(20.52)	(14.67)	(5.85)
5月份	5.33	(23.43)	(14.67)	(8.76)

◆ **对比收购分析**

被收购公司	总支付代价（百万）	可识别净资产（百万）	商誉（百万）	市净率 PB
大众点评	21,600	7,964	13,636	2.71
钱袋宝	1,351	598	753	2.26
摩拜	15,564	2,743	12,821	5.67

- **PB溢价过高：**相比之前收购大众点评、钱袋宝时市净率2.71、2.26，本次收购摩拜的市净率高达5.67，主要原因在于产生商誉128.21亿元，占总支付代价的82.38%，反映对摩拜估值偏高。就摩拜的巨额亏损情况来看，未来盈利能力堪忧，因此PB溢价过高，不一定代表未来盈利能力。
- **无形资产不可变现：**摩拜的无形资产项（包括商标、用户名单、技术等）合计35.78亿元，高于净资产27.43亿元，由于美团已全资收购摩拜，此项目长期不具备可变现性质。
- **长期协同效应：**截至2018.4.30的前四个月，摩拜有4810万名活跃用户及710万辆活跃单车，潜力可能在于高频的流量入口和逐步提升的用户粘性。美团可依据摩拜产生的用户数据更好地布局其他产业如外卖、酒店等，长期来看具有协同效应。

来源：美团点评招股书、财报、相关新闻

M&A观察：美团点评收购摩拜

预期标的战略协同性分析

战略协同性分析

- **官方表述：**美团在招股书中表示将通过“使单车的部署及维护合理化、精简营运人员及潜在优化定价策略；继续扩大摩拜的用户基础、提升用户体验并提高用户黏性，从而提高营运效率及；**将摩拜整合至我们领先的移动应用程序并促进向摩拜用户进行其他服务的交叉销售。**”来与摩拜形成协同效应。在美团内部信中王兴表示：“作为创新的绿色出行解决方案，摩拜将是我们生态的重要组成部分。”。摩拜的内部信中则表示：“摩拜和美团在倡导健康、美好生活理念上拥有共同的愿景。未来我们将通过整合摩拜和美团各自优势，在技术、运营、营销、客户服务等层面实现资源优化和共享。”
- **官方思路：**2017年12月底，王兴在内部信中宣布了公司最新的组织升级，将聚焦到店、到家、旅行、出行四大场景。并成立出行事业部，上线打车业务。**在美团点评瞄准出行领域的情况下，收购摩拜也是合理的。**出行领域中，单车是解决3公里以内行程较为有效的途径，美团与摩拜联合 “**既为用户提供更加完整的闭环消费体验，也极大的丰富了用户的消费场景**”。且对于美团点评来说，摩拜有极大的入口补充价值，这使美团点评坐实全球最大的生活服务入口矩阵：到店、外卖和单车的高频业务，将带动美团平台其他生活服务业的发展，用更大能量激活本地生活服务业市场。
- **其他观点：**共享单车作为短途通勤接驳的业务在用户需求层面本质上其实是与吃喝玩乐是相独立的，**因为单车作为出行工具在线下是随机性覆盖的，不能随叫随到，这决定它很难影响到用户与商户的决策**，与商户欠缺关联价值，线下流量也很难通过单车导给商户，反之网约车具备随叫随到的特征，因而美团做打车的逻辑与其本身业务链条是可以关联整合的，但是单车不行。

对美团的影响

- **生态型投资布局：**美团收购摩拜相当于一种互补性合并，公司出于战略考虑进行投资，但其目的并非直接拉动主营业务，而在于通过风险投资来刺激整个生态的发展，通过产业链环节的上下游来带动公司主业的发展。从同质化消灭竞争的角度做交易，花高代价收购、将单车变为美团有机能力的一部分。
- **拖累美团：**没有摩拜，美团半年报情况会更好。而摩拜仅并表后，相比美团半年250亿以上的收入规模，摩拜上半年（包含1季度）创收不足14亿；上半年，剔除摩拜业务，美团创造了71亿的毛利润，而摩拜形成的亏损（包含一季度）则不低于30亿。如果美团选择以维持现有摩拜业务规模为前提的持续经营，短期内其对核心业务价值侵蚀巨大。扣减摩拜持续性经营导致的持续性现金净流出以及一次性货币支付和债务承担后，美团估值结果是319亿美元，相比于并入摩拜资产前的438亿美元估值，调减约100亿美金。

来源：美团点评招股书、财报、相关新闻

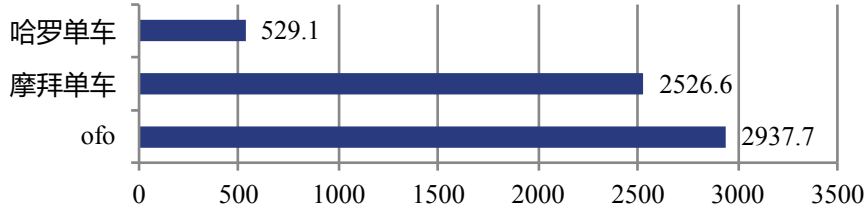
M&A观察：美团点评收购摩拜

共享单车行业前瞻

共享单车市场呈现两强格局，互联网巨头布新战局

- 共享单车市场呈现两强格局，2018年5月ofo以2937.7万人的活跃人数位居榜首，摩拜以2526.6万人紧随其后，远远地甩开了排名第三的哈罗单车。但是哈罗单车在从三、四线城市出发的战略下发展迅速，市场格局依然存在变数。
- **交通出行是万亿级市场，也是移动支付高频场景，目前共享单车行业腾讯、阿里巴巴、美团等互联网巨头均有布局。**阿里系有哈罗，美团有摩拜，腾讯系有ofo，共享单车成为互联网巨头生态闭环的一部分，起着流量获取、功能开发等作用。

2018年5月中国共享单车移动端应用活跃人数（万人）



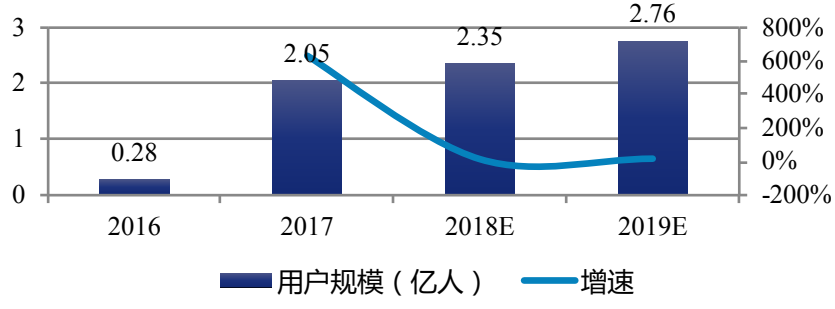
ofo现状堪忧，或即将被滴滴收购

- 随着资本的退潮，共享单车企业ofo已经陷入了资金链紧张、融资困难、债台高筑、盈利无望的严重危机。有消息称，由于资金原因ofo已经逐步退出了海外市场，并且进行大规模裁员，公司也已无力处理遍地的故障车。今年3月，ofo通过两次动产抵押，换取了阿里共计17.7亿元人民币的融资，但这次紧急补血并不能从根本上拯救ofo。
- 虽然ofo创始人戴威一直坚持ofo的独立道路，但是以ofo目前堪忧的现状来看，ofo被一家巨头收购似乎已成定局。从36氪披露的一份投资意向书显示，滴滴在8月份曾提出以20亿美金的估值收购ofo，并且滴滴要求对收购后的ofo拥有绝对控制权。虽然该意向书不具备法律效用，但是ofo被滴滴收购或许就在不久的将来。

摩拜全国免押金，共享单车开启全新洗牌模式

- 今年7月，在美团点评的资金支持下，摩拜单车宣布在全国百座城市内实现无门槛免押金。哈罗单车也在蚂蚁金服的资金支持下，开始了信用免押金的活动。只有ofo逆潮流而上，宣布取消了信用免押金活动，只保留上海等五城。
- 一方面摩拜和哈罗免押金的开始势必会挤占ofo的市场份额；另一方面，这也表明了**共享单车野蛮生长、抢占市场的上半场即将结束。**由于用户不再受押金的束缚，可以使用多个品牌的共享单车而进行选择，并且共享单车企业失去了押金这个营收手段，共享单车即将进入深度运营，服务升级，提高用户体验，提高变现盈利能力的下半场。

2016-2019年共享单车用户规模及预测



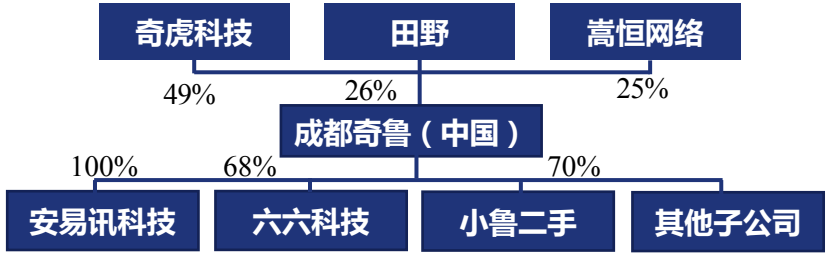
来源：美团点评招股书、财报、相关新闻与研报

M&A观察：三六零分拆鲁大师赴港IPO

鲁大师境外分拆上市交易介绍

- **交易概述：**2018年9月10日，360鲁大师控股有限公司在港交所递交了上市申请。鲁大师成为三六零私有化成功后第一家境外分拆上市的公司。
- **股权变动**

- 2014年11月，成都奇鲁成立，鲁大师业务由三六零分拆到成都奇鲁，三六零合计间接持有85%股份，鲁大师实际控制人田野持有15%股份，三六零控制成都奇鲁。
- 2017年1月，三六零将对成都奇鲁36%的股份以1.14亿元的对价转让给嵩恒网络，三六零合计持股比例下降到49%。同时，三六零也将对成都奇鲁的股份对应的权益委托给鲁大师实际控制人田野行使，三六零就此放弃对鲁大师的控制权。在分拆上市前，成都奇鲁的股权结构如下图所示。
- 2018年2月，360鲁大师控股公司正式注册成立，其股份41%由三六零孙公司诚盛持有，鲁大师实控人田野持有28%，嵩恒网络简介控制的Songchang International持有24%股份，是为本次港股上市的主体。



来源：行业报告，公司公告，新闻

- **三六零安全科技股份有限公司**
- **重组上市历程**

- 2010年9月，360免费软件起飞计划对外宣布收购电脑系统优化软件工具“鲁大师”。2011年3月30日，三六零在美国纽约交易所上市。2015年，国内A股市场互联网企业受到追捧，中概股纷纷流行私有化，奇虎360也发起私有化要约。2017年11月2日，A股上市公司江南嘉捷发布资产重组公告，正式披露三六零重组上市的方案：三六零作价504.16亿元置入江南嘉捷100%股权，江南嘉捷全部资产作价18.72亿元通过现金转让及资产置换的方式置出。2018年2月28日，三六零安全科技股份有限公司正式在上交所借壳上市，标志着历时近三年三六零成功回归A股。
- **近年业绩状况**
- 三六零的主营业务为导航、游戏、搜索业务，而360安全卫士、PC浏览器、手机卫士、IOT等对收入增长贡献显著。
- 三六零在2014年、2015年、2016年、2017年的净利分别为11.86亿元 、9.43亿元、 18.72亿元 、33.72亿元，盈利能力近年来不断攀升。正如奇虎360董事长周鸿祎所言，随着三六零业务规模的不断扩大，三六零未来预计将需要采取多种方式进行融资。通过银行贷款等措施筹集现有业务快速发展急需的流动资金，同时不排除今后将通过发行新股、债券等方式来筹措资金。此次分拆鲁大师赴港上市或也是其中一种途径。

M&A观察：三六零分拆鲁大师赴港IPO

鲁大师主营业务经营情况及估值分析

主要财务情况（单位：人民币千元）

	2015	2016	2017	2018H1
主营业务收入	29,059	69,828	122,561	169,732
毛利润	24,187	60,391	102,441	76,752
同比毛利率	-	181.72%	103.27%	64.75%
销售及服务成本	(1,875)	(9,421)	(20,120)	(92,980)

- **盈利模式单一** 存在可持续性风险　流量模式与三六零相似，通过免费软件聚集用户，作为广告、游戏等主要营收业务的基础。由于轻资产模式，本身毛利较高。但由于目前市场存在主页导航需求减少的趋势，进而影响公司盈利。
- **独立盈利性存疑**　招股书显示，鲁大师主要客户为三六零科技、三六零控制的奇虎科技、嵩恒网络。2015-2017年，来自360的收益分别占总收益约61.2%、67.1%、4.2%，来自奇虎科技的收益分别占总收益约14.5%、37.0%、40.7%；来自嵩恒网络的收益分别占总收益约12.9%、33.9%、38.8%。引发市场对其独立盈利能力的质疑。

与三六零的关系

- 广告服务收费　用户安装鲁大师PC端时，软件将推荐用户设置互联网浏览器默认主页为 http://hao.360.cn/，用户同意后能增加三六零网页流量，三六零集团产生广告收益，依协议向鲁大师按照每千次IP访问量付费。

来源：行业报告，公司公告，新闻

分板块估值分析（单位：人民币千元）

主营业务	2015	2016	2017		2018H1	
线上流量变现板块	**28,759**	**69,404**	**53,112**	**98.5%**	**95,548**	**56.3%**
广告业务	28,759	66,840	46,500	86.3%	76,246	44.9%
游戏业务	0	2,564	6,612	12.3%	19,302	11.4%
电子设备销售板块	**300**	**408**	**784**	**1.5%**	**74,184**	**43.7%**
二手智能手机销售	-	-	-	-	73,686	43.4%
智能配件销售	300	408	784	1.5%	498	0.3%
总收入	**109.732**	**69,812**	**53,896**	**100%**	**169,732**	**100%**

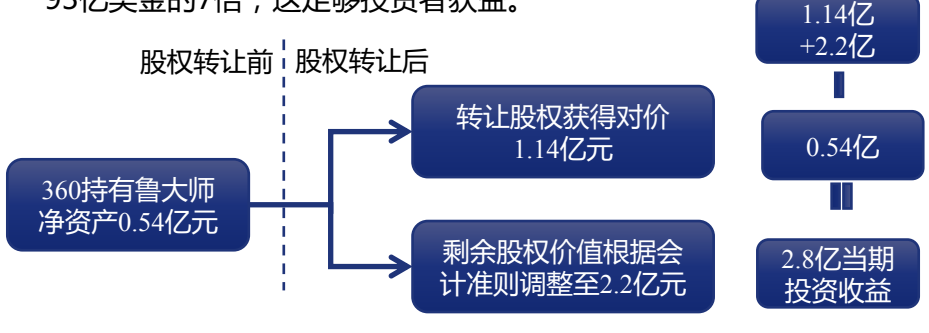
- **核心业务疲软**　鲁大师的6款实用软件都是硬件测评工具，功能相对单薄，手机端MAU仅有380万，反映出用户对跑分软件热情不高；PC端MAU约为0.6亿，不排除软件自启动带来的虚假数据。ARPU仅为2元/MAU，显示货币化能力堪忧。拓展其他业务与三六零冲突，创新能力不足。
- **作为流量入口 议价能力较强**　与自有游戏平台与第三方游戏开发及运营商分别取70%、30%分成；作为导流方，与第三方游戏运营平台恺英网络的分成中占67%。
- **二手手机销售业务增长性存疑**　2017年8月起，鲁大师凭借在硬件测评领域的专业度和品牌优势推出二手手机电商业务。2018年H1占主营业务收入43.7%，可能成为新的营收增长点。但目前毛利率较低，2017年末毛利率21%，2018年H1下降到2.8%，成本占比77.6%，主要原因有原厂智能手机价格限制、营销成本与研发投入持续增加、建造实体体验中心降低短期毛利。另一方面，二手手机销售非市场主流，消费者持观望态度，主要出于手机质量无保证、担忧个人隐私泄露。

M&A观察：三六零分拆鲁大师赴港IPO

360放弃鲁大师控制权的原因分析

股权转让为360带来了2.76亿元的税前净利润

- 根据《企业会计准则解释第4号》，“企业因处置部分股权投资或其它原因丧失了对原有子公司控制权的，在合并财务报表中，对于剩余股权，应当按照其在丧失控制权日的公允价值进行重新计算。处置股权取得的对价与剩余股权公允价值之和，减去按原持股比例计算应享有子公司自购买日开始持续计算的净资产的份额之间的差额，计入丧失控制权当期的投资收益。”
- 2017年1月360向嵩恒网络转让36%鲁大师股份，对价为1.14亿元，而在其丧失控制权之日，360持有的鲁大师剩余的49%股权的价值为2.2亿元。二者之和减去按原持股比例计算360应享有鲁大师的净资产0.54亿元，即得到360通过此次股权转让获得的当期投资收益约2.8亿元.
- 360不惜以牺牲控制权为代价来提高2017年年报上的净利润，是为了360借壳江南嘉捷回归A股时获得更高市值。实际上，360在A股开盘时的市值斩获了4442亿元的高点，是360私有化价格93亿美金的7倍，这足够投资者获益。



来源：行业报告，公司公告，新闻

360依然是鲁大师的潜在控制者

- 从股权结构上来看，360通过诚盛间接持股41.37%，田野通过名下大师控股持股27.67%，上海嵩恒网络通过嵩畅国际间接持股23.64%，但是实际上，360将所持股份的表决权委托给了田野，这就使得田野成为了鲁大师的实际控制人。可以假设，这种委托关系是建立在田野与360的利益是统一的前提下的，否则360可以随时撤销这种委托协议。
- 360既是鲁大师的关联方和大股东，又是鲁大师的供应商和大客户，其可以通过日常运营影响鲁大师。在2017年度，鲁大师37%的收入来自于360，虽然鲁大师在大力发展二手手机业务，但是可以预见在5年之内360将持续为鲁大师输血。同时鲁大师的多家供应商与360有关，360为鲁大师提供服务器租契、软件检测、收集泄露资料等服务，360也储存了鲁大师的全部运营数据。鲁大师彻底从360“断奶”还需要较长的过程。

360放弃控制权，是为鲁大师团队松绑

- 360董事长周鸿祎早些年就表示：“在360公司内部要给更多团队松绑，如果团队能力不错，在内部孵化，将其拆分出去，让其独立往前冲。”田野带领鲁大师进行“二次创业”，使鲁大师的营收从2015年的2906万元增长至2017年的1.23亿元，年复合增长率105%，使得鲁大师这一互联网老兵重新焕发活力。360将对鲁大师的控制权委托给田野，并把鲁大师拆分上市，就是希望为鲁大师团队松绑，使其独立接受资本市场的监督，并迅速成长，为360创造利润。

M&A观察：三六零分拆鲁大师赴港IPO

分拆上市简介

概念介绍

- 分拆上市是将市是将原来的公司（分拆公司）的一部分拆解后形成新的股份公司（继受公司），继受公司公开发售股份并上市，从而使分拆公司和继受公司同时变成上市公司的资本运作方式。对公司分拆后所形成的两个公司彼此的关联性上，有“控制说”和“非控制说”两种。
- 广义分拆包括已上市公司或者未上市公司将部分业务从母公司中分离出来单独上市；狭义分拆指是已上市公司将其部分业务或者某个子公司独立出来，另行公开招股上市。

境内公司分拆上市途径

- 直接途径分为两种：将下属子公司分拆至境内创业板上市或直接以下属子公司名义申请到境外上市；间接途径为：通过红筹架构将下属子公司分拆至境外上市，此轮三六零分拆鲁大师赴港上市应属间接途径。

可考虑分拆上市的企业情况

- 一般而言，可考虑分拆上市的企业应处于以下数种情况中：企业价值在股票市场被严重低估；存在影响企业长期发展战略的部门或产品生产线；企业多元化经营扩张带来“负效应”；对分支机构的管理人员的股权激励效果偏差；未来有被并购计划；需拓展新的融资渠道等。

来源：上交所报告，新闻

- 由此分析三六零此轮分拆上市，三六零确实符合以下两类状况：三六零一方面希望为近期的迅猛发展拓展融资渠道，另一方面是希望提升净利润，以抬高企业上市估值。

利弊分析

- **利：**分拆上市可消除集团化经营的负协同效应 ； 可作为反并购策略 ； 可为上市公司提供新的融资渠道 ； 可解决业务部门管理者激励和约束不足问题等。有利于上市公司在不同的情况下、出于不同的目的采取多样化的手段完成上市公司的资产和经营收缩，实现上市公司的资产和经营重组，也有利于资本市场创新，丰富资本市场产品、融资方式和交易手段。原母公司的股东虽然在持股比例和绝对持股数量上没有任何变化，但是可以按照持股比例享有被投资企业的净利润分成，一般来说母公司希望通过子公司的分拆上市，获得超额的投资收益。
- **弊：**分拆控股子公司上市难以正真提高公司的核心竞争力和价值；“国内目前上市资源充裕，在拟上市公司‘排队’的情况下，允许分拆上市会加大市场扩容压力；分拆上市程序复杂，涉及多方面利益主体的利益协调问题，监管起来较为困难等。

可能存在的问题

- 分拆上市可能诱发利益输送和违规关联交易等，最终损害中小投资者的利益；可能诱发二级市场炒作，助长投机文化，不利于资本市场的长期稳定发展；同时可能引发相关政策的调整。

M&A观察：A股首例定向可转债并购案--赛腾股份

赛腾股份定向发行可转债并购交易介绍

- **交易概述：**11月8日，赛腾股份公布可转债并购方案，购买苏州菱欧自动化科技股份有限公司(以下简称“菱欧科技”)100%股权，交易价为2.1亿元，发行可转债支付60%(12600万元，6,528,495股)，发行股份支付10%(2100万元，1,088,081股)，以现金支付30%(6300万元)。可转债票面金额为人民币100元，按面值发行，票面利率0.01%/年，计息方式为债券到期后一次还本付息，利息收入税项由持有人承担。

- **相关交易方简介**

- **菱欧科技：**菱欧科技成立于2004年，是一家自动化设备制造商。2016年3月在新三板挂牌。下游客户所处行业包括汽车零部件、锂电池、医疗等多个行业领域，**能在产品结构、客户渠道等方面与赛腾股份产生良好的协同效应。**数据显示，2016年-2018年第三季度，菱欧科技实现的营业收入分别为7574.4万元、10302.67万元、9146.89万元；归母净利润分别为406.03万元、1050万元、675.89万元。同一报告期内，菱欧科技资产负债率分别为59.02%、57.8%、68.19%，而赛腾股份的资产负债率分别为30.78%、37.32%、45.76%。分析数据可知，菱欧科技的盈利能力稳定增长，其资产负债率偏高。
- **赛腾股份：**赛腾股份成立于2007年，于2017年12月在上交所上市，系高新技术企业，所属行业专用设备制造业。其主要从事自动化生产设备的研发、设计、生产、销售、技术服务，为客户实现生产智能化提供系统解决方案，其产品主要运用于消费电子行业。

来源：行业报告，公司公告，新闻

- **符合监管要求：**赛腾股份2015年-2017年归母净利润分别为12,704.65万元、4,804.87万元、9,566.91万元；加权平均净资产收益率分别为60.09%、16.35%、27.40%。综合以上数据可知赛腾股份近年盈利情况良好，面临监管压力较小。同时公司拟发行定向可转债1.26亿元，不超过公司最近一期期末净资产的40%即2.83亿元，符合公开发行可转债的相关条款。

- **交易看点**

- **转股价格调整机制：①下修条款：**公司股票在任意连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价低于当期转股价格的90%时，董事会有权提出下修方案，股价继续下跌可能触发**提前回售条款；②上修条款：**在本次发行的可转换债券存续期间，当交易对方提交转股申请日前20日赛腾股份交易均价不低于当期转股价格150%时，则当次转股时应按照当期转股价的130%进行转股，但最高不超过初始转股价格的130%。
- **强制回收条款：**在12月限制期届满后，所持的因本次交易获得的可转换债券应按30%、30%、40%比例分三期解锁。与一般公开发行的可转债6个月的期限不同。
- **补偿方案：**作为本次交易的对价，定向可转债部分参与业绩对赌。补偿时，先以可转债进行补偿，不足部分以上市公司股票补偿，仍不足以现金补偿。
- **定向可转债 VS. 现金与股份支付：**传统来说，上市公司收购资产或并购重组采用现金支付和发行股份。现金支付能够避免稀释股东原有股份同时加快并购流程，但其对买方现金储备要求较高；股份支付虽然不影响收购企业的现金状况，但是收购方会面临稀释股权的压力。定向可转债的出现很好的解决了上述现金与股份收购之间的分歧。

M&A观察：A股首例定向可转债并购案--赛腾股份

财务分析

赛腾股份财务数据良好，满足公开发行可转债相关条款

会计年度	2015	2016	2017	2018三季报
营业收入（百万元）	489	403	683	645
同比增长	28.3%	-17.6%	69.5%	37.5%
扣非净利润（百万元）	125	65.79	88.14	80.67
同比增长	-5.30%	-47.4%	33.97%	5.10%
经营活动现金流（亿元）	0.66	0.31	1.52	-1.96
净资产收益率	60.09%	16.35%	27.40%	11.31%

- 2016年公司主营业务气密性检测设备市场趋于饱和,赛格股份的营业收入与扣非净利润均在2016年有所下降，而在2017年又有较大幅度回升。2017年新业务按键组装设备和无线耳机组装设备的开拓增加了营收。以上体现了公司快速适应市场、开拓新业务的能力。整体来说，赛腾股份盈利能力强，经营活动产生现金能力强，财务数据良好。
- 目前证监会还未公布上市公司发行定向可转债收购资产的条件，因此我们将参考公开发行可转债的条件来考察此次并购。例如，公开发行可转债要求企业最近三年净资产收益率不低于6%，而赛格股份近三年一直保持16%以上；除此之外还要求公开发行后企业债券累计债券余额不能超过公司最近一期期末净资产的40%，而赛格股份拟发行定向可转债1.26亿元，远小于公司最近一期期末净资产的40%即2.83亿元。可见，赛博股份财务数据满足公开发行可转债的相关条款，加之其经营状况良好，这使得证监会乐于接受其作为定向可转债收购资产试水的第一单。

来源：行业报告，公司公告，新闻

菱欧科技成长迅速，但偿债能力欠佳

项目	2015	2016	2017
货币资金（万元）	260.5	218.9	378.6
存货（万元）	1916.1	2411.9	5221.0
短期借款（万元）	750.0	650.0	823.0
营业总收入（万元）	6973.0	7574.4	10302.7
扣非后净利润（万元）	454.3	301.9	936.2
经营活动现金流（万元）	-95.4	234.8	245.5
资产负债率	56.54%	59.02%	57.80%
存货周转率	2.78	2.55	1.95

- 菱欧科技近三年营业总收入逐年上升，年复合增长率高达21.6%，尤其是2017年扣非后净利润从2016年的301.9万元迅速增至936.2万元，同比增长210.1%;从存货的角度来看，菱欧科技在2017年订单数量有明显提升，以上均表明公司处于快速成长状态。在此次交易中，菱欧科技原股东承诺，菱欧科技2018年至2020年扣非后净利润分别不低于1500万元、1700万元、2100万元，可见公司原股东对公司未来发展持乐观态度。
- 然而菱欧科技的偿债能力欠佳。菱欧科技2015年至2017年资产负债率分别为56.54%、59.02%和57.80%，而同行业上市公司同期资产负债率分别为30.78%、37.32%、45.76%。因此，菱欧科技资产负债率远高于处于同一行业的上市公司，偿债压力较大。除此之外，公司货币资金少于同期短期借款额，债务也主要集中于短期债务，这使得公司短期内陷入无法偿还债务处境的可能性较大。

M&A观察：A股首例定向可转债并购案--赛腾股份

交易案亮点分析及目的与影响

交易目的与影响

- 赛腾股份收购菱欧科技是重组并购案例中极具标杆意义的一件案例。在11月1日证监会推出新政仅不到十天即响应，其定向可转债并购方案设置可谓开创了制度上的先河。
- 本次交易双方均为自动化行业中的翘楚。菱欧科技于2016年4月在新三板挂牌，与日本索尼、松下等公司有密切合作关系，近三年利润稳定增长；而赛腾股份以精密仪器为主营业务，连年资产收益率达到16%以上，二者的结合可谓是自动化领域的强强联手，可期拓宽产业布局、提升营业能力。此次收购引起了较强的市场回应和各方评论。11月8日，双方交易书发布，此前停牌六天的赛腾股份股票于11月9日复牌交易，其开牌即涨停，得到市场认可。

亮点分析——强制回售条款

- **强制转股**：本次收购案例中另一重要条目设置是强制回售政策。对应于向上修正转股，如果股价持续飙升，董事会可以选择要求强制转股以避免未来巨大的偿债压力，此举一定程度上减免了对于债券发行者的偿债压力。
- **提前回售**：对应于向下修正转股。如果股价持续下降，对于债券持有人而言是不利的。为了弥补这一点，条目中还设置了提前回售条款，即如果长期股价下跌，允许债券持有人要求上市公司按照面值加利息先行回购。提前回售条款同向下修正转股价一样，其主要目的是为了应对股价下跌的风险，防止股价下跌两败俱伤；同时对于债权人的权益做了进一步保障，也在一定程度防止了上市公司的股权分摊。

亮点分析——双向转股价格调整机制

- **双向转股**：是指在股转债过程中对于债券账面价值和发新股票数量之间关系的一种转换度量。此交易伊始，赛腾股份的转换价格设定为19.3元/股，相当的股份数量为652.85万股。而后根据股票的市场表现，将会多次改变转股价格。
- **向上修正转股价**：在双方股权交易书中，转债股价会根据市场价上升变化，此变化为当然变化而非选择修正。具体条目为当二十日市场均价超过150%的当期转股价时将会使转股价作130%的倍数调整，但不会超过初始转股价的130%。这一条款对被收购方而言，通过设定股价上限保持其权益，但也需要根据市场情况做出合理决策，防止股权被摊薄。对债券持有者而言，此条目防止股价上升对于其股东权益的稀释、进一步保证中小股东权益。
- **向下修正转股价**：在市场价格上升时其转股价面临变化，在市场价格下降时同样也有相应的调整。不同于向上修正转股价格是自发触动，向下修正股价则需要公司董事会提出转股方案并且提交股东大会予以审议，经由股东大会投票通过才能使得一个不低于当期转股价90%的新转股价作为代替。若转股价下修条款触发后没有获批，股价继续下跌会触发提前回售条款。这一条目的设定主要是维护债券持有人的权益，防止其由于股价下跌而蒙受损失。但是对于债券发行人而言，其可能面临股权被摊薄的风险。综上所述，本次双向转股价格的调整是一大创新闪光点，其对于股价和股数的转换关系能够使债权人和债务人的权益达到相对平等。

来源：行业报告，公司公告，新闻

M&A观察：A股首例定向可转债并购案--赛腾股份

定向可转债介绍

定义

- **可转换债券**：债券持有人可按照发行时约定价格将债券转换成公司普通股票的债券。如债券持有人无转换意愿，则可继续持有债券至偿还期满时收取本金和利息，或在流通市场出售变现。如持有人看好发债公司股票增值潜力，在宽限期之后可行使转换权，按照预定转换价格将债券转换为股票，发债公司不得拒绝。以定向方式发行可转债具有发行程序简化、条款灵活的优势，较常规的可转债更灵活。

与优先股及公司债的比较分析

- **属性**：定向可转债、优先股均属于非公开定向融资工具，而公司债是公开发行的标准化债权融资工具。同作为股债混合产品，定向可转债与优先股本质存在差别。定向可转债本质是债券，其股性体现在可在约定时期内、按照约定价格转为公司普通股；而优先股的本质是股票，其债性体现为股息固定。

特征	优先股	定向可转债	普通公司债
风险特征	风险较高：投资人承担较多经营失败的风险，企业破产清算时，清偿顺序排在债券之后	风险较低：基于债券本质，清偿优先于股东	风险低：到期偿还本金，清算时最先偿还
发行成本	最高	支付票息最低，但需支付期权	介于二者之间
股东权益影响	最小，既不摊薄控制权又不必支付高额利息及本金	股权稀释具有缓释性	不摊薄控制权，但需支付高额利息及本金
对投资者的保护	最低：条款设计灵活，主要权力为大股东所有	相对较高：可保障投资者基本的利息	最高：标准化合同，有市场评级

定向可转债并购--优势分析

- **满足被并购方的避险需求**：通过定向可转债作为支付工具，能够弥补收购方无法承诺盈利、保证股票市值的问题，保障被并购方能够获得基本的交易对价，有利于有效缓解上市公司现金压力及大股东股权稀释风险。
- **弥补现金支付与股份支付的不足**：一方面可减轻并购公司的现金压力和财务风险，有助于突破公司自有资金的限制，使大规模并购成为可能；另一方面，可避免因大量发行新股而摊薄当期每股收益，为公司发展提供了一个缓冲期。
- **交易条款设计灵活**：定向可转债经交易双方协商，可灵活设计转股溢价率、转股价格修正条款、赎回回购条款、利率补偿或浮动利率条款等，有效降低并购交易的财务风险，有助于化解并购重组中的实际困难。同时证监会也发文表示，定向可转债在并购重组中的应用有利于增加并购交易谈判弹性，并为交易提供更为灵活的利益博弈机制。

定向可转债并购—风险分析

- **转股价格存在约束空间**，如一直未触及转股条件，上市公司将面临较大变现压力；可转债存续期限内，公司仍需对未转股的可转债**支付利息和本金**；可转债触发提前回售条件时，若交易对方行使提前回售权，公司短时间内将面临较大**现金支出压力**；若可转债持有人较短期间内将可转债转换为公司股票，公司则会面临**当期每股收益和净资产收益率被摊薄**的风险。

来源：证监会，网络

M&A观察：借壳上市暖中带寒，“买壳+吸收合并”模式出现

2018借壳上市盘点

- 在2018年，借壳上市的交易数量达13例，交易的金额合计921亿，这意味着合计921亿估值体量的企业通过借壳上市登陆A股，交易的数量却之去年增加了63%,这意味着借壳上市的回暖。在这种回暖背后，市场却透露出寒意重重。
- 一方面，这种借壳上市的回暖，极大程度来自于“壳”公司市值的下降，也就是**“摊薄成本”的下降**；另一方面，即使“壳”市值下降带来的“摊薄成本”大幅下降，借壳上市复牌以后的**上涨比例和上涨幅度仍然大幅下降。**

序号	借壳方	上市公司	预案公布日期	标的估值	上市公司市值（亿）	摊薄
1	中民股	圣阳股份	2018/11/13	12.33	29.66	49.40%
2	能投集团	云南能投	2017/9/22	14.22	38.36	
3	文旅科技	云南旅游	2018/7/31	20.16	62.57	36.53%
4	万邦德制药	万邦德（原栋梁新材）	2018/6/15	33.98	25	37.95%
5	万魔声学	共达电声	2018/11/15	34.095	26.2	32.65%
6	天下秀	ST慧球	2018/2/3	45.485	15	18.70%
7	协鑫智慧能源	霞客环保	2018/11/6	47.052	21.12	23.11%
8	奥德康	东方新星	2018/7/10	80	16.8	14.74%
9	康恒环境	四通股份	2018/8/23	85	27	22.65%
10	国望高科	东方市场（现已更名为东方盛虹）	2017/8/21	127.33	86.13	30.23%
11	中公教育	亚夏汽车	2018/5/5	185	33.31	12.19%
12	天山铝业	紫光学大	2018/9/15	236	27	9.50%
13	晶澳太阳能	天业通联		24	42	
合计				920.652	408.15	

2018年借壳上市相较于往年不同的特点

- **借壳标的企业的体量和财务指标变得较为轻盈。**譬如今年的中民新能借壳圣阳股份，标的体量仅12亿，是这三年来最小的借壳企业；譬如最近的万魔声学借壳共达电声，标的今年的盈利均为3000万-4000万之间，也是较为罕见的。
- **借壳的标的企业在产业分布上，呈现出比较独立的形态。**与A股IPO/港股相比，越来越呈现出与经济发展、产业竞争结构脱节的特点。以往以顺丰控股为代表的成熟行业借壳、360回归为代表的中概股借壳等交易，某种程度上都是当年的产业竞争焦点，经济政策热点，今年以来的借壳市场可以说是悄悄的进村，打枪的不要。
- **以往大型体量的借壳时上市复牌以后涨势喜人，往往会有多个涨停。**而在今年，大型体量的借壳上市，复牌以后的涨跌也不确定；譬如今年最大的借壳交易天山铝业借壳紫光学大，复牌以后就不涨反跌。
- **吸收合并借壳方案后续陆续出现。**常规的借壳方式有两种类型：一是标的股东先买壳，标的公司再借壳；二是直接进行（重大资产置换及/或）发行股份购买资产交易，实现标的资产的注入。近两个月以来，借壳又有了新巧思。“买壳+吸收合并借壳”的方案开始相继出现，无论是共达电声吸收合并万魔声学还是ST慧球吸收合并天下秀，都采取了这种新方案。

来源：行业报告，公司公告，新闻

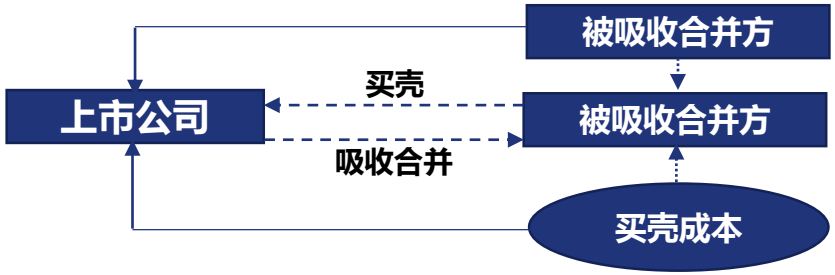
M&A观察：借壳上市暖中带寒，“买壳+吸收合并”模式出现

吸收合并借壳方案陆续出现

- 今年以来借壳市场的一大新特点就是吸收合并借壳方案开始出现。“买壳+借壳”的常规操作方案中，第二步的操作是**发行股份购买标的资产实现控股合并**，并**前置上市公司资产处置**或**老股转让的协议**，来实现多方利益协调安排。
- 以ST慧球吸收合并天下秀的方案为例，其买壳+吸收合并借壳同步完成，效率极高。具体方案如下：天下秀拟通过协议转让的方式取得瑞莱嘉誉持有的上市公司 11.66%股份。转让完成后，上市公司向天下秀全体股东发行股份购买天下秀 100% 股权，并对天下秀进行吸收合并，天下秀持有的上市公司 11.66%股票将相应注销。

“买壳+吸收合并借壳”的主要考虑

- ST慧球针根据商业谈判情况，考虑到瑞莱嘉誉要求近期获得股票转让的部分款项，有明确的资金要求；另外，天下秀获得上市公司股票后，同步操作吸收合并事宜，在协议签署、决策程序及利益安排更加简单，在重组上市对保密及未停牌下操作，使得交易确定性因素更强。故本次交易方案采取控制权转让、吸收合并同时启动并两步走的方式。



“买壳+吸收合并借壳”的方式评价

- 相较于直接通过发行股份购买资产的借壳方案，这种方式更加高效，更容易**协调双方的利益**，有助于促进交易完成。
- 随着交易所上市制度竞争的加剧，很多资产选择境外IPO，放弃借壳方式，借壳标规模呈降低趋势。随着借壳标的体量下降，**对上市公司EPS的增厚有限**，股价涨幅不明显。
- 这种情况下，上市公司原控股股东会希望能够提前退出。此外，今年以来，随着此前去杠杆的推进，A股最大特点之一就是**上市公司大股东资金链出现问题**，原大股东有资金需求，也会寻求现金退出。上述两点因素共同作用下，上市公司原控股股东会希望借壳前能附带买壳的方案。但借壳标的股东未必有足够的买壳资金，或不希望出资买壳。
- 这种情况下，直接借壳方案难以协调各方利益，而该方式则**增加了买卖双方的协调弹性**问题，利于交易的达成；由于“买壳+吸收合并借壳”的方案可以采取标的出资买壳，随后上市公司发行股份购买资产吸收合并标的的方案设计，不需要标的股东出资，最终相当于上市公司自身回购股票，可以实现买壳资金的“下沉”，增强了标的借壳的积极性。
- **对于上市公司原控股股东而言**，买壳前置步骤可以实现原控股股东的退出或部分退出，满足原控股股东的资金需求，愿意出让资产；
- **对于标的股东而言**，一方面，可以实现标的债务的“下沉”，吸收合并完成后，标的债务将由上市公司承接；另一方面，即使标的股东没有足够的买壳资金，同样适用。

来源：行业报告，公司公告，新闻

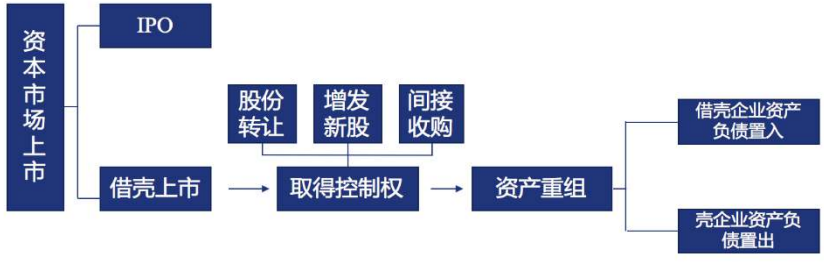
M&A观察：借壳上市暖中带寒，“买壳+吸收合并”模式出现

借壳上市基本介绍

- 借壳上市是指一家私人公司（Private Company）通过把资产注入一家市值较低的已上市公司（壳，Shell），得到该公司一定程度的控股权，利用其上市公司地位，使母公司的资产上市。
- **借壳上市优势：**
- 缩短上市的时间。对于企业上市来说，这一点是非常重要的。通过借壳上市，可以加快融资的时间，让企业快速的得到更多的现金流。为企业的经营和扩张保驾护航。一般的IPO审核需要1到3年的时间，借壳上市只需几个月的时间。
- 跳过大部分的审查。相对于美国的市场，我们的A股市场开放程度有限。因此，IPO的审核非常的严格。而通过借壳的上市的公司，许多的审核是忽略的。
- **借壳上市劣势：**
- 借壳上市成本较高。进行借壳上市之前，需要有一个“壳资源”，上市之后的股权稀释也是需要一定成本。因此，这种方式虽然上市速度较快，但是，上市之前的支出费用较高。
- 不能及时融资。凡是借壳上市的公司，都会引起大量资金的追捧。股价不断的上涨，市值也在不断的穿新高。当然，这种借壳上市的方式，在此时不能立即的进行套现，需要等到股票运行一段时间才可进行交易与增发股份。
- 借壳交易难达成。借壳交易的达成需要如下条件：上市公司具备壳条件；壳方股东有交易意愿；壳方股东交易诉求合理；借壳方有交易意愿；借壳方诉求合理；借壳资产体量够大；借壳资产符合IPO条件。上述七个条件对借壳交易缺一不可。

来源：行业报告，新闻

借壳上市基本流程



- **取得壳公司的控制权**，主要有以下三种方式
- **股份转让方式**：收购方与壳公司原股东协议转让股份，或者在二级市场收购股份取得控制权；
- **增发新股方式**：壳公司向借壳方定向增发新股，并达到一定比例，使收购方取得控制权；
- **间接收购方式**：收购方通过收购壳公司的母公司，取得实现对上市公司的间接控制权。
- **对壳公司进行资产重组**，其中分为两个方面：
- **壳公司原有资产负债置出：**实施借壳上市，通常需要将借壳对象全部资产、负债及相应的业务、人员置换出去，可以根据资产接受方与借壳对象的关系分为关联置出和非关联置出。
- 关联置出是指向借壳对象大股东或实际控制人进行转让，或者由借壳企业的大股东接受。非关联置出是指与借壳对象不存在直接控制关系的第三方转让，往往需要支付一定的补偿
- **借壳企业的资产负债置入：**借壳企业将全部（或部分）资产、负债及相应的业务、人员置入借壳对象中，从而使得存续企业即为借壳企业，可以根据借壳企业资产上市的比例分为整体上市和非整体上市。

M&A观察：Danaher 收购 GE Biopharma

关联相关方概览

- **Danaher Corporation** 是一家全球领先的科技公司，总部位于美国，它的五个业务平台包括：环境、应用解决方案、生命科学、诊断和牙科。在过去的三十多年里，丹纳赫通过一系列的并购从一家小型的工艺品公司成为一家大型综合性业务集团。此次收购是其有史以来规模最大的一次，超过了2015年以138亿美元收购Pall的交易。
- **通用电气公司GE** 是一家总部位于波士顿的美国跨国企业集团，业务涉及航空、医疗、电力、可再生能源等多个领域。近年来，其股价大幅下跌，主要系沉重的债务负担。因此，通用电气一直在剥离和合并以偿还债务。这是迄今为止最大的一笔的交易，价值210亿美元。
- **GE Biopharma**是GE旗下一家领先的仪器、消耗品和软件供应商，支持生物制药的研究、发现、工艺开发和生产流程。业务包括工艺色谱硬件和消耗品、细胞培养基、一次性技术、开发仪器和消耗品以及服务。GE Biopharma预计2019年的年收入约为32亿美元，其中约75%为经常性收入。

交易结构

- **210亿美元全现金收购** 此次交易Danaher将会给GE支付210亿美元现金，并承担GE生物医药板块雇员的养老金。其中约30亿美元来自股票发行，其余来自现金及新发债务。由于交易结构带来的税收优惠，净收购价格约为200亿美元，估值为GE Biopharma 2019 EBITADA 的17倍。该业务将作为一家独立的运营公司在Danaher成为生命科学部门中的一员。交易预计于2019年第四季度结束。

来源：行业报告，公司公告，新闻

- **交易包括通用电气的部分养老金债务** 。通用电气拥有数十万名退休计划覆盖的前雇员和现任雇员。截至2018年底，养老金占通用电气550亿美元工业债务的210亿美元。

协同效应

- **交易双方可实现双赢。**GE 可减少债务，改善其市场地位，而丹纳赫可进行战略合作，预计未来能够实现巨大增长
- **GE Biopharma 可改善Danaher的业务面。** 目前，Danaher 的65亿美元生命科学部门主要从事体外诊断，作为医药行业的传统医疗技术公司，交易流量小。 GE Biopharma将为下游和上游提供协同硬件和消耗品，拓展Danaher的业务线。
- **Danaher可改善GE的长期增长率和利润率** Danaher产品价格高于传统医药产品及服务，2013年经营利润率超过17%，收入年增长约15%，2018年GE Biopharma的经营利润率为15%，因此Danaher可改善GE的长期增长率和利润率，并且减轻负债，专注主营业务。

生物制药行业概览

- **生物制药领域机会丰富、增长迅猛** 2014年，全球生物制药行业创造了1630亿美元收入，约占医药市场的20%。截至目前在行业增长最快：年增长率8%以上，是传统制药板块的两倍。未来一定时期内将继续保持8%以上的增速。生物制药快速增长将带动器材与耗材行业的快速增长。
- **需求及垄断利润驱动研发。**生物制药产品一旦研发成功将具有专利垄断权，使制药公司掌握创新药物的定价权。对新疗法的需求及专利垄断共同驱动生物新药的研发。

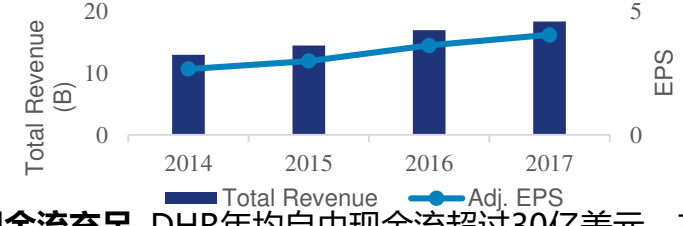
M&A观察：Danaher 收购 GE Biopharma

经营情况及财务分析

- **Danaher主要财务情况及预测（单位：US$ million）**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
Revenue	18,330	19,893.0	20,800.2	24,566.3	25,578.8
EBITDA	4,325	4,727	5,092	6,530	6,955
Adj. NI	2,846	3,212	3,481	4,209	4,552
FCF	3,014	3,366	3,357	4,172	4,514
Adj. EPS	4.00	4.52	4.84	5.63	6.08

- **核心业务持续增长** 近年来DHR业务持续稳定增长，2017年生命科学、诊断学和环境科学等主要业务收入增长均超4%。且根据预测，接下来三年其利润将继续保持稳步增长。DHR2014-2017年总收入及调整后EPS如下：



- **现金流充足** DHR年均自由现金流超过30亿美元，其2017年年度总结显示，DHR已连续26年FCF超过Net Income。稳定增长的自由现金流有利于其并购业务的开展。
- **负债较高** 截至2081年底，DHR负债共计196.06亿美元，流动负债48.42亿美元，净负债89.01亿美元，负债总额较高。DHR旗下Dental Co正处于IPO过程，可缓解部分偿债压力。

来源：行业报告，公司公告，新闻

- **GE Biopharma财务分析（单位：US$ Billion）**

Revenue Breakdown	2019E Revenue	Anticipated Core Growth
GE Biopharma	$3.2B	+6-7%
Bio Processing	$2.8B	+7%
Downstream	$1.7B	+7-8%
Upstream	$1.1B	+5-6%
Other	$0.4B	+LSD/MSD

- **业务增速高、市场份额大** GE Biopharma主要收入来源于其下游的生物制品需求，此部分收入保持7%的高增长率。据GE估计，其制造的色谱占据约90%的市场份额。据估计与DHR可产生约100million的synergy。（风险提示：DHR没有考虑GE和其旗下Pall公司凝胶色谱业务重复的问题。）
- **估值分析**

Sum of the Parts Analysis (incl. GE Biopharma)	Sales	EBITDA	EV/EBITDA	Implied EV
Life Sciences	$10,440	$3,468	16.6x	$57,568
Diagnostics	$6,643	$1,847	18.4x	$33,982
Dental (Implied)	$2,949	$552	13.9x	$7,681
Environmental& Applied Solutions	$4,535	$1,160	12.5x	$14,504
Corporate and Other	--	($497)	16.2x	($8,059)
Total	$24,566	$6,530	16.2x	$105,676

上表为考虑GE Biopharma后DHR的估值。从EV/EBITDA看，GE Biopharma 17x的估值属于中等水平，与DHR Life Science业务板块的估值水平及其历史并购估值水平相近。

M&A观察：Danaher 收购 GE Biopharma

交易看点

GE出售Biopharma直接影响

- **减少GE长期累积债务。**近年以来，通用公司长期债台高筑，在2018年12月，其累计债务已经达到了1210亿美元，多项评级机构下调通用的债券信用评级。在2019年通用的发展目标中，让财务报表更加稳健的口号也体现了通用削减债务、提高信用评级的决心。这次收购可以给通用带来214亿美元的净收益，这一笔收入可以消减开支、填补债务。
- **GE股价大涨。**此次收购引起了强烈的市场反应，收购当天股价大涨15%。此前自2008年次贷危机开始，通用由于工业部门受到油价暴跌等影响，股价持续处于萎靡不振的状态。2017年GE股价下跌40%，甚至于2018年6月被踢出道琼斯指数。市场虽然看多了本次收购，但其股价的重振仍需时日。

GE长远业务与规划

- **换帅易主，改革GE发展模式。**2018年10月，通用公司迎来了新一任CEO，丹纳赫公司原首席执行官劳伦斯·卡尔普接任，他也被期待能扭转通用的颓势。此前的CEO尝试业务重组，但收效甚微，并不为董事会其他成员所认可。这位新上任CEO的空降，可以带入他在丹纳赫公司把传统工业企业转型为创新企业的经验，给萎靡不振的通用带来改变。
- **瘦身计划，精简通用结构。**自卡尔普继任后，他贯彻对GE的业务结构进行精简的战略，将GE的核心业务设定在电力、航空和医疗三个方面。故在过去的五年当中，GE多次出售其旗下业务：2015年4月，GE 剥离了金融业务；2016年6月出售了家电业务；2018年一年当中，机车制造、工业燃气发电机、独立医疗、智能平台、GE Digital部门相继脱钩，加速了GE的精简至核心业务的进程。
- **忍痛割爱出售Biopharma。**Biopharma一直是通用引以为傲的业务之一，此前保持着较好的业绩和盈利能力。在2018年，Biopharma业务产生了约30亿美元的收入，占通用电气全年营收的15.8%。而放眼在通用的医疗集团，其利润增幅达到了6%。而这次出售Biopharma，很大一部分原因是因为这一部分的业务并不涉及到医疗、生命科学的最核心部分，而是位于边缘业务。从这一行为可以看出，通用将在今后的运营中保持“专精”的特性，轻装上阵、着重发展盈利能力较为突出的产业。
- **从长远来看，GE复兴路漫漫。**在GE公司的2019年发展计划当中，有两条优先目标值得关注：其一是更加稳健的财务策略，挽救资产负债表，具体则就是更少依赖短期借款、降低财务杠杆；其二则是提供更加迎合市场的产品，具体做法则是缩小企业规模、重视精细化生产、并在航空和医疗两个领域更加重视。因此通用的这一步棋与其发展趋势相符合。但至于通用的未来发展，不仅仅取决于CEO一人的能力，同样也与美国整体的电气产业前景息息相关。

来源：行业报告，公司公告，新闻

M&A观察：Danaher 收购 GE Biopharma

丹纳赫收购biopharma未来发展

- 新任CEO卡尔普是丹纳赫CEO，其对于两个公司的深刻理解使得这一收购顺理成章地成为互惠两方的交易。
- **收购GE Biopharma构建丹纳赫的生命科学新平台。**丹纳赫本次收购的GE生物医药是专注于支持生物医药行业药物的发现和研发，以及生物制药的制造工艺和流程开发。收购后该业务将成为丹纳赫生命科学部门的独立运营公司，与颇尔、Beckman Coulter Life Sciences、SCIEX、徕卡显微系统、Molecular Devices、Phenomenex和IDT业务一道，组成丹纳赫的生命科学平台。
- **丹纳赫与GE Biopharma生物制剂开发和生产能力的协同。**GE Biopharma以提供一流的生物加工技术和解决方案而闻名。此次收购将带来GE Biopharma的团队，以及一套高度创新、服务于丹纳赫生命科学产品组合的领先产品套件，为丹纳赫当前的生物制剂工作流程解决方案提供了极好的补充。另一方面，利用丹纳赫业务系统的力量，可进一步为GE Biopharma的客户提供end-to-end的生物加工解决方案，有助于实现突破性的开发和生产能力。
- **丹纳赫将进一步向生命科学公司转型。**2018年7月，丹纳赫已经布局将旗下牙科业务分拆成为了一家独立的上市公司Dentalco，从而完善了向生命科学公司转型。按照计划，这项分拆将在2019年下半年完成。同时公司不断收购其他具有技术实力的生命科学公司，持续完善转型。

来源：行业报告，公司公告，新闻

Healthcare领域融资并购：2018全年热度不减

- 2018年国内医疗健康行业总计发生687起融资/并购事件，其中披露金额亿元以上案例199起。药品143例、医疗器械81例、医疗服务125例、体外诊断84例、医疗信息化161例、CRO/CMO/CSO/CDMO 21例、其他72例。总的来看，医药领域的投资并购活动非常活跃。

项目名称	轮次	交易金额	投资方/收购方
邦泰生物	并购	39亿美元	鼎晖、德福资本、中银集团等
易生科技	并购	13.3亿美元	泰尔茂
江中集团	并购	6亿美元	华润医药
艾森生物	并购	5亿美元	安捷伦
奇力制药	并购	3.2亿美元	海南海药
艾森生物	并购	2.5亿美元	安捷伦
上海运佳黄浦	并购	2.3亿美元	远大医药
Sinclair	并购	2.2亿美元	华东医药
中优医药	并购	0.7亿美元	鱼跃医疗
东阳光	战略投资	4亿美元	黑石集团
AMW Gmbh	战略投资	2.1亿美元	翰宇药业
复宏汉霖	战略投资	1.9亿美元	高特佳

行业并购逻辑

- 纵观医药行业投资并购活动，传统的医药行业中很大一部分都在扩大产能；定向增发类的募集资金则更多会用于产业并购：如关注新业务包括新的需求、新的整合、新的机会等，创造性地去搭建围绕着某个核心领域的生态圈。

M&A观察：招商蛇口收购中航善达

交易简介

- 2019年4月26日，招商蛇口与中航国际签署中航善达股份转让协议，约定招商蛇口将以现金方式受让中航善达22.35%股份，同时招商蛇口与中航善达签署发行股份购买资产协议，约定招商蛇口将以持有的招商物业100%股权认购中航善达非公开发行的新股。
- **这一交易实现了三个经济实质：**①A股上市公司收购A股上市公司的控制权。②A股上市公司分拆子公司到A股上市。③分拆的子公司置入并购标的公司，构成重大资产重组，却没有构成重组上市。这三点使得此次交易非常罕见，基本上没有先例。

交易双方简介

- **中航善达和中航国际控股：** 两家是隶属于中国航空工业集团公司的央企上市公司。中航善达的前身是中航地产，2018年6月起，因主营业务由地产转向物业管理，中航地产变更证券为“中航善达”。中航善达旗下经营服务涵盖娱乐场所、旅游住宿设施、房产管理等10多种业务。目前，中航善达的第一大股东为中航国际控股。
- **招商蛇口和招商物业：**招商蛇口是招商局集团旗下城市综合开发营运企业，也作为地产资产整合及业务协同的重要平台。其服务范围覆盖居民生活、企业机构、城市公共三大类、20多种业态。而招商物业是招商蛇口全资子公司，也是招商局集团旗下唯一从事物业管理与服务的企业。

交易结构

此次交易将分两步完成：

- **第一笔交易：**招商蛇口将以每股8.95元的价格以现金方式收购中航国际持有的中航善达22.35%的股份。（见图1①）
- **第二笔交易：** 中航善达将发行以每股7.90元人民币非公开普通股股份购买招商蛇口与其子公司深圳地产共同持有的招商物业100% 股权。（见图1②）
- **交易股权变动(见图1)：**在收购交易完成前，中航国际控股持有中航善达22.35%股份，为其第一大股东，其一致行动人还持有中航善达21.76%股份。在这两笔交易后，招商蛇口将至少持有中航善达22.35%股份，成为其第一大股东，招商蛇口持有中航善达股份具体比例要视其通过出售招商物业获得的股份数而定，但从招商物业和中航善达的相对体量判断，招商蛇口将至少持有中航善达50%的股权。纵使中航善达拥有招商物业100%股份，招商蛇口仍能以中航善达控制人身份拥有对招商物业的控制权。

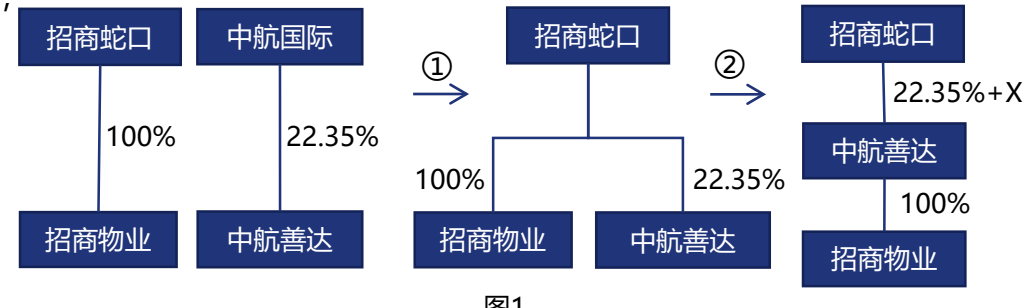


图1

来源：行业报告，公司公告，新闻

M&A观察：招商蛇口收购中航善达

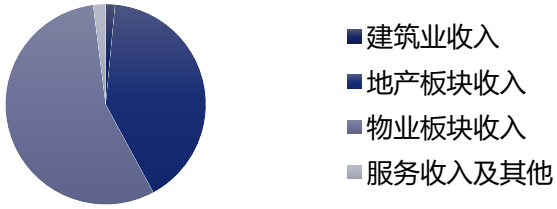
经营情况及财务分析

中航善达主要财务情况（单位：万元）

	2015A	2016A	2017A	2018A
营业收入	551,875.90	632,269.36	589,349.40	665,564.65
净利润	37,071.09	13,731.30	-3,472.81	82,398.19
持续经营净利润			-61,507.81	-18,622.52
终止经营净利润			58,035.00	101,020.71
EPS	0.6	0.24	0.23	1.28
FCF	40,293.68	221,776.06	151,966.67	11,507.63

- **公司主营业务盈利能力较差：**2018年公司净利润较2017年有较大提升，但是这主要是公司处置子公司股权取得投资收益所致，公司在持续性经营部分仍然处于亏损状态。这也导致公司估值远低于同业水平。

占营业收入比重



- **公司积极推动战略转型，深耕物业领域：**在房地产存量时代，公司明确了物业资产管理业务为公司的主营业务，物管业务连续5年保持高速增长。2018年公司物业管理收入同比增长30%，签约合同额10亿元。其积极脱离的房地产开发业务营收占比降至40.61%；而物业管理业务占比升至55.87%，这体现了公司向轻资产化、物业管理的转型战略。

来源：行业报告，公司公告，新闻

招商蛇口主要财务情况（单位：万元）

	2015A	2016A	2017A	2018A
营业收入	4,922,241.5	6,357,282.67	7,545,468.22	8,827,785.47
净利润	804,657.36	1,218,688.46	1,500,936.12	1,946,078.06
EBIT	1,098,376.22	1,360,988.11	1,891,961.3	2,255,611.79
EBITDA	1,167,729.33	1,440,917.44	1,986,284.26	2,368,115.94
资产负债率	70.52%	68.96%	72.11%	74.28%

- **公司盈利能力较好，但负债率较高：**公司的营收与净利润实现了五年的连续快速增长，其业绩增速快于营收增速，这主要得益于于高毛利率项目集中结转推动毛利率提升。同时，公司资产负债率较高，融资渠道多样、融资成本低廉，合理的资本结构更有利于公司的长远发展。这也使得其分拆物业管理业务A股上市成为了一个合意的融资选择。

	2015A 收入	占营业收入比重
社区开发与运营	7,868,935	89.14%
园区开发与运营	901,887	10.22%
邮轮产业建设与运营	56,962	0.65%
营业收入合计	8,827,785	100%

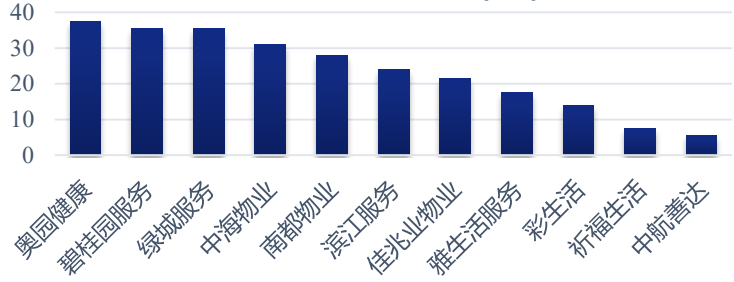
- **招商社区开发与运营业务收入为公司绝对驱动因素：**公司布局以供需关系较为紧张的一二线城市为主，拿地、建设与销售计划在预期之内，该核心业务收入与份额有望持续增长。其中招商物业在管物业464个，服务面积超7500万平方米，预计并购完成之后招商物业的管理项目逼近1000个，管理服务面积将达1.29亿平方米，与中航善达在社区物业管理方面产生37亿synergy。

M&A观察：招商蛇口收购中航善达

交易目的-中航善达（原中航地产）

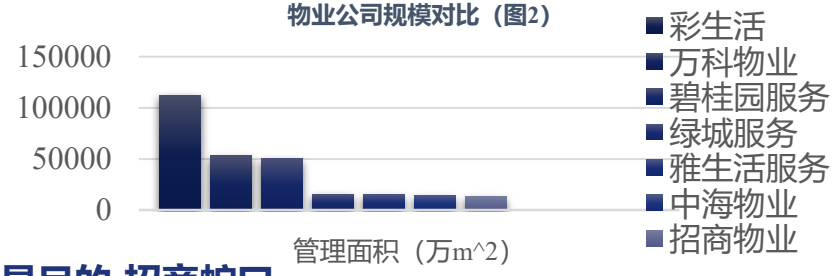
- **中航地产向商业资产管理转型：**2017年1月中航地产和保利同时宣布后者以20亿收购前者名下9例房地产项目，正式标志着中航地产由房地产业务向商业资产管理的战略转型。数据显示，2018年中航房地产开发业务营收占比降至40.61%，而物业管理业务营收占比升至55.87%。后房地产时代，新建房屋数量减少而房屋存量较高，为企业从房地产行业转型物业管理、资产管理创造了契机。
- **中航善达物管业务转型效果不佳：**中航善达在上市的物业公司当中处于最被低估的状态，资本市场对其大多持观望态度（图1）；2018年中航善达物业管理业务毛利率仅为9.83%，远低于其他上市公司，由此可见物管业务转型效果不佳。而如果此次交易成功，中航善达和招商物业在合并后总管理面积将达到1.29亿平方米，总管理项目将逼近1000个。按去年底各家物业公司披露的规模，合并后两家公司总和（图中以招商物业显示）约排在第七名（图2），较此次交易之前的招商物业和中航善达各自排名显著提升。

上市物业公司估值情况（图1）



来源：行业报告，公司公告，新闻

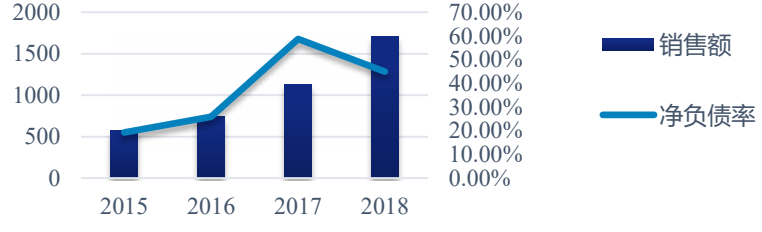
物业公司规模对比（图2）



交易目的-招商蛇口

- **招商蛇口融资需求与分拆物业公司上市的造血效应：**招商蛇口年报中谈及2019年称：货币政策的变化和金融市场的不断收紧，使得公司的融资面临较大压力；另一方面，招商近年净负债率较高（图3），通过分拆物业公司上市之后，和中航善达组成的合并公司的股价抬升可以为招商蛇口解决部分融资问题。

招商蛇口部分指标变化情况（图3）



- **市场扩张逻辑的外显化：**近年来，在规模化、集约化等目标下，万科物业、碧桂园服务等都启动市场拓展，而兼并购成为其中一种重要方式。竞争激烈带来的收购成本上升迫使物业公司要更快的参与到和资本市场的对接当中，进而通过融资撬动更大的管理规模。2018年以来，资本市场对物业公司均给出了可观的估值，新上市公司的PE普遍在20-30倍左右。招商蛇口分拆物业上市也是扩张逻辑的背后缩影之一。

M&A观察：招商蛇口收购中航善达

分拆上市合规性分析

- 狭义上的分拆上市，指的是上市公司将其部分业务或者某个子公司独立出来，另行IPO或者重组上市，但上市公司对于该部分独立上市的业务或者资产仍然保持控制权。
- 在本案例中，实际上构成了A股上市公司分拆子公司同样在A股上市，暂时没有先例，也没有明确的政策细则规范。以下，我们将参考证监会颁布的《关于规范境内上市公司所属企业到境外上市有关问题的通知》和分拆子公司到科创板上市的相关规定和审核问答来分析此次交易的合规性。

准入门槛

- 被分拆的上市公司（母公司）规模大，盈利能力强，满足各项要求：上市时间满N/5年、市值大于N/150亿，三年合计扣非净利大于N/10亿，连续N/3年盈利，前募不得用于分拆资产，运行期间无合法合规性负面事项。
- 招商蛇口体量较大，市值逾千亿，盈利连续3年逾百亿，前募和合规均无问题。
- 分拆上市主体（子公司）的业务有别于原上市公司的主营业务：分拆主体业务净利润占原公司比例小于N/50%、净资产小于N/30%。
- 招商蛇口营业收入构成中的园区开发与运营营业收入体量约为88亿，远大于招商物业29.2亿收入的体量。招商物业占比招商蛇口小于10%；且业务的重要性与相关性均不强。

来源：行业报告，公司公告，新闻
注：文中类似于“N/5”的写法，“N”的含义是由于无相关政策无法确定具体数字，后面的“5”是参考其他政策的参考值

是否构成重组上市

- 我国证监会将监管意义上达到借壳认定标准的借壳上市，叫做“重组上市”。若构成重组上市则将面临监管部门较大的监管压力。此次交易中，招商物业占中航善达的比重虽然重大，但未涉及重组上市，是一种“类借壳”：
- 1. 本次交易前60个月内，上市公司控股股东为中国航空技术深圳有限公司，最终控制人为国务院国资委。本次交易完成后，上市公司控股股东预计变更为招商局蛇口工业区控股股份有限公司，但最终控制人仍为国务院国资委；
- 2. 以物业管理为主要经营业务，中航善达的主要经营业务不会发生根本性改变；中航善达的物业管理业务将得到较好的整合，而不会进行置出处理。
- 3. 招商物业未独立地获得上市地位。虽然构成上市公司中航善达的“重大资产重组”，资产、收入与净资产三者均达到了中航善达三项财务指标体量的50%以上，但由于中航善达房地产业务体量庞大，未达到“重组上市”的红线。

反序交易

- 反序交易，一般是指一种避免构成重组上市的交易方案设计方式。首先，上市公司体内资产不置出，向交易对手收购资产，同时交易对手取得上市公司控制权。由于上市公司体内资产较大，交易不构成借壳。交易完成较长时间后，上市公司再将原先的资产剥离，实现实质借壳。
- 目前监管对避免构成重组的操作方案进行实质监管。本次交易预计需要承诺交易后中航善达不剥离原有房地产业务。