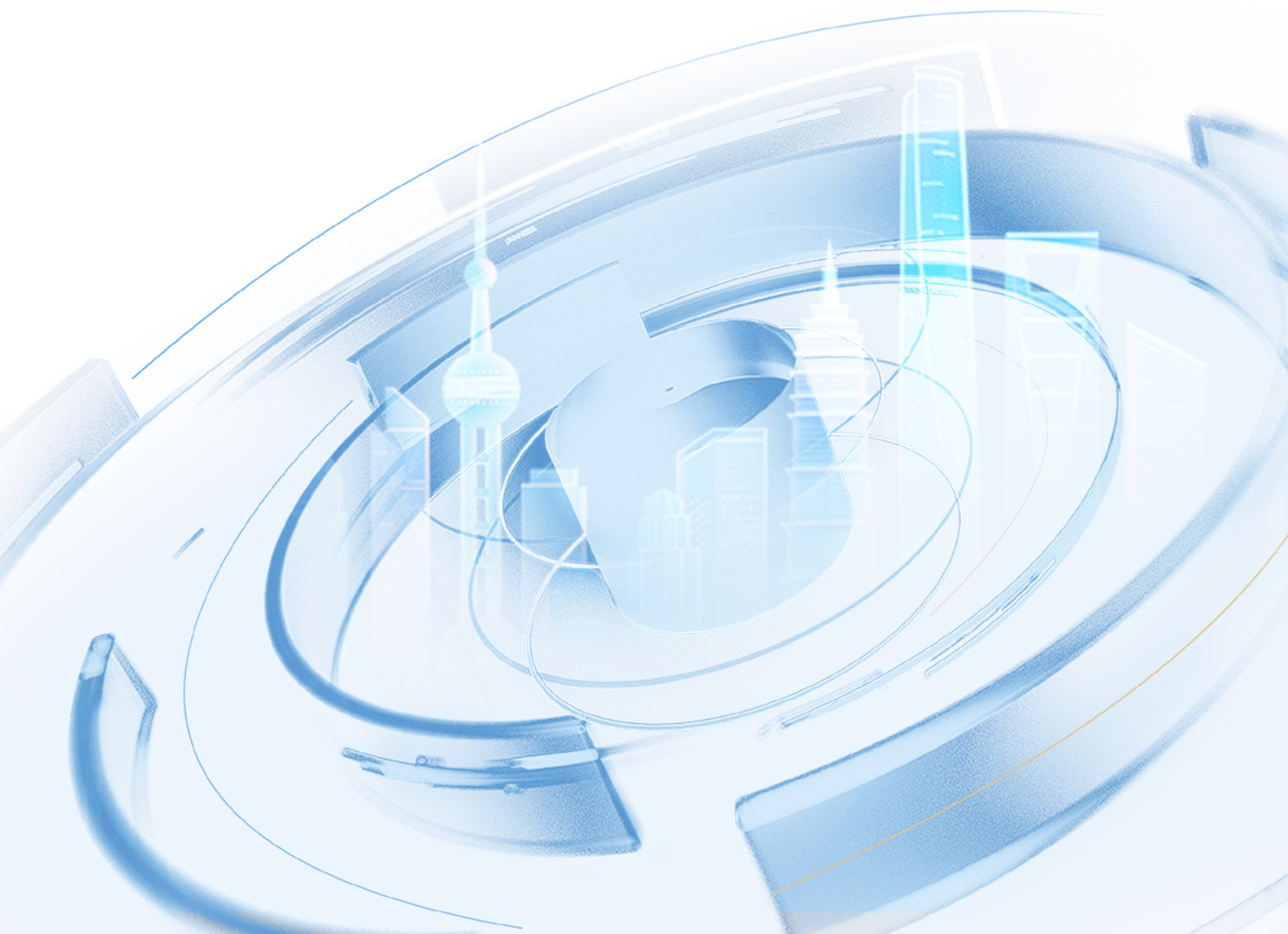
上海證券交易所
SHANGHAI STOCK EXCHANGE

TYPICAL CASE COMPILATION

上市公司跨境并购

典型案例汇编



全球视角·中国经验

上交所发布跨境并购典型案例汇编

跨境并购作为企业配置全球资源、驱动产业升级的关键路径，正成为企业打破技术与市场壁垒、提升全球竞争力的重要手段。“并购六条”发布一年来，沪市涌现出不少跨境并购的典型案例。为便利公司筹划、实施跨境并购，我们立足实践、聚焦实务，结合公开资料整理并编写了 16 个近年沪市公司实施的代表性跨境并购案例。

并购方案上，既有现金直接收购境外资产，也有运用现金和股份要约私有化境外上市公司、跨境换股、并购基金私有化后上市公司再收购等创新性安排。行业上，既有成熟产业出海收购优质资产，如矿业类的紫金矿业和洛阳钼业收购境外矿产、汽车类的文灿股份收购法国百炼、家电类的海尔智家收购境外家电资产；也有新兴产业收购境外先进产能和技术，如豪威集团收购全球前三大图像传感器芯片设计公司，凌云光收购丹麦 JAI 的工业相机业务、复星医药跨境并购印度注射剂龙头等。

我们在详解并购方案背景目的、交易架构、整合安排的基础上，结合项目特点亮点对典型做法和可鉴之处进行了分析点评，力求务实、专业、有干货，便利市场主体参照实施。

需要说明的是，本次案例汇编相关内容主要供上市公司相关业务负责人等参考，上市公司筹划、实施和披露并购重组相关事项，应以法律法规、自律规则等相关规范性文件和监管部门的正式意见为准。

目录

CONTENTS

- 万华化学：分步收购 BC 公司打造全球化工产业龙头 01
- 豪威集团：通过产业并购成就千亿市值半导体设计龙头 13
- 长电科技：产业基金“撬动”A 股首次跨境收购全球一流封测商 29
- 凌云光：并购与再融资协同，收购境外长期合作伙伴 JAI 41
- 卧龙电驱：跨境并购 ATB 与 GE SIM 的技术跃迁 48
- 文灿股份：私有化法国上市公司百炼集团打造全球化铸造工艺链 60
- 海尔智家：多次跨境并购实现从中国品牌到全球创牌的战略征程 71
- 复星医药：并购印度注射剂龙头 Gland Pharma，布局全球仿制药市场 85
- 紫金矿业：系列并购跨境布局海外金矿资源 94
- 洛阳钼业：十年并购征程成就全球资源版图 105
- 长江电力：收购秘鲁上市公司拓展海外配售电市场 121
- 瀚蓝环境：私有化港股上市公司粤丰环保 强化环保产业链 127
- 海天股份：跨界收购贺利氏光伏银浆事业部，打造第二增长曲线 138
- 美埃科技：科创板首单“A 吃 H”私有化港股上市公司捷芯隆 145
- 至正股份：收购 AAMI，“尝鲜”新《战投管理办法》下跨境换股 154
- 新奥股份：通过港股介绍上市私有化新奥能源 166

万华化学：
分步收购 BC 公司打造全球化工产业龙头

案例简介 ▷

本案例主要介绍万华化学（证券代码：60030.SH）通过控股股东跨境并购、吸收合并母公司实现国际化布局及集团整体上市。整个交易分为两大步：一是跨境并购。上市公司控股股东万华实业集团有限公司（以下简称万华实业）通过购买境外标的 BC 公司（匈牙利宝思德化学公司，BorsodChem Private Company Limited by Shares，以下简称 BC 公司）的夹层债从而取得参与债务重组的资格，并通过夹层债转股的方式逐步取得 BC 公司 36% 股权，进而通过谈判方式取得剩余 60% 股权，实现跨境并购，成功布局海外生产基地；二是整体上市。由于跨境并购的主体为上市公司的控股股东，交易完成后与上市公司形成同业竞争，为解决同业竞争，上市公司通过吸收合并母公司解决同业竞争并实现集团整体上市。BC 公司是中东欧最大的 MDI 和 TDI 制造商，业务范围涵盖欧洲、中东及非洲地区。2008 年全球金融危机爆发后，BC 公司陷入债务危机，万华实业审时度势，于 2011 年 1 月成功收购了 BC 公司。这是当时中国在中东欧地区最大的投资项目；本次交易完成后，经过多年整合，截至 2017 年底，万华化学和 BC 公司合计拥有 MDI 产能共计 210 万吨 / 年，使万华化学成为全球 MDI 第一大生产商，实现了“中国万华”向“世界万华”的转变。

控股股东跨境并购 BC 公司 ▷

（一）交易背景及目的

1. 响应国家战略号召，把握跨境整合机遇

“一带一路”倡议为中企海外布局提供政策指引，而匈牙利作为欧洲中心枢纽的区位优势，成为中资进入欧洲市场的重要支点，匈牙利也成为第一个与中国签署“一带一路”相关备忘录的欧洲国家。

自 2016 年以来，国家陆续出台多项政策引导和规范中国企业的境外投资行为，鼓励符合条件的中国企业进行理性的跨境并购交易。国家一系列鼓励兼并重组和理性境外投资的政策为企业跨境并购创造了良好的市场环境，为部分有条件、有能力的优质企业实施境外并购、获取成熟的海外资产、增强上市公司竞争力提供了有力支撑。

2. 我国石油化工行业贸易逆差较大，高品质、精细化工产品市场竞争力有待加强，国内化工产业结构尚需改革升级

我国石油化工行业产能过剩逐渐显现，产品低端化、同质化问题较为严重，而高品质、精细化产品仍需大量进口。据石化联合会数据显示，2012 年至 2016 年间，我国石化行业平均贸易逆差约 2,600 余亿美元，高附加值精细化学品的需求缺口较大。

立足于新时代，要实现我国由石化大国向石化强国跨越的目标，大力推动国内化工产业结构的深化改革和创新升级将成为我国石化产业未来高质量、持续性发展的必然选择。

3. 突破行业竞争格局，打造全球产业龙头

异氰酸酯（全称二苯基甲烷二异氰酸酯，简称 MDI）是一个全球化的行业，全球主要消费区为欧洲、中国大陆、美洲。行业前几位不管是销售渠道还是制造基地均是全球布局，并形成了很强的区域平衡能力；万华实业（主要是指其控股公司万华化学）当时只是在中国大陆拥有 MDI 生产装置；万华要做强做大，要成为一个全球化的公司，在实现市场全球化的同时，也必须要实现制造基地的全球布局。因此，在全球主要的 MDI 消费区的欧洲拥有制造基地是万华发展过程中的必然选择。

（二）交易方案简介

1. 方案概要

万华实业通过收购 BC 公司 75% 的夹层债，从而取得了参与债务重组的资格，并通过夹层债转股的方式成为拥有 BC 公司 36% 股权的第二大股东。之后，万华实业与 BC 公司大股东 Permira 进一步谈判，取得了以固定价格收购 BC 公司剩余 60% 股权的选择权。

本次交易标的总金额为 12.63 亿欧元，交易完成后万华实业获得了 BC 公司 96% 的股权。

2. 交易标的

BC 公司成立于 1954 年，位于匈牙利东北部卡辛茨巴茨卡 (Kazincbarcika) 市，是匈牙利最大的化工公司，主营二苯基甲烷二异氰酸酯 (MDI）、甲苯二异氰酸酯 (TDI) 和聚氯乙烯 (PVC）等产品的生产和销售。BC 公司的产品主要面向欧洲市场，在欧洲多个国家设有子公司和办事处。同时，也有少量产品销往中东、非洲以

及亚洲等地区。

BC 公司当时拥有 MDI 产能 18 万吨 / 年（在欧洲排名第五），TDI 产能 9 万吨 / 年，PVC 产能 40 万吨 / 年；正在建设的 16 万吨 / 年的 TDI 二期项目完成后，BC 公司将形成更具竞争优势的一体化产业链，综合成本竞争优势非常明显。另外，BC 公司在波兰、捷克和匈牙利三处拥有生产基地，化工装置近 20 套。

3. 交易各方

购买方。上市公司当时的控股股东万华实业，万华实业是一家投资控股型公司，控股的公司行业涉及 MDI、生态板业、节能建材、煤炭生产等多个领域。其核心子公司烟台万华（2013 年更名为万华化学）为 A 股沪市上市公司，是一家以 MDI、聚氨酯树脂等为主导产品的化工企业。截至 2009 年 12 月 31 日，万华实业资产总额 159.75 亿元人民币，净资产 76.73 亿元人民币，资产负债率为 51.97%。

出售方。Permira 成立于 1985 年，总部位于英国，是欧洲著名的私募基金公司。Permira 在化工领域有过十余家大型化工公司的控股经验。2006 年底，Permira 与维也纳资本投资公司（VCP）一起在公开市场要约收购了 BC 公司的全部股权。在投资 4.6 亿欧元股本的基础上，采用高杠杆融资方式，向欧洲几十家银行贷款，发行了 7.5 亿欧元的高级债和 2 亿欧元的夹层债进行大规模扩张，拟通过实施 TDI 二期项目后对 BC 公司进行再包装并出售。（夹层债：英文 mezzanine，是次级债的一种，通常因其本金及利息的偿还顺序介于高级债和股权之间，故被译为“夹层债”）。

4. 交易估值和作价

2008 年 BC 公司销售收入为 7.84 亿欧元，EBITDA(息税折旧摊销前利润) 为 1.42 亿欧元。在 2008 年全球金融危机影响下，BC 公司业务和利润的下滑，资本投入的压力和高额的债务致使 BC 公司财务状况持续恶化，2009 年 BC 公司净利润 -1.61 亿欧元，期末净资产 1.72 亿欧元，财务表现不能满足高级及夹层贷款合同中的契约规定，导致进入违约状态。

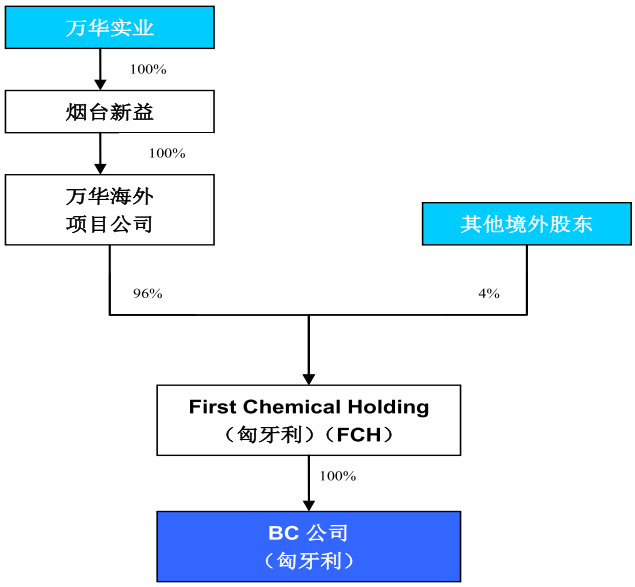
据第三方咨询机构评估，截至 2009 年末 BC 公司的总资产有 16.4 亿欧元，重置价值可达 18 亿欧元。当时 BC 公司资本结构是：股权约 4.6 亿欧元，次级债 2.5 亿欧元，高级债 7.5 亿欧元。总额 10 亿欧元的次级债和高级债需要立即偿还，但原股东已无能为力，迫切需要外部投资。

万华实业在海外战略合作伙伴的协助下收购了 BC 公司 75% 的夹层债，从而取得了参与债务重组的资格，并通过夹层债转股的方式成为拥有 BC 公司 36% 股权的第二大股东。之后，万华实业抓住匈牙利开发银行难以兑现贷款承诺的契机，与 BC 公司大股东 Permira 进一步谈判，取得了以固定价格收购 BC 公司剩余 60% 股权的选择权。

2011 年 1 月 31 日，万华实业在以中国银行为主的银团贷款支持下，最终签订了进一步收购 BC 公司 60% 股权的《投资协议》，并偿还了 BC 公司原有的高级债，顺利完成项目融资，所有交易法律文件全部签

字并正式生效。

（三）2011 年交易完成后的股权结构



（四）实施过程

1.2009 年 8 月份：万华实业通过战略合作伙伴收购了 BC 公司 2/3 以上的夹层债，取得了以债权人身份参与重组的资格，并声明了战略投资者的身份，使得 BC 公司原实际控制人不得不与万华谈判重组 BC 公司事宜；

2.2009 年 10 月 15 日：万华实业与相关方达成了初步的《意向框架协议》，取得了 BC 公司 36% 的股权；

3.2010 年 2 月 24 日：万华实业通过进一步注入资金与相关方达成了《投资框架协议》，取得全面收购 BC 公司买入期权；

4.2011 年 1 月：万华实业全资下属公司 Mount Tai 与 FCL 签署了《合并与收购 FCH 股份协议》，Mount Tai 行使买入期权并购买 FCL 持有的 FCH 57.9% 股权，使 Mount Tai 持有的 FCH 股权比例增加到 96%，取得 FCH 的控制权；因 FCH 持有 BC 公司 100% 股权，Mount Tai 间接控制了 BC 公司。

2016 年 7 月，Mount Tai、万华实业全资下属公司万华国际资源与 FCH 少数股东签署了《期权转让协议》，FCH 少数股东将持有的 FCH 4% 股权转让给 Mount Tai，使 Mount Tai 持有的 FCH 股权增加到 100%，间接持有 BC 公司全部股权，BC 成为万华实业的全资控股子公司。

上市公司收购 BC 公司 ▷

（一）交易背景及目的

1. 集团层面海外收购取得卓越成效，为本次重组奠定坚实的整合基础

受金融危机和欧债危机的影响，自 2011 年收购完成后的四年间，BC 公司一直处于持续亏损或微利状态。在企业整合的过程中，发展理念的统一、管理风格的认同以及中匈文化的理解交融成为几大难点。自 2011 年收购完成后万华实业即委托上市公司万华化学集团股份有限公司（以下简称万华化学）对 BC 公司进行管理，通过管理输出、文化整合等方式对 BC 公司进行全面整合，最终实现了 BC 公司扭亏为盈，并在 2017 年全年实现净利润近 4 亿欧元。

通过对 BC 公司实现有效整合后再置入上市公司，有效降低了上市公司海外并购所带来的整合、运营风险，缩短了并购主体间协同效应的释放周期，在大幅提升上市公司竞争实力及盈利能力的同时，最大程度地保护了上市公司以及中小股东的合法利益。

2. 控股股东与上市公司的同业竞争问题亟待解决

2011 年万华实业收购 BC 公司后，产生了上市公司与 BC 公司之间潜在的同业竞争问题。为此，自收购完成后，万华实业即与上市公司签署了《委托管理协议》并在协议有效期期满后分别于 2014 年和 2017 年签署了《委托管理协议补充协议一》和《委托管理协议补充协议二》，约定万华实业委托万华化学对 BC 公司进行运营管理，并承诺在 BC 公司运营状况显著改善（包括但不限于预计未来 12 月不会出现正常性的经营性亏损、BC 公司具备可持续性经营条件）以后的 18 个月内，提出以适当的方式解决与万华化学业务合并的议案。

BC 公司在 2011 年至 2014 年间仍处于持续亏损或微利状态；2015 年至 2016 年上半年，受市场环境、行业竞争情况以及 BC 公司自身财务风险等因素影响，万华实业难以在上述期间内做出 BC 公司未来 12 个月不会出现正常性的经营性亏损的判断。2016 年下半年开始，受行业周期性因素和竞争对手投产不及预期的影响，BC 公司的主要产品 TDI 和 MDI 的价格持续上涨，公司盈利状况大幅改善，2016 年全年 BC 公司盈利超过原先预期。万华实业收购 BC 公司六年来的不懈努力成效逐步显现，BC 公司的产能逐步扩张，产品质量得到了大幅度改善，产品在市场的认同度大幅提升，万华化学的公司文化在 BC 公司得到了广泛的认同，BC 公司的经营能力及经营环境已经发生了根本性地变化，基于 BC 公司此时的经营现状，原控股股东万华实业预计其未来 12 个月不会出现正常性的经营性亏损，决定自 BC 公司 2016 年度审计报告出具日起，在未来的 18 个月内，即在 2018 年 9 月 21 日之前以合并方式解决与万华化学的同业竞争问题。

3. 实现万华化工整体上市，增强上市公司的盈利能力

万华化学和 BC 公司均为全球知名的化工企业，深耕聚氨酯行业多年，均具有较强的核心技术积累及采购销售渠道覆盖。整体上市前，BC 公司作为万华化学控股股东的子公司，受到上市公司独立性和同业竞争限制的约束，上市公司只能通过受托管理的方式影响 BC 公司的管理能力、企业文化，在资金、技术、市场、信息等资源共享方面均存在严格限制，这不利于上市公司整体战略的实施，也桎梏了 BC 公司的发展速度和规模。整体上市完成后，上市公司将能与 BC 公司形成全面的资源支持和共享，上市公司的规模效应、协同效应将进一步凸显，上市公司的盈利能力和抵御经营风险能力将得到进一步提升，从而助力“中国万华”向“世界万华”的转变。

（二）交易方案简介

1. 方案概要

为有效解决同业竞争问题，并实现将 BC 公司注入上市公司的目标，同时避免将无关或经营效益欠佳的资产纳入上市公司范畴，整体上市方案分为分立和吸并两个步骤。

分立。原万华实业采取存续分立的方式进行资产分割，在分立过程中，万华实业将与上市公司化工主营业务无直接关联、未来发展方向相悖，以及因历史遗留问题导致经营效益较低的资产，交由存续的万华实业承接。而对于与上市公司主营业务关联紧密、契合未来发展方向且具备较强盈利能力的资产，如聚氨酯化工产品生产线，以及其他主要资产（涵盖万华化学、BC 公司），则被划入新设立的烟台万华化工有限公司（以下简称万华化工）。2018 年 1 月，烟台市国资委下发《关于对万华实业集团有限公司分立方案的批复》，原则同意万华实业的分立方案。2018 年 1 月 30 日，万华实业存续分立实施完毕，万华化工成为上市公司万华化学和 BC 公司的控股公司。

吸并。万华化学通过向万华化工全体股东发行股份的方式吸收合并万华化工。本次交易完成后，万华化学为存续方，承继及承接万华化工的全部资产、负债、合同及其他一切权利与义务，万华化工注销法人资格，万华化工持有的万华化学股份将被注销，万华化工的股东将成为万华化学的股东。

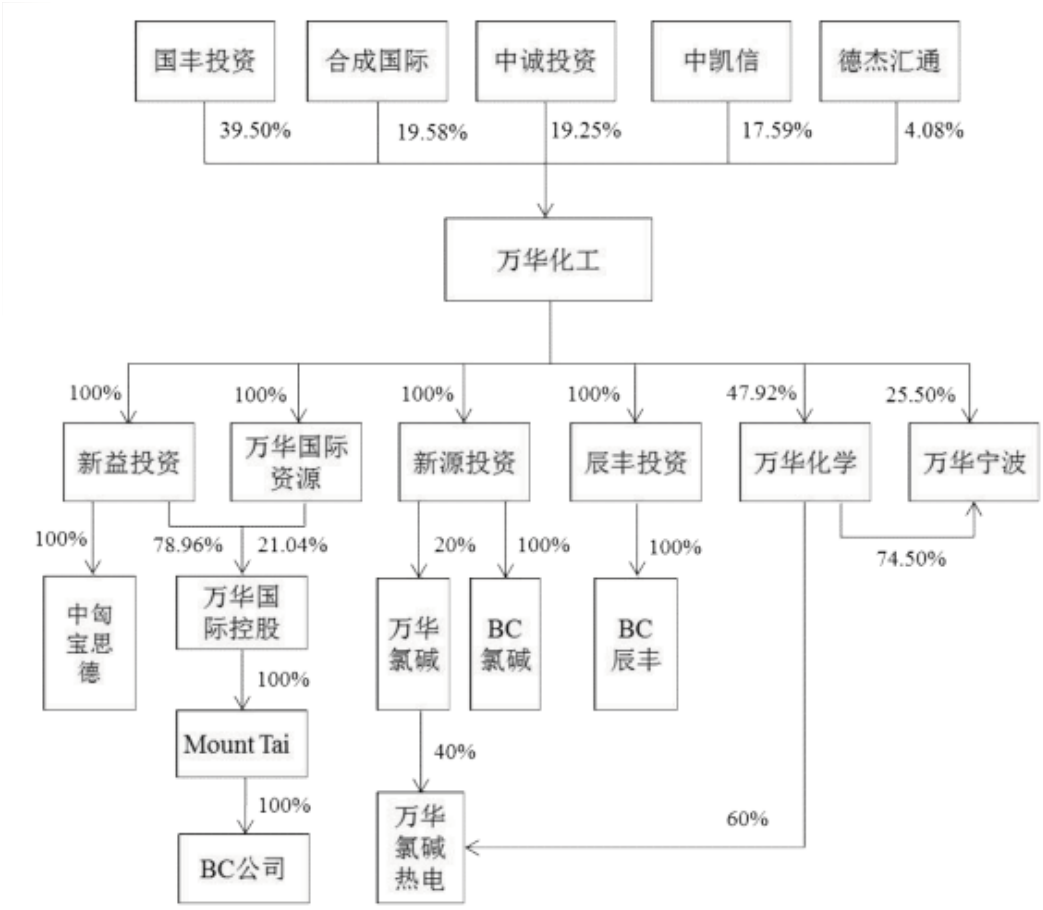
2. 交易各方

吸收合并方：上市公司万华化学。万华化学为中国化工新材料领域的领军企业，2001 年在上海证券交易所挂牌上市。万华化学的核心业务为聚氨酯（MDI、TDI）、石化及精细化学品研发生产，是全球仅有的八家掌握 MDI 制造核心技术的企业之一，且为国内唯一拥有该技术自主知识产权的企业。

被吸并方：分立后的万华化工。根据《分立协议》约定，主要承继了原万华实业聚氨酯领域相关资产，即万华实业分立前所持有的万华化学 47.92% 股权、万华宁波 25.5% 股权、新益投资 100% 股权、万华国际资源 100% 股权、新源投资 100% 股权、辰丰投资 100% 股权，除上述股权外，其余与聚氨酯化工产品

业务无直接关联的资产仍留存于万华实业。

万华化工的股权结构图如下：



3. 交易估值和作价

根据中联评估出具的并经烟台市国资委核准的《万华化工资产评估报告》，本次交易以 2018 年 1 月 31 日为评估基准日，评估对象是万华化工 100% 股权。截至评估基准日，万华化工的资产基础法估值为 522.18 亿元，增值率为 2,373.58%。

本次发行价格 30.43 元 / 股，万华化学向交易对方合计新发行 1,715,990,206 股 A 股股份支付本次吸并的全部对价，同时注销万华化工原持有的万华化学 1,310,256,380 股股份。本次交易不涉及现金支付。注销的股份对应万华化学 47.92% 股权，按照发行价格 30.43 元 / 股计算，在本次交易中估值为 398.71 亿元；该部分资产实际是万华化工的股东将其间接持有的万华化学股份转为直接持有，故本次交易上市公司实际购买资产交易金额为 123.47 亿元（与 2022 年控股股东 12.63 亿欧元的购买价格基本相当），实际新增股份数量为 405,733,826 股。

4. 业绩承诺及补偿安排

根据评估报告，万华化工的资产基础法估值情况如下：

单位：万元

项目	账面价值	评估价值	增减值	增值率 (%)
流动资产	17,513.07	17,513.07	-	-
非流动资产	904,142.69	5,914,800.02	5.010,657.33	554.19
其中：长期股权投资	904,142.69	5,914,800.02	5,010,657.33	554.19
资产总计	921,655.76	5,932,313.09	5.010.657.33	543.66
流动负债	640,646.09	640,646.09	-	-
非流动负债	69,908.80	69.908.80	-	-
负债总计	710,554.89	710,554.89	-	-
股东全部权益	211,100.87	5,221,758.20	5.010.657.33	2,373.58

万华化工的增值主要来源于长期股权投资，其长期股权投资评估情况如下：

单位：万元

被投资单位	持股比例	最终取值评估方法	账面值	评估值	增值额	增值率 (%)
万华化学	47.92%	市价法	319,712.17	5,268,540.90	4,948,828.73	1,547.90
万华宁波	25.50%	资产基础法	400,783.57	266,542.56	-134,241.01	-33.49
新益投资	100.00%	资产基础法	182,500.00	805,309.03	622,809.03	341.27
万华国际资源	100.00%	资产基础法	136.95	171,195.28	171,058.33	124,905.68
新源投资	100.00%	资产基础法	1,000.00	3,949.86	2,949.86	294.99
辰丰投资	100.00%	资产基础法	10.00	443.07	433.07	4,330.74
合计			904,142.69	6,515,980.70	5,611,838.01	620.68

本次交易中，采用基于未来收益法进行评估的业绩承诺资产包括 BC 公司、BC 辰丰、万华宁波和万华氯碱热电，业绩承诺对应的股权比例分别为 100%、100%、25.5%、8%。根据中国证监会相关规定，万华化学与交易对方就上述业绩承诺资产未来业绩实现情况进行业绩承诺。根据《吸收合并协议》，业绩承诺方承诺业绩承诺资产 2018-2020 年实现的净利润分别不低于 43.43 亿元、25.07 亿元、24.67 亿元，前述金额为以 7.8553 汇率折算后的人民币金额；如本次交易于 2019 年实施完毕，则业绩承诺方承诺业绩承诺资产

2018-2020 年实现的净利润如上文所述，且补充承诺 2021 年实现的净利润不低于 24.88 亿元。

（三）实施过程

1.2017 年 12 月 5 日: 万华化学发布公告，宣布因控股股东万华实业拟进行公司分立及整体上市相关工作，股票将开始停牌；

2.2018 年 1 月 26 日：烟台市国资委下发《关于对万华实业集团有限公司分立方案的批复》，原则同意万华实业的分立方案；

3.2018 年 1 月 31 日：万华实业完成存续分立，将企业业务一分为二，分为存续公司万华实业和拟整体上市的新设公司万华化工；

4.2018 年 7 月 19 日：万华化学股东大会审议通过了吸收合并和整体上市的方案；

5.2018 年 9 月 10 日：中国证监会核准本次吸收合并交易；

6.2019 年 1 月 31 日：万华化学与万华化工正式签署《资产交割协议》，约定以 2019 年 1 月 31 日作为本次吸收合并的资产交割日。自资产交割日起，万华化工的全部资产、负债、合同及其他一切权利、义务和责任将由万华化学享有和承担。

本次交易的特点

（一）分步交易，降低上市公司收购风险

本次交易创新性地采用了“先收购培育、再分立剥离、最后吸并上市”的三步走策略，有效地降低了跨境并购与资产整合风险。2009 年末，上市公司万华化学净资产 50.5 亿元人民币，净利润 12.8 亿元人民币，若万华化学直接并购 BC 公司，将会给上市公司带来严重的财务压力甚至面临合并报表的亏损；同时收购 BC 公司的交易时机尤为重要，由控股股东万华实业收购，决策效率更高，防止复杂的审议及审批要求错失交易机会。最后决定由原控股股东万华实业作为收购主体，收购完成后委托上市公司对 BC 公司进行运营管理，并承诺在 BC 公司运营状况显著改善后，以适当的方式实现与万华化学业务合并，以最大限度减少对上市公司的冲击。在体外培育完成、BC 公司扭亏为盈后，2018 年万华实业启动存续分离程序，剥离了非主业资产，确保了注入资产的优质性与相关性，为最后的吸收合并奠定了基础。最后在 2019 年吸收合并，圆满完成将 BC 公司纳入上市公司体系的工作。

（二）先委托上市公司管理，实现跨境整合，后吸收合并

并购初期，万华实业面临显著整合困难，因中西方公司文化差异，BC 公司管理层极力抵制母国总部的生产管理理念，同时业务经营持续亏损，BC 公司还出现部分核心员工辞职现象。为破解上述难题，2011 年万华实业并购 BC 公司后委托万华化学运营管理，在受托管理 BC 公司之后，万华化学将多年来积累的上市公司管理经验向 BC 公司输出，从制度、业务、文化等多个层面对 BC 公司进行全方位整合，取得了良好成效。在制度方面，万华实业强化管理介入与制度变革，2012 年向 BC 公司派驻母国高管团队，推动其开展生产经营与治理管控体系改革，植入万华的管理经验与实践。业务方面，万华实业对 BC 公司的应用系统进行了梳理，从信息系统端进行了全面整合，并进一步加大投资，利用自身技术优势对 BC 公司原有装置进行了优化改造，在业务上实现协同和互补。在文化方面，一方面通过“家庭日”、“中国饺子”和“匈牙利国汤”等方式增强员工对中匈文化的理解，另一方面设立社区开放日，邀请社区、消防等市民和企业到园区内参观，并推动中匈合作办学与人才培养。在一系列的整合措施下，BC 公司员工从初期抵制万华管理理念，逐渐转变为认可并参与企业运营。经 6 年培育使 BC 公司从年亏 1.5 亿欧元转为净利 4 亿欧元，也为当地创造大量就业岗位。

（三）“1+1>2”，并购发挥协同效应，超额实现业绩承诺

万华化学拥有国际领先的 MDI 技术与成熟的国内市场渠道，BC 公司则具备欧洲市场资源与本地化运营经验。并购后双方可实现技术共享和渠道互补，万华化学的技术输出助力 BC 公司提升产品质量，BC 公司的欧洲布局则为万华化学规避贸易壁垒、降低物流成本。受到国际金融危机和欧债危机的双重影响，被收购之时，BC 公司亏损严重。为了扭转亏损局面，万华化学协调人力物力，从管理、文化资金资助等多个层面对 BC 公司进行全方位整合，发挥出万华化学和 BC 公司的协同效应。得益于大力整合，BC 公司业绩逐步提升。2014 年，BC 公司成功扭亏为盈。

本次吸收合并交易业绩承诺超额实现，为万华化学带来了丰厚的利润：以 BC 公司为主的业绩承诺资产 2018-2021 年净利润总和 171.4 亿元，超额实现 53.35 亿元，超额实现率 145.19%。

单位：万元　币种：人民币

项目	合计实现数	合计承诺数	累计差额	完成百分比
2018 年合计净利润	496,324.33	434,291.87	62,032.46	114.28%
2019 年合计净利润	252,684.89	250,704.20	1,980.69	100.79%
2020 年合计净利润	304,536.99	246,691.86	57,845.13	123.45%
2021 年合计净利润	660,501.83	248,836.52	411,665.31	265.44%
累计净利润	1,714,048.04	1,180,524.45	533,523.59	145.19%

可以看出，万华实业和 BC 公司的本次并购重组获得了高额回报，实现了双赢的目标。

（四）本次交易树立了中企跨境并购与国企改革的双重标杆

中企跨境层面，并购不仅推动了当地化工产业的发展，更重要的是，带动了中国相关企业以产业集群的方式走出去。万华化学在匈牙利发展的经验、与匈牙利各级政府构建的良好关系，以及在匈牙利树立起的良好的公众形象，都可以给到匈牙利发展的中国企业起到示范作用。

在国企改革层面，万华实业通过存续分立剥离板材、房地产等非主业资产，仅将聚氨酯核心资产划入万华化工再由上市公司吸收合并，实现主业聚焦；同时推动员工持股平台从间接持股转为直接持股，在保持国资控股的前提下激活市场化激励，落实了国企“提质增效”的改革要求。2017 年万华化学实现归母净利润 111.35 亿元，吸收合并后，上市公司 2017 年净利润可达 162.76 亿元，对应归母净利润 157.81 亿元，归母净利润增厚约 42%，而同时股本数量仅增厚 15%，EPS 大幅提高 23%。

案例点评

（一）并购的成功离不开清晰的公司战略及提前部署

自 2002 年起，万华就着手制定国际化战略，到 2006 年开始寻求海外建厂，在欧洲选址绿地投资（投资建设新厂），2008 年曾选择了荷兰北部的一个基地。综合考虑到绿地投资的建设周期较长，开辟销售渠道难度较高、形成营销网络耗资巨大，加之审批环节多，周期长，万华转而在欧美市场择机实施跨国并购。

2008 年金融危机，为万华并购 BC 公司提供了难得的契机：BC 公司在 2008 年全球金融危机后不堪高负债重负，财务状况恶化，于 2009 年上半年陷入财务困境，企业估值大大降低，给万华提供了以跨国并购方式实施国际化战略的机会，为万华实业以兼并重组的方式收购 BC 公司，在欧洲拥有制造基地提供了难得的机遇。通过此次并购替代绿地投资，大大减少了万华在海外布局生产基地的时间，加速了公司国际化的进程。

（二）产业并购的开展与行业竞争格局密切相关

在聚氨酯行业里，万华化学（不含 BC 公司）和巴斯夫（BASF）、科思创（Covestro）、陶氏杜邦（DowDuPont）和亨斯曼（Huntsman）5 家公司的聚氨酯合计产能约占全球总产能的 80%，当时万华化学拥有年产能 180 万吨，仅次于巴斯夫的 181 万吨，居全球第二位。但是，过去十余年间，除万华化学外的 4 家主要供应商已在全球范围内实现了生产和运营布局，而万华化学只在中国拥有生产装置，在全球性的聚氨酯行业的市场竞争中，承受着亚洲局部产能过大的风险。

与其他企业以获取先进技术与海外资源为目的进行海外收购不同，万华收购 BC 公司是以战略制衡为主要目的的跨国并购。BC 公司地处欧洲大陆，在匈牙利、波兰和捷克都有生产装置，市场覆盖西欧、中欧、

东欧乃至中东和北非，符合万华的国际化战略需要。

2015 年以来，全球化工行业发生了若干起大型跨国企业的并购案，包括陶氏化学与杜邦合并为陶氏杜邦，德国拜耳收购孟山都，中国化工收购先正达，这些世界级的并购案正在深刻影响着全球化工产业的版图，市场集中度的上升，也对万华化学的全球化发展战略产生了深远影响。

（三）整体上市是解决同业竞争和关联交易问题的良好手段

整体上市是指集团公司将其优质资产和具有高度盈利能力的业务注入其已上市的子公司，以实现集团公司资源的优化配置和上市公司治理结构的改善。整体上市是上市公司资产重组中的一个重要类型，有利于解决同业竞争、降低关联交易，增加上市公司独立性、提升盈利能力和抗风险能力。本案中，上市公司与 BC 公司的主营业务均有聚氨酯产品的研发、生产和销售，虽面向不同市场，但仍存在潜在同业竞争关系。本次整体上市完成后，万华化学与 BC 公司之间潜在的同业竞争问题得到了根本性的解决，关联采购、销售大幅缩减；上市公司与 BC 公司形成全面的资源支持和共享，成为全球第一大 MDI 供应商，规模效应、协同效应将进一步凸显，更好地应对全球化工行业集中度上升、竞争加剧的局面。

（四）多维度沟通，形成了可复制经验

本次交易涉及境外并购、国企分立、上市公司吸收合并等多重环节，涉及境外政府、境内国资管理和证券监管沟通，本案例为跨境重组提供了可复制经验。境外层面，BC 公司作为匈牙利本土重要化工企业，其并购涉及当地产业安全、就业保障等多重关切。通过中国驻匈大使馆搭建官方沟通桥梁，详细说明并购后对当地产能升级、税收贡献的积极影响，有效消除“技术垄断”、“就业替代”等疑虑，最终获得匈牙利政府批准，为跨境资产交割扫清了首要障碍。境内层面，本次交易的境内监管涉及国企管理、证券监管等多个维度，各环节衔接紧密且高效。作为国有控股企业，万华实业的存续分立需履行国资审批程序，烟台市国资委批复同意优质资产分立路径，奠定合规基础；证监会层面，从受理到过会用时不到 1 个月，也展现了监管对本次交易的支持态度。

豪威集团：
通过产业并购成就千亿市值半导体设计龙头

案例简介 ▷

韦尔股份（证券代码：603501.SH，2025 年证券简称更改为：豪威集团）曾在 2017 年上市一个月后停牌筹划重大资产重组，拟发行股份收购北京豪威控股权，但因部分股东不放弃优先购买权而终止。首次交易终止后，韦尔股份坚定看好北京豪威的核心价值与发展前景，通过前次经验总结，在交易前合理地准备和完善交易方案设计，逐步加大自身在北京豪威内部的影响力，最终通过实控人先行控制董事会、现金收购少部分股权、摘牌收购 10.55% 股权、发行股份收购 85.53% 股权等一系列交易安排，最终于 2019 年 8 月完成对北京豪威的收购，实现对全球前三大图像传感器芯片设计公司 OmniVision Technologies, Inc.（以下简称豪威科技）的间接收购，成为 A 股和半导体行业历史上经典的产业整合案例。

收购完成后，韦尔股份半导体设计业务收入占比由 20.99% 提升至 83.56%，市值从交易完成前的不到四百亿在三个月内迅速攀升至千亿，营收和利润连续两年取得高速增长。

本次交易标的曾于 2016 年被并购基金私有化，并最终通过出售给上市公司实现退出，是并购基金运作的典型案例。本篇案例重点回顾韦尔股份收购北京豪威的交易，并简要回顾并购基金私有化豪威科技的情况，分析上市公司如何通过战略性并购实现跨越式发展。

交易的背景和目的 ▷

（一）交易背景

1. 全球半导体行业并购整合加速

二十一世纪，半导体产业已成为国家经济发展中最关键的战略性产业之一。其中集成电路占据全球半导

体产品超过 80% 的销售额，根据世界半导体贸易统计协会（WSTS）的数据，2017 年全球集成电路销售额为 3,431.86 亿美元，同比增长 24%。在互联互通需求和智能制造业高速发展的推动下，全球半导体行业需求屡创新高。

同时，随着半导体技术的飞速进步以及各国政策的支持，全球半导体产业的竞争也愈加激烈，半导体行业内的并购交易出现了一波高潮。IC Insights 报告指出，2015 年、2016 年是全球半导体产业并购最活跃的两年，并购交易总市值分别达到 1,073 亿美元和 998 亿美元，2017 年下降至 277 亿美元，但仍比 2010-2014 年平均并购交易额约 126 亿美元高出两倍多。2015-2017 年，全球半导体产业共有 7 起超过 100 亿美元的顶级规模并购交易，而在半导体产业史上超过 100 亿美元的顶级规模并购交易仅 8 起，包括安华高 370 亿美元收购博通、软银 320 亿美元收购 ARM 等。与此同时，在 CMOS 图像传感器领域，国际巨头如索尼、三星等更是通过内生外延发展双轮驱动，不断扩大市场份额。全球半导体产业整合加速，资源越来越向头部企业聚集，后发企业面临的竞争压力越来越大。

2. 豪威科技美股私有化后意图通过重组回 A

2014 年 8 月，已于纳斯达克上市的豪威科技收到来自华创投资的非约束性报价函；2016 年 2 月，华创投资、中信资本和金石投资联手组成的私有化财团以约 19 亿美元总价完成对于豪威科技的私有化收购，使其成为北京豪威科技有限公司（以下简称北京豪威）的全资子公司。私有化完成后，私有化投资人及新进投资者开始寻求退出渠道，豪威科技则寻求注入上市平台获取进一步扩张发展的资源支持。

彼时，作为半导体设计领域少有的具备国际品牌知名度和市场竞争力的优质稀缺标的，豪威科技无疑是产业并购方关注的焦点；多家 A 股上市公司筹划收购。

（二）交易目的

1. 实现技术升级和协同发展

韦尔股份成立于 2007 年，主营半导体设计及分销业务，并以分销业务收入为主。2017-2018 年，公司营业收入分别为 24.06 亿元、39.64 亿元，分销业务收入占比分别为 69.62%、78.91%。公司在分销业务方面形成覆盖境内外完善的“采、销、存”供应链体系，与设计业务互补，主要代理及销售数十家国内外著名半导体生产厂商的产品，满足终端客户多样化的产品市场需求。

由于分销业务技术门槛相对较低，而韦尔股份从事的分立器件及模拟芯片设计领域则面临外资巨头英飞凌、恩智浦、德州仪器等公司的技术和竞争力挑战，亟需突破发展瓶颈、获取核心技术。因此，对于 2017 年上市的韦尔股份而言，利用 A 股上市公司平台，通过发行股份方式一举整合 CMOS 图像传感器领域龙头标的，不仅可以在移动通信、平板电脑、安防、汽车电子等领域融合双方在设计业务产品类别和客户资源方面的优势，低成本实现产业链整合与协同，还将快速构筑技术壁垒，提升国际竞争力。

2. 拓展国际市场，提升国际影响力

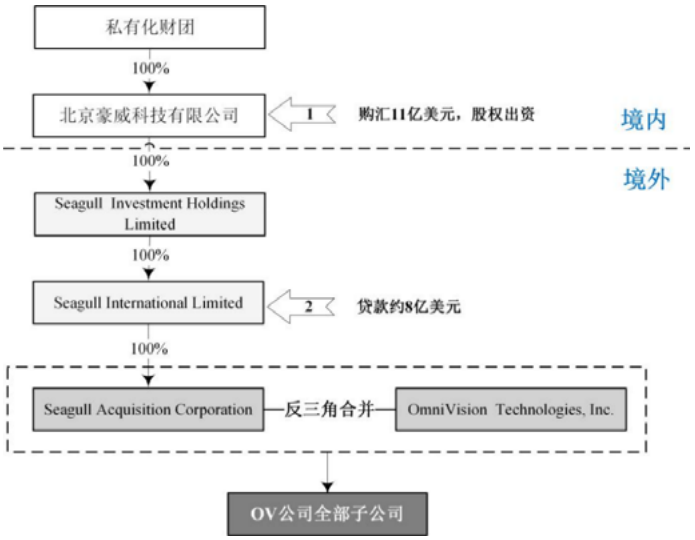
经过多年发展，豪威科技的研发及业务网络已遍布全球，服务的客户也来自世界各地。通过收购豪威科技，上市公司能够进一步深入国际市场，了解全球各地不同客户的多样化需求，从而使产品能够更好地迎合国际市场的需求。此外，作为全球三大 CMOS 图像传感器厂商之一，豪威科技在手机、安防、医疗、汽车等领域都具有极高的知名度及强大品牌影响力；收购豪威科技后，上市公司能够借助豪威科技的品牌效益大大提升自身的国际影响力和知名度，为未来参与全球化竞争打下坚实基础。

豪威科技私有化及出售历程 ▷

（一）并购基金私有化豪威科技

豪威科技于 1995 年 5 月由美籍华人在美国硅谷注册成立，主营业务为 CMOS 图像传感器（CIS）的设计、测试与销售，主要采取 Fabless 业务模式，专注于产品的设计和研发，是全球最早进入该领域的集成电路设计企业之一，是全球 CMOS 图像传感器市场的领导者之一。豪威科技曾因其作为苹果手机供应商身份，为全球消费电子产业熟知。2000 年 7 月纳斯达克上市后，进一步稳固了豪威科技在 CMOS 图像传感器领域的市场地位。2003-2011 年期间，豪威科技长期占据全球 CMOS 图像传感器市场榜首，在世界范围内建立了广泛的品牌影响力和市场知名度。随着 2011 年起苹果将大部分生产订单转向索尼，豪威科技的市场份额和竞争力承压，其市场份额逐渐被压缩。根据 Yole 数据，2014 年豪威科技在全球 CIS 市场份额降至 12%，而索尼市场份额达到 35%，豪威科技位列全球第三。

2014 年 8 月，以华创投资为代表的买方团向豪威科技发出非约束性现金收购要约。私有化交易安排如下：



2015 年 4 月 23 日，中信资本成立了 Seagull Acquisition Corporation（Acquisition Sub）、Seagull International Limited 和 Seagull Investment Holdings Limited。Seagull Investment Holdings Limited 成立目的为从北京豪威获得私有化财团的出资，第二层 Seagull International Limited 成立目的为获取私有化并购贷款。

2015 年 4 月 30 日，华创投资、中信资本和金石投资签署了《财团协议》，约定私有化财团拟通过在境内设立的一家投资主体（即北京豪威）用于在未来适当时机收购中信资本持有的 Seagull Investment Holdings Limited 的全部股权。同时，豪威科技、Seagull Investment Holdings Limited、Seagull International Limited 和 Seagull Acquisition Corporation 签署了《合并协议》。根据《合并协议》，豪威科技股东所持的股票将以每股 29.75 美元现金的价格被收购注销（对应私有化总价 19 亿美元），合并完成后，Acquisition Sub 被注销，豪威科技从纳斯达克退市，成为 Seagull Investment Holdings Limited 的子公司。

2015 年 9 月 25 日，北京豪威投资总额由 14 万美元增加至 190,000 万美元，注册资本由 10 万美元增加至 110,000 万美元；2016 年 1 月 21 日，中信资本向北京豪威转让其所持有的 Seagull Investment Holdings Limited 100% 的股权。

2016 年 2 月 8 日，豪威科技退市；摘牌前豪威科技收盘价为 29.38 美元 / 股，总市值为 17.61 亿美元，市盈率 18.86 倍。

（二）北京君正拟收购北京豪威

私有化后不到一年时间，国内 CPU 设计公司北京君正集成电路股份有限公司（以下简称北京君正，证券代码 :300223.SZ）于 2016 年 12 月公告预案，拟以发行股份及支付现金的方式购买北京豪威 100% 股权、视信源 100% 股权、思比科 40.4343% 股权，同时募集配套资金不超过 21.55 亿元，上市公司实际控制人及标的公司员工持股计划等拟参与认购。其中，北京豪威 100% 股权初步作价 120 亿元，与私有化收购价格基本持平。

由于标的体量较大，若不考虑募集配套资金，交易完成后北京君正实控人刘强和李杰合计持股比例将下降至 10.3%，且与部分交易对方股比差距仅为 1%，控制权稳定性存疑。2017 年 3 月，北京君正公告终止本次收购。

（三）韦尔股份第一次收购北京豪威

为拓展业务范围并提升核心竞争力，韦尔股份于 2017 年 6 月 5 日发布《重大事项停牌公告》，宣布因重大事项停牌，但未提及具体的重组对象。经过与潜在交易对方沟通后，韦尔股份于 2017 年 8 月 22 日发布《关于公司重大资产重组进展公告等事项的补充公告》，明确重组对象为北京豪威，拟以发行股份方式购买北京豪威部分股权。2017 年 9 月 4 日，韦尔股份与 33 名北京豪威股东签署重大资产重组框架协议，拟购买上述

股东持有的北京豪威 86.48% 的股权。

在推进过程中，北京豪威原股东珠海融锋股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称珠海融锋，彼时其实际控制人为上市公司闻泰科技的实际控制人）对上述交易提出明确反对。2017 年 9 月 18 日，珠海融锋向北京豪威的所有股东发送了通知，表示明确反对其他股东将股权转让给豪威集团。同时，珠海融锋明确表示其无意放弃优先购买权。因北京豪威公司章程规定，股权转让应履行相关优先购买权程序，如珠海融锋不放弃优先购买权，豪威集团对其他 33 名股东所持股份的收购难以进行。为切实维护全体股东利益，避免潜在的法律风险，经审慎研究，豪威集团于 2017 年 9 月 26 日发布《关于终止重大资产重组的公告》，终止本次重大资产重组程序。

（四）分步实施，稳步推进获取控制权

虞仁荣在半导体产品分销行业有近 30 年的从业经验，其于 2017 年 9 月被聘任为北京豪威的董事，后又成为其总经理。

1. 实际控制人先行战略投资获得北京豪威 19.55% 的股权

2018 年 4 月，韦尔股份实际控制人虞仁荣通过绍兴市韦豪股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称绍兴韦豪）自海鸥香港、Creative Legend Investments Ltd、海鸥开曼、北京润信豪泰投资中心（有限合伙）取得北京豪威 17.58% 股权，交易总金额为人民币 24.61 亿元。绍兴韦豪通过收购北京豪威 17.58% 股权获得一席董事会委派权。

此外，还通过上海清恩资产管理合伙企业（有限合伙）（以下简称上海清恩）自泰康人寿保险有限责任公司以人民币 1.62 亿元取得北京豪威 1.16% 的股权，自奥视嘉创以人民币 1.14 亿元取得北京豪威 0.81% 的股权。通过上述交易，上海清恩共取得北京豪威 1.97%的股权。

2. 上市公司现金收购北京豪威 14.47% 股权

在前期准备工作取得积极进展后，韦尔股份于 2018 年 5 月 15 日再次发布重大资产重组停牌公告，宣布公司正在筹划收购北京豪威股权，正式重启重大资产重组程序；8 月 15 日韦尔股份披露发行股份购买资产预案。筹划重大资产重组期间，上市公司现金收购北京豪威部分股权，构成现金重大资产重组。

（1）现金协议收购北京豪威 3.92% 股权。2018 年 7 月，韦尔股份全资子公司韦尔半导体香港有限公司（以下简称香港韦尔）以 39,647,468.64 美元购买 Seagull Strategic Investments (A1) LLC（以下简称海鸥 A1）、Seagull Equity Investments (C1), LLC（以下简称海鸥 C1）、Seagull Equity Investments(C1-Int'l) (Hong Kong) Limited（以下简称海鸥 C1 国际）持有的北京豪威 1.95%股份。

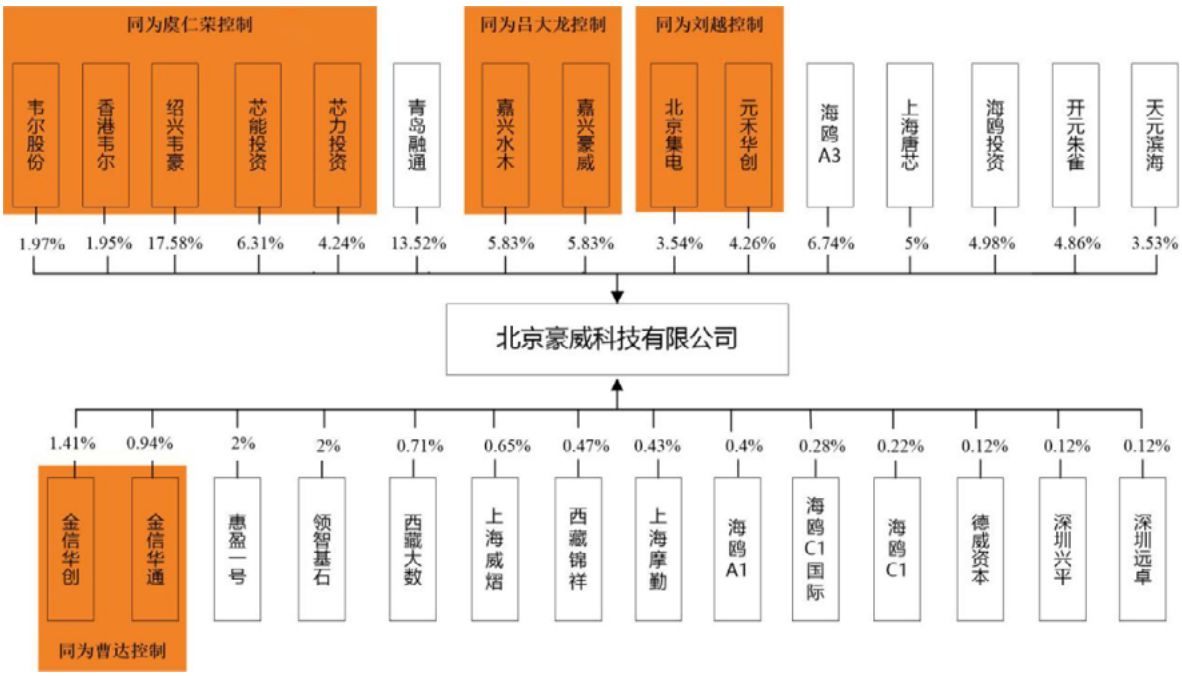
2018 年 8 月，韦尔股份以人民币 2.78 亿元购买上海清恩持有的北京豪威 1.97%的股份。

通过此次交易，韦尔股份获得了向北京豪威董事会委派董事的权利，北京豪威内部拥有更多话语权，这对于后期完成收购交易起到了极为重要的铺垫作用。

（2）产权交易所竞买北京豪威 10.55% 股权（构成现金重大资产重组）。北京豪威原股东中，深圳市芯能投资有限公司（以下简称芯能投资）和深圳市芯力投资有限公司（以下简称芯力投资）分别持有北京豪威 6.31%和 4.24%股权。2018 年 11 月，韦尔股份在云南产权交易所通过竞买方式获得芯能投资及芯力投资 100%股份，从而间接持有北京豪威 10.55%的股权。

韦尔股份通过收购北京豪威 1.97% 股权、间接收购芯能投资和芯力投资合计持有的 10.55% 股权获得两席董事会委派权。

前述交易完成后，韦尔股份实际控制人虞仁荣控制的韦尔股份、香港韦尔、绍兴韦豪以及芯能投资和芯力投资合计持有北京豪威 34.05% 股权，为控制北京豪威股权最多的主体。交易完成后，北京豪威的股权结构图如下：



3. 实际控制人通过董事会取得北京豪威控制权

2018 年 4 月，韦尔股份实控人虞仁荣与享有董事委派权的 Seagull(A3)、Seagull Investments、北京集电分别签订协议，约定 Seagull(A3)、Seagull Investments 向北京豪威委派的董事人选要经过虞仁荣同意，北京集电有权委派的两名董事中的一名董事人选要经过虞仁荣同意。由此，虞仁荣能够控制北京豪威董事会 9 名成员中 6 名董事人选的产生，实际成为北京豪威实控人，提前锁定标的。协议生效后，北京豪威董事会情况如下：

序号	姓名	职位	委派方	备注
1	虞仁荣	董事	韦尔股份	-
2	贾渊	董事	绍兴韦豪	-
3	纪刚	董事	韦尔股份	-
4	陈大同	董事	Seagull Strategic Investments (A3), LLC	委派的人选需经虞仁荣同意
5	杨洪利	董事	Seagull Investments, LLC	委派的人选需经虞仁荣同意
6	吕大龙	董事	北京集电	委派的两名人选中有一名需经虞仁荣同意
7	刘越	董事	北京集电	
8	韩冰	董事	青岛融通民和投资中心（有限合伙）	-
9	潘建岳	董事	上海唐芯企业管理合伙企业（有限合伙）	-

交易方案简况 ▷

（一）方案概要

韦尔股份发行股份购买北京豪威 85.53% 股权、北京思比科微电子技术股份有限公司（以下简称思比科）42.27% 股权、北京视信源科技发展有限公司（以下简称视信源）79.93% 股权，同时询价募集配套资金不超过 20 亿元，用于标的公司建设项目及支付中介机构费用。视信源为持股平台，其主要资产为持有的思比科 53.85% 股权。本次交易完成后，韦尔股份将持有北京豪威 100% 股权（此前已现金购买 14.47% 股权）、直接持有思比科 42.27% 股权，并通过控制视信源间接控制思比科 53.85% 股权。

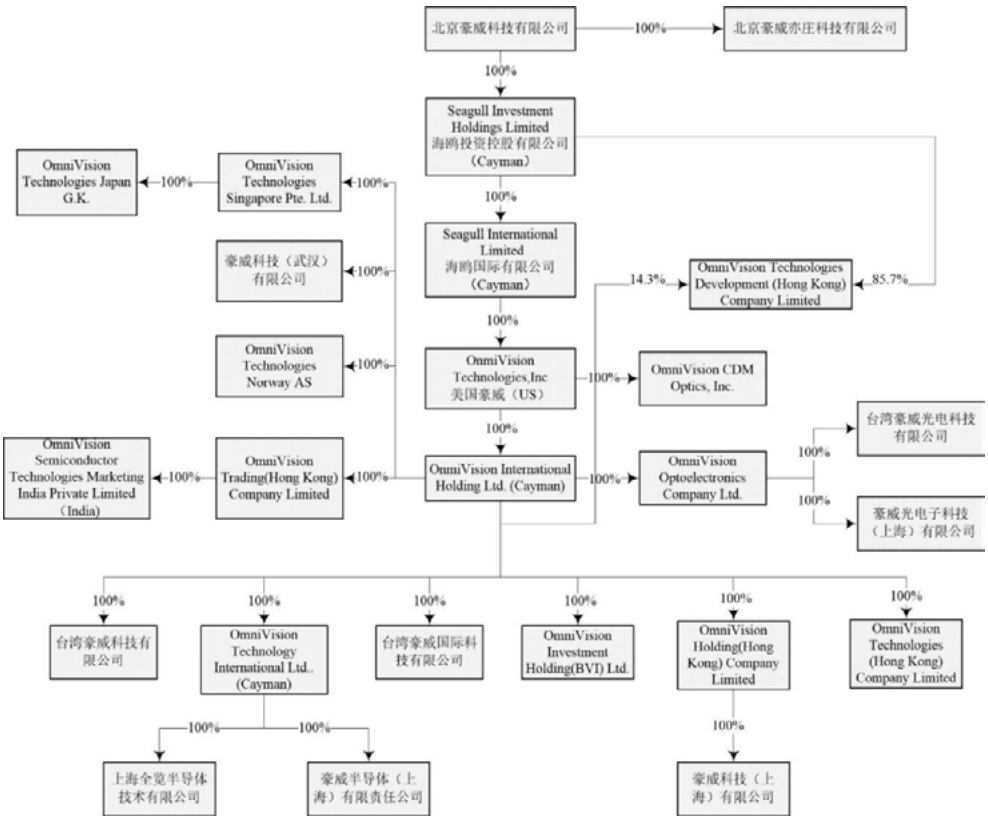
其中韦尔股份发行股份购买思比科 42.27% 股权以及视信源 79.93% 股权以上市公司发行股份购买北京豪威 85.53% 股权交易的成功实施为前提条件。

（二）交易标的

1．北京豪威

北京豪威成立于 2015 年，设立目的为私有化豪威科技，因此其主要资产即为豪威科技 100% 股权（即

下图中的美国豪威），主要通过豪威科技及下属企业开展经营活动。截至 2018 年 12 月 31 日，北京豪威下属子公司架构如下：



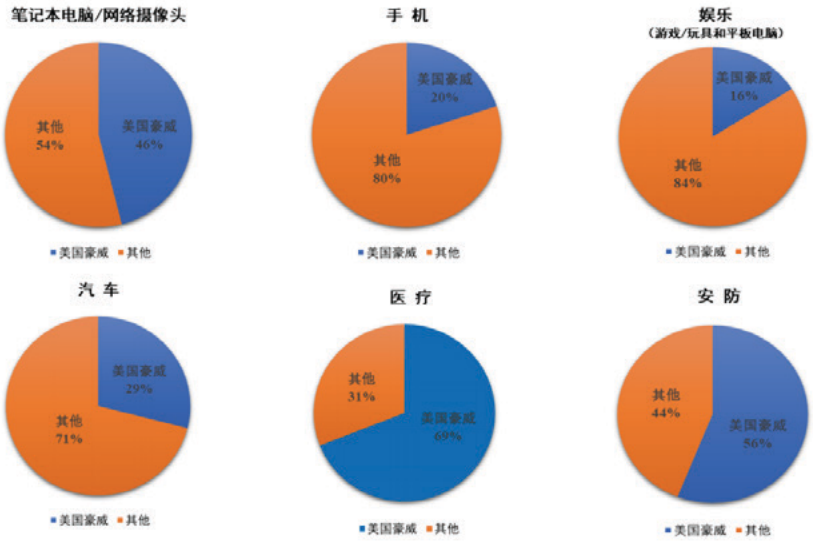
北京豪威 2017-2018 年经审计主要财务数据如下：

单位：万元

项目	2018 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日
资产总计	1,468,812.70	1,433,450.18
负债合计	496,694.84	529,093.75
归母所有者权益合计	972,117.86	904,356.44
项目	**2018 年**	**2017 年**
营业收入	871,022.61	905,038.73
营业利润	30,184.51	2,772.55
净利润	26,472.44	274,531.62

根据 YOLE 的公开报告，豪威科技 2017 年市场占有率为 11%，位居全球第三，索尼、三星分别占据市场第一、第二位置，市占率分别为 42%、20%。

根据 BDO 编写的 CCD/CMOS 图像传感器市场分析，收购完成前，豪威科技分行业市场占有率情况如下：



收购完成前，北京豪威及其下属子公司合计拥有 3,440 项专利，其中具有核心技术竞争力的技术包括：NyxelTM、PureCel®、PureCel®Plus、RGB—Ir、OmniPixel3-GSTM、OmniPixel3-HSTM、OmniBSITM、OmniBSI-2TM、高动态范围图像（HDR）技术等。借助上述核心技术，同主要竞争对手相比，豪威科技在以下领域具有较为显著的竞争优势，包括适用于汽车市场的高端宽动态范围图像传感器，适用于安防市场的超低功耗解决方案，适用于安防市场的近红外和低光传感器，适用于医疗市场设备的超小型传感器，适用于智能眼镜等新兴市场的全局快门传感器等领域。

2．思比科

思比科成立于 2004 年，与豪威科技类似，采用轻资产 Fabless 模式从事 CMOS 图像传感器芯片和相关图像处理芯片研发和销售。思比科拥有一定的技术储备，其产品主要集中于 8 万像素至 800 万像素的高性价比芯片，主要应用于中低端智能手机。

思比科于 2015 年 8 月在全国中小企业股份转让系统挂牌并公开转让，控股股东视信源持股比例 53.85%，实际控制人陈杰合计控制思比科 57.68% 股权。思比科 2017-2018 年主要财务数据如下：

单位：万元

项目	2018 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日
资产总计	28,266.11	24,175.28
负债合计	17,638.44	14,379.53
归母所有者权益合计	10,627.66	9,795.75

项目	2018 年	2017 年
营业收入	60,983.99	46,008.93
营业利润	-74.20	-1,479.74
净利润	831.92	-1,154.70

3．视信源

视信源成立于 2005 年，除持有思比科 53.85% 股权外，无其他对外投资。视信源控股股东及实际控制人为陈杰，其持有视信源 45.85% 的股权。

（三）交易估值和作价

本次交易以 2018 年 7 月 31 日为基准日，采用收益法、资产基础法对三家标的公司进行了评估，对北京豪威、思比科采用收益法结果作为评估值，对视信源采用资产基础法结果作为评估值。

在评估值的基础上，经韦尔股份与交易对方分别协商，同意本次重组的交易对价确定如下：

单位：万元

项目	北京豪威	思比科	视信源
100% 股权评估值	1,413,100.00	54,600.00	29,243.76
非业绩承诺方交易作价标准	1,410,000.00	54,600.00	29,243.76
业绩承诺方交易作价标准	1,550,000.00	60,000.00	32,151.74
非业绩承诺方交易作价总额	235,615.31	19,518.72	2,339.50
业绩承诺方交易作价总额	1,066,695.31	3,910.86	23,126.74

注：1、北京豪威业绩承诺方合计持有北京豪威 68.82% 股权；非业绩承诺方合计持有北京豪威 16.71% 股权。2、思比科业绩承诺方本次交易的思比科股权比例合计为 6.52%；非业绩承诺方合计持有思比科 35.75% 股权。3、视信源业绩承诺方合计持有视信源 71.93% 股权；非业绩承诺方合计持有视信源 8.00% 股权。

本次交易针对标的公司业绩承诺方、非业绩承诺方进行差异化定价安排，作价标准差异约 10%。根据本次交易标的公司 2019 年承诺业绩计算，北京豪威、思比科 100% 股权交易作价对应 PE 分别为 27.92 倍、22.17 倍，远低于可比上市公司平均水平和收购方韦尔股份 PE。因此，虽然部分交易对方作价高于评估值，但上市公司及其中小股东利益也得以维护。

（四）交易进程

与本次交易相关的主要收购进程具体如下：

时间	事件	对应北京豪威 100% 股权对价
2017 年 6 月 17 日	披露《重大资产重组停牌公告》，筹划收购北京豪威科技有限公司股权	/
2017 年 9 月 26 日	披露《关于终止重大资产重组的公告》	/
2018 年 5 月 15 日	披露《重大资产重组停牌公告》，筹划收购北京豪威科技有限公司、北京思比科微电子技术股份有限公司股权	
2018 年 7 月 3 日	披露《关于全资子公司现金收购北京豪威科技有限公司部分股权的公告》，全资子公司香港韦尔拟以现金方式收购 Seagull (A1)、Seagull(C1)、 Seagull(C1-Int'l) 三家公司合计持有的北京豪威 1.9543% 股权	20.29 亿美元（以公告当日美元汇率 6.6497 计算，折合人民币 135 亿元）
2018 年 7 月 14 日	披露《关于公司现金收购北京豪威科技有限公司部分股权暨关联交易的公告》，拟以现金方式收购上海清恩持有的北京豪威 1.97% 股权	141 亿元
2018 年 8 月 15 日	披露《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》	预估值 141 亿元
2018 年 9 月 20 日	披露《关于公司拟参与竞买芯能投资 100% 股权、芯力投资 100% 股权，芯能投资、芯力投资合计持有北京豪威 10.5464% 股权，本次交易构成上市公司重大资产购买	对应估值 160 亿元
2018 年 11 月 15 日	披露《重大资产购买预案》	/
2018 年 12 月 1 日	披露《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）》，方案确定为收购剩余北京豪威 85.53% 股权	评估值 141 亿元，对价总额对应估值 152 亿元
2018 年 12 月 5 日	披露《重大资产购买报告书（草案）》	/

本次交易的特点 ▷

（一）并购基金私有化投资策略：杠杆收购

并购基金私有化豪威科技的交易，采用了杠杆收购（LBO）方式，将收购方为完成交易取得借款的还款压力转让给标的。LBO 交易的重点为选择具有优异现金流状况的标的，因为贷款最终来自标的的经营性现金流。豪威科技私有化中，北京豪威股权融资 11 亿美元，债券融资 8 亿美元，合计融资 19 亿美元用于收购美国豪威。北京豪威支付完股权转让款 19 亿美元后，北京豪威的三级子公司 Seagull Acquisition Corporation 被美国豪威反向吸收合并（即“反三角”合并）。过程中，Seagull International Limited 向 Seagull Acquisition Corporation 提供 14 亿美元内部贷款。私有化完成后，Seagull Acquisition Corporation 被美国豪威吸收合并，内部贷款债务人变更为美国豪威，由此北京豪威的主要债务负担转移给美国豪威。

（二）并购受阻，方案被迫调整

前期方案设计、谈判工作作为并购活动的重要环节，对并购能否顺利实施以及并购效果有着重要的作用。企业在并购过程中，须高度重视前期方案设计、谈判与沟通工作，特别应关注有限责任公司股东的优先购买权、交易是否构成重组上市等，避免部分股东反对、方案缺陷可能带来的重大风险。

北京豪威私有化豪威科技后，2016 年底上市公司北京君正披露预案拟以 120 亿收购北京豪威，因控股股东持股比例相对较低、标的规模大、“借壳上市”新规等最终交易失败。2017 年 8 月，韦尔股份第一次收购时，虽已与北京豪威 33 名股东签署购买北京豪威 86.5% 股权的框架协议，但仍面临原第一大股东珠海融峰明确反对并主张优先购买权的情形，最终导致交易终止。虽然由于客观原因收购方某种程度上难以确保被收购方的所有股东都同意其收购计划，但如果收购方能够与全体股东就收购计划进行更加深入的交流，也许能够最大限度地避免因部分股东反对而造成收购失败。

（三）制定并执行清晰的分步收购战略，多层次市场化交易安排平衡交易各方利益

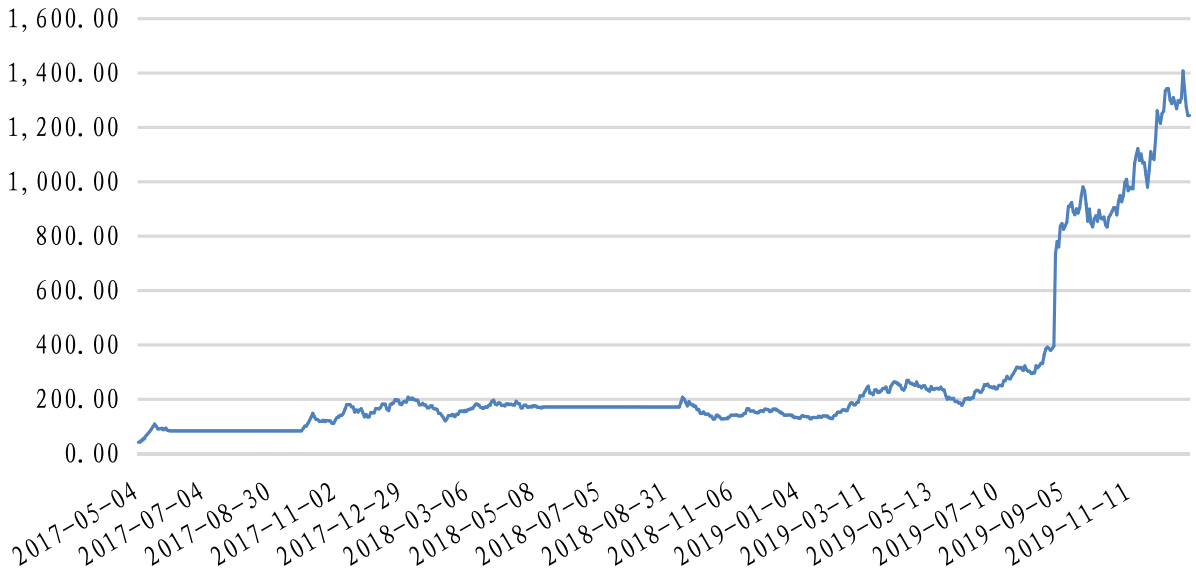
为有效降低收购过程中的不确定性，企业在选定收购标的后，可积极利用原股东股权转让或标的公司增资等机会，通过直接或间接收购方式提前获取标的公司部分股权与控制权。本案例中，韦尔股份第一次收购被迫终止后，实际控制人虞仁荣通过一系列布局，成为北京豪威第一大股东并实际控制其董事会，大大提高了发行股份购买资产交易的确定性，避免重蹈首次重组失败覆辙。

本次交易对方众多，涉及 3 家标的公司股东、私有化财团和后续新进财务投资人以及标的公司管理层和员工持股平台。上市公司一方面通过与业绩承诺挂钩的差异化定价给予业绩承诺方高于 100% 评估值的作价标准，另一方面通过提前单独现金收购部分股权等市场化安排成功平衡各方利益，包括以相对较低的定价先行收购标的公司管理层及员工持股平台所持北京豪威 1.9543% 股权，满足其部分现金退出诉求，保障核心

管理层的稳定；以摘牌方式现金收购芯能投资、芯力投资（共计持有北京豪威 10.5464% 股权），对应北京豪威估值则高达 160 亿元，高于发行股份购买资产交易，根据公司披露，该等安排主要考虑到换股交易取得上市公司股份后的二级市场股票增值预期。

事实上，本次交易后上市公司股价及市值确实大幅提升。2019 年 8 月，韦尔股份本次交易新发行股份上市，公司总市值由 395.92 亿元提升至 736.01 亿元，其后几个月里市场反映积极，上市公司股价继续高歌猛进，由本次重组停牌前收盘价 37.70 元 / 股上涨至 2019 年年末的 143.40 元 / 股，总市值更是在 2019 年 11 月 6 日首次突破千亿，为上市公司和标的公司股东均带来了可观的投资收益。

韦尔股份本次交易前后市值走势



（四）现金 + 发股重大同步推进，不构成方案重大变更

2018 年 8 月，韦尔股份公告发行股份购买资产并募集配套资金预案，拟发行股份购买北京豪威 96.08%。后由于交易对方之一的云南城投决定公开挂牌转让其持有的标的公司 10.55% 股权。2018 年 11 月，韦尔股份公告重大资产购买预案，拟现金购买云南城投的持股主体芯能投资 100% 股权和芯力投资 100% 股权。同时，发行股份购买资产的交易方案也相应修改为购买北京豪威 85.53% 股权，该事项不构成原重组方案的重大调整。

尽管收购被分拆为“现金 + 发股”两个重大资产重组交易，但并没有影响收购事项整体推进速度。2018 年 11 月 28 日，云南产权交易所有限公司确认韦尔股份为芯能投资 100% 股权和芯力投资 100% 股权的受让方。2019 年 1 月 15 日，芯能投资和芯力投资股权完成过户，并履行工商变更登记程序。2019 年 6 月 5 日，中国证监会出具批复，核准韦尔股份发行股份购买资产并募集配套资金。北京豪威 85.53% 股权于 2019 年

7 月 30 日过户至韦尔股份名下。最终，韦尔股份以 130 亿股份支付对价加上 22 亿元现金，合计约 152 亿元成功收购北京豪威。

案例点评

（一）“天时、地利、人和”造就本次高效产业并购

本次交易先后历时两年，而从第二次重组公告到最终完成交割仅用时约一年。虽然本次交易前期遇阻，但最终韦尔股份凭借“天时、地利、人和”，尤其是上市公司及其实控人坚定的交易决心和巧妙的交易安排得以顺利、高效落地：

“天时”：北京君正宣布终止重组时，正值韦尔股份上市发行。2017 年 4 月，韦尔股份于在上海证券交易所主板成功上市。登陆 A 股为韦尔股份提供了一个可以实现高效资本运作的上市平台，为本次产业整合创造了良好条件。

“地利”：诚如北京君正在公告中所披露，本次交易前中资财团通过北京豪威对于豪威科技的私有化为交易提供了诸多便利，上市公司得以通过购买北京豪威 100% 股权的方式实现对豪威科技的收购，相较于直接收购美股上市公司或境外主体，在方案的复杂性、操作的不确定性以及收购耗时等方面的难度都得以明显降低。而相比于北京君正，韦尔股份的优势体现在实控人虞仁荣大比例持有上市公司 61.32% 股份，且通过实控人和上市公司先行现金收购的安排，一方面满足部分股东现金退出的诉求，另一方面避免了发行股份购买资产后股权大幅稀释，实控人控制权不稳定风险；交易完成后，实控人虞仁荣合计持股比例仍有 42.11%。而假如以上市公司为收购主体，直接发行股份购买北京豪威 100% 的股权，实控人的持股比例则会降低为 32.70%。

“人和”：韦尔股份的收购之旅并非一帆风顺，2017 年第一次收购失败。其后，上市公司实控人先行参与标的公司经营，随着珠海融锋等股东的退出，实控人旗下的绍兴韦豪收购北京豪威 17.58% 股权获得董事会席位，才为第二次重组尝试铺平道路。上市公司第二次公告重组后，更是多线并举，现金重大、发行股份同步进行，在发行股份购买资产正式实施前，由实控人配合拿下董事会多数席位，最终消除所有变数，并快速完成本次交易。

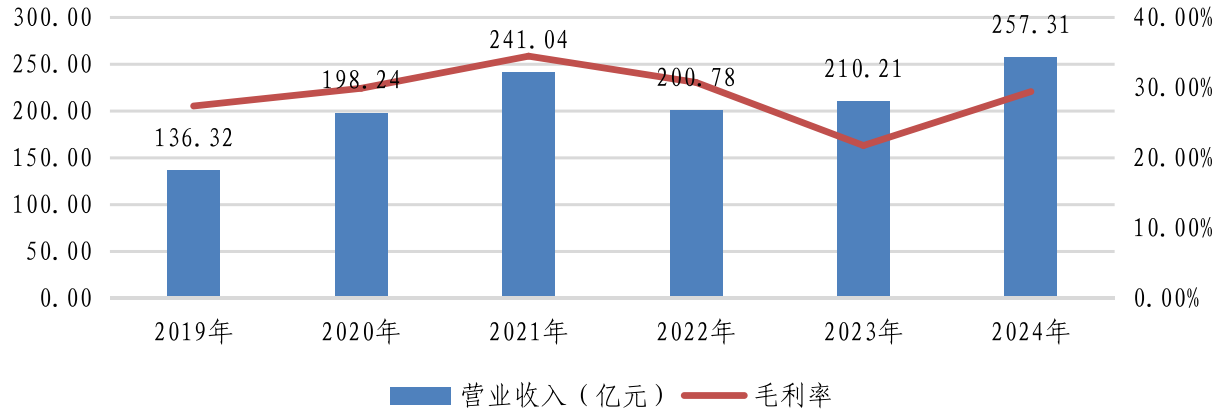
（二）实现产业链协同布局和核心技术跨越式发展

本次交易中，韦尔股份同时收购整合两家同行业标的公司豪威科技和思比科，其中豪威科技是仅次于索尼、三星的全球第三大 CMOS 图像传感器供应商，技术全球领先，在中高端智能手机市场占有较高份额，

在安防、汽车用图像传感器领域也处于行业领先地位，具有很高的市场接受度和发展潜力；而思比科 CMOS 图像传感器则在国内中低端智能手机市场占有较高份额。同时，韦尔股份作为国内少数集半导体产品设计及分销业务为一体的上市公司，拥有强大的半导体分销体系、完善的销售网络和供应链体系。通过本次交易，上市公司得以实现在 CMOS 图像传感器领域实现高中低端市场的垂直全面覆盖，CMOS 图像传感器加上公司原有的分立器件等产品，可以提供给客户的产品品类也得以横向丰富，凭借豪威科技掌握研发及技术优势的同时，借助韦尔股份强大的销售能力和分销渠道提升产品市场份额，实现多维度协同发展。

完成本次收购后，韦尔股份收入规模从 2018 年的 39.64 亿元跃升至 2019 年的 136.32 亿元。其后，韦尔股份继续其并购发展战略，于 2020 年先后收购美国 Synaptics 亚洲的 TDDI 业务进入液晶触控与显示驱动芯片业务；收购芯仑科技发展动态视觉传感器领域；并入股深圳吉迪思布局 DDIC 业务。在 2019-2024 年五年时间内，收入规模进一步提升约 88.75%，毛利率保持在 30% 上下，实现稳健发展。

2019-2024 年韦尔股份收入及毛利率表现



（三）“蛇吞象”交易，业绩承诺超额实现

本次交易属于“蛇吞象”交易，2018 年北京豪威总资产 147 亿元，是上市公司的 3.2 倍；营业收入 87 亿元，是上市公司的 2.2 倍。交易完成后，三家公司各年度业绩承诺完成率均超过 150%，2020-2021 年更是超过 200%。标的公司业绩承诺（扣非后归母净利润）及后续完成情况如下：

单位：万元

	2019 年	2020 年	2021 年
北京豪威业绩承诺 [1]	54,541.50	84,541.50	112,634.60
北京豪威完成情况	104,071.07	240,199.23	318,416.43
实现率	190.81%	284.12%	282.70%

思比科业绩承诺	2,500.00	4,500.00	6,500.00
思比科完成情况	4,263.57	11,487.18	13,702.17
实现率	170.54%	255.27%	210.80%
视信源业绩承诺	1,346.00	2,423.00	3,500.00
视信源完成情况	2,281.52	6,176.15	7,374.13
实现率	169.50%	254.90%	210.68%

注 1：2019 年 5 月 17 日，承诺方虞仁荣和绍兴韦豪分别出具了《关于补充利润补偿的承诺函》，承诺虞仁荣和绍兴韦豪将按照《利润补偿协议》列明的承诺净利润数与北京豪威技术研发材料费用资本化对当期净利润的预测影响金额之和作为新的承诺净利润数，具体为北京豪威 2019、2020 及 2021 年度内实现的净利润承诺数不低于 59,938.87 万元、88,481.57 万元及 115,146.55 万元。此处仅列示除虞仁荣、绍兴韦豪以外的业绩承诺方的业绩承诺金额及完成情况。

（四）正式更名，开启战略升级和全球化布局新篇章

豪威集团 2019 年完成对美国豪威科技的并购并表后，业绩整合成效显著，实现了从分销为主向技术驱动的跨越式增长。

从并表初期的核心业绩看，2019 年公司营收规模大幅扩张，营收较 2018 年的 39.64 亿元增长至 136.32 亿元，增幅达 243.93%，利润端也随核心业务注入实现显著提升，由 2018 年的 1.39 亿元增长至 2020 年的 27.06 亿元，一举奠定全球第三大 CIS 供应商的行业地位。

2024 年财务数据显示，并购核心标的带来的半导体设计及销售业务营收规模较并表前有显著增幅，从收入并表后第一年（2019 年）的 113.59 亿元增长到 2024 年的 216.40 亿元，增幅高达 90.51%；原有半导体分销业务在整合期保持稳健增长，2024 年实现收入 39.39 亿元，占总营收的 15.31%，成为稳定现金流的基础支撑。

整体来看，并购后的业务整合形成了“分销稳基、设计增效”的格局，毛利率水平从 2018 年的 23.41% 稳步提升，最高于 2021 年达到历史峰值 34.49%，印证了本次并购对业绩结构和盈利能力的优化价值。

可以说本次产业并购彻底重塑了韦尔股份的技术基因与发展路径，2025 年公司更名为豪威集团，标志着公司自 2019 年成功并购豪威科技以来的业务整合取得阶段性成果。

长电科技：
产业基金“撬动”A 股首次跨境收购全球一流封测商

案例简介 ▷

长电科技（证券代码：600584.SH）是国内第一家半导体封装测试行业上市企业，上市后通过内延式发展和外延式并购，目前已成为全球第三的芯片封测龙头。自 2015 年以来，长电科技先后进行了星科金朋（新加坡上市公司 STATS Chip PAC Ltd.）、ADI 新加坡测试工厂、晟碟半导体等多笔跨境并购。并购星科金朋，是长电科技国际化经营并快速增长的起点，借助收购星科金朋的成功经验，公司后续进行了多笔跨境并购，快速推进全球化经营布局；2021 年完成了对 Analog Devices Inc. 新加坡测试厂房的收购，助力新加坡工厂产品结构调整和产能升级；2024 年以 6.24 亿美元收购西部数据的全资子公司晟碟半导体的 80% 股权，显著增强了公司在存储及运算电子领域，特别是闪存（NAND Flash）领域的先进封装能力，提升智能化制造水平，形成差异化竞争优势，同时与西部数据建立紧密的战略合作关系，增强客户粘性。本案例主要介绍公司联合产业基金、芯电半导体以自愿有条件全面要约收购方式私有化星科金朋的交易，该交易为 A 股上市公司首次跨境收购国际一流封装测试公司，交易对价约为 7.8 亿美元，对应企业价值约 18 亿美元，相关交易安排及设计至今仍值得借鉴。

交易背景及目的 ▷

（一）本次交易的背景

1. 中国企业通过海外收购“走出去”，深度参与全球经济

越来越多的中国企业通过对外直接投资的方式，将产业链和市场覆盖延伸到海外，为逐步发展成为全球性的跨国企业奠定基础。本次交易将有助于上市公司更快速更有效地获取先进技术，融入国际市场，争取国际高端客户，符合中国企业“走出去”的发展趋势。

2. 全球半导体产业复苏，中国需求旺盛

经过 2008-2012 年的低谷后，全球半导体行业规模在 2013 年开始进入复苏。中国半导体封装测试行业市场规模受到全球封测产能向中国转移、国内封测技术突破、国内半导体设备国产化需求上升和下游消费电子设备需求的增长等额外因素的促动，保持了平稳增长。截至本次交易前，中国已成为世界第一大半导体消费市场，但半导体的自给率却不到 40%，大部分还是由国外企业提供。中国作为消费大国和生产潜力国，未来半导体市场的高增长还将持续，芯片国产化需求旺盛。

3. 半导体行业战略地位凸显，国内企业综合竞争力有待提升

集成电路产业是国民经济和社会发展的战略性、基础性和先导性产业，是培育发展战略性新兴产业、推动信息化和工业化深度融合的核心与基础，是转变经济发展方式、调整产业结构、保障国家信息安全的重要支撑，其战略地位日益凸显。上市公司所在的集成电路封测产业是集成电路产业的重要组成部分；行业内企业大部分属于跟随发展的代加工模式，国内企业间竞争激烈且在与国际同行竞争的过程中处于相对劣势，发展模式亟待转型。跨境并购将给予国内企业较快学习境外先进技术并整合国际资源的机会，提升综合竞争力及全球话语权。

4. 把握机遇，通过并购实现跨越式发展

目标公司星科金朋主要从事半导体芯片委外封装及测试业务，是全球半导体封装及测试行业的主要经营者之一。星科金朋管理总部位于新加坡，在新加坡、韩国、中国上海和中国台湾四地经营半导体封装及测试业务，拥有 4 个制造测试中心和两个研发中心，同时在美国、韩国、日本、中国上海及中国台湾、新加坡和马来西亚拥有销售团队。

受终端市场疲软影响，目标公司近年业绩表现不佳，其控股股东希望出售公司股份。因此上市公司有机会以合适的交易价格全面收购目标公司，通过并购实现跨越式发展。

（二）本次交易的目的

1. 提升国际影响力及行业地位

本次交易将提升江苏长电科技股份有限公司（以下简称长电科技）的国际影响力，借助目标公司的品牌效应，迅速建立中国企业在海外市场的认知度。目标公司已在新加坡、美国、韩国、马来西亚及中国台湾等国家和地区设立分支机构，拥有超过 20 年的行业经验，按销售额计算是全球半导体委外封装测行业（OSAT）的第四大经营者，在先进封装技术领域处于领先地位，管理团队具备丰富的业务和管理经验。本次交易的达成将有效促进长电科技的国际化进程，资源的协同将促进本公司提升全球行业地位。

2. 拓展海外市场，扩大客户基础

本次交易将为上市公司开拓海外市场，扩大海外高端客户群体奠定基础。目标公司在全球主要地区均有销售业务布局，拥有完整的专业销售服务团队，包括销售、项目管理、产品技术市场、客户服务等部门，提供一系列成体系的销售服务。

3. 获得先进封装技术，提升研发实力

目标公司在先进封装技术领域中占有领先地位，研发实力强，具备一套完善的研发流程与体系。目标公司共计申请专利两千多项，分布于美国、新加坡、韩国、中国大陆、中国台湾，其中 76% 的专利集中于美国，与其销售市场以美国为重点相匹配；目标公司关键核心专利在 300 项左右，主要是扇出技术与芯片凸点倒装方面的专利；目标公司技术或产品种类与长电科技形成较高互补性，其较为完善的研发体系和清晰的技术战略与市场需求相匹配，有助于提升长电科技研发实力，为上市公司建成技术先进、管理成熟、业绩优良、国际一流的封测企业奠定基础。

交易方案 ▷

（一）联合收购方

联合收购方为：长电科技、国家集成电路产业投资基金股份有限公司（以下简称产业基金）、芯电半导体（上海）有限公司（以下简称芯电半导体）。

长电科技控股股东为江苏新潮科技集团有限公司（下称新潮集团），本次交易前持有上市公司 16.28% 的股份，实际控制人王新潮。

产业基金成立于 2014 年 9 月，募集总规模约 1,300 亿元，主营业务为集成电路行业投资，其主要股东有上海国盛（集团）有限公司、中国烟草总公司、中国移动通信集团公司、中国电子科技集团公司、财政部、国开金融有限责任公司等。

芯电半导体 2009 年由芯电半导体 (香港) 有限公司成立，实际控制人为香港上市公司中芯国际集成电路制造有限公司（中芯国际，00981.HK，SMI.NYSE），中芯国际主要股东包括大唐电信科技产业控股有限公司和中国投资有限责任公司。

（二）收购主体

JCET-SC (Singapore) Pte. Ltd.（即要约人）。

（三）交易标的

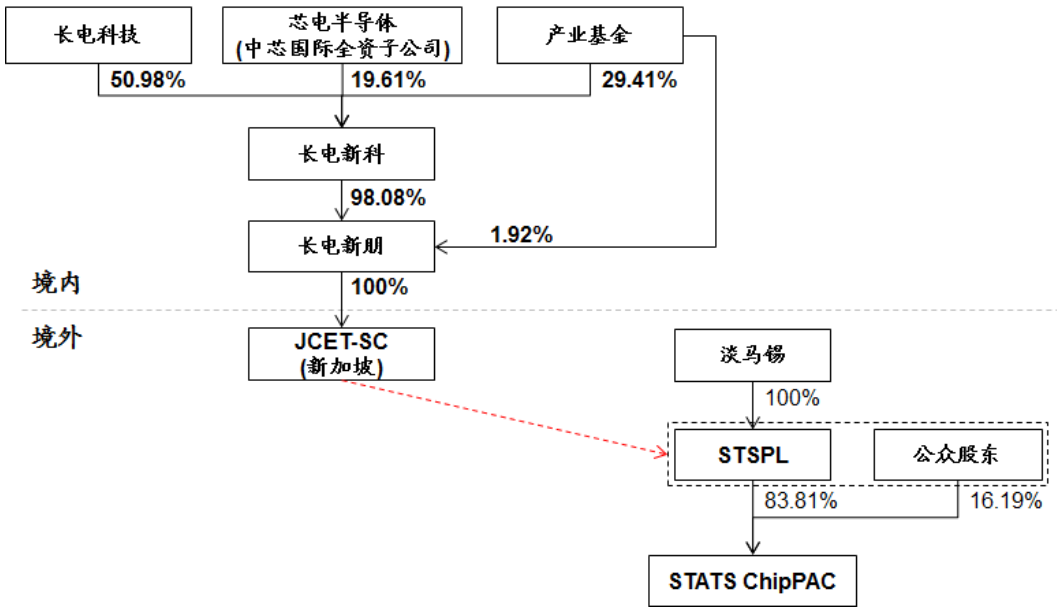
STATS ChipPAC Ltd.（星科金朋）（不含台湾子公司）。星科金朋为新加坡上市公司，控股股东是淡马锡的全资子公司 Singapore Technologies Semiconductors Pte Ltd（STSPL），持股比例为 83.8%。星科金朋在新加坡、韩国、中国上海和中国台湾经营四个半导体封装制造及测试工厂和两个研发中心，这些业务由 11 家公司承担运行。星科金朋对其所属的 11 家公司绝大部分持有 100% 股权。在这 11 家公司中，扣除 3 家壳公司，实际开展业务的只有 8 家，而 8 家公司中，泰国的两家公司、马来西亚的一家公司处于待关闭状态，只有 5 家处于正常经营。

（四）收购方式

长电科技与产业基金、芯电半导体通过共同设立的子公司，采用自愿有条件全面要约收购的方式，现金收购星科金朋的全部股份，星科金朋完成私有化后退市。本次要约的对价以现金支付，总对价 10.26 亿新元（合 7.8 亿美元）。

（五）交易结构

长电科技为本次收购之目的在苏州工业园区成立一家特殊目的公司长电新科，产业基金和芯电半导体根据《共同投资协议》的约定对其进行增资；长电新科为本次收购之目的在苏州工业园区设立长电新朋，产业基金根据《共同投资协议》的约定对其进行增资；长电新朋为本次收购之目的在新加坡设立 JCET-SC (Singapore) Pte. Ltd. 作为融资平台进行并购贷款融资，并作为本次收购的实施主体，即要约人。收购完成后 JCET-SC (Singapore) Pte. Ltd. 持有星科金朋最多 100% 的股权，而长电科技间接控股星科金朋。交易结构图如下：



（六）本次交易不会导致长电科技控制权发生变化

本次交易为现金收购，不涉及长电科技股权变动。交易完成后，新潮集团仍为长电科技第一大股东，不会导致长电科技控制权发生变化。

本次交易的特点 ▷

本次交易涉及中国大陆、新加坡、韩国、中国台湾、美国等多个国家和地区，涉及长电科技、产业基金、中芯国际、星科金朋、淡马锡等诸多主体，因此交易架构设计复杂，涉及共同投资者的利益安排、目标公司的业务剥离和债务重组等操作。

（一）兵马未动，粮草先行，巧用产业基金多手段筹集资金

1. 长电科技的融资困境

星科金朋本次作价 7.8 亿美元（约合人民币 47.8 亿元），但是长电科技本身并无这样的资金实力，主要有两方面的原因：

一是长电科技计划购买星科金朋时自身财务状况无法支撑该笔巨额收购。2014 年 6 月，长电科技资产 83.6 亿元，负债 56.6 亿元，资产负债率高达 68%，本身负债水平较高；而且实现净利润仅 7,300 余万元，难以覆盖债权融资产生的巨额财务费用。

二是长电科技股权结构分散，控股股东新潮集团的持股比例小，仅为 14.11%，如果通过发行股份募集资金将导致控股股东股权稀释，影响其控制权。

综上，长电科技因其自身的状况导致股权和债权融资的空间都十分有限。因此，长电科技引入了两家颇具实力的战略投资者：产业基金和芯电半导体，两者均为国资背景，通过共同投资者协助完成收购。

2. 长电科技的融资架构

如前所述，长电科技融资的关键在于既要筹集 7.8 亿美元的现金，又要保证大股东的控制权，长电科技最终通过三层架构达到上述目的。

本次融资方案由三个层面构成：

在长电新科层面，长电科技、产业基金及芯电半导体均以现金方式出资，总计出资 5.1 亿美元等额人民币，具体出资情况为：长电科技以现金出资 2.6 亿美元等额人民币，其中长电科技的部分出资来源于非公开

发行的部分募集资金（5.9 亿人民币，约合 1 亿美元）变更用途；产业基金以现金出资 1.5 亿美元等额人民币；芯电半导体以现金出资 1 亿美元等额人民币；

在长电新朋层面，长电新科与产业基金总计出资 5.2 亿美元等额人民币，具体出资为：长电新科以现金出资 5.1 亿美元等额人民币；产业基金以现金出资 0.1 亿美元等额人民币。此外，产业基金向长电新朋提供股东贷款 1.4 亿美元等额人民币，该部分股东贷款可根据双方约定进行转股。

在收购主体 JCET-SC (Singapore) Pte. Ltd. 层面，长电新朋将上述 6.6 亿美元等额人民币出资，剩余收购款项由 JCET-SC (Singapore) Pte. Ltd. 通过向中国银行贷款 1.2 亿美元的方式获得。长电科技将以名下资产通过内保外贷的形式为上述贷款提供担保。

本次交易首先通过三层收购主体的架构设计拆分股东资金来源，实现长电科技对收购标的控制。总计 7.8 亿美元收购资金中，三家共同投资者共计出资 6.6 亿美元，长电科技仅出资 2.6 亿美元，产业基金出资 3 亿美元，芯电半导体出资 1 亿美元。但是产业基金提供的 3 亿美元资金被拆分成 1.6 亿美元出资和 1.4 亿美元借款两部分，而产业基金 1.6 亿美元出资又进一步分在长电新科和长电新朋两个层面出资，在长电新科层面形成长电科技、产业基金和芯电半导体分别持股 50.98%、29.41%、19.61% 的局面，降低产业基金的话语权，确保了长电科技的控制地位，并进一步通过长电新科控制了长电新朋 98.08% 的股权，进而控制收购主体 JCET-SC。在此基础上，长电科技也控制了长电新科、长电新朋、JCET-SC 三家公司的董事会；三家公司董事会均由 7 名董事组成，长电科技均委派 4 名，产业基金、芯电半导体均分别委派 2 名和 1 名。

本次方案中通过多层持股主体的设置，增强融资能力的同时，也维持了公司的控制权，本次收购中长电科技的最终出资比例只占 33%，低于产业基金的 38.5%，但通过多层持股主体的设计和股权债权的拆分投入，保证了公司在交易进行中的主导权和控制权。

3. 基金退出机制体现各方博弈结果

长电科技因资金实力不足而不得不引入产业基金和芯电半导体，但后者也不会甘为他人做嫁衣，三方博弈之后，长电科技与产业基金和芯电半导体签署了《共同投资协议》、《售股权协议》、《投资退出协议》、《债转股协议》等一系列合作协议，以平衡各方诉求。

从产业基金和芯电半导体（以下合称“投资方”）的角度来看，其主要目标在于获得高收益，主要是从股和债两个层面来保障。从股的角度而言，投资方的共同目标都是将手中所持股票转化为现金或上市公司股份，其中芯电半导体约定了投资退出条款，后续由长电科技通过发行股份或支付现金的方式收购起持有的融资架构的股权，且为了保证获得资金收益，还约定了长电科技收购的年收益率为 10%-12%；并对时间成本做了周密的考虑，如长电科技披露收购事项后，无法在 18 个月内完成收购投资方股权的，长电科技或者新潮集团应当按照年收益率 15% 的价格进行收购；而产业基金同样约定了售股权条款，年收益率为 10% 以及芯电半导体收益率的较高者。从债权的角度考虑，产业基金不但约定了债转股的条款，同时债权还享有 10%

的保底收益，如果其转股后股权无法注入上市公司的，1.4 亿美元贷款利率上升至 15%。上述约定一方面对于给予提供贷款的股东债转股的权利，对于股权退出作出明确的保障和期限，另一方面由上市公司及其控股股东提供年化收益率的承诺，覆盖了并购基金的退出风险，同时实现降低风险和弹性回报。此外，为了保证股权价值的实现，还对长电科技出售星科金朋的权利做了限制。

而从长电科技和新潮集团的角度来看，其目的也比较明显。一是在于保证上市公司收购投资方所持标的资产剩余股权的权利，如约定投资方股权 24 个月的锁定期，锁定期后对投资方股权的优先购买权。二是保证大股东的控制权，按照收购时新潮集团的控制权计算，其持有上市公司市值仅约 3 亿美元，而投资方投入的本金合计 4 亿美元，按照年化收益率 10% 的水平计算，年收益达 0.4 亿美元，全部转股后新潮集团丧失控制权的可能性极大，退出方案主要从几个方面做出协调：一方面对于投资方持有长电新科的股权（价值 2.5 亿美元）进行尽早换股以控制收购成本，其中为了保证上市公司的缓冲余地，约定由长电科技和芯电半导体就收购方式（发行股份或者现金收购）进行协商，而产业基金虽然享有收购方式的选择权，但出售时间不得早于芯电半导体；另一方面将产业基金 1.4 亿美元债权的转股权和所持 0.1 亿美元长电新朋股权的出售权延长至 3 年后，以限制对控制权的冲击和缓冲上市公司和新潮集团的资金压力。三是限制产业基金向长电科技派出的董事数量，并要求确保新潮集团实际控制人的地位，日常经营中与其保持一致行动。

4. 长电科技的杠杆风险

虽然为了保证上市公司的控制权和合理负债水平，本次交易设计了精巧的融资结构，但是受限于长电科技自身资金实力和标的资产的自身状况，在收购完成后的整合初期，协同效应尚未显现，但是杠杆风险已经初露端倪。

一方面，收购标的的整合效果尚未达到预期效果，拖累了长电科技的负债能力。从星科金朋的盈利能力来看，2014 年底星科金朋实现营业收入 88.52 亿元，亏损 2.14 亿元；到了 2016 年 10 月，星科金朋实现营业收入 62.33 亿元，亏损 6.21 亿元。其同期毛利率也由 10.98% 急剧下降到 3.6%，盈利能力显著减弱。从长电科技来看，截至 2016 年三季度，长电科技的资产负债率已经达到 78%，亏损达 -3.26 亿元，现金流净额为 -2.23 亿元。

另一方面，虽然 2015 年中长电科技通过向大股东新潮集团发行股份购买资产，使得其持股比例提高至 18.37%，但是新潮集团大部分股权已经被质押，其自身并无可用现金；而长电科技现阶段正处于资金困境，不可能以现金收购投资方的股权。因此，长电科技为了履行协议不得不采用发行股份的方式收购投资方所持标的资产的全部股权，同时为了缓解长电科技的局面，向芯电半导体募集 26.55 亿元。至此，新潮科技丧失了第一大股东的地位，仅能通过各向长电科技董事会提名 2 名非独立董事的约定，使上市公司处于无实际控制人的状态。

（二）扫除政策障碍，剥离台湾资产，保证交易顺利完成

鉴于台湾地区对于陆资企业投资台湾半导体相关行业企业有一定的政策限制，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。为避免对本次要约收购的实施产生影响，星科金朋在本次要约收购的同时对目标公司旗下两家台湾子公司进行了重组及剥离，确保了交易的顺利推进。本次交易对于剥离台湾子公司的方式及时间做了一些考虑。一方面需要确保台湾子公司剥离后的平稳过渡，另一方面需要获得星科金朋股东的批准，同时还需考虑对于现有债券的影响。剥离完成后，星科金朋既排除了台湾地区的法规要求，还回收了 1.27 亿美元借款，使其现金流状况得以改善，成为本次交易顺利完成的重要部分。

（三）未雨绸缪，星科金朋完成债务重组，降低整合债务风险

2012 年到 2014 年 9 月，由于项目投资较多，星科金朋的资产负债率大幅攀升，从 2012 年不足 55% 急剧上升到 2014 年 9 月底的 64.14%。此外，星科金朋 26.32 亿美元资产中，还有将近 3.81 亿美元的商誉。在资产负债率升高的同时，星科金朋的流动比率和速动比率也呈现不断走低的趋势。为适应技术发展需要，星科金朋开展了工厂搬迁、新厂建设等大量资本性支出项目，并关停部分厂房，由此导致营业收入逐年下降、产能利用率下降致使折旧摊销等固定成本较高，净利润也从 2012 年盈利 2,000 余万美元到 2013 年亏损近 4,000 万美元。星科金朋 2011 年发行的 2 亿美元五年期票据及 2013 年发行的 6.11 亿美元五年期票据票面利率分别为 5.375%、4.5%，债务负担较重。

由于本次交易将导致星科金朋控股股东发生变化，星科金朋需要根据其现有银行贷款及发行在外的债券的相关条款约定进行债务重组，同时，为了减轻星科金朋的债务负担，星科金朋在长电科技的协助下进行了债务重组。

本次交易的债务重组主要由两部分构成。首先，长电科技与新加坡星展银行就债务重组安排签署了委任函，获得星展银行上限为 8.9 亿美元、为期半年的过桥贷款置换星科金朋现有债务。贷款利率为相应的美元 LIBOR（伦敦同业拆借利率）加适用利差。过桥贷款到期后，星展银行将提供最高 5.0 亿美元的退出银团贷款，并通过协助目标公司进行其他债务融资（例如银行贷款、发行债券或两者结合）的方式进一步完成目标公司的债务替换。

同时，为了配合上述债务重组并替换星科金朋现有的部分债务，星科金朋向所有股东配售规模为 2 亿美元的永续证券，星科金朋控股股东承诺将认购最高 2 亿美元的永续证券并按约定时间缴纳认购款项。长电科技对永续证券出具了担保承诺，若星科金朋三年后仍无法赎回上述永续证券，永续证券持有人有权将所有永续证券出售给长电科技，长电科技作为永续证券担保人将按照出售价格偿付包括永续证券本金及所有应付未付的利息。利率方面，永续证券前三年每年单利 4%，第四年起上升到 8%，此后每年上升 1%，最高 12%。若星科金朋在第四年年初仍未偿还该永续证券，则该笔永续证券将转为复利计息。以上过桥贷款、永续证券的利率相比具有优惠性，在实现星科金朋的债务重组的同时，减轻了其债务利息支出，同时权益类资产可记入其资产负债表中，有助于降低其资产负债率、提高信用评级以及收购后的平稳过渡。

案例点评

（一）长远筹谋，化解杠杆收购的财务风险

长电科技引入基金完成本次收购，其架构设计一时间为市场所瞩目，但是从效果来看上市公司的杠杆风险相对比较高。从本次交易看，海外并购涉及资金量较大，通常公司自有资金难以支撑，而需要外部资金支持。如果开展股权性融资，一方面融资效率难以把控，另一方面可能会对实际控制人的地位造成影响；而如果采用巨额债务融资，尽管支付方式较为便捷，但如果资金量过多，难免会对公司经营状况造成不良影响，并在后续的经营中进一步积聚较大的财务风险，成为公司发展的沉重包袱，在整个并购过程或者事后整合中，一旦公司财务状况恶化，将可能导致并购行为的失败。但从目前的实际操作来讲，现金收购相对程序较为简单，常常受到海外收购的青睐。因此，公司在并购方案设计时，对于杠杆资金可能带来的财务困境不得不提前筹谋。

一是结合上市公司与标的公司的财务状况评估并购杠杆资金的风险敞口与影响。一般来讲，上市公司因杠杆收购产生的债务，主要依靠并购后标的企业的现金流来进行偿还。但长电科技在收购星科金朋时，星科金朋仍处于亏损状态，而从收购时长电科技 2014 年上半年的利润情况来看，对于支撑起巨额借款的能力也非常有限，风险敞口可能得不到合理覆盖。收购后，长电科技资产负债率由 2014 年的 63.12% 提高至 2016 年 6 月的 77.38%，而且其走高的趋势在短期内难以得到扭转，而其财务费用从 2014 年的 2.24 亿元攀升至 2016 年 6 月的 5.91 亿元，成为其 2016 年半年度亏损的重要原因之一。

二是考虑标的资产后续整合与发展运营所需的资金，避免在并购初期杠杆满负荷运行。随着上市公司资产负债率高企、亏损额加大的情况不断恶化，上市公司获得外部借款的条件也可能会越来越苛刻，可能使其难以获得利率优惠的贷款，从而对标的资产在资金方面的支持力度不容乐观。正如长电科技在并购初期几乎抵押了全部家当和优质资产，经营恶化，现金被不断吞噬，后期为星科金朋提供新的贷款担保能力不足。

三是考虑杠杆资金退出与财务风险化解方法。例如长电科技对于产业基金提供的 1.4 亿美元借款，对其偿还安排了债转股的方式，有利于缓解未来完全用现金偿还这部分债权对上市公司的财务冲击，同时也给了长电科技三年市值成长时间及新潮集团积累实力的缓冲时间，避免控制权变更。但在后期，随着上市公司外部借款变难，长电科技不得不向芯电半导体增发股份募资 26.55 亿元，用于解决星科金朋的资金需求，降低长电科技的资产负债率，化解财务危机，使得新潮集团丧失了公司控制权。

（二）精心设计，防范与基金的合作风险

近年来，上市公司借助 PE 进行资产收购的情况越来越多，主要是利用基金的资金实力提高自身购买力，当然，随着资本市场和基金的逐渐成熟，基金参与并购的程度也越来越深，逐渐从资金提供方转向战略投资或者资源整合的角色。而且，从基金的角度来说，与上市公司合作能够减少资金退出的不确定性。

目前并购重组中，上市公司与基金合作的主要类型包括：一是上市公司大股东或关联方 + 基金模式，即

大股东或关联方与基金设立 SPV 收购标的资产后，择机以股份或者现金为对价注入上市公司，这种模式除了融资功能外，还可以缩短因上市公司直接收购资产带来的审核要求，在海外收购中比较多见；二是上市公司 + 基金模式，这种模式的主要操作手法包括：上市公司是作为参股方或者 LP 参与其中，这种模式下上市公司对资产的控制力相对较高，也是引入战略投资的模式之一，如歌力思通过复星收购法国服装品牌 IRO 即为典型；也有的模式主要以融资为功能，上市公司可能会作为控股方引入基金，如西王食品购买 Kerr。

基金参与并购重组，缓解了上市公司的资金压力，提供了智力与资源支持，很多成熟基金还协助上市公司更好地完成产业整合。为了能够有效利用基金整合资源，上市公司在与基金合作过程应当注意以下问题：

第一，合理估值，预防内幕交易，避免利益输送。

保证收益是基金的主要诉求，并购基金主要通过将标的资产转让给上市公司的差价和未来减持上市公司股票盈利。在这种模式中，一方面应注意投资收益与资产估值的关系，有的大股东或关联方与基金合谋低价买入标的资产，高价注入上市公司，某些标的资产经基金转手后，短短数月估值甚至能翻倍，涉嫌利益输送。此外，如果交易定价，尤其是上市公司发行股份购买资产时的定价被监管机构要求调整导致盈利甚微，则并购基金只能通过锁定期满二级市场抛售上市公司股票获取收益，因此有的上市公司配合基金利用热点题材拉动二级市场股价向其关联方或者基金进行利益输送，甚至有些基金背后的资金方利用内幕交易赚取收益。因此，一方面上市公司及其关联方在与基金设计合作模式时应当设置信息隔离制度，杜绝内幕交易的情形；另一方面，上市公司收购基金所持资金时应当充分考虑标的资产作价的合理性，设置合理的基金资金成本，而非将上市公司作为“提款机”。监管也密切关注该种模式下各方的信息披露、资产估值、是否存在内幕交易和利益输送等情形。

第二，关注合作中上市公司收购资产的权利和基金退出渠道的平衡。

基金投资行为的首要关注点在于退出渠道的畅通，上市公司的目的在于完成对标的资产的并购。因此基金倾向于享有向大股东和第三方出售的权利以扩大其退出渠道，而上市公司倾向于享有决定是否收购及优先收购的权利。长电科技是通过赋予上市公司两年内的优先收购权和回购义务来平衡上述矛盾，这主要是因为本次交易中基金主要负责提供资金，而长电科技是收购的决策方。而相对的，在一些上市公司或其关联方不享有对收购标的的决策权利或者对决策影响不大的情况下，上市公司应当对注入资产的行业、盈利能力或者其他资源进行限制，以控制收购风险。

第三，关注基金的战略整合能力。

随着资本市场的成熟和基金专业能力的提升，基金的资金实力仅是考量因素之一，其战略规划和资源整合能力将愈发受到重视。如青岛海尔在收购 GE 白电产业之前通过定增引入战略投资者 KKR，协助其完成了对 GE 家电产业的收购与整合。上市公司应关注基金在资金实力之外的战略整合能力，以实现上市公司引入基金的增值效果。

（三）合理并购，关注跨境收购的整合风险

长电科技原本计划通过收购星科金朋整合销售渠道、拓展境内外市场，既可以利用星科金朋现有销售渠道和优质客户开拓海外市场，又可以协助星科金朋先进封装业务进入中国市场提升营业收入。但是长电科技收购星科金朋初期，面临星科金朋韩国子公司 SCK 于 2014-2015 年上半年搬迁导致部分大客户转单，产能利用率下降；上海厂需要选址搬迁，搬迁前后会影响部分客户订单；原台湾子公司剥离后，因部分供货存在质量问题，影响客户下单，导致星科金朋实际采购金额低于约定的最低采购金额；国际化人才储备较薄弱跟不上公司快速国际化发展的需求，东西方管理理念和模式的差异需要进一步磨合等从而导致亏损加剧。

一方面，在海外收购中，由于国外与国内的经营环境存在差异，境内外政策法律差别较大，上市公司面临不同的经济、社会、文化环境，为境外子公司的经营、财务、税务、人事、管理等带来了不确定性，增加了跨国经营的风险。

另一方面，中国企业在并购海外企业之后，存在客户流失的风险。由于境内外环境和文化的差异，很多客户对于中国企业的并购和管理能力存有疑虑，从而影响其产品质量的态度。而且，整合期间可能存在的混乱也会对标的资产正常的经营产生影响，进而影响到客户的稳定性，为其竞争对手争夺客户资源创造契机。

因此，在海外收购中，上市公司应当对标的资产进行充分的尽职调查，了解其财务法律风险，对于那些看重渠道与市场的并购，上市公司还应从文化商业等各个角度了解其客户的稳定性和对本次并购的态度，以便判断能否达到并购目的。同时，上市公司应当针对自身的经营整合能力，国际化人才的储备等制定切实可行的整合计划。

（四）期后整合及目前上市公司经营情况

并购交易的成功与否，需要结合公司战略、并购目的等，拉长时间轴进行观察，不能简单以并购是否带来大额商誉、是否导致上市公司短期亏损来评判。本次交易发生于 2015 年，通过多年来不懈的整合强化，逐步的消化磨合，最终星科金朋成功融入长电科技，从原来拖累公司的亏损大户蜕变成公司利润的主要驱动力。

星科金朋于 2020 年度全面实现扭亏为盈，2020 年实现合并营业收入 13.41 亿美元，同比增长 25.41%，净利润从 2018 年的亏损 2.7 亿美元到 2020 年的盈利 2,293.99 万美元。另外，收购后，子公司长电国际利用星科金朋韩国厂的技术、厂房等新设立的长电韩国工厂（JSCK）在 2020 年实现营业收入 12.35 亿美元，同比增长 64.97%, 实现净利润 5,833.49 万美元。2024 年度，星科金朋 +JSCK 共实现营收 38.95 亿美元，净利润 3.06 亿美元，已成为公司营收、净利润的主要驱动力。

2015 年至 2024 年上市公司主要财务数据

单位：人民币亿元

时间	营业收入	归属于上市公司股东的净利润	归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	经营活动产生的现金流量净额	总资产	归属于上市公司股东的净资产	研发费用
2015	108.07	0.52	0.06	17.46	255.59	43.08	4.95
2016	191.55	1.06	-2.06	26.69	297.19	45.95	6.38
2017	238.56	3.43	-2.63	38.05	306.99	94.45	7.84
2018	238.56	-9.39	-13.09	25.09	344.27	122.92	8.88
2019	235.26	0.89	-7.93	31.76	335.82	126.27	9.69
2020	264.64	13.04	9.52	54.35	323.28	134.00	10.19
2021	305.02	29.59	24.87	74.29	370.99	209.91	11.86
2022	337.62	32.31	28.30	60.12	394.08	246.43	13.13
2023	296.61	14.71	13.23	44.37	425.79	260.66	14.40
2024	359.62	16.10	15.48	58.34	540.60	276.19	17.18

凌云光：
并购与再融资协同，收购境外长期合作伙伴 JAI

案例简介 ▷

为坚定推进公司视觉核心器件布局及全球化战略，2024 年 11 月 13 日，凌云光（证券代码：688400.SH）通过全资子公司凌云光智能及全资孙公司新加坡智能与 JAI 集团签署了股份买卖协议，以 1.024 亿欧元为支付对价，收购 JAI 及其子公司，即 JAI 所有工业相机业务。凌云光与 JAI 已经建立超过二十年的合作关系，在长期互信中奠定了坚实的合作基础。公司通过多个前置处理方案，按照国际交易惯例设置灵活的交易方案，增加了交易的确定性，同时启动再融资减轻后续资金压力，最终成功收购 JAI 这一具有全球影响力的优质工业相机公司。本次交易是“科八条”“并购六条”出台后，上市公司围绕产业链上下游并购整合、增强自身硬科技属性、全球化收购发展的典型案例。

交易背景及目的 ▷

本次交易双方凌云光技术股份有限公司（以下简称凌云光）和 JAI （以下简称 JAI 或标的公司）均处机器视觉行业，该行业当前具有如下趋势：

一是在市场竞争方面，基恩士、康耐视等国际龙头仍占据全球主要份额。以凌云光、海康机器人为代表的国内头部企业，凭借技术积累、成本与服务优势，在国内市场逐步实现国产替代，但在欧美日韩等高端市场的竞争力仍有待提升。技术层面，国内企业在硬件分辨率、3D 成像及软件算法等方面已接近国际水平，但在多光谱成像、高精度 3D 成像等高端芯片技术与产品成熟度上仍存在差距。

二是在国际化拓展方面，国内企业虽凭借性价比和服务在海外初步建立竞争力，但海外客户更看重品牌知名度、技术先进性及产品稳定性等。由于自建海外渠道与本地化服务周期较长，通过并购境外企业获取技术、渠道与品牌成为加速国际化的有效途径。在并购基础上，国内企业可以凭借自身成本及服务优势，加快海外市场拓展速度。

三是在产业链并购方面，机器视觉上游的高端核心零部件（如工业相机、图像传感器、镜头）技术壁垒高、利润空间大，是行业并购的优质标的。近年来国际巨头已频繁开展相关收购，如美国 Cognex 并购日本 Moritex 镜头公司、美国 Teledyne 并购 Adimec 及 FLIR 相机公司等，目前全球范围内可并购的优质上游标的日益稀缺。

凌云光自上市以来持续聚焦战略主航道，同时将并购式外延发展作为公司的重要发展战略，拟通过收购优质标的资产快速布局前瞻技术、扩大产品组合、拓展下游及海外市场。JAI 是拥有五十余年历史构建的国际知名相机品牌，在欧美日韩搭建了广泛的销售及服务网络；其多光谱棱镜成像技术全球领先，可有效填补国内机器视觉领域在该技术方向的空白；JAI 产品的现场返修率仅 2‰并在全球唯一可承诺 6 年超长质保，制造工艺尤为领先。基于与 JAI 二十余年的合作基础，公司高度认可 JAI 在国际市场的品牌影响力、技术先进性及产品稳定性。双方在文化价值观方面非常匹配，在技术、产品、供应链、生产制造、市场客户及渠道等方面具有高度协同性，公司希望通过本次并购达到提升核心器件竞争力、丰富公司标准器件产品组合、加快国际化进程等目标。

交易方案与过程 ▷

（一）上市公司——凌云光

凌云光以光技术创新为基础，围绕机器视觉与光纤光学开展业务，致力于成为视觉人工智能与光电信息领域的全球领导者。公司曾获得一项国家技术发明一等奖和两项国家科学技术进步二等奖。公司战略聚焦机器视觉业务，坚持“为机器植入眼睛和大脑”，为客户提供可配置视觉系统、智能视觉装备与核心视觉器件等高端产品与解决方案。

公司成立于 2002 年 8 月，2022 年 7 月在科创板上市，实际控制人为姚毅、杨艺，合计直接持有公司 48.54% 股份。公司 2022 年至 2024 年分别实现营收 27.49 亿元、26.41 亿元和 22.34 亿元；实现归母净利润 1.88 亿元、1.64 亿元和 1.07 亿元。近两年来，公司营收和利润有所下滑，盈利能力承压。本次收购有利于公司完善产业链布局、提升国际市场竞争力，并增强机器视觉核心器件的自主可控能力。

（二）交易标的——JAI

JAI 成立于 1971 年 6 月，作为全球机器视觉行业领先者，拥有五十余年的发展历史，公司总部位于丹麦，研发与生产位于日本，主要从事棱镜相机、工业面阵扫描和线阵扫描相机的设计、研发、生产和销售。JAI 产品线涵盖了独特的分光棱镜式相机、高性能面阵扫描相机及线阵扫描相机，拥有创新的棱镜技术、低噪声的相机设计、高质量的产品部件以及严谨的质量保证程序。

凭借多年技术积累，JAI 在硬件研发设计方面，拥有丰富的从紫外到可见光、近红外、短波红外宽谱段成像产品设计经验和能力；在软件算法方面，通过搭载高速高效处理器并结合标的公司自主研发的数字信号处理技术及算法，有效的提升了产品的成像质量；在光学设计方面，独树一帜的棱镜成像技术，融合可见光与近红外、短波红外，可根据客户需求定制成像谱段，拓展了成像能力，同时通过三棱镜成像，提升成像器件颜色还原性；在工艺保证方面，通过高度自动化生产制造工艺，保证产品高质量及一致性，至多可提供长达 6 年的质保。

作为一家积淀五十余年的工业机器视觉领域的国际企业，JAI 在欧洲、美国、日韩、台湾等高端市场拥有成熟的营销网络布局，产品广泛服务于工业 4.0、半导体检测、食品分拣、生命科学等多个领域，尤其在欧、美、日等市场具有较好的市场占有率与客户口碑，客户均为各行业的头部企业，比如东京电子、三星电子、科磊等，其在机器视觉领域始终保持稳固的市场地位。

（三）交易方案

公司通过全资子公司北京凌云光智能视觉科技有限公司（简称凌云光智能）及全资孙公司 SINGPHOTONICS SMART VISION PTE. LTD.（简称新加坡智能）以现金形式收购由 JAI GROUP HOLDING ApS（简称 JAI 集团）控制的 JAI 99.95% 股权（其中 4.38% 为库存股）及少数股东持有的 0.05% 股权，支付对价为 1.024 亿欧元。本次收购范围包括 JAI 及其子公司（不包含 JAI Aviation ApS 及 JAI Inc.，JAI Aviation ApS 为非工业相机业务、JAI Inc. 涉及个人信息保护相关的安防业务），即 JAI 所有工业相机业务。交易完成后，凌云光持有 JAI100% 股权。

根据银信资产评估出具的《凌云光技术股份有限公司拟股权收购所涉及的 JAI 及其子公司（不包含 JAI Aviation 及 JAI Inc.）即 JAI 旗下所有工业相机业务相关的股东全部权益价值估值报告》（银信咨报字（2024）第 S0007 号），以 2024 年 3 月 31 日为估值基准日，JAI 旗下所有工业相机业务相关股东全部权益估值为 1.04 亿欧元，折合人民币 7.98 亿元，评估增值率为 416%。基于标的公司品牌影响力、技术与产品、全球市场等整体情况，并充分考虑与公司业务协同性，经过双方友好协商一致，最终本次交易对价为 1.024 亿欧元。

本次交易不构成重大资产重组，不会导致凌云光控股股东及实际控制人发生变化。

标的公司近两年主要财务数据（模拟合并，未经审计）如下：

单位：千欧元

项目	2022 财年	2023 财年
资产总额	43,275	37,229
负债总额	20,795	17,071
净资产	22,480	20,158
营业收入	42,493	34,229

净利润	5,042	3,427

（四）实施过程

本次交易的主要实施过程如下表所示：

时间	重要事项
2024 年 11 月 14 日	凌云光披露关于收购 JAI 公司股权的公告
2024 年 12 月 4 日	凌云光披露关于收购 JAI 公司股权的进展公告，本次交易已取得北京市商务局颁发的《企业境外投资证书》及北京市发展和改革委员会颁发的《项目备案通知书》
2024 年 12 月 7 日	凌云光披露 2024 年度向特定对象发行 A 股股票预案，拟向不超过 35 名符合条件的特定投资者发行股份，募集资金总额不超过 78,500.00 万元，扣除发行费用后将用于收购 JAI 100% 股权
2025 年 1 月 9 日	凌云光披露关于收购 JAI 公司股权的进展暨收购完成公告，本次交易的交割程序已全部完成，公司目前已通过全资孙公司 SINGPHOTONICS SMART VISION PTE. LTD. 持有 JAI 100% 股份。

本次交易的特点和难点

本次跨境交易涉及欧美日多国监管、交易场景复杂、时间紧迫等特点及难点：

（一）合理应对多国监管审查，及时剥离敏感业务

考虑到 JAI 涉及丹麦、日本、美国等多个法域主体，凌云光在交易初期即高度重视外商投资审查的合规风险，提前聘请欧洲国际法律及财务顾问团队，针对不同国家政策进行审批程序前置排查梳理与审批预判。丹麦 DISA 审查方面，就其重点关注的国防、军民两用产品、关键技术及关键基础设施等方面，公司与欧洲律师逐一进行核查与分析判断，最终明确本次交易不涉及 DISA 审批的法律意见；日本 FEFTA 审查方面，律师详细分析判断后，发表了收购拥有日本子公司的外国公司（即母公司层面的控制权变更）不需要 FEFTA 审查意见；美国 CFIUS 审查方面，一般重点关注是否涉及关键技术、国家安全及个人信息保护，由于 CFIUS 对美国实体定义较为宽泛，收购美国公司的股权、资产与员工均会触及到 CFIUS 审查判断，因此公司与律师就 CFIUS 审查重点关注的事项进行了详细梳理与排查，为了保证交易的确定性、避免不必要的安全审查干扰交易，凌云光在交易方案中引入了“敏感业务剥离”机制，说服出售方同意剥离当地子公司可能涉及 CFIUS 审核的敏感业务，并在意向收购协议中即明确了剥离时间、方式、过渡期安排等关键事项，最终在交割前完

成剥离，有效保障了交易的顺利推进。

（二）聚焦核心战略业务，妥善处理非战略业务

鉴于标的公司存在与凌云光主业不相关的业务单元，在交易初期，凌云光就与 JAI 明确沟通确认将“非战略业务”（JAI Aviation ApS 为非工业相机业务、JAI Inc. 涉及个人信息保护相关的安防业务）剥离，不纳入收购范围。在正式签署收购协议前，凌云光就非战略业务剥离的时间、标准、交割条件及后续过渡期安排制定了详细的工作计划，尤其是在业务与资产的分拆、剥离、定价、业务延续性保障等难点问题上做出清晰安排，明确了知识产权、核心人员留任、客户供应商合同过渡、品牌及 IT 系统切换、竞业等重点事项工作计划。交割阶段，双方在严格按照事前约定的计划逐一落实核心资产交割事项的同时，安全稳妥的实施前期制定的非战略业务剥离计划，确保交割平稳与业务顺接，为收购整合打下良好基础。

（三）前置业务融合计划，以发展凝聚人心

凌云光与 JAI 有超二十年的合作关系，使得公司对 JAI 核心团队、技术、产品、市场等相对熟悉，故在交易初期，凌云光即明确一手抓交易推进，一手着手制定详细的业务整合计划，明确了全球化产业协同的整合方案：

一是产品技术侧，通过整合 JAI 的光学成像技术、先进制造工艺，完善公司视觉器件标准产品矩阵，提升自主相机技术水平与质量管控能力；通过吸收 JAI 领先的分光棱镜技术与高性能相机开发技术经验，助力公司成像方案的横纵向延伸，增强核心产品技术领域的研发创新能力；结合公司 AI 软件算法优势，显著增强“视觉 +AI”领域的核心竞争力，为全球客户提供更丰富、更高性能的机器视觉产品及解决方案。

二是生产供应侧，通过 JAI 日本制造中心，构建国内与日本双制造中心；依托公司产业链上游投资资源及 JAI 在日本光学产业链优势，双方共享供应链资源，协同优质供应商，优化采购体系，提升效率并降低成本，使公司构建更具战略优势的全球供应链体系，提升产品与成本竞争力。

三是市场客户侧，构建双品牌战略，借助 JAI 全球营销网络布局、优质客户基础及高端市场口碑，快速提升公司海外市场拓展能力与本地化服务优势，加速现有业务国际化进程；同时，依托公司国内市场资源，带动 JAI 产品在本土市场的更好推广，实现双向赋能。

（四）提前做好资金及 ODI 准备，确保顺利交割

考虑到 JAI 创始人年龄较高（超 80 岁）、境外居民较难持股境内公司等因素，在交易初期双方就明确了 100% 现金交易的原则；同时还有其他交易对手方不断向 JAI 抛出橄榄枝。JAI 创始人基于与凌云光二十多年的合作信任关系，明确提出优先考虑出售给凌云光，但收购协议须在 2025 年底前正式签署，否则后续 JAI 会与其他交易对手方接洽；针对 JAI 创始人的诉求，公司在交易初期就与中介机构研讨实施路径，结合

公司当前及未来资金需求，明确提出了先通过自筹资金（自有资金 + 并购贷款）方式完成支付，再配套启动再融资以置换前期自筹资金投入的方案。同时，公司搭建了北京子公司及新加坡孙公司作为该收购事项的路径公司，以保留特殊情况下的一级市场融资通道。

结合 ODI 备案流程，公司基于意向协议向北京市发改委、商委及外汇管理局申请 ODI 预备案，提前扫除可能影响交易的风险点并缩短了正式审批时间，最终得以在正式签署协议后 3 周内快速完成 ODI 备案及换汇，赢得卖方信任，保障了顺利交割。

案例点评 ▷

（一）根据国际并购惯例，灵活设置交易及整合方案

本次交易，公司与 JAI 业务高度协同，且国际相机标的非常稀缺。为实现公司布局视觉核心器件及全球化战略，考虑到 JAI 原股东在交割后退出实际经营，公司根据国际并购惯例制定了灵活的交易方案。本次交易未设置业绩对赌条款，但制定了双方业务融合计划，以有吸引力的发展前景凝聚人心，并同步制定了面向管理层与关键人员的激励计划，以确保业务稳定及未来协同效应挖掘。需要说明的是，“并购六条”发布以来，在境内同行业产业并购中，也有不少方案不再设置业绩对赌，交易后由上市公司全盘管理，如华海诚科发行股份、可转债及支付现金购买衡所华威，细分领域国内第二收购国内第一，产业整合效应凸显。

（二）自筹资金与再融资并行，确保交易顺利执行

在跨境收购中，因境外人员持股国内公司的政策和实操复杂性，出让方一般希望以现金收购简化交易流程，同时考虑到资产剥离、安全审查等复杂事项，为了增加交易的确定性，可以采用自筹与融资并行推进的交易方式。本次交易中，受益于国家鼓励产业并购、放宽并购贷款限制、允许置换收购资金等一系列国家鼓励与支持政策，公司先以自筹资金（自有资金 + 并购贷款）快速完成并购，同步配套启动再融资，通过再融资置换自筹资金。既能确保交易顺利执行，又可减轻公司后续的资金压力。本次交易融资方案也为其他公司开展跨境并购提供了借鉴。需要说明的是，目前规则对于再融资项目用途是补充流动资金还是购买资产，判断标准以相关资产过户时间在再融资董事会前后为界，在方案设计中需要提前考虑。

（三）充分认识标的价值，提升对大额商誉的包容性

本次收购支付对价为人民币 10,238.77 万欧元，根据银信资产评估有限公司出具的资产评估报告，标的公司可辨认净资产公允价值为 1,998.97 万欧元，递延所得税抵减 203.88 万欧元，本次收购完成后，公司将确认商誉 8,443.69 万欧元，折合人民币约 6.34 亿元。JAI 凭借五十多年的技术积累，在光学设计、硬件开发、

软件算法与自动化制造工艺等维度均取得了较好的能力沉淀，特别是独树一帜的棱镜成像技术，在全球范围内具有较强竞争力。同时，JAI 拥有棱镜相机、工业面阵扫描和线阵扫描相机等多类功能丰富、质量可靠的高端工业相机产品，服务范围覆盖欧洲、美国、日韩、台湾等高端市场，积累了较为丰富的客户资源和良好品牌效应。基于技术、产品、市场、品牌等综合因素，本次收购形成大额商誉具有合理性。后续运营中公司须关注是否存在减值迹象，并及时履行信息披露义务。

（四）高度重视并购整合，业务融合效果初显

跨境并购的整合管控较境内并购更为复杂。本次交易初期，上市公司即制定了详细的业务整合计划，收购后公司已按照之前规划的融合计划逐步开始实施业务整合与协同，并在组织人力、产品技术、市场品牌、供应链等方面产生良好的协同效应。例如，在组织文化方面，公司更新组建 JAI 董事会，双方多次在丹麦、日本、中国进行交流，加强了文化、价值观、管理理念互通互信；在产品技术方面，公司将部分自研相机产品转移至 JAI 日本中心，整合日本先进制造工艺与质量管理优势对公司现有产品进行优化升级；在销售渠道方面，双方加大产品推广力度，目前 JAI 产品已在国内消费电子、新能源等大客户生产检测环节得到应用，同时公司产品也逐步纳入 JAI 产品销售目录；在供应链方面，双方已拉通上游产业链资源，公司将投资的国内优质芯片、镜头公司产品在 JAI 推广验证应用，以此构建广泛的产业生态。

产业并购中，并购交易的完成仅仅是一个开端，真正的挑战与关键在于后续整合。无论是跨境并购还是境内并购，只有推动并购方与被并购方在各个层面的深度融合，才能保障企业实现良性运转，最终达成并购重组所预期的协同效应与价值提升。

卧龙电驱：
跨境并购 ATB 与 GE SIM 的技术跃迁

案例简介 ▷

卧龙电驱（证券代码：600580.SH）在谋求电机行业技术升级，推进全球化战略的大背景下，通过系列并购逐渐发展壮大，成长为全球领先的电机及驱动解决方案制造商。公司通过两步走的方式收购奥地利维也纳交易所上市公司 ATB（ATB Austria Antriebstechnik AG，以下简称 ATB），是其迈出国际化进程的第一步，显著提升了公司的盈利能力和国际竞争力。以此为起点，公司后续又进行了多笔小额跨境并购，包括收购意大利 SIR 机器人公司 89% 股权、OLI 公司 80% 股权、美国通用电气公司（以下简称 GE）下属小型工业电机业务相关资产（以下简称 SIM）及 10 年商标使用权等。经过 10 余年的不懈努力，公司营业收入由 2012 年的 25 亿元上升至 2024 年的 162 亿元，归母净利润由 1.18 亿元上升至 7.93 亿元。

本篇案例重点分析公司收购欧洲第三大电机生产商 ATB 及 GE 下属 SIM 的交易，前次交易公司获得欧洲高端电机技术与全球范围内的成熟市场渠道，后次交易后 SIM 成为上市公司北美业务中心，成功开拓美洲市场，为全球提供高品质的 GE 品牌小型工业电机产品，补强卧龙电驱“全球市场”的重要版图。前述交易在并购时机、方案选择、并购整合等方面具有借鉴意义，为电机行业跨国并购的典型范例。

“两步走”跨境并购 ATB 公司 ▷

（一）交易背景及目的

1. 交易背景

跨境并购是提升电机行业技术水平及能力的优质选择。电机作为机电能量转换的重要装置和电气传动的

基础部件，广泛应用于工业、农业、国防、交通及家电等等领域，在国民经济和社会发展中具有重要地位和作用。

彼时，相较于国际上知名企业，我国电机企业普遍面临技术水平薄弱和竞争能力偏弱的局面，尤其是在高端领域的竞争，基本上被国际上大公司所占据，如 ABB、西门子等。在以技术创新为核心的市场竞争中，技术能力的增长对于增强企业技术优势和竞争力越来越重要；同时发达国家的劳动力成本相较中国企业存在着制造成本较高的竞争劣势。因此，通过同行业间的跨国并购，形成资源互补，将大大加快我国制造业企业全球化战略的步伐，提升在国际市场中的竞争能力。

电机行业整合活跃，并购重组成为增强竞争力的重要途径。彼时，大型电机企业间的并购频繁发生，中国平安收购了南阳防爆电机，泰富集团收购了西安电机，西门子先后收购了仪征电机、德国 SEW 和山西防爆电机，ABB 收购了美国葆德电机，日本电产集团收购了美国艾默生电机、美国雷勃收购了 A.O. 史密斯电机，电机行业内通过并购重组不断进行资源整合，提升行业集中度和规模效应。针对行业变化的新趋势，卧龙电气驱动集团股份有限公司（以下简称卧龙电驱或上市公司）作为国内领先的电机制造商，在国家“走出去”战略的指引下，及时调整战略部署，为实现公司研发、制造及销售资源在全球范围内的合理分布与利用，积极寻求跨国并购机会，力争打造成为国际化的电机制造公司。

金融危机为本次并购提供了机遇。在 2009 年的经济危机中，欧洲工业企业普遍受到重大冲击，ATB 同样面临该困境，财务状况受到严重影响，资产负债率一度超过 80%，相关债权人也对其设置了诸多限制和要求。同时，相当数量的债务原本由母公司 A-TEC 提供担保，而 A-TEC 于 2010 年 10 月无法偿还到期债务而进入破产重组阶段。所以在 2009 年 -2010 年期间，ATB 不仅遭受了经济危机的威胁（工业电机业务受市场经济环境影响尤为明显），更因为母公司的经营危机而经受严峻的挑战，ATB 的信誉也因此降低，导致部分订单流失，故当年销售收入大幅下降，2010 年也因受到同样的持续影响而未能有良好的营收表现。

2010 年 10 月，ATB 的控股股东 A-TEC 急于出售旗下部分资产偿还债务，为公司控股股东卧龙控股集团有限公司（以下简称卧龙控股）并购 ATB，在欧洲拥有研发制造基地提供了机遇。

2. 交易目的

充实核心业务领域，提升技术实力。ATB 位于欧洲的奥地利，属于维也纳证券交易所的上市公司，拥有超过 130 年的电机驱动行业从业经验，是与 ABB、西门子齐名的三大电机品牌之一，其技术研发能力行业领先。ATB 为欧洲第三大电机生产商，主要从事工业和工程应用方面的电动驱动系统，其产品涵盖了低、中、高压各类电机，广泛应用于石油化工、核电、核动力船舶、煤矿、石油天然气开采及钻井等领域，其拥有的众多品牌如莫利、伯顿、啸驰、劳伦斯等，均具有很高的知名度和市场影响力。ATB 的低压三相 / 单相鼠笼电机、三相 / 单相紧凑型集成逆变器电机、低压制动电机等产品，与公司的产品线相吻合，可以完善公司在此类产品的客户和市场布局，在生产和销售上体现协同效应；在大型高压感应电机等产品领域，公司技术研发尚未成熟，目前尚无能力生产或生产难度较大，而本次并购 ATB 能够填补公司在这些领域的空白，迅速拓展产品覆盖范围和市场。

扩展海外市场，加速国际化进程。ATB 下属拥有 10 个制造基地，分别位于奥地利、德国、英国、波兰、塞尔维亚等五个欧洲国家，销售网络遍布欧洲、亚洲、美洲及大洋洲等全球主要市场（以欧洲为主，从 2011 年的财务数据来看，ATB 的欧洲销售收入占比约 82%），员工 3500 名左右。本次交易完成后，公司不仅获得和掌握了世界一流的电机生产技术和研发团队，还可以借助 ATB 现有的成熟品牌与完备的市场网络，以及其作为欧洲知名电机品牌的重要口碑，稳步提升公司国际市场的占有率和竞争力，拓展海外高端客户，加速国际化进程。

整合优势资源，发挥规模效应。ATB 在技术方面具有着领先优势，但欧洲生产基地的制造成本较高，由于中小型电机劳动密集型和材料密集型的特点，随着发达国家的劳动力成本的不断提高，中小型电机在欧洲本土化生产已没有竞争力，转向国外采购或定牌加工成为趋势。与 ATB 相比，公司在制造成本控制方面具有明显优势。本次交易后，公司凭借国内和国外市场平台，合理配置研发、制造、采购和销售资源，通过与上市公司间的产品制造协同及规模化生产相结合的方式，最大限度降低 ATB 产品的生产成本，从而提升公司的盈利能力和国际竞争力。

（二）交易方案概要

上市公司收购 ATB 的方案分为两步，一是控股股东卧龙控股以现金方式完成对于 ATB 的跨境收购，二是上市公司发行股份及支付现金购买香港卧龙控股集团有限公司（以下简称香港卧龙）100% 股权，交易完成后上市公司将通过香港卧龙间接持有 ATB 的 98.926% 股权。

1. 第一步：卧龙控股现金收购 ATB

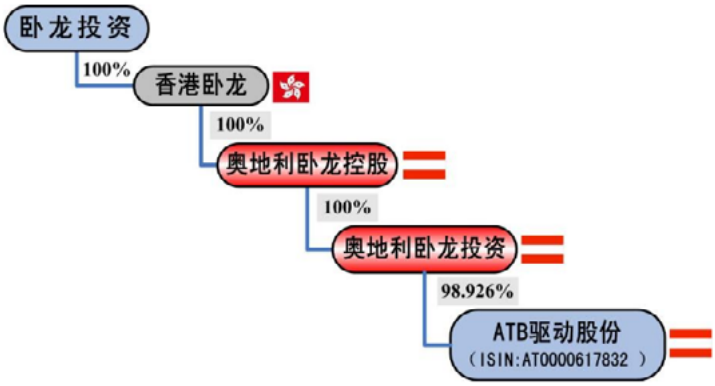
ATB 为在维也纳证券交易所的“标准市场拍卖”板块上市交易（即“柜台交易”）的股份有限公司。公司前身设立于 1973 至 1974 年间，历史上控制权曾数次变更，2001 年控股股东变更为 A-TEC Industries AG，持股比例 97.94%。

2010 年下半年，受到欧债危机影响，ATB 的控股股东 A-TEC 出现 5 亿欧元债务危机，准备出售上市公司 ATB 的控股权获取现金流来度过债务危机。截至 2010 年 12 月末，ATB 总资产 24,106 万欧元，负债总额为 20,186 万欧元，净资产 3,919 万欧元，2010 年销售收入 31,446 万欧元，净利润 -10,635 万欧元（其中计提资产减值损失 -9,119 万欧元，经营性净利润 -1,516 万欧元）。

历时近一年的谈判，2011 年 7 月 15 日卧龙控股与交易对方签订《股份收购协议》，本次交易的初始作价为 10,050 万欧元，交易完成后卧龙控股获得 ATB 的 97.94% 股权及 ATB 原股东艾泰克工业股份公司对其的全部债权。

本次交易中，卧龙控股通过全资子公司浙江卧龙舜禹投资（以下简称卧龙投资）透过若干境外特殊目的公司完成对 ATB 的收购；由于 ATB 的实际控制人发生变更，根据奥地利当地法律，触发要约收购义务，奥

地利卧龙投资于 2011 年 11 月 2 日对奥地利卧龙投资以外的 ATB 股东发出收购要约，要约期满后，奥地利卧龙投资共计持有 ATB 驱动股份 98.926% 的股份。交易完成后的股权架构图如下：



本次收购后，ATB 将与上市公司形成同业竞争，因此卧龙控股委托上市公司运营管理 ATB，管理期限为 36 个月；同时约定在 ATB 的运营状况显著改善以后 18 个月内，上市公司有权要求卧龙控股提出以适当的方式（包括但不限于股权收购、资产收购、换股吸收合并、共建新合资企业）解决 ATB 与上市公司资产及业务整合的议案，并付诸表决。

2. 第二步：上市公司发行股份及支付现金购买香港卧龙

收购完成后，卧龙控股对 ATB 进行了资金支持，并委托上市公司管理 ATB。经过一系列整合，运营状况显著改善，实现了扭亏为盈，2011 年销售额比 2010 年增长约 10%；2012 年，ATB 致力于通过战略调整、内部整合、优化产品结构等方式，提高企业的盈利能力。2011 年和 2012 年 ATB 的财务数据如下：

单位：万元

项目	2012.12.31/2012 年度	2011.12.31/2011 年度
资产合计	238,082.37	250,579.09
负债合计	157,611.75	188,113.99
归属于母公司的股东权益	73,382.67	58,890.59
营业收入	274,017.53	306,561.58
利润总额	217,980.17	246,006.47
净利润	14,303.03	2,021.15

2012 年 11 月，公司停牌筹划本次资产重组；2013 年 1 月披露交易方案，拟向卧龙投资发行股份及支付现金购买其持有的香港卧龙控股集团有限公司（以下简称香港卧龙）100% 股权，其中 85% 通过股份支付，15% 通过现金支付。香港卧龙通过奥地利卧龙控股和奥地利卧龙投资控制 ATB，奥地利卧龙控股和奥地利

卧龙投资均是为收购 ATB 而设立的公司，无实体经营；香港卧龙的主营业务亦为通过控制的奥地利卧龙控股和奥地利卧龙投资经营管理 ATB，除此之外并无其他业务。

本次交易中，评估机构对标的公司香港卧龙采用收益法及资产基础法两种方法评估，根据收益法得出的评估结果，香港卧龙 100% 股权收益法估值约 20.89 亿元，资产基础法估值约 22.02 亿元。交易作价以收益法评估值为准，确定为 20.89 亿元，增值率为 102.79%。因本次交易属于向控股股东购买资产，且采用收益法评估，依规属于强制业绩承诺情形。交易对方承诺，标的公司 2013-2015 年的净利润将分别不低于 14,585.93 万元、17,850.28 万元和 21,034.40 万元。

3. 交易实施过程

时间	交易进程
2011 年 7 月 15 日	卧龙控股签署《股份收购协议》
2011 年 10 月 19 日	卧龙控股完成对于 ATB 的收购
2012 年 11 月 20 日	披露筹划重大事项停牌的公告
2013 年 1 月 9 日	董事会审议并披露向特定对象发行股份及支付现金购买资产暨关联交易预案，股票复牌
2013 年 3 月 30 日	董事会审议并披露向特定对象发行股份及支付现金购买资产暨关联交易草案
2013 年 4 月 15 日	股东大会审议通过
2013 年 7 月 24 日	重大资产重组事项获中国证监会核准
2013 年 8 月 12 日	完成交割

（三）本次交易的特点

1. 跨境收购“两步走”的主要考量

本次跨境并购采用“两步走”策略，即大股东先行现金收购境外资产，后择机注入上市公司的模式。采用这种模式主要考虑以下三方面：（1）第一步的境外收购交易中，由于交易谈判的不确定性较大，对于交易时间和交易时机的要求也较高，由控股股东先行收购不需要面对上市公司严格的审议程序及披露、审核要求，因此把握交易时机的能力强；（2）大股东收购后可以先行对标的资产进行整合和培育，在整合完成以及标的公司业绩趋稳后再注入上市公司，减少标的公司的整合成本对上市公司业绩的影响；（3）在将标的资产注入上市公司的过程中，可以选择多元化的支付工具，例如发行股份、可转债等，对于上市公司的资金压力相对较小。

2. 通过境外 SPV 架构进行收购

本次跨境并购交易中设立了多层境外 SPV 架构，第一层架构为在香港设立 SPV 香港卧龙，香港拥有广泛的税收协定网络，其税法对符合条件的境外股息收入提供优惠，当 ATB 产生利润并向香港 SPV 支付股息时，可以适用奥地利与香港税收协定中的优惠预提所得税税率，远低于直接支付给中国公司的税率，该层面产生的利润既可以向国内分配，也可以留存在香港层面进行用于再投资等。第二层架构为在奥地利设立 SPV 奥地利卧龙控股和奥地利卧龙投资，一方面可以直接作为受奥地利法律管辖的收购主体，满足外资审查等合规程序，以及税收优惠政策的要求，另一方面以本地法人实体的身份进行员工安置、与工会谈判、处理当地银行账户和融资等事务，可以提升便利性，提升整合效率。

3. 两次交易价格差异及原因

2013 年上市公司购买时交易价格约 20.89 亿元，较 2011 年收购价格增长较大。主要原因在于：前次交易是综合考虑 ATB 当时的盈利能力以及资产状况等因素，在被收购方股东处于破产保护状态的特殊商业背景下的协商谈判结果，并不依赖特定的评估结果，交易价格由谈判最初的 1.42 亿欧元降至最终的 1.005 亿欧元，交易价格反应的是当时点上双方能够接受的交易价值。

上市公司收购时，评估值综合考虑行业发展状况和外部商业环境等因素（与前次收购时发生较大变化），反应了交易标的公允价值。主要考虑体现在：（1）两次收购时 ATB 驱动股份所处经营环境明显不同。卧龙控股入主 ATB 的同时为其提供了及时的资金支持和债务清偿，使其资产负债率下降至 2012 年末的 66%，资产状况大为改良；ATB 彻底摆脱大股东破产带来的诸多不利影响，采购、生产、销售等各个经营环节恢复正常，外部的客户、供应商关系，内部的员工稳定性得到了明显的改善。（2）ATB 盈利能力明显恢复并持续向好。2010 年度 ATB 受大股东破产保护因素影响，营业利润（扣除资产减值因素影响，下同）为亏损 1,222.1 万欧元；2011 年度营业利润扭亏为盈实现 562.94 万欧元，2012 年度利润率大幅回升，实现营业利润 907.23 万欧元，基本恢复其 2008 年金融危机之前的盈利水平；预计 ATB 未来三年（2013 年 -2015 年）能够实现累计 7,000 万欧元净利润，盈利能力的大幅改善是标的资产价值提升的最主要原因。（3）交易对方对交易标的未来经营业绩进行了承诺，降低了经营业绩不确定性风险。

4. 跨境收购的初始整合成本高

在跨境并购交易中，由于存在文化、语言、管理模式等各方面的差异，收购后产生较高的整合成本是常态，如何完成整合并激发协同效应是收购后的另一道难关。本次收购 ATB 交易中，公司完成收购后选择让标的公司独立运作一段时间，并在后续过程中逐步融入公司。整合过程中除了战略层面整合成本外，管理层面同样面临较多难题，例如在产能搬迁和员工岗位调整中，由于工会实力强大，需要面对高昂的员工补偿费，以及与海外管理层的沟通中，由于语言及文化差异面临较高的沟通成本等，导致收购结束后的管理费用出现上升，2013-2015 年管理费用的复合增长率达到 23.25%，当然，持续整合带来的协同效应也在持续展现，2013-2015 年公司归母净利润的复合增长率达到了 15.44%。

跨境收购 GE 下属 SIM 业务 ▷

（一）交易背景及目的

1. 交易背景

补全全球布局，从“区域领先”迈向“全球覆盖”。卧龙电驱持续聚焦电机制造核心业务，实施内生外延双轮驱动发展战略，在完成了对于 ATB 的收购以及后续一系列并购后，卧龙电驱已在欧洲、日本建立电机与驱动控制研发中心，并计划在上海搭建全球研发中心，通过“研发 - 生产 - 市场”的区域协同，初步构建“欧洲技术、中国成本、全球市场”的运作体系。

尽管卧龙电驱在欧亚市场具备一定竞争力，在全球电机市场占有率已处于行业领先地位，但北美作为全球小型工业电机核心消费区域之一，仍是其全球市场布局的重要缺口。当时小型工业电机市场呈现显著的区域集中特征，北美地区因工业基础雄厚成为核心消费市场，且客户对技术标准和品牌认知度要求严苛，直接市场开拓面临较高壁垒。这一行业格局与卧龙电驱“全球市场”布局需求形成契合，通过并购当地成熟业务实现北美市场切入，成为战略落地的优选路径。

GE 战略调整：剥离非核心业务，为卧龙电驱提供并购契机。GE 是世界上最大的电器和电子设备制造公司及提供技术和服务业务的跨国公司，GE 在 2017 年已明确启动对公司业务结构的深度审视，当时 GE 判断，尽管在现有结构下优化业务运营可实现一定改进，但更需探索是否存在其他路径以达成更优发展成果。在“以长期发展为导向、优化业务结构”的战略思路下，GE 开始将资源向航空、医疗、能源三大核心领域集中，逐步梳理并剥离与核心业务协同性弱、增长空间有限的传统制造业务。本次交易涉及的小型工业电机业务相关资产（以下简称“SIM”），正属于当时 GE 规划中待剥离的非核心业务范畴，这一战略调整直接为卧龙电驱通过并购补全北美市场空白、延续全球化战略创造了关键外部契机。

2. 交易目的

激活北美本地化运营能力，实现“布局 - 运营”闭环落地。卧龙电驱希望通过收购 SIM 填补在北美市场的空白，更致力于将 GE 的北美本地化资源转化为实际运营优势：一方面，借助 GE 覆盖北美的区域经销商网络与区域物流中心，快速触达核心工业客户，避免从零搭建渠道的“试错成本”，实现“收购即运营”；另一方面，依托 GE 墨西哥蒙特雷生产基地，缩短北美市场产品交付周期，同时规避北美地区潜在的贸易壁垒，降低综合运营成本。此外，GE 北美业务积累的客户需求数据，还可反哺卧龙电驱全球研发体系，为后续针对性开发北美市场产品提供依据。

强化研发与产业协同，巩固行业领先地位。当时卧龙电驱已在欧洲、日本建立研发中心，并计划在上海建设全球研发中心，而 GE 的 SIM 业务拥有成熟的技术团队与研发成果。收购后，GE 的技术资源可融入卧

龙电驱全球研发体系，与现有研发中心形成技术互补，加速小型工业电机及控制产品的研发迭代；同时，GE 业务的生产工艺、质量管控经验也可与卧龙电驱现有工厂共享，提升全球产能的整体效率。这种“研发 - 生产 - 市场”的全链条协同，能进一步巩固卧龙电驱的全球市场领先地位，强化在电机制造领域的核心竞争力。

（二）交易方案概要

1. 交易标的及交易价格

本次收购交易，公司以现金支付的形式，向 GE 收购其下属小型工业电机业务相关资产，主要系墨西哥蒙特雷工厂 100% 股权，墨西哥蒙特雷工厂成立于 1997 年，占地 12.7 万平方米，拥有 12 条生产线，已正常运行近 20 年，其核心产品为低压电机、中压电机，按销售品类可拆分为卧式电机、立式电机、特种电机及内配电机。

截止 2016 年底，SIM 总资产 9,450 万美元、净资产 3,603 万美元；2016 年实现营业收入 12,167 万美元，息税折旧摊销前利润 782 万美元；截止 2017 年 9 月底，SIM 总资产 10,183 万美元、净资产 3,894 万美元；2017 年 1-9 月实现营业收入 10,482 万美元，息税折旧摊销前利润 1,124 万美元。本次交易最终价格确定为 1.6 亿美元。

此外，公司同时与 GE 签署了自交割之日起 10 年的商标许可协议，GE 作为许可方确认并同意，被许可人无需支付与现有产品相关的所得特许权使用费或其他使用费，这将帮助公司借助收购 SIM 窗口，将公司产品以 GE 品牌销售至美洲市场。

2. 交易实施过程

时间	交易进程
2017 年 12 月 19 日	披露筹划重大对外投资事项停牌的公告
2017 年 12 月 23 日	董事会审议通过收购相关资产议案，无需提交股东大会审议
2017 年 12 月 26 日	披露筹划收购通用电气小型工业电机业务相关资产的公告并复牌
2018 年 10 月 26 日	资产完成交割

3. 协同效应：双向市场与资源共享，实现“1+1>2”价值放大

本次交易的协同效应集中体现在三方面：一是市场协同，SIM 的美洲渠道与卧龙电驱的欧亚渠道形成互补，GE 品牌与卧龙电驱自有品牌覆盖不同客群，避免内部竞争的同时扩大市场份额；二是产能协同，各区域生产基地可根据需求灵活调配产能，降低库存与运输成本；三是资源协同，研发端共享技术成果，采购端依托规模优势议价，运营端统一标准提升效率，最终实现“单个业务板块效益叠加 + 跨板块额外价值”的

协同效果。

此外，本次交易中获取的 10 年 GE 商标使用权为卧龙电驱带来关键竞争优势：美洲市场对 GE 品牌认知度高、信任度强，卧龙电驱产品通过 GE 品牌进入后，可快速突破高端客户的品牌壁垒，相比自主开拓节省市场培育期。

本次收购带来的业务机遇不仅限于 SIM 当时的业务本身，在墨西哥的关键落子亦持续帮助卧龙电驱更好的在全球产业变化过程中更快地抓住机遇。SIM 所能够供应的产品线除了收购当年的中低压工业电机外，后续又扩展至变频器以及行业系统解决方案。2024 至 2025 年，公司在墨西哥扩建了生产线，面向北美客户提供 EC 电机以及 EC 风机，及时地参与到人工智能浪潮带来的数据中心等下游应用场景大量增长的市场当中。

（三）交易特点

1. 聚焦核心相关资产，保障业务运营连续性及协同性

本次交易标的以 SIM 业务相关主体及资源为核心，包括通用电气工业电机墨西哥股份公司 100% 股权、通用电气电机服务股份公司 100% 股权，以及 13 家法人主体中涉及 SIM 业务的部分雇员及资产。这种聚焦核心的资产选择，确保了 SIM 业务的完整性与运营连续性，为后续与卧龙电驱现有业务形成协同奠定基础。

2. 审批流程合规完整，确保交易合法有效

本次交易严格遵循国内外监管要求，审批流程覆盖“内部决策 - 境内监管备案 - 海外审查”，其中海外审查环节相对具有较大的不确定性。

内部层面，公司于 2017 年 12 月 15 日以通讯方式召开七届四次临时董事会会议，审议通过了《关于收购海外公司资产及股权进行约束性报价的议案》，鉴于公司收购的标的资产具体情况属于临时性商业秘密，因此卖方不同意买方在提交约束性报价函阶段披露标的资产的具体情况，同时也由于当时竞价购买上述标的资产具有很大不确定性，公司董事会根据相关规定，申请暂缓披露上述事项，并申请股票停牌，避免股价异常波动；公司于 2017 年 12 月 23 日以通讯方式召开七届五次临时董事会会议，审议通过了《关于收购通用电气小型工业电机业务相关资产的议案》，公司独立董事对此发表了事前认可意见和独立意见。

境内监管备案方面，交易通过了注册地发改委、商务厅、外管局等有关部门的备案；海外审查层面，交易通过了美国、墨西哥等国的反垄断申报和美国外资投资委员会（CFIUS）审核。2018 年 6 月 25 日（美国东部时间），本次交易通过美国外资投资委员会 (CFIUS) 的审核。

案例点评

（一）精准把握危机带来的交易机会，低价并购境外优质资产

本次收购 ATB 是在欧债危机的背景下，彼时欧洲整体经济低迷、市场需求疲软，ATB 的控股股东 A-TEC 因进入破产重整阶段，托管人有意出售旗下部分资产偿还债务，卧龙控股获得该信息后主动接触托管人及 A-TEC 公司寻求并购机会。公司在本次交易中把握住关键的交易时机，一方面 ATB 控股股东因流动资金匮乏进入破产重组程序，被迫出售优质资产，收购门槛有所下降，另一方面卧龙控股较早介入 ATB 的收购，并做了全面深入的尽职调查，由于时值欧债危机，未出现其他有实质行动的竞购方，这为卧龙控股在最终的谈判中以较低的价格购买 ATB 提供了必要条件，最终交易价格 1.005 亿欧元，低于 ATB 的净资产。

（二）高度重视并购后产业整合升级，不断积累经验，用好并购重组工具，提升公司质量

并购 ATB 后经过持续整合，本次交易展现出了良好的协同效应，奠定“欧洲技术、中国成本”运作体系基础。公司通过本次交易获得欧洲高端电机技术与全球范围内的成熟市场渠道，同时 ATB 利用国内的产品制造协同及规模化生产，大幅降低了生产成本，提升了盈利能力和竞争力，2013-2015 年业绩承诺的累计实现率达到 106.88%。

本次跨境收购 ATB，也使得公司在并购重组和整合方面获得了丰富经验，成为公司全球化战略的重要一步，此后公司陆续并购意大利 SIR 机器人公司、OLI 公司及国内清江电机、章丘海尔电机、南阳防爆电机、鞍山荣信等企业，利用并购重组工具持续提升市场规模，发挥规模效应，向行业一流电机及控制企业迈进。

（三）并购交易高度服务于公司战略

在电机及工业自动化领域，头部企业亦常以并购补强业务，如 ABB 在 2024 年收购西门子在华开关插座业务拓展智慧建筑市场，西门子同年收购 ebm-papst 强化柔性制造优势，尼得科通过并购机床企业研发高性能减速机。公司历次并购均是在公司战略指导下，围绕主业展开的，公司最近 10 年的主要并购交易及目的如下表：

表：2015 年以来卧龙电驱及其下属子公司主要并购事件

时间	并购标的	交易金额	并购目的
2015	意大利 SIR 股份公司（Soluzioni Industriali Robotizzate S.p.A.）89% 股份	1780 万欧元	有利于提高公司在控制领域，尤其是工业生产制造的“机器换人”等方面取得行业竞争优势，加速企业产业转型升级，提高我国高端制造装备国产化水平。

2015 - 2016	南阳防爆集团股份有限公司 60% 股份（2015） 39%（2016）	16.80 亿元人民币（2015） 11.20 亿元人民币（2016）	巩固和扩大公司在石油、化工、煤炭、钢铁等领域国内最主要防爆电机供应商地位和市场份额；促进 ATB 与标的公司在产品技术、客户以及市场范围上形成互补，实现两者技术和市场的无缝对接；对公司现有电机业务实现有效补充，很好的实现协同效益。有利于加快推进公司做大做深做强电机及控制产业，成为国际一流的系统集成商和整体方案解决商的战略实施步伐。
2015	OLI S.p.A.（OLI 股份公司） 80% 股份	5711.4 万欧元	OLI 股份公司作为一家拥有 54 年发展历史的振动电机和助流器生产企业，具有一流的振动电机制造技术、先进的管理水平、现代化的工艺装备、全球化的销售网络，也是全球最大的振动电机制造商。可以为公司全球营销网络拓展、电机制造水平提升、现有产品间协同整合提供有力支持。
2016	辽宁荣信电气传动技术有限责任公司 84.91% 股权、辽宁荣信高科电气有限公司 80.01% 股权、辽宁荣信电机控制技术有限公司 90.00% 股权	2.2 亿元人民币	标的公司的高压变频、高压软起、特种电源、防爆高低压变频器等驱动控制类产品可以快速完善公司现有的产品线；标的公司对新市场和新产品的前期开发和投入，不仅能丰富公司的产品种类，更是为向市场提供整体的传动解决方案打下了坚实基础。标的公司的优势领域与公司的优势行业有很好的契合，在产品技术和市场客户上形成较强的协同效应。本次收购符合公司聚焦电机及控制产业的战略发展方向，加快了公司做大做深做强电机及控制产业、成为世界领先的驱动系统集成商的战略步伐。
2018	美国通用电气公司下属小型工业电机业务相关资产	1.6 亿美元	有利于进一步增强公司主营业务，业务规模深入全球，拥有前沿产品研发的深厚资源，并在全球范围内进行技术协同开发、业务运营、原材料采购及产品销售。通过研发能力的提升和覆盖区域、客户人群的优势互补，在销售、研发、采购、供应链、质量控制等方面充分发挥协同效应，扩大全球市场份额，为公司成为全球电机行业领军企业夯实基础。

收购 GE 的 SIM 业务是卧龙电驱全球战略的关键落子。此前，通过并购欧洲 ATB、意大利 SIR 机器人、OLI 振动电机及国内南阳防爆电机，已夯实欧亚市场基础并确立区域领先地位；收购 SIM 后，成功填补美洲市场空白。这一布局不仅打破区域市场限制，更让卧龙电驱具备跨区域调配资源、响应全球客户需求的能力，为从“全球市场占有率领先”向“全球行业领军”转型提供支撑。

通过本次收购，公司在美洲地区的销售占比持续提升，2022 年、2023 年、2024 年及 2025 年上半年，卧龙电驱来自美洲地区的收入折合人民币分别为 17.1 亿、19.9 亿、20.9 亿及 12.1 亿，占公司总收入分别为 12.0%，12.8%，12.9% 及 15.1%。其中来自美国的收入对公司收入总额占比为 9.2%、10.1%、10.4% 及 12.4%。同时，上述收入大部分来自于墨西哥制造基地生产的产品及解决方案，符合资格豁免美国对墨西哥进口的产品征收的额外一般关税，体现出本次交易对于业务韧性、应对贸易政策冲击能力的增强。

卧龙电驱本次并购与行业实践逻辑契合，更以“补全北美版图”的精准定位形成独特价值，共同印证了并购重组在企业全球化进程中的重要作用，也为行业跨国并购提供了可借鉴的范例。收购完成后，卧龙电驱依托“亚洲 - 欧洲 - 美洲”三大板块的生产、渠道与研发资源，构建起高效的跨国经营平台。各板块可通过资源共享实现优势互补：亚洲板块的成本优势支撑全球性价比产品供应，欧洲板块的技术优势引领高端研发，美洲板块的渠道优势打开增量市场。这一平台不仅能提升短期营收与利润，更能积累跨国经营经验，为卧龙电驱实现“全球电机行业 No.1”的战略目标、成为“强大的全球化跨国企业”奠定扎实基础。

文灿股份：
私有化法国上市公司百炼集团打造全球化铸造工艺链

案例简介 ▷

文灿股份（603348.SH）在并购前是国内领先的汽车铝合金高压压铸企业，在铝压铸车身结构件系统和一体化车身系统领域具备显著技术优势。法国百炼集团系巴黎泛欧交易所上市公司（交易代码：BELI.PA），主营精密铝合金铸件研发、生产及销售，在汽车铝合金刹车铸件领域拥有国际领先的市场地位。2020 年，文灿股份通过现金收购取得法国百炼集团控股权，并于同年完成百炼集团的私有化退市，是首例 A 股民企上市公司收购法国上市公司并完成强制挤出的案例。本次交易助力文灿股份实施“走出去”战略，实现了全球化布局，构建了完整的铸造工艺链，显著提升了产品全球市场份额及品牌知名度，为国内企业跨境并购提供了成功范例。

交易背景及目的 ▷

（一）本次交易的背景

1. 全球化背景下，客户属地化需求进一步提高

近年来随着国际环境的变化，欧、美等地区均出台了一系列保护本地区产业及吸引产业回流的政策。为了保证供应链安全，降低成本，上市公司需要在属地规划配套生产能力，以满足客户要求。标的公司主要制造及研发基地位于匈牙利、塞尔维亚、墨西哥、法国等欧美国家，以及中国的大连、武汉等地，文灿集团股份有限公司（以下简称文灿股份）的主要制造基地位于中国的佛山、南通、无锡、天津等地。本次交易完成后，文灿股份在全球主要汽车市场都将拥有本土化的生产制造基地及技术中心，可有效满足各地区客户的产品需求，实现全球化战略，满足客户的属地化需求。

2．标的公司无人接班

法国百炼集团具有悠久的企业历史和品牌知名度，在全球重力铸造产品领域具有领先的技术优势，但交易时正面临“无人接班”问题。标的公司的控股股东为 Galland 家族，原实际控制人在并购谈判时已经 73 岁高龄，其下一代家族成员均追求个人理想，无人愿意接管家族产业。

（二）本次交易的目的

1．构建完整的铸造工艺链，满足客户多元化产品工艺需求

铝合金铸造分为高压铸造、低压铸造和重力铸造三种工艺，在汽车零部件的铝铸件生产中，高压铸造、低压铸造和重力铸造互相不能替代，属于相互补充的工艺方式。文灿股份本部的技术优势为高压铸造，后续进一步建设发展低压铸造工艺，产品主要应用于新能源汽车和传统燃油车的车身结构系统、一体化车身系统、电池盒系统、新能源动力系统、底盘系统、发动机及变速箱系统。法国百炼集团在汽车制动系统的精密铝合金铸件领域属于世界领导者 / 细分领域隐形冠军，核心产品包括汽车制动系统、进气系统和底盘结构等领域的精密铝合金铸件，具有系统级的研发能力，产品工艺为重力铸造和低压铸造，核心工艺为重力铸造。收购完成后，文灿股份实现了技术工艺补齐，能够为客户提供更为全面的产品系列，更多铸造工艺路径的选择，以及更佳的生产制造方案，满足客户多元化的产品工艺需求。

2．实现产业全球化布局，提高产品全球市场份额

文灿股份通过收购百炼集团，利用百炼集团在墨西哥、匈牙利及塞尔维亚的工厂布局，在原有工厂基础上增设高压铸造、低压铸造产线，将文灿集团的技术优势产品实现欧洲及北美地区的属地化生产及销售，充分发挥法国百炼集团悠久的海外本地化生产能力、服务经验和品牌效应，省去建立财务体系、人力资源体系以及当地政府的认可等等问题，降低投资风险，完成全球化的产业布局。百炼集团在业内享有良好的口碑，本次收购完成后，将大幅提升文灿股份精密铝合金铸件产品于汽车零部件领域的市场份额，尤其是在铝合金刹车铸件（刹车主缸和卡钳）领域获得领先的市场地位。

交易方案 ▷

（一）交易各方

1．收购方

文灿股份于 2018 年 4 月 26 日在上海证券交易所上市，专注于汽车铝合金精密铸件的研发、生产和销售，

收购百炼集团之前，拥有高压铸造、低压铸造等多种工艺，通过材料创新与工艺升级，致力于为全球汽车客户提供轻量化、安全性和可靠性高的产品，主要应用于新能源汽车和传统燃油车的车身结构系统、一体化车身系统、电池盒系统、新能源动力系统、底盘系统、制动系统、发动机及变速箱系统等。其中，一体化车身结构件主要客户包括赛力斯、蔚来汽车、理想汽车、江淮汽车等，为全国一体化铝压铸车身结构件发展起到引领和示范作用。2017 年 -2019 年，文灿股份主要财务指标如下：

（1）资产负债表主要数据和财务指标

单位：万元

项目	2019 年 12 月 31 日	2018 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日
资产总额	393,118.15	288,104.32	233,744.71
负债总额	166,327.51	84,091.71	121,159.25
所有者权益	226,790.64	204,012.61	112,585.45
归属于母公司所有者权益	226,790.64	204,012.61	112,585.45
资产负债率	42.31%	29.19%	51.83%

（2）利润表主要数据和财务指标

单位：万元

项目	2019 年度	2018 年度	2017 年度
营业收入	153,771.01	162,016.28	155,709.54
营业利润	7,737.51	14,132.69	17,985.35
利润总额	7,693.97	14,054.78	17,717.96
净利润	7,103.45	12,523.66	15,530.37
归属于母公司所有者的净利润	7,103.45	12,523.66	15,530.37
毛利率	23.89%	27.53%	26.63%
基本每股收益（元）	0.32	0.62	0.94

2．交易标的——百炼集团

百炼集团总部位于法国吉伦特省波尔多市，并购时在全球拥有 9 处生产基地，分布在法国、匈牙利、塞尔维亚、墨西哥和中国，拥有员工约 3000 名。百炼集团的历史可以追溯至 1961 年，于 1999 年在巴黎泛欧交易所上市，主要从事精密铝合金铸件的研发、生产及销售工作，具备完整的产品设计及生产、工具制造、

铸造和机加工能力。2018 年，百炼集团按照生产区域划分的收入构成情况为：欧洲占比 64.2%，中国占比 20.4%，墨西哥占比 15.4%；按照产品分类的收入构成情况为：制动系统占比 66%；进气系统占比 17%；底盘及车身结构占比 16%；其他零部件占比 1%。在汽车制动系统的铝合金铸件领域，百炼集团居于世界领导者的位置，同时在进气系统铝合金铸件以及底盘及车身结构件领域也享有较高的市场份额。百炼集团的客户包括采埃孚（ZF）、大陆（CONTINENTAL）、法雷奥（VALEO）、博世（BOSCH）、本特勒（BENTELER）等全球知名一级汽车零部件供应商，以及宝马（BMW）、戴姆勒（DAIMLER）、标致雪铁龙（PSA）、雷诺日产（RENAULT NISSAN）等整车厂商。

百炼集团经审计的 2018 年 -2019 年财务数据如下：

（1）资产负债表主要数据

单位：千欧元

项目	2019 年 12 月 31 日	2018 年 12 月 31 日
流动资产	248,160	247,343
非流动资产	152,420	147,457
资产总计	400,580	394,800
流动负债	131,901	128,927
非流动负债	101,272	102,339
负债合计	233,173	231,266
归属于母公司所有者权益合计	167,407	163,534
所有者权益合计	167,407	163,534

（2）利润表主要数据

单位：千欧元

项目	2019 年	2018 年
营业收入	319,533	358,758
营业成本	298,076	324,882
营业利润	18,674	33,355
利润总额	17,727	32,690
净利润	12,414	27,152
归属于母公司所有者净利润	12,414	27,152

（二）方案概要

本次跨境收购的基本情况为文灿股份通过在中国、德国、法国分别设立特殊目的公司广东文灿投资有限公司（简称文灿投资）、Wencan Holding（Germany）GmbH（简称文灿德国）、Wencan Holding（France）SAS（简称文灿法国），并以此为路径，最终由文灿法国以支付现金方式收购百炼集团 61.96% 的股份，并在完成 61.96% 股权收购后，通过文灿法国对百炼集团剩余的全部股份发起强制要约和强制挤出，完成收购。本次收购通过文灿法国公司向交易对方 Copernic 公司以每股 35.12 欧元、向 Philippe Galland 先生和 Philippe Dizier 先生以每股 38.18 欧元的现金对价收购其所持有的百炼集团 4,077,987 股普通股，代表百炼集团总股本的 61.96%；因本次交易前百炼集团系巴黎泛欧交易所上市公司（交易代码：BELI.PA），在 61.96% 的控股权收购完成后，上市公司境外子公司文灿法国以每股 38.18 欧元的收购价格，针对百炼集团剩余的全部股份发起强制要约收购，并根据要约情况对标的公司剩余股权进行强制挤出程序（Squeeze Out），获得百炼集团 100% 股权，进而完成退市及私有化流程。

交易完成后，百炼集团成为文灿股份的全资控股子公司，上市公司通过境外子公司文灿法国直接持有百炼集团 100% 股权，本次交易构成重大资产重组，不构成重组上市，不构成关联交易。

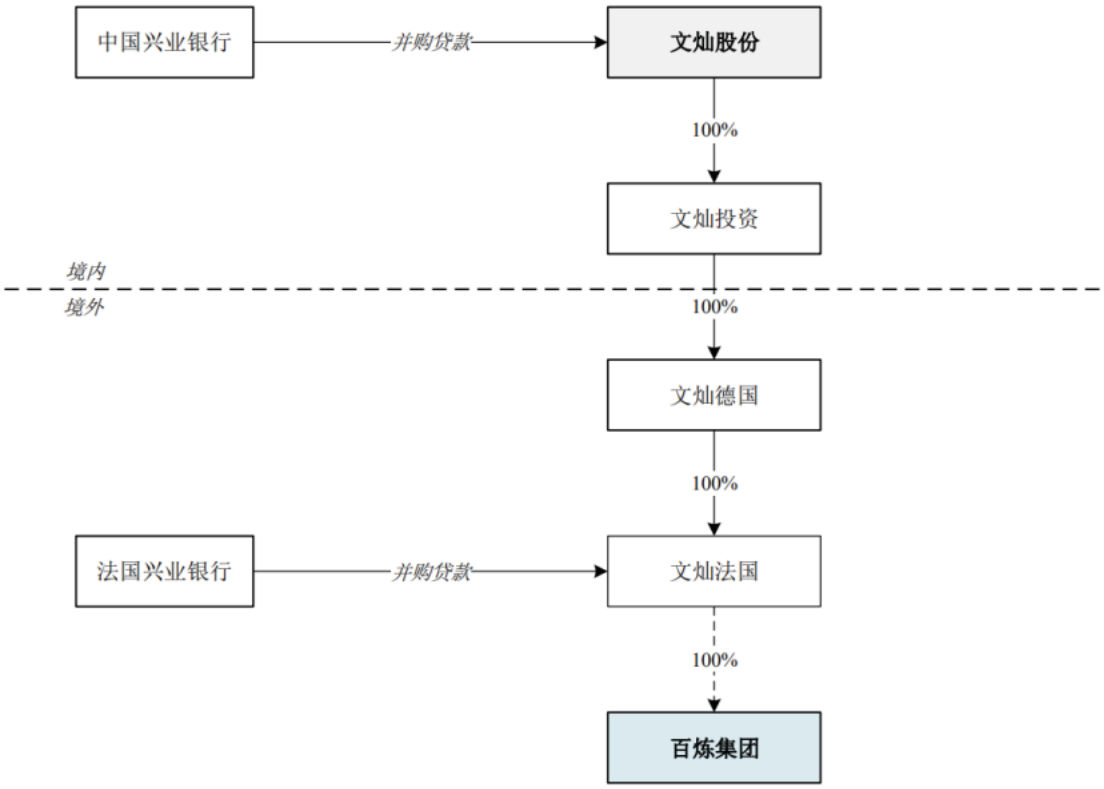
（三）交易估值

本次交易系竞标流程下的第三方市场化收购。评估机构采用上市公司比较法和交易案例比较法，对百炼集团 100% 股权价值进行了估值分析，最终结论以上市公司比较法作为估值结果，最终交易定价系上市公司综合考虑百炼集团盈利能力、市场地位、品牌影响力、市值以及战略发展等因素后经双方谈判而确定的。本次交易最终确定百炼集团 100% 股份的定价为 23,968.72 万欧元，其中控股权对应的作价为 14,407.94 万欧元。具体交易对手方以及股份定价如下：

交易对方	基本情况	出让股份数量（股）	每股价格（欧元）	交易对价（欧元）
Copernic S.A.S.	法国简易股份有限公司，由 Galland 家族控股。	3,796,771	35.12	133,342,597.52
Philippe Galland	法国公民，时任百炼集团的董事会主席	11,951	38.18	456,289.18
Philippe Dizier	法国公民，时任百炼集团的 CEO	228,875	38.18	8,738,447.50
		40,390		1,542,090.20
合计		4,077,987	—	144,079,424.40

（四）支付方式及资金安排

本次交易为现金收购，本次交易的资金来源为自有资金及银行贷款，文灿股份通过国内及国外的并购贷款，完成本次收购的资金支付，具体贷款结构和收购路径如下：



境内融资方面，结合本次交易进展情况及公司现金管理计划，上市公司向兴业银行股份有限公司佛山分行申请了 3.8 亿元人民币的银行贷款，用于本次交易的收购价款以及与收购有关的费用、成本和开支，期限 60 个月。

境外融资方面，结合本次交易进展情况及公司现金管理计划，上市公司通过文灿法国，与百炼集团一起作为借款主体向法国兴业银行等银行组成的银团申请银行贷款。法国兴业银行将向借款主体提供：（1）期限为 6 年、金额不高于 3,000 万欧元的定期贷款；（2）期限为 7 年、金额不高于 2,000 万欧元的定期贷款；（3）期限为 6 年、金额为 2,000 万欧元的循环贷款；（4）期限为 6 年、金额为 3,000 万欧元的资本性开支专项贷款。上市公司通过以下方式为本次境外融资提供担保：（1）以标的公司股权提供第一顺位质押担保；（2）以文灿法国的银行账户提供第一顺位质押担保；（3）本次交易收购文件中交易对方保证的转让或质押；（4）以境外融资文件中所允许的其他并购标的股权提供第一顺位质押担保。本次境外融资系对文灿股份无追索权的并购贷款融资，无需上市公司提供任何连带责任保证等增信措施，法国兴业银行贷款将由交易后标的公司的现金流进行偿还。

（五）标的资产按程序分批过户及交割情况

1．百炼集团控股权交割

2020 年 7 月 28 日，根据上市公司与交易对方就控股权交割达成的一致安排、相关支付凭证及 Caceis 银行的股票转移登记文件，上市公司与各交易对方于交割日完成了以下工作：

（1）上市公司按照每股 38.18 欧元的价格向 Philippe Galland 先生支付 456,289.18 欧元，Philippe Galland 先生持有的目标公司 11,951 股股份过户至文灿法国；

（2）上市公司按照每股 38.18 欧元的价格向 Philippe Dizier 先生，以及根据《股份购买协议》的约定可以承接其在《股份购买协议》权利和义务的、由 Philippe Dizier 先生控制的公司，共计支付 8,738,447.50 欧元，Philippe Dizier 先生及其控制的公司合计持有的目标公司 228,875 股股份过户至文灿法国；

（3）上市公司按照每股 35.12 欧元的价格向 Copernic 公司支付 133,342,597.52 欧元，Copernic 公司持有的目标公司 3,796,771 股股份过户至文灿法国。百炼集团控股权交割后，文灿法国持有百炼集团的股份比例为 61.34%。

2．Philippe Dizier 先生锁定股份交割

2020 年 9 月 3 日，Philippe Dizier 先生持有目标公司的 40,390 股锁定股份（占目标公司股份约 0.61%）的锁定期届满并过户给文灿法国，文灿法国按照每股 38.18 欧元的价格向 Philippe Dizier 先生支付交易对价 1,542,090.20 欧元。Philippe Dizier 先生锁定股份交割后，文灿法国持有百炼集团的股份比例为 61.96%。

3．强制要约收购

根据《法国金融市场管理局一般规定》（the AMF General Regulation）第 233-1 条，由于本次交易中文灿法国收购百炼集团的股份占总股本的 61.96%，超过 50% 的门槛，需要向全体股东发出强制简式要约。2020 年 10 月 7 日，文灿法国向法国金融市场管理局（简称 AMF）报送了《强制要约报告书（初稿）》Projet de Note d’Information），百炼集团向 AMF 报送了《百炼集团针对要约答复文件（初稿）》（Projet de Note en Réponse）。

2020 年 10 月 27 日，文灿法国收到 AMF 书面通知，AMF 批准文灿法国以每股 38.18 欧元向持有百炼集团剩余股份的中小股东发出强制要约。根据 AMF 通知，文灿法国于 2020 年 10 月 29 日至 11 月 12 日，以每股 38.18 欧元向持有百炼集团剩余股份的中小股东发出强制要约，合计收购了百炼集团 2,041,815 股股票。

根据 AMF 出具的文件，截至 2020 年 11 月 13 日，文灿法国累计持有百炼集团股份比例为 92.98%，投票权比例为 91.66%。

4．强制挤出及退市

根据法国证券监管的规定，如果强制要约收购使得文灿法国持有的百炼集团股份上升至 90% 以上，文灿法国可以对剩余公众股东启动强制挤出。2020 年 11 月 20 日，文灿股份聘请法国兴业银行作为要约方的代表银行和保证银行，对剩余股东进行了强制挤出，百炼集团从巴黎泛欧交易所退市。2020 年 12 月 10 日，根据法国 Caceis 银行出具的登记凭证，并经律师确认，文灿法国正式持有百炼集团 100% 股权。

本次交易的特点和难点

（一）近年来首例法国上市公司收购在签署 SPA 后对价调整案例

受 2019 年汽车及汽车零部件行业整体下行影响，本次交易系近年来首例法国上市公司在签署 SPA 后调整对价的案例。交易过程中，由于 2019 年及 2020 年初汽车市场销售低迷，在已经签订 SPA、锁定价格并完成尽职调查后，在尽职调查未发现需要调整交易价款的情况下，2020 年初收购方及财务顾问根据自己的商业谈判能力，将部分交易对价下调，将支付予交易对方 Copernic 公司的对价从 38.18 欧元 / 股降至 35.12 欧元 / 股，价格调整合计为 1,161.81 万欧元，降低幅度为 4.62%，其他交易对方出让所持标的公司股份的价格保持不变，进一步降低了本次收购的交易成本。随后一段时间，市场上亦有 LVMH 集团收购 Tiffany & Co. 的交易采用类似降价安排。

（二）跨境收购涉及的尽调受限较多以及审批程序繁琐

因本次交易为卖方统筹下的竞争性交易安排，且标的公司为巴黎泛欧交易所的上市公司，本次交易双方均为汽车零部件行业企业，对于尽职调查信息的提供需要同时符合买方信息披露要求、交易完成前反垄断信息交换约束条件以及标的公司所在的法国证券市场的监管要求，导致标的公司无法严格按照《26 号准则》向上市公司全面提供信息。

标的公司私有化完成前为法国上市公司，在交易完成前，难以获得标的公司按照中国企业会计准则编制的详细财务资料并进行审计，因此上市公司在收购工作完成后 6 个月内，完成并披露标的公司审计报告及上市公司备考财务报告。

自 2020 年 1 月新型冠状病毒肺炎疫情爆发，疫情影响横跨了交易撮合、跨境谈判和项目尽调的全周期。文灿股份及其中介机构在该特殊交易背景下，利用专用视讯、数据库平台、长期异地驻场等完成主要的谈判、汇报、重大资产重组尽职调查和底稿收集工作，保证跨境项目在复杂环境下的质量控制和成功交割。

同时，因文灿股份与百炼集团均涉及全球化经营，均为属地上市公司，此外百炼集团法国工厂的部分产

品最终用于法国的军工和航空领域，因此本次交易需要通过法国经济部的外商投资审查。本次交易还涉及境内外多个法域的行政审批，文灿股份在并购全流程中始终与中法两地政府保持良好沟通，取得了广东省商务厅、法国当地政府、领事馆等的大力支持，顺利取得了本次交易涉及的全部相关审批：（1）2020 年 3 月 27 日，上市公司公告收到广东省商务厅出具的《企业境外投资证书》；（2）2020 年 4 月 7 日，上市公司公告收到广东省发改委出具的《境外投资项目备案通知书》；（3）2020 年 4 月 8 日，本次交易通过德国反垄断机构审查；（4）2020 年 5 月 19 日，本次交易通过斯洛伐克反垄断机构审查；（5）2020 年 5 月 27 日，外汇监管机构授权银行的外汇业务登记办理完成；（6）2020 年 7 月 20 日，本次交易通过法国经济部的外商投资审查。

（三）双向、多层结构分手费安排机制公平、合理

文灿股份及交易对方与各方顾问在谈判阶段多次就《股份购买协议》的主要条款进行磋商，并依据中国企业跨境交易的市场平均分手费水平，友好协商确定 1% 和 5% 作为分手费的支付比例，制定了公平性的双向分手费安排。

（1）卖方分手费：如果先决条件已达成和 / 或被放弃，但卖方未能在交割日进行交割，各卖方按持股比例向买方支付相等于购买价格 5% 的费用。

（2）多层结构买方分手费：如果买方因未通过法国外资审批或未通过境外反垄断审查而未能在最后截止日期进行交割，则买方应当向各卖方支付总数相当于购买价格 1% 的费用。如果买方因为未取得境外直接投资批准或未取得买方股东批准而未能在最后截止日期进行交割，或者先决条件已达成和 / 或被放弃，但买方未能在交割日进行交割，则买方应当向各卖方支付总数相当于购买价格 5% 的费用。

跨境交易中，中国买方为取得卖方信任，推进交易，有时会设置比卖方分手费高的买方分手费，而本次交易中，双方分手费比例设置公平，均为 5%。在此基础上，进一步区分买方分手费的触发情形设置了差异化安排，因法国外资审批或反垄断审查失败的情况下，买方分手费相较于其他情形设置了一定程度的优惠，考虑中方企业在交易过程中已尽了合理努力，优惠更具有合理性。实践中也有部分交易在此类情形下约定可豁免买方分手费，主要受双方谈判和议价能力影响。

（四）境内外银行联动提供并购贷款完成交易，并购资金风险隔离

本次交易为现金收购，资金来源为文灿股份的自有资金及自筹资金，其中自筹资金包括向中国兴业银行佛山分行申请的并购贷款，向法国兴业银行申请的并购贷款及上市公司通过其他法律法规允许的方式筹集的资金。本次境内外借款期限、分段借款、还本付息周期妥当，利率合理。其中，境外融资系无追索权的并购贷款融资，由百炼集团分期偿还，仅需要质押文灿法国持有的百炼集团股份、文灿法国的银行账户作为担保措施，无需上市公司提供任何连带责任保证等增信措施，不涉及上市公司及实际控制人的任何担保，不涉及

国内本部，隔离了并购失败风险，而且上市公司后续在墨西哥新工厂投资也是百炼集团自筹出资，实现风险隔离。

案例点评

（一）本次交易系首例 A 股上市公司收购法国上市公司并完成强制挤出的案例

根据《法国金融市场管理局一般规定》，由于本次交易中文灿法国收购百炼集团的股份占总股本的61.96%，超过 50% 的门槛，需要向全体股东发出强制简式要约。本案例系首例 A 股上市公司协议收购法国上市公司的控股权，并通过强制要约流程完成强制挤出的案例，解决了此前中国企业在欧洲并购中面临的控制权分散和整合效率问题 , 为 A 股上市公司跨境并购欧洲上市公司提供了示范性案例。

（二）交易谈判更关注协同发展前景而非交易价格

本次并购百炼集团控股权初期，文灿股份与多个对手同时竞标，包括一些欧洲知名的并购基金机构，当时文灿股份报价并不是最高。法国 Galland 家族知悉文灿股份控股股东家族以实业发展为目的，文灿股份工艺路线与百炼集团互补，同时拥有多家全球知名的汽车部件企业作为共同客户，并购百炼后可以更好地服务客户，扩大业务，将百炼集团进一步发展壮大。文灿股份共同的实业背景和未来协同发展战略打动了 Galland 家族，其最终选择携手文灿股份。

交易完成后，文灿股份在全球的主要汽车市场都拥有本土化的生产制造基地及技术中心，文灿股份通过百炼集团，已在无锡、墨西哥等地设立新工厂，将百炼集团重力铸造工艺导入国内，而将文灿股份高压铸造工艺布局在海外，同时实现了“走出去”和“引进来”，实现了互利共赢。

（三）上市公司重视并购后整合工作，实现双方团队有效融合，共同进步

文灿股份聘请第三方企业咨询公司作为本次并购完成后的整合顾问，针对“管控与授权机制、财务整合（法定财务报告；管理报告；内部控制）、核心人才保留和激励、沟通与整体项目管理（PMO）”工作模块开展并购整合咨询服务。百炼集团作为法国原上市公司，业务发展和财务报表健康，公司管理较为成熟，百炼集团治理架构分为三层，由股东大会、董事会及总部高管层构成。此外在工厂层面设立监督委员会，在总部授权下进行工厂管理。2020 年 7 月 28 日，取得百炼集团控股权当天，文灿股份重组了百炼集团董事会，由上市公司 3 名管理人员担任百炼集团董事并担任董事会主席，对其形成了控制；经营管理方面，总部高管层与工厂建立了明确的授权机制，关键业务流程的授权由总部高管层集中掌控。百炼集团各职能条线 VP 向下授权，

核心是采购、销售及财务授权，百炼集团日常运营管理的授权体系较为完善，涵盖了运营的各个流程。

交易完成后，百炼集团董事会主席、CEO 由文灿股份董事长兼任，对百炼集团形成更有效管控。文灿股份对百炼集团进行深度的组织架构调整，消除组织冗余，使管理架构和决策流程更加扁平化，提升管理效率；进一步提拔百炼年轻人和中层管理人员担任更重要的岗位，建立有效的上升渠道，形成有效激励机制。同时，文灿股份加强双方团队的交流与学习，多次安排百炼集团副总监、工厂总经理、工厂运营经理、采购经理、质量经理等核心团队来中国各工厂参观与学习，了解中国新能源汽车、高压铸造的产业发展趋势，共同讨论如何更好地改进工厂的运营和管理，如何提升效率和降低成本，使双方团队有效融合，共同进步。

并购完成后，上市公司依托国内产能布局和海外市场机遇，深化属地化客户融合与配套服务能力，强化与百炼集团的协同效应，持续增强竞争优势，公司营业收入稳步增长，收购后 3 年内营业收入由 2019 年的 15.38 亿元增长至 2022 年的 52.30 亿元，增长率超 200%；净利润由 2019 年的 0.71 亿元增长至 2022 年的 2.38 亿元。

海尔智家：
多次跨境并购实现从中国品牌到全球创牌的战略征程

案例简介 ▷

在谋求产业转型升级、推进国际化战略的背景下，海尔智家（公司原简称青岛海尔，证券代码：600690.SH、6690.HK、690D.DF）经过一系列并购重组逐渐发展壮大，成为全球大家电行业的领导者和智慧家庭解决方案的引领者，实现了“A+D+H”三地上市，市值突破 2000 亿元。公司坚持海外自主创牌，通过自身持续耕耘与行业整合，先后收购日本三洋白电业、美国 GE（通用电气）家电业务、新西兰 Fisher&Paykel（斐雪派克）业务、意大利 Candy 公司、美国开利集团旗下商用制冷业务、瑞典企业伊莱克斯旗下南非 kwikot 热水器业务，构建“研发、制造、营销”三位一体的全球化竞争力，发挥全球战略协同，实现诸多世界级品牌布局与全球化运营。2024 年公司海外收入占比达 50%，业务已覆盖亚、欧、美、澳、非等五大洲，向全球亿万用户群体提供成套家电产品与家庭场景解决方案。

本篇案例重点分析公司斥资约 55.8 亿美元现金对美国制造业巨头 GE（通用电气）家电业务板块的收购交易，该交易在并购方案选择、并购风险防范、并购执行效率方面具有较强的借鉴意义；整合后标的板块两年内扭亏为盈，成为公司北美市场的核心增长引擎。从历次交易及整合来看，海尔智家的并购之路并非单纯追求规模扩张，而是具有鲜明的战略导向性。在其“全球化”与“高端化”的双轮驱动战略下，每一次并购都旨在补强其全球布局中的关键一环，获取其稀缺的品牌、技术或渠道资源，最终目标是实现从“出口创汇”到“海外创牌”的彻底转变。

交易的背景和目的 ▷

自 2008 年全球金融危机爆发以来，世界各国持续吸引外资以振兴经济，跨国企业内部产业布局开始调整，部分限制产业领域开始逐步对中国开放。同时，中国经济进入了“新常态”。在“供给侧改革”和“产业转型升级”的压力下，中国政府出台了一系列优化并购重组行为的利好政策，中国企业“走出去”的愿望日益强烈，对海外市场、高端产品、技术和人才的需求日益增长。

（一）国内市场乏力，完善全球布局

房屋需求增速的下降，直接影响到家电市场的更新需求和新增需求，国内家电市场2014年以来增速下降。2013年度、2014年度和2015年1-9月，海尔智家股份有限公司（以下简称青岛海尔或海尔智家）营业收入分别为866亿元、888亿元和626亿元。

在国内市场“内生性增长”乏力的情况，为实现进一步发展，青岛海尔坚持“全球化下的增长”战略，收购了海尔集团在亚洲、欧洲、中东、非洲以及美国等国家地区的海外白电业务并受托管理Fisher&Paykel Appliances Holdings Limited（斐雪派克）相关资产。但是，从2015年中报数据看，其来自于海外的销售收入仅占总收入的13%，无论是规模还是比重都低于美的和格力，继续收购则可能会大大改善海尔海外收入的规模与比重，进一步向美国高端成熟市场进行“外延式拓展”。2015年1-9月通用家电实现营业收入46.58亿美元，其中约90%来自于美国市场。通用家电在美国家电市场占有率近20%，是全美第二大家电品牌。交易完成后，青岛海尔可通过资源共享迅速打开并深入美国市场，有利于公司国际化发展的步伐加速进行。

（二）产业转型升级，引入优势资产

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

（三）发挥协同效应，提升盈利能力

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

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

从研发实力看，通用家电研发团队逾600人，在全球拥有4个研发中心，分别位于美国、中国、韩国和印度。青岛海尔位于中国、日本、新西兰、德国的研发中心可与通用家电研发中心进行全球研发资源共享，研发能力的壮大提升决定了未来公司整体的产品竞争力。

本次交易完成后，青岛海尔将通过一系列整合计划的实施，借助销售网络互补、采购成本节约、技术及研发优势共享等方式，实现近百亿元的收入协同（约占2014年度双方合计收入总额的8%左右），以及超过10

亿元的成本节约协同（约占 2014 年度双方合计采购总额的 2% 左右），最终有望带来约 15 亿元的利润协同。

2016 年收购美国通用电气家电业务案例简况 ▷

（一）方案概要

2016 年 1 月 14 日（美国东部时间），青岛海尔与通用电气签署了《股权与资产购买协议》，青岛海尔拟通过现金方式向通用电气购买其家电业务相关资产，交易金额约为 54 亿美元。该笔交易创下当时中国家电业最大海外并购纪录，成为 2016 年中国资本市场最引人注目的海外并购案例之一。

（二）交易各方

1．收购方——青岛海尔

青岛海尔是全球最大的白色家电制造企业之一，在国内市场，公司 2014 年冰箱、洗衣机、热水器等产品份额继续保持行业第一，空调产品市场份额位居第三；在全球市场，根据欧睿国际（Euromonitor）调查数据显示，海尔大型家用电器 2014 年品牌零售量的全球市场份额为 10.2%，第六次蝉联全球第一，海尔冰箱、洗衣机、冷柜、酒柜的全球零售量继续蝉联全球第一。公司持续整合集团的海外资产，并引入全球顶级私募股权投资机构 KKR 作为公司战略投资者，促进公司在厨电业务、卡萨帝品牌业务、U+ 业务等方面的发展，为国际化战略进一步夯实基础。

2012-2014 年，青岛海尔的总资产分别达到 496.88 亿元、610.93 亿元、750.06 亿元，年增长率分别为 22.95%、22.77%；营业收入分别为 798.57 亿元、866.06 亿元、887.75 亿元，年增长率分别为 8.45%、2.50%；归属于母公司股东的净利润分别为 32.69 亿元、41.74 亿元、49.92 亿元，年增长率分别为 27.68%、19.60%。2014 年底公司资产负债率为 61.18%，毛利率为 27.52%。

2．出售方——通用电气

通用电气是一家多元化工业和金融服务公司，产品和服务范围广阔，工业板块涉及发电和水处理、航空、运输、石油天然气、医疗、能源管理、电器与照明等；金融服务业务范围涉及商业贷款和租赁、个人贷款、信用卡等。近三年来，公司不断进行业务调整，逐步剥离缩小电器和金融板块，向航空、能源以及医疗设备等核心工业板块倾斜。目前，公司正积极发展工业互联网，致力于结合数字技术以及在航空、能源、医疗等领域的专业优势，向全球一流的数字化工业企业转型。2014 年末，通用电气的资产总额达到 6,483.49 亿美元，营业总收入达到 1,485.89 亿美元，净利润达到 153.45 亿美元。

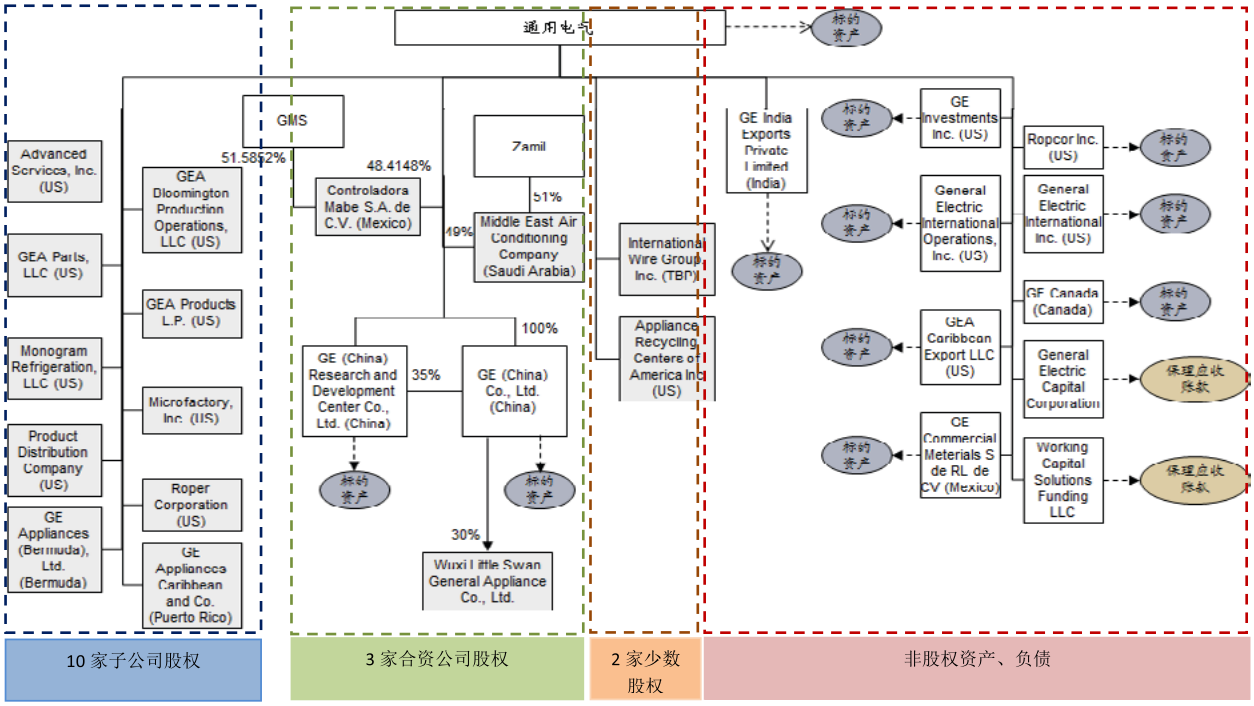
（三）交易标的

交易标的包括与通用电气家电业务相关的非股权资产、股权、相关负债等。

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

股权资产包括 10 家全资子公司股权、3 家合资公司股权及 3 家参股公司少数股权。承接的负债主要是与拟转让资产相关的全部负债，大部分应交税费、递延所得税和付息债务已剥离。

本次交易拟购买的标的资产结构如下图所示：



交易标的财务信息按照 GE 编制财务报表时所采用的会计政策编制，这些会计政策符合美国公认会计原则的相关规定，并以美元作为列报货币。交易标的最近两年一期未经审计的财务数据如下表所示。

交易标的主要财务指标表

单位：百万美元

项目	2015 年 9 月 30 日	2014 年 12 月 31 日	2013 年 12 月 31 日
资产总额	3,535	3,238	2,881
负债总额	1,642	1,398	1,437
所有者权益合计	1,892	1,840	1,444

单位：百万美元

项目	2015 年 1-9 月	2014 年度	2013 年度
营业收入	4,658	5,908	5,783
EBITDA	374	405	365
EBIT	223	200	176

（四）交易估值和作价

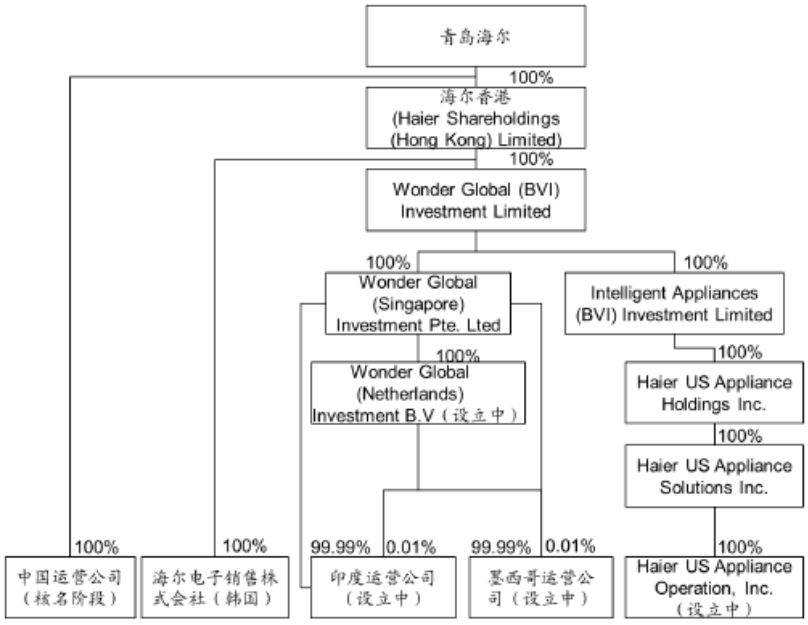
本次交易作价 54 亿美金，相关价格是青岛海尔在综合考虑并全面评估目标资产的资产状况、盈利水平、品牌、技术和渠道价值等因素的基础上确定的，采用了可比公司法和可比交易法两种方法进行估值。

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

（五）交易架构

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

青岛海尔拟设立的境外架构图示如下图：



2016 年收购美国通用电气家电业务交易的特点

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

（一）上市公司直接收购标的资产

一般而言，海外并购的交易结构主要有以下三种：一是上市公司直接收购或者通过设立境外子公司收购境外标的资产，该种模式最为简单，能够最大程度地节省成本，但是对上市公司的资金实力要求较高，而且严格的上市公司停牌期限规则使得在规定时间内完成交易存在一定的困难；二是大股东或并购基金先收购境外资产，然后注入上市公司体内，该种模式下上市公司采用股份支付更为方便，可以在一定程度上缓解资金压力，而且在收购标的阶段不需要面对上市公司监管机构的问询或者审核，但是可能产生比较高的中间成本，而且以大股东为收购方的，向上市公司注入资产时，还可能承担业绩承诺的义务；三是上市公司参股并购基金，并购基金先收购标的公司，然后由上市公司获得标的的控制权，该种模式下上市公司可通过并购基金提前了解目标企业，储备与培育战略业务，形成上市公司与项目公司之间的缓冲带，而且由于上市公司只需付出部分出资，且根据项目进度逐期支付，无需占用上市公司过多的营运资金，可以降低上市公司的资金压力有所减轻，但是这种模式下，上市公司的监管和信息披露成本和融入基金带来的成本也比较高。

本次交易中，青岛海尔抓住通用电气的关键要求设计收购方案，并采用了简单快捷的第一种交易结构，最终竞标成功。由于标的资产对青岛海尔的未来发展极具战略意义，且体量较大，以上市公司为主体直接收购标的有利于降低并购风险，确保交易成功。首先，以上市公司为主体可以避免因同业竞争问题带来的额外监管审批要求。将海尔集团作为主体有可能因同业竞争问题带来相对更多的境内外监管审批的要求，反而拖慢交易进程，增加收购的不确定性。其次，采用以上市公司为收购方一步到位的方案可以避免重复交易和不确定性。通过集团收购 + 注入上市公司“两步走”的方式虽然可以降低上市公司的现金压力，但是资产所在地主要在美国，且体量较大，海尔将来在资产注入过程中就必须考虑估值、对价、税务、监管审批、二次整合等诸多问题，而且收购控股股东资产构成关联交易，还可能面临同业竞争、关联交易公允性、必要性的质疑和证监会、股东大会的审议风险，如果采用股权作为支付方式可能还需要面对摊薄中小股东收益的问题。因此，从海尔的角度来看，以上市公司为收购方更加符合效率原则，能够降低整体交易风险，更符合全体股东的利益。

（二）采用现金直接收购，且资金准备较为充分

此次收购采用现金方式支付，现金类并购重组目前证监会已经授权交易所通过信息披露监管的方式进行监管，使得并购审核流程简化，大大提升审核效率。由于彼时规则限制，中国企业开展海外并购直接以中国公司股权作为支付对价往往存在障碍，而且基于流动性和我国严格外汇管理环境的考虑，出售方往往也不愿意接收股权对价，因此目前境外并购支付方式仍然以现金为主。因此无论是从效率还是风险可控的角度来看，现金收购都更适合本次交易。

此外，青岛海尔作为上市公司，融资成本较低，且资产负债率不高，在取得银行融资支持时能够取得更加优惠的融资成本以及更为宽松的融资条款，相应的融资结构也更加灵活：青岛海尔可以选择将部分收购贷款置于标的层面，通过标的资产现金流偿还贷款，也可以发挥上市主体的优势，通过发挥资本市场资源配置作用以优化资本结构。

本次交易资金来源为青岛海尔自筹资金及通过申请并购贷款等多种融资方式获取的资金。国家开发银行向青岛海尔全资子公司 Haier US Appliance Solutions Inc. 提供一笔相当于所购买资产实际交割金额 60% 或 33 亿美元（孰低）的长期贷款。青岛海尔和海尔集团作为担保方为本次并购贷款提供全额担保。青岛海尔自有资金情况也比较好，截至 2015 年 9 月 30 日，青岛海尔账面现金及现金等价物约 240 亿元，融资后资产负债率也小于 70%，具备现金收购的条件。

（三）并购交易流程控制妥当

竞标性交易对于买方的执行效率和执行能力具有非常严格的要求，需要明确的时间表并保证实施。青岛海尔对整个并购流程的控制较好，并进行了充分的尽职调查和事前安排，以提高交易确定性，降低并购失败风险。本次交易过程中可能涉及的主要环节和风险包括市场环境变化导致的主要合同条件变化、融资安排、反垄断审查、监管审批以及青岛海尔作为一家上市公司的股东大会审议风险。青岛海尔为了将风险降低到可控范围内，做了一些事前准备工作，一是在融资方面，海尔取得了两家银行的融资承诺函，其中包括一家外资银行，以证明收购资金的确定性；二是反垄断审批方面，海尔联合律师团队对收购后市场份额做出预判以确保交易不会受到美国监管方面的阻挠；三是在境内监管审批方面，海尔与境内相关监管机构做了预沟通，事先了解监管要求，做好了充分的监管报批准备；四是在股东大会投票方面，海尔首先取得了海尔集团、KKR 等主要股东的支持承诺，并统计了往年股东大会的投票结果以证明投票结果的可预见性；五是在交割方面，海尔通过过往丰富的收购整合经验，向 GE 证明本次交割将顺利完成。

（四）竞标性收购的利益平衡

本次交易是典型的竞标性收购，竞标性收购在海外并购中是一种常见方式。

竞标性收购的主要特点为：第一、卖方为获得较高的交易价格和更好的合同条件，往往会吸引多个竞标

方参与竞标，买方竞争相对激烈，合同谈判相对弱势；第二、竞标过程中，卖方通常发出一到两轮竞标要约，不断筛选出最合适的买方；第三、一旦发出要约，竞标到交易的整个过程具有严格的时间限制，需要各方及时作出反应；第四、竞标结果尚未确定之前，买方和卖方往往都具有较高的保密要求。

竞标性收购中，卖方筛选竞标人最主要的考虑因素是交易的确定性、价格和执行效率，其中确定性是最主要的考虑因素，并非出价最高就一定能够竞标成功。而中国企业由于文化不同、信息不对称、政府审批等原因，在交易的确定性上不占优势，往往通过支付高溢价或者高额“分手费”来增加卖方的信任度。因此，收购方应当采取措施尽量减小收购中的不确定性。青岛海尔的本次并购交易约定了高昂的“分手费”的条款，根据双方签署的《股权与资产购买协议》，若本次交易未通过所涉及的反垄断审批，则终止费金额为 2 亿美元，若本次交易未完成所需的中国监管机构备案、或未获得青岛海尔股东大会批准，则终止费金额为 4 亿美元，根据草案披露的信息，青岛海尔 2014 年归属于母公司股东的净利润为人民币 49.92 亿元，两类终止费分别接近青岛海尔归属于母公司股东净利润的 1/4 和 1/2，一旦违约将给青岛海尔带来重创。

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

（五）交易对价高于评估值的合理性

青岛海尔本次收购 GE 家电业务的交易作价 54 亿美元大幅高于出让方底价 33 亿美元，也大幅高于 A 股市场对该类资产的估值范围，因此在财务上并非“抄底”型收购。但是对被收购企业的估值除了考虑被收购企业的独立价值，还应当考虑收购带来的协同效应，即被收购企业对收购方所具有的价值，收购方根据其特定目的对被收购资产进行评估，进而产生独立价值之上的溢价，因此，相同的资产面对不同的投资者，其价值可能是不同的。而本次交易的战略意义在于 GE 家电 90% 的业务收入来自于美国，100 多年历史的品牌资源造就了忠实的用户群，本次交易不仅稳固了海尔在全球家电市场的地位，也可以与 GE 实现产品、供应链、销售网络等方面的协同效应。

反过来，协同效应有时候也会促使资产出售方降低价格。据悉，本次 GE 竞价中青岛海尔并非出价最高的一方，但 GE 同样看重青岛海尔作为收购方产生的协同效应及对其品牌价值提升的意义，最终青岛海尔获得了 GE 董事会的一个推荐票，导致青岛海尔成为最终的胜出者。

协同效应作为资产溢价的重要因素，是并购的基础。协同效应也是最受认同的企业并购动机理论。该理论认为，企业通过合并产生协同效应达成的结果，通常能够减少成本和增加收入。协同效应具体表现为三种效应：一是管理协同，两家管理水平不同的企业通过并购重组活动完成合并，合并后的企业管理效率水平明显高于合并前两家企业的管理水平之和。二是经营协同，并购后企业经营效率、经营业绩的提升明显大于合

并前两家企业的经营业绩之和。三是财务协同，企业并购重组活动对企业财务管理方面带来诸如避税、财务指标提升等各类改善。

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

与同行业并购相较，多元化并购的效果则不确定性更高。从数据结果看，目前我国市场的多元化并购能够助推企业“做大做强”，但持续时间较短，仅为三年。美国的并购史也表明，相当一部分多元化并购在未来几年显示出增长乏力、盈利下降等“后遗症”，以至于下一次并购浪潮时，将上一次多元化产业进行剥离。因此，要警惕未来年度多元化并购的负面影响集中爆发。对一些主业尚可、以概念炒作为主的盲目多元化并购，监管应通过加大重组问询力度，强化信息披露等方式提高并购要求。

（六）境外标的资产财务信息披露豁免

根据《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组》规定，有关财务报告和审计报告应当按照与上市公司相同的会计制度和会计政策编制，如不能披露完整财务报告则应当解释原因，并出具对相关资产财务状况、经营成果的说明及审计报告。

实务中，跨境交易审计进场时间较晚，境内外在行业监管制度、税费政策、劳工制度等方面存在较大差异，要求目标公司交割前出具按照中国会计准则编制的财务报告及审计报告存在一定难度。为兼顾交易效率和投资者信息需求，按照实质重于形式原则，实务中上市公司在草案时豁免披露以我国会计准则为基础编制的财务报告和审计报告，遵循如下原则处理：

首先，考虑到我国会计准则与国际财务报告准则、美国公认会计准则等已基本趋同，如目标公司财务报告及审计报告采用国际会计准则、美国公认会计准则等与我国会计准则基本趋同的会计准则为基础编制，可基本满足草案披露和投资者理解需要。实务中允许上市公司适当延后以我国会计准则为基础编制的财务报告及审计报告披露时间，可以在兼顾信息披露质量和投资者需求的同时提高海外并购交易效率。

其次，上市公司原则上需要披露不同会计准则下目标公司财务数据的差异调节表。因未能在重组草案披露时进场审计，确实难以准确计算目标公司所采用会计准则和我国会计准则之间的重大差异并编制差异调节表的，在两地准则基本趋同的情况下，可在草案披露时以差异鉴证报告代替差异调节表，说明目标公司采用准则与我国会计准则间的差异，不涉及具体金额计算。

再次，如在某些行业其他地区会计准则与我国会计准则差异较大，不披露以我国会计准则为基础编制的

财务报告和审计报告，投资者对相关财务信息易产生误读，影响信息传导和决策判断的，应由会计师出具差异调节表，说明主要差异情况，并就财务报告和审计报告是否在所有重大方面公允反映目标公司的财务状况、经营成果和现金流量，差异事项是否真实、准确、完整出具鉴证意见。

最后，公司需要在草案中承诺披露以我国会计准则为基础编制的财务报告和审计报告的具体时间。原则上应在目标公司过户完成后 3 个月内披露，但因目标公司体量较大等特殊原因确实无法在 3 个月内披露的，最迟不晚于目标公司过户完成后 6 个月内披露。从实践情况看，多数上市公司基本能在交割完成 6 个月内披露相关财务报告。

此外，若上市公司适用豁免情形，在股东大会审议重组方案阶段，投资者将主要依赖海外会计师事务所提供的财务报表做出决策。为保证财务信息的真实性，相关事务所应当具备出具报告对应的能力及良好信誉。

后续交易情况 ▷

（一）2019 年收购意大利 Candy 家电公司

1. 交易简要情况

2019 年 1 月，海尔智家通过境外全资子公司海尔欧洲支付 4.75 亿欧元（折合人民币约 38.05 亿元）收购 Beppe Fumagalli、Aldo Fumagalli 及 Albe Finanziaria S.r.l 合计持有的意大利欧洲著名家电制造商 Candy S.p.A100% 的股份，以获得 Candy 集团旗下的 Candy、Hoover、Rosières、Obermeyer 等品牌资产，以及其覆盖欧洲的销售网络和生产基地。

Candy 公司成立于 1945 年，旗下五大板块包括洗衣机、独立式嵌入式厨房电器、小家电、冰箱和售后服务与其他业务，2017 年实现净收入 11.6 亿欧元。其中，洗衣机板块是 Candy 公司收入的最主要来源，约占整体收入的 49%。Candy 公司业务遍布欧洲、中东、亚洲及拉美等地区，拥有位于欧洲和亚洲的六大专业生产基地、超过 45 个子公司和代表处，以及 2,000 多个售后服务中心与 6,000 余名服务专员。

2. 并购目的及可行性

经过十几年的自身发展，海尔品牌已经在欧洲逐步扎根并可以与欧洲当地品牌相抗衡，同时也在俄罗斯布局了冰箱和洗衣机工厂，但在整体的运营能力、嵌入式家电（约占 50%）、西欧供应链等方面与欧洲老牌家电企业还有一定的差距，同时，海尔物联网时代的战略转型在欧洲的落地也需要联合当地有一定战略契合度且有一定规模数量的用户基础，通过建立动态的追踪漏斗体系，能满足以上要求的且在可预见的将来有可能进入流程的只有 Candy 一家。

进入物联网时代，Candy 也明确了智慧家电的战略，目前，市场上销售的 60% 的洗衣机都是智能的，其占欧洲整体智慧家电的份额超过 60%。在自身发展过程中，特别是近几年家电行业的并购（2014 年惠而浦并购欧洲的盈德喜；同一年，博世收购博士西门子家电；2016 年海尔收购 GE Appliances 等），Candy 现在的股东逐渐认识到：Candy 需要借助一个更大的平台以巩固和提升其市场地位，实现更大的发展。Candy 在智慧家电战略、整体运营能力、用户基础、品牌布局和供应链方面与海尔存在很大的协同和契合。

一是生态扩展，补全欧洲市场最后拼图。在此次收购前，公司已通过自有品牌和并购日本三洋、美国通用、新西兰斐雪派克等完成了在亚洲、美洲、大洋洲的布局，唯独在欧洲市场的份额相对薄弱。Candy 公司是欧洲领先的家电企业之一，拥有强大的分销网络和较高的品牌知名度，特别是在洗衣机、厨电等品类。此次收购使公司瞬间获得了欧洲市场的成熟渠道和品牌影响力，是其全球化布局的关键一步。

二是看重智能家居技术与品牌矩阵价值。Candy 集团在当时已具备较强的智能家电连接技术（例如其开发的“Candy Simply-Fi”物联网平台），这与海尔智家全力推行的“智慧家庭”战略高度契合，为其在欧洲市场推广物联网家电提供了现成的技术平台。Candy 旗下的多品牌矩阵（如高端品牌 Rosières、大众品牌 Candy、德国品牌 Obermeyer 等）使公司能在欧洲市场实施 “多品牌、全覆盖”的战略，精准面向不同消费层次的用户群体。

三是“轻量级”整合，协同效应显著。相较于收购美国通用，对 Candy 的收购规模更小，但战略意义重大。公司采取了保留其运营独立性的整合策略，主要注入资金、全球供应链和研发资源，并将其纳入海尔的全球采购和研发平台，以快速实现成本协同和效率提升。

3. 协同效应的发挥

2018 年，海尔和 Candy 公司合并销量分别占全球大型家电、独立式制冷设备和家用洗衣机市场的 15.1%、22.7% 和 19.8%（据欧睿国际统计）。整合后，海尔在欧洲市场的收入规模和市场份额实现了持续增长。Candy-Hoover 品牌在欧洲主要国家的洗衣机、厨电等细分市场排名保持前列。协同效应释放，通过纳入海尔的全球采购平台，有效降低了原材料采购成本；共享研发资源，推出了更多符合欧洲用户需求的创新产品；海尔优化了 Candy 的全球生产基地布局，提升了生产效率。Candy 的智能家电连接技术与海尔智家的“智家云”平台深度融合，加速了海尔全屋智能解决方案在欧洲市场的落地和推广。

此次交易与海尔在全球各个市场实现引领的战略紧密契合。受益于海尔和 Candy 公司的品牌组合和产品平台的高度互补性，整合后的公司将满足细分市场对不同价位的产品组合的需求，为欧洲及全球用户提供可持续的美好生活解决方案。Candy 公司旗下品牌 Candy、Hoover 及 Rosières 与海尔、GE Appliances、Fisher& Paykel 一同作为海尔核心国际品牌，在各自的细分领域及各自拥有领导力的市场中，打造海尔全球消费者首选品牌的地位。清晰的市场定位有效避免了内部竞争，实现了对用户群体的全方位覆盖。

对 Candy 公司的收购是海尔智家全球化战略中一次精准而成功的“补强型”并购，它以相对较小的代

价快速补全了欧洲版图，并通过有效的整合释放了协同效应，成为海尔全球收入增长的重要引擎之一。

（二）2024 年收购美国 CCR

1. 交易简要情况

2024 年 10 月，海尔智家以 7.75 亿美元（折合人民币约 54.76 亿元）收购开利集团（Carrier Refrigeration Benelux B.V.）旗下商用制冷业务开利商用制冷（Carrier Commercial Refrigeration，简称“CCR”）。此次收购使海尔智家首次布局面向企业的制冷业务，并整合了 PROFROID、Celsior、Green&Cool 等品牌资源，强化了其在 B 端市场的竞争力，从家用制冷扩展到商用制冷，布局全球大冷链战略。

2. 交易特点

一是确立全球商用制冷龙头地位。此次收购是海尔智家向高增长、高利润的 B2B 领域战略转型的关键一步。开利商用制冷业务（CRB）在全球超市便利店、食品服务等垂直领域拥有领先的技术、品牌和客户基础。收购完成后，海尔智家将一举成为全球规模最大、覆盖最全的商用制冷解决方案提供商，极大补强了其在冷链物流、商超零售等场景的综合解决方案能力。

二是获取顶级品牌与核心技术。交易涵盖了开利商用制冷业务旗下的多个知名品牌，这些品牌在欧美市场拥有极高的认可度和客户忠诚度。海尔智家将获得包括低碳节能技术、智能化控制技术在内的全套商用制冷核心技术，显著提升其技术壁垒和产品竞争力。

三是协同效应显著。标的在欧洲和北美市场实力雄厚，而海尔商用制冷在亚洲和中东市场增长迅速，两者结合形成了完美的全球市场覆盖。海尔旗下的海尔生物医疗（688139.SH）在生物安全低温存储领域是龙头，此次收购将强化其在商用存储领域的横向拓展，形成从医疗科研到商超零售的完整冷链生态。通过纳入海尔的全球采购平台和供应链体系，预计将产生显著的成本协同效应，提升合并后业务的盈利能力。

3. 后续进展

对开利商用制冷业务的收购，是海尔智家 2024 年最为重磅的战略动作。CCR 的收购助力海尔智家大冷链战略推进，拓展了海尔在商用制冷领域的业务版图，为公司欧洲市场发展提供有力支撑的同时，进一步促进亚太等地区商用制冷业务发展。它远超出一项财务投资，是一次深刻的产业补强和生态扩张。通过此次收购，海尔智家不仅获得了梦寐以求的全球顶级 B2B 品牌、渠道和技术，更将其业务边界从家用电器、生物医疗低温存储，成功拓展至更广阔的商用制冷全领域，为其在物联网时代的持续增长奠定了坚实的基础。

（三）2024 年收购南非百年热水器品牌 Kwikot

1. 交易简要情况

海尔智家于 2024 年 12 月完成对瑞典企业伊莱克斯旗下“ESA”公司 100% 股权的收购，核心资产为南非百年热水器品牌 Kwikot，交易金额 24.5 亿南非兰特（折合人民币约 9.8 亿元）。

Kwikot 是南非本土百年品牌（创立于 1903 年），主营电热水器、太阳能热水器等产品。2017 年，瑞典企业伊莱克斯以 31.8 亿南非兰特收购 Kwikot，本次因战略调整决定出售其非洲业务，海尔智家借此机会快速切入当地市场。Kwikot 的盈利能力较好，2023 年相关业务净销售额约为 19 亿南非兰特（折合人民币 7.5 亿元）。

2. 交易特点

一是深化“非洲本土化”战略。此次收购并非旨在获取全球性品牌，而是针对特定关键市场的“精准打击”。Kwikot 是南非家喻户晓的国民品牌，拥有超过 85 年的历史，在当地市场占据领先地位。此举完美体现了海尔“在非洲，为非洲”（In Africa, For Africa）的本土化战略。通过收购本土强势品牌，海尔能最快速地触达并赢得本地消费者的信任，规避了新品牌进入的文化和市场壁垒。

二是产品线与产能的即时扩充。Kwikot 的核心产品是电热水器、太阳能热水器和热泵，这极大地补强了海尔在非洲市场的热水解决方案产品组合，使其能够为不同收入阶层和能源条件的家庭提供全方位选择。收购资产包括 Kwikot 位于南非的生产基地，这意味着海尔不仅获得了品牌和渠道，还获得了本地化的制造能力，有利于降低成本并灵活响应市场需求。

三是渠道和品牌协同效应凸显。Kwikot 拥有覆盖南非及其周边国家的强大分销网络和零售渠道。海尔可以立即将这些渠道为其所用，快速渗透其旗下的冰箱、洗衣机、空调等全系列产品。

四是经营业绩的有效补充。海尔智家在以南非为代表的中东非市场经营数据表现不佳，增速有下滑迹象。2023 年年报显示，公司中东非市场 2023 年交易收入为 19.3 亿元，不足总营收 1 个百分点，五年来首次录得负增长。

3. 后续进展

后续，公司将保留 Kwikot 的品牌、管理团队和员工，确保业务的连续性和稳定性。此次收购显著增强了海尔在非洲市场的整体竞争力，使其从一个主要依靠自有品牌打市场的参与者，转变为一个拥有深厚本土根基和多品牌矩阵的“本地化巨头”，为其在非洲市场的长期增长提供了强大引擎。本次交易规模不大，但战略意义深远，是海尔全球化思维从“大规模并购”转向“精准本土化”的又一典范。通过将百年本土品牌纳入麾下，海尔不仅巩固了其在非洲市场的地位，更为其全球水产业生态增添了重要一块拼图。

案例点评

截至目前，海尔智家借助跨境并购实现了财务表现与市场份额的跨越式成长，商业版图持续拓展，全球业务规模和市场份额快速提升，营收从 2011 年的 736 亿元增长至 2024 年 2,860 亿元，归母净利润同步大幅增长，海外收入占比从 13% 提升至 50%。公司海外业务已经进入良性发展期，成功实现了多品牌、跨产品、跨区域的全球化布局。2024 年，公司在全球主要区域大家电市场中，在亚洲市场零售量排名第一，市场份额 25.9%；在北美洲排名第一，市场份额 24.5%；在澳大利亚及新西兰排名第一，市场份额 15.9%；在西欧排名第三，市场份额 8%。

海尔智家的并购核心逻辑在于：一是战略先行、目的明确，每一次收购都紧密围绕其全球化和高端化的顶层战略，绝非盲目扩张。二是尊重品牌，协同发展。海尔创造了“人单合一”模式下的“沙拉式”文化融合体系，保持被收购品牌的独立性和特色，只注入海尔的管理哲学和资源平台，激发其活力。三是研发与制造协同，全球采购、研发、制造平台的共享，显著降低了整体运营成本，提升了效率。

海尔智家的并购之路并非单纯追求规模扩张，而是具有鲜明的战略导向性，遵循了从“规模化”到“精细化”、从“品牌全球化”到“生态全球化”、从“硬件思维”到“场景思维”的并购思路。海尔的并购策略从规模化扩张进一步深化为品牌高端化与生态化转型，其核心思路可概括为通过并购全球顶级品牌，完成高端布局与研发升级；通过并购细分赛道龙头，构建智慧家庭生态。并购目的不再仅是拥有国际品牌，更是将这些品牌纳入其全球研发、制造和供应链体系，并为其“智家云”生态注入全球化的产品与服务能力。在其“全球化”与“高端化”的双轮驱动战略下，每一次并购都旨在补强其全球布局中的关键一环，获取其稀缺的品牌、技术或渠道资源，最终目标是实现从“出口创汇”到“海外创牌”的彻底转变。

海尔智家的多年并购征程，是中国企业从“产品出海”到“品牌出海”，再到“生态出海”的教科书级案例。它通过一系列精准、有序的产业并购，不仅实现了规模的几何级增长，更完成了全球资源（品牌、技术、渠道、人才）的战略性配置。其经验表明，成功的跨境并购必须以清晰的战略为罗盘，以包容的文化整合为压舱石，最终通过全球协同效应实现企业价值的跨越式提升，在全球市场树立起一面中国品牌的旗帜。

复星医药：
并购印度注射剂龙头 Gland Pharma 布局全球仿制药市场

案例简介 ▷

复星医药（证券代码：600196.SH、2196.HK）是一家创新驱动的全球化医药健康产业集团，通过系统性并购整合全球资源，构建覆盖研发、生产、商业化的全产业链生态。

2010 年前，复星医药的并购重点在国内，整合了包括重庆药友（仿制药）、桂林南药（抗疟药）和万邦医药（胰岛素）在内的一批具备细分领域优势的制药企业。自 2012 年在香港上市后，复星医药加速国际化步伐，其海外并购与合作主要聚焦于制药、医疗器械和分销网络三大领域：2012 年，公司参与美中互利私有化及器械业务重组；2013 年，公司并购以色列能量源医疗美容器械公司 Alma Laser 并推动其作为首家以色列企业在香港实现 IPO；2016 年，公司完成对印度 Gland Pharma 的收购，创当时中国药企最大海外并购纪录；2017 年，收购法国药品分销商 Tridem Pharma，与美国 Kite 合资成立复星凯特（现复星凯瑞），收购瑞典呼吸机器械公司 Breas；2020 年，投资入股德国 BioNTech；2023 年，通过 Gland Pharma 间接收购欧洲制药企业 Cenexi。

复星医药践行“4IN”（创新、国际化、智能化、整合）战略，而跨境并购正是实现这一战略目标的核心手段之一。在复星医药众多跨境并购案例中，对 Gland Pharma 的收购仍是迄今规模最大、收益最显著的单笔交易，后续将以此交易为分析重点探讨其跨境并购情况。

交易背景及目的 ▷

（一）复星医药“外延式扩张、整合式发展”的发展战略

上海复星医药（集团）股份有限公司（以下简称复星医药）在全球范围内积极筛选与核心业务协同的优质标的，重点关注医疗器械、创新药企及国际分销平台领域。此类并购不仅为资本布局，更旨在突破技术瓶颈、

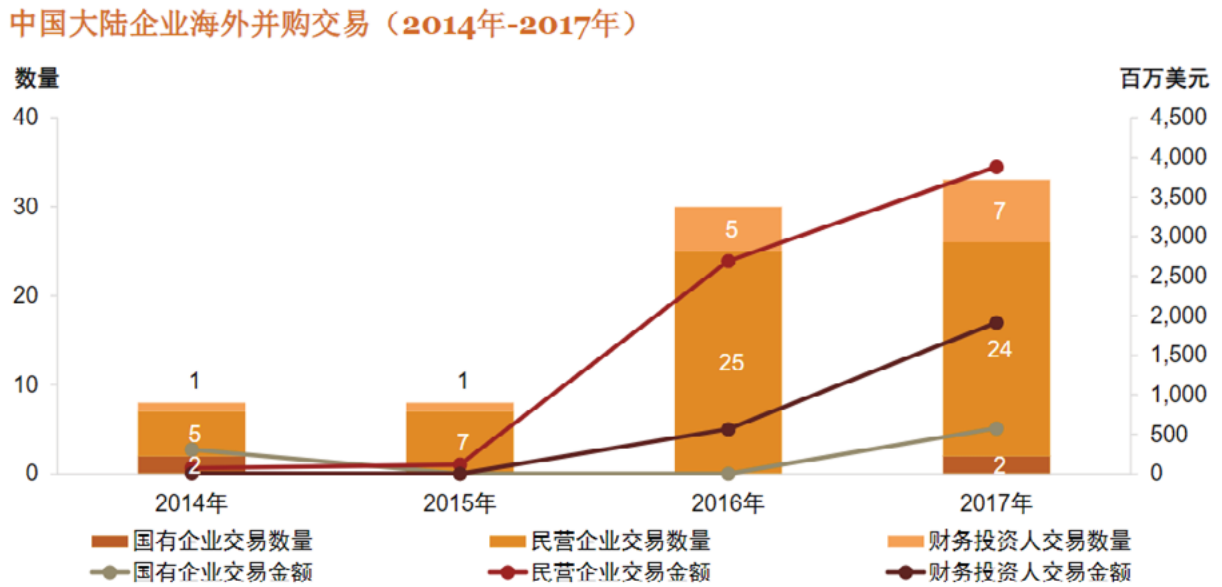
拓展全球市场渠道、获取国际化资质，从而加速跨越国际竞争壁垒。

收购完成后，公司通过系统性整合强化产业协同：（1）融合海外先进技术与国内产业基础；（2）借助并购标的打通研发 - 生产 - 销售的全球链条；（3）保留标的原有管理团队，同时注入复星医药自身优势资源，以“全球化运营 + 本地化执行”策略释放协同潜能。

复星医药以资本为纽带高效布局全球稀缺资源，并通过深度整合融入自研体系与营销网络，构建“并购 - 协同 - 价值跃升”的正反馈循环。这一战略以全球化并购合作与产业链整合为核心驱动力，通过外延扩张快速获取技术、市场与国际平台优势，最终依托整合式发展实现业务协同与价值链升级。

（二）2016 年前后第一轮中国药企出海并购热潮

2016 年前后，中国医药企业掀起了一轮规模空前的海外并购热潮，交易金额激增、目标领域多元化，战略意图也从单纯的资源获取转向国际化布局。普华永道报告显示，2016 年中国药企的海外并购交易数量和金额均较上年显著攀升，相关数据如下图所示：



来源：汤森路透.投资中国及普华永道分析

除复星医药外，多家本土药企也在同期完成了大额跨境并购，例如：（1）华润集团联合麦格理于 2016 年以 17 亿澳元从 KKR 手中收购了澳大利亚癌症服务供应商 Genesis Care；（2）人福医药于 2016 年 5 月以 5.5 亿美元收购两家美国企业；（3）绿叶制药于 2016 年 11 月以 2.45 亿欧元收购瑞士 Aciono 公司的透皮释药业务；（4）三诺生物于 2016 年 1 月以 2.73 亿美元收购美国尼普洛诊断有限公司。

（三）上市公司与标的公司优势互补，有利于发挥产业协同效应

复星医药的核心优势在于创新药研发能力、中国市场的成熟渠道网络以及高效的资本运作经验；而 Gland Pharma 的核心竞争力则体现在高质量仿制药（尤其是注射剂）的规模化生产能力、国际认证（FDA/EMA）以及欧美市场的注册申报专业能力。双方协同可实现显著互补：Gland Pharma 成熟的国际合规体系与全球渠道网络，有效对接复星医药在中国市场的资本资源配置能力。

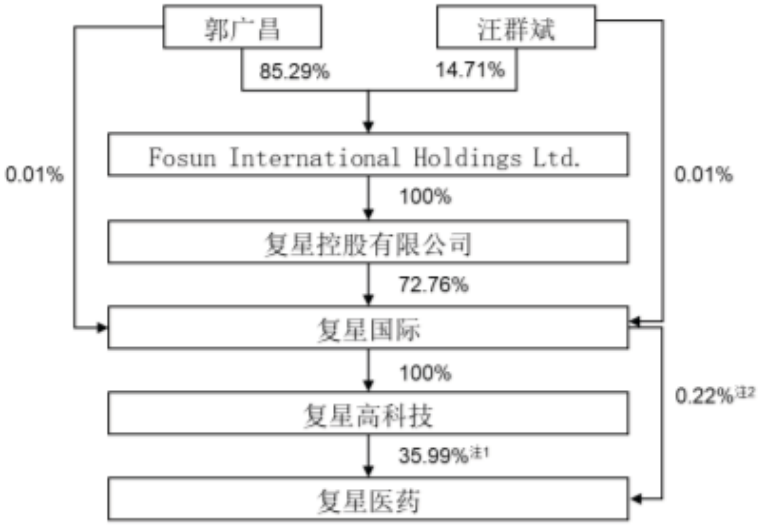
通过整合复星医药在研发、资金和本土市场的优势与 Gland Pharma 在生产工艺、国际认证及海外市场的专长，此次合作不仅有利于降低复星医药管线产品出海的风险与成本，更强化了其对全球供应链的稳定管控。此次交易帮助复星医药向全球医药产业链中高附加值的“规范化市场生产与销售”环节延伸，提升了其在全球价值链中的分工地位。双方的协同效应不仅将加速复星医药自有产品进入欧美市场的进程，也将推动 Gland Pharma 产品在中国市场的落地，实现双向市场拓展。

交易方案与过程 ▷

（一）收购方——复星医药

复星医药成立于 1994 年，1998 年于上交所主板上市。作为植根中国、创新驱动的全球化医药健康产业集团，公司直接运营制药、医疗器械、医学诊断及医疗健康服务业务，并通过参股国药控股覆盖医药商业领域。

公司控股股东为上海复星高科技（集团）有限公司（以下简称复星高科技），实际控制人为郭广昌。复星医药 2024 年年报披露的股权结构如下图所示：



复星医药 2016 年、2017 年及 2024 年的主要财务数据如下：

单位：亿元

项目	2024 年 12 月 31 日 /2024 年度	…	2017 年 12 月 31 日 /2017 年度	2016 年 12 月 31 日 /2016 年度
总资产	1,174.61	…	619.71	437.68
归母净资产	472.61	…	253.27	221.90
营业收入	410.67	…	185.34	146.29
归属于母公司股东的净利润	27.70	…	31.24	28.06
经营活动产生的现金流量净额	44.77	…	25.80	21.10

复星医药国际化程度较高，截至 2024 年末，复星医药海外资产 250.14 亿元，占总资产的比例为 21.30%，2024 年海外收入 112.97 亿元，占比 27.51%。

（二）交易标的——Gland Pharma

Gland Pharma 成立于 1978 年，总部位于印度海德拉巴，主要从事注射剂药品的生产制造业务。Gland Pharma 是印度第一家获得美国 FDA 批准的注射剂药品生产制造企业，并获得全球各大法规市场的 GMP 认证，其业务收入主要来自于美国和欧洲。

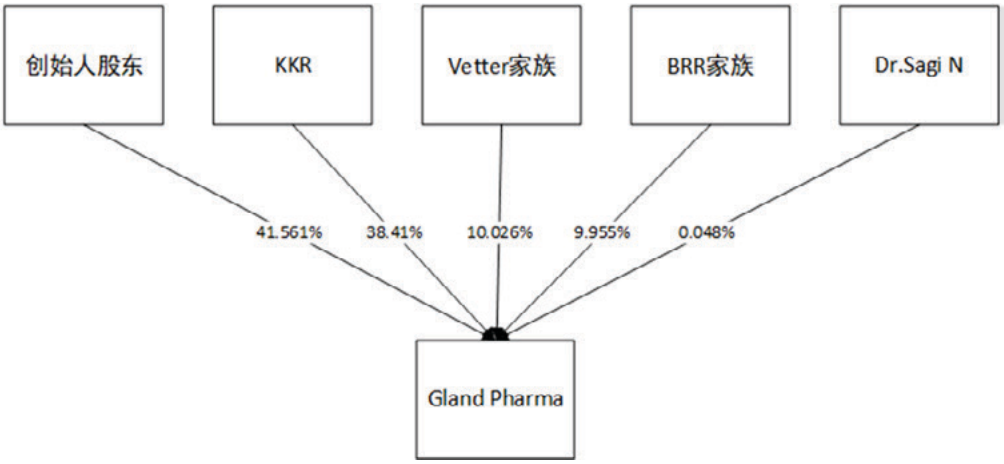
Gland Pharma 通过共同开发、许可引进等方式，为全球各大型制药公司提供注射剂仿制药品的研发生产制造服务等。截至收购前，核心产品包括：肝素钠、依诺肝素钠注射液、万古霉素、重组人胰岛素等。

财务数据方面，截至 2016 年 3 月 31 日，Gland Pharma 的总资产为 20,863 百万卢比、所有者权益为 16,771 百万卢比、负债总额为 4,092 百万卢比；2016 财政年度，Gland Pharma 实现营业收入总额 13,575 百万卢比、税前利润 4,591 百万卢比、净利润 3,136 百万卢比。

（三）交易方案

1. 整体方案

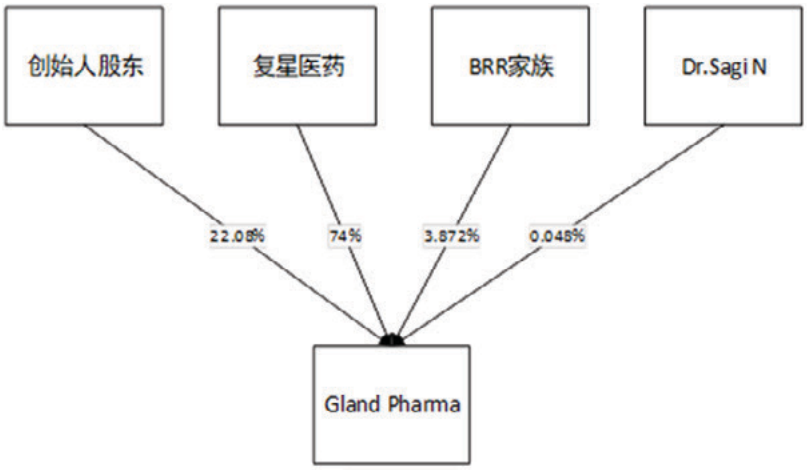
本次交易前，Gland Pharma 的股东包括创始人股东（由 Dr. Ravi 家族、其控制的公司及其管理的信托）、私募股权投资机构 KKR、Vetter 家族、BRR 家族以及 Dr.SagiN，具体比例如下图所示：



交易前 Gland Pharma 股权结构图

本次交易中，复星医药收购 KKR 及创始人股东合计持有的约 57.891% 的股权，收购 Vetter 家族持有的 10.026% 的股权。此外，公司认购标的公司增发的若干数量可转换优先股，待前述购买股份交割时，由标的公司回购并注销现有股东 BRR 家族持有的约 6.083% 股比的股份，同时将已持有的可转换优先股将按照 1:1 的比例转换为标的公司的普通股，该转换后的股份约占 6.083%。

交易完成后，KKR、Vetter 家族整体退出，而创始人 Dr. Ravi 家族则继续保留部分股权并留任董事会 / 管理层成员。这样的安排既保证了复星医药取得控股权，又维持了标的公司经营的稳定性，为后续整合创造了条件。本次交易后，Gland Pharma 股权结构图如下：



交易后 Gland Pharma 股权结构图

2. 交易作价及或有对价安排（Earn-out）

复星医药本次收购的总对价不超过 10.91 亿美元，支付方式为现金，资金来源为公司自有资金及自筹资金。本次收购总对价中包括约定产品获批的或有对价，根据本次交易安排约定，若 Gland Pharma 的依诺肝

素产品于 2018 年 12 月 31 日前获得美国 FDA 批准并实现上市或销售，收购方需在随后两年内或至 2019 年 12 月 31 日前（截至日以较早的日期为准），按照依诺肝素产品的季度毛利 50% 向创始人股东支付对价，总额上限为 2,500 万美元。若未在规定期限内获批或实现商业化，则无需支付该部分对价。

估值方面，标的公司的企业价值参考 Gland Pharma 2016 财年经审计 EBITDA（截至 2016 年 3 月 31 日止），估值倍数约 16 倍，最终确定目标企业整体价值约 13.5 亿美元。该估值也对标了彼时全球注射剂制造行业的并购案例，同类型企业估值区间约为 12–22 倍 EBITDA。尽管在本次收购推进过程中虽然方案经多次修订，收购比例和总价有所下降，但整体估值基准未发生实质性变化，仍以 2016 财年的 EBITDA 为核心参考指标，并保持在国际同业并购的合理区间。交易最终在 10.91 亿美元的上限内完成，未超过参考企业价值。本次收购方案设计中，也针对不同股东的退出价格作了差异性安排，其中收购创始股东和 KKR 持有股份的存在一定的控制权溢价，交易价格每股不超过 96.872 美元、收购 Vetter 家族持有股份的交易价格每股不超过 64.537 美元。

（四）实施过程

本次交易的主要实施过程如下：

时间	重要事项
2016 年 5 月	复星医药向 Gland Pharma 现有股东提交非约束性收购要约， 拟参与竞购 Gland Pharma 股权
2016 年 7 月	复星医药董事会审议通过收购 Gland Pharma 股权的议案，公司披露对外投资公告
2016 年 9 月	复星医药股东会审议通过收购 Gland Pharma 股权的议案
2017 年 3 月	披露进展公告，披露已完成中国有关部门批准和美国反垄断申报，并经印度外国投资促进委员会（FIPB）审议，尚需印度经济事务内阁委员会（CCEA）进一步审核批准
2017 年 9 月	董事会审议通过调整方案的议案，降低收购比例。降低比例后，无需提交印度外国投资促进委员会（即 FIPB）、印度经济事务内阁委员会（即 CCEA） 审核批准。
2017 年 10 月	完成资产交割

本次交易的特点和难点 ▷

（一）跨境审批复杂，方案多轮修订

本次交易涉及中国发改委、商务部及外管局的核准，以及印度竞争委员会（CCI）的反垄断审查和印度

储备银行（RBI）的外资备案。2016 年 6 月，印度政府将医药行业外资直接投资（FDI）审批的上限定为 74%，超过该比例的收购需报送内阁经济事务委员会（CCEA）审批。复星医药最初于 2016 年 7 月宣布收购意向，初始方案拟收购 86.08% 股权，超出上述比例，触发了当时 CCEA 审批标准，导致交易落地多次延期。漫长的等待和不确定性不仅消耗双方精力，也增加了交易变数和潜在的成本。为降低落地风险，复星医药在修订方案中将收购比例调整至 74%，刚好处于 FDI 的审批范围，大大简化了审批流程，最终于 2017 年 10 月 3 日顺利完成交割，Gland Pharma 成为复星医药的控股子公司并纳入合并报表范围。

（二）为创始股东提供多元化退出选择

本次交易安排赋予创始人股东一定的退出选择权：自标的股权交割满一年起的一年内，创始人股东可要求收购方以不超过 3.55 亿美元的价格受让其所持剩余股权。同时，若交割后第二年至第五年间 Gland Pharma 未能完成 IPO，且收购方同意授予，创始人股东可再次行使选择权，要求收购方按市场公允价值受让其剩余股权；若新选择权生效，前述 3.55 亿美元选择权即自动终止。该安排既为创始人家族提供了灵活的退出机制，也在一定程度上体现了收购方的长期承诺。收购完成后，复星医药成功推动 Gland Pharma 于 2020 年在印度上市。

（三）产业协同与市场互补效应显著，市场化交易下形成共赢

此次交易为复星医药带来的产业链协同效应尤为显著，复星医药旗下拥有完整的肝素原料药产业链，可以为 Gland Pharma 的肝素钠、依诺肝素钠注射液等核心产品提供优质且成本更低的原料药供应。这种垂直整合不仅降低了 Gland Pharma 的生产成本，提高了产品竞争力，还增强了供应链的稳定性和安全性。同时，复星医药旗下已有的 FDA 认证生产线可以作为 Gland Pharma 产能的有效补充，进一步提升规模效应。

同时，双方在产品研发方面形成了良好的互补效应。Gland Pharma 专注于仿制药注射剂领域，拥有强大的仿制药研发能力和丰富的产品管线；而复星医药在创新药、生物类似药以及单抗药物研发方面具有明显优势。收购完成后，复星医药旗下的生物药、EPO、胰岛素及单抗产品可以通过 Gland Pharma 的注册平台快速进入美国和印度市场，Gland Pharma 的 ANDA 品种也能通过复星医药的渠道进入中国市场，可实现研发资源的双向流动和共享。

本次并购完成后，Gland Pharma 的业绩 [按印度财年口径] 实现快速增长。从收入来看，收购后的首个完整印度财年实现收入 16,717 百万卢比、税后利润 3,211 百万卢比；到 2022 财年实现收入 44,007 百万卢比、税后利润 12,117 百万卢比。

（四）多维度风险管控机制的灵活应用，降低交易风险

本次交易实施过程中 , 复星医药通过一系列制度性安排共同构建了跨境并购交易的“风险缓冲带”，在

复杂多变的政策与市场环境下确保了交易的顺利推进。一是在交易推进层面，灵活调整交易方案。针对外资审批不确定性，复星医药主动将收购比例从 86% 下调至 74%，有效降低了 CCEA 审批的风险，提高了交易落地的确定性。二是在作价层面，通过灵活的条款设计平衡估值风险，降低了市场化风险。为应对依诺肝素在美上市的不确定性，交易特别设置了最高不超过 2,500 万美元的或有对价安排，并与产品商业化后的毛利表现挂钩。该机制在一定程度上实现了风险共担和平衡买卖双方预期，为中国药企跨境并购估值风险平衡提供了参考。三是在后续整合方面，平衡不同股东诉求。本次交易中，Gland Pharma 的创始人家族由于公司经营状况良好，保留了部分股权未作出售，以期分享标的公司未来的成长。复星医药选择保留创始人家族少量股权并继续留任董事会 / 管理层成员，既尊重了原股东的利益诉求，也为后续平稳整合奠定了基础。与此同时，财务投资者 KKR 和 Vetter 家族实现了完全退出，BRR 家族亦保留小部分股权，满足了各方核心利益。此类“控股 + 合伙”安排既保障了复星医药控股权，又维持了标的公司经营的稳定性，为后续整合创造了有利条件。

案例点评：近十年中国医药行业跨境并购趋势 ▷

复星医药收购 Gland Pharma 完成近 10 年，回望此笔交易，其财务回报相当可观。复星医药初始投资上限为 10.91 亿美元，已于 2020 年 Gland Pharma IPO 及 2024 年分别通过部分股权减持累计回收约 40 亿元人民币。此外，目前复星医药仍持有 Gland Pharma 51.83% 的控股权，按最新市值计算，对应价值约 130 亿元人民币，显著超越初始投资成本。

经过十年发展，除复星医药外，中国医药行业也发生了迅猛的变化，跨境并购领域也发生了诸多变化。中国医药行业的跨境并购已从单一资源整合进阶为技术主导、生态构建的全球化战略布局。

（一）从资源获取到技术卡位

中国医药行业的跨境并购模式正经历显著转变，从传统的资源与市场导向模式转向创新驱动的技术与生态系统整合。在传统模式下，企业通常通过收购成熟产品线来快速获取国外先进的药品、生产资质或销售渠道资源，例如本案例中复星医药收购 Gland Pharma；同时，为满足地域扩张需求，一些公司通过收购实现本地化布局，如迈瑞医疗收购德国 DiaSys 公司。

近几年来，战略重心已明显转向创新驱动，不再局限于成熟产品线，而是聚焦于临床后期管线、AI 平台、基因治疗技术等前沿领域。此外，投资方式也发生多样化，除传统并购外，还包括财务投资，参与方不仅涵盖产业方如药明康德和康龙化成，还涉及投资机构如红杉中国、高瓴资本和五源资本等。这种投资转型后，推动技术嫁接、平台赋能以及协助管线与国际大型医药公司（MNC）的资源对接等方式，以强化整体生态系统。

（二）从技术引进到全球输出

随着中国医药产业技术实力的提升和国际化战略的深化，跨境并购方向发生了反转：过去中国药企多以收购海外技术或资产为主，而 2023 年后跨国药企反向收购中国创新药企的案例激增，例如阿斯利康于 2023 年以 12 亿美元全资收购 CAR-T 企业亘喜生物、BioNTech 于 2024 年以 9.5 亿美元收购普米斯生物并获得了其 PD-L1/VEGF 双抗管线。

此外，授权出海（License-out）领域也出现爆发式增长，2024 年中国药企达成 94 笔海外授权交易，总金额达 523 亿美元，同比增长 24.5%，典型案例包括百利天恒将 EGFR/HER3 ADC 新药授权给 BMS 并实现创纪录的 8 亿美元首付款、礼新医药向默沙东授权 PD-1/VEGF 双抗 LM-299 并达成 5.88 亿美元首付款。Newco 模式也逐渐兴起，本土药企与海外资本成立合资公司，共享收益并分散风险，典型案例如恒瑞医药以 GLP-1 管线置换美国 Hercules 公司 60 亿美元潜在收益。

（三）依托跨境并购与多元国际化路径，中国药企加速向跨国药企（MNC）演进

全球医药行业呈现高度集中态势，辉瑞、罗氏、诺华等头部 MNC 通过持续研发投入与并购整合巩固核心领域优势。中国药企正通过创新研发、国际化合作与跨境并购等多元路径，逐步缩小与 MNC 的差距，向全球化运营迈进。

其中，恒瑞医药（600276.SH）作为 License-out 领军企业，达成多笔重磅创新药海外授权，2025 年 7 月与葛兰素史克达成创纪录的潜在总额 120 亿美元的授权合作；百济神州 (688235.SH) 凭借泽布替尼“自主出海”创下 2024 年全球销售额 26 亿美元的业绩，海外收入占比持续提升；百利天恒（688506.SH）的 Iza-bren 成为全球唯一进入 III 期临床阶段的 EGFR×HER3 双抗 ADC 药物，领跑双抗 ADC 领域；本案例中的复星医药则通过自主创新和全球资本运作双轮驱动，在国际市场形成了一定竞争力。

尽管中国药企在营收规模与全球渠道布局上仍与头部 MNC 存在差距，但依托创新管线、灵活的战略合作模式及政策资本双轮驱动，本土 MNC 的诞生已进入加速周期。相信在不久的未来，上述公司中一定会出现一家或者多家中国本土的 MNC 公司。

紫金矿业：
系列并购跨境布局海外金矿资源

案例简介 ▷

紫金矿业（证券代码：601899.SH、2899.HK）是一家在全球范围内从事金属矿产资源勘查和开发的大型跨国矿业集团。过去十年间，紫金矿业不断推进国际化战略，持续进行海外并购，标的遍布欧洲、中亚、非洲、南美和大洋洲等地。紫金矿业已从一家国内矿企成长为全球知名的大型跨国矿业集团，成为中国控制有色金属矿产资源最多的大型矿业公司，在全球铜、金、锂等战略性矿产资源领域占据重要地位。

2020 年以来，紫金矿业分别收购了位于四个国家的四个重大黄金矿山项目，交易总对价合计约 26 亿美元。本篇案例重点分析公司 2020 年通过私有化多伦多交易所公司圭亚那金田并购奥罗拉金矿、2023 年收购苏里南罗斯贝尔金矿这两次交易；前者主要体现跨境并购的复杂性与策略性，后者则凸显了战略时机的把握与资源整合效能。

跨境并购矿产资源的交易背景 ▷

（一）响应“走出去”战略与“一带一路”倡议

自 2000 年以来我国持续鼓励企业“走出去”，紫金矿业集团股份有限公司（以下简称紫金矿业）紧跟政策节拍，启动国际化战略，开启国际化发展的尝试；2013 年“一带一路”倡议提出后，紫金矿业进一步走出国门，参与国际分工和资源配置，成为紧跟国家战略步伐的矿产资源开发先行者。公司与“一带一路”沿线国家积极开展战略合作，共同进行矿产资源开采，将成熟的管理经验、开采技术、人才储备与沿线地区优质的矿产资源相结合。

（二）国内资源禀赋不足，转而向海外拓展

矿业是能源和工业的主要原料，与国家经济和产业安全高度相关。我国是全球最大的矿产资源消费国，

消费了全球 40%-50% 的基本金属，但我国金属矿产资源总体呈现“总量大、人均少、品位低”的特点，金、铜等战略性矿产对外依存度较高。而国际市场矿业企业背景多元，并购市场规模庞大、交易活跃、机会丰富，持续释放的优质资产为紫金矿业提供了多样化的标的库，使紫金矿业能够选择与自身契合的标的。

通过海外并购的方式，紫金矿业可以快速、高效扩大资源储备规模，输出技术手段与管理理念，为被并购标的赋能。在此背景下，紫金矿业面向全球配置资源，着力打造全球竞争力。

（三）避开从零自建风险，通过并购快速获取资源

直接并购相对成熟的矿业资源有两点优势，一是减少前期投入和风险，如预探、详探、可研、环评、建设等耗费时间和成本的必要步骤，同时避免承受项目开工前大宗商品价格波动、汇率波动等不确定性影响；二是直接继承原标的公司的各类许可、批文及协议，用持续税收、稳定就业和基础设施升级对冲地缘政治摩擦，显著降低征地、罢工、舆情等隐性成本。

紫金矿业买入已验证的储量，并在交割后迅速将资源转化为收入、利润与现金流，通过国际并购市场实现低风险、快投产、高回报的扩张态势，持续巩固公司矿业巨头地位。

私有化多伦多交易所上市公司，收购奥罗拉金矿 ▷

2020 年以来，紫金矿业分别收购了位于 4 个国家的 4 个重大黄金矿山项目，交易总对价合计约 26 亿美元。标的基本情况如下：

出售方	项目所在地	项目名	签约时间	交割时间	对价
大陆黄金股份有限公司（Continental Gold Inc.）	哥伦比亚	武里蒂卡金矿	2019 年 12 月	2020 年 3 月	13.3 亿加元 /10 亿美元
圭亚那金田有限公司（Guyana Goldfields Inc.）	圭亚那	奥罗拉金矿	2020 年 6 月	2020 年 8 月	3.23 亿加元 /2.4 亿美元
IAMGOLD Corporation	苏里南	罗斯贝尔金矿	2022 年 10 月	2023 年 2 月	3.6 亿美元
纽蒙特公司（Newmont Corporation）	加纳	阿基姆金矿	2024 年 10 月	2025 年 4 月	10 亿美元

项目名	交易时资源量 (1)	紫金矿业持有权益
武里蒂卡金矿	金资源量 353 吨	69.28%
奥罗拉金矿	金资源量 178 吨	100%
罗斯贝尔金矿	金资源量 217 吨	95%
阿基姆金矿 (2)	金资源量 172 吨	100%

注：(1) 100% 资源量，为探明、控制、推断级别总计数，含储量；(2) 包括约 83 吨被归为储备的地采资源量。

（一）交易对方及出售背景

加拿大圭亚那金田有限公司（Guyana Goldfields Inc.，以下简称圭亚那金田），是一家多伦多证券交易所的上市公司（TSX:GUY）。其核心资产为南美洲圭亚那共和国的奥罗拉金矿项目，该金矿 2016 年投产后一度收益显著，助力圭亚那金田市值超过 10 亿美元。但随后，一方面矿山现场管理弱化，导致采矿贫化严重、生产成本上升，另一方面矿石入选品位下降，双向挤压导致矿山盈利急剧萎缩，公司现金流紧张，甚至影响到对露采剥离的后续投入等重要资本开支，公司股价从 2019 年开始下跌，至 2020 年初时，叠加疫情对资本市场的影响，公司市值相对高峰期跌幅达 90%。

圭亚那金田的投资者对该公司经营和股价表现非常不满，公司 CEO 在两年的时间里三度被撤换。这种情况下，出售该公司对主要投资者而言成了一个选项，管理层因而向市场发出信息，寻求战略投资者甚至出售公司本身。

（二）交易标的及核心资产奥罗拉金矿

圭亚那共和国政治形势总体稳定，法律体系较为完备，是近年加勒比地区经济表现最好的国家之一，奥罗拉金矿位于圭亚那首都乔治城西约 170 公里处。

奥罗拉金矿的采矿权颁发于 2011 年 11 月 18 日，面积 58 平方公里，期限 20 年。根据圭亚那矿业法，采矿权到期后可以申请延长不超过 7 年。矿山于 2016 年实现商业化生产，2016-2019 年黄金产量分别为 4.7 吨、5.0 吨、4.8 吨及 3.87 吨。奥罗拉矿山自投产以来都是露天开采，根据规划将从 2021 年转入地下开采。地采开拓工程已于 2018 年开始实施，因受疫情和资金短缺影响，收购时处于停工状态。

根据圭亚那金田 2020 年披露的 NI43-101 报告，奥罗拉金矿剩余服务年限为 14 年，选厂处理量为 7,500 吨 / 日，原矿品位 2.7g/t，金回收率 92.4%，年均产金 14.7 万盎司（约 4.57 吨），其中 2022 年至 2026 年地采平均年产金 17 万盎司（约 5.27 吨）。金矿储量、资源量情况如下：

类别	矿石量（万吨）	金品位（克 / 吨）	金金属量（吨）
储量			
证实	188	2.03	3.83
概略	2,397	2.75	65.88
证实 + 概略	2,585	2.70	69.67
资源量			
探明 + 控制	3,760	3.15	118.69
推断	2,590	2.28	59.13

注：资源量包括储量，以上数据按 1 盎司 =31.1035 克换算。

圭亚那金田主要财务数据如下：

	2019 年度	2018 年度
收入	174,218	187,890
净利润	-263,340	5,367
	2019 年 12 月 31 日	2018 年 12 月 31 日
总资产	163,624	476,395
总负债	41,707	91,003
净资产	121,917	385,392

注：2019 年度出现大幅亏损主要由于：1）经营活动收益下降；2）对矿权、厂房、设备等计提 2.35 亿美元的资产减值。

（三）交易方案简介

紫金矿业与圭亚那金田于 2020 年 6 月签署《安排协议》，紫金矿业通过境外全资子公司金山香港（紫金在境外投融资和运营的重要平台，主要从事对外投资和贸易业务）在加拿大的全资子公司，以每股 1.85 加元的价格，以现金方式收购圭亚那金田现有全部已发行且流通的普通股，本次收购的交易金额约为 3.23 亿加元（约合人民币 16.99 亿元，2.41 亿美元）。收购完成后，公司将持有圭亚那金田 100% 股权，圭亚那金田于交割完成后 1-3 个交易日内从多伦多交易所退市。

本次收购依照《安大略省商业公司法》规定的安排计划生效实施，圭亚那金田需在 2020 年 7 月 31 日或之前召开股东大会，获得圭亚那金田特别股东大会上所行使的表决权总数的 2/3 批准通过。除股东大会批准外，本次交易还需获得相关监管机构和加拿大相关法院批准，并满足同类性质交易的其他惯常交割条件。

同时，金山香港与圭亚那金田签署《贷款协议》，金山香港向圭亚那金田提供 3,000 万美元的有担保贷款，年利息 12%，主要用于满足项目运营资金和流动资金需求。

（四）交易特点与难点

1. 精准把控交易规则和惯例，实施多轮竞标

（1）紫金首轮接洽

2020 年 3 月，紫金正式启动投资该公司的工作，并直接与该公司管理层接洽。根据该公司现金流面临断链，需要尽快获得注资的情况，公司于 2020 年 4 月初提交初步报价方案，提出了“定增注资 + 抵押贷款补流 + 后续现金全面收购”的一揽子方案。

（2）Silvercorp 截胡

在紫金进行尽职调查期间，圭亚那金田与另一家加拿大公司 Silvercorp Metals 进行了实质性磋商，2020 年 4 月 27 日，圭亚那金田公告宣布与 Silvercorp Metals 签署有约束力的协议，进入独家谈判期。后者提出的“部分现金 + 部分换股”的收购方案，不仅收购溢价大幅高于紫金，且因其为加拿大公司，交易无需经过中国政府审批，确定性极高，因此获得了董事会支持。实践惯例中，卖方上市公司董事会往往同时和多家收购人接洽磋商并分别签订保密协议，相关报价、磋商、谈判等活动均在保密协议约束下秘密进行，因此各收购人之间、收购人与上市公司之间均存在信息差，此时就需要并购团队及时研判，报出方案。

（3）把控规则，保留机会

收购加拿大上市公司需遵循严格的规则体系，包括证交所的信息披露要求、《投资加拿大法案》的外资审核标准，以及“排他期”“更优方案”（Superior Proposal）、“董事信义义务”和董事会职责等诸多规范与惯例，在充分掌握规则和惯例的基础上，仍有许多运作与交易技巧发挥的空间。

比如本案中，根据加拿大有关《公司法》和多伦多证券交易所有关规则，上市公司的出售即便已经签署了有约束力的协议，在完成最后的法庭审核批准前，其他有意收购的各方仍然可以继续竞标，如果出现了“更优方案”，目标公司董事会基于“董事信义义务”，有责任重新考虑有关决策。这为紫金矿业留下了再争取的空间，同时也给其他竞标方提供了机会。

（4）Gran Colombia 入局

2020 年 5 月 11 日，另一家加拿大公司 Gran Colombia 黄金公司单方面在市场上公开提出更高报价，价格比 Silvercorp Metals 高出 50%，但其拟议交易结构较为复杂，附带一系列前置条件。由于 Gran Colombia 的前置条件给交易带来很大的不确定性，其方案不被圭亚那金田董事会视为“更优方案”而很快遭到拒绝。但是，Gran Colombia 的公开介入使得市场热度明显升温，圭亚那金田的股价随之攀升。

（5）多轮博弈，最终成功

虽然标的公司的股价已经大幅上涨，紫金的技术和并购团队经过论证，认为收购该项目仍然具有巨大的价值提升空间，董事会迅速研究并提出对策，2020 年 5 月 14 日发出新的“全现金 + 过桥贷款”的全面收购方案，价格和条件比 Silvercorp Metals 和 Gran Colombia 更加有吸引力。

面对紫金发出的具有竞争力的收购方案，Silvercorp Metals 并没有放弃 , 而是根据与圭亚那金田签署的《安排协议》的有关条款，于 5 月 18 日修改方案，提出比紫金方案更优的价格。

紫金董事会对项目价值进行了再次论证，认为虽然交易作价大幅高于初始报价，但交易时仍是疫情高峰期间的股市低谷，最终报价也只有该公司股价高峰值的 25% 左右，且该项目为在产矿山，资源禀赋潜力大，仍是一宗高性价比的收购。因此，紫金决定继续策略性竞标，于 5 月 26 日发出第三轮报价，提出比 Silvercorp Metals 修改后方案更高的价格，并同时提供短期融资 + 签约后快速推进交割流程 + 承诺留用圭亚那本地员工等补充条件，确保形成“更优方案”。紫金这轮提交的方案被圭亚那董事会所接受，同时其他竞争方也无法在此基础上再提出更优方案，因此买卖双方正式进入交易条件条款谈判，并于 6 月 12 日签署协议。

2. 董事会果断准确决策，并购团队高效执行、专业应对

此次交易紫金从首次报价到收购方案获得圭亚那金田董事会接受历时将近两个月，期间进行 3 轮报价与调整，与 2 家本土对手进行多轮公开竞争，在规则允许的时间窗口保持与圭亚那金田管理层和董事会的有效沟通。董事会在决策时保持战略定力，准确判断、快速决策，在瞬息万变的跨国交易竞争中把握机会窗口。此外，并购团队的专业性与执行力为交易落地提供支撑，一是依据专业技术报告准确测算奥罗拉金矿资源潜力，二是在竞标时快速解析竞争方收购方案并发现突破点，结合标的及其股东需求针对性推出更优方案，三是与对外投资审批部门保持顺畅沟通，高效推进流程。

收购纽交所上市公司资产：苏里南罗斯贝尔金矿 ▷

（一）交易对方及出售背景

本次交易卖家为加拿大中型黄金公司 IAMGOLD（以下简称 IMG），总部位于多伦多，在纽约证券交易所（NYSE:IAG）和多伦多证券交易所（TSX:IMG）上市。IMG 旗下主要资产为 Essakane（布基纳法索）、罗斯贝尔金矿（苏里南）和 Westwood（加拿大）三座在产金矿及在建项目 Côté（加拿大），正常年份公司年产黄金超过 100 万盎司。

IMG 从 2019 年开始重点投资建设其位于加拿大安大略省的 Côté 金矿，力图将该矿山打造为其旗舰金

矿。由于外部公共卫生事件及自身管理不善，Côté 金矿建设进度大幅滞后预期，资本开支一再超过预算，叠加旗下其他在产矿山成本攀升、盈利走弱，IMG 从 2020 年开始盈利情况恶化、资金紧张，股价持续下跌。2021 年底，IMG 董事会对管理层进行了调整，新管理班子到任后，加大力度重点推进 Côté 金矿的开发建设。为覆盖 Côté 金矿开发建设的资金支出，IMG 于 2022 年二季度决定向市场公开出售其三大主要矿山之一的苏里南罗斯贝尔金矿项目。

（二）交易标的 RGM 及核心资产苏里南罗斯贝尔金矿

交易标的为 Rosebel Gold Mines N.V.（以下简称 RGM），RGM 拥有 2 个开采特许权和 9 个探矿权。

1. 开采特许权（苏里南罗斯贝尔金矿项目）

（1）Rosebel 矿区开采特许权：RGM 于 2002 年获得 Rosebel 矿区的开采特许权，期限 25 年，面积为 170 平方公里。Rosebel 矿区的开采特许权将于 2027 年 12 月份到期；根据《矿业协议》，Rosebel 矿权的开采特许权在到期后，将得以再延长 15 年。

（2）Saramacca 矿区开采特许权：RGM 于 2019 年 5 月获得 Saramacca 矿区开采特许权，面积为 49.75 平方公里，有效期至 2044 年 5 月。

苏里南罗斯贝尔金矿项目是南美洲最大的在产金矿之一，项目位于南美洲苏里南北部地区，首都帕拉马里博以南 80 公里，包括 Rosebel 矿区和 Saramacca 矿区，其中 Rosebel 矿区为主矿区，Saramacca 矿区位于 Rosebel 矿区西南约 25 公里。

Rosebel 矿区于 2004 年投产，Saramacca 矿区于 2020 年下半年投产，多年维持较好盈利能力。项目自 2004 年至 2021 年合计产金 565 万盎司（约 176 吨），年均产金 31.4 万盎司（约 10 吨），其中 Saramacca 矿区投产以来产金 16.8 万盎司（约 5 吨）。2019 年以来，因受到主矿区欠剥离、公共卫生事件、暴雨等因素影响，项目产量逐年下降，2019-2021 年项目按 100% 权益的金产量分别为 26.5 万盎司、24.5 万盎司、18.8 万盎司（约 8.2 吨、7.6 吨、5.8 吨），2022 年上半年实际黄金产量 11.2 万盎司（约 3.5 吨），生产经营有所好转。

截至 2021 年底，Rosebel 金矿项目（包括 12 个矿床以及低品位矿堆）按 100% 权益的总资源量为矿石量 1.96 亿吨，金金属量为 699.2 万盎司（约 217 吨），平均品位 1.11 克 / 吨，其中资源量超过 100 万盎司的有 4 个矿床。储量包括 7 个矿床及低品位矿堆，金金属量为 382.9 万盎司（约 119 吨），平均品位 1.09 克 / 吨。有关资源量具体如下：

矿区	类别	矿石量	金品位	金金属量
		千吨	克 / 吨	千盎司
Rosebel 矿区	探明 + 控制	150,550	0.99	4,790
	推断	16,051	0.88	455
	合计	166,601	0.98	5,245
Saramacca 矿区	探明 + 控制	23,166	2.03	1,515
	推断	5,966	1.2	233
	合计	29,132	1.87	1,748
总计	总计	195,732	1.11	6,992

注：（1）资源量边界品位根据各矿坑和矿石类型不同，在 0.18 克 / 吨金到 0.54 克 / 吨金之间；（2）资源量包括储量。

2. 探矿权

RGM 拥有 9 个探矿权，面积合计约 788.49 平方公里，目前均已完成延期。按照苏里南矿业法规，在矿业主管部门做出延期的决策之前，标的公司拥有的这些探矿权仍然有效。

（三）交易方案

上市公司通过境外全资子公司 Silver Source Group Limited 出资 3.6 亿美元（约合人民币 25.59 亿元，以 2022 年 10 月 18 日中国外汇交易中心公布的人民币汇率中间价 1 美元兑换 7.1086 元人民币折算），收购 IMG 持有的 RGM 95% 的 A 类股份股权和 100% 的 B 类股份股权。双方根据约定的程序和机制，计算交割净现金以及交割营运资金调整金额，并对总购买价款进行调整。

交割的主要先决条件包括：（1）获得关键监管审批，包括获得中国国家发改委、商务部和外汇管理局的批准、备案或登记，获得苏里南政府的同意等。（2）收到双方需要提供的交割文件，包括解除标的公司股权质押的文件、融资合同及商业合同项下的同意函、标的公司董事会批准本交易的董事会决议、IMG 债务的转让与承接协议等。（3）不存在限制或阻碍本交易成交的诉讼或程序等。

（四）交易特点与难点

1. 熟悉市场脉搏，抢抓短暂交易机遇

良好的并购机会并非只出现在全行业低谷，即使在行业上行期，上市公司也可关注并把握因个别企业经营问题导致的收购机会。

IMG 决定出售该项目的 2022 年第二季度时，黄金价格上涨已经持续相当一段时间，主要黄金矿业公司的股价也从疫情初期的低谷大幅反弹，全球最大黄金公司纽蒙特的股价在过去两年时间里上涨了 100%，IMG 自身的股价也在 4 月初达到 4 加元 / 股的相对高位，正常情况下并不会出售资产。但 IMG 生产运营管理不善，核心建设项目工期不断拖延，逐步陷入财务危机，投资者担心其资金链断裂而抛售股票，IMG 股价自 4 月中旬持续下跌，至 2022 年 10 月紫金矿业与 IMG 签约时，半年时间下跌近 60%，降至 1.4 加元 / 股的历史低位。正是在这种背景下，IMG 管理层决定加快出售罗斯贝尔金矿。IMG 的公司管理危机，给市场创造了收购其重大资产的机会，上市公司则牢牢把握住了这个黄金牛市里短暂出现的绝佳收购交易机会。

2. 挑选出现困境的在产矿山，并购后用技术和经验迅速提升现金流

罗斯贝尔金矿项目投产后多年维持较好的盈利能力，彼时的困境主要在于风险因素共振，导致采矿成本异常升高、产量下降。数据显示，项目 2017-2019 年黄金单位总维持成本分别为 931 美元 / 盎司、1,006 美元 / 盎司和 1,165 美元 / 盎司。而由于新冠疫情影响产量下降、剥离等资本性开支的增加，以及大宗原材料价格上涨等一系列因素，项目单位成本自 2020 年以来上涨，2020、2021 和 2022 年上半年黄金单位总维持成本分别为 1,224 美元 / 盎司、1,859 美元 / 盎司和 1,832 美元 / 盎司，侵蚀项目现金流。

上市公司通过自身积累的技术和经验，发现罗斯贝尔金矿在采矿方面有改进空间，如实施分层采矿降低采矿贫化率、运输车辆在采场工序的合理配置、采用更合适的设备、优化配件采购计划、采坑排放废石等措施，可有效降低采剥成本。上市公司预计，随着未来采剥量的提高及处理规模的加大，项目单位运营成本将会下降。

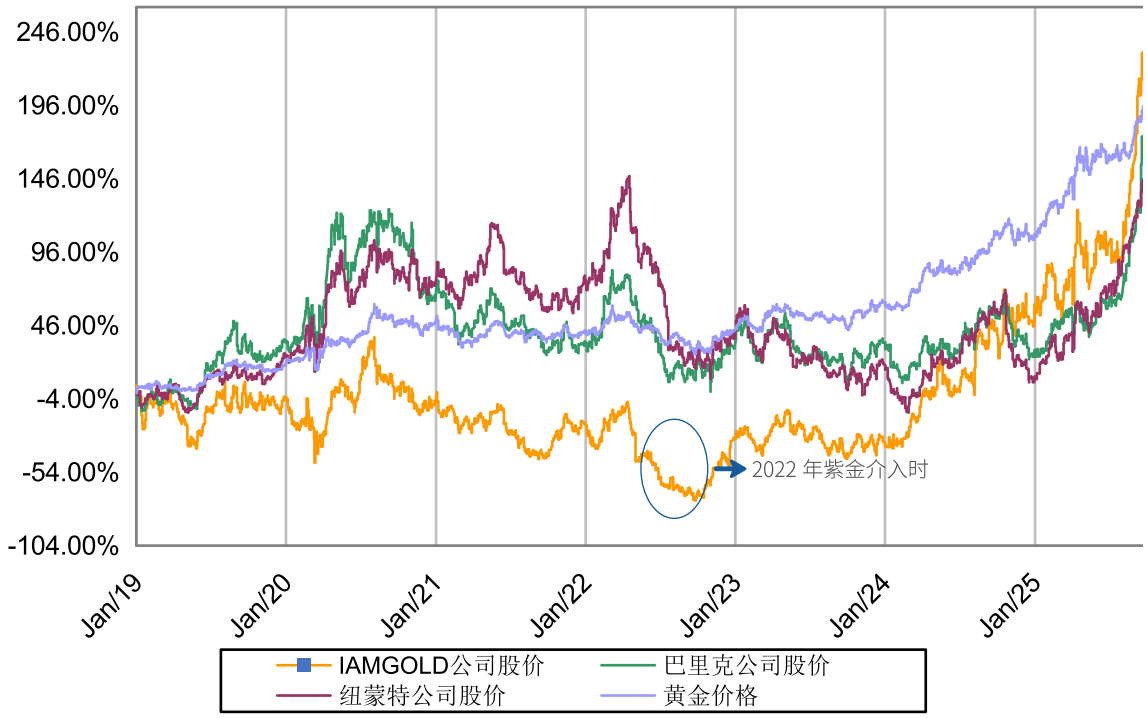
此外，在产矿山还有优势是，项目基础设施完备，后续无大规模的资本性支出。只要在采矿方面改进提升则可实现降本增收，收购与达产之间时间间隔短，用最小前置风险换取最快业绩兑现。

3. 各取所需，实现买卖双方共赢

对上市公司而言，罗斯贝尔金矿为优质资产，上市公司收购后在不到三年的时间里收回全部投资，交易的成功为紫金黄金板块提供了一个重要的增长点，该项目迅速成为紫金矿业一个主力黄金矿山。

对卖方 IMG 而言，一是在较短的时间里与紫金矿业达成交易并迅速交割，给其投资者带来了极大的信心支撑；二是出售罗斯贝尔金矿筹集了可观资金，后 Côté 金矿项目顺利投产。在信心恢复、资金充裕、矿山投产及黄金价格持续上涨的情况下，IMG 股价走出低谷、持续回升，截至 2025 年 10 月初攀升至超过 18 加元 / 股，3 年的时间里上涨 13 倍。

IMG 及其他主要黄金公司 2019 年以来股价走势图



案例点评

（一）聚焦主业、增强专业，准确识别标的质量、价值

紫金矿业成立于 2000 年 9 月，2003 年 12 月在香港联交所上市，2008 年 4 月在上交所主板上市，是大型跨国矿业集团，在全球范围内从事铜、金、锌、锂、银、钼等金属矿产资源勘查、开发和矿业工程研究、设计及应用等。

由于跨境交易的复杂性和所涉及的风险，收购方识别标的资产质量，准确给出估值的能力至关重要。尽管矿业项目的估值在国际上已经形成了一套为业界所普遍接受的评估模式，最核心的资源储量评估上基本可以依赖有资质的独立第三方根据国际标准编制的技术报告，但紫金矿业聚焦主业，多年来的海外投资并购都集中在金、铜、锌、锂等公司主营金属矿种上，公司在丰富的并购经验基础上形成的独立的评估体系和风险把控能力，是其能够持续进行跨境并购的关键要素和企业价值护城河。

上市公司在并购中，合理估值与得当的作价策略是能否达成交易、日后能否实现投资回报的关键，因此

需要熟悉标的资产情况，结合技术评估、市场行情、公司战略考虑、协同效应等因素进行综合考虑。

（二）因时而动，迅速把握交易机会

一方面，在金属矿业周期下行时，抓住标的市场价值被低估的时机进行并购，并在经济顺周期时快速占领市场。2015 年是大宗商品上一轮周期的低点，紫金矿业在矿业寒冬抓住有利时机积极实施海外并购，完成了波格拉金矿、卡莫阿铜矿收购，大幅提升了公司保有高品质金、铜资源储量和黄金产能。2018 年铜价、金价呈下行趋势，紫金矿业成功收购了塞尔维亚博尔铜业公司 63% 的股权，打开欧洲市场，并全面控制了塞尔维亚 Timok 铜金矿的上带矿 100% 权益和下带矿 60.4% 的权益，进一步增加铜、金储量。

另一方面，在行业上行期把握可能出现的个案机会。如 2022 年金价整体上行期间，紫金矿业通过把握交易机会，以高性价比收购罗斯贝尔金矿。

（三）技术管理并举，捡漏“问题资产”赋能提质

紫金矿业擅长购买“问题资产”，并运用自身技术手段、管理能力进行改造，最终使原本挑战重重的矿业项目，变为具有高盈利潜力的优质资产。例如博尔铜矿曾因投入不足或设备老化等原因，运营管理出现困难，紫金矿业引入先进技术、优化管理流程，使该矿重现生机。武里蒂卡金矿因非法采矿与暴力活动猖獗，政治与社会环境稳定性较低，紫金矿业收购后，与哥伦比亚政府有关部门签署了安全保卫协议，武里蒂卡金矿的黄金产量也逐年稳步增长；圭亚那奥罗拉金矿原为亏损停产企业，紫金矿业收购后实现当年复产并贡献效益；La Arena 金矿矿区海拔高，该金矿二期需采用浮选工艺处理低品位铜金矿，恰是紫金的专长领域，收购三个月后一期项目即实现满产。

（四）熟悉国际交易规则与惯例

上市公司实施跨境并购，核心并购团队必须熟悉国际交易规则与惯例，这样才能在复杂交易环境下，迅速准确做出决策。

就收购矿业权领域，一方面，规则上需要严格遵守证券监管、矿业法规以及信息披露标准，例如加拿大的 NI 43-101、澳大利亚的 JORC Code 和英国的收购守则等，此外加拿大要求外国投资者收购与加拿大公司有关的矿业资产时，需根据《投资加拿大法案》（Investment Canada Act）通过有关机构审核，涉及战略矿产的还可能触发国家安全审查；澳大利亚则要求，外国投资者收购矿产必须经由外国投资审查委员会（FIRB）批准，且在战略矿产领域审查标准更为严格。另一方面，惯例上，国际矿业并购已逐渐形成一系列行业共识，包括使用标准化的交易文件、设置风险分摊和价格调整机制，以及通过合理的法律、税务架构安排来平衡买卖双方利益等。中国公司在参与海外并购中，在遵循国际市场规则的同时，应结合东道国的监管要求和公司自身的战略目标，设计好合规路径与灵活结构，确保交易顺利落地。

洛阳钼业：
十年并购征程成就全球资源版图

案例简介 ▷

洛阳钼业（证券简称：603993.SH、3993.HK）的跨境并购始于 2013 年，以 8.2 亿美元收购澳大利亚北帕克斯铜金矿（NPM）80% 权益，标志着其国际化进程的第一步。2016 年是其并购关键年，公司接连以 15 亿美元收购巴西铌磷业务，以 26.5 亿美元获得刚果（金）TFM 铜钴矿 56% 股权。2018 年，公司收购金属贸易商埃珂森（IXM）100% 股权，布局全球供应链，同时参股印尼华越镍钴项目。2020 年，公司又通过获得刚果（金）KFM 铜钴矿 95% 股权，进一步巩固了钴资源的领先地位。期间，洛阳钼业成功从单一钼企转型为覆盖铜、钴、铌、磷等多矿种的全球巨头，营收较 2016 年增长 25 倍。至 2025 年，公司战略再度升级，斥资超 30 亿元人民币收购加拿大 Lumina 黄金公司，获得厄瓜多尔凯歌豪斯金矿，新增了黄金资源布局。

本篇案例重点选取 2016 年的两笔收购进行分析，并简要回顾其余收购交易，介绍收购境外矿产的难点与特点。本篇案例内容只是洛阳钼业发展历程的一个缩影，公司通过践行“逆周期收购”策略和构建“矿业 + 贸易”双轮驱动模式，经过多次并购整合，逐步打造了横跨五大洲、多矿种协同发展的资源版图，不仅满足了国内市场资源需求，更使公司成长为市值超 3000 亿元的全球矿业领军企业。

交易背景及目的 ▷

（一）交易背景

1. 资源安全与供需缺口

中国作为全球制造业中心，关键矿产对外依存度高企已成为产业链安全的重大挑战。其中，石油、铁矿石及铜矿等关键矿产资源对外依存度均超 70%。与此同时，新能源转型加剧了锂、钴、镍等战略金属的供需

矛盾，其中锂资源 76% 依赖进口，钴依存度高达 95%-98%，镍资源 86%-91% 需进口。这种高度集中的供应结构叠加地缘政治风险，进一步放大了产业链中断的隐患。

问题的本质在于我国资源禀赋不足与消费需求刚性增长的尖锐矛盾。我国 30 种主要矿产中半数储量低于世界平均水平，人均探明储量仅为全球的 58%。与此形成鲜明对比的是消费需求的刚性增长，国内资源供给能力难以匹配需求增速。

2.“一带一路”建设倡议

国家不断推进“一带一路”建设，通过政策支持、金融创新与国际合作多措并举，助力企业深度融入全球矿业产业链供应链。政策方面，简化境外投资审批流程，依托 RCEP 协定降低区域投资壁垒，并与共建国家续签合作备忘录，推动绿色可持续矿业合作。金融支持上，亚投行、丝路基金为矿业项目提供低息贷款和股权投资，重点支持矿产资源勘探开发及基础设施建设项目，国家开发银行、进出口银行分别设立专项贷款。

（二）交易目的

1. 优化公司资产组合，使公司商品组合更加多元化

洛阳栾川钼业集团股份有限公司（以下简称洛阳钼业）通过构建多元化、多品种的资源储备，减少对单一金属的依赖，从单一钼矿向铜、钴、铌、磷等多矿种转型。

铜钴业务：2013 年收购澳大利亚 NPM 铜金矿，2016 年收购刚果（金）TFM 铜钴矿，2020 年收购 KFM 铜钴矿。TFM 是全球储量最大、品位最高的铜钴矿之一，铜资源量约 2400 万吨，钴资源量 220 万吨，服务年限超 20 年。KFM 铜钴矿 2023 年投产后与 TFM 协同形成年产铜 47 万吨、钴 4.3 万吨的产能，推动公司跻身全球铜钴资源第一梯队，弥补了中国钴资源匮乏的短板。

铌磷业务：2016 年公司收购巴西铌磷业务，成为全球第二大铌生产商及巴西第二大磷肥生产商。铌作为铁基、镍基和锆基超级合金的添加剂，可提高其强度性能，该业务对公司现有的核心金属钼和钨的应用将构成非常重要的战略性补充。收购的磷业务涉及农业化肥生产，因农业需求稳定，分散了矿业周期性风险，与金属业务形成互补。

黄金业务：2025 年收购加拿大 Lumina 黄金公司，获取厄瓜多尔凯歌豪斯金矿。该金矿保有黄金资源量 638 吨，储量 359 吨，设计寿命 26 年，计划 2028 年投产，预计年产金 11.5 吨。2023 年出售澳大利亚 NPM 铜金矿后，公司黄金资产缺失，此次收购重构“工业金属 + 贵金属”组合。黄金避险属性可平滑铜钴价格波动风险，增强抗周期能力。

公司构建了周期风险分散、全球资源协同的商品组合。具体而言，铜钴受益新能源高景气，铌磷提供稳定现金流，黄金抵御通胀与地缘风险，形成“价格周期轮动收益”模式。此外，公司资产分布于刚果（金）、

巴西、印尼、澳洲、厄瓜多尔等地，降低单一国家政策风险。

2. 构建“矿业 + 贸易”双轮驱动模式

洛阳钼业通过 2018 年收购全球第三大基本金属贸易商 IXM，构建了“矿业 + 贸易”双轮驱动模式。一是产业链协同，IXM 全面整合公司核心矿山产品的全球销售（如刚果 TFM 铜钴矿、巴西铌矿、澳洲铜金矿），缩短供应链并提升定价权，尤其在小金属领域增强中国企业的国际话语权；二是风险对冲，IXM 以“现货贸易 + 衍生品对冲”模式平滑矿产价格波动，增强公司抗周期能力；三是全球布局，依托 IXM 在 15 国的分支机构和南美、非洲战略仓储网络，降低物流成本，并直接触达下游终端客户，精准把握需求变化。

2016 年收购巴西铌磷业务案例简况 ▷

2016 年前后，大宗商品价格持续低迷，相继不断出现国际矿业公司因业绩不理想而纷纷出售资产来改善财务结构、维持国际机构评级、防止未来融资成本高企的案例。英美资源集团正有计划地出售一些非核心业务，出售巴西铌磷业务也是上述计划的一部分，洛阳钼业通过参与竞标以 15 亿美元完成该笔交易。

（一）交易标的简要情况

本次交易的具体收购标的分为以下三个部分：一是 AAFB 公司和 AANB 公司 100% 的股东权益，二是 AAML 公司的铌销售业务，三是原有股东持有的对 AAFB 公司及 AANB 公司的债权。

1.AANB 简要情况

AANB 是全球三大铌矿石生产商之一，主营业务包括从 Boa Vista 矿开采铌矿石，并通过破碎、格筛、浓缩、浸出及冶炼工序加工铌产品。整体资源储量约在 3510 万吨，平均品位 0.92%。铌产品（如铁铌合金、纯金属、氧化物），主要用于提高钢铁强度，应用在不锈钢、耐热钢材、超级合金、超导体等领域。

2.AAFB 简要情况

AAFB 是巴西第二大磷肥生产商，覆盖磷矿全产业链，包括磷矿露天开采、矿石提炼、浓缩物生产，以及化肥成品和中间产品的制造。AAFB 拥有高效的运营模式，能通过选矿厂和化工厂的协同降低成本。AAFB 的主要产品包括高浓度化肥（MAP、GTSP）、低浓度化肥（SSG、SSP 粉末等）、动物饲料补充剂、中间产品（硫酸、磷酸）以及相关副产品（石膏、氟硅酸）。

3. 其他交易标的情况

本次交易标的还包括 AAML 铌销售业务以及原有股东对 AANB 及 AAFB 的债权。收购 AAML 铌销售业务主要是出于收购资产完整性及交易后有利于其独立运营方面的考虑。收购相关债权的主要原因是，上述债权为收购标的原有股东为支持其业务发展所提供的资金支持，在本次交易完成后，原有股东不再负有支持其业务发展的义务，相关债权需公司在本次交易过程中一并承接。

（二）交易作价与资金来源

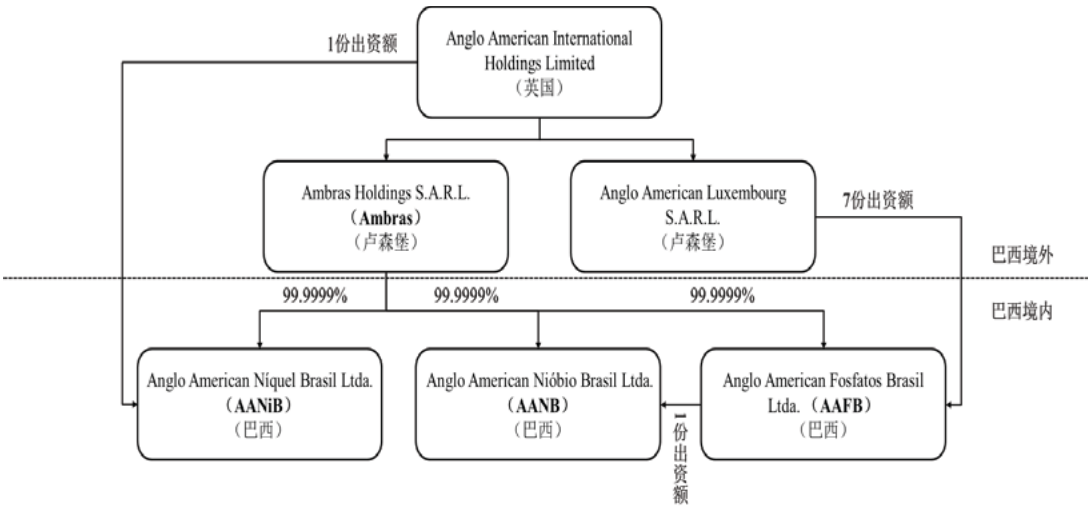
本次交易的对价根据交易协议（SPA）条款调整，最终交割时计算公式如下：交易对价 = 中标价格（15.00 亿美元）+ 交割时现金余额 - 交割时负债余额 ± 交割时营运资本调整金额。

公司用于先行支付的自筹资金主要来源于自有资金及银行借款，其中使用自有资金占比约 40%（约 40 亿元），使用银行借款筹资占比约 60%（约 60 亿元）。截至 2016 年 3 月底，公司账面结余货币资金约 134 亿元，足以覆盖先行支付对价的自有资金需求。

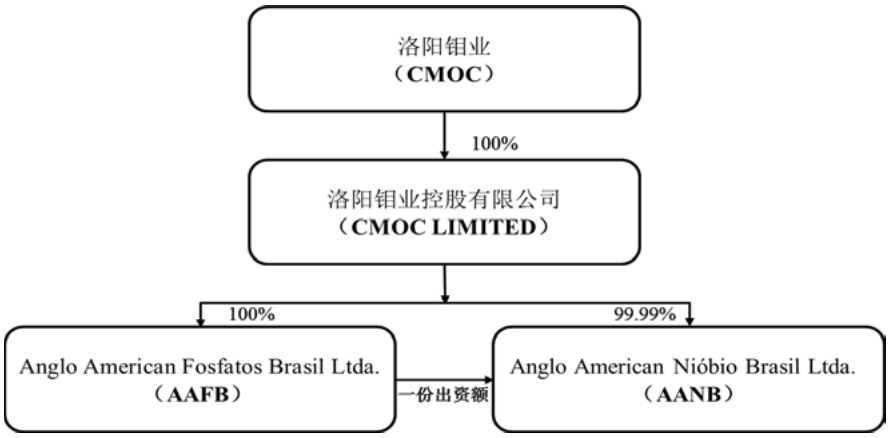
此外，公司审议通过非公开发行 A 股股票预案，拟融资金额为不超过 180 亿元，其中 95 亿元拟用于置换前期收购境外铌磷业务的投入，但本次重大资产购买不以非公开发行为前提。

（三）交易架构图

本次收购前 AAFB、AANB 的控制权结构如下：



公司香港子公司 CMOC Limited 为本次收购的收购主体，本次收购完成后，AAFB、AANB 将成为 CMOC Limited 的全资子公司。本次收购完成后 AAFB、AANB 的控制权结构如下：



（四）交易对方简要情况

本次交易的直接交易对方为 5 家由英美资源集团控制的主体，包括：Ambras、AA Luxembourg、AAML、Capital PLC 以及 Capital Luxembourg。英美资源集团是一家全球知名的大型矿业公司，在伦敦交易所和约翰内斯堡交易所两地上市，其总部位于英国伦敦。

（五）交易协议的主要条款

交易对价分配方式	• AAFB、AANB 股权：CMOC Limited 支付给 Ambras 和 AA Luxembourg； • 铌销售业务：CMOC Limited 支付给 AAML； • 债权收购：CMOC Limited 分别支付给 Capital PLC 以及 Capital Luxembourg。
先决条件	• 中国政府机构的相关批准； • 不晚于签署日后 136 天，公司召开股东大会审议通过本次交易。
失效条款	• 若上述先决条件在 SPA 签署后满六个月或 Ambras 指定日内无法达成，或者相关无法满足的先决条款未能获得交易各方一致豁免，则 SPA 将失败。
交割日	• 以下两个日期即取较早： • 1、在前述先决条件达成或者被豁免的通知后的第十个工作日；2、在前述先决条件达成或者被豁免的前提下，预估交割报告书、预估对价分配方案出具后的第五个工作日。
交割事项	• 标的公司与英美资源内部其他公司间的往来应结清； • SPA 附件中列明的内部交易协议已终止； • AAML 持有的与铌业务相关的存货已交接完成； • AAFB 和 AANB 股份转让、更名、改选高管（officers）已完成并相应修改公司章程。

（六）主要时间节点

时间	交易进程
2016 年 4 月 17 日	董事会通过本次交易的议案
2016 年 4 月 27 日	签订交易协议
2016 年 5 月 10 日	第一次董事会决议，审议预案
2016 年 5 月 20 日	针对预案进行信息披露问询
2016 年 8 月 8 日	第二次董事会决议，审议草案
2016 年 9 月 23 日	股东大会审议通过
2016 年 10 月 1 日	完成交割

2016 年收购刚果（金）TFM 铜钴矿业务案例简况 ▷

洛阳钼业在 2016 年以 26.5 亿美元现金收购自由港集团（FCX）旗下 FMDRC 公司 100% 股权，从而间接获得位于刚果（金）的 TFM 铜钴矿 56% 股权。2017 年公司又通过锁定 BHR 公司持有的 TFM 24% 股权独家购买权，最终实现合计持股 80%，剩余 20% 不可稀释股权由刚果国有矿业公司 Gécamines 持有。

（一）交易标的简要情况

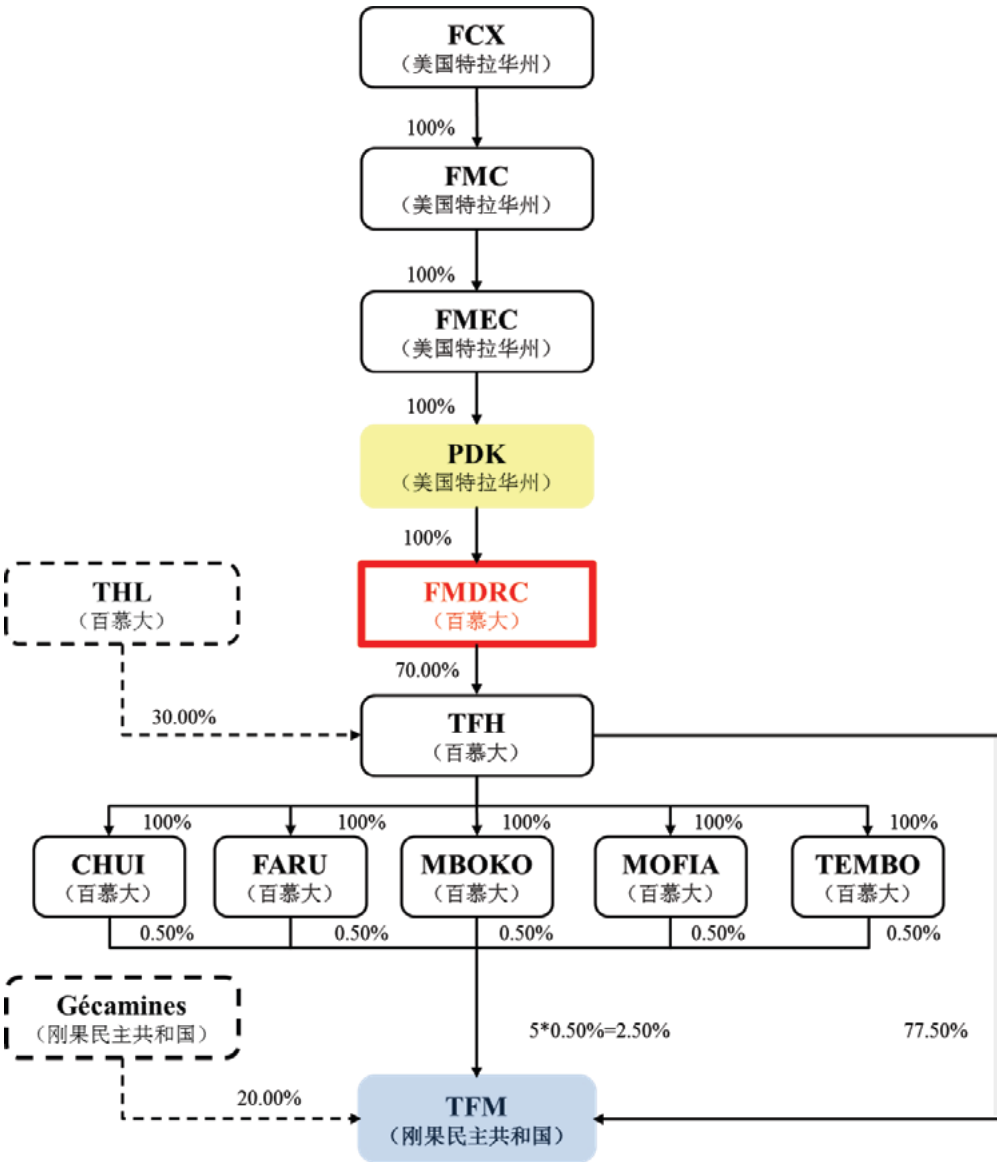
TFM 公司是一家涵盖铜、钴矿石勘探、开采、提炼、加工和销售的综合一体化矿业公司，拥有 6 个矿产开采权、近 1,500 平方公里矿区以及从开采到深度加工的全套工艺和流程，主要产品为电解铜和氢氧化钴初级产品。TFM 公司 2009 年投产，是刚果（金）国内最大的外商投资项目。截至收购时，矿区铜储量为 471.81 万吨，钴储量为 56.90 万吨。产能方面：2014-2015 年分别生产铜 4.47 亿磅与 4.49 亿磅，钴 2,900 万磅与 3,500 万磅。

（二）交易作价与资金来源

根据本次交易的 SPA 相关条款约定，整体对价 =26.50 亿美元（基础交易价）+(交割现金余额 -0.50 亿美元)×70%+ 或有对价。

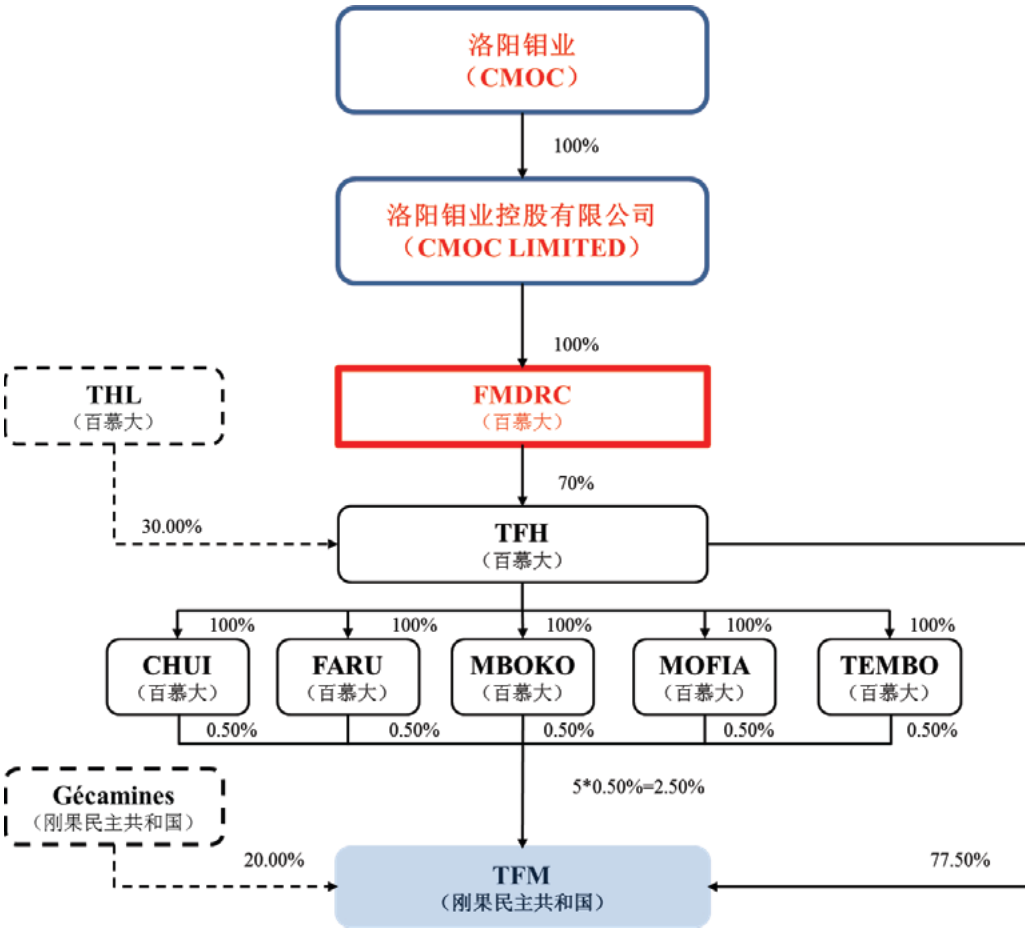
公司用于先行支付的自筹资金主要来源于自有资金及银行借款，其中使用自有资金占比约 40%（约 70 亿元），使用银行借款筹资占比约 60%（约 105 亿元）。截至 2016 年 3 月底，公司账面结余货币资金约 134 亿元，足以覆盖先行支付对价的自有资金需求。

此外，公司审议通过非公开发行 A 股股票预案，拟融资金额为不超过 180 亿元，其中 85 亿元拟用于置换前期收购境外铌磷业务的投入，但本次重大资产购买不以非公开发行为前提。



（三）交易架构图

本次收购前标的公司的控制权结构如下：



公司香港子公司 CMOC Limited 为本次收购的收购主体，本次收购完成后，FMDRC 将成为 CMOC Limited 的全资子公司，届时标的公司的控制权结构如下：

上图中，Gécamines 持有的 TFM20% 的股权为不可稀释股权，在任何生产经营活动中，Gécamines 不负有出资的义务。Gécamines 为刚果（金）国有股东。国有股东参股矿业企业系刚果（金）国内的通行惯例，紫金矿业 2015 年收购的刚果（金）卡莫阿铜矿项目亦存在同样情形。在本次交易之前，Gécamines 持有 TFM20% 不可稀释股权的情形已经存在，系交易标的原有股东与刚果（金）政府协商后的结果。

（四）交易对方简要情况

本次交易的直接交易对方为 PDK，其为 FCX 的全资子公司。FCX 全称自由港麦克米伦公司，为纽约证券交易所上市公司。截至 2016 年 5 月 11 日，FCX 市值达到 136 亿美元，是全球最大的铜业上市企业，其总部位于美国亚利桑那州凤凰城。根据普华永道发布的《2015 全球矿业报告》（Mine 2015），FCX 在全球

40 强矿业上市公司中排名第九。FCX 的产业遍布北美洲、南美洲、亚洲、非洲和欧洲，其主要矿产包括位于印度尼西亚的 Grasberg 铜金矿，位于美国亚利桑那州的 Morenci 铜矿，位于智利的 Cerro Verde 铜钼矿，以及位于刚果（金）的 Tenke Fungurume 铜钴矿。

（五）交易协议的主要条款

交割时间	• 本次交易买卖双方应在不晚于前述所有先决条件达成或者被豁免后五个工作日内，在协议约定的地点完成本次交割。经双方同意，本次交易交割的时间、地点可以更改。
交割事项	• CMOC Limited 将交割对价汇入 PDK 指定的银行账户； • PDK 应交付具有法律效力的标的公司股份转让证明； • FMDC 与 PDK 的母公司 FMEC 完成签署《分包商协议》； • 对于标的公司及其子公司内的董事、高级管理人员中在交割后将成为 PDK 或其附属公司的董事、高级管理人员或雇员的，PDK 应在交割时提供这些人员的辞职信； • PDK 将 CMOC Limited 出具的信用证还给 CMOC Limited。
终止条件	• CMOC Limited 将交割对价汇入 PDK 指定的银行账户； • PDK 应交付具有法律效力的标的公司股份转让证明； • FMDC 与 PDK 的母公司 FMEC 完成签署《分包商协议》； • 对于标的公司及其子公司内的董事、高级管理人员中在交割后将成为 PDK 或其附属公司的董事、高级管理人员或雇员的，PDK 应在交割时提供这些人员的辞职信； • PDK 将 CMOC Limited 出具的信用证还给 CMOC Limited。 • CMOC Limited 将交割对价汇入 PDK 指定的银行账户； • PDK 应交付具有法律效力的标的公司股份转让证明； • FMDC 与 PDK 的母公司 FMEC 完成签署《分包商协议》； • 对于标的公司及其子公司内的董事、高级管理人员中在交割后将成为 PDK 或其附属公司的董事、高级管理人员或雇员的，PDK 应在交割时提供这些人员的辞职信； • PDK 将 CMOC Limited 出具的信用证还给 CMOC Limited。
终止费用	• CMOC Limited 的终止费用：5 亿美元； • PDK 的终止费用：0.2 亿美元。

先决条件（买卖双方）	• 本次交易的达成不会违反任何适用法律或有司法管辖权的政府机构或仲裁机构的裁决； • 中国境内相关审批已完成； • 本次交易通过南非、土耳其和赞比亚的反垄断审查； • THL 享有的对 TFH 股权的优先受让权已失效或 THL 放弃； • 公司应在规定时间内召开股东大会审议通过本次交易； • 百慕大金融管理局对于控股权变更的审批。
买方义务达成的先决条件	• 交割前 PDK 已实质性履行了其应履行的相关义务； • 直至交割日 PDK 及其担保方在 SPA 中所作出的陈述和保证均为真实的； • 买方已收到 PDK 授权董事签署的、对于前述两项事项已达成的证明函。
卖方义务达成的先决条件	• 交割前 CMOC Limited 已实质性履行了相关义务； • 直至交割日 CMOC Limited 及其担保方在 SPA 中所作出的陈述和保证均为真实的； • 卖方已收到 CMOC Limited 授权董事签署的、对于前述两项事项已达成的证明函。

（六）主要时间节点

时间	交易进程
2016 年 4 月 17 日	董事会通过本次交易的议案
2016 年 5 月 9 日	签订交易协议（收购境外铜钴业务）
2016 年 5 月 15 日	第一次董事会决议，审议预案
2016 年 8 月 8 日	第二次董事会决议，审议草案
2016 年 9 月 23 日	股东大会审议通过
2016 年 11 月 17 日	完成交割

2016 年两笔交易的难点和特点 ▷

（一）交易的主要难点

1. 本次交易规模巨大

同一时期，公司同步开展收购巴西铌磷业务及刚果（金）TFM 铜钴矿业务，合计高达 41.5 亿美元，折

合人民币约 270 亿元。而洛阳钼业 2015 年末经审计的净资产仅约 173 亿元，本次收购的金额约为其净资产的 156%。尽管 2016 年 3 月 31 日公司账面有 134 亿元现金，但仍需筹集较多的借款。由于这两个项目都有较好的现金流，项目正常运营产生的现金流足以支付借款利息，因此短期筹集资金不存在较大困难。为解决长期资金需求，公司此次同期推出了 180 亿元的非公开发行 A 股股票预案。

2. 交易涉及的审批程序较多

本次交易的交易标的为境外资产，涉及的审批程序较多。除内部审批程序之外，公司收购境外铌磷业务需履行的审批程序包括但不限于：（1）本次交易获商务部反垄断局批准；（2）本次交易获发改委备案。

除内部审批程序之外，公司收购境外铜钴业务需履行的审批程序包括但不限于：（1）发改委对本次交易的批准或备案；（2）商务部的境外投资批准及更新后的商务部境外投资批准证书；（3）国家外汇管理局或者相关有权银行出具的外汇登记备案；（4）商务部反垄断局出具的反垄断核准；（5）本次交易通过南非、土耳其和赞比亚的反垄断审查；（6）百慕大金融管理局（Bermuda Monetary Authority）对于控股权变更的审批。

由于本次交易标的资产质量较高、产权明晰、前期尽职调查详尽、相关资料完备，加上国家一系列简政放权措施的落实，在协议签署后公司即安排各项审批、申报工作同步进行，本次交易审批较快完成。

3. 股东认可

本次交易尚需通过公司股东大会的批准。交易协议签订期间，全球矿业资源位于阶段性周期底部，大宗商品价格的持续低迷对矿产企业冲击较大。虽然公司及行业普遍观点均认为该阶段为收购海外优质矿产资源的良机，但为进一步取得股东的认同，公司管理层与公司大股东进行了频繁、充分的沟通。最终，公司第一大股东与第二大股东承诺将会在股东大会审议本次交易事项时投赞成票，促进了本次交易顺利通过股东大会。

4. 交易参与方较多

本次交易为公司拟通过香港子公司 CMOC Limited 以支付现金的方式收购境外铌磷业务和境外铜钴业务。交易涉及的交易对方有 6 家，交易标的包括 3 家公司的股权、铌销售业务及相关债权。公司在前期进行了大量充分的谈判和协调工作，以确保交易各方对本次交易相关条款达成一致，促进交易最终的顺利完成。

5.“A+H 股”的信息披露要求

公司为在上交所和香港联交所两地上市的“A+H 股”企业。本次公司拟进行重大资产购买，需同时严格按照上交所和香港联交所的信息披露要求分别履行披露义务。公司管理层、中介机构针对上述要求的履行，以及交易后续进程和时间表进行了充分讨论，在保证公司利益最大化的原则下，制定出了最优的方案。

（二）交易的主要特点

洛阳钼业在支付机制设计和收购时机选择上可圈可点，也是洛阳钼业并购活动的两个显著特点，值得借鉴。

1. 引入或有支付条款（Earn-out），缓冲外部市场风险

（1）洛阳钼业的 Earn-out 设计

洛阳钼业交易双方约定：若自 2018 年 1 月 1 日起至 2019 年 12 月 31 日的 24 个月内，LME A 级铜现货月平均交割价的均值高于 3.50 美元每磅和 LME 钴官方现货月平均交割价的均值高于 20 美元每磅的情况，则 CMOC Limited 应在不晚于 2020 年 1 月 10 日向 PDK 支付 0.6 亿美元和 0.6 亿美元对价。铜作为大宗工业原材料，其金融属性较强，外部市场的不确定性较高。而洛阳钼业交易双方以市场指标作为 Earn-out 的付款条件，设置后续支付机制，有利于降低外部市场不确定性风险，推动交易的实现。

（2）Earn-out 的基本情况

Earn-out 是一种定价支付机制，国内又称“或有支付机制”，主要是解决并购交易中的估值分歧。Earn-out 是依据标的资产未来业绩等条件的达标程度来调整支付款项的一项合约规定，通常作为并购合同中的一个条款出现。

因交易目的和实施背景的不同，Earn-out 的条款设计通常有难度，仅从美国的并购实践看，Earn-out 条款设置通常包括 4 个指标，包括支付总额、衡量指标、时间期限和支付安排。以衡量指标为例，衡量指标构成了 Earn-out 的触发条件，通常可分为财务性指标和非财务性指标。财务指标一定程度上体现了标的资产的经营状况，如销售收入、净利润、EBIT/EBITDA 等；非财务性指标通常选取对标的公司价值产生重大影响的因素，主要适用于还处在发展阶段的标的资产。此外，Earn-out 也存在选择衡量外部市场风险的指标，比如大宗商品价格。

（3）Earn-out 支付机制的主要优势

Earn-out 有助于事前筛选并购标的 , 即有利于事前对标的资产的质量进行把关、防范炒作，而 Earn-out 通过延期支付的安排，能够在一定程度上达到事前筛选出优质标的的效果。

Earn-out 能够体现交易各方多元化的诉求，降低风险和不确定性。比如，洛阳钼业选择 LME A 级铜现货和 LME 钴官方现货指标，就有助于帮助交易双方提前考虑未来市场的波动，降低不确定性。

Earn-out 的后支付属性，有利于缓解并购方短期支付压力。尤其是在经济低迷的大环境下，企业融资困难、融资成本高企，在此情况下，Earn-out 支付机制对并购方而言，就是相对有效且节省资金成本的方式。

（4）Earn-out 在国内并购交易中的应用探讨

就国内并购市场而言，Earn-out 可应用于不确定性较高的并购标的。近年来，A 股并购热点转为半导体、生物医药、电子信息等领域，该等领域的标的通常具有轻资产、知识密集型、且营收不稳定等特点，使得标的资产未来增长存在较高的不确定性。通过 Earn-out 的或有部分支付的设计，捆绑交易双方利益，有利于降低上市公司的并购风险。

就跨境并购市场而言，Earn-out 可应用于各类跨境并购，进行风险对冲，Earn-out 具有一定的应用前景。因为跨境并购的风险结构相对复杂，借助 Earn-out 支付机制，可以选择外部市场风险指标作为衡量指标（如大宗商品价格指标），有效进行风险对冲，降低因宏观经济环境、行业波动等方面带来的经济风险。

从洛阳钼业引入 Earn-out 机制来看，还是起到了对外部市场风险的缓冲。尽管 Earn-out 的设置会增加谈判难度，但总体上有助于识别和筛选优质并购标的，解决业绩承诺的随意性和业绩补偿兑现难等现象。随着我国并购重组市场化改革的不断推进，Earn-out 这种创新支付机制将获得更大的应用空间。

2. 持币静守，伺机而动

2016 年，公司开展了两次大规模海外收购。至此，洛阳钼业成为全球第二铌生产商，并进军磷酸盐产品、深耕巴西化肥市场，并立足刚果，跻身顶级铜、钴生产商。洛阳钼业在收购时机的选择上较为精准，具体分析如下：

（1）矿业处于周期底部，为收购铌磷、铜钴矿山创造机会

矿业行业处于行业周期的底部，为洛阳钼业有机会成功收购铌磷、铜钴矿山创造了外部机会。2015 年全球矿业市场表现跌至历史谷底，2016 年全球范围的矿业企业继续面临经营困难，矿业公司为维持生存，不得不依靠出售资产和接受并购，以缓解经营业绩方面承受的压力。如交易对方 FCX 在 2014 年、2015 年的业绩均不理想，已连续两年亏损，为改善自身财务状况，FCX 公开表示将通过出售资产在 2016 年筹集至少 30 亿美元以偿还债务。

（2）现金流量充裕，有利于保障并购重组的有序开展

充足的现金流是洛阳钼业开展并购重组的有力保障。作为资源型企业的洛阳钼业，公司拥有经营性现金流 13.6 亿元，自由现金流约 14.6 亿元。截至 2015 年底，公司总资产负债率 42.30%，有活跃市场、可随时变现的金融资产 182 亿元，其中现金及现金等价物为 89.8 亿元。同时，公司与国内各大银行保持良好关系，获得了国内主要商业银行 100 多亿元的授信，国有大型商业银行大力支持公司“走出去”进行海外优质资源并购。

其他交易情况 ▷

（一）2020 年收购刚果（金）KFM 铜钴矿

1. 交易简要情况

2020 年 12 月，洛阳钼业通过子公司 NREIT 以 5.5 亿美元收购 FCX 间接持有的百慕大子公司 Jenny East 和 Kisanfu 全部股份，从而间接获得刚果（金）KFM 铜钴矿 95% 的权益。

KFM 是全球品位最高的未开发铜钴矿之一，总资源量约 3.65 亿吨矿石，含铜金属量 628 万吨、钴金属量 310 万吨（铜品位 1.72%，钴品位 0.85%）。洛阳钼业 KFM 铜钴矿和 TFM 铜钴矿合计铜资源量超 3000 万吨、钴资源量超 500 万吨，使洛阳钼业跃居全球钴资源量第一。

2. 交易特点

一是本次交易具有地理协同效应。KFM 铜钴矿与 TFM 铜钴矿相距仅 33 公里，共享同一成矿断裂带，资源禀赋相似，均为高品位铜钴矿，为基础设施和社区管理资源共享奠定基础。其一是 TFM 成熟的运营模式，如降本增效技术、社区关系管理等可以直接移植至 KFM，缩短学习曲线；其二是 KFM 铜钴矿可以共用 TFM 的物流网络和冶炼设施，显著降低 KFM 开发成本。

二是引入客户宁德时代战略股权合作。2021 年 4 月，洛阳钼业以原价 1.375 亿美元向宁德时代子公司邦普时代转让 KFM 项目 25% 股权，交易后洛阳钼业与邦普时代分别间接持有 KFM 权益 71.25% 和 23.75%。双方按持股比例承担开发成本，并按股权比例包销铜钴产品，宁德时代锁定 KFM 钴产量的 25%。一方面，洛阳钼业绑定全球最大动力电池客户，保障长期销路，强化钴定价话语权；另一方面，宁德时代获取稳定、ESG 合规的钴原料，巩固新能源电池技术优势。

3. 后续进展

KFM 铜钴矿 2021 年启动开发，2023 年第二季度一期项目达产，仅耗时两年。2023 年全年 KFM 产铜 11 万吨，产钴 3.4 万吨，实现营业收入 81 亿元，净利润 16 亿元。2024 年全年 KFM 实现营业收入 167 亿元，同比增加 106%。

（二）2025 年收购加拿大 Lumina 黄金公司

1. 交易简要情况

2025 年 4 月，洛阳钼业收购加拿大上市公司 Lumina Gold，其核心资产为厄瓜多尔西南部埃尔奥罗省的凯歌豪斯金矿项目，交易金额为 5.81 亿加元（约合人民币 30 亿元），以全现金方式支付。本次交易价格为每股 1.27 加元 / 股，较 Lumina 黄金 4 月 17 日收盘价溢价 41%。本次交易为洛阳钼业 2016 年收购巴西铌磷业务后，第二次在南美洲完成收购，中厄自由贸易协定也为本次交易创造了更加优化的投资环境。

2. 标的简要情况

凯歌豪斯金矿项目矿石资源量高达 13.76 亿吨，黄金平均品位 0.46g/t，包含约 638 吨黄金金属量；其中可采储量达 6.59 亿吨，品位提升至 0.55g/t，对应黄金金属量 359 吨。该项目地质条件优越，属于埋藏浅、可全露天开采的斑岩型矿体，剥采比低，并且受益于靠近省会、港口以及现有完备的电力、水源和道路基础设施，预期运营成本具备显著竞争力。矿山设计寿命长达 26 年，且勘探潜力尚未穷尽，未来资源量有望进一步提升。根据规划，项目计划于 2028 年建成投产，预计年产黄金约 11.5 吨。

（三）2018 年收购金属贸易商埃珂森（IXM）

1. 交易简要情况

2018 年 12 月，洛阳钼业以 4.95 亿美元（约 34 亿人民币）收购 IXM 100% 股权，2019 年 7 月完成交割。IXM 总部位于瑞士，前身为大宗商品巨头路易达孚的金属贸易部门，业务覆盖 80 余国，主营铜、钴、镍、铅、锌等金属的采购、物流及贸易，拥有全球化仓储和客户网络。

2. 交易特点

本次交易为纵向一体化整合。通过 IXM 的贸易网络，洛阳钼业将自有矿山产品直接对接全球终端客户，减少中间环节成本，增强定价权。此外，IXM 提供实时金属市场供需数据，辅助洛阳钼业优化资源并购和产能调整决策。

交易完成后，洛阳钼业将借鉴嘉能可“矿业 + 贸易”双轮驱动模式，通过贸易业务提升全产业链竞争力，向国际化综合矿企转型。

3. 后续进展

IXM2019 年至 2022 年，IXM 年均净利润超 7 亿元，成为洛阳钼业稳定的利润增长点。2024 年 IXM 铜交易量达 340 万吨，镍交易量 66 万吨，营收 1899 亿元，毛利率升至 2.08%，净利润 13.5 亿元创历史新高。

（四）2023 年出售澳大利亚 NPM 铜金矿

1. 交易简要情况

洛阳钼业于 2023 年 12 月以 7.56 亿美元出售澳大利亚 NPM 铜金矿 80% 的权益，本次交易对方为澳大利亚矿业上市公司 Evolution。该资产来源于洛阳钼业 2013 年首次跨境并购收购取得，初始收购成本为 8.2 亿美元，本次交易预计将为洛阳钼业带来超过 2 亿美元财务净收益。截至 2022 年底，NPM 已累计实现盈利约 24 亿元人民币。

2. 交易动因

一是资源枯竭与贡献下降。NPM 铜金矿自 1994 年投产，历经近 30 年开采，资源品位逐年下降，产能增长空间有限。2022 年其铜产量（按 80% 权益计）仅 2.4 万吨，净利润 1600 万美元，占集团铜产量比例降至 6.7%，净利润占比不足 1%。

二是地缘政治与协同效应缺失。澳洲矿业投资环境受地缘政治影响趋紧，洛阳钼业在澳拓展新业务可能性极低。NPM 作为孤立资产，难以与集团其他项目（如非洲、南美资产）产生协同效应，战略价值弱化。

案例点评

截至目前，洛阳钼业跨境并购交易成果显著。一是财务数据表现亮眼，公司 2024 年实现营业收入 2130.29 亿元，首次突破两千亿大关，同比增长 14.37%；归母净利润 135.32 亿元，同比增长 64.03%，首次突破百亿元。此外，公司经营性净现金流达 323.87 亿元，同比增长 108.38%，资产负债率降至 49.52%，连续三年下降。二是公司多品种布局已基本实现，公司 2024 年铜产量 65.02 万吨，同比增长 55%，首次跻身全球前十大铜生产商，钴产量 11.42 万吨，同比增长 106%，铌产量首破万吨（10,024 吨），同比增长 5%，磷肥产量 118 万吨，同比增长 1%，此外钼、钨产量稳定。

洛阳钼业跨境并购的商业成功离不开其运营中对 ESG 的高度重视。以刚果（金）为例，洛阳钼业秉持“在地共治”理念，从基础设施、教育、农业到公共卫生持续投入。企业累计为约 40 万人口修建 27 所学校，提升本地电网和供水系统覆盖率，使整个区域疟疾发病率从 77% 降至 10% 以下。

总体来说，洛阳钼业并购决策更多是基于充分的分析论证，立足自身的持续发展，高度重视协同效应，持币静守，伺机而动。经过多次并购的历练，洛阳钼业已经形成了“三步循环”，即并购后快速投产，修复资产负债表，再进入下一轮扩张，确保用健康的财务体系支撑起大规模“走出去”的愿景。洛阳钼业近 10 年的跨境并购征程已经成为中国矿企“走出去”的经典案例，值得国内并购主体学习。

长江电力：
收购秘鲁上市公司拓展海外配售电市场

案例简介 ▷

长江电力（证券代码：600900.SH）是中国长江三峡集团有限公司（以下简称三峡集团）的子公司。为落实国家共建“一带一路”倡议，长江电力主动“走出去”，布局拉美配售电核心赛道。2019 年 9 月，长江电力以 35.9 亿美元的基础交易价格，成功中标秘鲁利马证券交易所上市公司 Luz del Sur S.A.A.（以下简称 LDS 公司）83.64% 股权，并于 2020 年 4 月底过户。上述收购完成后触发对 LDS 公司的强制要约收购。2021 年 2 月，要约期结束，合计约 13.5% 的股份接纳要约，对应 5.61 亿美元对价。交易完成后，上市公司子公司长电安第斯间接持有 LDS 公司约 97.14% 的股份，LDS 仍为利马上市公司。该交易有利于长江电力形成核心业务能力，实现国际化发展战略。交易完成后，长江电力持续深耕秘鲁区域配售电和清洁能源业务，在秘鲁形成了“水、风、光”多元化发电格局。

交易背景及目的 ▷

（一）整体业务布局，实现发、配、售电产业链协同发展

本收购实施前，上市公司的控股股东三峡集团已开始实施秘鲁圣加旺三级水电站项目。公司跨境收购秘鲁最大的配售电公司 LDS，有利于公司在配售电领域形成核心能力，并与三峡集团在当地已有水电项目形成发电、配电协同效应，为未来公司围绕秘鲁及南美区域进一步拓展清洁能源及配售电业务奠定良好基础。

（二）实现国际业务突破，形成新的业绩增长点

LDS 公司是秘鲁第一大电力公司，主要在秘鲁首都利马地区开展配售电业务，约占秘鲁全国市场份额的 28%，是秘鲁具有重要影响力的公用事业公司。除配电业务外，LDS 公司还拥有 10 万千瓦已投产的水电资产，以及约 73.7 万千瓦的水电储备项目。LDS 公司主要业务为受政府监管的配售电业务，投资回报为政府核定

的合理准许收益，并拥有在首都利马经济最发达区域的永久特许经营权。标的经营情况整体较好，盈利能力长期稳定，现金流充沛，能为上市公司带来新的增长点。

交易方案简况 ▷

（一）交易各方

1. 收购方——长江电力

中国长江电力股份有限公司（以下简称长江电力）成立于 2002 年 9 月 29 日，2003 年 11 月在上海证券交易所上市。2020 年 9 月，长江电力发行“沪伦通”全球存托凭证，实现在英国伦敦证券交易所上市交易。长江电力的控股股东为三峡集团，持股比例 57.92%，实际控制人为国务院国资委。长江电力是全球最大的水电上市公司，从事水力发电、投融资、抽水蓄能、智慧综合能源、新能源和配售电等业务，经营区域覆盖中国、秘鲁、巴西、巴基斯坦等多个国家，拥有主要资产为长江干流三峡、葛洲坝、溪洛渡、向家坝等 6 座梯级水电站，总装机容量 7169 万千瓦。

2. 出售方——Sempra Energy

美国桑普拉能源公司（Sempra Energy，以下简称桑普拉能源）成立于 1996 年，是美国能源公用事业上市公司，主营业务涵盖液化天然气（LNG）贸易、电力输配。2019 年，Sempra Energy 决定收缩南美业务，将战略重心转移到北美地区，并开始剥离南美资产。

本次交易对方为 Sempra 荷兰，Sempra 荷兰为 Sempra Energy 在荷兰设立的全资子公司，主要目的为持有包括 LDS 公司 83.64% 股权在内的秘鲁当地配售电资产及少量水电资产、智利的输配电资产，以及墨西哥电力资产，无实际商业运营。

（二）交易标的

本次交易标的为 Sempra 荷兰持有的美国桑普拉百慕大公司（Sempra Americas Bermuda Ltd. , 以下简称 SAB）100% 股权以及秘鲁机遇公司（Peruvian Opportunity Company S.A.C. , 以下简称 POC）约 50.00000069% 股权；POC 公司剩余股权全部由 SAB 公司持有。POC 公司设立于 1999 年 7 月，直接持有 LDS 公司 83.64% 股权以及其他持有秘鲁配电资产公司股权，其核心资产为 LDS 公司。

LDS 公司设立于 1996 年 8 月，在利马证券交易所上市，是秘鲁第一大电力公司，主要业务为受政府监管的配售电业务，投资回报为政府核定的合理准许收益，并拥有首都利马经济最发达区域的永久特许经营权，

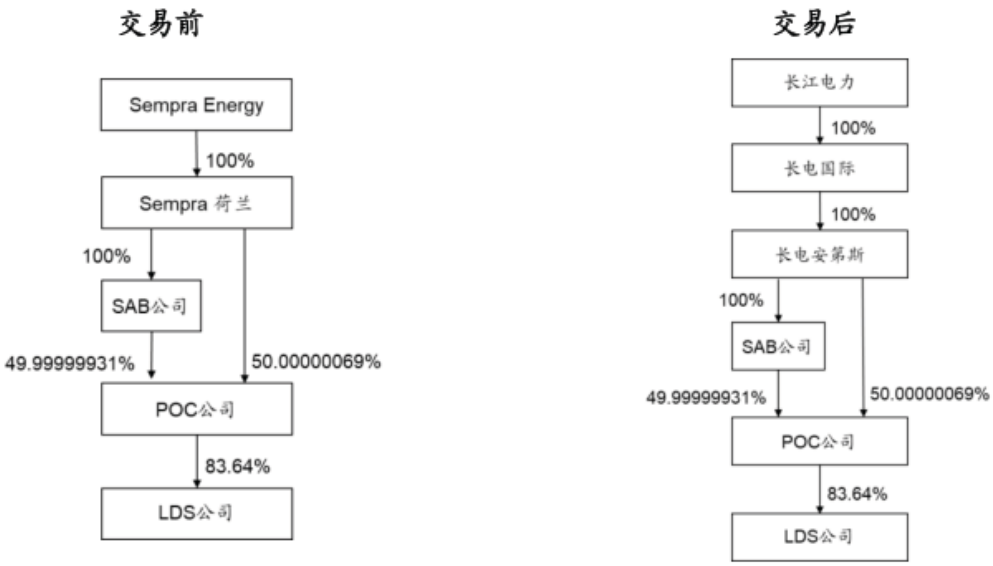
是秘鲁具有重要影响力的公用事业公司。除配售电业务外，LDS 公司在收购节点还拥有 10 万千瓦已投产的水电资产，以及约 73.7 万千瓦的水电储备资源。截至 2018 年 12 月 31 日 /2018 年度交易标的主要财务指标如下。

单位：亿美元

	资产总额	净资产	营业收入	净利润
SAB 母公司口径	8.0	7.3	0	1.0
POC 合并口径	20.1	10.7	9.8	1.7
LDS 合并口径	17.7	8.1	9.6	1.6

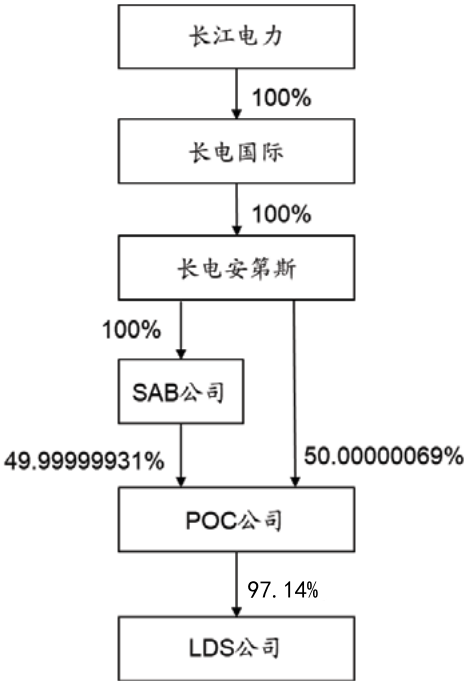
（三）方案概要

长江电力通过全资子公司中国长电国际（香港）有限公司（以下简称长电国际）竞标购买相关资产。经商务谈判，双方于 2019 年 9 月 28 日签署股权收购协议。交易基础收购价格为 35.9 亿美元，最终收购价格将在基础收购价格的基础上根据价格调整机制进行调整。2020 年 4 月 24 日，标的股权交割，长电国际子公司长电安第斯投资有限公司（Yangtze Andes Holding Co., Limited，以下简称长电安第斯）间接持有 LDS 公司不低于 83.64% 股份。



第一步收购完成后，按照秘鲁法规，长江电力及其下属公司触发对 LDS 公司剩余股权中等同于已收购股比的份额进行要约收购的义务，“等同于已收购股比的份额”按照计算公式计算结果为（100%-83.64%）*83.64%=13.7%，即强制要约收购不超过 13.7% 股份；强制要约完成后，不会导致 LDS 公司退市。根据秘鲁证券委员会复函，由 POC 作为履行强制要约收购义务的要约人，要约价格为每股 8.5346 美元。POC 共计收购 LDS 公司 65,718,458 股普通股，支付对价约 5.61 亿美元，收购后，长江电力共计间接持有 LDS 公

司约 97.14% 的股份。



（四）交易估值和作价

股权中标价格：根据第三方财务顾问出具的约束性报价轮估值报告，以 2019 年 12 月 31 日为估值基准日，采用分部加总法，标的资产企业价值为 43-51 亿美元，股权价值为 37-45 亿美元。本次交易参考了第三方财务顾问的估值分析，经过非约束性报价及约束性报价后，双方协商确定本次基础交易金额为 35.9 亿美元，最终交易金额将根据价格调整机制确定。本次交易价格与估值分析不存在较大差异，符合长江电力投资收益率要求。

全面要约收购价格：本次交易触发对 LDS 公司的强制要约，接受强制要约的股份约占 LDS 总股本的 13.5%；要约价格为每股 8.5346 美元，定价依据为经秘鲁证监会聘请的第三方评估机构 Kallpa 公司出具的强制要约法定价格。

本次交易的特点 ▷

（一）主业范围内实施跨境并购，稳健出海

跨境并购选择在自身熟悉的电力领域，风险可控，还能一定程度获得在当地的协同效应，发挥自身技术

和管理优势。

长江电力通过投资收购秘鲁 LDS 公司，获得秘鲁区域配售电和清洁能源业务，此后又进一步开展 Sapphire 风电、Arrow 光伏等“小而美”项目并购，在秘鲁区域不断强化发、配、售产业链，形成“水风光”互补业务良性发展格局。此外，长江电力在运营过程中，构建了具有扩展性，可规范化复制推广的水电生产技术标准体系，通过收购秘鲁 LDS 公司，长江电力把标准方案带向全球，并不断通过马来西亚沐若运维咨询、卡洛特水电站技术咨询、三峡巴西“大水电”技术改造和巴基斯坦风电运维等海外项目，输出标准、推动当地技术发展。

（二）三地上市两步走，收购涉及多方监管审核

本次交易中，收购方长江电力为 A 股上市公司，交易对方 Sempra Energy 为美股上市公司，交易标的 LDS 公司为秘鲁上市公司。一方面，本次交易须遵守三地交易所规则，披露格式、时限和敏感信息定义不同，交易各方需在规定时限内完成信息披露。同时，本次交易的第二步还触发了对 LDS 公司剩余不超过约 13.7% 股份的强制要约。成功实施复杂交易，有赖于妥善、稳健控制交易流程。另一方面，本次交易规模较大，且涉及秘鲁反垄断审批、百慕大金融局批准、中国国家发改委和商务部的境外投资备案等多方监管部门审核。为实施本次收购，长江电力做出充分的监管报批准备，最终顺利获得了项目交割所需的各国监管部门审批。

（三）逐步对业务层面进行穿透式管理

LDS 公司股权交割后，长江电力及时开展管控工作。一是穿透式管理，随着长江电力对 LDS 公司业务、文化和管理流程的深入了解，对于 LDS 公司的管控模式逐步向更深层次的穿透式管理迈进。如优化管理团队，任命中方技术与创新副总监，编制管理层继任计划；派驻中方管理人员全面嵌入 LDS 公司各业务面及关键业务流程。二是制定合理的市场化薪酬模式，通过年度重点工作融入管理层绩效考核方案中，以市场化薪酬激发管理层有效落实管控目标。三是厘清权责界面，实现放管结合，进一步厘清、明确董事会与管理层之间的权责界线，充分履行董事会管理授权的核心职能。

案例点评 ▷

（一）上市公司子公司直接收购，可以降低不确定性

海外并购的交易结构通常分为上市公司直接收购、大股东或并购基金先行收购后注入、以及通过参股并购基金收购三种模式。三种模式各有优劣：方式一为直接收购，该方式简洁高效，但对上市公司的资金实力

和停牌时效提出高要求；方式二为大股东或并购基金先行接手，该方式能缓解上市公司短期现金压力，但后续注入时可能产生估值、对价、税务及业绩承诺等二次成本；方式三为上市公司参股并购基金，该方式可缓冲风险、分期出资，但上市公司的监管和信息披露成本和基金架构带来的成本也比较高。

面对 2019 年 9 月美国 Sempra Energy 公开出售秘鲁 LDS 公司的难得窗口，长江电力选择以上市公司子公司直接竞标。该种收购方式既减少了由控股股东三峡集团先行收购可能触发的关联交易与同业竞争审查风险，也省去了“两步走”带来的重复估值、监管审批和股权摊薄风险，以最短路径锁定具有重大战略意义的标的，将交易不确定性和整体风险降至最低。

（二）境外现金支付时，股债结合安排融资

海外卖方一般偏好现金的方式。一方面，现金类并购不涉及复杂审核流程，效率相对较高；另一方面，若以股权作为对价，可能在跨境投资监管、估值确定等方面产生多种不确定性，而现金则可以提供流动性与确定性。境外大额现金支付也考验公司的境外筹资运作能力。

本次交易为现金支付，规模较大，因此长江电力公司为本次交易制定了专门股权 + 债权的融资方案。首先，长江电力子公司长电国际向国际银团申请融资不超过 40 亿美元，上市公司为长电国际上述融资提供保证担保。同时，长江电力于 2020 年 10 月发行 GDR，募集资金总额约 20 亿美元，其中不少于 80% 的募集资金净额将用于偿还有关收购 LDS 公司 83.64% 股权的境外贷款。这一债务、股权联动的融资方案不仅使长江电力快速获得大量资金，满足收购 LDS 公司的需求，还顺道实现“A+G”上市，引入一批国际投资者，打开国际知名度，为进一步开拓海外市场做出准备。

（三）在竞标性收购中，合理运用信披豁免规则

本次交易为竞标性收购。竞标性购买的主要特点为：第一，卖方通常吸引多方买家参与竞标，买方竞争相对激烈，对价与条款博弈空间被压缩；第二，流程节奏由卖方把控，卖方通常发出一到两轮竞标要约，要求买方按规定格式提交报价意向，以此筛选出最合适的买方；第三，时间表较为刚性，需要买方及时做出反应；第四，信息高度敏感，任何泄露都可能让竞争者复制方案或抬价，对各方都提出较高的保密要求。对上市公司而言，如何在保密与披露之间取得平衡尤为关键。

本案例中，Sempra Energy 于 2019 年 1 月宣布计划出售包括 LDS 公司在内的秘鲁、智利资产，并于 3 月启动正式程序。长江电力 2019 年 9 月 25 日召开的董事会，对参与竞标购买 LDS 的事项进行了审议。如核心商业条款一旦外泄将直接削弱公司议价能力，损害公司利益。因此公司依据临时性商业秘密规则暂缓披露，并对相关信息进行严格保密，在暂缓披露的原因消除后第一时间公告，既维护了交易竞争力，也保障了中小股东的后续知情权。

瀚蓝环境：
私有化港股上市公司粤丰环保强化环保产业链

案例简介 ▷

2025 年 6 月，瀚蓝环境（证券代码：600323.SH）通过其控股子公司瀚蓝香港以协议安排方式完成粤丰环保（港交所代码：1381.HK）的私有化资产交割，交易总规模约 111 亿港元。瀚蓝环境与粤丰环保均系环保行业的头部企业，本次收购完成后，瀚蓝环境的生活垃圾焚烧发电项目总规模跃升至 97,590 吨 / 日，业务覆盖国内 20 个省级行政区。按处理规模计算，此次产业整合使瀚蓝环境跻身国内行业前三，成为 A 股市场垃圾焚烧发电领域规模领先的上市企业。

交易背景及目的 ▷

（一）交易背景

1. 垃圾焚烧行业进入存量发展阶段

中国垃圾焚烧行业经过长期快速发展，已转向稳健发展阶段，整体增速放缓，注重运营精细化和行业整合提升。增量市场方面，2016-2020 年在政策驱动下经历产能高速扩张后，2021 年起新增项目数量与规模呈现“双降”趋势。处理能力层面，全国垃圾焚烧厂超 1000 座，每日处理能力达 115.55 万吨、占全球总量 50% 左右，焚烧占比从 2012 年不足 30% 跃升至 2024 年的 78.9%，形成对欧美日的绝对规模优势。

2. 瀚蓝环境具备丰富的并购经验

瀚蓝环境股份有限公司（以下简称瀚蓝环境）的发展深植并购基因，从 2004 年收购佛山桂城污水厂和平洲污水厂开启环保业务转型以来，公司通过一系列战略性并购实现从地方性市政企业向全国性环保企业的跨越：2006 年并购南海环保电厂进军垃圾焚烧领域；2014 年收购创冠中国扩展全国布局；2016 年 -2020 年，

通过收购驼王生物、赣州宏华和深圳国源环境等完善固废全产业链；2023 年收购新源中国 40% 股权开拓泰国市场。

（二）交易目的

1. 立足整体战略规划，扩大规模提升竞争力

本次交易系瀚蓝环境落实“十四五”整体发展战略以加速业务布局的举措。交易后，瀚蓝环境的生活垃圾焚烧发电处理能力从 45,050 吨 / 日增至 97,590 吨 / 日，一举跃居国内行业前三、A 股上市公司首位，巩固其固废处理行业第一梯队地位，显著提升市场影响力与综合实力。

同时，粤丰环保电力有限公司（以下简称粤丰环保）在粤港澳大湾区及全国布局的优质项目可以深度整合至瀚蓝体系，形成高价值资源的规模化协同效应。双方在 9 个省份的业务区域高度重合，超 50% 产能集中于粤港澳大湾区和福建省，整合后瀚蓝环境成为广东、福建两省最大的垃圾焚烧企业。此外，收购粤丰环保也使瀚蓝环境进一步提升国际化运营经验。

2. 提升持续经营能力，增厚上市公司利润水平

本次交易能够显著优化瀚蓝环境财务结构。盈利端，粤丰环保 2023 年 9.07 亿元归母净利润的直接注入将增厚利润，2025 年 6-9 月单月并表贡献达 2.4 亿元。融资优化方面，粤丰环保的综合融资成本有望大幅下降，并通过债务置换调度减少贷款总额与节省财务费用。现金流协同上，粤丰环保自由现金流注入后，能够为“2024-2026 年每股现金分红年增 10%”承诺提供坚实保障。

交易方案与过程 ▷

（一）方案概要

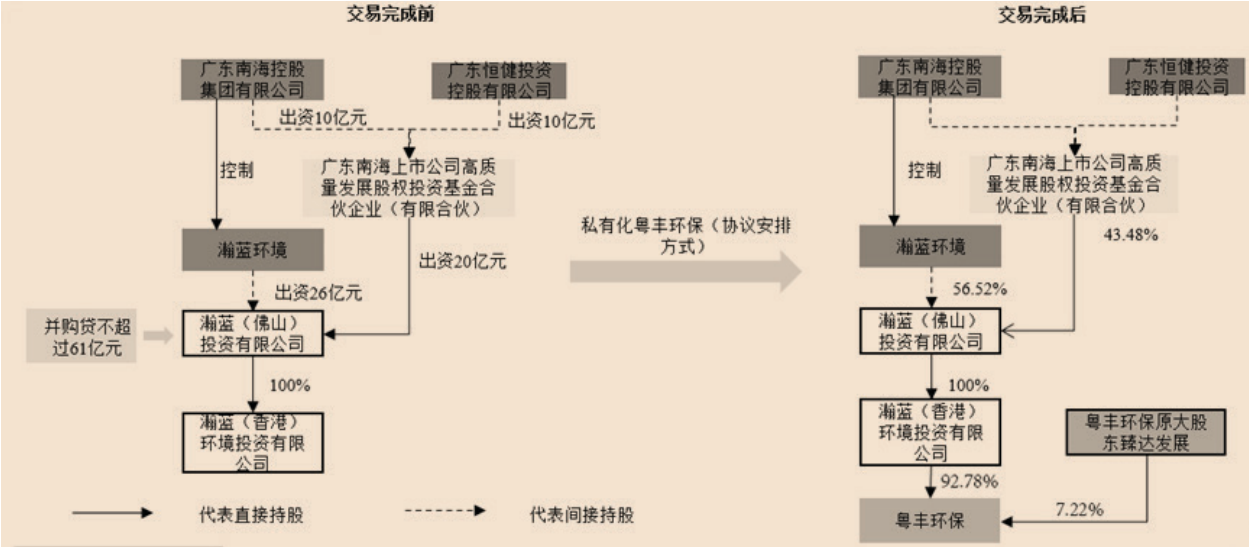
瀚蓝环境通过间接控股子公司瀚蓝（香港）环境投资有限公司（以下简称瀚蓝香港）作为要约人，依据《开曼群岛公司法》第 86 条（关于协议安排机制）对香港联交所上市的粤丰环保实施私有化。交易完成后，粤丰环保将成为瀚蓝香港的控股子公司并从港交所退市。瀚蓝香港持有粤丰环保 92.78% 股权，其余股权由原股东臻达发展保留。

本次交易对价约 111 亿港元，瀚蓝环境的收购资金来源分别为：一是境内增资，瀚蓝环境通过全资子公司瀚蓝固废与联合投资人广东南海上市公司高质量发展基金（以下简称高质量基金）共同向 SPV 瀚蓝佛山

增资 40.2 亿元人民币，增资后上市公司对 SPV 出资 26 亿元，高质量基金对 SPV 出资 20 亿元；二是境内贷款，瀚蓝佛山同步申请境内银行不超过 61 亿元人民币并购贷款；三是境外融资，瀚蓝香港与境外银行签署上限 110 亿港元的融资协议，以向香港证监会证明瀚蓝香港能够支付私有化所需的全部对价，及应对资金出境流程的潜在时间差风险。

本次交易设置了多重保障措施以降低资产整合风险。其一，扣留标的公司原第一大股东部分尾款作为预留保证金，未来 5 年根据对应事项解决情况逐笔支付。若标的公司后续发生风险事项，由标的公司原大股东承担相关经济损失，公司直接在预留保证金中扣除。对于超出预留保证金的赔偿责任，标的公司原第一大股东及其实控人承担连带赔偿责任。其二，标的公司原实控人及第一大股东保留 8 亿元等值股份暂不退出，与公司持续共同承担标的公司经营整合风险。

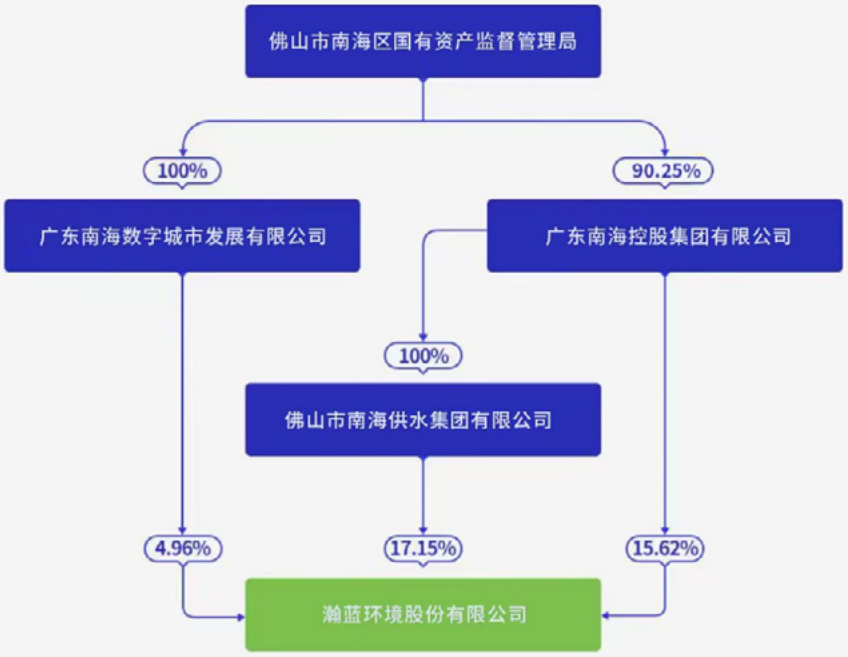
本次交易前后的股权架构情况如下图所示：



（二）收购方——瀚蓝环境

瀚蓝环境成立于 1992 年，2000 年 12 月在上交所主板上市。公司主营业务涵盖固废处理、能源、供水及排水四大领域，其中固废处理业务居于主导地位。在固废处理领域，公司通过纵向贯通“环卫—转运—焚烧—资源化”全产业链，横向延伸覆盖生活垃圾、餐厨垃圾、污泥、工业危废、农业垃圾等十余类固废协同处理，已构建了具备完整链条的“无废城市”综合服务能力体系。

瀚蓝环境实际控制人为佛山市南海区国有资产监督管理局，其通过下属广东南海控股集团有限公司、佛山市南海供水集团有限公司等国资公司对上市公司实施控制，合计控制比例为 37.73%。瀚蓝环境股权结构如下图所示：



更新时间：2025 年 9 月 30 日

瀚蓝环境 2022 年至 2024 年的主要财务数据如下：

单位：亿元

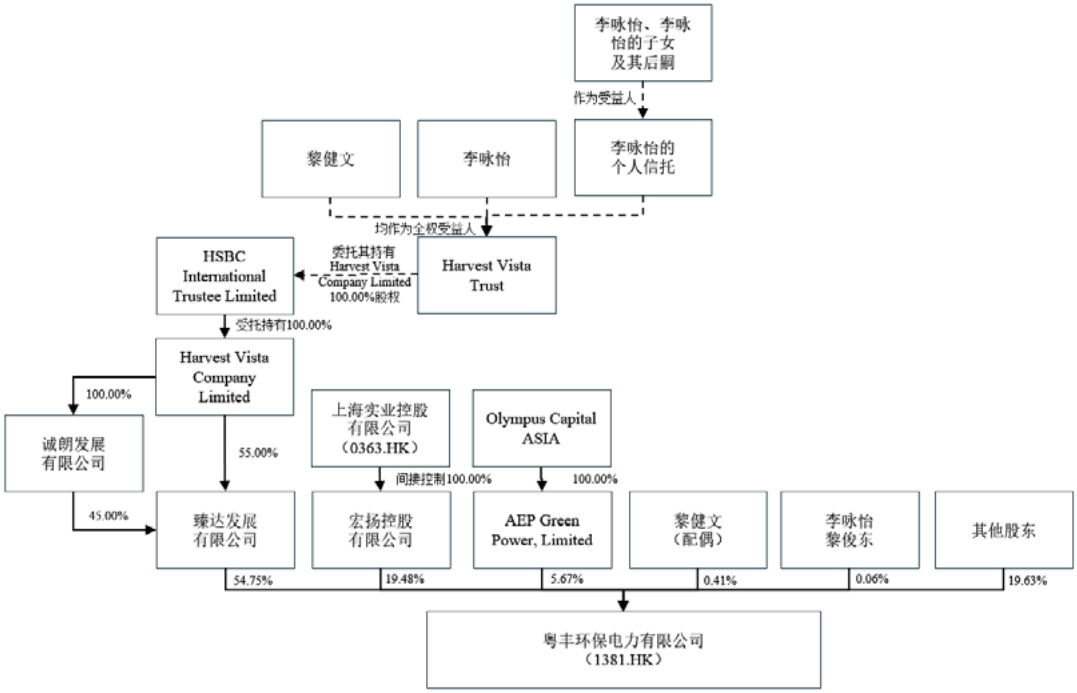
项目	2024 年 12 月 31 日 /2024 年度	2023 年 12 月 31 日 /2023 年度	2022 年 12 月 31 日 /2022 年度
总资产	393.05	357.98	332.88
归母净资产	134.02	121.19	108.83
营业收入	118.86	125.41	128.75
归属于母公司股东的净利润	16.64	14.30	11.46
经营活动产生的现金流量净额	32.73	24.82	4.22

（三）交易标的——粤丰环保

粤丰环保 2014 年 1 月在开曼群岛注册成立，并于 2014 年 12 月在港交所主板上市。公司主要从事垃圾焚烧发电及相关服务，提供智慧城市环境卫生及相关服务，垃圾焚烧发电规模达 52,540 吨 / 日，其中半数以上项目在广东省内，是广东省规模最大的垃圾焚烧发电企业。

臻达发展为标的公司的直接控股股东。臻达发展由境外信托公司控制，全权受益人包括黎健文先生、李

咏怡女士及李咏怡女士的个人信托（其受益人为李咏怡女士及其直系家族成员）。粤丰环保股权结构如下图所示：



粤丰环保 2022 年、2023 年、2024 年 1-6 月主要财务情况如下：

单位：亿元

项目	2024 年 6 月 30 日/2024 年 1-6 月	2023 年 12 月 31 日/2023 年度	2022 年 12 月 31 日/2022 年度
资产总额	247.57	245.68	231.45
归母净资产	86.24	82.57	76.24
营业收入	19.39	44.93	69.17
归属于母公司股东的净利润	4.38	8.61	11.39

（四）交易估值和作价

本次交易的交易价格为 4.90 港元 / 股，较公告前最后交易日（2024 年 7 月 22 日）收盘价 4.39 港元溢价约 11.62%。

本次交易聘请了估值机构对本次交易定价进行了收购价格的合理性分析。在估值方法上，估值机构选择了单一市场法进行估值分析，而未选用收益法与资产基础法，主要考虑如下：一是本次交易本质为二级市场

收购股票以实现私有化，选用市场法具有较高的契合度；二是粤丰环保作为港股上市公司，受香港证监会监管及商业保密限制，无法提供详细盈利预测，缺乏收益法实施条件；三是资产基础法难以准确量化粤丰环保的经营能力、持续获利潜力及无形资产（如特许经营权、商誉）价值。

为论证本次交易估值的合理性，估值机构从以下三个维度进行了综合分析：一是可比交易溢价分析，即参照香港市场近期其他上市公司私有化案例的收购溢价水平进行比较；二是可比上市公司比较分析，选取国内（A 股）同行业上市公司作为可比对象，选用市盈率（PE）及企业价值倍数（EV/EBITDA）作为核心价值比率指标，在合理考虑非流通性折扣因素后进行比较；三是同行业历史并购案例参考，即考察历史上已公开披露的垃圾发电领域并购交易估值情况，进行纵向对比分析。

（五）实施过程

时间	事项
2024 年 7 月 7 日	1、瀚蓝环境在上交所披露《关于筹划重大资产重组的提示性公告》； 2、瀚蓝香港根据中国香港特别行政区《公司收购、合并及股份回购守则》（以下简称《收购守则》）第 3.7 条，在香港联交所网站（www.hkexnews.hk）披露《根据收购守则规则 3.7 作出有关可能私有化粤丰环保电力有限公司的公告》
2024 年 7 月 22 日	1、瀚蓝环境在上交所披露《瀚蓝环境股份有限公司重大资产购买预案》； 2、瀚蓝香港与标的公司根据《收购守则》规则第 3.5 条，在香港联交所网站（www.hkexnews.hk）披露有关根据开曼群岛公司公司法第 86 条通过协议安排将标的公司私有化之附带先决条件之建议等事项的《联合公告》
2024 年 8 月 2 日	瀚蓝环境收到上交所《关于对瀚蓝环境股份有限公司重大资产购买预案的问询函》（上证公函【2024】1066 号）
2024 年 8 月 23 日	瀚蓝环境回复上交所预案问询函
2024 年 8 月 29 日	瀚蓝环境收到国家市场监督管理总局出具的《经营者集中反垄断审查不实施进一步审查决定书》【反执二审查决定（2024）428 号】
2024 年 11 月 20 日	瀚蓝环境召开第十一届董事会第二十次会议审议通过本次重组草案及相关议案，披露了《重大资产购买报告书（草案）》
2024 年 11 月 28 日	瀚蓝环境收到上交所《关于对瀚蓝环境股份有限公司重大资产购买草案信息披露的问询函》（上证公函【2024】3689 号）
2024 年 12 月 10 日	瀚蓝环境及相关中介机构回复草案问询函
2024 年 12 月 26 日	瀚蓝环境召开 2024 年第二次临时股东大会，审议通过了本次交易相关议案
2025 年 1 月 23 日	瀚蓝环境披露《瀚蓝环境股份有限公司关于重大资产重组进展的公告》，已取得国家发改委出具的《境外投资项目备案通知书》（发改办外资备 [2025]16 号）、广东省商务厅出具的《企业境外投资证书》（境外投资证第 N4400202500101 号），以及完成外汇管理部门登记备案工作的《业务登记凭证》

2025 年 4 月 17 日	瀚蓝香港作为要约人已与标的公司联合刊发计划文件
2025 年 5 月 6 日	本次交易涉及的特别交易已经香港证监会批准
2025 年 5 月 12 日	粤丰环保根据开曼群岛大法院的命令及《开曼群岛公司法》召开的法院会议及股东特别大会，审议通过了本次交易的相关事宜
2025 年 5 月 20 日（开曼群岛时间）	开曼群岛大法院举行的呈请聆讯中批准了该计划
2025 年 5 月 30 日（开曼群岛时间）	开曼群岛大法院根据《开曼群岛公司法》第 86 条批准该计划之命令送达开曼群岛公司注册处以作登记，进行登记后，该计划生效，标的资产完成过户。
2025 年 6 月 2 日	粤丰环保股票于香港联交所退市
2025 年 6 月 9 日	本次交易对价以支票形式向计划股东和购股权持有人支付

本次交易的特点和难点

（一）方案复杂，涉及多地法律体系和证券监管体系，审批繁多，且时间要求紧迫

本次交易是 A 股上市公司瀚蓝环境以协议私有化方式收购港股上市公司粤丰环保的市场化并购重组交易，涉及开曼、香港、境内等不同法律体系，涉及 A 股重大资产重组、港股上市公司协议私有化程序等复杂交易流程，整个交易过程要同时满足 A 股及港股上市公司不同规则要求，需要同时与中国证监会、香港证监会、上交所、港交所、开曼法院等多个监管部门保持沟通以实现有序衔接，同时涉及非公开协议增资、ODI 审批、反垄断审查等涵盖国资、发改、商务、外管等部门的审批，涉及央、省、市、区多级国资国企、四家上市公司的沟通协调和内部审批。

在如此复杂的审批要求下，对时间的限制也极高，根据开曼群岛公司法、香港特别行政区《收购守则》等法律法规，本次交易设置了先决条件和条件，其中先决条件应当在重组预案披露后 360 天内、条件应当在 480 天内达成，否则将极大可能导致交易的失败。因此，瀚蓝环境需要在限定的时间内既完成相应的审批，也要完成商业谈判、资金的筹措、联合投资人和股东的沟通等，整体工作量复杂繁多且多线作战、环环相扣。

（二）资金的筹措、出境审批及外汇风险控制难度高

本次交易的交易金额约 111 亿港币，是 A 股 2024 年以来规模最大的环保行业并购及港股 2023 年以来规模最大的环保行业私有化交易。瀚蓝环境在交易前总资产 357.98 亿元，归母净资产 121.19 亿元，本次交易金额约占瀚蓝环境净资产的 85%。在银行融资和外汇监管严格的背景下，对瀚蓝环境融资能力是巨大的考验。

根据香港法规要求，在正式官宣协议私有化交易并根据香港《公司收购、合并及股份回购守则》规则 3.5 发布公告的同时（以下简称“3.5 公告”），需要由要约人的财务顾问出具现金确认函给香港证监会，证明要约人拥有足额且可在香港使用的资金，以确保能够支付私有化所需的全部对价，即公告披露前要争取到境外金融机构的足额融资支持。

在交易资金的筹措上，瀚蓝环境及联合投资人的自有资金为 46 亿元，需要通过并购贷款筹集约 61 亿元人民币。在并购贷的筹集过程中，瀚蓝环境需选择合适的贷款形式，在众多银行中选择契合的合作伙伴并达成广泛共识，以达成低成本的融资利率并匹配私有化交易的时间安排。

瀚蓝环境通过引入广东恒健投资控股有限公司（以下简称广东恒健）作为联合投资人充实 SPV 公司的自有资金。广东恒健是广东省国资旗下最大的国有资本运作和投资平台，其充分发挥省级平台资源整合能力，帮助瀚蓝环境快速打通 ODI 审批、反垄断审批、资金出境等一系列审批卡点和难点。其还通过省级金融资本的背书，增强了银行的融资信心，助力瀚蓝环境组建了阵容强大的银团，并以较低成本并购贷款约 61 亿元。

同时，由于本次交易需要以港币支付，需要进行人民币换汇，且需要经过 ODI 审批实现资金的及时顺利出境，汇率波动的风险控制以及资金出境的风险控制也是需要攻克的难点。为解决汇率风险，瀚蓝环境以授信额度为基础，以 0 保证金的方式进行外汇锁汇，成功锁定汇率波动风险，实现资金成本节省近 1 亿元。

（三）交易涉及两地股东、4 家上市公司，股东诉求不一，争取股东支持面临较大挑战

本次交易需要瀚蓝环境在限定时间内完成 A 股股东大会的审批，以及粤丰环保股东在法院会议和特别股东大会上的投票支持，且根据境外法规要求，粤丰环保原控股股东臻达发展等非独立股东不能参与投票，私有化交易需获得出席会议的独立股东 75% 的投票支持以及不超过所有独立股东的 10% 的投票反对。因此，投票的结果面临较大的不确定性，争取股东的支持显得尤为重要。

同时，上述股东大会和法院会议，还包括涉及 4 家上市公司（瀚蓝环境和粤丰环保的第二大股东均为央国企上市公司），需要在限定时间内争取到各方的支持，为此也要求瀚蓝环境在方案设计上尽量平衡各方利益，兼顾各方决策程序，同时需要保持公开透明的信息披露，与境内外各类股东充分沟通，以使股东对如此复杂的方案充分理解，从而获得支持。

（四）在满足港股上市公司独立性的要求下，实现并购标的在过渡期的平稳运行以及交割后的顺利交接

粤丰环保作为港股上市公司，在私有化交易完成前，需严格遵守香港《上市规则》关于公司独立性各项规定的严格约束。因此，在不能干预粤丰环保独立运行的前提下，瀚蓝环境需要确保其在 3.5 公告至私有化完成这一过渡期内平稳运行，不发生重大不利变化，以保障交易顺利推进且保障公司和股东利益；同时需要在私有化完成当日即完成股权和资产的顺利交接，实现管理的快速融合，确保粤丰环保业务在控制权转移前

后的持续稳定经营，尽快发挥协同效应，实现并购战略意图。

案例点评：关于适用《开曼群岛公司法》第 86 条的港股私有化退市 ▷

（一）港股私有化模式及协议安排

1、港股私有化

港股上市公司私有化主要包含协议安排、全面要约和吸收合并三类模式，其适用性因公司注册地及股权结构而异。其中，协议安排（Scheme of Arrangement）主要适用于开曼群岛或百慕大注册的红筹架构公司，也是港股上市公司最常见的私有化方式。其核心操作逻辑是：控股股东要求公司向全体股东提出一项协议，建议注销所有小股东持有的股份，并向其支付特定对价作为补偿；该协议需经股东特别大会及法院会议两轮表决通过。若方案通过并经法院批准，协议即对所有股东产生强制约束力，小股东股份将被注销，控股股东将持有公司全部股权。

然而，注册于中国境内并在香港上市的公司（一般简称 H 股公司），无法采用协议安排模式，主要原因在于：一方面，香港法院无权以法院会议形式认定 H 股公司的投票结果；另一方面，中国《公司法》和《证券法》未赋予要约人强制收购中小股东股份的权利。因此，私有化注册于我国境内的 H 股公司通常选择吸收合并作为路径。

此外，全面要约则适用于所有港股上市公司，即要约人向上市公司的独立股东（即除要约人及其一致行动人以外的其他股东）发出股份收购要约，在满足私有化条件后完成收购，并在收购完成后向香港联交所申请撤销上市地位。但 H 股公司和红筹架构公司的区别在于，红筹架构公司适用“挤出机制”，可对未接纳要约的剩余少数股份以要约价格进行强制收购，而 H 股上市公司不适用此机制。

2、法律依据

开曼群岛公司法第 86 条规定，公司可通过与股东或债权人达成“妥协或安排”（Compromise or Arrangement）进行重组或私有化，需经法院批准并召开股东会议表决。

香港《收购守则》第 2.10 条，协议安排需满足：（1）75% 投票权批准，即无利害关系股东（独立股东）中，出席会议且投票的股份价值至少 75% 支持；（2）10% 反对票限制：反对票不得超过所有无利害关系股份投票权的 10%。

2022 年 8 月 31 日，开曼群岛公司法修订前，涉及的协议安排还需遵守“数人头”测试。即无论机构股

东还是中小股东，在对私有化议案进行投票时均视为一人一票，并且需过半数独立股东人数赞成私有化计划。

（二）协议安排私有化退市的流程

1、方案制定与公告

根据《香港收购守则》，当私有化意向确定或谈判进入实质性阶段时，要约人与上市公司需发布联合公告，披露核心条款。

在本单案例中，瀚蓝香港与粤丰环保于 2024 年 7 月 22 日在香港联交所网站披露《联合公告》。在披露《联合公告》前，瀚蓝环境 2024 年 7 月 7 日在上交所披露了关于筹划重大资产重组的提示性公告。由于前述公告，粤丰环保同日在香港联交所披露了《根据收购守则规则 3.7 作出有关可能私有化粤丰环保电力有限公司的公告》。

此外，根据《香港收购守则》，在公布之前，要约人需要聘请一名财务顾问来确认要约人有足够的财务资金来完成要约的义务。

2、成立董事会独立委员会并评估

港股上市公司的董事会将设立一个由无利害关系董事组成的委员会，对要约的利弊提供建议，并且独立委员会将指定独立财务顾问（IFA）评估要约的利弊。独立财务顾问（IFA）出具意见，分析定价合理性并审阅要约条款是否存在利益输送。

3、寄发协议安排和法院文件的准备

根据《收购守则》，协议安排须在公告后 21 日内寄发。

此外，上市公司需向公司注册地法院（如开曼群岛、百慕大）提交协议安排计划，申请召开法院会议。文件包括股东名册、交易条款及独立财务顾问意见等。

4、召开法院会议和特别股东大会

本次交易需通过法院会议和特别股东大会双重表决程序。法院会议由公司注册地（如开曼、百慕大）法院法官监督投票程序，确保程序合规，通过需获得 75% 以上无利害关系股份投票权的赞成票，且反对票不得超过所有无利害关系股份投票权的 10%。公司特别股东大会则需 75% 以上全体股东（含控股股东）投票赞成，以通过特别决议。

在本单案例中，2025 年 5 月 12 日，粤丰环保根据开曼群岛大法院的命令及《开曼群岛公司法》召开的法院会议及股东特别大会，审议通过了本次交易的相关事宜。

5、法院批准协议安排和完成公司登记处登记

经无利害关系股东在法院会议上批准协议安排后，协议安排须提交法院批准。

在本单案例中，2025 年 5 月 20 日（开曼群岛时间）开曼群岛大法院举行的呈请聆讯中批准了该计划。

6、香港联交所批准撤销上市地位及支付对价

法院批准协议安排后，上市公司将向联交所申请批准撤销上市地位。此外，法院批准协议安排后，要约人需要向协议安排相关股东支付对价。

（三）近期其他 A 股上市公司私有化港股上市公司案例

1. 美埃科技（688376.SH）私有化捷芯隆（02115.HK）

2025 年初，美埃科技通过其全资子公司美埃香港，以协议安排方式完成对捷芯隆的私有化，成为科创板首例 A 股公司收购并私有化港股公司的交易。美埃香港以 0.25 港元 / 股（较停牌前收盘价溢价 25%）现金收购捷芯隆 68.39% 股份（对价 2.39 亿港元），并向 4 名特定股东发行股份换取剩余 31.61% 股权。资金安排上，约 40%（不超过 1 亿港元）为自有资金，60% 通过外部融资（含 1.39 亿港元并购贷款）解决。美埃科技主营半导体洁净室设备（如 FFU 及过滤器），捷芯隆则专注洁净室墙壁与天花板系统，此次整合实现了产业链贯通，强化了一体化服务和市场竞争力。

2. 新天然气（603393.SH）私有化亚美能源（2686.HK）

2023 年，新天然气以协议安排方式完成亚美能源的私有化。私有化对价为每股 1.85 港元现金，总交易金额约 27.04 亿港元。交易前，新天然气已持有亚美能源 56.95% 的股权，本次交易涉及剩余 43.05% 股权，完成后亚美能源成为其全资子公司并从港交所退市。退市后，亚美能源成为新天然气全资子公司，助力其整合煤层气资源并优化资本结构。

3. 长虹集团私有化长虹佳华（03991.HK）

2025 年 9 月，长虹集团通过全资子公司虹图投资发起私有化长虹佳华。私有化完成后，四川长虹（600839.SH）通过子公司维持 77.43% 控股权不变，剩余股权集中至长虹集团，长虹佳华将退市。本次交易主要源于长虹佳华市值严重低估、流动性枯竭及高额上市成本压力。

海天股份：
跨界收购贺利氏光伏银浆事业部，打造第二增长曲线

案例简介 ▷

海天股份（证券代码：603759.SH）主要从事市政供水、污水处理及环境治理业务。随着环保行业竞争加剧及增长空间收窄，公司面临业务转型与升级的迫切需求。2025 年，海天股份现金收购贺利氏光伏银浆事业部，实现了从传统水务领域向光伏新材料的跨界转型，切入新能源新材料赛道，为公司带来新的潜在增长点。截至目前，标的资产已过户，上市公司对贺利氏光伏银浆业务的后续整合仍在推进中。

交易背景及目的 ▷

（一）交易背景

1. 上市公司原有供排水业务未来快速发展受限，上市公司迫切需要寻找“第二增长曲线”

海天水务集团股份公司（以下简称海天股份）主营业务为供排水业务，随着我国城市化率超过 67%，标志着我国城市基础设施建设已逐渐趋于完善，新增的供排水项目机会因此大幅减少。同时，受供排水行业市场竞争格局变化及新政影响，新增项目的获取竞争加剧，且投资多依赖专项债，项目回报率低；此外，叠加地方政府债务压力导致新旧项目的污水处理费账期延长，导致上市公司承受更大的流动性压力。

为实现公司的持续健康发展，上市公司需要寻找具有高附加值、成长性更强的新业务领域，并充分利用公司现有的资源禀赋，提升上市公司抗风险抗周期能力，实现上市公司主营业务的换挡升级，进而提高整体回报率公司存在“寻找第二增长曲线”的强烈转型需求。

2. 通过并购转型光伏领域符合公司发展战略

结合国家战略，公司把转型的行业圈定为“氢能”、“储能”、“光伏”。“氢能”领域，公司通过自有高校资源等途径了解其最新的技术路线及商业前景，考虑到大规模商业化仍存不确定性，公司遂选择放弃。“储能”领域，公司广泛摸排，认为储能投资规模大，资金要求高，也无适合标的。“光伏”领域，公司在收购调研过程中得知贺利氏光伏事业部正在出售，其所处光伏上游原材料银浆这一细分赛道，属于“新质生产力”领域，准入门槛较高，并购是上市公司布局该产业最有效的途径。

3. 光伏行业整体竞争激烈、利润下滑，贺利氏集团拟剥离光伏银浆事业部

由于市场竞争、核心客户战略以及自身商务机制等因素影响，标的公司出货量走低，规模效应下降，经营业绩出现下滑，产能利用率处于低位，因此贺利氏集团拟出售其光伏银浆事业部。

公司积极参与到贺利氏光伏事业部的竞标当中，深入沟通收购价格、收购后资金支持、收购后人员安排等。基于公司良好的财务状况、资金实力及人文关怀，公司从众多竞争者中脱颖而出，成为贺利氏光伏事业部的买方。

（二）交易目的

1. 快速打造业务第二增长曲线

标的公司拥有较多银浆领域知识产权，在 TOPCon 与 BC 电池等主流先进技术路线所需的银浆产品上，具备先发优势和成熟量产经验，产品性能与定制化开发能力较强，拥有坚实的业绩增长基本面。

光伏银浆是光伏电池片的原材料，上市公司与光伏产业的优质电池企业有多年合作基础，客户关系资源好，客户响应服务能力强。交易后可以凭借自身较强的关键资源获取能力与资源整合能力，赋能标的公司，助力标的公司业绩持续改善。

2. 利用标的公司现有优势，做大做强光伏银浆业务

技术方面：标的凭借多年研发沉淀与产业化实践，在技术积累、专利布局与客户资源方面具备一定的竞争壁垒，助力多家头部电池企业刷新组件转换效率的世界纪录，在 TOPCon 及 BC 电池用银浆领域具备技术先发优势。

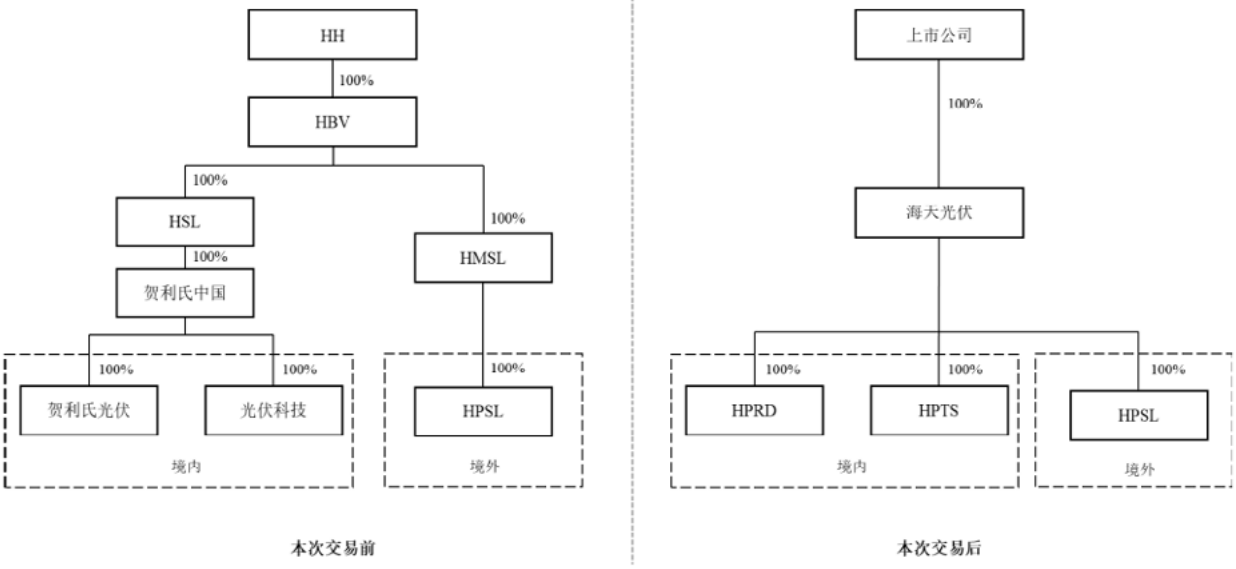
市场方面：随着 TOPCon、BC 电池成为市场主流，其单位银耗显著高于 P 型，将进一步推动银浆用量高增。根据贝斯哲预测，2022 年至 2028 年，全球光伏银浆市场规模将维持 7.41% 左右的年复合增长率。随着标的公司核心客户的 TOPCon 与 BC 电池产能逐步落地与释放，以及交易后依托上市公司优势、调整完善市场响应机制与商务机制，满足更多客户的资金结算需求，标的公司预计将获得更多市场机会。

交易基本情况 ▷

（一）方案概要

海天股份新设立全资子公司四川海天光伏材料有限公司（以下简称海天光伏），海天光伏以现金方式购买贺利氏光伏银浆事业部相关资产。

交易前后标的的股权结构变化如图所示：



（二）交易各方

1．收购方——海天股份

海天股份于 2021 年 3 月 26 日在上海证券交易所主板上市，是以供排水、垃圾发电业务为主营业务的综合环境服务运营商。海天股份实际控制人费功全直接或间接持有上市 59.21% 的股权。海天股份经过多年的稳步发展，成为西南地区环保水务行业民营龙头企业，2024 年营业收入 15.19 亿元，归母净利润 3.05 亿元。

上市公司最近三年的主要财务指标如下：

单位：万元

资产负债表项目	2024.12.31	2023.12.31	2022.12.31
资产总额	661,242.48	624,418.93	582,075.13
负债总额	363,178.91	348,354.10	340,397.68

所有者权益合计	298,063.57	276,064.83	241,677.45
归母所有者权益	274,333.79	256,319.06	235,216.75
利润表项目	**2024 年度**	**2023 年度**	**2022 年度**
营业收入	151,860.99	127,669.50	118,729.35
营业利润	35,995.24	28,311.33	27,912.76
利润总额	37,828.34	28,651.79	25,537.06
净利润	33,024.98	23,676.77	21,518.41
归母净利润	30,482.26	24,198.29	21,320.04

2. 出售方——德国贺利氏集团

本次交易对方分别为贺利氏中国投资有限责任公司与 Heraeus Materials Singapore Pte.Ltd，均为德国贺利氏集团旗下企业。德国贺利氏集团是一家全球领先的贵金属及技术供应公司，在 40 个国家拥有一万七千余名员工，业务覆盖贵金属回收、医疗健康、半导体及电子、工业应用等多个领域，在全球市场上占据重要地位。2024 年，德国贺利氏集团的销售收入达到 294 亿欧元。

（三）交易标的

标的为贺利氏光伏银浆事业部相关资产，具体包括：（1）贺利氏光伏 100% 股权及贺利氏中国对贺利氏光伏的债权；（2）光伏科技 100% 股权；（3）HPSL100% 股权。

标的公司	业务内容
贺利氏光伏	光伏银浆的生产主体之一，主要负责中国市场的银浆生产与销售
光伏科技	主要从事光伏银浆新产品的研发，并持有与贺利氏光伏银浆业务相关的专利
HPSL	光伏银浆的生产主体之一，主要负责海外市场的银浆生产与销售

根据交易方案约定，贺利氏中国于 2025 年 1 月 13 日分别向贺利氏光伏、光伏科技增加注册资本 2 亿元、1.3 亿元并完成实缴。假设前述 3.3 亿元增资于 2024 年 12 月 31 日完成，且 32,194 万元用于偿还关联方借款，在其他事项不变的情况下，截至 2024 年 12 月 31 日贺利氏光伏银浆事业部模拟增资后的主要财务数据如下表：

单位：万元

	模拟增资后	**模拟增资前**	
合并资产负债表	**2024.12.31**	**2024.12.31**	**2023.12.31**

资产总额	39.628.27	38,822.27	63,116.91
负债总额	10,273.79	42,467.79	61,056.08
归母所有者权益	29,354.48	-3,645.52	2,060.83
资产负债率	25.93%	109.39%	96.73%
合并利润表	2024 年度	2024 年度	2023 年度
营业收入	175,445.37	175,445.37	225,297.21
归母净利润	-9,129.87	-9,129.87	-5,435.37
毛利率	4.48%	4.48%	5.60%

（四）交易估值和作价

1. 交易估值

本次交易为市场化跨境收购，公司与交易对方通过协商谈判的方式确定交易价格，最终的交易定价系上市公司综合考虑了标的公司的财务状况、行业地位、技术储备、客户资源等因素的基础上，与交易对方在公平合理原则基础上进行市场化协商谈判确定的。

本次交易定价不以评估结果为依据，为便于投资者对本次交易定价水平的公允性进行判断，验证交易定价的公平合理，上市公司聘请中水致远为标的资产股东全部权益价值出具了评估报告。评估机构对标的资产采用资产基础法和市场法进行了评估，以资产基础法结果作为评估结论。考虑贺利氏中国的增资事项后，标的资产合并口径归母净资产账面值 29,354.48 万元，评估值 38,406.05 万元，增值率 30.84%。前述净资产交易价格为 33,385.73 万元。

2. 实际支付金额

根据交易各方关于标的公司净资产价值及过渡期损益安排的约定，及实施情况报告书，上市公司实际已支付现金 42,903.15 万元，尚未全部完成价格调整机制对最终购买价款的调整，预计金额最终支付金额为 4.3 亿元 -4.5 亿元。

实际支付金额高于前文中交易价格的主要原因在于，本次交易标的除 3 个公司的股权，还包括贺利氏中国对贺利氏光伏的债权。根据交易协议，除股权价款外，公司还需支付标的公司对贺利氏中国的关联方借款，截至交割日，公司需向贺利氏中国支付约 1.2 亿元。

本次交易的特点 ▷

（一）采用原大股东先增资还债 + 上市公司现金购买股权的模式

本次交易前，交易标的资产负债率较高，净资产小，整体经营高度依赖银行和原大股东的借款。交易模式上，原大股东先增资还款，降低标的未来偿债风险，同时增厚净资产上市公司后续再现金购买增资后的标的，交易双方合作完成两步走，保障标的持续健康运营。

（二）在光伏行业低谷期实施并购，不以评估结果为定价依据，总体成本可控

近年，光伏行业受到供需错配、价格战等多重因素的影响，整体处于低谷期，产业链上下游各企业盈利普遍承压，因此资产价格较低，此时在产业链中寻找并购标的可行性较强。标的公司一方面受行业下行影响，销量、收入持续下降，新产品布局速度不及预期，另一方面，标的运营费用和人工成本较高，2023 和 2024 年连续亏损。在此背景下，上市公司收购价格整体较低，考虑增资及偿还关联方借款后，相当于上市公司实际支付约 3.3 亿元现金，购买 2.94 亿元的净资产，溢价约 4000 万元，标的资产交易作价的市净率为 1.14 倍。公司把握时机，借助自身财务的稳健性完成收购，在光伏行业低点切入第二增长曲线。

（三）跨界并购寻找第二增长曲线

公司主营污水处理，属于区域龙头，但该主业已达到天花板，持续增长难度较大。公司经过调查，最终选择光伏银浆，一方面，光伏银浆产业具备较高的技术与客户认证门槛，技术壁垒主要体现在复杂的生产工艺和严格的品质控制，客户认证壁垒方面，下游客户一般会对银浆厂商考核严苛且周期漫长，光伏银浆企业需要有效满足电池片制造商的定制化需求，进而更好提升转换效率。另一方面，研发制造光伏银浆相较于产业链其他环节，相对轻资产，无需大规模资本开支，后续投入主要用于技术研发，总体成本可控。

案例点评 ▷

（一）跨界并购需因地制宜、量力而行、审慎推进

从传统业务跨界转型并购其他行业标的，风险较高，企业需明确战略定位，避免盲目跨界。一是出价上，需精准评估，避免因过度乐观而支付过高溢价。本案例中，最大的优势在于购买溢价低、总价低，上市公司能够负担。二是技术上，需尊重行业规律，认识技术风险。跨行业并购意味着进入一个全新的竞争领域，标的行业的技术路线影响程度较大，上市公司需做好充足准备。本案例中，标的属于光伏这种技术迭代迅速的

行业，技术落后就可能被淘汰，上市公司和标的后续还需应对“去银化”挑战。三是注重经验、资源的迁移赋能。即使是跨行业并购，也需要关注既有的经验、资源的可迁移性，助力标的发展提升，无法赋能标的，往往意味着无法实质控制标的。本案例中，公司拟在未来依托自身在光储领域积累的客户资源，为标的公司导入光伏电池片客户，助力其拓展市场验证机会。

（二）收购未盈利资产，要具备消化亏损的能力

“并购六条”要求，收购亏损资产，应当不影响上市公司持续经营能力，这就要求上市公司自身收入利润较高，能够确定性地消化标的亏损，也即“大盈收小亏”。本案例中上市公司年盈利 2-3 亿元，净资产 27 亿元，标的亏损在 1 亿元以内，交易完成并降本增效后预计亏损将进一步缩小，总体可消化、风险可控，不会引发上市公司持续经营能力的危机。如果上市公司净资产、现金流较薄，盈利在短期内无法覆盖标的的亏损，则收购后可能难以支持标的资产研发等资金需求，难以穿越光伏行业周期、提升公司质量或盈利能力。

交易标的于 2025 年 5 月完成过户，距今时间尚短；上市公司在银浆产业尚未形成直接的人才储备、管理经验以及核心技术，且双方在企业文化、经营模式及管理体制等方面存在差异，本次交易能否达到预期交易目的及理想有效的整合，尚需要时间观察。

美埃科技：
科创板首单“A 吃 H”私有化港股上市公司捷芯隆

案例简介 ▷

为强化业务协同效应，促进公司业务发展，美埃科技（证券代码：688376.SH）通过全资子公司美埃香港控股，私有化收购香港联交所主板上市公司捷芯隆（证券代码：2115.HK）。本次交易采用“现金私有化 + 子公司换股”的组合模式：美埃香港控股以现金方式收购捷芯隆约 68.39% 的股份并进行私有化，同时向捷芯隆 4 名特定股东发行股份以换取其持有的捷芯隆剩余约 31.61% 股份。本次交易完成后，公司将通过美埃香港控股控制捷芯隆，捷芯隆从香港联交所退市。

交易背景及目的 ▷

（一）符合公司补链强链的需求

美埃（中国）环境科技股份有限公司（以下简称美埃科技）上市后持续拓展产品线及客户端应用场景，通过收购、合作、自主研发等多种手段进行产业链布局。捷芯隆高科洁净系统有限公司（CM Hi-Tech Cleanroom Limited，以下简称捷芯隆）作为主要业务区域位于中国、东南亚以及南亚的洁净室墙壁和天花板系统供应商，其主要产品洁净室墙壁和天花板系统同美埃科技生产的以风机过滤单元为代表的洁净装备均为电子半导体洁净室方案的重要组成部分，风机过滤单元的应用也需要同洁净室墙壁和天花板系统进行搭配。通过收购捷芯隆，将完善公司在产业链上下游的综合布局，提升公司在洁净室基础材料这一领域综合实力。

（二）增强公司在洁净室领域的全方位方案解决能力

交易完成后，公司将具备独立向客户提供包括风机过滤单元配套、整机设备、洁净室墙壁和天花板系统在内的洁净室全方位解决方案的技术实力和集成能力。

（三）符合公司“出海”拓展境外业务的经营战略

捷芯隆约有 30%-50% 的业务收入来自于马来西亚、南亚、菲律宾、新加坡等中国以外国家和地区，且两家公司的客户群体交叉重叠性非常低，通过业务整合，将有利于拓展公司业务，尤其是海外业务的发展。

交易方案与过程 ▷

（一）上市公司：美埃科技

美埃科技成立于 2001 年 6 月，于 2022 年 11 月在科创板上市。公司主营业务聚焦于半导体、生物制药、公共医疗卫生等领域的工业级超洁净技术的研发和应用，是半导体领域洁净装备（风机过滤单元）和耗材（过滤器）的国产化龙头企业。凭借自身核心技术和产品，公司成为国内外知名半导体芯片厂商长期、重要供应商之一。

公司的控股股东为 MayAir International Sdn. Bhd.，实际控制人为蒋立。公司 2022 年至 2024 年分别实现营收 12.27 亿元、15.05 亿元和 17.23 亿元；实现归母净利润 1.23 亿元、1.73 亿元和 1.92 亿元。

（二）标的公司：捷芯隆

1. 主营业务概述

标的公司成立于 2019 年 6 月 11 日，注册于开曼群岛，于 2020 年 10 月 15 日在香港联交所上市，其子公司及其附属公司业务始于 1989 年，拥有 30 余年行业经验。作为行业内较知名的洁净室墙壁和天花板系统供应商，捷芯隆按照客户的需要，提供综合洁净室产品及服务，主要包括开发、生产及安装洁净室墙壁和天花板系统。捷芯隆的产品可以应用于包括符合美国联邦标准 209E 最严格级别的洁净室在内的不同洁净级别标准的洁净室。捷芯隆拥有洁净室墙壁和天花板系统自主品牌“Channel Systems/ 捷能”，并积累了优质的客户群体，为半导体、电子及医疗等不同行业提供洁净室产品及服务。

在区位布局上，捷芯隆及主要附属公司已在中国与马来西亚设立多个生产基地，具备覆盖中国及东南亚市场的区位优势，客户群体主要为半导体制造企业。近年来，国家及地方政府相继出台多项扶持政策，推动国内半导体产业加速发展，行业参与者快速增加，中国市场潜力持续释放。与此同时，受国际地缘政治及产业格局变化影响，半导体产业向东南亚地区转移的趋势明显，为捷芯隆带来了新的增长机遇。凭借中国与马来西亚的双重布局，捷芯隆积极推进市场多元化战略，不仅能够同步把握两地市场的发展机遇，也有效降低了对单一市场的依赖风险，增加了整体经营的韧性与抗风险能力。

2. 主要财务指标

单位：万元

资产负债表项目	2024 年 6 月 30 日	2023 年 12 月 31 日	2022 年 12 月 31 日
资产总计	52,894.0	49,837.2	46,705.6
负债合计	19,327.0	17,613.6	17,505.1
所有者权益合计	33,567.0	32,223.6	29,200.5
损益表项目	**2024 年 1-6 月**	**2023 年度**	**2022 年度**
营业收入	17,646.4	35,657.0	46,290.7
利润总额	2,647.9	6,898.4	9,367.7
净利润	2,198.3	5,485.9	7,541.0
归属母公司股东的净利润	2,186.8	5,460.9	7,495.5

（三）交易方案

1. 私有化安排

美埃科技于 2024 年 8 月在中国香港设立全资子公司 MayAir HK Holdings Limited（以下简称美埃香港控股），并由美埃香港控股作为要约人，根据《开曼群岛公司法（2023 年版）》第 86 条规定的协议安排方式，向除存续股东以外的捷芯隆所有股东（以下简称计划股东）发出私有化提议，在前置条件和先决条件被满足或被豁免的情况下，要约人将按每股 0.25 港元的价格，合计支付 2.39 亿港币的现金，收购计划股东所持有的 957,473,450 股捷芯隆股份（约占捷芯隆全部股份的 68.39%，以下简称计划股份），并由捷芯隆注销上述股份。与此同时，捷芯隆按面值向要约人发行与已注销计划股份数量相等的新股份。

公司实施私有化安排主要基于两重考量：一是两地上市监管规则存在差异，信息披露阈值不同，可能形成合规盲点，增加经营风险；二是维持香港联交所上市地位需承担持续增长的合规成本，加重公司的财务负担。

2. 换股安排

考虑到 4 名存续股东现任捷芯隆董事和高级管理人员，长期任职且具备丰富的行业经验与专业能力，为保留其核心价值并维持利益关联，要约人与存续股东达成换股安排。据此，存续股东所持的 442,526,550 股捷芯隆股份（约占捷芯隆全部股份的 31.61%，以下简称存续股份）不纳入私有化计划，而是在私有化计划生效同时，通过向存续股东发行股份的方式，换取其持有的存续股份，使存续股东在换股后持有要约人约 31.61% 已发行且实缴的股份。交易完成后，公司将与存续股东签署股东协议，明确双方作为美埃香港控股

股东的权利与义务。

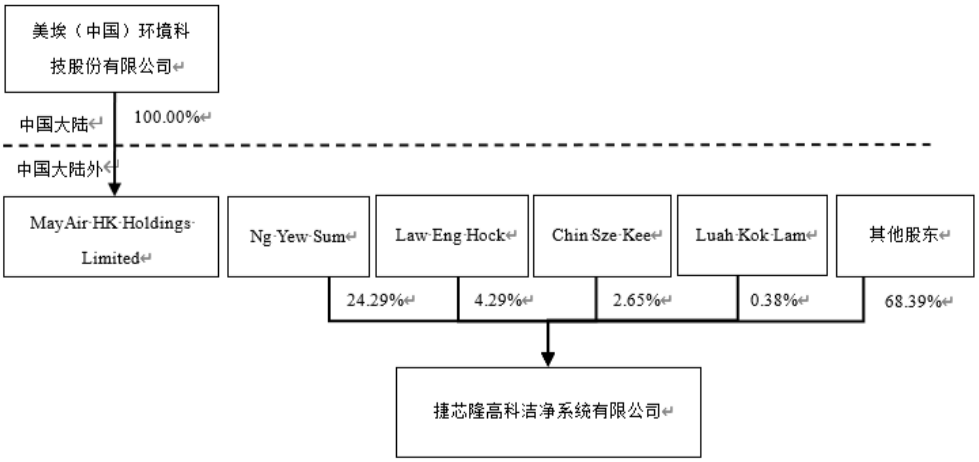
本次交易实施后，捷芯隆从香港联交所退市，公司通过美埃香港控股间接持有捷芯隆约 68.39% 的股份，存续股东通过美埃香港控股间接持有捷芯隆约 31.61% 的股份。

根据中国香港《公司收购、合并守则》规定，考虑到美埃香港控股在交易方案制定阶段与存续股东达成换股共识，因此存续股东在本次交易中被视为要约人的一致行动人。本次交易实施后，该一致行动关系将不再适用。

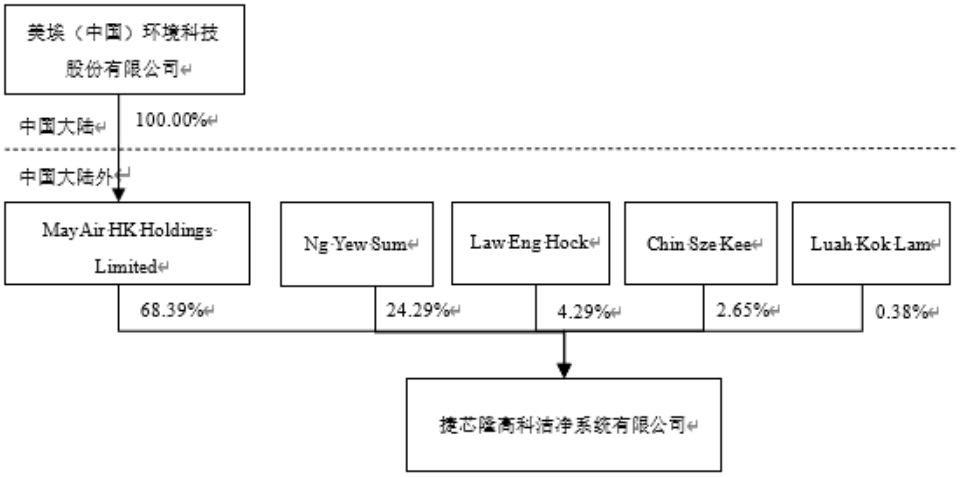
3. 交易架构

本次交易完成前后，美埃香港控股、捷芯隆的股权结构如下所示：

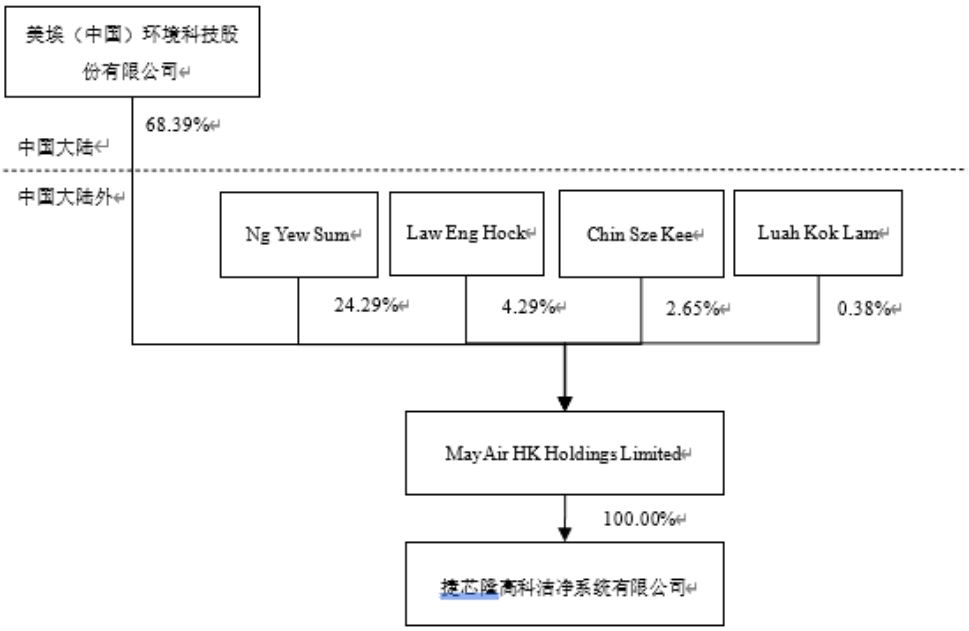
图一：本次交易前的股权结构



图二：本次交易私有化安排完成后的股权结构



图三：本次交易换股安排完成后的股权结构



（四）实施过程

时间	重要事项
2024 年 10 月 14 日	董事会通过《关于对 CM Hi-Tech Cleanroom Limited（捷芯隆高科洁净系统有限公司）进行收购的议案》 上市公司发布《关于对 CM Hi-Tech Cleanroom Limited（捷芯隆高科洁净系统有限公司）进行收购的公告》 捷芯隆于香港联交所同步发布《MAYAIR HK HOLDINGS LIMITED 根据公司法第 86 条以协议安排方式将捷芯隆高科洁净系统有限公司私有化的附有前置条件的建议及建议撤销捷芯隆高科洁净系统有限公司的上市地位》等公告 发布股东大会通知 提交南京市发改委境外投资备案文件 提交南京市商务局境外投资备案文件 提交国家外汇管理局江苏省分局境外投资备案文件
2024 年 10 月 30 日	召开 2024 年第三次临时股东大会，通过《关于对 CM Hi-Tech Cleanroom Limited（捷芯隆高科洁净系统有限公司）进行收购的议案》
2024 年 10 月 30 日	获取南京市商务局境外投资的批文
2024 年 11 月 1 日	获取南京市发改委境外投资的批文 获取国家外汇管理局江苏省分局关于境外投资的批文

2024 年 11 月 1 日	捷芯隆董事会通过议案于香港联交所发布先决条件已满足公告
2024 年 11 月 19 日	于香港联交所发布有关私有化通函、股东特别大会通知及法院会议通知
2024 年 12 月 12 日	召开开曼大法院会议及股东特别大会批准私有化
2024 年 12 月 18 日	开曼大法院批准私有化计划
2025 年 1 月 6 日	开曼大法院批准私有化的法令的副本送呈开曼群岛公司注册处处长以作登记，私有化计划生效 美埃科技支付私有化的资金，取得美埃香港的新股票
2025 年 1 月 7 日	于香港联交所公告私有化计划生效，捷芯隆于第二天撤销其股份在香港联交所的上市地位
2025 年 1 月 8 日	私有化安排的所有先决条件已经达成，捷芯隆将撤销其股份在香港联交所的上市地位
2025 年 1 月 15 日	捷芯隆的香港股份过户处寄出私有化的支票给与捷芯隆股东
2025 年 2 月 6 日至 2 月 14 日	撤销香港之捷芯隆的股东名册，并将捷芯隆的股票迁移至开曼 存续股东与美埃香港换股票的股份登记完成，交易完毕

交易的特点和难点

（一）本次交易特点

1. 采用“现金私有化 + 子公司换股”的组合交易模式

本次交易采用了精巧的交易结构设计，综合运用了“现金私有化 + 子公司换股”的双重方式，实现了多方利益的平衡。一方面，通过现金私有化，收购社会公众股。美埃香港控股以每股 0.25 港元的价格，总额约 2.39 亿港元的现金收购捷芯隆约 68.39% 的股份。这部分现金对价中约 40% 来自美埃科技自有资金，剩余 60% 通过外部融资方式取得。另一方面，针对管理层股东实施子公司换股。针对 4 名捷芯隆特定股东（均为捷芯隆现任董事或高级管理人员），美埃香港控股采用发行股份的方式换取其持有的捷芯隆约 31.61% 的股份。交易完成后，这 4 名股东将通过持有美埃香港控股的股份间接持有捷芯隆权益，保持了其在公司中的利益关联。

这种结构设计既考虑了中小股东的现金退出需求，又保留了核心管理团队的利益连续性，有利于交易后的整合与稳定运营。通过换股安排，公司也减轻了即时的现金支付压力，优化了资金配置效率。与此同时，这种结构设计也考虑了收购后的税务筹划，通过设立美埃香港控股的特殊目的载体，收购后捷芯隆的现金分红根据《内地和香港特别行政区关于对所得避免双重征税和防止偷漏税的安排》可以享受双边税收优惠政策，避免双重征税。

2. 采用“自有资金 + 并购贷款”的资金方案

本次交易的融资结构展现了公司较强的资本运作能力与稳健的资金筹措策略。一方面，公司将自有资金投入比例控制在约 40%，最高金额不超过 1 亿港元，截至 2024 年 6 月末，美埃科技有货币资金 4.61 亿元，公司可随时用于支付的银行存款余额足以覆盖私有化安排涉及的现金对价中的自有资金部分。另一方面，剩余资金由美埃科技、美埃香港控股通过外部融资方式取得。从境内获取了期限长达 7 年、利率不超过 2.80% 的并购贷款。

此外，公司同步预留了香港地区的融资安排，作为并购资金的重要补充，不仅提升了整体融资结构的灵活性与可靠性，更符合香港联交所对资金来源的监管要求。鉴于出境资金受资本管制限制，难以视为可自由用于境外并购，预设香港融资渠道有助于确保资金具备“自由资金”属性，从而提升交易结构的合规性和在香港联交所审批中的可行性。

3. 负商誉确认

本次交易的私有化安排中，股份收购价格为 0.25 港元 / 股，该价格系公司在充分考虑捷芯隆的股票在香港联交所的历史交易价格及交易量、捷芯隆每股净资产以及捷芯隆财务业绩的基础上，按公平商业基准原则所厘定，相较捷芯隆于截至最后交易日止前 12 个月内在香港联交所的最低收盘价及最高收盘价分别溢价约 60.3% 和 2.0%；相较于捷芯隆截至 2023 年 12 月 31 日的经审计的股东应占每股净资产折价约 1.3%；相较于捷芯隆截至 2024 年 6 月 30 日的未经审计的股东应占每股净资产折价约 3.2%（已剔除报表日后捷芯隆宣告发放 2024 年中期股利对净资产的影响）。本次交易产生了合并负商誉约 1,800 万元。

（二）本次交易难点

1. 跨境法律与监管合规复杂性

一是涉及多法域法律适用。交易涉及中国内地、中国香港和开曼群岛三地法律和监管体系的协调。美埃科技作为科创板上市公司，需遵守中国证监会相关规定和上交所上市规则；捷芯隆作为香港上市公司，需遵守香港《公司收购、合并守则》和联交所的相关规则；而捷芯隆注册于开曼群岛，交易又需符合《开曼群岛公司法（2023 年版）》的要求。这种多法域监管环境大大增加了交易的法律复杂性和合规成本。例如根据

香港证监会和联交所的相关规则，在收购交易过程中，上市公司大股东和中小股民须同等条件下对待，因此业绩补偿及奖励的相关要求无法适用于本交易。

二是涉及跨境审批流程。交易需要获得中国内地、中国香港两地多个监管部门的审批和备案，包括但不限于：中国发改委、商务部门、外汇管理部门的境外投资备案 / 核准；香港证监会和联交所的监管审批；以及上市公司和标的公司双方股东的批准。这些审批程序相互关联，任何一环的延迟或拒绝都可能导致交易无法顺利进行。具体而言，香港证监会和联交所的监管审批需要上市公司提供与本次交易对价金额相一致的境外无条件资金证明作为前置条件，而中国发改委、商务部门、外汇管理部门的境外投资备案 / 核准需要股东大会决议作为前置条件，而股东大会决议需要香港证监会和联交所的监管审批作为前置条件。

三是涉及两地上市的信息披露。公司必须同时遵守上交所科创板和香港联交所上市规则的条款，包括协调双边发布公告的时间以确保信息的保密性并在必要时同步发布信息，同时收购方和被收购方在洽商过程中必须谨慎以避免违规。据此，双方将公告日期安排在同一天，且双方公告披露口径保持一致，避免信息差造成股价波动以及股东权益受损的可能性，尤其是强调对中小股东利益的保护。

2. 跨境金融机构的资金保障

本次交易中，为满足香港联交所前置条件需完成复杂的跨境资金安排。公司需同步协调境内境外双线融资，首先需要境外金融机构出具的境外无条件资金证明作为香港联交所的审批的前置条件，接着以自有资金支付 40% 对价，并申请境内不超过 1.5 亿港元并购贷款。这种跨监管体系的资金背书涉及外汇审批、担保结构及资金跨境调度，成为交易能否成功的关键难点与监管关注焦点。

案例点评 ▷

（一）以内生增长和外延并购加速境外业务布局

自 2022 年 11 月上市以来，美埃科技持续拓展产品线及客户端应用场景，通过收购、合作、自主研发等多种手段进行产业链布局，增强自身补链强链的能力。本次收购捷芯隆已经是美埃科技上市不到两年来的第二次收购。2022 年 12 月，美埃科技完成了对 Circul-Aire Inc.100% 股权的收购。近年来，美埃科技还加速布局在马来西亚、新加坡、泰国等东南亚国家的业务，其欧洲、南亚和中东地区的销售业务也在持续增长。在内生增长和外延并购双轮驱动下，美埃科技已经通过了多个国际著名厂商的合格供应商认证，海外收入规模也实现快速增长。

（二）通过创新交易结构完成科创板首单“A 吃 H”

本次交易是科创板上市公司收购 H 股上市公司并私有化的首单案例，开创了科创板公司开展上市公司之间的产业整合、实现国际化拓展的新路径，为后续类似交易提供了参考借鉴，具有标杆和示范意义。本次交易采用“现金私有化 + 子公司换股”的双重结构，既考虑了中小股东的现金退出需求，又保留了核心管理团队的利益连续性，有利于交易后的整合与稳定运营，包括保留原有客户群，研发技术和产品技术经验，产品的生产工艺和供应商的整合等等。同时这种结构设计也考虑收购后的税务筹划，收购后捷芯隆的现金分红可以享受双边税收优惠政策。通过换股安排，公司也减轻了即时的现金支付压力，优化了资金配置效率。

（三）以多元化融资方案确保交易顺利完成

在资本运作层面，本次交易采用了“自有资金 + 并购贷款”的多元化融资方案，体现了较高的资本运作水平。一方面，公司将自有资金投入比例控制在约 40%，既保障了项目的顺利推进，又避免了对现金储备的过度占用；另一方面，从境内获取了期限长达 7 年、利率不超过 2.80% 的并购贷款，且前三年还本压力较小，显著缓解了现金流压力。此外，香港证监会和联交所对于本次收购交易审批通过的前置条件之一就是需要美埃科技能够提供与本次交易对价金额相一致的境外无条件资金证明作为支持文件，因此美埃科技同步预留了香港地区的融资安排，作为并购资金的重要补充，不仅提升了整体融资结构的灵活性与可靠性，更满足了联交所对资金来源的监管要求。

至正股份：
收购 AAMI，“尝鲜”新《战投管理办法》下跨境换股

案例简介 ▷

2024 年 11 月，商务部等六部门修订发布《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》（新《战投管理办法》），首次明确允许外国投资者以境外非上市公司股权作为支付对价，通过定向发行实施战略投资。此前，若以股权作为支付对价认购 A 股上市公司定向发行新股仅限于“境外上市公司股权”，因此 A 股上市公司拟购买“境外非上市公司股权”只能选择以现金支付。新《战投管理办法》为 A 股公司并购境外非上市优质资产开辟了新路径，并简化了审批程序。

至正股份（证券代码：603991.SH）收购 AAMI 作为新《战投管理办法》下首单跨境换股，实现了对境外半导体资产的收购，并引入了国际半导体企业 ASMPT（为方便表述，ASMPT 及其全资子公司 ASMPT Holding 以下统称“ASMPT”）作为上市公司战略投资者，对新规则的适用方式也起了良好的示范作用。

此外，2025 年 2 月商务部、国家发改委联合制定的《2025 年稳外资行动方案》也提出了“重点优化外资并购规则、简化交易程序、扩大可并购领域范围，并显著降低跨境换股门槛”的进一步促进跨境换股的政策导向，预计后续跨境换股的路径将会在更多交易案例中得到实践。

交易背景及目的 ▷

（一）交易背景

1. 持续推动半导体产业链国产化

中国作为全球最大的半导体消费市场，但在部分关键领域对外依存度较高。引线框架作为一种重要的、

基础性的半导体封装材料，广泛应用于各类半导体产品。在高精度、高可靠性、高复杂度等高端核心技术方面，仍由国际头部厂商掌握主导权，其中包含 AAMI 在内的全球前六大厂商占据了全球超 50% 的市场份额。因此，补强境内产业链在高端应用领域的短板，提升供应链韧性和安全水平，对推动新质生产力发展具有重要意义。

2.2020 年，目标公司 AAMI 从 ASMPT 分拆独立

目标公司 AAMI 前身为 ASMPT 的物料业务部门。ASMPT 是全球知名的半导体封装设备企业，同时曾设有物料业务分部以从事引线框架业务。物料分部虽属于产业链延伸，但业务属性更偏向材料研发与生产，与设备主业的协同性有限。此外，受限于 ASMPT 的集团架构，其产能扩张、客户合作灵活性均有所不足。2020 年，ASMPT 联合北京智路牵头组建的境内外投资财团，战略性分离引线框架业务并成立合营公司作为引线框架业务承接主体。

3. 上市公司原主业持续亏损，亟需转型

深圳至正高分子材料股份有限公司（以下简称至正股份）原主营电线电缆用高分子材料业务，因行业竞争激烈及产品同质化严重，自 2019 年起陷入持续亏损困境；其间营业收入由 2019 年的 4.62 亿元锐减至 2021 年触及 1.28 亿元的历史低点。为扭转经营困局，公司寻求转型契机，包括完成对苏州桔云 51% 股权的收购。2024 年公司实现营业收入 3.65 亿元，虽同比有所回升但仍亏损 0.31 亿元，当期收入仅勉强超过财务类退市风险警示标准。

（二）交易目的

1. 置出亏损资产，向半导体行业战略转型

上市公司拟通过本次交易将全资子公司至正新材料 100% 股权置出，彻底剥离拖累业绩的传统业务。并通过本次交易注入半导体资产，实现业务转型。交易完成后，上市公司主营业务变更为半导体引线框架（材料）及专用设备。

2. 为上市公司引入战略股东，强化产业协同

上市公司通过本次交易引入 ASMPT 作为公司重要股东，ASMPT 通过跨境换股成为至正股份第二大股东并持股 21.06%。

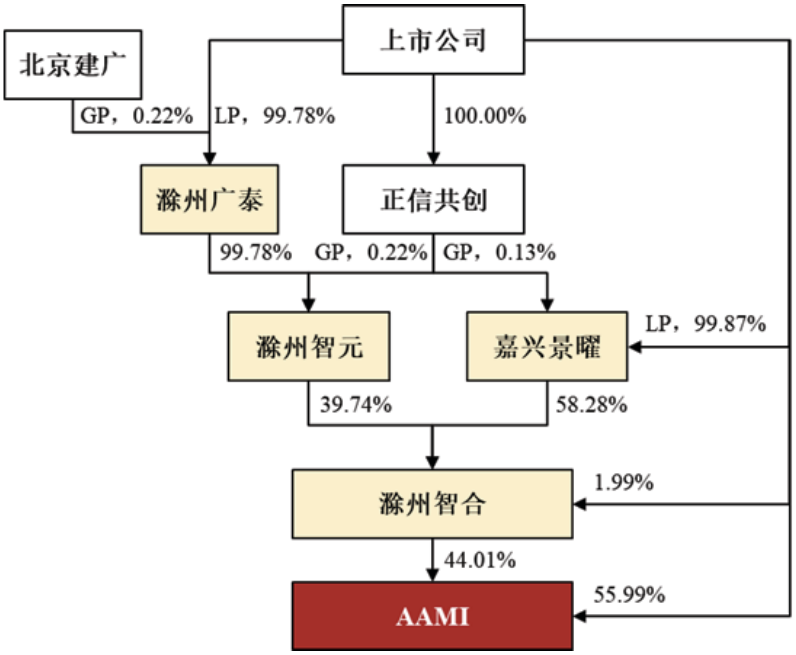
此外，通富微电 2024 年 10 月通过受让滁州广泰半导体基金份额间接持有 AAMI 约 13.38% 股权，其亦将通过换股成为上市公司股东之一。通富微电是全球第五大、中国第二大封测厂商，与 AAMI 存在长期供货关系。交易后，双方合作从“客户 - 供应商”升级为“股东 - 产业链伙伴”，提升订单稳定性。

交易方案与过程

（一）方案概要

本次交易中，上市公司通过重大资产置换、发行股份及支付现金的方式直接及间接取得目标公司 AAMI 之 87.47% 的股权及其控制权并置出上市公司全资子公司至正新材料 100% 股权，并募集配套资金。在上市公司取得 AAMI 控制权的同时，AAMI 将支付现金回购香港智信持有的 AAMI12.49% 股权。

本次交易完成后，目标公司将成为上市公司控股子公司，考虑到同步进行的香港智信所持 AAMI 股权回购交易，上市公司将直接和间接持有 AAMI 约 99.97% 股权，上市公司全资子公司正信共创将担任滁州智元、嘉兴景曜的普通合伙人。相关股权结构及控制关系如下图所示：



（二）收购方——至正股份

至正股份于 2017 年 3 月在上交所主板上市，主营业务原为电线电缆、光缆用绿色环保型聚烯烃高分子材料的研发、生产和销售，自 2022 年开始向半导体领域战略转型。公司 2020 年实际控制人曾发生变更，具体而言，原控股股东至正集团与正信同创签署协议，将所持 27% 股权协议转让给后者，公司实际控制人由侯海良变更为王强。

目前，至正股份控股股东为正信同创，直接持有至正股份 27.00% 股份，实际控制人王强通过其控制的正信同创控制上市公司 27.00% 的股份。上市公司股权控制关系如下：

王强 99.95% 深圳市正信同创投资发展有限公司 27.00% 深圳恒至正高分子材料股份有限公司

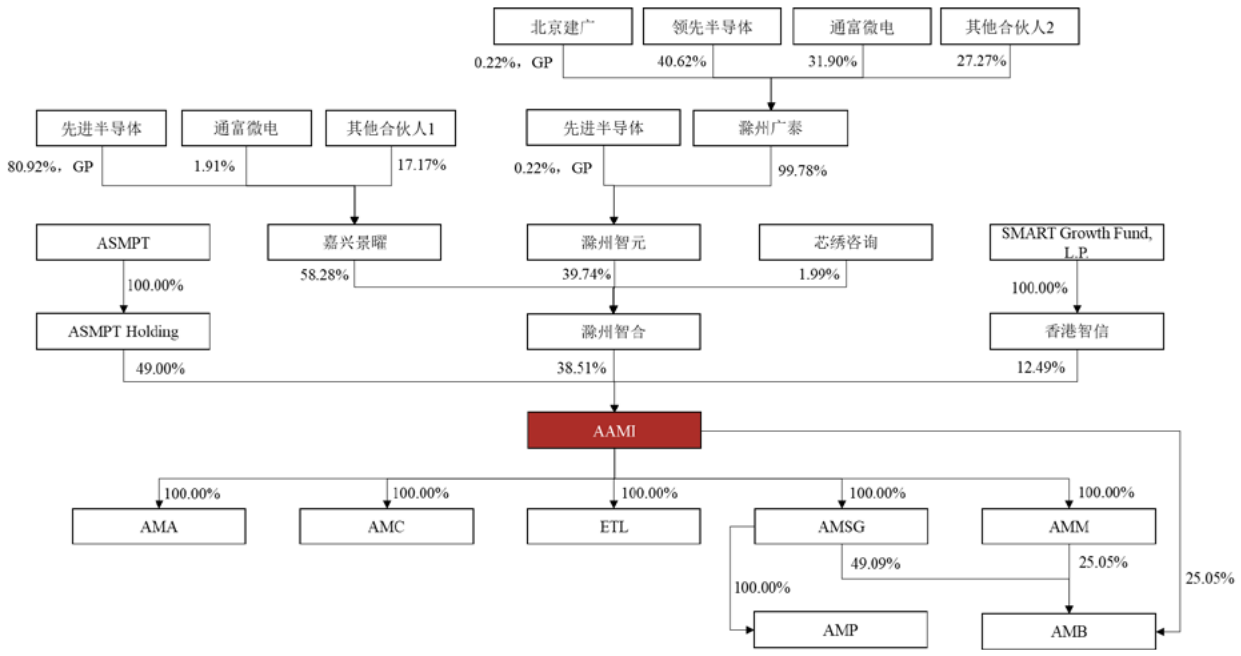
至正股份 2022 年至 2024 年的主要财务数据如下：

单位：万元

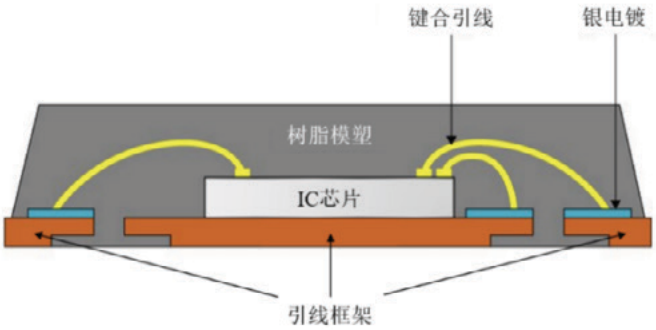
项目	2024 年 12 月 31 日 /2024 年度	2023 年 12 月 31 日 /2023 年度	2022 年 12 月 31 日 /2022 年度
净资产	27,320.88	29,105.91	30,076.53
归母净资产	22,580.81	25,634.18	30,076.53
营业收入	36,456.27	23,941.92	12,952.39
归属于母公司股东的净利润	-3,053.38	-4,442.35	-1,682.06
经营活动产生的现金流量净额	-2,677.28	-4,186.02	-3,963.12

（三）交易标的——AAMI

标的公司 AAMI 成立于 2020 年 6 月，注册地为中国香港，前身为港股上市公司 ASMPT 的物料业务部。本次交易前，ASMPT 持有 AAMI49% 股权；滁州智合持有 AAMI38.51% 股权，先进半导体通过担任嘉兴景曜和滁州智元的执行事务合伙人合计持有滁州智合 98.01% 股权；香港智信持有 AAMI12.49% 的股权。具体股权结构图如下：



标的公司 AAMI 专业从事半导体引线框架的设计、研发、生产与销售，主要产品为各种类型的引线框架。引线框架是一种半导体封装材料，引线框架的引脚与芯片的焊盘通过键合引线进行连接，将芯片的内部信号引出，引线框架发挥电气连接、机械支撑、热管理等作用，对芯片的电气特性、可靠性、散热性产生直接影响，广泛应用于各类半导体产品。



AAMI 及其前身在引线框架领域深耕超过 40 年，是全球前五的引线框架供应商，销售规模、产品质量、技术水平均位居全球前列。标的公司 AAMI 的主要财务数据如下：

单位：万元

项目	2024 年 12 月 31 日 /2024 年度	2023 年 12 月 31 日 /2023 年度
资产总计	400,743.33	377,992.39
负债总计	96,436.46	75,712.37
归属于母公司所有者权益	304,306.88	302,280.02
营业收入	248,621.11	220,530.39
营业成本	222,707.52	193,994.69
归母净利润	5,518.84	2,017.77
扣非后归母净利润	4,762.55	1,360.27

自 2022 年下半年开始，全球半导体市场逐步下行，行业进入去库存周期，加之全球宏观经济波动、贸易摩擦等诸多不利因素扰动，导致引线框架行业需求下降。2023 年度 AAMI 净利润波动主要受上述行业因素影响，2024 年，受益于行业去库存压力有所减缓，AAMI 净利润呈现企稳迹象。

（四）实施过程

本次交易的主要实施过程如下：

时间	重要事项
2024 年 10 月 23 日	召开审议重组事项的第一次董事会，披露重组预案
2025 年 2 月 28 日	召开审议重组事项的第二次董事会，披露重组草案
2025 年 3 月 17 日	召开股东大会审议并通过相关议案
2025 年 3 月 24 日	本次交易获得交易所受理
2025 年 4 月 2 日	上交所审核中心发出关于本次重组申请的审核问询函
2025 年 7 月 15 日	回复上交所审核中心问询函
2025 年 8 月 11 日	上海证券交易所并购重组审核委员会审核通过
2025 年 9 月 4 日	获得中国证监会同意注册批复

（五）交易估值和作价

本次交易采用市场法和资产基础法评估，评估值分别为 35.26 亿元和 30.85 亿元，增值率分别为 18.88% 和 4.03%，最终选用市场法评估结论作为评估结果。在上述参考价值的基础上，经交易各方友好协商，拟置入资产的总作价为 30.69 亿元。

2020 年末 ASMPT 的物料业务分部成为独立合资公司 AAMI 时，AAMI100% 股权的价值约 3.6 亿美元。本次交易中，AAMI100% 股权市场法估值为 35.26 亿元人民币（约 5.0 亿美元），估值有较大提升。

本次交易的特点和难点 ▷

（一）通过跨境换股、境内换股、现金支付及目标公司现金回购等多种方式达成交易，满足交易各方不同诉求

本次交易各交易对方类型多样，包括境外上市公司子公司、境外投资基金、境内上市公司、境内投资人、上市公司关联方等各类主体，交易对方诉求多样。为平衡各方利益、推动交易达成，本次交易方案设计中充分考虑了各方不同诉求，通过上市公司发行股份及支付现金的方式支付对价，并结合上市公司和目标公司账面现金规模，引入了交易完成时同步由目标公司按同等估值回购境外投资基金所持股份的安排，确保本次交易可行性。

1、主要交易对方——ASMPT

本次交易中，交易对方 ASMPT 共获得交易对价 17.17 亿元，其中股份对价 9.28 亿元，现金对价 7.89 亿元。

交易各方基于以下协商考虑确定了现金支付部分：

一是即时现金收益需求，ASMPT 希望通过本次交易即时获取部分现金，实现其所持 AAMI 股权的价值释放；

二是维持特定股权结构需求，因自 2020 年起，ASMPT 已不再控制 AAMI，其明确要求避免通过本次交易重新控制至正股份或将 AAMI 重新纳入合并报表。为此，ASMPT 需严格控制其取得的股份数量和比例；

三是股东结构与合作共识，ASMPT 认可王强作为上市公司核心股东的地位，而王强亦寻求在交易完成后保持对上市公司的控制权。在不谋求控制至正股份或重新并表 AAMI 的前提下，ASMPT 看好 AAMI 依托 A 股上市公司平台的发展前景，愿意通过持有至正股份一定比例的股权，为其股东创造额外价值。

2、目标公司现金回购方——香港智信

AAMI 拟向香港智信现金回购其持有的 12.49% 的股权，该交易与上市公司向 ASMPT 支付现金对价的同时进行。香港智信的唯一股东 SMART Growth Fund, L.P. 为专注于半导体领域的美元基金，成立于 2016 年 3 月，存续期较长。其选择现金退出主要基于以下因素：

一是美元基金的退出惯例与 LP 诉求，境外美元基金在跨境并购中通常以现金作为主要退出方式。SMART Growth Fund 设立时间较早（近 10 年），其有限合伙人（LP）对投资回报周期敏感，期望尽快收回收益。因此，香港智信通过现金对价实现快速退出，符合基金运作逻辑；

二是跨境换股的政策不确定性，交易协议签署及重组预案披露时（2024 年 10 月），新《战投管理办法》尚未修订完成。若香港智信选择股份对价，将涉及跨境换股，需面临复杂的审批流程与合规风险，方案可行性不确定；

三是交易结构优化设计，由于至正股份账面货币资金有限，而 AAMI 账面资金较为充裕，为降低上市公司现金对价的支付压力，经各方协商，各方协商采用“AAMI 回购香港智信股权”的间接现金退出路径。

3、提前退出方——北京智路

2025 年 2 月，原交易对方北京智路将其持有的嘉兴景曜、滁州智元 GP 份额及相关权益转让给先进半导体，正式退出本次交易。退出前，北京智路担任两家合伙企业的普通合伙人（GP）及执行事务合伙人，实际控制其经营管理决策。

北京智路是一家专注于半导体、汽车电子、新能源核心技术等领域的专业股权投资机构，管理超 40 只私募基金，资产管理规模超 100 亿元。

其在 AAMI 项目中的核心作用包括：一是牵头资金筹集与架构搭建，ASMPT 战略性分离 AAMI 时，北京智路协调北京建广共同组建滁州智合，引入领先半导体、苏滁高新投等产业投资人，完成 AAMI 的初始投资

布局；二是深度参与经营管理，通过董事会参与 AAMI 决策，协同 ASMPT 及滁州地方政府建设滁州工厂；三是主导本次交易协调，组织 AAMI 团队配合尽职调查，协助上市公司与交易各方沟通方案。

其选择提前退出主要基于以下因素：一是规避地缘政策风险，退出交易可减少敏感信息披露，降低跨境合规风险；二是基金存续期与收益锁定需求，嘉兴景曜、滁州智元的基金存续期将于 2025 年到期，且交易进度存在不确定性。若基金到期前交易未完成，清算程序可能影响重组进度。转让 GP 份额可避免合规障碍，同时快速回笼资金、锁定收益；三是控制权过渡诉求，王强控制的先进半导体需提前介入 AAMI 经营管控，为后续上市公司整合做准备。受让 GP 份额后，先进半导体已推动 AAMI 董事改选（提名杨飞、姜晓芳为新董事），并参与日常经营管理。

（二）未设置业绩补偿安排，而设置减值补偿安排

本次交易未设置业绩补偿安排，仅设置减值补偿安排。根据《重大资产重组管理办法》，强制业绩补偿需同时满足两个条件：①采用收益现值法等基于未来收益的评估方法；②交易对方为实控人或其控制的关联方，或交易导致控制权变更。本次交易采用市场法对 AAMI 估值，公司以“半导体行业周期波动大，难以可靠预测现金流”为由未选择收益法进行评估。

实控人王强控制的交易主体未自愿补充业绩承诺；因采用市场法评估且交易对方为实控人或其控制的关联方，故相关交易对方依规承诺减值补偿。减值补偿期间为 2025 年至 2027 年，在减值补偿期间每个会计年度结束之日起 3 个月内，由会计师事务所对 AAMI 进行减值测试并出具减值测试报告。若期末 AAMI 股权评估值低于交易作价，关联方按比例补偿（领先半导体 18.24%、先进半导体 4.69%）。

案例点评：跨境换股探讨 ▷

（一）关于新《战投管理办法》的修订情况

1. 发布背景与意义

2024 年 11 月 1 日，商务部、中国证监会、国务院国资委、税务总局、市场监管总局、国家外汇局联合发布了《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》，此次修订是办法自 2005 年首次颁布、2015 年简易修订（主要删除了通过上市公司定向发行方式战略投资时需商务部原则批复作为向证监会申报前置程序的要求）之后，历经 2018 年和 2020 年两次征求意见后完成的第二次、亦是首次实质意义上的重大修订。

自 2005 年实施以来，原《战投管理办法》为外国投资者战略投资我国上市公司提供了重要的制度保障，

据统计，外国投资者已累计战略投资 600 多家境内上市公司，有力促进了我国资本市场的健康发展。然而，随着我国经济持续健康发展与改革开放深化，证券市场进一步扩容，引进更多优质外资的需求日益增加；同时，《外商投资法》《证券法》《公司法》等法律的出台或修订促使相关监管要求发生重大调整，亟需与时俱进配套修订《战投管理办法》。

在此背景下，新《战投管理办法》的出台旨在更有力地引导优质外资投向上市公司及相关产业，这既能有效促进我国利用外资规模的扩大和质量的提升，同时也更有利于推动产业结构优化升级与保障资本市场长期健康稳定发展。

过去，美元基金在运作模式上都偏好“美元投资、美元退出”的“外循环”模式，主要通过美股、港股等境外市场上市实现退出。此次新战投办法发布则为美元投资提供了另一条可能的退出路径，A 股上市公司成为并购买家之一，美元投资境内外“双循环”成为可能。

2. 核心突破：投资方式与准入门槛

（1）跨境换股机制创新

新《战投管理办法》首次明确允许外国投资者以境外非上市公司股权作为支付对价，换取 A 股上市公司发行的股份，这是市场期待已久的制度突破，也是本次修订的核心创新之一。

原《战投管理办法》未直接规定跨境换股，实践中将战略投资作为一种特殊情形适用《关于外国投资者并购境内企业的规定》（“10 号文”），要求作为支付手段的股权必须是境外上市公司股权。为吸引外资多元化参与 A 股战略投资，同时便利境内上市公司收购境外资产，新《战投管理办法》对跨境换股实施分类管理，考虑到定向发行、要约收购已有监管规则保障交易公允，允许此类方式实施的战略投资以境外非上市公司股权实施跨境换股。

这一创新机制通过松绑非上市公司股权支付限制，显著提升了跨境并购的灵活性与效率，为 A 股上市公司整合境外优质资产开辟了新路径。

（2）投资门槛全面降低

一是主体范围扩大，允许外国自然人实施战略投资。本次修订与《中华人民共和国外商投资法》保持一致，将外国自然人纳入外国投资者范畴，明确其可对上市公司开展战略投资；

二是资产要求放宽，非控股股东的外国投资者资产门槛降至实有资产总额不低于 5,000 万美元或管理资产不低于 3 亿美元，若直接主体不符合的也可以用全资投资人承诺的方式来满足主体准入门槛；

三是投资方式多样化，新增要约收购作为战略投资方式，进一步丰富操作路径；

四是适当降低持股比例和持股锁定期要求。原规则规定外国投资者对上市公司首次战略投资取得的上市

公司股份比例应当在 10% 以上，并且取得的股份在三年内不得转让。对于持股比例，取消定向发行方式的持股比例要求，协议转让、要约收购的持股比例门槛从 10% 降至 5%。对于锁定期限，锁定期由不低于 3 年调整为不低于 12 个月，兼顾灵活性与稳定性。

（3）取消事前审批

《中华人民共和国外商投资法》实施后已全面取消了商务主管部门对外商投资企业设立、变更的审批和备案，商务主管部门不再对战略投资事项进行审批。本次新《战投管理办法》修订进一步明确，外国投资者对 A 股上市公司实施战略投资无需再取得商务主管部门的前置审批或批复，而需履行信息报告义务。从实务角度看，这也将大大简化和提高方案的确定性。

（二）至正股份收购 AAMI——首单跨境换股案例

至正股份收购 AAMI 作为新《战投管理办法》下首单涉及跨境换股的外资战投项目，在诸多方面体现了新《战投管理办法》对于跨境交易的便利性。

在本次交易中，《战投管理办法》中的主要相关修订情况及在本次交易的适用情况具体如下：

修订概述	主要相关规定修订情况	本次交易适用情况
优化投资者准入门槛	第六条外国投资者应当符合以下条件： （一）依法设立、经营的外国企业或者其他组织，财务稳健、资信良好且有成熟的管理经验，有健全的治理结构和良好的内控制度，经营行为规范；外国自然人具备相应的风险识别和承担能力	根据律师事务所出具的《战略投资相关事项的专项核查报告》、ASMPT 的 2023、2024 年度审计报告及其书面确认，ASMPT 依法设立、经营，财务稳健、资信良好且具有成熟的管理经验，有健全的治理结构和良好的内控制度，经营行为规范
	（二）实有资产总额不低于 5000 万美元或者管理的实有资产总额不低于 3 亿美元；外国投资者成为上市公司控股股东的，实有资产总额不低于 1 亿美元或者管理的实有资产总额不低于 5 亿美元	本次交易完成后，ASMPT 不会成为上市公司的控股股东。根据 ASMPT2024 年审计报告及其书面确认截至 2024 年末，ASMPT 的实有资产不低于 5,000 万美元
为跨境换股交易松绑	第七条外国投资者以其持有的境外公司股权或者外国投资者以其增发的股份作为支付手段对上市公司实施战略投资的，还应当符合以下条件： （一）境外公司依法设立，注册地具有完善的公司法律制度，且境外公司及其管理层最近 3 年未受到境外监管机构重大处罚；战略投资通过协议转让方式实施的，境外公司应为上市公司；……	新《战投管理办法》明确了外国投资者可以以其持有的境外公司股权或者以其增发的股份作为支付手段对上市公司实施战略投资，本次交易中 ASMPT 通过其持有的 AAMI 股权对至正股份实施战略投资

降低外国战略投资锁定期	第十条外国投资者通过战略投资方式取得的上市公司 A 股股份 12 个月内不得转让。不符合本办法第六条、第七条规定的外国投资者通过虚假陈述等手段违规实施战略投资的，在其采取措施满足相应条件前及满足相应条件后 12 个月内，对所涉股份不得转让。	ASMPT 已出具《承诺函》，承诺“本公司因本次交易取得的上市公司股份，自该等股份发行结束之日起 12 个月内不得转让；但若本公司通过本次交易取得上市公司股份时，本公司用于认购上市公司股份的部分资产持续拥有权益的时间不足 12 个月，则本公司通过本次交易取得的对应部分上市公司股份自该对应部分股份发行结束之日起 36 个月内不得转让”

（三）《战投管理办法》修订前跨境换股的相关情况

1. 监管框架

我国对跨境换股的监管主要涵盖三个层面：证监会对涉及上市公司的跨境换股行为进行监管，而发展改革部门和商务主管部门则分别负责对跨境换股中的境外投资和外资准入事项实施监管。

相应地，跨境换股需同时遵循证券监管、境外投资及外资准入三个领域的法律法规：（1）在证券监管方面，主要依据包括《证券法》、《重大资产重组管理办法》和《收购管理办法》等；（2）在境外投资管理方面，主要适用《企业境外投资管理办法》《境外投资管理办法》等法规；（3）在外资准入监管方面，主要依据《外商投资法》《关于外国投资者并购境内企业的规定》《外商投资安全审查办法》以及修订前后的《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》。

此外，若跨境换股交易达到经营者集中申报标准，相关方还应根据《反垄断法》及《经营者集中审查规定》等规定履行申报义务。

2.《关于外国投资者并购境内企业的规定》（俗称“10 号文”）的适用难题

在新《战投管理办法》颁布以前，外资准入规则层面直接对跨境换股进行明确规定的只有“10 号文”，原《战投管理办法》对此并未涉及。而《外商投资法》于 2020 年生效后，“10 号文”处于一种部分有效、部分失效的过渡状态，这给实务操作带来了不确定性。

商务部官方网站上的公众留言板块也不断出现诸如“外商投资法实施后，跨境换股是否还需要根据《外资并购规定》的规定进行审批”相关的问题。面对上述问题，商务部多次进行了回复，回复内容总结主要有以下几点：（1）《外资并购规定》中与《外商投资法》及其实施条例不符的内容不再执行；（2）2020 年《外商投资法》施行后，商务主管部门不再对外商投资企业设立及变更进行审批、备案；（3）外国投资者并购境内企业，应当符合《外资并购规定》除审批程序条款外的其他要求。总结而言，即程序上不再审批，但实体条件（支付手段的股权必须是境外上市公司股权）仍需满足。

因此，此前的跨境换股在“10 号文”框架下面临多重约束，导致实际操作可行性低，多数交易为规避不确定性而转向现金支付。为此，上市公司往往需通过大股东过桥融资、引入并购贷款或设立并购基金等方式筹措资金，这在实质上进一步推高了跨境并购的交易难度与门槛。

3. 过往跨境换股案例情况

在“10 号文”框架下跨境换股需经商务部审批，然而取得该规定下商务部审批的案例几乎没有。但亦有前述上市公司实施了跨境换股，主要包括以下几种类型：

一是有的上市公司认为“10 号文”所监管的“跨境换股”针对的是外国投资者换取境内上市公司股份的情形，其交易对方最终为境内实体，实际为大股东向上市公司注入其所持的境外资产，不应当适用“10 号文”。

具体案例如航天科技收购海外关联公司 IEE 股权，其披露“本次重组的实质为航天科工集团将该等境外国有资产注入其控制的境内上市公司，为中央国有企业下属公司之间的国有资产的内部整合，与《并购规定》涉及需要商务部门批准的外国投资者以境外股权并购境内公司的情形不完全相符。” 航天科技在央企整合的背景下，通过报送商务部批复，完成该笔交易。

二是 A 股上市公司本身为外商投资企业的情形，根据“10 号文”的适用条件：“外国投资者购买境内非外商投资企业（以下称“境内公司”）股东的股权或认购境内公司增资，使该境内公司变更设立为外商投资企业”。如果 A 股上市公司本来就是外商投资企业，也就不会因为本次收购而改变企业性质，因此直接不适用《并购规定》。具体案例包括：环旭电子收购 FAFG 股权、海莱士收购 GDS 等。

新奥股份：
通过港股介绍上市私有化新奥能源

案例简介 ▷

新奥股份（证券代码：600803.SH）与新奥能源（证券代码：2688.HK）为新奥集团旗下天然气产业链上下游企业，新奥股份重点围绕天然气布局上中游的气量资源、储运设施、平台搭建等，新奥能源重点布局下游天然气城市分销。2020 年，新奥股份通过重组控股新奥能源，形成“A 控港”架构，但该架构下在公司治理、业务链条、资金管理等方面难以实现深度整合。在天然气行业面临深度变革、对产业链一体化整合需求提升的背景下，为更好的整合产业链业务能力及资源，新奥股份于 2025 年发起私有化新奥能源的交易，创新性地采用股份（H 股）+ 现金的对价方式，并计划同步完成新奥股份港股介绍上市。本次交易同时涉及 A 股现金重大资产重组、港股私有化和香港介绍上市，流程复杂且环环相扣。本项目为 A 股、港股公司整合提供了一条创新路径。

交易背景和目的 ▷

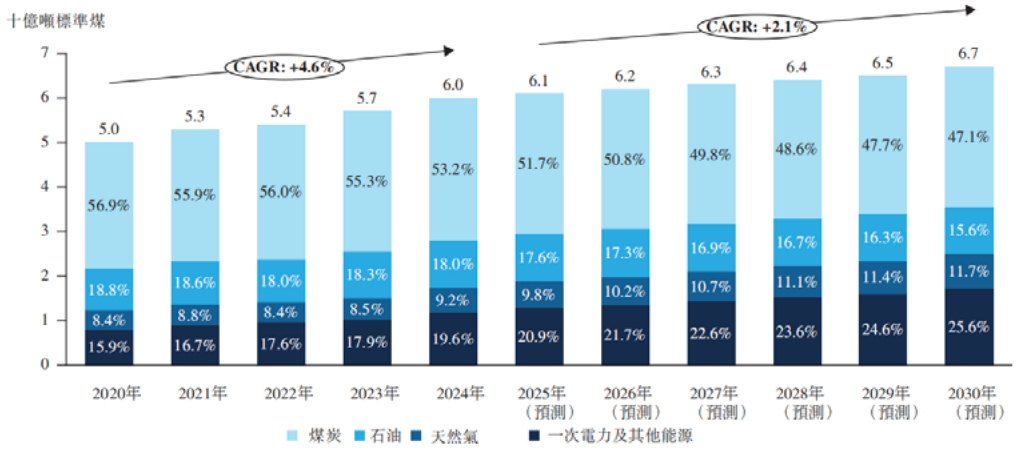
（一）交易背景

1. 宏观政策支持天然气行业进行体系建设更新及加强天然气利用

2020 年中国提出“双碳”目标以来，国家持续推进能源结构转型，着力提高清洁能源比重，天然气是重要的“过渡桥梁”，国内天然气行业随之进入新的体系建设变革期。2024 年 6 月，国家发改委颁布了《天然气利用管理办法》，提出“坚持产供储销体系协同，供需均衡、有序发展”，促进天然气在新型能源体系建设中发挥积极作用。其中，明确提出将“气源落实、具有经济性可持续性的天然气调峰电站项目”、“油气电氢综合能源供应项目、终端天然气掺氢示范项目等高精尖天然气安全高效利用新业态”等多种天然气利用领域列入优先类，为天然气下游需求增量空间奠定基础。

在国家能源体系构建和天然气利用的宏观政策支持下，新奥天然气股份有限公司（以下简称新奥股份）希望通过并购进一步提升自身供储销一体化能力、复杂市场环境下的资源配置能力和风险应对韧性，提升竞争优势。

中国一次能源消费结构·2020 年 -2030 年预测



资料来源：国家统计局、国家能源局、弗若斯特沙利文

2. 行业变化驱使公司进一步整合燃气产业链资产

目前国内上游气源价格趋向市场化，与国际现货价格相关性持续提升，下游消费结构发生变迁，传统城燃的零售气和接驳量伴随城镇化进程平稳、地产景气度较低而增速趋缓，工业、发电（燃气调峰需求）等成为国内新增需求主力。面对复杂环境，下游客户需求日趋多元化与差异化，一方面对低成本用气需求更加迫切，同时体现出对稳定供气、灵活用能的更高要求，另一方面议价能力增强、气源自主选择权更大。为直面复杂的行业局势，响应客户需求，公司进一步整合燃气产业链资产、提升综合竞争力势在必行。

（二）交易目的

1. 优化公司治理，提升管理效率

本次交易前，新奥股份与新奥能源基于历史资本运作，形成“A 控港股”的治理结构。该结构下，上下两层公司均需要符合各自所属板块的上市公司治理和内控要求，对于两家处于同一行业上下游、有密切合作关系的企业来说，在决策、人员配置和资金管理等方面存在一定冗余，并限制了合作之间的灵活性。本次交易完成后，一是优化治理效能方面，新奥股份可以优化组织架构、精简决策流程、降低管理成本，有利于消除效率损失，有效提升运营效能；二是提升资金管理效率方面，新奥股份可以实现资金的统一管理筹划，充分整合资金池优势，有利于释放流动资金，减少资金占用，有效控制财务费用，并可获取更高财务收益；三是灵活响应协同需求方面，通过本次交易，新奥股份以及新奥能源之间的交易将不再受限于港股上市公司关联交易管理要求，有利于更加灵活快速响应上下游协同需求，实现价值最大化。

2. 打造“A+H”跨境资本市场平台，协同发展

本次交易完成后，一方面实现新奥能源整体回 A，同时新奥股份 A+H 两地上市，构建跨境资本平台，增强公司整体抗风险能力；另一方面，新奥能源成为新奥股份的全资子公司，而通过业务整合赋能、优化公司治理结构，新奥股份的前景预期可以在本次交易完成后提升。

3. 形成天然气全场景协同优势，有效提振经营

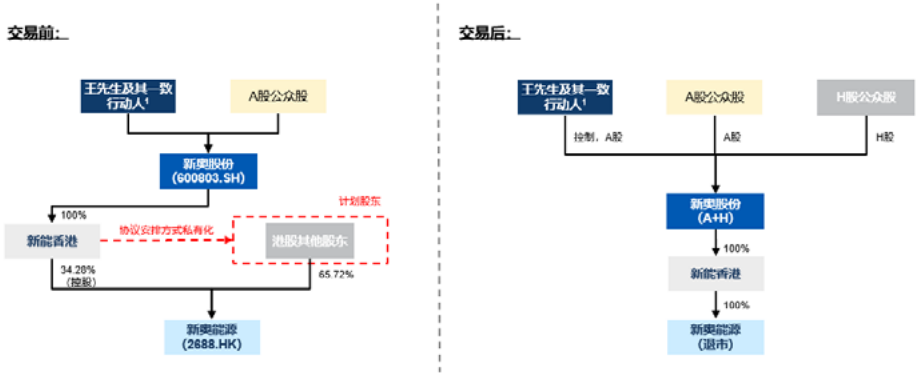
本次交易完成后，新奥股份的天然气全场景优势将进一步增强，一是客户基础方面，在城燃特许经营权基础之上，新奥股份可以拓展更多国际和国内客户；二是海内外资源池方面，新奥股份所持有的天然气长协资源可作为新奥能源天然气业务的“压舱石”，保障气源稳定供应，平抑气价市场波动，增强业务稳定性；三是基础设施支点方面，新奥股份可发挥舟山 LNG 接收站的支点作用，联动国际与国内市场；四是国际风控体系方面，新奥股份可进一步增强套期保值能力以及风险控制能力，利用国内国际市场，实现多元化收入来源和风险对冲，保持整体业务平衡稳健。

交易基本情况

（一）交易简介

本次交易为新奥股份以其全资子公司新能香港作为要约人，通过协议安排方式发行 H 股及支付现金私有化新奥能源，计划股东包括除新能香港外的其他所有新奥能源股东。

本次交易前，新奥股份已通过新能香港持有新奥能源 34.28% 的股份，协议安排生效后，新奥能源将成为新奥股份的全资子公司，并从香港联交所退市；新奥股份发行的 H 股将申请通过介绍方式在香港联交所主板上市并挂牌交易。新奥能源计划股东将通过取得增发的 H 股成为新奥股份 H 股股东。本次交易的主要结构和实施过程如下：



实施过程主要步骤	
类别	进展
信息披露	新奥股份公告重组预案、新奥股份、新奥能源及新能香港发布香港《收购守则》规则 3.5 公告
	新奥股份公告重组草案
私有化的先决条件	新奥股份股东会审议通过本次交易
	新奥股份发行 H 股并以介绍方式在香港联交所主板上市的备案
	境外直接投资备案
	香港联交所上市委员会原则上批准新奥股份 H 股介绍上市
先决条件达成后，发出私有化计划文件	
私有化的实施条件（摘录）	在新奥能源法院会议以及特别股东大会上审议私有化相关议案
	在私有化相关议案在新奥能源法院会议以及特别股东大会上获通过后，开曼法院颁布私有化批准命令。该命令颁布后，在开曼群岛公司注册处完成该命令的登记
	已自开曼群岛、中国香港及任何其他相关司法管辖区的有关机构取得、由其授出或作出（视情况而定）关于私有化及其实施有关的所有必要批准
私有化的实施	新奥能源退市、新奥股份 H 股上市

（二）收购方——A 股上市公司新奥股份

新奥股份于公司于 1994 年上市，系燃气行业上市公司，业务覆盖天然气销售、天然气专业能力认知平台建设与运营等。公司实际控制人系王玉锁，直接或间接持有新奥股份 72.44% 的股份，现任新奥集团董事局主席。公司系天然气行业龙头上市公司，在前五大城燃企业中，按 2024 年的零售气量计，新奥股份位列行业第三，且是最大的城燃民营企业，市场份额约为 6.1%。2022—2024 年及 2025 年上半年，公司主要财务指标如下：

单位：亿元

新奥股份	2025-06-30	2024-12-31	2023-12-31	2022-12-31
营业总收入	660.15	1,359.1	1,438.42	1,541.69
营业总成本	600.74	1,247.41	1,325.06	1,412.71

归属母公司股东的净利润	24.08	44.93	70.91	58.44
资产总计	1,314.37	1,324.88	1,345.73	1,361.97
归属母公司股东的权益	231.27	234.67	236.55	175.78
经营活动现金净流量	55.73	141.62	137.59	150.06
扣非后 ROE(摊薄)(%)	10.44	15.81	10.4	26.57
资产负债率 (%)	54	54.3	56.5	62.14
EPS(基本)	0.78	1.46	2.3	1.9
P/E(TTM)	13.34	8.98	9	12.32
员工总数 (人)		39,365	38,321	38,967

（三）被收购标的——港股上市公司新奥能源

新奥能源于 2001 年 5 月在香港联交所上市，主要在中国境内从事投资、建设、经营及管理燃气管道基础设施、销售管道燃气、液化天然气及其他多品类清洁能源产品，主营业务包括天然气业务、泛能业务和智家业务等，是国内第三大城市燃气公司，在全国运营 261 个城市燃气项目，为超过 3,100 万个家庭用户、超过 27 万个工商业客户提供能源服务。2024 年新奥能源实现营业收入 1,099 亿元，归母净利润 59.87 亿元；截至交易首次公告前，新奥能源最新市值超过 600 亿港元。截至交易首次公告前，新奥股份持有新奥能源 34.28% 股权。

（四）交易对方

本次交易为对联交所上市公司的附先决条件的协议安排私有化交易，要约人将在先决条件满足后向标的公司的所有计划股东提出私有化建议，并向标的公司的购股权持有人发出购股权要约，无特定的交易对象，潜在交易对方为于计划登记日除新能香港外新奥能源的所有计划股东及有效接纳购股权要约的购股权持有人。

（五）交易作价

本次交易方案为，新奥股份以其全资子公司新能香港作为要约人，发行 H 股及支付现金，交换新奥能源其他所有股东持有的新奥能源股份，最终私有化新奥能源并退市。因此，本次方案的关键在于明确新奥股份发行的 H 股的每股价格，以及私有化新奥能源时应当给其公众股东的每股价格。上述要素确定后，就可以随之确定双方换股比例以及新奥股份支付现金的金额。

1. 新奥股份发行 H 股的价格

新百利融资有限公司（以下简称新百利）出具《H 股估值报告》，估值基准日为 2025 年 3 月 18 日，分析新奥股份及新奥能源的主营业务、财务表现等，在上述基础上使用市场法进行了以下估值分析：

（1）可比公司法。分别选取 A 股、港股可比公司，如港股的港华智慧、华润燃气，A 股的佛燃能源、深圳燃气、成都燃气、蓝天燃气等；确定价值比率为 PE，具体为估值基准日最近 30 个交易日期间的平均 PE。计算得中位数为 13.28 倍、平均值 13.69 倍，对应估值为 597 亿元至 615 亿元。

（2）分部加总估值法（SOTP 法）。将新奥股份分为两部分分别估值，即新奥股份应占新奥能源的价值和新奥股份的非新奥能源部分价值。确定参数，通过新奥能源于最近 30 个交易日期间的市值和新奥股份持有新奥能源的持股比例确定新奥股份应占新奥能源的价值；通过新奥股份的非新奥能源部分溢利和可比公司的市盈率倍数确定新奥股份的非新奥能源部分价值。二者加总，算出对应估值为 517 亿元至 527 亿元。

（3）A 股比较法。用“A+H”上市且 H 股为近期（2023 年以来）在香港联交所上市的公司，计算估值基准日最近 30 个交易日期间，这些公司的 A 股与 H 股股价之间的溢价 / 折价，得出中位数是折价 16.22%，平均数为折价 22.79%，用新奥股份在最近 30 个交易日期间的市值金额平均值与相关折价比例相乘，得出对应估值为 463 亿元至 502 亿元。

在上述估值方法的基础上，新奥股份 H 股价值的中位数为人民币 539 亿元，对应每股 17.41 元人民币（18.86 港元），因此确定 H 股的发行价格为 18.86 港元。

2. 私有化新奥能源的每股价格

新奥能源系港股上市公司，本次协议安排生效后拟私有化退市，因此需确定私有化的每股报价，考虑到新奥能源其他股东的利益平衡，方案确定每股计划股份的新奥股份 H 股及现金付款的理论总价值约为 80.00 港元，本次新奥能源估值采用多种方式综合测算。根据中铭国际资产评估（北京）有限责任公司准备的《新奥天然气股份有限公司拟对新奥能源控股有限公司私有化涉及的该公司收购定价的合理性估值分析报告》（估值分析基准日为 2025 年 3 月 18 日）：

（1）上市公司比较法。本次交易的 P/E 为 13.60x，可比公司港股 P/E 估值中值 11.15x、港股 P/E 估值平均值 11.88x，可比公司 A 股 P/E 估值中值 16.73x、A 股 P/E 估值平均值 17.02x。因此本次交易 P/E 13.60x 处于合理区间内。

（2）交易案例比较法。选取最近五年（2020 年 -2024 年）内公告并完成的交易，且标的公司为燃气行业，与新奥能源业务范围相似可比交易案例。相关案例 P/E 平均值 14.50x、中值 15.59x。按照理论总价值，本次交易的 P/E 约为 13.60x，与可比交易案例的水平较为接近，处于合理区间内。

（3）香港上市公司私有化交易溢价率分析法。考虑本次交易的目的是私有化新奥能源，预计要约方获

得全部股权需要一定的溢价。根据相关分析计算，可比香港上市公司私有化交易的溢价率情况如下表所示。新奥能源私有化价格相比首次公告前 1 个交易日平均收盘价的溢价率为 34.57%，相比前 30 个交易日平均收盘价的溢价率为 49.99%，相比前 60 个交易日平均收盘价的溢价率为 48.91%，相比前 90 个交易日平均收盘价的溢价率为 48.81%，与香港上市公司私有化交易的溢价率较为接近。

公告时间	股票代码	股票简称	收购方	要约价较公告前 1 个交易日平均收盘价溢价率	要约价较公告前 30 个交易日平均收盘价溢价率	要约价较公告前 60 个交易日平均收盘价溢价率	要约价较公告前 90 个交易日平均收盘价溢价率
2024/10	6837.HK	海通证券	国泰君安	32.06%	38.27%	35.30%	31.29%
2020/7	1169.HK	海尔电器	海尔智家	44.21%	42.65%	46.63%	51.38%
2020/2	0020.HK	会德丰	Admiral Power Holdings Limited	52.17%	45.20%	43.87%	45.90%
2017/9	1893.HK	中材股份	中国建材	19.19%	31.18%	44.86%	52.96%
2015/1	0013.HK	和记黄埔	长江实业	-1.30%	-6.05%	-8.89%	-10.51%
2014/12	6199.HK	中国北车	中国南车	13.30%	23.85%	26.67%	33.58%
最大值				52.17%	45.20%	46.63%	52.96%

资料来源：新奥股份公告

最终，本次交易对价方案为，新奥能源每 1 股股份可换取 2.9427 股新奥股份新发行的 H 股，以及 24.50 港元 / 股现金对价。

本次交易的特点 ▷

（一）方案涉及 A 股重大资产重组、港股私有化和介绍上市，流程复杂，需要做好各个环节的衔接和保密工作

本次交易方案设计高度复杂且环环相扣，同时涉及境内 A 股现金重大资产重组、港股私有化退市以及新奥股份通过介绍方式在 H 股上市三大核心环节，外部程序上覆盖中国证监会、上交所、香港联交所、国家发改委、商务部、国家反垄断局等部门，各个程序需要根据可串联或需并联进行时间表的安排。在文件准备上，

也需要同步准备满足上述程序要求各类信息披露文件和审计、估值报告，需要做好各个环节的衔接。在文件内容上，还需要确保在 A 股和港股市场发布的信息内容、时点严格同步且符合各自规则和语言习惯，防止信息不对称。

私有化交易对于股价极其敏感，本次交易在筹划阶段，实施了极为严格的保密制度，严格控制知情人员范围，确保了市场在公告前无异常波动。在预案公告发布前，申请了短时间的两地市场停牌，最大程度地降低了内幕交易风险和市场不确定性，保障了所有股东在信息充分披露后公平交易的权利，为后续复杂流程的推进创造了有利条件。

（二）估值方式多样

由于涉及新奥股份发行 H 股，本次交易聘请新百利出具《H 股估值报告》，使用市场法进行了以下估值分析：（1）可比公司估值；（2）将新奥股份的估值分为归属于新奥能源及非新奥能源两部分，两部分独立估值并加总的分部加总估值法（SOTP 法）；及（3）参考近期于香港联交所上市的 A-H 股公司于最近交易期间的 A 股与 H 股股价之间的溢价 / 折让，根据新奥股份的 A 股表现进行溢价 / 折让计算的估值法（A 股比较法）。以 2025 年 3 月 18 日为基准日，新奥股份 H 股的估值范围在人民币 14.95 元 / 股至人民币 19.86 元 / 股之间（相当于约 16.19 港元 / 股至 21.52 港元 / 股），中值为 18.86 港元 / 股。根据该估值范围的中值及基于计划股东将就注销的每股计划股份获得 2.9427 股新奥股份 H 股及 24.50 港元现金付款的情况，每股计划股份的新奥股份 H 股及现金付款的理论总价值约为 80.00 港元。

为满足 A 股重大资产重组的要求，本次交易进一步聘请估值机构对新奥能源的股份价值出具估值报告，基于对 A 股和港股可比公司、同行业可比交易、其他港股私有化溢价率的分析，认为其收购价格位于本次估值分析的合理区间内，新奥股份拟收购新奥能源的要约收购价格公允、合理，不存在损害新奥股份及其股东利益的情况。

（三）对价支付方式的选择以及港股介绍上市安排

港股私有化交易中较常见以现金作为私有化对价，但在本项目中，本次交易选择以标的公司控股股东新奥股份新发行的 H 股作为主要支付方式，使得新奥能源股东在交易完成后仍可以作为新奥股份的股东，并补充约 30% 比例的现金对价，增强私有化要约的即期获利属性。

由于要约人新奥股份此前并无 H 股股份发行，本次拟发行 H 股为首次在港股市场实现上市，实质构成新奥股份在港股上市。香港市场除一般的首次公开发行（IPO）外，允许企业通过介绍方式实现上市，具体是指将现有股东股份挂牌交易，不在公开市场发行新股募集资金。相较于 IPO，介绍上市适合具有股权流动性但暂不需要融资的企业。本次交易方案就是创新性地采用香港介绍上市方式，以实现港股上市 + 换股私有化同步进行。

结合本次创新方案，A 股、港股两地市场上市公司以重组方式跨市场整合已经积累多种路径，为后续同类交易提供更多的方案灵活性：

收购方性质	标的公司性质	对价方式	案例
A 股公司	港股公司	首次发行 H 股股份（介绍上市）	新奥股份私有化新奥能源（港）并实现介绍上市，交易完成后新奥股份成为 A+H 上市公司，新奥能源退市
A+H 股公司	港股公司	增发发行 H 股股份	山东黄金（A+H）发行 H 股私有化恒兴黄金（港）
A 股公司	港股公司	现金	新巨丰（A）收购纷美包装（港），交易后形成“A 控港股”结构
港股公司	A 股公司	首次发行 A 股股份	中国能建（港）吸收合并葛洲坝（A），交易完成后中国能建成为 A+H 上市公司，葛洲坝不再存续
港股公司	A 股公司	现金	中国生物制药（港）收购浩欧博（A），交易后形成“港股控 A”结构

案例点评 ▷

（一）产业整合是本次交易的出发点和落脚点

本次新奥能源私有化并非简单的资本运作，而是基于深度产业链协同的战略性重组。业务上，新奥股份长期聚焦天然气气源开发、国际贸易及基础设施运营；新奥能源作为国内最大的燃气分销商之一，拥有庞大的终端客户网络与成熟的城燃管理经验。通过私有化，新奥股份可直接统筹上游资源与下游需求，优化气源调配效率，降低中间成本，同时借助新奥能源的客户资源快速拓展综合能源服务（如分布式光伏、氢能供应等），形成“资源 - 渠道 - 服务”一体化闭环，增强抗周期波动能力。治理上，交易前在 A 股、港股两家上市公司的合规治理要求下，合作灵活性存在限制，如日常新奥股份和新奥能源之间的燃气销售的关联交易审议披露、新奥股份因同业竞争考虑放弃部分燃气业务以及双方基于独立性考虑在财务费用、管理费用等方面存在冗余等。交易完成后预计能够理清堵点、扩大优势，有利于整合后的平台进一步估值释放。

（二）“A 控港”转化为“A+H”，分布整合保留两地资本市场平台

新奥能源与新奥股份在港股和 A 股上市时间分别超过 20 年和 30 年。2020 年，新奥股份和新奥能源曾

做过第一轮整合，即新奥股份通过发行 A 股股份、支付现金和资产置换等方式，购买新奥能源控制权，形成的“A 控港”结构。本次交易结构设计为新奥股份发行 H 股作为私有化对价，同步完成介绍上市，形成“A+H”平台，可为其他拟实施 “A 控港”整合为“A+H”的公司提供借鉴。

（三）平衡两地股东的利益是方案设计的重点

本次交易方案涉及两家上市公司的整合，需要两家上市公司股东大会均审议通过，因此方案设计时，需要考虑好同步平衡两地股东的利益，通过合适的方案设计，避免陷入“零和博弈”的状态。

本次交易方案中，以换股方案为基本框架，确定换股比例与每股现金对价这两个定价核心要素，以合适的价格协助 A 股公司在可控的资金成本收购优质资产，提升未来长期竞争力，也保留了港股股东继续间接持有新奥能源的诉求；并提供了一定比例的现金对价，保障 A 股股东 EPS 提升、为港股计划股东提供部分即时现金回报。

确定设置新奥股份的 H 股价格时，基于估值机构新百利估值结果，采用可比公司估值法、部分估值法、H/A 折价法，新奥股份每股估值区间对应中值为 18.86 港元 / 股，力求准确公允。就新奥能源私有化价格，理论总价值 80.00 港元对应约 50% 的私有化溢价率，位于港股市场近年以来公告及完成的涉及提供股份作为要约代价的可比私有化溢价率区间范围内；对于 A 股股东而言，考虑该溢价率后，PE 倍数仍与新奥股份自身状态可比。此外，公司进行了 2025-2028 年的分红规划，给股东以信心。上述方案公告后，已经取得 A 股市场股东的认可，A 股股东大会投票赞同比例超过 99.9%。


上海證券交易所
SHANGHAI STOCK EXCHANGE