



首例换股合并案即将实施！新三板非现金收购占比稳步提升

2015年11月12日

袁季(首席策略分析师)
电话: 020-88836102
执业编号: A1310512070003
邮箱: yuanj@gzgzhs.com.cn

黄莞(研究助理)
020-88836112

huangguan@gzgzhs.com.cn



【事件】

11月11日上海君实生物医药科技股份有限公司(以下简称:君实生物,股票代码833330)在股转系统发布公告称,将实施向上海众合医药科技股份有限公司(以下简称:众合医药,股票代码430598)全体股东发行735万人民币普通股股票用于换股吸收合并众合医药。本次换股吸收合并的股权登记日和换股实施日为11月12日。这标志着新三板首例换股吸收合并案例即将完成。

【点评】

➤ 并购双方控股股东存在关联关系,公司存在潜在的同业竞争情况

此次事件中,君实生物为吸收合并方,众合医药为被吸收合并方。

君实生物成立于2012年12月27日,公司主营业务为生物医药的研发,并提供相关的技术开发、技术咨询、技术转让、技术服务。熊凤祥、熊俊父子直接持有公司25.80%的股权,是公司的实际控制人。

众合医药成立于2008年7月28日,公司主营业务为新药的研发及相关技术的转让和服务,新药的生产和销售。控股股东是熊俊,直接持有公司52.85%的股权。

通过分析其股东情况我们可以发现,两家公司控股股东具有关联关系。此外,两家公司均从事单克隆抗体新药的研发及产业化,且在研品种均处在临床前研究阶段向临床研究阶段过渡的关键时期,因此存在潜在的同业竞争情况。在此背景下,两家公司决定通过换股方式进行吸收合并。

➤ 本次换股吸收合并方案将消除同业竞争问题,优势互补

君实生物通过向众合医药全体股东发行735万人民币普通股股票用于换股吸收合并众合医药。本次合并的换股比例为0.050317983:1,即换股股东所持有的每1股众合医药普通股股票



可以换得0.050317983股君实生物本次发行的人民币普通股票。经双方管理层协商后决定依据众合医药 2015年4月末每股净资产，确定众合医药本次换股价格为1.303408933 元/股。在此基础上，确定君实生物换股发行价格为 25.903441958元/股。本次换股吸收合并后，众合医药所拥有的全部资产、负债、业务、人员、合同、在研项目及其他一切权利与义务均有君实生物承继与承接，众合医药将终止挂牌并注销其法人资格。

本次换股吸收合并完成后，君实生物和众合医药将合并为单一法人主体，从而消除君实生物与众合医药的潜在同业竞争，两家公司也将实现人才、技术、资金、管理等各种资源的共享和优势互补，提高管理效率，研发实力、资金实力、管理能力和抗风险能力都将得到进一步的加强。

➤ 新三板收购方式逐步多样化，非现金收购占比稳步提升

还记得今年10月26日轰动全网的携程和去哪儿的合并吗？此案例也是通过换股方式实现合并目的：**百度宣布与携程达成一项股权置换交易**。根据交易内容，百度将通过此交易完成前拥有的178,702,519股去哪儿网A类普通股1和11,450,000股去哪儿B类普通股置换成11,488,381股携程增发的普通股。该项交易的股票置换比例是每个去哪儿美国存托凭证可转换成0.725个携程美国存托凭证²。交易完成后，百度将拥有携程普通股可代表约25%的携程总投票权，成为携程第一大股东，而携程将拥有约45%的去哪儿总投票权。

除此以外，**证券业最大的并购案例——申万证券与宏源证券的合并也是换股吸收合并的经典之作**：申银万国向宏源证券全体股东发行A股股票，将在宏源证券每股基础价格上溢价20%换股，以取得该等股东持有的宏源证券全部股票。

换股并购方式对于合并方有着诸多优势：如上市公司作为合并方不必通过以现金支付的方式来购买被合并方的全部资产和股份，由此可以避免因吸收合并过程中大量的现金流出，避免由于合并而使存续公司背上沉重的债务负担，有利于企业的长远发展。相比有“以大吃小”特征的现金方式，换股合并则可以一定程度上摆脱合并中资金规模的限制，所以它通常适用于不同层次规模的合作，特别是大规模层次上的强强合作。

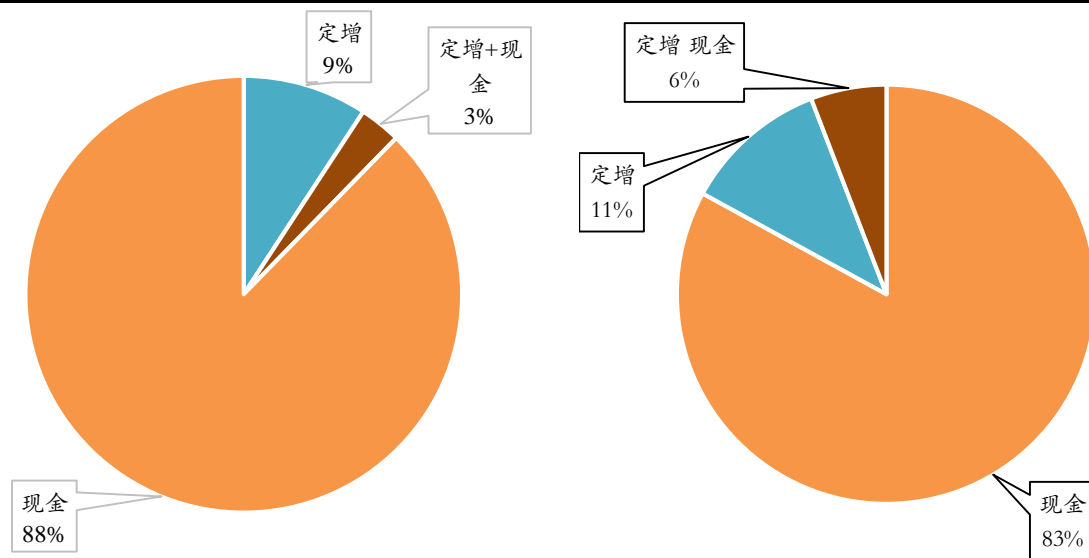
以美国为例，现金合并是在企业合并史初期的主要方式。随着并购规模扩大换股合并日渐流行。近年来在现金合并与换股合并的基础上，出现了包含认股权证、可转换债券等混合合并方式，现金合并方式在并购中的比重逐年下降，以股票为支付方式的换股合并比重则逐渐上升。

源引《我国证券市场中的换股合并》的有关资料显示，美国市场的现金支付比重由1976年的52%下降到1995年为27%，股票支付方式所占比重由1976年的26%上升到1995的37%。1996年，美国企业并购交易的支付结构为现金33%，股票支付39%，混合支付28%。可见换股合并已成为美国企业合并最基本的合并方式。特别是随着规模日益庞大的战略性并购的发展，以股票为主要支付方式的合并已经占到了战略性并购的80%以上。

目前新三板的收购方式还是以现金收购为主，不过随着新三板的快速发展，现金收购的比重逐步下降，已经从5月30日的88%下降至10月30日的83%。相反，采用定增股份直接收购

以及采用定增和现金混合收购方式的占比逐渐提升。此次换股吸收合并案的成功实施体现了新三板的创新性，收购（合并）方式的多样化。日后或许有更多合适的挂牌企业选择换股吸收合并的方式做大做强，同时未来新三板或将涌现更多适合新三板中小企业的收购方式，大家敬请期待。

图表 1.新三板各项并购方式占比（截止 5 月 30 日） 图表 2.非现金收购占比逐步提高（截止 10 月 30 日）



数据来源:广证恒生, wind 数据库

数据来源:广证恒生, wind 数据库

数据支持: 陈翠芳, 穆羽

新三板团队介绍：

在新三板进入历史机遇期之际，广证恒生在业内率先成立了由首席研究官领衔的新三板研究团队。新三板团队依托长期以来对资本市场和上市公司的丰富研究经验，结合新三板的特点构建了业内领先的新三板研究体系。团队已推出了日报、周报、专题以及行业公司的研究产品线，体系完善、成果丰硕。

广证恒生新三板团队致力于成为新三板研究极客，为新三板参与者提供前瞻、务实、有效的研究支持和闭环式全方位金融服务。

团队成员

袁季（首席研究官，新三板研究团队队长）：从事策略研究逾十年，在趋势判断、资产配置和组合构建方面具有丰富经验，研究突出有效性、前瞻性和及时性，曾获“世界金融实验室年度大奖——最具声望的 100 位证券分析师”称号、中国证券业协会课题研究奖项一等奖和广州市金融业重要研究成果奖，携研究团队获得 2013 年中国证券报“金牛分析师”六项大奖。

徐舜（新三板研究副团队队长）：中山大学硕士，理工科和经管类复合专业背景，CPA，通过 CFA 三级考试。四年证券研究经验，曾获 2013 年中证报金牛分析师(团队第二名)称号。

赵巧敏（高级分析师）：英国南安普顿大学国际金融市场硕士，5 年策略研究经验，1 年行业研究经验。具有跨行业及海外研究复合背景。曾获 08 及 09 年证券业协会课题二等奖。

肖超（高级分析师）：荷兰代尔夫特理工大学硕士，曾就职比利时 IMEC 研究所。2013 年中国证券报“金牛分析师”第一名团队核心成员，对 TMT、电子行业发展及公司研究有独到心得与积累。

邱翼（研究助理）：北京交通大学统计学硕士，具有深厚量化分析功底，在 SCI、EI 期刊发表多篇论文，擅长主题投资,撰写国企改革专题报告《寻找南粤国企改革标杆》引发市场强烈反响。

联系我们：

邮箱：qiuyi@gzgzhs.com.cn

手机：18588738890



广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼

电话：020-88836132, 020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。