

第一篇

持股行权案例

Cases Review of

Shareholding
for

Voting Program

案例 1 爱旭科技借壳 ST 新梅上市

2019 年 1 月 8 日,上海新梅置业股份有限公司(以下简称 ST 新梅,股票代码为 600732)公告了《重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易预案》(以下简称《ST 新梅重组预案》),拟通过重大资产置换及发行股份的方式收购标的公司广东爱旭科技股份有限公司(以下简称爱旭科技)100%的股权,本次交易构成重组上市。

一、案例简介

(一)上市公司基本情况

ST 新梅成立于 1996 年,于 1996 年 8 月 16 日在上海证券交易所上市交易。发布《ST 新梅重组预案》时,ST 新梅股价为 5.12 元/股,总股本为 446,383,080 股,总市值 22.85 亿元。在本次交易前,ST 新梅控股股东为上海新达浦宏投资合伙企业(有限合伙)(以下简称新达浦宏),持股比例为 22.05%,实际控制人为朱某东、李某军、王某华三人。

ST 新梅的主营业务为房地产开发与经营,收入源于房产销售和物业租赁。报告期内,上市公司自行开发并销售的房产项目为江阴新梅豪布斯卡项目,同时也销售子公司上海新梅房地产开发有限公司(以下简称新梅房产)所持有的物业。在物业租赁运营方面,上市公司重点开展商用物业和科技园区物业的租赁运营,商用物业租赁项目为子公司新梅房产所持有的位于上海市×××路×××号的新梅大厦;科技园区物业租赁运营项目为整体经营性租赁物业××路××号×号楼。其两年及一期的财务状况和经营成果如表 1-1-1 所示。

表 1-1-1 ST 新梅基本财务指标

单位:万元

项目	2018年9月30日	2017年12月31日	2016年12月31日
总资产	53,337.37	53,088.18	66,353.50
总负债	7220.89	6459.14	25,853.35
股东权益	46,116.47	46,629.04	40,500.15
项目	2018年1~9月	2017年	2016年
营业收入	2781.78	4592.53	20,023.10
利润总额	-710.09	7570.52	3874.86
净利润	-757.27	6128.89	2561.48

(二) 标的公司基本情况

爱旭科技成立于2009年11月,本次重大资产置换及发行股份购买资产的交易对方为陈某、义乌奇光股权投资合伙企业(有限合伙)(以下简称义乌奇光)、天津天创海河先进装备制造产业基金合伙企业(有限合伙)(以下简称天创海河基金)、珠海横琴嘉时企业管理合伙企业(有限合伙)(以下简称珠海横琴嘉时)、江苏南通沿海创业投资基金(有限合伙)(以下简称南通沿海创投)、江苏新材料产业创业投资企业(有限合伙)(以下简称江苏新材创投)、江苏惠泉金茂新材料创业投资合伙企业(有限合伙)(以下简称金茂新材创投)、深圳天诚一号投资企业(有限合伙)(以下简称深圳天诚一号)、段某光、邢某杰、谭某龙,具体持股情况如表1-1-2所示。

表 1-1-2 爱旭科技股权关系结构

股东姓名/名称	持股数量(万股)	持股比例(%)
陈某	6940.4100	47.22
义乌奇光	6075.7900	41.34
天创海河基金	678.7320	4.62
珠海横琴嘉时	356.1000	2.42
南通沿海创投	155.5560	1.06
江苏新材创投	155.5560	1.06
金茂新材创投	133.3330	0.91
深圳天诚一号	111.1110	0.75
段某光	55.5500	0.38

续表

股东姓名/名称	持股数量(万股)	持股比例(%)
邢某杰	17.6768	0.12
谭某龙	17.6768	0.12
合计	14,697.4916	100.00

本次交易完成后,上市公司将持有爱旭科技 100% 的股权,交易对方将成为上市公司的股东。

爱旭科技主要从事晶硅太阳能电池的研究、制造、销售和售后服务,是全球排名前列的专业光伏电池制造商。《ST 新梅重组预案》披露时爱旭科技的审计、评估工作尚未完成,《ST 新梅重组预案》仅披露了其未经审计的经营数据,如表 1-1-3 所示。

表 1-1-3 爱旭科技基本财务指标(未审计)

单位:万元

项目	2018 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日
总资产	432,375.83	283,312.02	94,118.48
总负债	278,573.71	186,005.08	69,210.65
股东权益	153,802.13	97,306.94	24,907.83
项目	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入	408,467.98	197,823.53	157,809.62
利润总额	40,716.46	11,463.31	11,726.62
净利润	35,304.01	10,561.13	10,111.82

(三)重大资产重组方案精要

本次交易方案包括重大资产置换和发行股份购买资产,且两者互为前提、共同实施。

1. 重大资产置换

上市公司拟将除保留资产外的全部资产、负债及业务作为置出资产,与爱旭科技的全体股东持有的爱旭科技整体变更为有限责任公司后 100% 股权的等值部分进行置换。保留资产为上市公司持有的一项名为“600732.com.cn”的域名资产。以 2018 年 12 月 31 日为评估基准日,本次交易拟置出资产的预估值约为 5 亿元,本次交易拟置入资产的预估值不高于 67 亿元。交易各方同意,置出及置入资产最终交易价格以具有证券期货业务资格的评估机构出具的相关评估报告载明的评估价

值为依据,由交易各方协商确定。

2. 发行股份购买资产

在本次交易中,拟置出资产的预估值为5亿元,拟购买资产的预估值不高于67亿元,上述差额62亿元由上市公司以发行股份的方式向爱旭科技的全体股东购买。本次发行股份购买资产的定价基准日为上市公司第七届董事会第七次临时会议决议公告日,本次发行股份购买资产的股份发行价格为3.88元/股,不低于定价基准日前60个交易日股票均价的90%。据此计算,上市公司向爱旭科技全体股东发行股份的数量为159,793.81万股,最终发行数量以上市公司股东大会批准并经中国证监会核准的数量为准。

3. 交易构成重大资产重组

本次交易的拟置入资产为爱旭科技100%的股权,爱旭科技截至2018年12月31日未经审计的资产总额、资产净额及2018年营业收入占上市公司同期经审计的合并财务报表相关指标的情况如表1-1-4所示。本次交易构成重大资产重组。

表1-1-4 爱旭科技相关指标的比例

单位:万元

财务数据	上市公司	爱旭科技	交易金额	计算依据	指标占比(%)
资产总额	53,088.18	432,375.83	670,000.00	670,000.00	1262.05
资产净额	44,784.89	153,802.13	670,000.00	670,000.00	1496.04
营业收入	4592.53	408,467.98	—	408,467.98	8894.18

4. 交易构成重组上市

在本次交易中,因控制权发生变更且拟置入资产的相关指标超过上市公司截至2017年12月31日及2017年度相关指标的100%,购买资产发行的股份占上市公司本次交易首次董事会决议公告日前1个交易日的股份的比例超过100%,且本次交易将导致上市公司主营业务发生根本变化,所以本次交易构成重组上市。

5. 业绩承诺及补偿

根据《业绩承诺补偿协议》的约定,业绩承诺人承诺在本次重组实施完毕后,爱旭科技在2019年、2020年和2021年实现的净利润分别不低于4.38亿元、7.40亿元和9.00亿元,相关净利润为经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东的税后净利润。若本次重组未能在2019年12月31日(含当日)前完成,则前述期间将往后顺延为2020年、2021年、2022年。

二、案例分析

(一)行权过程

2019年1月14日投服中心参加了ST新梅重大资产重组媒体说明会。现场,投服中心针对本次交易估值是否充分考虑政策风险和毛利率下滑的风险,标的公司的竞争优势以及发行股份定价的合理性等提出问询。2019年9月,ST新梅完成本次重组。

(二)行权内容分析

1. 估值是否充分考虑政策风险和毛利率下滑的风险

《ST新梅重组预案》披露,上市公司拟通过资产置换和发行股份的方式收购标的公司爱旭科技100%的股权,本次交易构成重组上市。爱旭科技属于光伏行业,主要产品为太阳能晶硅电池,本次交易采取收益法评估,标的资产的预估值不超过67亿元。爱旭科技2016年至2018年分别实现扣除非经常性损益后归属于母公司净利润(以下简称扣非后归母净利润)8885万元、9069万元和2.56亿元,预计2019年至2021年实现的扣非后归母净利润不低于4.38亿元、7.40亿元和9.00亿元,合计20.78亿元,3年年均复合增长率为51.96%,属于较高水平。光伏行业存在周期性,其周期性波动主要源于供需关系中的需求端,而需求端对政策的依赖性较大,从光伏行业历史情况来看,中国光伏产业在2008年和2011年均曾经历低谷阶段,2018年“5·31”新政出台后,国家将通过降补贴限规模倒逼行业产业升级,随即产业链中多项产品的价格出现“断崖式”下跌,虽然近期的政策调整使行业景气度有所好转,但从长期来看,光伏产业受政策影响波动风险显著,企业实现长期持续增长较为困难。公司应说明在预测盈利和估值的时候是否充分考虑了政策风险导致的行业周期性波动。

此外,在钝化发射极及背接触电池技术(Passivated Emitter and Rear Cell, PERC)电池片产品毛利率显著高于常规电池片的市场环境下,相关企业均已迅速扩产,2017年至2019年1月,我国主流光伏电池企业均推出了大规模电池片项目的投资计划,包括通威在合肥和成都的年产20吉瓦项目,隆基在银川的年产5吉瓦项目、在襄城的年产4吉瓦项目等,本次交易也将爱旭科技天津年产3.8吉瓦项目

和义乌年产8吉瓦项目作为预估增值的主要原因。《ST新梅重组预案》披露,预计到2019年,我国13家主要电池片企业PERC电池产能将达到71.2亿吉瓦。产能的大量释放可能会导致对行业竞争格局的冲击,同时会使产品毛利率下滑,公司在盈利预测和估值时是否考虑产能释放导致的竞争加剧和毛利率下滑风险需进一步说明。

2. 关于标的公司的竞争优势

首先,《ST新梅重组预案》披露,爱旭科技拥有业内领先的PERC电池制造技术和生产制造能力,是全球PERC电池的主要供应商之一。光伏电池的转换效率是电池企业的核心竞争力,爱旭科技的单晶PERC电池转换效率可达22%。但据了解,隆基绿能科技股份有限公司(以下简称隆基股份)、通威集团和爱旭科技等国内龙头电池厂商所生产的单晶PERC电池的转换效率并无明显差异,且隆基股份2018年半年报显示其单晶PERC电池转换效率最高水平已达到23.6%。与市场上其他领先的垂直整合组件厂商以及电池厂商相比,爱旭科技的主要竞争优势是什么?此外,光伏产业对高效率、低成本的诉求不断加强,东方证券研究报告显示,通威股份高效单晶PERC电池的非硅成本已降至0.25元/瓦左右,在非硅成本方面爱旭科技有何优势?上述疑问需进一步说明。

其次,《ST新梅重组预案》披露,包括南美、中东、北非等地在内的海外新兴市场需求不断增加,海外市场将成为爱旭科技新的业绩增长点之一。根据财通证券研究报告数据,国内企业开始陆续在泰国、马来西亚、越南、印度、土耳其等新兴市场投资建厂,以便更贴近终端市场需求,2015年国内企业在海外已投电池产能为3.2吉瓦,而2018年产能已增至11.4吉瓦。爱旭科技是否拥有境外资产,公司在境外的竞争优势主要是什么需进一步说明。

最后,券商研究报告显示,电池片效率提升和成本下降是实现光伏发电侧平价上网目标的主要贡献力,在补贴逐渐退坡的背景下,电池企业将越来越注重高效技术路径的发展,各种晶体硅电池生产技术将持续改进,未来几年PERC技术会成为电池的主流技术路线,但随着对效率需求的不断攀升,PERC技术也将向钝化发射极背面全扩散电池(Passivated Emitter Rear Totally-diffused Cell, PERT)、金属缠绕穿透技术(Metal Wrap-Through, MWT)、本征薄膜异质结电池(Hetero-junction with Intrinsic Thin-layer, HIT)等更高效技术路径转变。在近年光伏行业发展迅速,竞争

激烈,技术快速迭代的背景下,爱旭科技将如何保持技术优势是一个值得关注的问题。

3. 发行股份的价格是否合理

《ST 新梅重组预案》披露,本次交易发行股份的数量约为 159,793.81 万股,发行价格为 3.88 元/股,以定价基准日前 60 个交易日上市公司股票交易均价的 90% 为定价依据。定价基准日前 20 日和 120 日的 A 股交易均价的 90% 分别是 4.14 元/股和 4.00 元/股,相应发行数量分别为 149,758.45 万股和 155,000 万股,与重组预案公告的发行数量相比的差额分别为 10,035.36 万股和 4793.81 万股,而上市公司目前的股本为 44,638.31 万股,扣除控股股东新达浦宏的持股后,其他中小股东持有上市公司股份约为 34,793.86 万股。虽然定价符合《上市公司重大资产重组管理办法》第 45 条的规定,但由于发行股份的总金额较高而发行价较低,定价依据的选择将导致发行数量存在较大差异,进而对中小股东产生较大影响。另外,定价基准日前 60 日恰好包括上市公司自上一次控股权变更后股价最低的阶段,即 10 月中旬。本次交易发行股份的定价是否合理,是否充分考虑了中小股东的利益仍需进一步解答。

案例 2 居然新零售借壳武汉中商上市

2019 年 2 月 12 日,武汉中商集团股份有限公司(以下简称武汉中商,股票代码为 000785)公告了《发行股份购买资产暨关联交易预案(修订稿)》(以下简称《武汉中商重组预案》),拟通过发行股份的方式收购北京居然之家家居新零售连锁集团有限公司(以下简称居然新零售或标的公司)100%的股权,本次交易构成重组上市。

一、案例简介

(一)上市公司基本情况

武汉中商成立于 1990 年,于 1997 年 7 月 11 日在深圳证券交易所上市交易。发布《武汉中商重组预案》时,武汉中商股价为 10.58 元/股,总股本为 251,221,698 股,总市值 26.58 亿元,在本次交易前,武汉中商控股股东为武汉商联(集团)股份有限公司(以下简称武汉商联),持股比例为 41.25%,实际控制人为武汉国有资产经营有限公司(以下简称武汉国资公司)。

武汉中商主要从事零售业务,同时涉足商业物业开发、电商服务等产业,主营业务业态包括现代百货、购物中心、超市等。上市公司现拥有 9 家现代百货店、1 家购物中心、51 家各类超市,主要分布于武汉市核心商圈,包括荆州、黄石、黄冈、十堰、咸宁、孝感、荆门等 10 个主要城市。其两年及一期的财务状况和经营成果如表 1-2-1 所示。

表 1-2-1 武汉中商基本财务指标

单位:万元

项目	2018年9月30日	2017年12月31日	2016年12月31日
总资产	262,477.68	283,150.73	286,734.72
总负债	129,051.42	154,324.63	195,494.84
股东权益	133,426.26	128,826.10	91,239.88
项目	2018年1~9月	2017年	2016年
营业收入	294,902.01	399,662.57	401,081.27
利润总额	17,940.26	46,639.04	6879.46
净利润	12,856.12	39,477.81	3707.66

(二) 标的公司基本情况

在本次重组交易中,交易对方为北京居然之家投资控股集团有限公司(以下简称居然控股)、霍尔果斯慧鑫达建材有限公司、阿里巴巴(中国)网络技术有限公司、汪某某、杭州瀚云新领股权投资基金合伙企业(有限合伙)、杭州瀚云新领股权投资基金合伙企业(有限合伙)等居然新零售全体 24 名股东。在本次交易完成后,居然新零售将成为上市公司的全资子公司,居然控股等 24 名交易对方将成为上市公司的股东。

居然新零售于 2015 年 4 月 30 日在北京成立,是以中高端为经营定位,为顾客提供家庭设计和装修、家居建材等“一站式”服务的大型泛家居消费平台。居然新零售涵盖家居产品零售、家装服务、家居会展等领域,集“居然之家”家居卖场、“丽屋”家居建材超市、“居然设计家”家居家装服务平台于一身,是中国泛家居行业的龙头企业。《武汉中商重组预案》仅披露了居然新零售未经审计的经营数据,如表 1-2-2 所示。

表 1-2-2 居然新零售基本财务指标(未审计)

单位:亿元

项目	2018年10月31日	2017年12月31日	2016年12月31日
总资产	273.13	216.28	196.50
总负债	151.62	173.82	158.60
股东权益	121.51	42.46	37.90
项目	2018年1~10月	2017年	2016年
营业收入	70.02	73.55	64.89
利润总额	22.01	18.24	14.34
净利润	16.49	13.81	10.75

(三)重大资产重组方案精要

武汉中商本次拟通过向特定对象非公开发行股份的方式购买居然控股等24名交易对方持有的居然新零售100%的股权。在本次交易完成后,居然新零售将成为上市公司的全资子公司,居然控股等24名交易对方将成为上市公司的股东。

1. 发行股份购买资产

武汉中商拟以发行股份的方式收购居然新零售100%的股权。经各方友好协商,本次交易标的资产的交易价格初步确定为363亿元至383亿元。在本次交易中,上市公司购买的标的资产的最终交易价格以具有证券期货相关业务资格的资产评估机构出具的且经湖北省人民政府国有资产监督管理委员会备案的资产评估报告所确定评估值为基础,由各方协商确定。

武汉中商发行股份定价基准日为上市公司2019年第二次临时董事会会议决议公告日,发行价格为6.18元/股,不低于定价基准日前60个交易日上市公司股票均价的90%,按照本次交易初步确定的价格区间的中值373亿元、本次发行股票价格6.18元/股进行计算,本次拟发行股份数量为6,035,598,690股。定价基准日至发行日期间,若公司发生派息、送红股、转增股本或配股等除息、除权行为,本次发行价格将根据中国证监会及深圳证券交易所的相关规定进行相应调整,发行股数也随之进行调整。

2. 交易构成重大资产重组

本次交易标的资产为居然新零售100%的股权,按照本次交易初步确定的价格区间的下限363亿元进行测算,居然新零售2018年10月末未经审计的资产总额、资产净额及2017年度营业收入占上市公司2017年年末/2017年度经审计的合并财务报表相关指标的比例如表1-2-3所示。根据《上市公司重大资产重组管理办法》的规定,本次交易构成重大资产重组。

表1-2-3 居然新零售相关指标的比例

单位:万元

财务数据	上市公司	居然新零售	交易金额	计算依据	指标占比(%)
资产总额	283,151	2,731,258	3,630,000	3,630,000	1282.00
资产净额	113,245	1,164,323	3,630,000	3,630,000	3205.44
营业收入	399,663	735,459	—	735,459	184.02

3. 交易构成重组上市

在本次交易前,上市公司的控股股东为武汉商联,实际控制人为武汉国资公司;本次交易完成后,上市公司的控股股东变更为居然控股,实际控制人变更为汪某某。在本次交易中,拟购买资产的资产总额、资产净额、营业收入、净利润指标预计均超过上市公司对应指标的 100%,因购买标的资产发行的股份占上市公司本次交易首次董事会决议公告日前 1 个交易日的股份的比例亦将超过 100%,按照相关规定,本次交易构成重组上市,需提交中国证监会上市公司并购重组审核委员会审核并经中国证监会核准后方可实施。

4. 业绩承诺及补偿

本次交易业绩承诺期间为 2019 年、2020 年和 2021 年,如本次交易未能在 2019 年内实施完毕,则前述业绩承诺期相应顺延为 2020 年、2021 年及 2022 年,如届时中国证监会等监管部门对前述利润补偿期间另作要求的,业绩补偿义务人同意按照监管部门的相关要求对利润补偿期间进行相应调整;若业绩补偿义务人需要对上市公司进行补偿的,则业绩补偿义务人首先以其通过本次交易获得的武汉中商股份进行补偿,当股份补偿的总数达到本次发行股份购买资产发行的股份总数的 90% 后,业绩补偿义务人可选择以现金及/或股份方式进行补偿。业绩补偿义务人将与上市公司另行签署《盈利预测补偿协议》对盈利预测补偿的具体事宜进行约定。

5. 交易完成后上市公司股权结构

截至《武汉中商重组预案》签署日,上市公司总股本为 251,221,698 股。经各方友好协商,本次交易标的资产的交易价格初步确定为 363 亿元至 383 亿元。按照本次交易初步确定的价格区间的中值 373 亿元、本次发行股票价格 6.18 元/股进行计算,本次拟发行股份数量为 6,035,598,690 股。本次交易完成前后公司的股本结构如表 1-2-4 所示。

表 1-2-4 交易完成前后公司的股本结构

股东名称	本次交易前		本次交易后	
	数量(股)	持股比例(%)	数量(股)	持股比例(%)
武汉商联	103,627,794	41.25	103,627,794	1.65
其他	147,593,904	58.75	147,593,904	2.35

续表

股东名称	本次交易前		本次交易后	
	数量(股)	持股比例(%)	数量(股)	持股比例(%)
居然控股	—	—	2,649,869,264	42.15
霍尔果斯居然之家慧达装饰服务有限公司	—	—	800,078,954	12.73
阿里巴巴(中国)网络技术有限公司	—	—	603,559,870	9.60
汪某某	—	—	412,834,962	6.57
杭州瀚云新领股权投资基金合伙企业(有限合伙)	—	—	301,779,982	4.80
上海云锋五新投资中心(有限合伙)	—	—	301,779,935	4.80
泰康人寿保险有限责任公司	—	—	241,423,957	3.84
天津睿通投资管理合伙企业(有限合伙)	—	—	241,423,957	3.84
青岛好荣兴多商业资产投资中心(有限合伙)	—	—	132,825,406	2.11
武汉然信股权投资合伙企业(有限合伙)	—	—	43,752,038	0.70
宁波梅山保税港区红杉雅盛股权投资合伙企业(有限合伙)	—	—	41,512,851	0.66
共青城信中利建信投资管理合伙企业(有限合伙)	—	—	34,137,366	0.55
宁夏联瑞物源股权投资合伙企业(有限合伙)	—	—	33,207,830	0.53
黄冈约瑟广胜成壹号股权投资基金合伙企业(有限合伙)	—	—	33,207,830	0.53
北京工银股权投资基金合伙企业(有限合伙)	—	—	33,201,820	0.53
黄冈约瑟兴楚股权投资基金合伙企业(有限合伙)	—	—	26,399,653	0.42
博裕三期(上海)股权投资合伙企业(有限合伙)	—	—	16,603,938	0.26
青岛信中利海丝文化投资中心(有限合伙)	—	—	16,603,938	0.26
中联合国泰(北京)资本控股有限公司	—	—	16,603,938	0.26

续表

股东名称	本次交易前		本次交易后	
	数量(股)	持股比例(%)	数量(股)	持股比例(%)
泰州鑫泰中信股权投资基金合伙企业(有限合伙)	—	—	16,603,938	0.26
珠海歌斐毘曼股权投资基金(有限合伙)	—	—	16,603,938	0.26
宁波博睿苏菲股权投资合伙企业(有限合伙)	—	—	8,298,964	0.13
宁波梅山保税港区如意九鼎投资合伙企业(有限合伙)	—	—	8,298,964	0.13
湖北东亚实业有限公司	—	—	4,985,397	0.08
合计	251,221,698	100.00	6,286,820,388	100.00

二、案例分析

(一) 行权过程

2019年2月15日,投服中心参加武汉中商重大资产重组媒体说明会,现场向武汉中商提出三个方面的问题:一是与主要可比公司相比交易定价是否被高估;二是关于标的公司快速扩张可能面临的风险;三是关于武汉中商的现有业务未来安排。武汉中商于2019年12月完成本次重组。

(二) 行权内容分析

1. 与主要可比公司相比交易定价是否被高估

《武汉中商重组预案》披露,武汉中商拟通过发行股份的方式收购标的公司居然新零售100%的股权,本次交易构成重组上市。居然新零售属于大型家居零售企业,其所经营的主要业务包括家居卖场、家居超市、家装及其他创新业务,市场上另一家典型的大型家居零售企业是A股和H股上市公司红星美凯龙。首先,从经营门店数量来看,截至2018年年底,红星美凯龙拥有直营商场80家、委管商场228家、特许经营项目22家,居然新零售拥有直营门店86家、委管加盟123家、特许加盟75家。其次,从经营情况来看,2017年和2018年前三季度,红星美凯龙分别实

现营业收入 109.60 亿元和 99.91 亿元,分别实现净利润 42.78 亿元和 43.92 亿元,分别实现扣非后归母净利润 23.05 亿元和 21.99 亿元;而居然新零售在 2017 年和 2018 年 1~10 月未经审计的经营情况分别实现营业收入 73.55 亿元和 70.02 亿元,分别实现净利润 13.81 亿元和 16.49 亿元,分别实现扣非后归母净利润 12.60 亿元和 16.24 亿元。最后,从总市值来看,按 A 股收盘价和总股本计算,红星美凯龙最近半年和最近 3 个月内的平均总市值分别为 421 亿元和 402 亿元。按 A 股和 H 股股价和股份数量分别计算并加总,红星美凯龙最近半年和最近 3 个月内的平均总市值分别为 385 亿元和 368 亿元。而居然新零售本次交易价格初步确定为 363 亿元至 383 亿元。与更大规模且经营情况更好的红星美凯龙相比,居然新零售本次交易价格是否被高估需进一步说明。

2. 关于标的公司快速扩张可能面临的风险

《武汉中商重组预案》披露,根据标的公司战略规划,2019~2022 年,标的公司拟每年新开实体店 80~100 家,预计到 2022 年年底实体店数量超过 600 家,覆盖全部副省级以上城市、2/3 以上地级城市、1/3 以上县级城市,未来标的公司将向人口净流入的三、四、五线城市下沉。渠道下沉可能导致单体项目规模收缩或毛利率下滑,而市场上其他可比公司的快速扩张也会导致市场竞争加剧,进而使标的公司毛利率下滑,标的公司及行业整体的快速扩张是否会对标的公司盈利能力产生不利影响需进一步说明。

同时,截至 2018 年年末,居然新零售拥有独立核算的经营单位门店 284 家,其中加盟店合计占比 69.72%,且占比呈不断上升趋势,直营模式门店的物业也以租赁形式为主,资产结构以轻资产为主。在上述经营模式下,如果标的公司的管理水平不能很好地匹配过快的扩张速度,可能出现入驻商户或加盟商提供的服务质量下滑等问题,如果行业景气度下滑,甚至可能存在加盟商违约的风险。希望公司说明居然新零售将如何应对快速扩张下轻资产经营模式带来的风险。

3. 关于武汉中商的现有业务未来如何安排

《武汉中商重组预案》披露,本次交易不涉及资产置换,在本次交易完成后,上市公司将在现有的现代百货、购物中心以及超市业务的基础上新增家居卖场、家居建材超市和家装等业务。按照本次交易初步确定的价格区间的中值 373 亿元、发行股票价格 6.18 元/股进行计算,在本次交易完成后,上市公司现阶段的控股股东武

汉商联的持股比例将由 41.25% 下降到 1.65% ,上市公司控股股东将变更为居然控股,实际控制人将变更为汪某某。武汉中商发布的公告显示,其 2017 年和 2018 年前三季度分别实现营业收入 39.97 亿元和 29.49 亿元,分别实现净利润 3.95 亿元和 1.29 亿元,2018 年业绩预告为盈利 6500 万元至 8000 万元。虽然面对市场环境和行业发展缓慢的不利局面,但多年来武汉中商营业收入总体稳定。希望公司进一步说明在实际控制人变更后,对武汉中商的现有业务将如何安排。

案例 3 天业通联重大资产出售及发行股份购买晶澳太阳能

2019年3月6日,秦皇岛天业通联重工股份有限公司(以下简称天业通联,股票代码为002459)公告了《重大资产出售及发行股份购买资产暨关联交易预案(修订稿)》(以下简称《天业通联重组预案》),拟向华建兴业投资有限公司(以下简称华建兴业)出售截至评估基准日的全部资产与负债,并拟以发行股份方式购买晶澳太阳能有限公司(以下简称晶澳太阳能)100%的股权。

一、案例简介

(一)上市公司基本情况

天业通联成立于2000年12月20日,于2010年8月10日在深圳证券交易所中小板上市交易。在发布《天业通联重组预案》时,天业通联股价为13.00元/股,总股本为388,689,351股,总市值50.53亿元,在本次交易前,天业通联控股股东为深圳市华建盈富投资企业(有限合伙)(以下简称华建盈富),持股比例为36.39%。何某某通过华建盈富控制上市公司的股权,为上市公司实际控制人。

天业通联主要从事铁路桥梁施工起重运输设备及其他领域起重运输设备的设计、制造、销售、施工服务,产品主要用于铁路、公路桥梁及地下轨道施工建设。主要产品包括架桥机、运架一体机、运梁车、提梁机、模具等。

其两年及一期的财务状况和经营成果如表1-3-1所示。

表 1-3-1 天业通联基本财务指标

单位:万元

项目	2018年9月30日	2017年12月31日	2016年12月31日
总资产	145,392.81	143,145.01	134,210.52
总负债	18,370.09	17,190.19	10,572.39
股东权益	127,022.72	125,954.82	123,638.13
项目	2018年1~9月	2017年	2016年
营业收入	24,428.50	35,691.23	32,276.28
利润总额	1297.67	1830.53	2011.21
净利润	1344.15	2216.80	2011.21

(二) 标的公司基本情况

在本次重组交易中,购买的标的公司为晶澳太阳能。晶澳太阳能于2005年5月18日成立。在本次交易前,晶澳太阳能股权关系结构如图1-3-1所示。

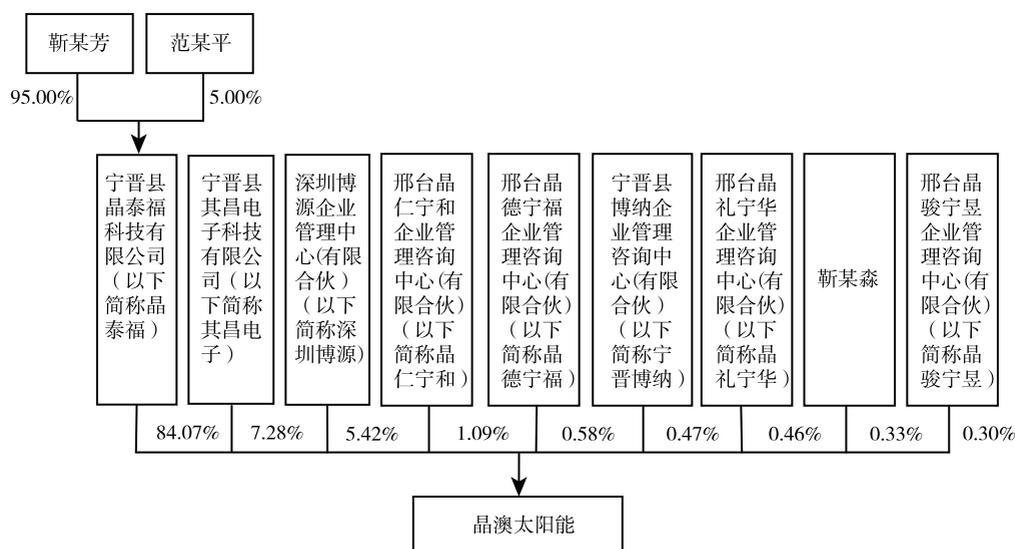


图 1-3-1 晶澳太阳能股权关系结构

晶澳太阳能主营业务为硅片、太阳能电池片及太阳能电池组件的研发、生产和销售,以及太阳能光伏电站的开发、建设、运营等。其中,太阳能电池组件是晶澳太阳能的核心产品。其最近两年及一期的财务状况和经营成果如表1-3-2所示。

表 1-3-2 晶澳太阳能基本财务指标

单位:万元

项目	2018年9月30日	2017年12月31日	2016年12月31日
总资产	2,382,863.68	2,414,925.00	2,188,516.81
总负债	1,834,743.96	1,643,684.87	1,464,428.87
股东权益	548,119.72	771,240.13	724,087.95
项目	2018年1~9月	2017年	2016年
营业收入	1,476,780.18	2,054,989.43	1,693,963.95
利润总额	73,379.17	83,946.48	99,314.92
净利润	55,208.73	72,076.38	79,984.53

(三)重大资产重组方案精要

本次交易方案包括两部分:一是重大资产出售;二是发行股份购买资产。上述重大资产出售和发行股份购买资产同时生效、互为前提,若其中任何一项因未获得所需的批准(包括但不限于相关交易方内部有权审批机构及相关监管机构批准)而无法付诸实施,则另一项交易不予实施。

1. 重大资产出售

天业通联拟向华建兴业出售截至评估基准日之全部资产与负债,华建兴业以现金方式支付对价。为便于置出资产交割,天业通联拟将全部置出资产注入全资子公司秦皇岛天业通联重工科技有限公司(以下简称重工科技),并向华建兴业交割重工科技100%的股权,因客观原因无法注入重工科技的置出资产,天业通联拟向华建兴业直接交割该等置出资产。

本次拟出售资产的最终交易价格将以具有证券、期货相关业务资格的资产评估机构出具评估报告的评估结果为基础,经各方协商后确定。截至《天业通联重组预案》签署日,评估工作尚未完成,拟出售资产的预估值为12.7亿元。

2. 发行股份购买资产

天业通联拟向晶泰福、其昌电子、深圳博源、靳某森、晶骏宁昱、晶礼宁华、晶仁宁和、晶德宁福、宁晋博纳发行股份购买其合计持有的晶澳太阳能100%的股权。

本次交易的标的资产的最终交易价格将以具有证券、期货相关业务资格的资

产评估机构出具评估报告的评估结果为基础,经各方协商后确定。截至《天业通联重组预案》签署日,评估工作尚未完成,标的资产的预估值为 75 亿元。

本次发行股份购买资产的定价基准日为天业通联第四届董事会第十九次会议决议公告日。本次发行股份购买资产的股份发行价格为 7.87 元/股,不低于定价基准日前 20 个交易日股票均价的 90%。

在本次交易完成后,晶澳太阳能的全体股东将成为上市公司股东,上市公司的控股股东变更为晶泰福,上市公司的实际控制人变更为靳某芳。

3. 本次交易的性质

本次交易的拟购入资产为晶澳太阳能 100% 的股权,晶澳太阳能截至 2017 年 12 月 31 日未经审计的资产总额、资产净额及 2017 年营业收入占上市公司同期经审计的合并财务报表相关指标比例分别为 1687.56%、612.06% 和 5756.30%。根据《上市公司重大资产重组管理办法》的规定,本次交易构成重大资产重组。

在本次交易完成后,上市公司的控股股东变更为晶泰福,持有上市公司 59.71% 的股权,实际控制人变更为靳某芳。在本次交易中,因拟购入资产的相关指标超过上市公司截至 2017 年 12 月 31 日及 2017 年度相关指标的 100%、购买资产发行的股份占上市公司本次交易首次董事会决议公告日前 1 个交易日的股份的比例超过 100% 且本次交易将导致上市公司主营业务发生根本变化,根据《上市公司重大资产重组管理办法》的规定,本次交易构成重组上市。

在本次交易完成后,晶泰福将成为天业通联的控股股东,靳某芳将成为天业通联的实际控制人,靳某森将成为天业通联变更后的控股股东、实际控制人的一致行动人,其昌电子将成为持有上市公司 5% 股份以上的股东。同时,本次重大资产出售的承接方华建兴业持有天业通联控股股东华建盈富 97.65% 的股权,天业通联和华建兴业实际控制人均为何某某。根据《深圳证券交易所股票上市规则》等相关规定,本次重大资产出售、发行股份购买资产均构成关联交易。

4. 业绩承诺及补偿协议

公司公告《天业通联重组预案》时,业绩承诺及补偿协议仍未确定。待审计、评估工作完成后,本次交易相关的业绩承诺及补偿安排事项,由上市公司与业绩补偿相关方另行签署协议约定,具体情况将在重组报告书(草案)中予以披露。

5. 本次交易对天业通联股权结构的影响

《天业通联重组预案》披露,交易前天业通联的控股股东华建盈富持股比例为36.39%。在本次交易完成后,上市公司的控股股东将变更为晶泰福,实际控制人将变更为靳某芳,持股比例为59.71%,交易完成前后公司的股本结构如表1-3-3所示。

表1-3-3 交易完成前后公司的股本结构

股东 姓名/名称	本次交易前		本次交易后	
	持股数量(股)	持股比例(%)	持股数量(股)	持股比例(%)
华建盈富	141,431,000	36.39	141,431,000	10.54
其他社会公众股股东	247,258,351	63.61	247,258,351	18.44
晶泰福	—	—	801,177,333	59.71
其昌电子	—	—	69,329,807	5.17
深圳博源	—	—	51,640,254	3.85
晶仁宁和	—	—	10,330,368	0.77
晶德宁福	—	—	5,561,626	0.41
宁晋博纳	—	—	4,491,740	0.33
晶礼宁华	—	—	4,405,336	0.33
靳某森	—	—	3,176,620	0.24
晶骏宁昱	—	—	2,872,935	0.21
合计	388,689,351	100.00	1,341,675,370	100.00

二、案例分析

(一)行权过程

2019年3月12日,投服中心参加了天业通联重大资产重组媒体说明会。现场,投服中心针对标的公司所处行业面临的政策风险、标的公司的竞争优势、标的公司的全球化布局等方面提出问询。天业通联于2019年6月12日召开临时股东

大会审议通过了此次重大资产重组事宜。

(二) 行权内容分析

1. 关于标的公司所处行业面临的政策风险

《天业通联重组预案》披露,上市公司拟出售截至评估基准日的全部资产与负债,并发行股份购买晶澳太阳能 100% 的股权,本次交易构成重组上市。晶澳太阳能为拥有垂直一体化产业链的光伏制造商,其产品涉及硅片、太阳能电池片、太阳能电池组件以及太阳能光伏电站,其中太阳能电池组件是标的公司的核心产品。

光伏行业存在周期性,其周期性波动主要源于供需关系中的需求端,而需求端对政策敏感度极高。2018 年国家出台“5·31”新政,旨在通过降补贴限规模倒逼产业升级,此后光伏产业链中多项产品价格出现“断崖式”下跌。由于光伏产业受政策影响波动风险显著,投股中心建议公司在进行估值和盈利预测的时候充分考虑光伏行业面临的政策风险。

2. 关于标的公司的竞争优势

(1) 成本方面

近几年,由于光伏制造业的大幅扩产,市场竞争不断加剧,叠加技术进步与补贴退坡等政策因素,光伏产品价格总体保持下降趋势,盈利空间逐步缩减。未来,随着平价上网的加速推进,光伏产品价格还有望进一步下降。在此背景下,光伏行业亟须降低成本、提升效率。一方面,若成本端的下降小于价格端的下降,则会压缩公司的盈利水平;另一方面,若成本端的下降不及同行业竞争对手,则可能带来市场份额的缩减。

在光伏产业链中,太阳能电池片与太阳能电池组件是产业链中差异最小、毛利最低的环节。如图 1-3-2 所示,根据晶澳太阳能在美国上市期间披露的年报计算,其组件产品 2015~2017 年的售价分别为 3.46 元/瓦、3.21 元/瓦及 2.57 元/瓦,其组件产品 2015~2017 年的成本分别为 2.87 元/瓦、2.74 元/瓦及 2.27 元/瓦。与光伏产业中的龙头企业隆基股份相比,晶澳太阳能组件产品的单位售价差异不大,而其单位成本在 2017 年则高出隆基股份 25.5%,即 0.46 元/瓦。请标的公司结合数据说明,面对激烈的市场竞争,晶澳太阳能组件产品的成本在同行业中是否具有竞争优势,并说明公司在降低产品成本、提升效率方面的具体计划。

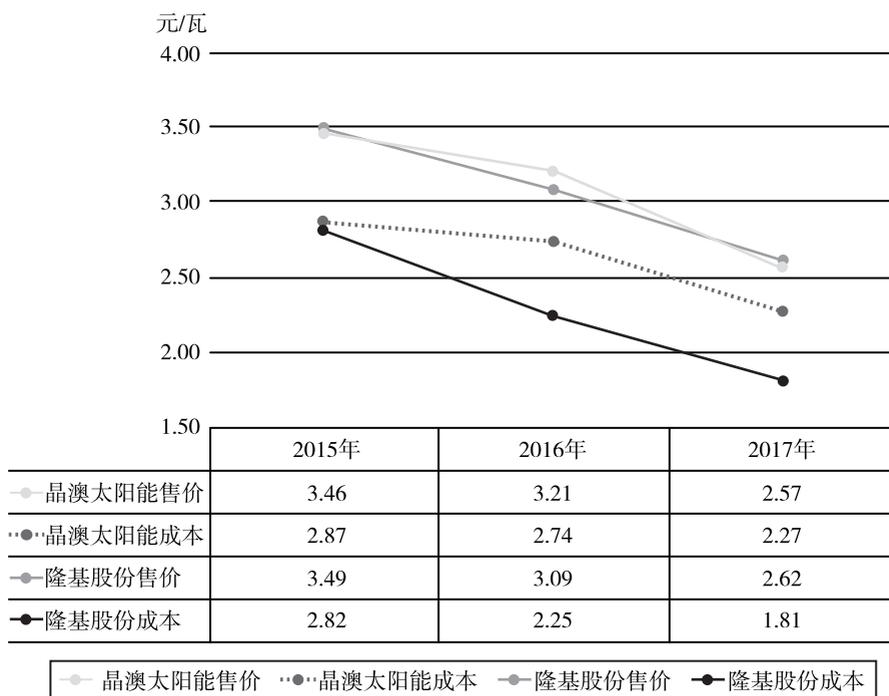


图 1-3-2 组件售价及成本

(2) 技术方面

《天业通联重组预案》披露,晶澳太阳能电池及组件技术在业界处于领先水平,主要体现在转化效率、功率、质量及成本控制等方面。转换效率方面,截至2018年9月,其单晶常规PERC电池量产平均转换效率达到21.70%,新近导入量产的第二代PERC电池的平均转换效率为21.90%;功率方面,其标准72片单晶PERC组件的主流功率可达370~380瓦,标准72片多晶电池组件的主流功率可达330~335瓦。而根据2019年1月19日的新闻,隆基绿能科技股份有限公司(以下简称隆基股份)双面PERC电池(M2规格)经国家光伏质检中心测试,正面转换效率达到了24.06%。此外,根据隆基股份2018年年中报,其60型单晶PERC半片组件功率已突破360瓦。

光伏行业技术迭代非常快,请上市公司说明与同行竞争对手相比,晶澳太阳能的主要技术优势是什么,其优势是否具有持续性。

3. 关于标的公司的全球化布局

《天业通联重组预案》披露,晶澳太阳能在中国、美国、日本、欧洲、印度、东南

亚、拉美、中东及非洲均有市场布局。由于不同国家光伏行业所处的市场阶段、补贴政策均有所不同,且在部分国家的业务可能还面临贸易摩擦、地缘政治等风险,请标的公司说明其海外收入占总营业收入的比例与在各国家的收入占比情况,并说明对其主要海外市场采取的经营规划。

案例 4 天山铝业借壳新界泵业上市

2019年4月10日,新界泵业集团股份有限公司(以下简称新界泵业,股票代码为002532)公告了《重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易预案(修订稿)》(以下简称《新界泵业重组预案》),拟通过重大资产置换和发行股份的方式收购标的公司新疆生产建设兵团第八师天山铝业股份有限公司(以下简称天山铝业)100%的股权,本次交易构成重组上市。

一、案例简介

(一)上市公司基本情况

新界泵业成立于1997年,于2010年12月31日在深圳证券交易所上市交易。发布《新界泵业重组预案》时,新界泵业股价为8.14元/股,总股本为503,080,023股,总市值40.95亿元,在本次交易前,新界泵业无控股股东,其第一大股东为欧豹国际集团有限公司(以下简称欧豹国际),实际控制人为许某田、杨某华夫妇,上市公司实际控制人及其一致行动人许某波合计持有上市公司203,531,306股股票,占比为40.46%。

上市公司主营业务为水泵及控制设备的研发、生产与销售。2016~2018年,新界泵业母公司的主要财务数据如表1-4-1所示。

表1-4-1 新界泵业母公司基本财务指标

单位:万元

项目	2018年12月31日	2017年12月31日	2016年12月31日
流动资产	69,233.86	64,329.63	74,681.31
非流动资产	123,585.71	118,269.24	115,800.14

续表

项目	2018年12月31日	2017年12月31日	2016年12月31日
资产合计	192,819.56	182,598.87	190,481.45
流动负债	52,652.72	39,515.70	58,297.00
非流动负债	1066.62	1008.71	1908.57
负债合计	53,719.34	40,524.41	60,205.57
股东权益合计	139,100.22	142,074.46	130,275.88
项目	2018年	2017年	2016年
营业收入	127,063.23	123,981.79	109,460.86
营业利润	15,655.33	15,490.40	12,196.31
利润总额	15,843.98	15,046.90	12,561.12
净利润	13,931.29	13,203.11	10,923.63

(二) 标的公司基本情况

在本次重组交易中,交易对方为石河子市锦隆能源产业链有限公司(以下简称锦隆能源)、石河子市锦汇能源投资有限公司、曾某懿、潍坊聚信锦濛投资管理合伙企业(有限合伙)、曾某林、曾明某、华融致诚柒号(深圳)投资合伙企业(有限合伙)、曾益某、曾某、芜湖信泽润投资管理合伙企业(有限合伙)、浙物瞰澜(杭州)创业投资合伙企业(有限合伙)、宁波梅山保税港区深华腾十三号股权投资中心(有限合伙)、珠海浚瑞股权投资合伙企业(有限合伙)、芜湖润泽万物投资管理合伙企业(有限合伙)、杭州祥澜投资合伙企业(有限合伙)、大连万林进出口有限公司。

天山铝业于2010年9月14日在新疆成立,其股权结构如表1-4-2所示。

表1-4-2 天山铝业股本结构

股东名称/姓名	持股数量(万股)	持股比例(%)
锦隆能源	51,600.0000	36.64
石河子市锦汇能源投资有限公司	14,400.0000	10.22
曾某懿	13,436.8400	9.54
潍坊聚信锦濛投资管理合伙企业(有限合伙)	10,736.8400	7.62
曾某林	9612.6300	6.83
曾明某	7102.1100	5.04

续表

股东名称/姓名	持股数量(万股)	持股比例(%)
华融致诚柒号(深圳)投资合伙企业(有限合伙)	6947.3700	4.93
曾益某	6555.7900	4.65
曾某	6555.7900	4.65
芜湖信泽润投资管理合伙企业(有限合伙)	5052.6300	3.59
浙物瞰澜(杭州)创业投资合伙企业(有限合伙)	3157.8900	2.24
宁波梅山保税港区深华腾十三号股权投资中心(有限合伙)	2526.3200	1.80
珠海浚瑞股权投资合伙企业(有限合伙)	1263.1600	0.90
芜华润泽万物投资管理合伙企业(有限合伙)	631.5789	0.45
杭州祥澜投资合伙企业(有限合伙)	631.5789	0.45
大连万林进出口有限公司	631.5789	0.45
合计	140,842.1067	100.00

在本次交易完成后,天山铝业将成为上市公司的全资子公司,曾某懿等16名交易对方将成为上市公司的股东。天山铝业主营业务为原铝、铝深加工产品及材料、预焙阳极、高纯铝、氧化铝的生产和销售。天山铝业已建成年产能120万吨原铝生产线,配套建有6台350兆瓦发电机组和年产能30万吨预焙阳极生产线,在江苏江阴建有年产5万吨铝深加工基地。《新界泵业重组预案》披露的天山铝业报告期内未经审计合并报表的主要财务指标如表1-4-3所示。

表1-4-3 天山铝业基本财务指标(未审计)

单位:万元

项目	2018年12月31日	2017年12月31日	2016年12月31日
资产合计	3,640,312.36	3,369,708.18	3,245,168.85
负债合计	2,532,803.10	2,370,409.51	2,446,645.35
所有者权益合计	1,107,509.26	999,298.67	798,523.50
项目	2018年	2017年	2016年
营业收入	2,411,494.88	2,088,966.82	2,147,579.48
利润总额	143,525.53	189,176.69	181,429.54
净利润	108,170.43	141,699.38	135,897.82

(三)重大资产重组方案精要

本次交易整体包括重大资产置换、发行股份购买资产、股份转让。在本次交易前,上市公司主营业务为水泵及控制设备的研发、生产与销售。在本次交易完成后,上市公司将成为具有完整一体化铝产业链优势的综合性铝生产、制造和销售的大型企业,主营业务变更为原铝、铝深加工产品及材料、预焙阳极、高纯铝、氧化铝的生产和销售。

1. 重大资产置换

上市公司拟将截至评估基准日全部资产及负债扣除预留货币资金 2018 年度现金分红金额及 1500 万元作为置出资产,与锦隆能源截至评估基准日所持天山铝业全部股份的等值部分进行置换。在本次交易中,上市公司原有全部资产及负债预作价为 160,000 万元,上市公司拟实施 2018 年度现金分红约 10,000 万元(具体金额以上市公司股东大会决议为准),预留货币资金 1500 万元,故置出资产的预作价为 148,500 万元。在本次交易中,天山铝业 100% 股权的预估值为 1,700,000 万元。经交易双方友好协商,锦隆能源所持的天山铝业股权初步作价为 566,705.20 万元。交易各方同意,置出及置入资产最终交易价格以具有证券期货业务资格的评估机构出具的置入资产的相关评估报告载明的评估价值为依据,由交易各方协商确定。

2. 发行股份购买资产

在本次交易中,拟置出资产的初步作价为 148,500 万元,锦隆能源所持的天山铝业股权初步作价为 566,705.20 万元,上述差额为 418,205.20 万元。除锦隆能源外,天山铝业其他股东持有的天山铝业股权初步作价为 1,133,294.80 万元,针对锦隆能源所持资产的差额及天山铝业其他股东所持的天山铝业股权,由上市公司以发行股份的方式购买。本次发行股份购买资产的定价基准日为上市公司第四届董事会第九次会议决议公告日,本次发行股份购买资产的股份发行价格为 4.79 元/股,不低于定价基准日前 120 个交易日股票均价的 90%。在本次发行的定价基准日至发行日期间,上市公司如有派息、送股、资本公积金转增股本等除权、除息事项,将按照证券交易所的相关规则对发行价格进行相应调整。据此计算,上市公司本次交易中发行股份的数量为 3,239,039,659 股,最终发行数量以上市公司股东大会批准并经中国证监会核准的数量为准。

3. 股份转让

欧豹国际拟将其持有的上市公司 7152 万股转让给曾某懿;欧豹国际、许某田、许某波拟将其分别持有的上市公司 2448 万股、2016 万股、2688 万股(合计 7152 万股)转让给曾某林。各方确认,剔除归属转让方的上市公司 2018 年度分红后,每股转让价格为 5.80 元/股,曾某懿、曾某林以现金或经双方认可的其他方式支付受让目标股份的对价。在本次交易完成后,上市公司将持有天山铝业 100% 的股权,上市公司的控股股东将变更为锦隆能源,实际控制人变更为曾某林、曾某懿。

4. 交易构成重大资产重组

本次交易的拟置入资产为天山铝业 100% 的股权,天山铝业 2018 年 12 月末未经审计的资产总额、资产净额及 2018 年度营业收入占上市公司 2018 年 12 月 31 日/2018 年度经审计的合并财务报表相关指标的比例如表 1-4-4 所示。根据相关规定,本次交易构成重大资产重组。

表 1-4-4 天山铝业相关指标的比例

单位:万元

财务数据	新界泵业	天山铝业	交易金额	计算依据	指标占比(%)
资产总额	198,018	3,640,312	1,700,000	3,640,312	1838.37
资产净额	137,982	1,107,261	1,700,000	1,700,000	1232.05
营业收入	149,871	2,411,495	—	2,411,495	1609.04

5. 交易构成重组上市

在本次交易完成后,上市公司的控股股东变更为锦隆能源,实际控制人变更为曾某林、曾某懿。在本次交易中,拟置入资产的相关指标超过上市公司截至 2018 年 12 月 31 日及 2018 年度相关指标的 100%、购买资产发行的股份占上市公司本次交易首次董事会决议公告日前 1 个交易日的股份的比例超 100% 且本次交易将导致上市公司主营业务发生根本变化,按照相关规定,本次交易构成重组上市,需提交中国证监会上市公司并购重组审核委员会审核并经中国证监会核准后方可实施。

6. 业绩承诺及补偿

补偿义务人与上市公司就天山铝业实际盈利数不足利润预测数的情况约定盈利预测补偿。如果本次发行股份购买资产于 2019 年交割完毕,补偿义务人对购买方承诺的利润补偿期间为 2019 年、2020 年和 2021 年,以此类推。在补偿期限内,

如果天山铝业当年实际实现净利润未达到对应预测净利润,则补偿义务人将与上市公司依据相关法律法规的规定协商确定业绩补偿方式、计算标准以及减值测试等具体事宜。补偿义务人将与上市公司另行签署《盈利预测补偿协议》,对具体补偿事宜予以明确约定。据初步预测,天山铝业在 2019 年、2020 年和 2021 年的利润预测数(扣除非经常性损益后归属于母公司所有者净利润)分别为 9.64 亿元、14.65 亿元和 19.99 亿元(最终利润预测数字以评估预测模型及签署的《盈利预测补偿协议》为准)。

7. 交易完成后上市公司股权结构

截至《新界泵业重组预案》签署日,上市公司总股本为 503,080,023 股。本次交易完成前后公司的股本结构如表 1-4-5 所示。在本次重组上市交易完成后,上市公司的控股股东变更为锦隆能源,其将持有上市公司 23.33% 的股份。上市公司实际控制人变更为曾某懿、曾某林,曾某懿、曾某林将直接合计持有上市公司 17.94% 的股份,其通过锦隆能源、石河子市锦汇能源投资有限公司将间接合计持有上市公司 32.15% 的股份,曾某林、曾某懿将直接和间接持有上市公司 50.09% 的股份,曾某懿、曾某林及其一致行动人将直接和间接持有上市公司 62.48% 的股份。

表 1-4-5 交易完成前后公司的股本结构

股东名称	本次交易前		本次交易后	
	数量(股)	持股比例(%)	数量(股)	持股比例(%)
欧豹国际	96,000,000	19.08	—	0.00
许某田	80,651,306	16.03	60,491,306	1.62
许某波	26,880,000	5.34	—	0.00
本次交易前上市公司其他股东	299,548,717	59.55	299,548,717	8.00
锦隆能源	—	—	873,079,754	23.33
石河子市锦汇能源投资有限公司	—	—	330,167,618	8.82
曾某懿	—	—	379,604,038	10.14
曾某林	—	—	291,921,364	7.80
曾明某	—	—	162,839,249	4.35
曾某	—	—	150,313,153	4.02
曾益某	—	—	150,313,153	4.02

续表

股东名称	本次交易前		本次交易后	
	数量(股)	持股比例(%)	数量(股)	持股比例(%)
潍坊聚信锦濛投资管理合伙企业(有限合伙)	—	—	354,906,054	9.48
华融致诚柒号(深圳)投资合伙企业(有限合伙)	—	—	229,645,093	6.14
芜湖信泽润投资管理合伙企业(有限合伙)	—	—	167,014,613	4.46
浙物瞰澜(杭州)创业投资合伙企业(有限合伙)	—	—	104,384,133	2.79
宁波梅山保税港区深华腾十三号股权投资中心(有限合伙)	—	—	83,507,306	2.23
珠海浚瑞股权投资合伙企业(有限合伙)	—	—	41,753,653	1.12
芜湖润泽万物投资管理合伙企业(有限合伙)	—	—	20,876,826	0.56
杭州祥澜投资合伙企业(有限合伙)	—	—	20,876,826	0.56
大连万林进出口有限公司	—	—	20,876,826	0.56
合计	503,080,023	100.00	3,742,119,682	100.00

二、案例分析

(一)行权过程

2019年4月16日,投服中心参加新界泵业重大资产重组媒体说明会。现场,投服中心针对本次交易估值时是否充分考虑铝行业较大的周期性波动、标的公司预期业绩高速增长的可实现性以及独立财务顾问和评估机构是否独立客观等问题提出问询。最终,新界泵业于2020年6月完成本次重组。

(二)行权内容分析

1. 估值时是否充分考虑铝行业较大的周期性波动

《新界泵业重组预案》披露,新界泵业拟通过重大资产置换及发行股份的方式

购买天山铝业 100% 的股权。天山铝业为综合性的铝生产、制造和销售企业,主要产品包括原铝、铝深加工产品及材料、预焙阳极、高纯铝、氧化铝等,属于典型的周期性行业。铝行业下游主要为建筑、交通、电力等领域,其市场需求与国内外宏观经济高度相关,其产品价格受宏观经济周期和供求关系等多种因素影响呈周期性变动。根据国家统计局公布的铝锭市场价格数据,自 2014 年 9 月高点到 2015 年 11 月低点,铝锭市场价格下滑 32%,此后波动上涨至 2017 年 10 月高点,上涨幅度达 63%,整体波动幅度较大。此外,以 2018 年为例,受市场环境复杂多变影响,原铝供需较弱,出现较大波动,价格整体下行,而氧化铝、原煤等主要原材料价格居高不下。根据公司在回复交易所问询函中选取的 6 家可比上市公司的 2018 年度业绩预告和年度报告,除南山铝业未披露相关情况外,焦作万方和云铝股份均由盈转亏,中孚实业亏损情况持续加大,中国铝业扣非后归母净利润同比减少 80%,仅新疆众和业绩预增。由此可见,受行业周期性影响,铝业公司经营情况存在较大波动。

2. 在行业整体低速增长的背景下,标的公司预期业绩高速增长的可实现性《新界泵业重组预案》披露,天山铝业 2019 ~ 2021 年度的扣非后归母净利润预测数分别为 9.64 亿元、14.65 亿元和 19.99 亿元,年均复合增长率为 44%。而天山铝业 2016 ~ 2018 年实现的归母净利润分别为 13.49 亿元、14.17 亿元、10.82 亿元,并没有明显的增长趋势,且 2017 年取得 14.17 亿元利润的行业背景是铝锭价格在 2017 年下半年达到高点。此外,根据工信部《有色金属工业发展规划(2016 ~ 2020 年)》的规定,“十二五”期间,我国电解铝表观消费量年均增长率为 14.4%,但随着我国经济发展进入新常态,有色金属行业整体消费增速将由“十二五”期间的高速转为中低速,电解铝消费增速将明显放缓,年均增长率预测为 5.2%。从 2018 年的数据来看,国内原铝产量出现 10 年来的首次负增长,国内铝消费增长放缓,行业整体处于低速增长期。在前述行业整体低迷的背景下,公司应从宏观环境、行业状况及标的公司自身核心竞争力三个方面详细解释 44% 的年均复合增长率的可实现性。

3. 独立财务顾问和评估机构是否独立客观

2018 年天山铝业曾计划通过紫光学大重组上市,9 月紫光学大披露的重组预案显示,天山铝业 100% 股权的预估值为 236 亿元,且 2018 ~ 2020 年的业绩承诺分别为实现扣非后归母净利润 13.36 亿元、18.54 亿元和 22.97 亿元,前述重组于 2019 年 2 月终止。在本次交易中,天山铝业 100% 股权的预估值为 170 亿元,与前

次相比减少了66亿元,下降27.97%;2018年天山铝业实现的归母净利润为10.82亿元,与前次的业绩预测相差2.54亿元,下降19.01%;2019年和2020年的业绩承诺也分别下降了8.90亿元和8.32亿元,下降幅度分别为48%和36.22%。根据公司对证券交易所的回复,两次评估均为天山铝业管理层基于当时的行业环境的初步预估,投服中心请独立财务顾问和评估机构说明在确定盈利预测和估值时是否充分分析标的资产发展前景,充分考虑宏观经济因素和行业现状,是否足够独立、客观、专业、谨慎地进行判断和调整。

案例 5 罗欣药业借壳东音股份上市

2019年5月17日,浙江东音泵业股份有限公司(以下简称东音股份,股票代码为002793)公告了《重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易预案(修订稿)》(以下简称《东音股份重组预案》),拟以重大资产置换、股份转让、发行股份方式购买山东罗欣控股有限公司(以下简称罗欣药业)99.65472%的股权。

一、案例简介

(一)上市公司基本情况

东音股份成立于1998年,于2016年4月15日在深圳证券交易所中小板上市交易。发布《东音股份重组预案》时,东音股份股价为10.15元/股,总股本为200,000,000股,总市值20.30亿元,在本次交易前,东音股份实际控制人为方某宝,持股比例为40.64%。

东音股份属于工业机械行业,专业从事井用潜水泵、陆上泵的研发、生产和销售,核心产品为井用潜水泵。其三年的财务状况和经营成果如表1-5-1所示。

表1-5-1 东音股份基本财务指标

单位:万元

项目	2018年12月31日	2017年12月31日	2016年12月31日
总资产	140,173.24	89,892.69	81,289.27
总负债	49,184.62	14,474.16	11,455.92
股东权益	90,988.62	75,418.53	69,833.36
项目	2018年	2017年	2016年
营业收入	93,544.58	82,804.40	63,739.73

续表

项目	2018年	2017年	2016年
利润总额	12,746.29	13,356.14	11,613.21
净利润	11,134.56	11,585.17	10,036.28

(二) 标的公司基本情况

本次发行股份购买资产的交易对方为罗欣控股、克拉玛依珏志、Ally Bridge、张某、陈某阳、前海投资、天津平安、GL Instrument、深圳平安、王某、许某、高瓴天成、得怡投资、广州德福、侯某峰、物明云泽、Giant Star、孙某华、陈某汉、杨某伟、云泽丰茂、得盛健康、云泽丰盛、中南弘远、济南钰贤、南京捷源、云泽丰采、GL Healthcare、Lu Zhenyu、张某雷、Zheng Jiayi、Mai Huijing、高某英。罗欣药业于2001年11月30日在山东省临沂市成立。在本次交易前,罗欣药业股权关系结构如表1-5-2所示。

表1-5-2 罗欣药业股权关系结构

股东名称/姓名	持股数量(股)	持股比例(%)
罗欣控股	293,075,954	48.07676
克拉玛依珏志	79,507,359	13.04255
Ally Bridge	43,083,320	7.06747
张某	30,239,822	4.96060
陈某阳	30,239,821	4.96060
前海投资	17,221,166	2.82499
天津平安	14,433,500	2.36770
GL Instrument	12,522,418	2.05420
深圳平安	11,732,500	1.92462
王某	9,360,136	1.53546
许某	9,350,000	1.53379
高瓴天成	8,640,000	1.41732
得怡投资	7,500,000	1.23031
广州德福	7,280,000	1.19423
侯某峰	6,000,000	0.98425
物明云泽	5,000,000	0.82021
Giant Star	4,046,000	0.66371

续表

股东名称/姓名	持股数量(股)	持股比例(%)
孙某华	2,500,000	0.41010
陈某汉	2,500,000	0.41010
杨某伟	2,000,000	0.32808
云泽丰茂	1,708,909	0.28033
得盛健康	1,680,000	0.27559
云泽丰盛	1,603,922	0.26311
中南弘远	1,470,600	0.24124
济南钰贤	1,290,136	0.21164
南京捷源	1,000,000	0.16404
云泽丰采	980,392	0.16083
GL Healthcare	597,373	0.09799
Lu Zhenyu	590,000	0.09678
张某雷	174,000	0.02854
Zheng Jiayi	112,100	0.01839
Mai Huijing	34,000	0.00558
高某英	22,000	0.00361
合计	607,495,428	99.65472

本次交易导致东音股份控制权发生变更,构成重组上市。罗欣药业主营药品研发、生产和销售,分为医药工业和医药商业两大板块。医药工业板块以化学药品制剂及原辅料药的研发、生产和销售为主,主要产品为消化类用药、呼吸类用药、抗生素类用药等;医药商业板块以药品及医疗器械的物流配送为主。2005年罗欣药业发行H股在香港联合交易所上市(罗欣药业,8058.HK)。2017年6月罗欣药业私有化退市。其三年的财务状况和经营成果如表1-5-3所示。

表1-5-3 罗欣药业基本财务指标

单位:万元

项目	2018年12月31日	2017年12月31日	2016年12月31日
总资产	597,400.68	579,959.02	466,902.79
总负债	278,858.45	240,349.68	180,581.70
所有者权益	318,542.23	339,609.34	286,321.09

续表

项目	2018年	2017年	2016年
营业收入	621,129.48	524,763.23	473,315.77
利润总额	57,037.62	56,555.60	46,842.69
净利润	52,010.14	49,585.29	41,943.11

(三)重大资产重组方案精要

本次交易方案包括重大资产置换、股份转让及发行股份购买资产。

1. 重大资产置换

东音股份除保留 2.6791 亿元的货币现金、可转债外,在扣除东音股份 2018 年度现金分红后,将不超过 10 亿元的其余资产及负债作为拟置出资产,与交易对方持有的罗欣药业 99.65472% 的股权中的等值部分进行资产置换,拟置出资产最终承接主体为方某宝指定的主体。如有出售资产,则由资产承接方以货币现金方式向东音股份支付购买。截至《东音股份重组预案》签署日,评估工作尚未完成,拟置出资产的预估值为 8.9 亿元,拟置入资产的预估值为 75.43 亿元。

2. 股份转让

上市公司控股股东、实际控制人方某宝及其一致行动人李某琴、方某晖、方某音分别转让 19,447,500 股、20,338,400 股、4,095,000 股、16,380,000 股,合计 60,260,900 股东音股份股票,占上市公司总股本的比例为 29.9999%。股份转让价格为 14.2712 元/股,交易对价合计为 859,995,356 元。上述股票的受让方为克拉玛依欣华、克拉玛依恒佳、成都欣华。

3. 发行股份购买资产

东音股份拟以非公开发行 A 股股份的方式向交易对方按其各自持有拟置入资产的比例发行股份购买拟置入资产与拟置出资产的差额部分。在本次交易完成后,交易对方将成为上市公司股东,上市公司的控股股东变更为罗欣控股,上市公司的实际控制人变更为刘某起、刘某腾父子。

4. 业绩承诺及补偿

业绩承诺方承诺本次重大资产重组实施完毕后,罗欣药业在 2019 年、2020 年和 2021 年实现的净利润分别不低于 5.5 亿元、6.5 亿元和 7.5 亿元,相关净利润为经审计的扣非后归母净利润。若本次重组未能在 2019 年 12 月 31 日(含当日)前完

成,则前述期间将往后顺延为2020年、2021年、2022年。

5. 交易完成后上市公司股权结构

在本次交易前,上市公司的控股股东、实际控制人为方某宝;在交易完成后,上市公司的控股股东为罗欣控股,实际控制人为刘某起、刘某腾父子。本次交易将导致公司控制权变更。

二、案例分析

(一) 行权过程

2019年5月21日,投服中心参加东音股份重大资产重组媒体说明会,现场向东音股份及罗欣药业提出两方面问题:一是仿制药政策对罗欣药业经营业绩的影响;二是罗欣药业盈利预测增长较快的依据和合理性。2019年12月31日,本次重大资产置换及发行股份购买资产暨关联交易事项获得中国证监会的核准。2020年5月12日,东音股份更名为罗欣药业。

(二) 行权内容分析

1. 仿制药政策对罗欣药业经营业绩的影响

《东音股份重组预案》披露,罗欣药业在呼吸、消化和抗生素类药品方面拥有“润津”“兰川”“卡佩莱”(均为商品名)等11种主要产品。标的公司官网显示,截至2018年12月21日,罗欣药业通过了盐酸氨溴索(商品名“润津”)、卡托普利片、头孢氨苄胶囊、奥美拉唑肠溶胶囊、头孢拉定胶囊、辛伐他汀片等多项仿制药质量与疗效一致性评价,注射用兰索拉唑(商品名“兰川”)完成了申报,其他多个呼吸系统、心脑血管系统、消化系统、抗感染等重大疾病治疗领域的口服固体品种和注射剂品种将在未来2年内(2020年之前)陆续完成仿制药质量与疗效一致性评价的申报。投服中心工作人员于2019年5月19日最后一次登录国家药品监督管理局药品评审中心查阅“通过一致性评价信息”发现,罗欣药业披露的11项主要产品中只有“盐酸氨溴索片”通过一致性评价。

根据国家相关政策的规定,对于通过仿制药一致性评价的药品品种,在医保支付方面予以适当支持,医疗机构应优先采购并在临床中优先选用。同品种药品通过仿制药一致性评价的生产企业达到3家以上的,在药品集中采购等方面不再选用

未通过仿制药一致性评价的品种。所以,未通过一致性评价的产品很可能会被市场淘汰,能否通过一致性评价对罗欣药业很重要。目前,罗欣药业的11项主要产品中,只有“盐酸氨溴索片”通过了一致性评价。请标的公司说明其他主要产品在2020年前申报一致性评价的难度以及目前的进展。如无法按期通过,可能对罗欣药业未来的经营业绩造成重大影响。《东音股份重组预案》披露,本次交易的评估工作尚未完成,建议估值时应考虑一致性评价未通过的风险并做相应的估值减值。

2. 罗欣药业盈利预测增长较快的依据和合理性

《东音股份重组预案》披露,随着药品价格改革,医药市场竞争的加剧,以及医院药品招标采购等一系列药品价格调控政策的进一步推广,预计我国药品降价趋势仍将继续。参考恒瑞医药(股票代码为600276.SH)、奥赛康(股票代码为002755.SZ)2018年的年报,一致性评价、带量采购等政策使药价大幅下降,平均降幅达到52%。医药行业整体的平均利润很可能会下降,但是,罗欣药业未来在研发方面的成本和费用却有提高的趋势。

《东音股份重组预案》披露,药品开发具有高投入、高风险、高收益和周期长的特点,研发创新、生产设施、质量体系及技术团队的搭建都需要大量资金投入。罗欣药业将通过加大研发投入和丰富研发产品线来提升盈利能力。一致性评价工作亦使仿制药企业不得不加大研发投入,经查阅罗欣药业的竞争对手披露的在已通过一致性评价药品上的研发投入,恒瑞医药在盐酸氨溴索片项目上投入的研发费用约为人民币1004万元,白云山(股票代码为600332.SH)在头孢呋辛酯片上已投入约900万元的研发费用。罗欣药业称,其正在推进多种药品一致性评价申报工作,未来将面临大量研发资金支出。《东音股份重组预案》披露,罗欣药业在积极布局新药研发体系。但新药研制具有高风险、高投入、周期长的特性,药品从前期研发到临床试验,从注册申报到产业化生产的周期长、环节多,容易受到不确定性因素的影响,因此,在短期内新药很可能无法成为罗欣药业利润的重要增长点。《东音股份重组预案》披露,本次业绩承诺是综合考虑了政策、市场环境等因素,针对标的公司现有的主营业务、产品线储备以及未来业务发展规划等因素作出的审慎判断。在制定业绩承诺时,罗欣药业应当考虑药品降价、医药行业利润下降的整体趋势,以及罗欣药业研发投入加大、新药研制不确定等因素。在此情况下,请罗欣药业说明盈利预测高速增长的合理性。

根据罗欣药业在香港联合交易所上市期间披露的数据,2011~2016年的溢利分别为42,668.4万元、44,010.9万元、42,870.2万元、44,386.5万元、49,060.7万元和38,066.8万元,2011~2015年溢利的年均复合增长率为3.55%,2016年的溢利下滑22.41%。《东音股份重组预案》披露,2016~2018年的扣非后归母净利润分别为41,158.70万元、49,599.55万元和50,773.05万元,复合增长率为11.07%,但这主要得益于2016年业绩下滑导致的基数低,使2017年净利润增长了20.51%,2018年比2017年仅增长了2.00%。所以结合2011~2018年的净利润,投服中心认为3.00%左右的增长率才是罗欣药业的常态。但本次交易预测罗欣药业2019~2021年扣非后归母净利润分别不低于5.5亿元、6.5亿元和7.5亿元,复合增长率高达16.77%。上市公司应说明罗欣药业2019~2021年的预测业绩突增的依据、具体的业绩增长点以及该业绩增长点能否对冲罗欣药业药品降价、成本提高可能带来的负面影响。

案例 6 丹化科技发行股份购买斯尔邦

2019年6月14日,丹化化工科技股份有限公司(以下简称丹化科技,股票代码为600844)公告了《发行股份购买资产暨关联交易预案》(以下简称《丹化科技重组预案》),拟通过发行股份的方式购买江苏斯尔邦石化有限公司(以下简称斯尔邦)100%的股权。

一、案例简介

(一)上市公司基本情况

丹化科技成立于1994年,于1994年3月11日在上海证券交易所主板上市交易。发布《丹化科技重组预案》时,丹化科技股价为4.31元/股,总股本为1,016,524,240股,总市值40.20亿元。在本次交易前,江苏丹化集团有限责任公司(以下简称丹化集团)及其全资子公司合计控制公司股份比例为19.79%,丹化集团为上市公司的控股股东。丹阳市人民政府国有资产监督管理委员会持有丹阳投资集团有限公司100%的股权,丹阳投资集团有限公司持有丹化集团100%的股权。因此,丹阳市人民政府系上市公司实际控制人。

丹化科技主要生产乙二醇、草酸等,其中乙二醇是主要产品。其三年的财务状况和经营成果如表1-6-1所示。

表 1-6-1 丹化科技基本财务指标

单位:万元

项目	2018年12月31日	2017年12月31日	2016年12月31日
总资产	339,213.65	380,662.92	330,914.99
总负债	63,492.76	106,068.73	91,867.93

续表

项目	2018年12月31日	2017年12月31日	2016年12月31日
股东权益	275,720.88	274,594.19	239,047.06
项目	2018年	2017年	2016年
营业收入	143,323.48	133,131.69	71,200.82
利润总额	2401.22	38,455.26	-28,013.29
净利润	867.21	35,087.13	-25,390.44

(二) 标的公司基本情况

本次交易拟购买的资产为斯尔邦 100% 的股权,交易对方为盛虹石化集团有限公司(以下简称盛虹石化)、连云港博虹实业有限公司(以下简称博虹实业)、建信金融资产投资有限公司(以下简称建信投资)、中银金融资产投资有限公司(以下简称中银资产)。

斯尔邦设立于 2010 年 12 月,由吴江信泰实业有限公司和吴江嘉誉实业发展有限公司设立。后经多次增资、股权转让,其股东变更为盛虹石化、博虹实业、建信投资、中银资产,其持股比例分别为 80.91%、4.55%、9.09%、5.45%。斯尔邦的控股股东为盛虹石化。缪某某、朱某某夫妇通过盛虹石化、博虹实业合计控制斯尔邦 85.45% 股权,为斯尔邦的实际控制人。

斯尔邦主要从事高附加值烯烃衍生物的研发、生产与销售。其三年及一期的主要财务状况如表 1-6-2 所示。

表 1-6-2 斯尔邦主要财务数据

单位:万元

项目	2019年4月30日	2018年12月31日	2017年12月31日	2016年12月31日
总资产	1,761,675.01	1,955,412.15	1,704,660.26	1,475,007.85
总负债	1,054,869.37	1,380,200.75	1,255,643.15	1,102,625.63
股东权益	706,805.64	575,211.40	449,017.11	372,382.22
项目	2019年1~4月	2018年	2017年	2016年
营业收入	377,527.21	1,146,951.95	765,081.50	178,391.40
营业成本	317,273.89	1,000,420.65	627,823.97	165,133.80
净利润	31,594.23	30,287.16	76,042.02	1404.00

(三)重大资产重组方案精要

1. 发行股份购买资产

上市公司拟通过发行股份的方式购买交易对方合计持有的斯尔邦 100% 的股权,使斯尔邦成为上市公司全资子公司。本次交易标的资产的初步定价为 110 亿元,按照本次发行股份购买资产价格 3.66 元/股计算,本次上市公司拟向交易对方合计发行股份 3,005,464,479 股,其中,向盛虹石化发行 2,431,693,989 股、向博虹实业发行 136,612,021 股、向建信投资发行 273,224,043 股、向中银资产发行 163,934,426 股。最终发行股份数量将根据最终交易对价进行调整,并以上市公司股东大会批准并经中国证监会核准的发行股份数量为准。

2. 业绩承诺与补偿协议

补偿义务人同意并承诺,标的公司 2019 年、2020 年、2021 年扣非后归母净利润合计不低于 28.50 亿元;具体各年度承诺净利润将以具有证券、期货相关业务资格的资产评估机构出具并经有权国有资产主管单位备案的评估报告确定的预测净利润数为基础,经由上市公司与补偿义务人协商一致确定,并另行签署补充协议。若本次重组未能在 2019 年 12 月 31 日(含当日)前完成,则承诺期相应顺延至 2020 年度、2021 年度、2022 年度。

3. 交易完成后丹化科技股权结构

在本次交易前,上市公司的总股本为 1,016,524,240 股,其中 A 股 822,730,634 股,B 股 193,793,606 股;丹化集团持有上市公司 180,050,050 股 A 股股份,为公司控股股东。根据本次交易方案及预估作价测算,在本次交易完成后,公司总股本将增至 4,021,988,719 股,盛虹石化及其一致行动人博虹实业合计持有公司约 63.86% 股份,盛虹石化将成为公司控股股东,缪某某、朱某某夫妇将成为公司的实际控制人。本次交易完成后的股权结构如表 1-6-3 所示。

表 1-6-3 本次重组前后上市公司股权结构

股东名称	本次交易前		本次交易后	
	持股数量(股)	持股比例(%)	持股数量(股)	持股比例(%)
丹化集团	180,050,050	17.71	180,050,050	4.48
丹化工程等 5 家公司	21,083,657	2.07	21,083,657	0.52

续表

股东名称	本次交易前		本次交易后	
	持股数量(股)	持股比例(%)	持股数量(股)	持股比例(%)
盛虹石化	—	—	2,431,693,989	60.46
博虹实业	—	—	136,612,021	3.40
建信投资	—	—	273,224,043	6.79
中银资产	—	—	163,934,426	4.08
其他 A 股股东	621,596,927	61.16	621,596,927	15.45
B 股股东	193,793,606	19.06	193,793,606	4.82
合计	1,016,524,240	100.00	4,021,988,719	100.00

二、案例分析

(一) 行权过程

2019年6月21日,投服中心参加丹化科技重大资产重组媒体说明会,现场向丹化科技提出三个方面的问题:一是未来行业产能过剩、竞争加剧是否对承诺业绩的实现情况造成影响;二是丙烯腈下游行业开工率下滑、景气度不高、需求放缓,将如何保障标的公司实现高承诺业绩;三是业绩承诺、标的公司预估值是否已充分考虑丙烯腈二期技改项目存在不能按期投产的风险。2020年9月22日,丹化科技公告决定终止本次重大资产重组事项。

(二) 行权内容分析

1. 国内新增丙烯腈项目将集中于2019年或2020年投产,产能增长速度较快,但下游消费结构未发生变化,未来行业产能过剩、竞争加剧可能对承诺业绩的实现情况造成影响

根据隆众资讯^①的统计数据,截至2017年年底,我国丙烯腈的有效产量在195万吨左右,随着中化泉州、中海油东方石化等项目未来投产,预计2018~2020年我国丙烯腈将新增产能131万吨,丙烯腈行业产能将出现爆炸式增长。丙烯腈下游主

^① 隆众资讯是中国能源化工资讯和市场价格指数的供应商,前身为中国石化商情网,属中国石化二级信息机构,自1988年起追踪报道全球能源和化工品市场。

要应用领域为丙烯腈-丁二烯-苯乙烯共聚物(Acrylonitrile Butadiene Styrene, ABS)树脂、腈纶、丙烯酰胺/聚丙烯酰胺、丁腈橡胶和己二腈等。据隆众资讯数据统计,丙烯腈2013年、2015年及2017年的下游领域的消费量分别为腈纶领域64.54万吨、66.87万吨及66.03万吨,每年占丙烯腈下游消费总量的比例稳定在33%~38%;树脂领域为48.42万吨、71.35万吨、77.74万吨,每年占丙烯腈下游消费总量的比例稳定在30%~38%;丙烯酰胺领域为29.25万吨、39.39万吨、40.56万吨,每年占丙烯腈下游消费总量的比例在20%左右;其他领域为23.54万吨、7.78万吨及15.67万吨,每年占丙烯腈下游消费总量的比例在10%左右。因此,可以看出近年来丙烯腈下游领域的消费结构十分稳定、未发生变化。根据隆众资讯、智研咨询^①的研究报告,丙烯腈2015~2017年的表观消费量分别为185.3万吨、202.3万吨、200.7万吨,3年平均消费增长率为4.6%,复合增长率在4%左右,按照年均5%的需求增长率计算,预测2018~2020年丙烯腈需求增长约为30万吨左右,远低于国内丙烯腈131万吨的新增产能。由于目前国内丙烯腈的出口比重较小(2016年之前我国丙烯腈出口额为零,2017~2019年1~4月累计出口量分别为7850吨、4936.61吨及4024.36吨),未来丙烯腈行业将面临产能过剩、行业竞争加剧的状况,将必然影响丙烯腈的终端定价及行业内企业的盈利能力。需要标的公司说明在面临未来丙烯腈行业产能过剩、市场份额可能下降以及利润下滑的风险下,高承诺业绩是否可以实现,标的公司将如何应对前述行业风险。

2. 丙烯腈下游行业开工率下滑、景气度不高、需求放缓,将如何保障标的公司实现高承诺业绩

《丹化科技重组预案》披露,标的公司的主要产品丙烯腈广泛用于ABS树脂、腈纶、丙烯酰胺等行业,涉及国民经济的多个领域,受经济波动的影响较为显著,一旦宏观经济的景气度出现大幅下滑,行业整体增长将承受较大压力。卓创资讯^②数据显示,腈纶、ABS树脂及丙烯酰胺占丙烯腈整体下游行业消费量的90%,其中腈纶及ABS树脂占比最高。依据隆众资讯的统计数据,截至2019年5月底,丙烯腈的主要下游领域腈纶、丙烯酰胺的月度开工率仅为63%和67%,同比下降了8%及

^① 详见智研咨询发布的《2018—2024中国丙烯腈市场分析预测及发展趋势研究报告》。

^② 卓创资讯成立于2004年,专注能源、化工、塑料、橡胶、钢铁等大宗商品行业资讯服务。

1%。下游腈纶行业由于受纺织品整体需求疲软,自2017年起出现产量过剩状态,大量腈纶厂商面临持续严重亏损,进入大面积限产状态,整体行业开工率维持在60%左右,产量明显下降。同时,下游产品ABS树脂/塑料主要用于白色家电、汽车等领域,其中白色家电行业自2018年以来呈增速放缓趋势,而汽车行业目前景气度低迷,2018年汽车产销增速低于预期,行业主要经济效益指标增速趋缓。依据中国汽车工业协会发布的2019年5月汽车产销数据,5月汽车产销量分别为184.8万辆和191.3万辆,同比分别下降了21.2%和16.4%,汽车主机厂放缓生产速度,将使ABS树脂需求进一步减少。需要标的公司说明在下游行业开工率下滑、景气度不高、需求放缓的背景下,其将如何实现高承诺业绩。

3. 业绩承诺、标的公司预估值是否已充分考虑丙烯腈二期技改项目存在可能不能按期投产的风险

《丹化科技重组预案》披露,丙烯腈二期技改项目将于2019年下半年投产,已经取得相应施工许可证、环评批复等建设手续,存在因建设进度、验收手续、意外事件或其他原因导致项目不能按期投产的风险。若技改项目不能按期投产,将影响标的公司的盈利能力,导致承诺业绩无法实现。根据隆众资讯披露的全国丙烯腈厂家装置动态统计,标的公司曾于2018年11月7日凌晨发生意外停车,11月10日重启恢复,目前装置动态不明。需要标的公司说明2018年11月意外停车的主要原因,是否存在再次发生的可能从而影响技改项目的进展。同时,需标的公司进一步说明目前技改项目的建设进度、预计验收时间、可能无法按期投产的具体原因,以及目前标的公司的业绩承诺、交易预估值是否已充分考虑标的公司可能不能按期投产的风险。

案例7 同达创业发行股份购买三三工业

2019年8月12日,上海同达创业投资股份有限公司(以下简称同达创业,股票代码为600647)公告了《发行股份购买资产暨关联交易预案》(以下简称《同达创业重组预案》),拟以发行股份方式购买辽宁三三工业有限公司(以下简称三三工业)100%的股权。

一、案例简介

(一)上市公司基本情况

同达创业成立于1991年,于1993年5月4日在上海证券交易所主板上市交易。发布《同达创业重组预案》时,同达创业股价为14.75元/股,总股本为139,143,550股,总市值20.52亿元。在本次交易前,同达创业控股股东为信达投资有限公司(以下简称信达投资),持股比例为40.68%,实际控制人为财政部。

同达创业所属行业为批发业,2019年上半年营业收入主要源于全资子公司上海同达创业贸易有限公司(以下简称同达贸易)销售收入和公司经营性物业租金收入。同达贸易由于前期代理品种经销权被终止,销售收入出现大幅下降。2019年上半年同达贸易积极开拓新的贸易业务,实现销售收入1371万元。同达创业三年及一期的财务状况和经营成果如表1-7-1所示。

表1-7-1 同达创业基本财务指标

单位:万元

项目	2019年6月30日	2018年12月31日	2017年12月31日	2016年12月31日
总资产	49,259.61	47,392.57	55,097.87	60,545.80
总负债	17,215.19	17,752.25	18,774.32	19,518.31

续表

项目	2019年6月30日	2018年12月31日	2017年12月31日	2016年12月31日
股东权益	32,044.42	29,640.33	36,323.55	41,027.49
项目	2019年1~6月	2018年	2017年	2016年
营业收入	1510.52	2039.67	2368.67	7560.01
利润总额	2386.94	-4054.08	1361.94	11,073.62
净利润	2399.09	-5987.50	869.61	7952.06

(二) 标的公司基本情况

在本次重组交易中,购买三三工业 100% 的股权的交易对方为刘某征、刘某仲、刘某珍、辽阳汇金投资管理中心(有限合伙)(以下简称汇金投资)、辽阳汇智投资管理中心(有限合伙)(以下简称汇智投资)、辽阳汇力投资管理中心(有限合伙)(以下简称汇力投资)、信达投资、信达创新投资有限公司(以下简称信达创新)。三三工业于 2009 年在辽阳市成立,截至《同达创业重组预案》签署之日,三三工业的股权结构如表 1-7-2 所示。

表 1-7-2 三三工业股权结构

股东名称	持股比例(%)
刘某征	55.00
刘某仲	20.50
刘某珍	12.00
汇金投资	7.50
汇智投资	4.00
汇力投资	1.00
合计	100.00

三三工业专业从事特大型智能装备盾构机/Tunnel Boring Machine(TBM)隧道掘进机的研究、设计、生产制造和销售,三三工业可生产土压平衡盾构机、泥水平衡盾构机、硬岩 TBM、异形盾构机和垂直盾构机五大类产品,产品直径从 2~24 米不等,其中硬岩 TBM、大型泥水盾构机、双模式盾构机、垂直盾构机等制造技术处于国际领先水平。截至《同达创业重组预案》签署日,相关审计工作尚未完成,根据未经审计的财务数据,三三工业三年及一期主要财务数据如表 1-7-3 所示。

表 1-7-3 三三工业主要财务数据

单位:万元

项目	2019年6月30日	2018年12月31日	2017年12月31日	2016年12月31日
总资产	290,314.80	249,753.09	226,837.07	173,926.18
总负债	251,629.19	214,873.37	211,005.05	169,649.07
股东权益	38,685.61	34,879.72	15,832.02	4277.10
项目	2019年1~6月	2018年	2017年	2016年
营业收入	30,150.95	109,276.76	71,833.62	38,367.34
营业成本	17,064.47	63,057.53	43,503.49	22,383.30
净利润	3563.28	18,285.59	12,366.07	3857.00

(三) 发行股份购买资产暨关联交易方案精要

同达创业拟以发行股份的方式向刘某征、刘某仲、刘某珍、汇金投资、汇智投资、汇力投资、信达投资、信达创新购买其合计持有的三三工业 100% 的股权。交易完成后,三三工业将成为上市公司的全资子公司,上市公司的实际控制人变为刘某征、刘某仲、刘某珍。本次交易构成重组上市。通过本次交易,同达创业的主营业务将变更为特大型智能装备盾构机/TBM 隧道掘进机的研究设计、生产制造和销售。

1. 估值及交易价格

截至《同达创业重组预案》签署之日,三三工业的审计、评估工作尚未完成。经交易各方友好协商,同意本次交易的评估基准日为 2019 年 6 月 30 日,三三工业 100% 股权的预估值为 44 亿元。考虑本次交易的基准日后三三工业不超过 6.5 亿元的增资安排,本次交易的标的资产预估交易价格为 50.5 亿元。

2. 发行股份购买资产的发行价格

本次发行股份购买资产的定价基准日为上市公司第八届董事会第十四次会议决议公告日,发行价格不低于定价基准日前 20 个交易日上市公司股票均价的 90% (13.156 元/股),即 13.16 元/股。以预估交易价格为基础计算,发行数量为 383,738,598 股。具体发行股份数量将根据具有证券、期货相关业务资格的资产评估机构出具并经有权国有资产主管单位备案的标的资产评估结果及最终交易价格确定。

3. 业绩承诺及补偿协议

根据上市公司与补偿义务人刘某征、刘某仲、刘某珍、汇智投资签署的《业绩预测补偿协议》，补偿义务人承诺，三三工业 2019 年、2020 年、2021 年扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润分别不低于 2.8 亿元、3.9 亿元及 5.3 亿元。若三三工业实际实现净利润未达到对应承诺净利润，则补偿义务人将对上市公司承担业绩补偿义务。若本次重组未能在 2019 年 12 月 31 日（含当日）前实施完毕，则承诺期相应延至 2022 年度。

4. 交易完成后同达创业股权结构

在本次交易前，公司总股本为 139,143,550 股，信达投资持有上市公司 56,606,455 股股份，为公司控股股东。根据本次交易方案及预估作价测算，本次交易完成后，公司总股本将增至 522,882,148 股，刘某征、刘某仲、刘某珍及其一致行动人汇智投资预计合计持有上市公司 53.42% 的股份，刘某征、刘某仲、刘某珍成为同达创业实际控制人。

二、案例分析

（一）行权过程

2019 年 8 月 28 日，投服中心参加同达创业重大资产重组媒体说明会，现场向同达创业提出三个方面的问题：一是业绩承诺可实现性；二是三三工业核心竞争优势；三是本次交易估值合理性。2019 年 10 月 25 日，同达创业终止了本次重组。

（二）行权内容分析

1. 业绩承诺可实现性

目前，我国盾构机主要运用于地铁建设，根据《同达创业重组预案》的规定，三三工业在国内的订单也集中在地铁领域。地铁建设属于基础设施建设领域，受国家政策、财政支出等因素影响较大。在国家政策方面，根据交通部数据，2018 年年末我国城市轨道交通运营线路总长度 5295.1 千米，距“十三五”规划目标仅余约 700 千米。2018 年 7 月国务院办公厅发布了《关于进一步加强城市轨道交通规划建设管理的意见》，指出部分城市地铁建设存在“规划过度超前、建设规模过于集中”等问题，同时严格了地铁建设申报条件。在财政收支方面，随着我国大幅减税降费

政策的实施,2018年减税降费金额达1.3万亿元,2019年预计全年减税降费约2万亿元。2019年上半年我国公共财政收入累计同比增速3.4%,为2010年来同期最低水平;公共财政支出累计同比增速10.7%,为2010年来的次低水平。地方债终身问责机制也导致地方政府举债更为谨慎。根据统计局数据,2018年我国基础设施建设投资额同比增速1.79%,2019年上半年累计同比增速2.95%,均处于历史低位。此次交易业绩补偿期为2019~2021年,承诺净利润为2.8亿元、3.9亿元和5.3亿元,复合增长率达37.58%。在上述背景下,请对三三工业业绩承诺可实现性进行进一步说明。

2. 核心竞争优势

盾构机属于重资产设备,制造工艺复杂,技术附加价值高,对设备制造企业的资金和技术实力均有较高要求。根据中国工程机械工业协会掘进机分会的数据,2016年以来,中铁装备、铁建重工和中交天和盾构机年产量稳居行业前三,市占率从2016年的65.7%提升至2018年的70.3%,三三工业2016年以来市占率在12%左右。在资金实力方面,中铁装备、铁建重工和中交天和分别为中铁工业、中国铁建和振华重工的子公司,2018年年末资产规模分别为94.62亿元、160.97亿元和43.94亿元,资金实力雄厚。2018年年末三三工业总资产24.98亿元,总体规模与行业龙头尚有一定差距。在技术方面,中铁装备和铁建重工拥有全断面隧道掘进机特级生产资质,中铁装备研发了我国首台具有自主知识产权的复合式土压平衡盾构机,制造了全球首台马蹄形盾构机等,铁建重工成功研发了全球首台煤矿斜井TBM、永磁同步驱动土压平衡盾构机等。2016年中铁装备及其子公司共拥有专利253项。三三工业未披露具体知识产权和专利情况。收购卡特彼勒加拿大公司后,三三工业承继了其研发设计、工艺等团队,收购第二年盾构机产量的市场占有率从3%提升至13%,但在接下来的年份里并没有进一步提升。上市公司应说明相较技术资金背景更强的行业龙头企业,三三工业具备哪些核心竞争力;在经营策略和研发方面做了哪些准备以保证在未来能够持续地获取订单。

3. 估值合理性

2017年中铁工业通过资产置换,取得了盾构机行业龙头企业中铁装备100%的股权。中铁装备100%的股权采用收益法评估结果,评估价值29.41亿元,评估增值率266.85%。三三工业100%的股权预估值为44亿元,经计算评估增值率约为

1037% ,远高于中铁装备的评估增值率。根据中铁工业当时的交易报告书,2015 年中铁装备实现营业收入 16.04 亿元,净利润 2.32 亿元,全断面隧道掘进机产能 100 台,产量 60 台,在国内土压平衡盾构机市场占有率高达 30% 以上,是国内盾构机行业龙头企业。此次《同达创业重组预案》披露,2018 年三三工业实现营业收入10.93 亿元,净利润 1.83 亿元。根据中国工程机械工业协会掘进机分会发布的数据,2018 年三三工业生产盾构机 67 台,占国产盾构机总量约 12%。上市公司应结合上述情况,说明此次交易是否高估了三三工业的股权价值。

案例 8 上海贝岭支付现金购买南京微盟

2019 年 10 月 18 日,上海贝岭股份有限公司(以下简称上海贝岭或公司,股票代码为 600171)公告了《关于收购南京微盟电子有限公司 100% 股权暨关联交易的公告》(以下简称《上海贝岭公告》),拟以支付现金方式收购南京微盟电子有限公司(以下简称南京微盟或标的公司)100% 的股权。

一、案例简介

(一)上市公司基本情况

上海贝岭成立于 1988 年,于 1998 年 9 月 24 日在上海证券交易所主板上市交易。发布《上海贝岭公告》时,上海贝岭股价为 14.79 元/股,总股本为 703,840,714 股,总市值 104.10 亿元。华大半导体有限公司(以下简称华大半导体)所持股份数占公司总股本的 25.32%,为公司控股股东。上海贝岭的实际控制人为中国电子信息产业集团有限公司。

上海贝岭属于集成电路设计行业,提供模拟和数模混合集成电路及系统解决方案。公司专注于集成电路芯片设计和产品应用开发,是国内集成电路产品主要供应商之一,集成电路产品业务细分为智能计量及系统级芯片(System on Chip, SoC)、电源管理、非挥发存储器、高速高精度模拟数字转换器(Analog-to-digital Converter, ADC)、工控半导体等五大产品领域,主要目标市场为电表、手机、液晶电视及平板显示、机顶盒等各类工业及消费电子产品。上海贝岭三年及一期的财务状况和经营成果如表 1-8-1 所示。

表 1-8-1 上海贝岭基本财务指标

单位:万元

项目	2019年9月30日	2018年12月31日	2017年12月31日	2016年12月31日
总资产	325,054.45	270,777.41	274,791.53	210,518.56
总负债	27,814.79	25,005.52	32,671.47	23,039.40
股东权益	297,239.66	245,771.88	242,120.07	187,479.16
项目	2019年1~9月	2018年	2017年	2016年
营业收入	64,187.62	78,434.44	56,187.40	50,909.39
利润总额	19,221.29	10,465.88	17,137.90	4020.26
净利润	17,269.26	10,334.53	17,505.08	4055.94

(二) 标的公司基本情况

在本次重组交易中,购买南京微盟 100% 股权的交易对方为华大半导体、国投高科技投资有限公司(以下简称国投高科)、杨某、乔某某、叶康某、张某某、黄某、叶明某、欧阳某某。南京微盟于 1999 年在南京成立,截至本次交易可行性研究报告出具之日,其股权结构如表 1-8-2 所示。

表 1-8-2 南京微盟股权结构

股东名称	出资额(万元)	股权比例(%)
华大半导体	620	41.33
国投高科	500	33.33
杨某	130	8.68
乔某某	75	5.00
叶康某	60	4.00
张某某	60	4.00
叶明某	20	1.33
黄某	20	1.33
欧阳某某	15	1.00
合计	1500	100.00

南京微盟专注于高性能、高品质模拟集成电路和数模混合电路设计及销售,产品线广泛,覆盖电源管理领域主要产品。南京微盟主要产品为电源管理芯片(Power Management Integrated Circuits),分为三大类:DC 产品线、AC 产品线、数模混合产品线。其中 DC 产品线包括 LDO、DC/DC、充电管理等;AC 产品线包括

AC/DC、智能LED照明等;数模混合产品线包含MCU、USB Type-C、ADC等产品。南京微盟最近一年及一期主要财务数据如表1-8-3所示。

表1-8-3 南京微盟主要财务数据

单位:万元

项目	2019年6月30日	2018年12月31日
总资产	16,693.87	17,424.33
总负债	6393.65	7381.16
股东权益	10,300.22	10,043.17
项目	2019年1~6月	2018年
营业收入	8931.00	17,555.09
利润总额	745.39	1242.12
净利润	707.04	1185.66

(三) 支付现金购买资产暨关联交易方案精要

上海贝岭拟以支付现金方式,收购南京微盟100%的股权,本次交易不构成重大资产重组。

1. 估值及交易作价

本次交易主要采用收益法和市场法进行评估,评估基准日为2019年6月30日。收益法下被评估单位股东权益账面值为10,300.22万元,评估值36,000.00万元,评估增值25,699.78万元,增值率249.51%。市场法下被评估单位股东权益账面值为10,300.22万元,评估值为34,700.00万元,评估增值为24,399.78万元,增值率236.89%。评估机构最终选用收益法评估结果作为南京微盟股东全部权益价值评估结论。本次交易总价为人民币3.60亿元。

2. 支付方式

本次交易的支付方式为现金支付,不涉及发行股份购买资产。

3. 业绩承诺及业绩奖励

本次交易中业绩承诺方为自然人杨某、乔某某、叶康某、张某某、黄某和欧阳某某(以下简称业绩承诺股东)。上述业绩承诺方对南京微盟2019~2021年的实际净利润(以扣除非经常性损益前后的净利润孰低值为准)进行承诺,承诺数额分别为1890万元、2860万元和3750万元,业绩承诺方同时承诺2019~2021年累计实际净利润(以扣除非经常性损益前后的净利润孰低值为准)不低于人民币8500万元。

同时,如果南京微盟业绩承诺期内累计实际净利润超过 8500 万元,超出部分金额的 50% 将作为业绩承诺股东的业绩奖励(业绩奖励金额最高不超过本次股权转让的股权转让价款总额的 20%),受让方应当促使南京微盟于 2021 年年度审计报告出具后 30 个工作日内将该部分业绩奖励发放给届时仍于南京微盟任职的业绩承诺股东,具体的分配比例由南京微盟经营层根据业绩承诺股东的实际任职及贡献情况确定。

二、案例分析

(一)行权过程

2019 年 11 月 5 日,投服中心通过公开发声,就上海微盟业绩承诺可实现性、业绩承诺履约保障措施不足、评估报告披露是否充分提出质询,希望上海贝岭能对本次交易中存在的疑问在临时股东大会召开前向广大投资者充分释疑。2019 年 11 月 8 日,上海贝岭发布了《关于媒体报道的说明公告》,对上述问题进行了详细说明,同时补充披露了本次交易所涉及的《南京微盟电子有限公司股东全部权益价值评估说明》。2019 年 11 月 29 日,上海贝岭发布了《关于收购南京微盟电子有限公司 100% 股权暨关联交易的公告(修订稿)》,将业绩承诺方范围扩充至杨某、乔某某、叶康某、张某某、黄某、欧阳某某和华大半导体。

(二)行权内容分析

1. 所属行业整体增速平稳、部分下游领域需求放缓、标的公司市占率不高,标的公司能否实现高承诺业绩

公司公告,标的公司主要从事高性能、高品质模拟集成电路和数模混合电路设计及销售,主要产品为电源管理芯片,分为 AC 产品线、DC 产品线及数模混合产品线。业绩承诺方承诺标的公司 2019 ~ 2021 年实现的净利润数分别不低于 1890 万元、2860 万元及 3750 万元,3 年累计不低于 8500 万元,承诺期年复合增长率高达 40.86%。投服中心对标的公司未来能否实现如此高业绩增长存在以下疑问。

首先,依据 Semiconductor、前瞻产业研究院统计,2015 ~ 2018 年全球电源管理芯片市场规模分别为 191 亿美元、198 亿美元、223 亿美元及 250 亿美元,年复合增长率约为 9.39%;根据工业和信息化部下属企业赛迪顾问统计,2012 ~ 2018 年国内

电源管理芯片行业市场规模从 430.68 亿元增长至 681.53 亿元,年复合增长率为 7.95%。从全球、国内市场来看,电源管理芯片行业成长速度并不算很快,属于一个相对稳定的市场,近年来行业整体增速保持在 8%~9%。由于电源管理芯片具有单价低、产品种类多、下游应用领域特别分散等特征,整体行业较难在短期内发生业绩爆发性增长。

其次,标的公司部分下游领域受宏观经济增速放缓等因素影响,正面临需求下行、下游行业不景气的风险。一是在下游智能手机市场领域,根据 Strategy Analytics 研究报告,2019 年全球智能手机市场规模再次出现同比下降,2019 年第二季度全球智能手机出货量同比下降 3%,虽下降幅度略有减少但行业整体需求下行趋势尚未扭转。二是标的公司所拥有的发光二极管(Light-Emitting Diode,LED)板块正处于周期底部,依据“中国产业信息网”发布的关于 2019 年上半年中国 LED 行业盈利情况的研究报告,2019 年第二季度 LED 行业整体营业收入为 251.50 亿元,同比下降 3.57%,归属于母公司净利润为 3.91 亿元,同比下降了 87%,由于 LED 下游需求疲软,叠加先前各芯片厂大幅扩产导致供给过剩,行业仍处于库存消化阶段,行业整体盈利能力处于下行阶段。三是受宏观经济增速放缓影响,下游家电行业、工业控制行业整体景气度有所回落,应用需求也可能面临增速下行风险。

最后,依据前瞻产业研究院发布的 2019 年中国电源管理芯片行业发展现状的报告,目前国内电源管理芯片公司竞争非常分散,全球电源管理芯片市场主要被海外公司占据,2018 年 TI、Qualcomm 等 5 家海外公司市占率高达全球电源模块行业的 71%,而标的公司 2018 年电源管理芯片销售额为 1.42 亿元,仅占 2018 年全球 250 亿美元市场份额的 0.08% 左右。依据半导体行业观察的报告及业内人士反馈,由于电源管理芯片产业多与终端产业技术配合,电源相关的芯片不容易更换供应商,特别是在大电流、大电压领域如 ADC、DAC 高速转换产品在短期内很难实现技术突破。

综上所述,请说明标的公司在行业整体增速平稳、部分下游领域需求放缓、市占率不高的背景下,存在哪些核心竞争力以实现 40.86% 的高速增长。标的公司是否存在新的应用产品以抵充部分传统应用领域的需求下滑,将采取何种措施迅速提升市占率以实现高业绩承诺。

2. 本次交易的业绩承诺履约保障措施不够充足

公司公告,公司应于交割日起 10 个工作日内向华大半导体、国投高科和叶某某一次性支付股权转让款,且须向业绩承诺股东支付股权转让款的 55%;剩余股权转让款将按照承诺业绩完成情况分期支付。其中,业绩承诺股东包括杨某等 6 名自然人股东,持有标的公司 24% 的股权。而华大半导体(关联方)、国投高科和叶某某持有标的公司 76% 的股权,却未参与业绩承诺。按照前述协议约定,3.6 亿元股权转让款中的 3.2112 亿元将于交割日起 10 个工作日内一次性支付,一旦标的公司未实现业绩承诺,剩余未支付的股权转让款不足以弥补上市公司的损失。虽然本次交易未构成重大资产重组,但考虑本次交易涉及向控股股东购买资产且以收益法估值作为定价基础,投服中心建议公司参考《上市公司重大资产重组管理办法(2019 年修订)》第 35 条关于业绩补偿的规定,将业绩承诺股东范围扩充至标的公司的主要股东以加强业绩承诺履约保障力。

3.《评估报告》过于简单,建议补充披露评估机构出具的评估说明,以便投资者判断交易估值是否合理

上海东洲资产评估有限公司就本次交易出具了《评估报告》(东洲评报字[2019]第 1054 号),标的公司估值 3.60 亿元,较账面净资产 1.03 亿元,增值 249.51%,本次交易采用收益法、市场法评估,最终选择收益法评估结论。但评估报告未披露标的公司未来收益预测数据(如收入、成本费用预测情况等)、盈利预测的分析及判断过程、标的公司与竞争对手的对比分析、折现率数据及数据确定的具体依据、可能面临的市场经营风险,也未披露评估机构关于对标的公司销售成本率、期间费用率、采购销售业务稳定性的必要分析和判断等内容。建议公司补充披露评估机构就本次交易出具的评估说明全文,向广大投资者充分说明评估机构对标的公司估值的合理依据。

案例 9 商赢环球收购港大零售 50.01% 股权

2019 年年底,商赢环球股份有限公司(以下简称商赢环球,股票代码为 600146)公告拟收购港大零售国际控股有限公司(以下简称标的公司,01255. HK) 50.01% 股权。交易对方商赢金融控股有限公司(以下简称商赢金控公司)为公司实际控制人杨某控制,持有标的公司 70.09% 的股权,本次交易构成关联交易。

一、案例简介

(一)上市公司基本情况

商赢环球成立于 1999 年,于 1999 年 7 月在上海证券交易所上市。2019 年 12 月 10 日发布关联交易公告时,商赢环球股价为 14.74 元/股,总股本为 4.7 亿股,总市值 69.28 亿元。商赢环球控股股东是商赢控股集团有限公司,持股比例为 12.94%;实际控制人是杨某及其一致行动人,通过直接或间接持股方式,合计持有商赢环球 23.88% 的股权。

商赢环球属于服装制造业,主要从事纺织服装,集服装研发、设计、生产和销售于一体,主营业务按产品分类,包括布料贸易和成衣销售等,其中成衣产品以少女装、轻熟女装、运动服饰、青少年服饰为主,旗下包括 One World、Live and Let Live、World Unity 及 Unity 等多个女性服装自有品牌和运动潮牌 Active 等,其三年的财务状况和经营成果如表 1-9-1 所示。

表 1-9-1 商赢环球基本财务指标

单位:万元

项目	2018年12月31日	2017年12月31日	2016年12月31日
总资产	227,921.93	420,641.30	395,442.47
总负债	110,059.50	121,950.43	105,044.61
股东权益	117,862.43	298,690.87	290,397.86
项目	2018年	2017年	2016年
营业收入	216,250.21	218,743.33	42,967.22
利润总额	-177,586.26	16,463.86	2976.71
净利润	-183,056.44	12,764.09	3195.63

(二) 标的公司基本情况

标的公司于2013年7月11日在香港联合交易所(以下简称港交所)上市,主要从事时尚鞋类零售等业务,其一年及一期的主要财务数据如表1-9-2所示。

表 1-9-2 港大零售基本财务指标

单位:万元

项目	2019年6月30日	2018年12月31日
总资产	30,771.65	30,471.08
总负债	10,182.86	9712.50
股东权益	20,588.79	20,758.58
项目	2019年截至6月30日	2018年
营业收入	16,898.97	31,497.02
净利润	-277.53	-153.25

(三) 关联交易方案精要

商赢环球拟与商赢金控公司签署《股权转让意向协议》,主要内容为商赢金控公司持有港大零售公司70.09%的股权,公司此次拟受让商赢金控公司所持有的港大零售公司50.01%的股权。因商赢环球实际控制人杨某亦为商赢金控公司的实际控制人,根据《上海证券交易所股票上市规则》,商赢金控公司为公司关联方,本次交易构成关联交易。由于本次交易的交易对价尚未最终确定,是否构成重大资产重组尚存在不确定性。

二、案例分析

(一)行权过程

2019年11月29日,投服中心通过公开发声方式对商赢环球行权:一是质疑公司在标的公司股价虚高时收购实控人资产是否存在利益输送;二是质疑本次收购的必要性;三是要求独立董事充分说明决策依据,同时呼吁中小股东积极行权。商赢环球于2019年12月17日宣布取消本次收购,控股股东将港大零售20%的股权直接赠与公司。

(二)行权内容分析

1. 商赢环球在标的公司股价虚高时收购实控人资产是否存在利益输送

商赢环球公告,本次交易的转让价格由交易双方依据标的公司2019年11月6日在港交所的收盘价为基准进行磋商确定,拟转让股份数为107,021,140股。依据Wind发布的数据,标的公司11月6日的收盘价为每股8.46港元,以此计算本次交易价格约9.05亿港元。依据标的公司在港交所的历史公告,2017年1月实际控制人杨某以每股4.00港元价格收购标的公司58.41%股权,成为标的公司控股股东;2018年3月1日标的公司曾以每股3.98港元的价格完成配售1400万股,且标的公司2017年至2018年的历史股价一直稳定在2.02港元至4.09港元。然而,2019年起标的公司股价突然大幅攀升,从2018年12月31日收盘价的2.35港元上升至2019年4月18日收盘价的13.00港元,股价涨幅约为453.2%。2019年9月27日,香港证监会对标的公司股价大幅波动发出特别公告,提示投资者由于标的公司股权高度集中,即使少量股份成交也可能引发股价大幅波动,建议投资者买卖该股票时审慎行事。同时,2019年9月15日,中国香港特别行政区Webb-site机构也曾对标的公司的股价泡沫发出预警报告,提示投资者避免持有该股票。截至2019年11月26日,标的公司的股价已下跌至每股4.60港元,低于11月6日收盘价8.46港元的价格约45.63%。

标的公司于2013年7月11日在港交所上市,主要从事时尚鞋类零售等业务。投服中心以2019年11月6日收盘价、2018年年报数据作为基础数据,将标的公司的估值水平与港交所上市的鞋类企业进行了比对,发现标的公司的市净率、市销率

均远高于同行业其他企业,存在估值偏高状况(见表1-9-3,由于标的公司自2015年至2019年净利润持续为负,未就市盈率进行比对)。投服中心建议公司说明在标的公司股价虚高、估值水平明显偏高的情况下向实控人购买持续亏损的标的资产是否存在利益输送。

表1-9-3 港交所上市的鞋类企业对比

单位:%

行业分类	股票代码	公司名称	市净率	市销率
鞋类行业	00210. HK	达芙妮国际	0.14	0.06
	00551. HK	裕元集团	1.11	0.47
	00676. HK	创信国际	1.12	1.92
	00738. HK	莱尔斯丹	0.35	0.46
	01028. HK	千百度	0.30	0.17
	01121. HK	宝峰时尚	1.83	3.46
	01170. HK	信星集团	0.67	0.67
	01361. HK	361度	0.51	0.56
	01368. HK	特步国际	1.91	1.59
	01836. HK	九兴控股	1.48	0.88
	08187. HK	积木集团	5.27	0.96
	01255. HK	港大零售	8.24	5.04

资料来源:Wind。

2. 商赢环球财务状况堪忧、历史多数收购项目均失败,本次收购是否必要

商赢环球原名大元股份,是一家以石油炼化为主营业务的上市公司,2016年收购环球星光后公司主营业务变更为纺织服装、服饰的研发、生产和销售。近年来,公司快速并购扩张,不断收购海外品牌或资产,但对外投资项目却屡屡失败导致公司财务状况堪忧。2017年至2019年第三季度公司扣非后归母净利润分别为-5698.46万元、-20.55亿元及-2.84亿元,同比下降318.45%、3507.09%及371.44%;公司2018年及2019年第三季度经营活动产生的现金流量净额分别为-4.09亿元及-1.54亿元;截至2019年第三季度,公司货币资金仅3679.01万元,流动负债占总负债的比例高达94.46%。

一是历史并购标的无法实现承诺业绩、收购后业绩呈现断崖式下滑。例如,环

球星光2016年10月至2018年10月累计实现扣非后净利润-7.69亿元,业绩承诺完成率为-77.34%,与两年期间业绩承诺额相差17.64亿元;2017年8月公司通过环球星光下属企业DAI Holdings LLC收购DAI等经营性资产包,收购完成后DAI Holdings LLC 2018年营业利润出现亏损;2018年5月公司通过环球星光下属企业Active Holdings LLC收购ASLUSA和ARS拥有的经营性资产包,收购完成后当年Active Holdings LLC即出现业绩下滑。

二是商赢环球大幅计提商誉减值。2016年商赢环球收购环球星光时形成13.71亿元商誉,2018年年终商赢环球对环球星光计提商誉减值12.75亿元;同时,2018年年终对DAI Holdings LLC及Active Holdings LLC计提商誉减值合计1962.48万美元,即收购当年或次年就对收购时形成的商誉全部计提减值。

三是商赢环球尚未收回业绩补偿款、终止交易的重组定金、预付房款,存在无法全额收回的风险。依据商赢环球发布的公告,业绩承诺补偿人罗某某、杨某尚未向商赢环球履行17.64亿元的业绩承诺补偿义务(商赢环球仅收回业绩补偿款4.70亿元),且业绩补偿人近期拟变更业绩承诺补偿方式及金额。2019年5月商赢环球终止Kellwood重大资产重组项目,但尚未收回交易对方应返还的定金3050.87万美元。2019年7月商赢盛世电商终止购买杭州昆润开发建设的房产,尚未收回1.93亿元预付购房款,前述款项存在无法全额收回的风险。

四是担保义务的履行、尚未完成的收购项目将进一步影响公司财务状况。2019年7月2日,商赢环球公告拟以人民币4.35亿元全现金方式收购主营母婴产品线上线下销售的日砾科技100%股权,尚未披露进一步的交易进展。2019年10月15日,商赢环球披露汇丰银行要求公司作为担保方为环球星光及下属公司2.76亿元借款承担担保义务、立即偿付债务。而本次收购将花费公司约9.05亿港元,若以债务融资方式筹集,将进一步加重商赢环球的偿债压力。投服中心建议商赢环球说明在财务状况堪忧、货币资金有限、短期偿债压力大、尚有大额补偿款及预付款未收回、历史收购项目多次失败的背景下,再次花费约9.00亿港元向实控人购买持续亏损的标的资产是否必要,本次交易对商赢环球提高公司资产质量和经营业绩有何帮助。

3. 独立董事应充分说明决策依据

依据交易公告,本次收购已通过董事会决议,独立董事谢某某、陈某某、尧某

某、曹某发表意见认为本次交易有利于提高商赢环球可持续发展能力,增加未来投资收益,符合商赢环球长远发展需求,不存在损害公司及中小股东利益的情形。投服中心建议商赢环球进一步说明独立董事对本次交易决策的合理依据,是否对标的公司及所在行业等情况进行了详细研究,是否充分了解了标的公司的实际经营状况及可能存在的潜在风险,是否对本次交易定价涉嫌利益输送问题进行了审慎决策,是否勤勉尽责地履行了独立董事应尽的监督义务,请公司详细披露了独立董事的研究过程及所查阅的相关资料。

案例 10 平治信息支付现金收购 深圳兆能 51% 股权

2019 年 3 月 5 日,杭州平治信息技术股份有限公司(以下简称平治信息,股票代码为 300571)披露了《关于现金收购深圳市兆能讯通科技有限公司 51% 股权暨关联交易的公告》(以下简称《平治信息收购公告》),拟以 11,122.40 万元现金收购其实际控制人郭某、张某持有的深圳市兆能讯通科技有限公司(以下简称深圳兆能)51% 的股权。

一、案例简介

(一)上市公司基本情况

平治信息成立于 2002 年,于 2016 年 12 月在深圳证券交易所创业板上市交易。发布《平治信息收购公告》时,平治信息股价为 56.45 元/股,总股本为 69,943,000 股,总市值 39.48 亿元。平治信息的实际控制人是郭某、张某,其通过直接或间接持股方式,合计持有平治信息 42.41% 的股权。

平治信息属于互联网服务业,主营业务为数字阅读,通过个人计算机、智能手机、平板电脑、电子阅读器、车载、可穿戴设备等阅读载体为用户提供高品质数字阅读服务,其三年的财务状况和经营成果如表 1-10-1 所示。

表 1-10-1 平治信息基本财务指标

单位:万元

项目	2018 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日
总资产	90,959.00	71,559.93	34,588.07
总负债	34,135.57	35,493.13	9565.66

续表

项目	2018年12月31日	2017年12月31日	2016年12月31日
股东权益	56,823.43	36,066.80	25,022.40
项目	2018年	2017年	2016年
营业收入	86,194.99	90,995.05	46,901.77
利润总额	26,340.88	13,896.77	6093.38
净利润	22,167.74	10,602.71	4830.96

(二) 标的公司基本情况

深圳兆能从事宽带网络终端设备、通信网络设备、移动通信网络优化设备等的研发、生产、销售和服务,主营智慧家庭网关(Gigabit-Capable Passive Optical Networks, GPON)、IPTV/OTT终端、智能监控设备、mesh路由器、电力猫、安全路由器、智能门锁、dtu、教育机器人等产品。其一年的主要财务数据如表1-10-2所示。

表 1-10-2 深圳兆能基本财务指标

单位:万元

项目	2018年12月31日
资产总额	34,096.16
负债总额	32,400.63
所有者权益	1695.54
应收票据及应收账款	24,415.60
项目	2018年
营业收入	32,787.48
净利润	-468.28
经营活动产生的现金流量净额	-22,144.02

(三) 收购时重组方案

平治信息与深圳兆能的股东共青城君源文通投资管理合伙企业(有限合伙)、张某于2019年3月4日签署了附条件生效的《股权转让协议》,拟收购深圳兆能51%的股权。平治信息实际控制人张某在深圳兆能担任法定代表人、执行董事及总经理;平治信息实际控制人郭某为深圳兆能的控股股东共青城君源文通投资管理合伙企业(有限合伙)的实际控制人,本次交易构成关联交易。

1. 估值及交易对价情况

以2018年12月31日为评估基准日,以收益法的结果作为评估结论,深圳兆能

股东全部权益的价值为 22,500.00 万元,评估增值 20,804.46 万元,增值率为 1227.01%。依据评估结果、根据实缴出资情况进行相应调整并经交易各方协商确定,深圳兆能 51% 股权的总对价为 11,122.40 万元。

2. 业绩承诺与补偿

转让方承诺,深圳兆能 2019 年、2020 年、2021 年内实现的经审计的合并报表中扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润(以下简称净利润)分别不低于 2850 万元、3750 万元及 4320 万元。若深圳兆能在业绩承诺期间内实际实现的净利润未能达到当年承诺净利润,交易对方以现金方式向上市公司进行补偿,具体计算公式为:

$$\text{当期应补偿金额} = (\text{截至当期期末累积承诺净利润数} - \text{截至当期期末累积实现净利润数}) \times \text{转让股权比例} - \text{累积已补偿金额}$$

转让方在业绩承诺期间内累计补偿金额不超过在本次股权转让中取得的对价款总额。

二、案例分析

(一) 行权过程

鉴于平治信息将于 2019 年 3 月 21 日召开临时股东大会审议此收购事项,但收购方案对深圳兆能的情况披露得较为简单,投资者信息获取不充分,无法作出理性判断。作为保护投资者权益的公益机构及平治信息的小股东,投服中心于 3 月 12 日公开发声,对深圳兆能未来经营的可持续性、高溢价收购是否涉及利益输送等进行问询,并呼吁中小股东积极行使股东权利。对上述疑问,投服中心同时采取了网上行权方式,通过“中国投资者网”和深圳证券交易所“互动易”平台向平治信息提问,希望平治信息能在临时股东大会召开前详细回复疑问,解答广大中小投资者的疑惑。

(二) 行权内容分析

1. 深圳兆能如何扭亏为盈并实现业绩高增长

深圳兆能成立于 2014 年 11 月,从事宽带网络终端设备业务,主要产品包括机

顶盒、网关、IPTV/OTT 系统,其 2018 年营业收入为 3.28 亿元、净利润为 -468.28 万元、经营活动产生的现金流量净额为 -2.21 亿元,尚未披露 2015 ~ 2017 年的经营业绩。但交易对方承诺深圳兆能 2019 ~ 2021 年扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润分别不低于 2850 万元、3750 万元及 4320 万元。在深圳兆能成立时间较短、2018 年经营亏损的情况下,如何实现收购后的持续盈利、业绩上涨。

根据相关行业研究报告,通信设备制造行业属于充分竞争的行业,通信运营商在集采过程中占据主导地位,对行业内提供通信设备的企业资质遴选较为严格,竞争力较强的综合供应商相对稳定,该类供应商大多发展起步早、技术水平较同行业领先。而深圳兆能的规模相对较小,其专利和软件著作权基本均与机顶盒相关,能够提供的产品和技术支持能力相对有限。随着 5G 技术的普及,通信运营商对产品质量、标准等方面的要求也将不断提高。在此竞争格局下,深圳兆能如何获取订单,以实现业绩承诺。为了考核产品销售的质量,在承诺补偿方案中是否应该增加除三大通信运营商之外的其他销售客户应收账款坏账率约束指标。

深圳兆能 2018 年年末应收账款余额为 2.34 亿元,占总资产的 71.34%,按照通信运营商的结算方式,回款周期较长,在此情况下,深圳兆能是否具有足够的资金来支持研发、运营需进一步说明。

2. 高溢价收购是否涉嫌向实际控制人进行利益输送

深圳兆能 2018 年年末净资产为 1695.54 万元,按收益法估值为 2.25 亿元,评估增值 12.27 倍,市净率为 13.27 倍。而同行业的天邑股份、中兴通讯、烽火通信、日海智能、光迅科技、新海宜、三维通信、共进股份等上市公司,最近一季度财务报告显示市净率均为 1.48 ~ 6.24 倍,平均值为 4.01 倍,深圳兆能估值远高于同行业的上市公司。

同时,按照收购的业绩承诺及补偿方案,如果深圳兆能未实现承诺的净利润,交易对方累计补偿金额 = (承诺净利润 - 实现净利润) × 51%,假设深圳兆能 2019 年至 2021 年净利润为 0 元,交易对方向上市公司补偿 5569.20 万元,仅为交易对价的一半,在业绩承诺及补偿方案的设计上,对上市公司明显不利。

3. 评估机构是否勤勉尽责

银信资产评估有限公司为深圳兆能出具了资产评估报告,但评估报告存在信息不一致及不全面的情况。一是评估报告和《平治信息收购公告》中使用的深圳兆

能财务数据均来自经审计的2018年年度会计报表,但二者披露的总资产、所有者权益、净利润等数据存在差异。例如,评估报告中载明所有者权益为1836.72万元,而《平治信息收购公告》中披露为1695.54万元。二是评估报告中使用两种方法进行估值,在采用资产基础法时,披露深圳兆能的所有者权益为1836.72万元;在采用收益法时,用以计算估值的所有者权益却为1695.54万元,前后矛盾。三是收益法评估中只载明了评估原理,并未披露营业收入、净利润、企业自由现金流等决定估值高低的具体盈利预测数据,投资者无法知晓深圳兆能获取高估值的测算路径。投服中心认为,评估工作应当细致、谨慎,评估报告披露应充分、严谨,评估机构应勤勉、尽责,否则何谈维护上市公司及投资者权益。

4. 中小股东应积极行权

平治信息此次收购不构成重大资产重组,不涉及发行股份,因此不需要证券监管部门的批准,只需股东大会审议通过即可实施。平治信息将于2019年3月21日召开临时股东大会审议此事项,控股股东郭某及一致行动人(合计持股42.41%)需回避表决,其余出席会议的股东所持表决权的2/3以上同意则议案通过(属于平治信息股东大会特别决议事项)。投服中心呼吁平治信息的股东们以现场或网络方式积极参会,理性行权。

案例 11 太龙药业出售河洛太龙股权

2019年3月30日,河南太龙药业股份有限公司(以下简称太龙药业,股票代码为600222)公告拟以1.25亿元向控股股东郑州众生实业集团有限公司(以下简称众生集团)转让全资子公司河南河洛太龙制药有限公司(以下简称河洛太龙或标的公司)100%的股权。

一、案例简介

(一)上市公司基本情况

太龙药业成立于1998年,于1999年8月13日在上海证券交易所主板上市交易。在发布出售公告前,太龙药业股价为5.66元/股,总股本为573,886,283股,总市值213.55亿元,在本次交易前,太龙药业控股股东为郑州众生实业集团有限公司,持股比例为23.08%。

太龙药业属于医药制造业,主营业务为药品制剂业务、中药饮片业务、药品研发服务和药品药材流通业务,其三年的财务状况和经营成果如表1-11-1所示。

表 1-11-1 太龙药业基本财务指标

单位:万元

项目	2018年12月31日	2017年12月31日	2016年12月31日
总资产	283,534.24	280,817.67	265,082.70
总负债	144,413.77	129,993.22	115,086.05
股东权益	139,120.48	150,824.45	149,996.65

续表

项目	2018年	2017年	2016年
营业收入	119,479.43	116,839.05	95,330.65
利润总额	-11,534.07	1050.22	1041.23
净利润	-11,545.81	736.80	185.33

(二) 标的公司基本情况

在本次交易中,购买河洛太龙100%股权的交易对方为太龙药业控股股东众生集团。

标的公司于2015年10月9日成立,在本次交易前,太龙药业持有标的公司100%的股权。

在本次交易完成后,河洛太龙将不再纳入太龙药业合并报表范围,交易前河洛太龙一年及一期的财务状况和经营成果如表1-11-2所示。

表1-11-2 河洛太龙基本财务指标

单位:万元

项目	2019年2月28日	2018年12月31日
总资产	12,088.53	12,211.20
总负债	79.73	31,991.64
股东权益	12,008.80	-19,780.44
项目	2019年1~2月	2018年
营业收入	16.33	78.96
利润总额	-140.76	-15,478.19
净利润	-140.76	-15,478.19

(三) 交易方案精要

1. 交易估值

本次交易采用资产基础法进行评估,评估基准日为2019年2月28日,标的公司全部权益评估价值为12,441.78万元,增值额为432.98万元,增值率为3.61%。双方经协商约定,本次股权转让对价为12,500万元。

2. 本次交易对上市公司的影响

2018年12月标的公司《药品生产许可证》注销,截至2019年2月末累计亏损高达24,921.2万元,每年对太龙药业的净利润均产生较大的不利影响。本次将标的公司股权转让有助于上市公司资产结构优化,有助于上市公司集中资源、技术、

资金和管理优势,着力打造医药主业升级版,实现公司持续健康发展,维护全体股东利益。

二、案例分析

(一)行权过程

2019年4月14日,投服中心以公开发声的方式对太龙药业本次出售交易提出三方面疑问:一是本次交易标的公司资产评估报告中遗漏重要信息,资产评估机构是否勤勉尽责;二是标的公司长期全面停产,太龙药业向其提供的3.193亿元借款用于何处;三是太龙药业以债转股对标的公司增资后马上将标的公司转让至控股股东的安排是否有损上市公司及广大投资者利益。公开发声后,上市公司董秘前往投服中心对相关问题进行了答疑,并在上海证券交易所的“e互动”平台详细回复了投服中心的问题。

(二)行权内容分析

1. 标的公司资产评估报告遗漏重要信息,资产评估机构是否勤勉尽责

北京国融兴华资产评估有限责任公司为本次交易出具的标的公司评估报告(国融兴华评报字[2019]第040006号)披露,本次评估以2019年2月28日为评估基准日,标的公司注册登记情况为注册资本人民币5000万元,历史沿革部分中未提及标的公司注册资本历次变更的情况。然而,2019年2月21日太龙药业公告已完成向标的公司债转股增资的工商变更登记手续,标的公司取得新的营业执照。国家企业信用信息公示系统也显示,标的公司的注册资本、认缴及实缴出资额于2019年2月20日由5000万元变更至3.693亿元。标的公司的注册资本及其变更情况作为被评估对象最基本的信息,资产评估机构不应遗漏重要信息或出现错误。同时,评估报告中第21页关于出具专项审计的会计师事务所的名称也出现错误。请评估机构说明在出具本次评估报告过程中是否勤勉尽责,是否履行了应有的执业规程。《证券法》等法律法规明确规定:审计、评估机构从事证券业务要严格履行对相关文件资料的核查和验证义务,所制作、出具的报告不得有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。投服中心呼吁评估机构应勤勉尽责、审慎执业,对评估报告的准确性、真实性、完整性负责,不断提升服务资本市场的水平。

2. 关联方是否利用关联交易违规占用上市公司资金

(1) 标的公司长期全面停产,太龙药业向其提供的 3.193 亿元借款用于何处。太龙药业公告:“由于大输液市场竞争激烈、招标价格持续走低及国家限制医院输液等因素,标的公司于 2015 年 1 月停产至今,原有厂房设备等均处于长期闲置状态,原有的生产、检验人员基本流失或内部转岗。”2017 年至 2019 年 1~2 月,标的公司的净利润分别为 -4077.81 万元、-1.548 亿元以及 -140.76 万元。太龙药业控股股东及其关联方占用资金情况的专项说明显示,太龙药业 2015~2018 年分别向标的公司提供借款 3.29 亿元、3.14 亿元、2.59 亿元、877.26 万元。截至 2018 年 12 月 31 日,除去已偿还部分,太龙药业向标的公司提供借款余额为 3.193 亿元。在全面停产期间,标的公司既未发生大型固定资产投资,也不存在重大项目投资、研发支出,更不会产生经营亏损,且审计报告披露的员工工资等管理费用以及财务费用金额也不高,请说明标的公司停产期间除固定资产折旧外发生了哪些费用;标的公司的大额亏损情况是如何产生的;标的公司将上市公司提供的 3.193 亿元借款用于哪些方面;为何在全面停产期间还发生如此大额支出;上市公司连续几年持续向全面停产的标的公司提供高额借款是否有损上市公司利益;全体董监高、独立董事是否严格履行了勤勉尽责义务。

(2) 太龙药业以债转股对标的公司增资后马上将标的公司转让至控股股东的安排是否有损上市公司及广大投资者利益。太龙药业公告称:“2018 年 12 月标的公司《药品生产许可证》被注销,已无法继续开展药品生产活动,而且受周边环保标准提升、区域规划改变的影响,所处地块已不适宜从事大规模工业化生产,期末资产发生大额减值,资不抵债。”2018 年报披露太龙药业对标的公司的长期股权投资计提减值准备 5000 万(全部初始投资)。2019 年 1 月 26 日,太龙药业同意以对标的公司 3.193 亿元的债权转换为等额股权投资,对标的公司增资 3.193 亿元,增资后太龙药业对标的公司的债权清零。2 个月后上市公司拟将标的公司全部股权以 1.25 亿元转让至控股股东。上市公司公告称:“本次转让价格高于标的公司账面净资产,预计确认转让收益 500 万~700 万元,本次交易可以帮助上市公司剥离亏损资产,有利于上市公司健康持续发展。”但事实上,上市公司以债转股向标的公司增资实际豁免了标的公司 3.193 亿元的债务,对已全部计提减值准备、不具备持续盈利能力、资不抵债的全资子公司增资不具有任何投资价值,即便以 1.25 亿元价格将

全部股权转让至控股股东,上市公司仍然损失了 1.943 亿元。这样的关联交易直接侵害了上市公司的利益,也损害了广大投资者的合法权益。请太龙药业说明以债转股对标的公司增资,又急于出售给控股股东的安排是出于何种考虑;是否存在利益输送行为。

案例 12 八菱科技支付现金收购弘润天源

2019 年 4 月 20 日,南宁八菱科技股份有限公司(以下简称八菱科技,股票代码为 002592)公告了《关于支付现金收购北京弘润天源基因生物技术有限公司 51% 股权暨关联交易的公告》(以下简称《八菱科技收购公告》),拟以现金方式购买北京弘润天源基因生物技术有限公司(以下简称弘润天源或标的公司)51% 的股权。

一、案例简介

(一)上市公司基本情况

八菱科技成立于 2001 年,于 2011 年 11 月 11 日在深圳证券交易所中小板上市交易。发布《八菱科技收购公告》时,八菱科技股价为 31.75 元/股,总股本为 283,331,157 股,总市值约 89.96 亿元,本次收购为现金收购不会改变八菱科技股权结构。

八菱科技是一家致力于提供汽车热管理方案且具有自主设计、自主创新能力的高新技术企业,主要从事汽车热交换器、保险杠等汽车零部件产品的研发、生产和销售,主要产品包括散热器、中冷器、油冷器、冷凝器、空气调节系统(Heating, Ventilation and Air Conditioning, HVAC)、保险杠等。公司产品广泛应用于传统燃油汽车、新能源汽车、工程机械、农用机械、发电机组、国防装备、计算机等热交换领域。公司主要市场是国内汽车整车厂商,并服务于整车配套市场。公司也涉足新材料、游戏和文化业务及其他新型产业,积极布局多元化发展战略,其三年的财务状况和经营成果如表 1-12-1 所示。

表 1-12-1 八菱科技基本财务指标

单位:万元

项目	2018 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日
总资产	239,707.06	257,473.91	247,266.08
总负债	53,600.20	43,833.77	40,033.09
股东权益	186,106.86	213,640.15	207,232.99
项目	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入	71,008.35	77,461.37	87,839.65
利润总额	1538.20	15,053.65	14,422.07
净利润	720.73	13,504.23	12,852.72

(二) 标的公司基本情况

在本次收购交易中,购买标的公司 51% 股权的交易对方为莒南恒鑫企业管理咨询中心(有限合伙)(以下简称莒南恒鑫)、莒南弘润企业管理咨询中心(有限合伙)(以下简称莒南弘润)、金运实业集团有限公司(以下简称金运实业)、刘某甲、刘某乙,其中,莒南恒鑫、莒南弘润的实际控制人为王某某女士、金某某先生(王某某女士之子)。本收购为现金收购不改变八菱科技的股权结构。

(三) 本次收购事项精要

标的公司是一家致力于细胞技术研发、临床转化研究以及健康管理服务的生物高新技术企业,其主营业务是为医疗、科研及美容等机构客户提供细胞分离、检测、培养以及与细胞技术有关的委托研究和服务等;同时利用先进的细胞生物技术平台为高净值客户提供细胞储存以及个性化的健康管理服务,达到科学预防疾病、延缓衰老、提高生活质量等目的。

1. 购买资产的评估与定价

交易评估最终选取收益法的结果作为评估结论,即弘润天源股东全部权益价值为 178,000.00 万元。各方参考该评估价值,确定标的公司的估值为 178,000.00 万元。依据评估结果,根据市场情况,经交易各方协商一致,本次交易的总对价为 90,775.32 万元。

2. 管理权安排

鉴于本次收购完成后标的公司将成为公司的控股子公司,各方一致同意,自股权转让办理完毕工商变更登记手续之后 15 日内,各方应一致同意通过标的公司股

股东会决议方式修改公司章程,并重新选举公司董事会成员、监事会成员;各方确认,公司董事会由5人组成,其中,八菱科技推举3人,公司监事人选由八菱科技推举。协议各方应在前述股东会决议中依据协议约定投票表决。

3. 业绩承诺

王某某承诺,自协议生效后,标的公司未来三年(2019~2021年)经营性净利润总额不低于人民币6亿元。若标的公司未能达到前述经营性净利润总额承诺的(以标的公司2019年至2021年经八菱科技同意的具有证券从业资质的审计机构出具的审计报告数据为准且该等审计报告应为标准审计报告),八菱科技应于前述事项发生后60天内,书面通知王某某,王某某应在收到八菱科技书面通知后60日内,按照补偿额 $=[(人民币6亿元 - 实际3年经营性净利润总额) \times 17.8 \div 6 \times 51\%]$ 向八菱科技进行补偿。

4. 资产置换安排

为解决标的公司资金占用及资产瑕疵问题,2019年1月19日,标的公司与王某某、金某某和相某某签署了《资产置换协议》,根据该协议的约定,标的公司将截至2018年12月31日的其他应收款账面余额人民币314,814,644.86元债权、在建工程账面余额人民币36,537,033.96元以及长期待摊费用账面价值人民币127,638,877.36元的健康中心作为置出资产向王某某、金某某及相某某置入位于大兴区半壁店绿茵花园别墅的7处房地产。

二、案例分析

(一) 行权过程

2019年4月28日,投服中心公开发声质疑八菱科技收购弘润天源股权事宜。

(二) 行权内容分析

1. 标的公司经营模式存在影响其持续盈利的风险

标的公司主要客户是从美容院等主体营销产生的高端个人消费者,前五大客户收入占当期营业收入的比例为1%左右,主要通过终端直销和渠道经销的方式向个人客户推广产品和服务。健康管理服务为标的公司营业收入的主要来源,占比达80%以上,个人客户接受该类服务周期在7天或30天以内,标的公司基本无较

大金额的在手订单,其经营依赖于直销店及经销商持续不断的营销和客户导入。标的公司 2018 年 61.74% 的营业收入源于与实控人王某某控制的相关主体之间的关联交易,且标的公司既往经营中存在通过实控人控制的关联方导入客户并代收款项的情形。标的公司营业收入及盈利水平存在受关联方影响或调节的可能,进而影响其持续盈利能力。

标的公司高管、销售主管、行政管理人员等核心员工开展经营活动时因涉嫌诈骗于 2018 年 9 月被北京市海淀区公安局带离协助调查,上述人员之后被刑事拘留,后转为取保候审。标的公司相关人员涉案的原因为何,涉嫌诈骗的行为是否与其向个人客户推介的细胞技术服务和健康管理服务相关,若标的公司相关人员的展业行为违反国家法律法规相关规定,上市公司此次收购面临哪些风险。

2. 标的公司业绩波动较大,持续盈利能力存在重大不确定性

根据公开信息,标的公司经营的简要信息如表 1-12-2 所示。

表 1-12-2 弘润天源经营简要信息

指标	2015 年	2016 年上半年	2017 年	2018 年	2018 年第四季度
营业收入	0.84 亿元	0.48 亿元	3.38 亿元	2.90 亿元	2705.27 万元
净利润	0.41 亿元	0.14 亿元	2.10 亿元	1.56 亿元	-1342.59 万元
毛利率	87.55%	89.88%	—	89.33%	—

2017 年标的公司全年的营业收入及净利润较 2015 年及 2016 年上半年出现数倍增长,而同时期同行业上市公司细胞服务相关业务均未出现类似大幅增长,如中源协和(股票代码为 600645)细胞检测制备及存储业务、基因检测业务、细胞培养业务及免疫细胞业务营业收入增长比例分别为 16.89%、32.40%、102.87% 及 26.91%,冠昊生物(股票代码为 300238)细胞技术服务业务营业收入增长 -9.23%,标的公司平均 89.00% 左右的毛利率,也远高于上述同行业上市公司约 60.74% 的平均水平,标的公司此种高增长高毛利发展模式能否持续直接影响其市场价值。

上市公司此次收购价格较标的公司账面净资产增值 2.16 倍,如此高估值一个基本前提就是,标的公司 2019~2021 年营业收入分别达到 3.01 亿元、3.72 亿元、4.15 亿元,净利润分别达到 1.6 亿元、2.08 亿元、2.34 亿元。而标的公司 2018 年全年营业收入及净利润较上年下降了 14.20% 及 25.71%,其中第四季度亏损 1342.59 万元,上述情况表明其经营业绩波动较大。标的公司于 2019 年 2 月终止了与占其

销售总额 23.25% 的经销商之间的合作,这必将影响其 2019 年及未来一定时期内的盈利能力。

综上所述,以上种种迹象表明,标的公司承诺未来 3 年线性高增长的盈利预测的可实现性存疑,以此为基础作出的高估值更值得商榷。上市公司以此估值收购标的公司 51% 的股权是否充分考虑了上市公司及广大投资者的利益,值得上市公司及广大投资者思考。

案例 13 宏达新材支付现金购买上海观峰

2019年9月9日,上海宏达新材料股份有限公司(以下简称宏达新材,股票代码为002211)公告了《关于现金收购上海观峰信息科技有限公司100%股权暨关联交易的公告》(以下简称《宏达新材公告》),拟以支付现金方式购买上海观峰信息科技有限公司(以下简称上海观峰或标的公司)100%的股权。

一、案例简介

(一)上市公司基本情况

宏达新材成立于2002年,于2008年2月1日在深圳证券交易所中小板上市交易。发布《宏达新材公告》时,宏达新材股价为6.44元/股,总股本为432,475,779股,总市值27.85亿元。在本次交易前,宏达新材控股股东为上海鸿孜企业发展有限公司,持股比例为28.23%。

宏达新材属于硅橡胶行业,主营业务为高温硅橡胶材料,客户对象为生产硅橡胶制品的国内外客户。公司生产的硅橡胶材料主要应用于以下硅橡胶制品:各种按键;电线电缆;电力、电气、家用电器的密封件;交通运输上的绝缘、防潮、耐气候、耐老化件;食品、医疗、卫生方面的无毒、耐高低温及生理惰性制品;汽车领域的耐高温绝缘零件(如汽车火花塞、高压帽、电线、前大灯耐热密封垫、汽车耐热胶管)。宏达新材三年及一期的财务状况和经营成果如表1-13-1所示。

表 1-13-1 宏达新材基本财务指标

单位:万元

项目	2019年6月30日	2018年12月31日	2017年12月31日	2016年12月31日
总资产	116,621.51	118,249.85	119,329.89	106,779.05
总负债	37,087.08	38,807.88	36,695.80	26,387.56
股东权益	79,534.42	79,441.97	82,634.10	80,391.49
项目	2019年1~6月	2018年	2017年	2016年
营业收入	41,883.99	108,012.73	94,503.01	68,281.17
利润总额	1031.81	1215.76	2509.20	1145.24
净利润	92.45	1273.99	2402.54	1182.45

(二)标的公司基本情况

在本次交易中,购买上海观峰 100% 股权的交易对方为宁波梅山保税港区骥勤投资有限公司(以下简称宁波骥勤)和江苏卓睿控股有限公司(以下简称江苏卓睿)。上海观峰于 2018 年 4 月 19 日在上海成立,股权结构如表 1-13-2 所示。

表 1-13-2 上海观峰股权结构

股东名称	认缴出资额(万元)	出资比例(%)
宁波骥勤	4750	95.00
江苏卓睿	250	5.00

上海观峰主营业务是印制电路板加工,主要产品为无线图像传输系统、特种通信系统等高科技系统的集成电路板,涉及领域包括网关及编解码通信安全,射频发射及接收器等。公司拥有 3 条生产线用于集成电路板的贴片生产,拥有自动存储柜、全自动锡膏印刷机、3D 锡膏检测仪(Serial Peripheral Interface, SPI)、全自动高速贴片机、全自动泛用贴片机等先进设备。上海观峰一年及一期经审计的主要财务指标如表 1-13-3 所示。

表 1-13-3 上海观峰主要财务数据

单位:万元

项目	2019年4月30日	2018年12月31日
总资产	5163.23	4487.03
总负债	2764.06	2258.69
股东权益	2399.17	2228.34

续表

项目	2019年1~4月	2018年
营业收入	1119.73	413.84
净利润	170.83	-271.66
经营活动产生的现金流量净额	634.90	-352.73

(三) 支付现金购买资产暨关联交易方案精要

在本次关联交易中,宏达新材拟以支付现金方式收购上海观峰 100% 的股权。

1. 估值及交易作价

本次交易采用资产基础法和收益法进行评估,评估基准日为 2019 年 4 月 30 日。资产基础法下被评估单位股东权益账面价值为 2399.17 万元,评估值 2512.63 万元,评估增值额 113.47 万元,增值率 4.73%。收益法下被评估单位股东权益账面价值为 2399.17 万元,评估值 20,000 万元,评估增值 17,600.83 万元,增值率 733.62%。评估机构最终选用收益法评估结果作为上海观峰股东全部权益价值的最终评估结论。

截至 2019 年 4 月 30 日,上海观峰注册资本 5000 万元,其中,宁波骥勤认缴 4750 万元,已实缴 2375 万元;江苏卓睿认缴 250 万元,已实缴 125 万元。在评估基准日期后,本次交易对方宁波骥勤和江苏卓睿于 2019 年 5 月 23 日向上海观峰实缴出资 2500 万元(其中,宁波骥勤实缴 2375 万元,江苏卓睿实缴 125 万元,共计 2500 万元)。因此,在上海观峰 100% 股权评估值的基础上,结合交易对方评估基准日后实缴出资情况,并经由交易各方协商确定上海观峰 100% 股权的交易对价为 22,500 万元。

2. 支付方式

本次交易的支付方式为现金支付,不涉及发行股份购买资产。

3. 业绩承诺及补偿

本次交易中的业绩承诺方为宁波骥勤和江苏卓睿,业绩承诺方承诺:2019 年、2020 年、2021 年(如果交易未能在 2019 年实施完毕,业绩承诺期相应顺延为交易实施完毕当年及其后 2 个会计年度),标的公司实现的扣非后归母净利润分别不低于 900 万元、1950 万元和 2300 万元。如未能完成业绩承诺,宁波骥勤、江苏卓睿将依约对上市公司进行补偿。

二、案例分析

(一)行权过程

2019年9月23日,投服中心通过公开发声,就本次交易业绩承诺可实现性、评估中的盈利预测依据、上海观峰具体业务情况和盈利模式提出质询,希望宏达新材能对本次交易中存在的疑问在临时股东大会召开前向广大投资者充分释疑。

(二)行权内容分析

1. 本次交易业绩承诺能否实现

标的公司所从事的印制电路板加工业务侧重于电路板集成(Printed Circuit Board Assembly,PCBA)行业,在电子电路行业链条中,相对处于电子制造服务(Electronic Manufacturing Services,EMS)企业的上游,印制电路板(Printed Circuit Board,PCB)企业的下游。本次交易业绩承诺期为2019~2021年,承诺净利润分别不低于900万元、1950万元及2300万元,复合增长率达59.86%。市场调研机构New Venture Research研究报告显示,2018年全球电子制造服务市场规模4600亿美元,预计到2022年,全球电子制造服务市场规模将达到6748亿美元,复合增长率约10%。行业研究机构Prismark统计结果显示,2018年全球PCB产值约623.96亿美元,同比增长约6%,2018年中国PCB产值约327.02亿美元,同比增长约10%。Prismark预计未来全球PCB行业呈缓慢增长的态势,2018~2023年全球PCB产值复合增长率约为3.7%,中国PCB产值复合增长率约为4.4%。目前,国内PCBA行业内企业数量较多,竞争较为激烈。标的公司所承诺的净利润增速远远超过行业发展速度,请说明面对竞争激烈的市场,标的公司计划如何实现远超行业水平的增长速度。

根据中国报告网相关研究报告,客户积累、技术水平及资金实力是影响PCBA企业市场竞争力的关键因素。而标的公司成立于2018年4月,成立时间短,盈利规模较小,若要实现承诺期内业绩高增长,需要在短期内迅速扩大生产、开拓市场。因目前公司未披露标的公司具体客户情况和技术实力,请对标的公司研发情况、专利情况、主要客户和未来资金安排进行补充说明。

2. 对标的公司未来收益的预测有何依据

在本次交易中,对标的公司100%股权的估值最终选取收益法的评估结论,评

估值2亿元,增值率733.62%。标的公司成立于2018年4月,《宏达新材公告》中称,标的公司成立时间较短,生产经营扩大及市场开拓需要一定时间。根据上市公司对深交所问询函的回复,标的公司预测2019~2023年营业收入复合增长率为21.17%,毛利率均超过40.00%。同行业上市公司易德龙近3年毛利率在25.00%左右,同行业“新三板”挂牌公司迪飞达近3年毛利率均低于20.00%。请资产评估机构说明在标的公司财务数据较少,尚处于市场开拓阶段的情况下,对其未来收益的预测依据。请说明预测期内标的公司营业收入快速增长及毛利率水平高于同行业公司的合理性。

此外,根据《资产评估执业准则——企业价值》第19条的规定,资产评估专业人员应当结合被评估单位的企业性质、资产规模、历史经营情况、未来收益可预测情况、所获取评估资料的充分性,恰当考虑收益法的适用性。而标的公司成立时间不足2年,历史财务资料较少,因此,请评估机构结合《资产评估执业准则》相关要求,说明在选取评估方法时是否恰当考虑了收益法的适用性。

3. 请补充说明标的公司业务情况和盈利模式

《宏达新材公告》仅披露了标的公司主营业务、主要产品、生产设备和产能产量情况,并未就标的公司具体业务开展情况和盈利模式作进一步说明。标的公司成立时间短,其业务情况和盈利模式相关信息,对广大投资者判断标的公司盈利能力、发展前景和抗风险能力十分重要。请对标的公司具体业务开展情况、商业模式(研发设计、采购、生产和销售模式)进行补充说明,以帮助广大中小投资者充分了解标的公司生产经营情况。

案例 14 华铁股份支付现金收购山东嘉泰

2019年10月14日,广东华铁通达高铁装备股份有限公司(以下简称华铁股份,股票代码为000976)公告了《关于现金收购山东嘉泰交通设备有限公司51%股权暨关联交易的公告》(以下简称《华铁股份收购公告》),拟以现金方式购买山东嘉泰交通设备有限公司(以下简称山东嘉泰或标的公司)51%的股权。

一、案例简介

(一)上市公司基本情况

华铁股份成立于1999年,于2000年6月1日在深圳证券交易所主板上市交易。在发布《华铁股份收购公告》时,华铁股份股价为5.77元/股,总股本为1,595,678,796股,总市值约92.07亿元,本次收购为现金收购不会改变华铁股份股权结构。

华铁股份从事轨道交通行业配套设备的生产、销售,其轨道交通装备产品主要包括给水卫生系统、备用电源、制动闸片、贸易配件、高铁座椅、撒砂装置、空调、车门、车钩及缓冲器系统、制动系统等。其三年财务状况和经营成果如表1-14-1所示。

表 1-14-1 华铁股份基本财务指标

单位:万元

项目	2018年12月31日	2017年12月31日	2016年12月31日
总资产	508,358.12	495,933.87	450,521.47
总负债	79,712.49	86,957.37	93,507.06
股东权益	428,645.63	408,976.50	357,014.41

续表

项目	2018年	2017年	2016年
营业收入	173,129.34	173,821.59	186,226.81
利润总额	18,949.23	57,118.86	9200.81
净利润	13,335.44	49,390.96	2845.18

(二) 标的公司基本情况

山东嘉泰成立于2015年1月,专注于轨道交通座椅设计、研发、生产、销售及服 务,提供完整的产品解决方案,拥有全系列轨道交通座椅产品供应商资质,向青岛四方、长客、唐客、庞巴迪等主机厂供应VIP座椅、客室座椅、城际列车座椅等型号座椅。在本次收购交易中,购买标的公司51%股权的交易对方为菏泽合兴轨道交通合伙企业(有限合伙)(以下简称菏泽合兴)、菏泽昌盛轨道交通合伙企业(有限合伙)(以下简称菏泽昌盛)。在本次交易完成后,山东嘉泰将成为华铁股份的控股子公司,其最近一年及一期的财务状况和经营成果如表1-14-2所示。

表1-14-2 山东嘉泰基本财务指标

单位:万元

项目	2019年7月31日	2018年12月31日
总资产	34,137.08	33,710.54
总负债	19,618.39	25,051.61
股东权益	14,518.69	8658.93
项目	2019年1~7月	2018年
营业收入	19,591.65	22,117.46
营业利润	6811.41	5702.35
净利润	5859.76	4902.78

(三) 本次收购事项精要

华铁股份主营业务为轨道交通高端装备制造业务,标的公司致力于铁路运输设备座椅的研发与制造,主要围绕轨道交通座椅,进行研发、设计、生产、销售及服 务,提供完整的产品解决方案。通过本次收购,华铁股份将进一步拓展完善公司在轨道交通业务领域的产业布局,提升公司的持续盈利能力。

1. 购买资产的评估与定价

交易评估最终选取收益法的结果作为评估结论,即山东嘉泰股东全部权益价

值为19.28亿元。依据评估结果,参照市场情况,经交易各方协商一致,本次交易的总对价为9.69亿元。

2. 业绩承诺

交易对手承诺标的公司经审计的2019年年度净利润(指扣非后归母净利润累计数)不低于1.6149亿元,2020年年度净利润为不低于2.1514亿元,2021年年度净利润为不低于2.5070亿元。

3. 交割后义务

为解决标的公司生产所有专利授权问题及其资产瑕疵问题,根据相关协议,交易对方应促使标的公司尽快但不晚于2020年12月31日前办理完毕装配车间的《建设工程规划许可证》、《施工许可证》、竣工验收(备案)以及不动产权证,否则须承担赔偿责任。同时,交易对手应促使标的公司能够于2022年12月31日之前免费使用标的公司与湖北航宇嘉泰飞机设备有限公司(以下简称湖北航宇)签署的《专利许可使用协议》项下的授权专利。

二、案例分析

(一) 行权过程

2019年10月25日,投服中心公开发声质疑华铁股份收购山东嘉泰股权事宜。

(二) 行权内容分析

1. 未充分说明标的公司承诺业绩大幅增长的确切逻辑,不利于投资者判断决策

根据《华铁股份收购公告》,山东嘉泰主要从事轨道交通尤其是轨道高速列车座椅设计、研发、生产、销售及服务,其客户主要为中国中车下属的动车组及客车生产商。山东嘉泰2018年及2019年1~7月实现的净利润分别为0.49亿元和0.59亿元,而山东嘉泰承诺2019~2021年实现的扣非后归母净利润分别不低于1.6149亿元、2.1514亿元及2.5070亿元,其承诺的2019年净利润较2018年增长了2.3倍。基于上述业绩承诺,华铁股份根据收益法评估以19.28亿元的价格收购山东嘉泰,评估增值率为1228.21%,但《华铁股份收购公告》中的资料并未充分说明标的公司承诺业绩大幅持续增长的清晰逻辑,请公司详细披露相关信息。

2. 标的公司承诺业绩增长速度显著高于其下游产业,且支持其业绩超常规增长的竞争优势不明

首先,轨道交通装备制造行业的发展与国家城市轨道交通发展及铁路建设规划密切相关。根据国家发展和改革委员会等部门发布的《中长期铁路网规划》的规定,到2020年,高速铁路达3万千米;到2025年,高速铁路达3.8万千米。截至2018年年底,全国高速铁路达2.9万千米以上,已接近3万千米的目标值,5年规划期间高速铁路里程年均复合增长率为4.84%,未来高铁发展出现大幅偏离长期规划的可能性较低,因此,支持标的公司业绩以24.6%的复合增长率超常规增长的行业背景存疑。

其次,山东嘉泰的产品并不具备垄断性的竞争优势。山东嘉泰生产过程中使用的6项专利技术为湖北航宇所有,是通过普通许可方式而获得使用权,该许可方式意味着湖北航宇可以将该专利许可给其他任何第三方使用。另外,4项专利(包括唯一的发明专利)属于与沈阳瑞合交通设备有限公司(以下简称沈阳瑞合)共同所有,沈阳瑞合也可以使用该专利生产,意味着沈阳瑞合与山东嘉泰存在竞争关系。众所周知,高铁座椅也同其他零配件一样采取招投标方式进入市场,请标的公司充分说明在激烈的市场竞争环境下的竞争优势,以及如何通过市场份额的扩张来实现业绩的超常规增长。

3. 标的公司生产用车间可能被拆迁,其生产经营面临重大风险

《华铁股份收购公告》披露,山东嘉泰自有的2间装配车间未取得规划、施工许可证及不动产权证,面临被拆除的风险。请公司明确说明如果上述车间被拆除,将对标的公司生产产生的重大影响,是否会导致生产停滞。如果确实存在该种风险,作为公司的小股东及中小投资者权益保护公益机构,投服中心强烈建议公司针对该笔收购设置特别履约保证条款,包括但不限于提高预扣交易金比例、增设履约保证金、股权质押等。

案例 15 ST 金泰支付现金收购麦凯智造

2019年2月13日,山东金泰集团股份有限公司(以下简称ST金泰或上市公司,股票代码为600385)发布了筹划重大资产重组的提示性公告(以下简称《ST金泰重组公告》),拟采用现金方式收购福建麦凯智造婴童文化股份有限公司(以下简称麦凯智造或标的公司)51%的股权。

一、案例简介

(一)上市公司基本情况

ST金泰成立于1992年,2001年7月23日在上海证券交易所主板上市交易。发布《ST金泰重组公告》时,ST金泰股价为9.58元/股,总股本为148,107,148股,总市值14.19亿元,在本次交易前,ST金泰实际控制人为黄某钦、黄某父子,持股比例为17.38%。

ST金泰的主营业务为互联网接入服务业务、房屋租赁业务,经营模式为提供互联网接入服务收取服务费及出租房屋收取租金。其三年的财务状况和经营成果如表1-15-1所示。

表1-15-1 ST金泰基本财务指标

单位:万元

项目	2018年12月31日	2017年12月31日	2016年12月31日
总资产	16,696.86	16,679.71	18,242.83
总负债	10,872.38	10,446.51	10,415.10
股东权益	5824.48	6233.20	7827.74

续表

项目	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入	545.33	2485.69	28,994.92
利润总额	-568.73	-157.75	723.38
净利润	-1035.74	-696.98	151.50

(二) 标的公司基本情况

本次交易的标的公司为麦凯智造,交易对方为标的公司原股东陈某宇、陈某煌及章某珊(陈某煌与章某珊是夫妻关系,陈某宇是其儿子,以下简称陈某宇家族)及其他 15 名股东,其中陈某宇为标的公司的法定代表人兼总经理。麦凯智造成立于 2009 年 11 月,主营业务为婴童系列产品的综合运营,主要产品包括儿童汽车安全座椅、玩具、儿童推车、儿童个人洗护用品等,曾于 2015 年 12 月 15 日在全国中小企业股份转让系统挂牌,于 2018 年 7 月 27 日摘牌。

ST 金泰于 2019 年 2 月 12 日与陈某宇家族及其他 15 名股东签署了《股权收购框架协议》(以下简称《框架协议》),拟以支付现金的方式收购麦凯智造 51% 的股权,麦凯智造 100% 股权的预估值为 6 亿元。本次签署《框架协议》的标的公司股东及持股比例如表 1-15-2 所示。

表 1-15-2 本次签署《框架协议》的标的公司股东及持股比例

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
陈某煌	10,800,000	21.3523
陈某宇	10,570,000	20.8976
章某珊	7,200,000	14.2349
方某宗	1,600,000	3.1633
刘某健	640,000	1.2653
卢某虹	564,000	1.1151
陈某辉	453,000	0.8956
许某各	532,000	1.0518
陈某渠	425,000	0.8403
林某芝	400,000	0.7908
潘某生	400,000	0.7908
王某郎	400,000	0.7908

续表

股东名称	持股数量	持股比例(%)
郑某龙	400,000	0.7908
邵安凯旋投资管理中心	360,000	0.7117
李某杰	329,000	0.6505
杜某	300,000	0.5931
赵某扬	200,000	0.3954
林某明	100,000	0.1977
合计	35,673,000	70.5278

(三)重大资产重组方案精要

ST金泰拟以现金方式收购麦凯智造51%的股权。在本次交易完成后,标的公司原实际控制人陈某宇家族仍将保留持有标的公司不低于30%的股权。参与交易的每一股东的具体转让比例由标的公司股东协商确定。经预估,麦凯智造100%股权的预估值为6亿元,业绩承诺方承诺标的公司在2019~2021年的扣非后归母净利润分别不低于0.52亿元、0.63亿元及0.75亿元。

本次交易作价由上市公司或其指定的子公司分期向交易对方支付,具体支付安排如下。(1)向作出业绩承诺股东支付的对价分三期进行:第一期款项于标的公司51%股权过户登记至上市公司或其指定的子公司后5个工作日内支付;第二期款项于2019年年报披露且2019年业绩补偿(如有)完成后5个工作日内支付;剩余款项于全部业绩承诺完成和补偿完毕,以及减值测试补偿(如有)完成之日起5个工作日内支付。(2)向其他股东支付的对价分两期进行:第一期款项于标的公司51%股权过户登记至上市公司或其指定的子公司后5个工作日内支付;第二期款项于上市公司2019年启动筹划非公开发行的资金到位时间与2019年12月31日中的较早之日起5个工作日内支付。上述第一期款项的支付比例为总对价的55%;第二期款项为总对价的25%;第三期款项为总对价的20%。参与交易的每一股东在每一期获得的具体金额由标的公司股东协商确定。在本次交易完成后,麦凯智造将成为ST金泰的控股子公司,上市公司将通过跨界并购进入婴童市场。

同时,《框架协议》中约定于本次收购完成后,在标的公司2019年承诺利润实现后,上市公司需在3个月内发行股份购买标的公司剩余49%的股权。标的公司100%股权估值不高于在标的公司2020年度承诺利润数的13倍市盈率,具体应以

具有证券期货业务资格的资产评估机构出具的评估报告为基础,并由交易双方再次协商确定;发行价格按照中国证监会的有关规定执行,应不低于定价基准日前 20 日、60 日或 120 日均价的 90%;标的公司剩余 49% 股权的业绩承诺期为 2020 ~ 2021 年。

二、案例分析

(一)行权过程

2019 年 2 月 25 日,投服中心通过四大证券报等媒体公开发声,向上市公司提出了有关标的资产持续盈利能力、标的资产估值合理性和交易对价能否足额支付三大问题。2019 年 2 月 26 日,ST 金泰董秘致电投服中心,表示将对投服中心所提问题在法律、财务尽职调查中作为重点关注问题。2019 年 8 月 8 日,ST 金泰公告为公司经营需要、保护全体股东特别是中小股东的利益,决定终止本次重大资产重组。

(二)行权内容分析

1. 标的资产的持续盈利能力是否不确定

一是标的公司 2017 年净利润大幅增长的合理性和业绩快速增长的可持续性存疑。根据标的公司 2017 年年度报告披露,标的公司 2016 年、2017 年净利润分别为 1456.7 万元及 3265.0 万元,2017 年业绩出现大幅增长,净利润增长 124.13%,主要原因为线下业务快速增长所致,包括新增儿童洗护产品和智能机器人业务。然而,根据 Wind 的统计数据,儿童用品及玩具行业 2016 年、2017 年、2018 年平均净利润增长率分别为 -10.83%、-38.11% 及 -1889.19%,出现整体业绩大幅下降;行业平均毛利率也呈下滑趋势,从 2015 年的 41.42% 下降至 2017 年的 35.08%。其中,儿童汽车安全座椅行业增速逐步放缓,甚至出现负增长,如同行业可比公司宁波惠尔顿婴童安全科技股份有限公司 2017 年净利润同比下降 281.88%,好孩子国际控股有限公司 2017 年净利润同比下降 13.11%。投服中心建议,ST 金泰说明在儿童用品行业整体经营不佳、行业毛利率下滑、可比同类公司净利润下降的背景下,新增儿童洗护产品和智能机器人业务红利完全释放后,标的公司经营状况是否足以支撑未来业绩持续大幅增长。

二是行业竞争加剧,研发投入比重减少是否影响标的资产持续盈利能力。近年来,儿童安全座椅行业竞争激烈,国内儿童安全座椅企业主要以为国外品牌代加工生产以及国内中低端市场为主,高端市场大多被国外知名品牌占据。儿童安全座椅行业虽然属于劳动密集型行业,但与一般制造业相比,产品技术含量相对较高,因此,产品研发能力是儿童安全座椅企业竞争力的重要体现,标的公司作为一家高新技术企业,自主研发能力更是企业持续发展的核心要素。根据标的公司2017年年报数据计算所得,2017年标的公司研发投入占营业收入、营业成本比例均出现下降,分别由2016年的4.51%和7.40%下降至2017年的3.90%和6.20%,专利费用也同比下降67.20%,且标的公司未公开披露其2018年研发投入具体项目及数据。对此,投服中心建议,上市公司说明在行业竞争加剧的背景下,标的公司未来业务开展的核心规划、研发投入计划和专利开发情况以及研发投入减少将如何保障标的公司在行业竞争中保持业绩持续增长。

三是较低的市场占有率是否影响标的公司的持续盈利能力。根据中商产业研究院发布的《2017~2022年中国儿童安全座椅行业市场调查及投资前景研究报告》,好孩子、宝得适、惠尔顿等品牌构成我国儿童安全座椅市场的前十大品牌,前十大品牌的市场占有率已高达80%以上,而标的公司销售的儿童安全座椅未出现在十大品牌中。另外,依据各大母婴网大数据评选出的2018年十大儿童安全座椅品牌排行榜也未出现麦凯智造品牌,可以看出标的公司的市场占有率并不高。投服中心建议,上市公司说明在行业竞争加剧、产品同质化严重的行业背景下,标的公司相较竞争对手的主要优势以及较低的市场占有率是否影响标的公司的持续盈利能力。

2. 标的资产估值是否合理

依据标的公司公开信息披露2017年12月,标的公司以每股9元的价格发行800万股,公司总股本从4258万股增加至5058万股。同时,本次交易方案披露本次交易以2018年12月31日作为评估基准日,麦凯智造的预估值为6亿元,按照目前标的公司总股本5058万股计算,本次交易的每股价格约为11.86元,较前一次增资扩股的发行价格增幅31.77%。即在短短1年内,标的公司估值从每股9.00元增长至每股11.86元。投服中心建议,上市公司说明在行业整体业绩及平均毛利率下滑、标的公司市场占有率低、研发投入不足的情况下,标的公司预估值不降反升

的合理性。

3. 上市公司财务状况堪忧,交易对价能否足额支付

截至2018年9月30日,ST金泰经营活动产生的现金流量净额为-452.23万元,资产负债率为63.53%,货币资金为1.53亿元。本次交易麦凯智造的预估值为6.00亿元,上市公司拟以现金支付方式收购标的公司51%的股权,预计将支付对价人民币3.06亿元,以其自有资金不足以支付全部现金对价。《ST金泰重组公告》披露,对价支付分两期进行,第二期款项将于公司2019年启动筹划非公开发行的资金支付。若上市公司最终无法实现非公开发行,则交易存在约1.50亿元的资金缺口。近几年ST金泰年报中短期借款、长期借款、应付利息等科目均为零,从侧面反映出上市公司近几年较难通过银行贷款等方式筹集资金。投服中心建议,上市公司说明在目前公司主营业务盈利能力差、净利润持续为负,资产负债率较高,银行融资难的背景下,如何解决上述资金缺口。

案例 16 中矿资源以现金方式收购 Cabot 及其全资子公司

2019年3月1日,中矿资源集团股份有限公司(以下简称中矿资源,股票代码为002738)披露《重大资产购买预案(修订稿)》(以下简称《中矿资源重组预案》),拟以现金支付方式向美国纽交所上市公司 Cabot Corporation(以下简称 Cabot 公司)及其全资子公司 Cabot G. B. Limited 购买其持有的标的资产 Tanco、CSF Inc. 及 CSF Limited 3 家公司(以下简称标的公司)100% 股权。

一、案例简介

(一)上市公司基本情况

中矿资源于1999年成立,2014年12月30日于深圳证券交易所中小企业板上市。发布《中矿资源重组预案》时,上市公司股价为16.79元/股,总股本为2.8亿股,总市值为47.01亿元。

上市公司主营业务包括稀有轻金属原料生产及销售、固体矿产勘查技术服务、矿权投资及开发、国际工程、贸易业务及海外勘查后勤配套服务。其三年的财务状况和经营成果如表1-16-1所示。

表 1-16-1 中矿资源基本财务指标

单位:万元

项目	2018年12月31日	2017年12月31日	2016年12月31日
总资产	327,392.53	100,794.28	97,823.87
总负债	305,780.97	33,380.34	31,755.87
股东权益	21,611.56	67,413.94	66,068.00

续表

项目	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入	86,714.76	54,073.82	35,934.49
利润总额	13,370.00	6443.14	6650.85
净利润	11,086.09	5479.16	5340.67

(二) 标的公司基本情况

Cabot 公司成立于 1960 年,1963 年 8 月 23 日于美国纽约证券交易所上市,主要生产特殊化学品和效能材料、橡胶和专业级炭黑、金属氧化物、喷墨着色剂、凝胶。Tanco 公司成立于 1967 年,位于加拿大马尼托巴省伯尼克湖,主要从事铯榴石的采矿、选矿,以及甲酸铯和铯精细化工产品的生产。CSF Inc 成立于 2006 年,主要业务为石油服务业务。CSF Limited 成立于 2003 年,主要从事甲酸铯和甲酸钾的混合过滤,为钻井液和完井液提供基础材料,并开展甲酸铯的回收业务。

(三) 重大资产重组方案精要

中矿资源本次拟支付现金收购 Cabot 公司及其全资子公司 Cabot G. B. Limited 持有的 Tanco、CSF Inc 及 CSF Limited 3 家公司 100% 的股权。通过本次交易,上市公司将拥有自有铯榴石矿区,有效降低铯铷盐业务的原材料供应风险,其铯盐经营模式将升级为“矿产开采+产品生产+后端销售”的全流程产业链,有效完善产业链战略布局,提升可持续发展能力和抗风险能力。

1. 交易对价

本次交易的基准购买价为 1.3 亿美元(不含调价因素),资金来源为上市公司自有资金及自筹资金,自筹资金主要是银行并购贷款。此外,公司各项财务指标和规范运作情况均符合资本市场再融资条件,权益性融资工具也可以成为公司融资方式之一。

2. 本次交易构成重大资产重组、不构成重组上市

根据《上市公司重大资产重组管理办法》第 12 条和第 14 条的规定,本次交易构成重大资产重组。根据中矿资源 2017 年审计报告、标的公司提供的 2018 年财务数据以及本次交易作价情况,标的资产 2018 年 9 月 30 日的资产总额为人民币 17.35 亿元,营业收入为人民币 5.41 亿元,资产净额为人民币 6.87 亿元。上市公司 2017 年度资产总额为人民币 10.08 亿元,营业收入为人民币 5.41 亿元,净资产

为人民币 6.87 亿元。其中,标的公司资产总额和营业收入均超过上市公司的 50%,资产净额超过 50%且大于 5000 万元,因此构成重大资产重组。本次交易不涉及发行股份,对上市公司股权结构不造成影响,交易前后实际控制人未发生变更,因此,本次交易不构成重组上市。

二、案例简介

(一)行权过程

2019年3月10日,投服中心通过公开发声方式对中矿资源行权:一是质疑标的资产的矿产资源是否可持续;二是质疑交易对方折价转让标的资产是否合理;三是质疑标的资产的资质权属安排是否存风险。中矿资源于2019年3月30日召开股东大会审议此事项,最终表决以100%的比例通过了本次收购事项。

(二)行权内容分析

1. 标的资产的矿产资源是否可持续

一是标的公司铈榴石矿区地质结构不稳定,存在的安全隐患是否影响未来矿产开采。《中矿资源重组预案》披露,三家标的公司共同组成 Cabot 公司特殊流体事业部,主营业务包括铈矿勘探、开采、加工,铈精细化工产品的生产及销售等。根据 Cabot 公司 2013 年及 2014 年的年报披露,2010 年及 2013 年在大量铈榴石聚集的部分矿区内发生了两次地层陷落事件,有迹象表明大量铈榴石聚集的部分矿区地质结构不稳定,公司采取了进一步的安全措施、设置各种检测设备。年报中特别揭示风险即矿区地质结构的稳定性将随时间变化,可能在短期内进一步恶化或发生透水事故可能。投服中心建议公司说明铈榴石矿区地质结构的现状,是否可能因地质结构不稳定再次发生安全事故,从而导致未来无法正常开采铈矿。

二是标的公司的铈矿储量是否充足。根据 Cabot 公司 2014 年年报披露,由于 2013 年部分矿区地质结构不稳定,公司拟在未受影响的矿区开发矿产项目,若项目成功公司预估目前矿区铈榴石储量将可以为公司持续提供原材料约 5 年左右(2019 年年末终止)。2015 年及 2016 年年报披露,公司目前不在矿区开采矿石,并正评估其他选择以取得更多铈榴石储备。2018 年年报披露,标的公司与同行业公司澳大利亚先锋资源公司签订铈榴石购买协议并预计于 2019 年收到铈榴石。投服

中心建议,上市公司从前述5年预计可供原材料剩余年限、开采中断情况、开采能力现状以及向同行业公司采购的理由等方面说明标的公司目前所在矿区的铈榴石储量是否充足。

2. 交易对方折价转让标的资产是否合理

《中矿资源重组预案》披露,本次交易的基准购买价为1.3亿美元,截至2018年9月30日,标的公司的净资产为2.1亿美元,剔除交割调整事项后净资产预计为1.6亿美元,本次交易价格折价率为18%,不以资产评估或估值结果作为定价依据。虽然中矿资源说明考虑资源稀缺性、业务协同效应等原因,本次交易定价经双方多轮协商确定具有合理性,但该解释仍不能令人信服。一是标的资产目前盈利能力稳定,呈持续增长态势,Cabot公司2019年第一季度报告披露,公司特殊流体业务板块(3家标的公司)的销售总额与息税前利润较2018年同期分别增长了1300万美元及1200万美元;二是自2013年发生地质结构不稳定事件后,公司花费大量时间及经济成本用于矿产开发项目,于2015年11月完工,并在2018年刚完成基础设施升级项目,提升了项目产能。而交易对方却急于在2019年6月30日前较净资产折价18%转让盈利能力稳健的标的资产,投服中心希望上市公司披露交易对方是出于何种考量,标的资产是否存在尚未披露的潜在瑕疵及经营性风险。

3. 标的资产的资质权属安排是否存风险

一是标的资产的多项探矿权及地表租约即将到期,资质续期是否存风险。重组预案披露,标的公司Tanco及其子公司拥有3项采矿权、40项探矿权、13项地表租约,本次交易后地表租约、探矿权及采矿权的现状均由中矿香港承继并接受。投服中心注意到,标的公司40项探矿权中13项将于2019年到期,26项将于2020年到期,13项地表租约将于2019年全部到期。《中矿资源重组预案》披露,当地法律规定探矿权的续期需要完成指定的工作要求或按规定支付现金费用,采矿租约的续期需每年支付一定租金。投服中心建议,上市公司具体说明当地法律规定探矿权续期所需完成的工作要求及费用金额,是否存在因标的公司实际控制人变更而导致探矿权、地表租约无法续期的风险。

二是标的资产核心业务所涉专利、商标权属安排是否存风险。《中矿资源重组预案》中尚未披露标的资产核心业务所涉专利、商标的权属及使用情况。Cabot公司年报披露,上市公司拥有大量专利、商标,涵盖于各类产品的生产及使用。本次

交易完成后,标的公司所属特殊流体业务板块将完全从 Cabot 公司剥离,投服中心建议上市公司进一步说明目前标的资产核心业务所涉专利、商标的权属是归属于 Cabot 公司还是标的公司名下,若由 Cabot 公司实际拥有,上市公司是否计划将相关专利、商标转让给标的公司或许可标的公司使用。

案例 17 万马科技支付现金购买 安华智能 51% 股权

2019 年 8 月 3 日,万马科技股份有限公司(以下简称万马科技,股票代码为 300698)公告称,拟将原计划用于通信及信息化设备生产建设项目的部分募集资金变更用于收购原“新三板”挂牌公司安华智能股份有限公司(以下简称安华智能) 51% 的股权,股权转让对价为 5087.25 万元。

一、案例简介

(一)上市公司基本情况

万马科技成立于 1992 年,于 2017 年 8 月 31 日在深圳证券交易所创业板上市交易。发布收购公告时,万马科技股价为 17.32 元/股,总股本为 134,000,000 股,总市值 23.21 亿元。在本次交易前,万马科技实际控制人为张某某,持股比例为 32.25%。

万马科技属于通信设备行业,主营业务为通信与信息化设备的研发、生产、系统集成与销售。其两年及一期的财务状况和经营成果如表 1-17-1 所示。

表 1-17-1 万马科技基本财务指标

单位:万元

项目	2019 年 3 月 31 日	2018 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日
总资产	60,386.76	63,399.30	56,857.36
总负债	22,445.70	25,338.73	18,904.83
股东权益	37,941.07	38,060.58	37,952.53

续表

项目	2019年1~3月	2018年	2017年
营业收入	10,887.77	29,854.97	34,120.46
利润总额	-145.62	447.72	3202.17
净利润	-119.51	428.63	2733.91

(二) 标的公司基本情况

本次交易的购买标的为安华智能。安华智能成立于1998年,公司股票于2013年在全国中小企业股份转让系统挂牌并公开转让。在本次交易前,安华智能的实际控制人为杨某某、姚某某夫妻二人,二人直接持有标的公司64.11%的股份。

安华智能主要从事信息系统机房及智能化系统设计、集成、运维及销售,其主要财务数据如表1-17-2所示。

表1-17-2 安华智能主要财务数据

单位:万元

项目	2019年3月31日	2018年12月31日	2017年12月31日	2016年12月31日
总资产	17,369.01	15,536.54	15,399.36	12,708.57
总负债	7441.11	5009.02	4865.29	3174.53
股东权益	9927.90	10,527.52	10,534.07	9534.04
项目	2019年1~3月	2018年	2017年	2016年
营业收入	—	14,722.97	13,550.59	10,972.66
利润总额	-594.37	1139.70	1121.87	836.75
净利润	-599.63	1038.01	1000.03	744.83

(三) 交易方案精要

万马科技拟(一次或分次)收购杨某某、姚某某控股的安华智能51%股份,达到控制标的公司的目的(在持股比例达到51%前,可通过表决权委托的方式实现对安华智能的控制)。安华智能100%股东权益价值的评估值为9972.28万元,对应标的公司每股价值为1.75元。

交易双方确认,万马科技拟收购安华智能51%的股份(安华智能2907万股股份),并优先收购除杨某某、姚某某以外安华智能其他股东的股份,在收购除杨某某、姚某某以外其他股东的股份后,万马科技持有的股份仍未达到安华智能股本总额的51%的,其差额部分由公司向杨某某、姚某某收购。

若因杨某某、姚某某作为安华智能董事、高级管理人员的原因,导致杨某某、姚某某在2019年度向万马科技转让股份数量未能使万马科技持股数达到安华智能股本总额的51%的,则差额部分由杨某某、姚某某在2020年3月31日前完成转让。此外,在万马科技持有的安华智能股份数量未达到安华智能股本总额的51%前,杨某某、姚某某同意将姚某某持有的安华智能的全部股份对应的表决权委托给万马科技享有,并配合万马科技签署与表决权委托相关的法律文件或者按照万马科技的要求行使相应表决权,万马科技无须对此支付任何对价。股份转让价格为人民币1.75元/股,标的股份转让价款按照杨某某、姚某某届时实际转让股份数量计算。

杨某某、姚某某承诺标的公司在2019年、2020年和2021年实现的净利润数额分别不低于1200万元、1300万元及1500万元,或该3年累计净利润不低于4000万元,以上两种标准满足其一即可。上市公司将在业绩补偿期限最后一个年度结束后,聘请具有证券期货相关业务资格的审计机构对标的公司在业绩补偿期限内实际实现的累计净利润数额出具专项审核报告。在业绩补偿期限届满后,若标的公司在业绩补偿期限内实际净利润数额低于承诺净利润数额,业绩承诺人应向进行补偿,且应当优先以其持有的标的公司股份进行补偿,不足部分以现金方式补偿。若触发补偿义务的,则在业绩补偿期限届满后的6个月内,业绩承诺人有义务以其持有的标的公司股份进行补偿(无偿转让给上市公司并按照上市公司要求配合签署相应的股份转让协议),具体计算公式如下:应补偿股份数=(4000万元-业绩补偿期限内实际净利润数额)÷4000万元×51%×标的公司协议签署时总股本。如标的公司在业绩承诺期及补偿完成前实施送股、公积金转增股本、股票分拆的,上述公式中总股本调整为:标的公司协议签时候总股本×(1+转增、送股或分拆比例)。如股份补偿数额不足以补偿时,差额部分由业绩承诺人在股份补偿的同时,向上市公司进行现金补偿,应补偿现金数=(应补偿股份数量-已补偿股份数量)×1.75元/股。

二、案例分析

(一)行权过程

2019年8月16日,投服中心在媒体上公开发表质询文章,对本次收购公开质

询以下三方面问题:一是互联网数据中心(Internet Data Center, IDC)行业节能管控政策限制数据中心新增数量是否影响标的公司的未来盈利能力;二是本次交易披露的审计数据与标的公司2018年年报披露的数据差异较大,为何两次审计采用的确认依据不一致;三是本次业绩补偿履约保障措施不足,业绩承诺补偿是否可兑现。

(二)行权内容分析

1. IDC行业节能管控政策限制数据中心新增数量是否影响标的公司的未来盈利能力

收购公告披露,标的公司主要经营业务为数据中心工程总承包业务。依据某证券公司发布的《通信行业IDC行业深度报告》,2018年我国数据中心机架数量已达210万个,其中北京、上海、广州及周边的数据中心可用机架数量位列全国前三名,合计拥有135.8万个数据中心机架,IDC需求主要集中在北京、上海、广州等一线城市。2018年9月北京发布《北京市新增产业的禁止和限制目录(2018年版)》,明确新建数据中心,数据中心能源使用效率指标(Power Usage Effectiveness, PUE)必须低于1.4,且要求中心城区全面禁止新建和扩建数据中心;上海发布的关于2018年至2020年信息基础设施的3年行动计划要求新建机房PUE低于1.3,新建机架控制在6万个,总规模控制在16万个;2019年4月深圳发布《数据中心节能审查通知》,将严格控制数据中心年综合能源消费新增量;浙江也要求控制机架数量年增长不超过30%,至2020年机架总数不超过25万个。依据华信咨询研究院的研究报告,热点城市的节能管控政策正迫使IDC业务向环热点和其他非热点城市迁移,但由于非热点城市受网络及地理距离的限制,供给侧的价格难以与热点城市匹敌,未来将削弱IDC整体市场的增速。同时,IDC行业的主要上市企业万国数据、鹏博士2018年净利润分别下降31.62%和48.71%,而Wind行业中心显示2018年IDC行业整体净利润为-13.4亿元,增长率为-260.53%,该行业的毛利率、净利率、ROE、ROA等数据自2014年起呈持续下滑趋势。标的公司作为数据中心工程总承包商,在IDC行业节能管控政策限制数据中心新增数量、IDC整体市场增速放缓、IDC行业上市公司业绩整体下滑的趋势下,需要上市公司说明持续实现每年上千万元盈利业绩的措施。

2. 本次交易披露的审计数据与标的公司 2018 年年报披露的数据差异较大,为何两次审计采用的确认依据不一致

本次交易披露的标的公司审计报告显示,标的公司 2018 年营业收入为 1.47 亿元、营业成本为 1.17 亿元、净利润为 1038.01 万元,而标的公司此前公开披露的 2018 年年报数据显示营业收入为 1.83 亿元、营业成本为 1.6 亿元、净利润为 107.13 万元,两者差距较大。标的公司解释是因为工程项目营业收入、营业成本确认的期间不同,存在时间性差异导致,标的公司此前披露的 2018 年年报数据主要依据年度项目的工程进度、开票和收款情况综合预判确认,本次审计主要依据外部竣工验收报告或工程完工进度文件确认,本次报表存在将部分项目收入、成本确认在 2017 年及以前年度。然而,依据《企业会计准则第 15 号——建造合同》(新收入准则针对非上市企业于 2021 年起施行),若建造合同结果能够可靠估计的,应按项目完工百分比确认合同收入及费用。虽然两次审计由不同审计师完成,但 2018 年审计时间段、建造合同收入及成本确认的政策依据均是一致的、未发生变更,两次审计使用的确认依据不一致的原因不明。本次审计报告标的公司净利润较 2018 年年报增加 930.88 万元,变动率为 868.9%,需上市公司说明将部分项目收入、成本确认在 2017 年及以前年度,是否意味着标的公司需要重新调整已披露的以前年度的审计报告,以及随意调整项目的确认年度是否存在项目收入重复确认、项目成本少确认的可能。

3. 本次业绩补偿履约保障措施不足,业绩承诺补偿是否可兑现

依据公司对深圳证券交易所问询函的回复公告,交易双方约定公司应于本次交易先决条件全部满足后的 10 个工作日内一次性支付本次股权转让款,为保障业绩补偿义务承诺的履行,业绩承诺方将其持有的标的公司 1000 万股向公司质押担保。本次交易对价为 5087.25 万元,标的公司目前总股本为 5700 万股,对应 51% 股权的每股价格为 1.75 元,据此计算交易对方拟质押的 1000 万股价值为 1750 万元,远低于本次交易对价 5087.25 万元。由于本次交易公司将一次性支付对价,一旦标的公司未实现承诺业绩、交易对方不能如期履约,拟质押的股份将无法覆盖全部交易对价,必将使上市公司及广大股东利益受损。

案例 18 润达医疗应对子公司未实现承诺业绩充分释疑

2019年9月20日,上海润达医疗科技股份有限公司(以下简称润达医疗,股票代码为603108)在回复上海证券交易所2019年半年报问询函中,披露子公司长春金泽瑞医学科技有限公司(以下简称标的公司)连续2年未实现承诺业绩的主要原因是行业政策调整、收购时设置过高承诺利润和市场竞争加剧。广大中小投资者纷纷对公司回复内容提出质疑,引起市场广泛热议。

一、案例简介

(一)上市公司基本情况

润达医疗成立于1999年,于2015年5月在上海证券交易所主板上市交易。润达医疗主要从事医疗器械领域内技术咨询、技术转让、技术开发、技术服务及机械设备维修,医疗器械,药品类体外诊断试剂等,其三年的财务状况和经营成果如表1-18-1所示。

表 1-18-1 润达医疗基本财务指标

单位:万元

项目	2018年12月31日	2017年12月31日	2016年12月31日
总资产	754,298.79	712,532.87	410,795.46
总负债	441,214.57	437,677.40	188,579.48
股东权益	313,084.22	274,855.47	222,215.98

续表

项目	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入	596,433.92	431,880.98	216,468.88
利润总额	59,185.19	38,669.05	17,964.87
净利润	43,204.67	29,732.80	13,219.68

(二) 标的公司基本情况

2017 年 7 月 10 日,润达医疗公告拟收购宁波梅山保税港区红瑞投资中心(有限合伙)持有的标的公司 60% 的股权,交易金额为 9.03 亿元。标的公司主要从事体外诊断产品流通与服务业务,为罗氏品牌免疫类生化类产品和希森美康品牌部分产品东北地区最主要的经销商之一,客户覆盖整个东北地区,拥有较为完备的包括品牌产品采购平台及物流配送体系在内的产品供应链体系。标的公司成立于 2015 年 5 月 14 日,分别由宁波梅山保税港区红瑞投资中心(有限合伙)与宁波梅山保税港区欣跃投资中心(有限合伙)持股 60% 与 40%。标的公司被收购时一年及一期的主要财务数据如表 1-18-2 所示。

表 1-18-2 标的公司基本财务指标

单位:万元

项目	2017 年 3 月 31 日	2016 年 12 月 31 日
总资产	26,777	22,479
总负债	16,087	15,130
股东权益	10,690	7349
项目	2017 年 1~3 月	2016 年
营业收入	12,433	35,095
净利润	2816	6474

(三) 收购估值及商誉情况

本次收购评估基准日为 2016 年 12 月 31 日,最终采用收益法评估,评估值为 15.000 亿元,较账面净资产增值 14.265 亿元,增值率高达 1941.08%。在本次收购完成后,润达医疗的商誉增加了 7.690 亿元。

二、案例分析

(一)行权过程

投服中心于2019年10月22日公开发声,对评估机构估值是否合理、标的公司近两年业绩偏离行业整体水平、商誉减值计提是否充足等方面提出疑问,建议润达医疗向广大投资者充分说明,帮助投资者理清事件背后的逻辑,切实维护投资者合法权益。润达医疗于2019年10月26日以公告形式回复了投服中心的质询,并补充披露了收购时作出的评估说明。

(二)行权内容分析

1. 收购时评估报告过于简单,润达医疗也未披露评估机构出具的评估说明,不便投资者判断交易估值是否虚高

2017年7月润达医疗通过现金支付方式以9.03亿元受让标的公司60%的股权。收购时标的公司成立仅2年多,注册资本为1000万元。依据银信资产评估有限公司就本次交易出具的评估报告(银信评报字[2017]沪第0367号),标的公司估值增值率为1941.08%,采用收益法、市场法评估,最终以收益法评估结果确定。但评估报告及相关补充公告中未披露标的公司未来收益预测数据(如收入、成本费用预测情况等)、盈利预测的分析及判断过程、标的公司与行业或竞争对手的对比分析、可能面临的市场经营风险,也未披露评估机构对标的公司销售成本率、期间费用率、采购销售业务稳定性的必要分析和判断等内容。特别是标的公司作为成立仅2年多的新公司,评估报告中未结合标的公司核心资源充分说明对其采用收益法估值的合理性。建议润达医疗补充披露评估机构就该项收购出具的评估说明全文,向广大投资者充分还原评估机构对标的公司高估值的合理依据。请润达医疗同时说明标的公司2017年及2018年的实际经营情况与评估机构的预测数据是否一致。

2. 评估机构估值时是否充分考虑行业政策风险

润达医疗解释标的公司未实现承诺业绩的原因之一,系由于东北三省近两年推出了区域结果互认政策,导致标的公司业务推广难度增大。然而,早在2010年6月卫生部办公厅发布的《关于加强医疗质量控制中心建设推进同级医疗机构检查

结果互认工作的通知》就已提出推进同级医疗机构检查结果互认制度。2016年10月1日,京津冀地区开展了三地医疗机构临床检验结果互认试点工作。2016年11月10日,黑龙江省卫生和计划生育委员会印发的《关于进一步推进同级医疗机构检验结果互认工作的通知》也提出,在黑龙江省内进一步推进医疗机构检验结果互认工作。2016年12月27日,国务院印发的《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》明确表示“将推进同级医疗机构间以及医疗机构与独立检查检验机构间检查检验结果互认”。因此,检验结果互认政策已于润达医疗收购前陆续出台,评估机构评估时应就该行业政策对标的公司未来盈利能力的影响有所预判,但2017年5月18日评估机构出具的评估报告中未提及该行业政策风险。请评估机构说明在评估时是否充分考虑了行业政策风险对标的公司未来盈利能力的影响。

3. 标的公司业绩变动情况偏离行业整体情况

标的公司主要从事体外诊断产品流通与服务业务,为罗氏品牌免疫类、生化类产品和希森美康品牌部分产品在东北地区的主要经销商之一。标的公司2015~2018年的净利润分别为-124.66万元、6473.71万元、1.35亿元及1.47亿元,2016年标的公司净利润增长6598.37万元,出现爆发式增长,2017年及2018年净利润增长率分别为108.54%、8.89%,业绩变动幅度较大。依据《2018年中国体外诊断行业年度报告》,近年来,体外诊断行业增速在15%~20%,其中生化检测增速约6%~7%,免疫类增速在20%左右。同时,依据Wind行业中心数据,2016~2018年体外诊断行业整体净利润增长率分别为21.08%、23.81%及16.11%,未出现标的公司所显示的大幅增长或增速大幅下滑趋势。此外,虽然“两票制”等行业政策陆续在各地执行,但同属于体外诊断行业的艾德生物、基蛋生物、迈克生物等上市公司近两年净利润增长率平均保持在20%~40%,均未出现类似标的公司的大幅变动。请说明标的公司业绩变动背离行业整体水平,2016年、2017年出现大幅增长及2018年增速大幅下滑的主要原因。

4. 在标的公司连续两年未实现承诺业绩、面临市场竞争格局变化的背景下,减值测试认定未减值是否合理

润达医疗披露标的公司连续两年未实现业绩的另一原因,是所处区域的市场竞争格局正从以价格及代理产品为核心的竞争模式向服务能力为核心的竞争模式转变,多家上市公司在东北地区加大业务布局,当地终端客户对标的公司集成业务

接受程度较低,发展速度低于预期。但2017年及2018年年末公司聘请的评估机构对标的公司形成商誉进行的减值测试认定未出现减值。根据《会计监管风险提示第8号——商誉减值》的规定,当相关资产现金流或经营利润持续恶化或明显低于形成商誉时的预期,特别是被收购方未实现承诺业绩的,以及市场竞争程度等发生明显不利变化时,应认定出现特定减值迹象。请评估机构结合已变化的竞争格局具体说明标的公司所形成商誉未发生减值的合理性,评估机构是否审慎、恰当地考虑了标的公司出现前述减值迹象的实际影响。

案例 19 亚邦股份控股股东变更重组业绩承诺

2018 年年底,因收购的江苏恒隆作物保护有限公司(以下简称恒隆作物)未实现业绩承诺,江苏亚邦染料股份有限公司(以下简称亚邦股份,股票代码为 603188)拟免除控股股东亚邦投资控股集团有限公司(以下简称亚邦集团)等承诺方的补偿义务,并更改恒隆作物业绩承诺,此事在市场的反对声中不了了之。2019 年 4 月亚邦股份拟重新调整恒隆作物的业绩承诺,再次引起中小投资者的不满。投服中心认为,控股股东对资本市场要有敬畏之心、遵守市场规则,以更改业绩承诺的方式逃避补偿责任已严重侵害了上市公司及中小股东的利益,并呼吁广大中小股东积极行使股东权利。

一、案例简介

(一)上市公司基本情况

亚邦股份成立于 2006 年,于 2014 年 9 月在上海证券交易所主板上市交易。2019 年 4 月 11 日发布调整业绩承诺方案公告时,亚邦股份股价为 10.28 元/股,总股本为 5.76 亿股,总市值 59.21 亿元。亚邦股份的控股股东是亚邦集团,持股比例为 28.84%;实际控制人是许某初、许某东及许某霞,其通过直接或间接持股方式,合计持有亚邦股份 33.66% 的股权。

亚邦股份属于化学原料和化学制品制造业,主要从事染料及染料中间体的销售与服务,主营产品为蒽醌结构分散染料和还原染料,其三年的财务状况和经营成果如表 1-19-1 所示。

表 1-19-1 亚邦股份基本财务指标

单位:万元

项目	2018年12月31日	2017年12月31日	2016年12月31日
总资产	476,481.19	449,556.37	420,801.73
总负债	164,445.86	72,575.12	70,052.93
股东权益	312,035.33	376,981.25	350,748.80
项目	2018年	2017年	2016年
营业收入	207,582.03	243,557.76	228,751.55
利润总额	13,381.55	60,829.65	76,549.02
净利润	11,812.41	50,263.83	65,340.10

(二) 标的公司基本情况

恒隆作物成立于2013年,以农药的研发和生产为主营业务,有杀虫剂、杀菌剂、除草剂三大系列产品,其一年及一期的主要财务数据如表1-19-2所示。但根据2018年1月20日亚邦股份发布的《关于公司支付现金购买资产暨关联交易的公告》可知,连云港市政府自2017年12月开始开展对“两灌”化工园区企业进行集中整治专项活动,截至上述公告出具之日,恒隆作物因需进行安全生产“评价会审”而处于停产状态,企业通过“评价会审”后,符合安全生产条件的,准予继续正常生产,该项工作预计于2018年3月底前完成,届时恒隆作物恢复生产。

表 1-19-2 恒隆作物基本财务指标

单位:万元

项目	2017年11月30日	2016年12月31日
总资产	87,350.49	92,537.02
总负债	66,283.54	80,154.65
股东权益	21,066.95	12,382.36
项目	2017年1~11月	2016年
营业收入	77,350.91	58,078.44
利润总额	10,332.18	2391.54
净利润	8655.12	1543.80

(三) 收购时重组方案

2018年2月亚邦股份以现金方式收购了其控股股东亚邦集团所持有的恒隆作物51%的股权,以及其他股东所持有的恒隆作物19.60%的股权,合计获得恒隆作

物 70.60% 的股权,总作价为 90,368 万元。本次涉及收购控股股东的股权,构成关联交易,不构成《上市公司重大资产重组管理办法》规定的重大资产重组。

1. 估值情况

以 2017 年 11 月 30 日为评估基准日,恒隆作物股东所有者权益的账面价值为 14,789.16 万元,收益法评估值为 128,200 万元,增值额为 113,410.84 万元,增值率为 766.85%。

2. 支付方式和支付期限

本次交易对价支付方式为现金支付。亚邦股份应在交易完成股权交割后 10 个工作日内,向转让方支付价款总额的 85%,其余 15% 分别于会计师事务所对恒隆作物业绩承诺期内的业绩承诺实现情况进行专项审核并出具专项审核报告之日起 10 个工作日内支付,3 个承诺年度每期支付 5%。

3. 业绩承诺与补偿

转让方承诺恒隆作物 2018 年、2019 年、2020 年的经审计的税后净利润(以扣非后归母净利润为计算依据,下同)分别不低于 9000 万元、12,300 万元及 14,100 万元。如恒隆作物 2018 ~ 2020 年的实际利润低于上述承诺利润,则转让方须对上市公司进行业绩补偿,每期业绩补偿的具体金额按以下公式确定:

$$[(\text{截至当期期末恒隆作物累计净利润承诺数} - \text{截至当期期末累计净利润实现数}) \times \text{本次股权转让作价} / \text{补偿期限内 3 年的净利润承诺数总和}] - \text{已补偿金额}$$

如根据上述公式计算的金额小于或等于 0 时,则按 0 取值,即转让方无须向甲方补偿。但已经补偿的金额不冲回。

(四) 调整业绩承诺方案

2018 年 5 月 3 日,亚邦股份公告因政府要求环保集中整治,公司在相关园区内的子(分)公司已全面停产,其中便包括恒隆作物。2018 年 12 月 4 日,亚邦股份披露了《关于调整控股子公司业绩承诺及签署相关补充协议的公告》,拟对恒隆作物的业绩承诺方案进行调整,但 2019 年 1 月 3 日公告取消了审议调整业绩承诺方案的股东大会,需对调整本次业绩承诺及补偿方案事项进一步考虑。

2019 年 4 月 11 日,亚邦股份披露了《关于重新调整控股子公司业绩承诺的公

告》,因恒隆作物自2018年4月28日停产,无法实现正常生产经营,将恒隆作物的业绩承诺期限调整为复产之日的次月开始的36个月,每12个月经审计的税后净利润分别不低于12,300万元、14,100万元及14,900万元。如恒隆作物复产日晚于2019年12月31日,转让方承诺上述3个业绩承诺期间经审计的税后净利润分别不低于14,100万元、14,900万元及15,500万元。如恒隆作物在2020年12月31日前仍未恢复正常生产经营或者在此之前出现关停、整合等情形,业绩承诺主要责任方亚邦集团将与上市公司积极协商解决方案。

二、案例分析

(一)行权过程

2019年4月24日,投服中心通过公开发声的方式对亚邦股份行权:一是反对亚邦集团等推迟恒隆作物的业绩承诺及补偿;二是建议对恒隆作物的价值进行重新评估;三是建议亚邦集团等原价购回恒隆作物70.60%的股权,同时呼吁中小股东积极行权。亚邦股份于2019年4月26日召开临时股东大会审议此事项,亚邦集团及一致行动人作为关联方回避表决,最终表决以53.32%的比例通过了业绩承诺调整方案,但参与投票的持股5%以下的中小股东超半数投了反对票。

(二)行权内容分析

1. 调整业绩承诺损害上市公司及投资者权益

2018年2月上市公司现金收购因“政府开展环保和安全集中整治活动”处于停产状态的恒隆作物70.60%的股权,其中包括控股股东亚邦集团持有的恒隆作物51%的股权,合计作价9.04亿元,溢价766.85%。亚邦集团等资产出售方承诺恒隆作物2018~2020年的净利润分别不低于0.90亿元、1.23亿元及1.41亿元。

在收购完成后,上市公司并未发布任何恒隆作物复产的公告。2018年5月3日,上市公司公告因政府要求连云港化工园区进行环保集中整治,公司在相关园区内的子(分)公司已全面停产,其中便包括恒隆作物。恒隆作物尚未复产,无法实现2018年业绩承诺。此次,亚邦集团等拟将承诺期限调整为恒隆作物复产之日次月开始的36个月,每12个月的净利润分别不低于1.23亿元、1.41亿元及1.49亿元;如恒隆作物复产日晚于2019年12月31日,则上述3个业绩承诺期间净利润分别

不低于1.41亿元、1.49亿元及1.55亿元；如恒隆作物在2020年12月31日前仍未恢复生产，再另行协商解决方案。上述收购及调整业绩承诺行为严重损害了上市公司和中小股东的权益。

一是控股股东用无效资产攫取了上市公司资金。2018年收购时，对恒隆作物价值的评估以其2018年4月前恢复生产、能正常经营为假设前提。上市公司收购恒隆作物时，恒隆作物因政府环保、安全集中整治而处于停产状态，是无法正常经营、无法产生收益的“无效资产”。另外，根据上市公司2019年4月11日《关于重新调整控股子公司业绩承诺的公告》，恒隆作物停产已至少1年，安全、环保设备提标改造仍需投入大量资金和时间，何时能复产经营尚不能确定。就是用这种无效资产，控股股东等攫取了上市公司巨额现金。

二是收购款实质上已构成了“资金占用”。上市公司“真金白银”收购的资产是无法正常生产的无效资产，假如未收购此项资产，按照银行一年期贷款基准利率4.35%计算，9.04亿元现金至少能每年为上市公司带来3932.00万元的利息收入。目前，恒隆作物不具备生产能力却不履行补偿义务，实际上已构成了对上市公司资金的占用。

2. 投服中心坚决反对调整业绩承诺，建议重新评估恒隆作物价值或控股股东进行回购

一是坚决反对推迟业绩承诺及补偿。根据公告，恒隆作物2018年1月至10月亏损2590万元，不仅未给上市公司带来利润，还因亏损进一步蚕食上市公司权益。按原业绩补偿协议，假设恒隆作物2018年净利润为-2590万元，交易对方应补偿上市公司2.96亿元现金，其中亚邦集团应补偿2.14亿元。亚邦集团不履行2018年业绩承诺，直接侵害了上市公司利益。投服中心作为上市公司的股东，坚决反对推迟、更改业绩承诺这种侵害上市公司利益的行为。

二是建议对恒隆作物的价值进行重新评估。根据2018年1月20日亚邦股份《关于公司支付现金购买资产暨关联交易的公告》，收购时恒隆作物便已处于停产状态，评估前提是其于2018年4月前能恢复生产，预测恒隆作物2018~2022年的净利润分别为0.89亿元、1.22亿元、1.41亿元、1.48亿元及1.54亿元，2023年及以后永续年的净利润为每年1.59亿元，并据此评估出恒隆作物的价值。目前，恒隆作物一直处于停产状态，何时复产尚不可知，2018年与2019年净利润合计极有可

能为亏损,已不能满足估值时的假设条件和盈利预测。如上市公司及控股股东执意要推迟业绩承诺及补偿,投服中心建议上市公司对标的资产的价值进行重新评估,并在评估值中扣除由上市公司承担的提标改建投入,扣除在恒隆作物停产期间9.04亿元收购款可产生的同期银行贷款利息。

三是建议控股股东亚邦集团等原价购回恒隆作物70.60%的股权。调整业绩承诺的方案显示,如恒隆作物在2020年12月31日前仍未恢复正常生产经营或者在此之前出现关停、整合等情形,业绩承诺主要责任方亚邦集团将与上市公司积极协商相关方案,采取一切有效措施维护上市公司利益,但其并未给出明确、具体的方案,无法预防控股股东一再更改和延后业绩承诺,逃避补偿义务。投服中心建议,如出现恒隆作物迟迟无法复产或关停等情况,控股股东亚邦集团等交易对方以原价购回恒隆作物70.60%的股权,并承担停产期间恒隆作物给上市公司造成的损失。

案例 20 商赢环球控股股东变更重组业绩承诺

2019 年年底,因收购的环球星光国际控股有限公司(以下简称环球星光)连续 2 年未实现业绩承诺,商赢环球股份有限公司(以下简称商赢环球或上市公司)拟调整上市公司实控人杨某等业绩承诺方的业绩承诺补偿方式并下调补偿金额,引起了广大中小投资者的不满。投服中心作为上市公司的小股东和中小投资者保护公益机构,呼吁广大中小投资者积极行使表决权,维护自身权益。

一、案例简介

(一)上市公司基本情况

商赢环球成立于 1999 年,于 1999 年 7 月在上海证券交易所上市。2019 年 12 月 10 日发布关联交易公告时,商赢环球股价为 14.74 元/股,总股本为 4.70 亿股,总市值 69.28 亿元。商赢环球控股股东是商赢控股集团有限公司,持股比例为 12.94%;实际控制人是杨某及其一致行动人,通过直接或间接持股方式,合计持有商赢环球 23.88% 的股权。

商赢环球属于服装制造业,主要从事纺织服装,集服装研发、设计、生产和销售于一体,主营业务按产品分类,包括布料贸易和成衣销售等,其中成衣产品以少女装、轻熟女装、运动服饰、青少年服饰为主,旗下包括 One World、Live and Let Live、World Unity 及 Unity 等多个女性服装自有品牌和运动潮牌 Active 等,其三年的财务状况和经营成果如表 1-20-1 所示。

表 1-20-1 商赢环球基本财务指标

单位:万元

项目	2018年12月31日	2017年12月31日	2016年12月31日
总资产	227,921.93	420,641.30	395,442.47
总负债	110,059.50	121,950.43	105,044.61
股东权益	117,862.43	298,690.87	290,397.86
项目	2018年	2017年	2016年
营业收入	216,250.21	218,743.33	42,967.22
利润总额	-177,586.26	16,463.86	2976.71
净利润	-183,056.44	12,764.09	3195.63

(二) 标的公司基本情况

环球星光于2012年成立,集服装研发、设计、生产和销售于一体,目前共8家全资子公司,包括零售、贸易、制造三大业务板块,主要面对美国市场,旗下有包括Oneworld等多个自有女装品牌,还为Under Armour(安德玛)提供APS公司代工服务。标的公司被收购时近一年及一期的财务状况和经营成果如表1-20-2所示。

表 1-20-2 环球星光基本财务情况

单位:万元

项目	2014年9月30日	2013年12月31日
总资产	8960.40	7061.04
总负债	6194.67	6363.36
股东权益	2765.73	697.69
项目	2014年1~9月	2013年
营业收入	45,715.39	72,004.90
利润总额	2620.20	2159.14
净利润	2620.20	2159.14

二、案例分析

(一) 行权过程

2019年12月4日,投服中心通过公开发声的方式对商赢环球行权,反对控股股东变更业绩补偿方式并下调补偿金额。商赢环球于2019年12月27日召开临时

股东大会审议此事项, 杨某及其一致行动人作为关联方回避表决, 最终表决以 99.68% 的比例通过了业绩承诺调整方案。

(二) 行权内容分析

2016 年 9 月商赢环球以非公开发行股票的方式收购环球星光 95% 股权, 收购时作价约人民币 18.80 亿元, 评估增值率达 268.63%。杨某和罗某某承诺环球星光 2017~2019 年的扣非后归母净利润分别不低于 6220 万美元、8460 万美元及 11,870 万美元, 复合增长率达到 38.14%。收购完成后, 环球星光 2017~2018 年均没有完成业绩承诺, 扣非后归母净利润为人民币 1.39 亿元和 -9.80 亿元, 承诺完成率仅为 -77.34%。商赢环球于《2018 年年度报告(修订稿)》中披露, 本次重大资产重组形成商誉总额为人民币 13.71 亿元, 已计提减值准备 12.75 亿元。

商赢环球于 2019 年 11 月 21 日发布的《资产收购协议之第四次补充协议》(以下简称《第四次补充协议》), 约定业绩承诺方由现金补偿变更为非现金和现金补偿相结合的方式, 并调整补偿金额。根据中国证监会于 2016 年 6 月 17 日发布的《关于上市公司业绩补偿承诺的相关问题与解答》, 上市公司在重大资产重组中, 重组方的业绩补偿承诺不能变更, 投服中心认为变更业绩补偿承诺不符合相关规定。同时, 变更补偿方式并下调业绩补偿金额严重损害了上市公司和中小股东的权益, 原因如下。

1. 下调业绩承诺补偿金额进一步扩大收购环球星光造成的损失

商赢环球非公开发行股票后, 总股本约为 4.7 亿股, 上市公司归属于母公司的所有者权益为 28.13 亿元, 每股净资产为 5.99 元/股。收购环球星光后, 商赢环球每股净资产仍为 5.99 元/股, 但其中包含收购产生商誉的 2.92 元/股。2017~2018 年, 商赢环球计提商誉减值 12.74 亿元, 环球星光累计亏损 8.41 亿元, 对商赢环球现金补偿 4.70 亿元。截至 2018 年 12 月 31 日, 商赢环球因此遭受了 16.45 亿元的巨额损失, 每股净资产降低了 3.50 元/股。若不考虑商赢环球其他的盈亏因素, 商赢环球每股净资产将降低为 2.49 元/股。

2019 年 11 月 21 日, 上市公司披露《第四次补充协议》, 约定应补偿金额 = 上市公司支付的应支付的全部交易对价和增资款 - 环球星光 2019 年 9 月 30 日经审计的净资产金额 - 业绩承诺方已支付的业绩补偿金。由于上市公司尚未披露环球星光的审计评估报告, 本次赔偿的具体金额无法确定。但根据上市公司的披露信息,

环球星光第三期业绩实际情况预计仍将亏损,因此,本次约定的补偿金额将远低于原《资产收购协议》约定的业绩补偿金额。若是业绩承诺方能够按照原《资产收购协议》进行补偿,上市公司遭受的损失则会相对减轻;若按照《第四次补充协议》约定的补偿金额进行补偿,投资者的损失弥补程度将大幅减少。

2. 变更业绩承诺补偿方式增加了业绩承诺补偿的不确定性

上市公司公告称考虑罗某某和杨某的资产状况及补偿方式的经济性、及时性以及可操作性,补偿方式由以现金补偿方式变更为以现金和非现金资产相结合。杨某作为业绩承诺方之一,拥有包括港大零售等公司的股权。港大零售2019年中期报告显示,杨某拥有的股权绝大部分已质押给了中国长城资产管理股份有限公司,能否用于补偿存在巨大不确定性。投服中心建议,上市公司要求杨某将拟用于业绩补偿的非现金资产变现后直接补偿给上市公司,以减少本次业绩承诺补偿的不确定性。

案例 21 深大通控股股东变更重组业绩承诺

一、案例介绍

(一) 上市公司基本情况

深圳大通实业股份有限公司(以下简称深大通)成立于1987年,公司股票于1994年8月8日在深圳证券交易所挂牌交易。截至2019年12月31日,公司总股本为522,777,419股,控股股东姜某,持股比例为21.4%。2015年深大通发行股份及支付现金购买资产时其主营业务为房地产开发。

(二) 标的公司基本情况

浙江视科文化传播有限公司(以下简称视科传媒)于2008年成立,注册资本为8888.89万元,夏某明持有视科传媒29.075%的股权,为视科传媒控股股东和实际控制人。自成立以来,视科传媒一直致力于发光二极管(Light Emitting Diode, LED)显示屏商务活动业务的开拓,2012年以来,视科传媒逐步向户外媒体运营商转型。根据瑞华会计师事务所为视科传媒出具的《审计报告》,重组时视科传媒两年及一期的财务数据及财务指标如表1-21-1所示。

表 1-21-1 视科传媒基本财务指标

单位:万元

项目	2015年9月30日	2014年12月31日	2013年12月31日
资产总计	35,783.81	14,001.60	3173.88
负债合计	7770.11	3708.02	1476.29
股东权益合计	28,013.70	10,293.58	1697.59

续表

项目	2015年1~9月	2014年	2013年
营业收入	20,324.70	8358.46	2569.12
营业利润	11,443.00	4168.73	730.10
利润总额	11,384.59	4097.16	730.09
净利润	8480.12	3065.99	490.74

冉十科技(北京)有限公司(以下简称冉十科技)于2012年成立,注册资本为500万元,曹某芳持有冉十科技63%的股权,为冉十科技控股股东和实际控制人。冉十科技主营业务为移动互联网广告营销业务,包括移动互联网网页广告(以Wap广告为主)和移动互联网应用广告(APP广告)业务,同时,冉十科技亦为客户提供无线整合营销业务。根据瑞华会计师事务所为冉十科技出具的《审计报告》,重组时冉十科技两年及一期的财务数据及财务指标如表1-21-2所示。

表1-21-2 冉十科技基本财务指标

单位:万元

项目	2015年9月30日	2014年12月31日	2013年12月31日
资产总计	10,753.23	4284.81	604.63
负债合计	3650.82	2215.43	497.80
股东权益合计	7102.41	2069.38	106.83
项目	2015年1~9月	2014年	2013年
营业收入	20,191.35	7686.18	1357.85
营业利润	6751.65	2091.79	21.81
利润总额	6748.82	2091.79	9.81
净利润	5033.03	1562.55	6.78

(三)收购时重组方案

公司于2016年1月通过发行股份及支付现金的方式,购买了冉十科技原股东3人合计持有的冉十科技100%的股权和视科传媒原股东8人合计持有的视科传媒100%股权。

1. 估值情况

以2015年4月30日为评估基准日,采用收益法评估,冉十科技100%全部股东权益价值为105,481.00万元,与账面值3926.15万元相比评估增值101,554.85万元,增值率为2586.63%。采用收益法评估,视科传媒全部股东权益价值为

170,203.00 万元,较账面值增值 147,782.84 万元,增值率为 659.15%。经交易各方协商,冉十科技 100% 股权的交易作价为 105,000.00 万元,视科传媒 100% 股权的交易作价为 170,000.00 万元,交易总额合计 275,000.00 万元。

2. 支付方式和支付期限

交易采用发行股份及支付现金相结合的方式,交易总支付对价 275,000.00 万元,其中股份支付对价 195,697.125 万元,按每股发行价格 20.42 元计算,发行股份数量 95,836,003 股;现金支付对价 79,302.875 万元,以配套募集资金支付。

3. 业绩承诺与补偿

公司与冉十科技原股东于 2015 年 7 月签订《发行股份及支付现金购买资产协议》《标的资产盈利预测补偿协议》,并于 2015 年 8 月签订《发行股份及支付现金购买资产协议、标的资产盈利预测补偿协议的补充协议》,根据约定,冉十科技原股东承诺冉十科技 2015 年至 2017 年净利润分别不低于人民币 7000 万元、8750 万元及 10,937 万元,否则冉十科技原股东应按约定向上市公司进行补偿。

公司与视科传媒原股东于 2015 年 7 月签订《发行股份及支付现金购买资产协议》《标的资产盈利预测补偿协议》,并于 2015 年 8 月签订《补偿协议》,及签署《发行股份及支付现金购买资产协议、标的资产盈利预测补偿协议之补充协议(二)》,根据约定,视科传媒原股东承诺视科传媒 2015 年至 2018 年净利润分别不低于 13,100 万元、16,500 万元、19,800 万元及 21,200 万元,否则视科传媒原股东应按约定向上市公司进行补偿。

(四) 调整业绩承诺方案

2019 年 12 月 3 日,深大通公告,上市公司分别与视科传媒、冉十科技的原股东签署了承诺变更和解协议,拟大幅降低原股东对上市公司的补偿义务,并拟于 2019 年 12 月 18 日召开临时股东大会审议此事项。

公司与视科传媒原股东达成了和解并签订了和解协议,对 2018 年的自愿性承诺进行了变更,具体如下:和解协议生效且视科传媒原股东按照和解协议履行补偿义务,在 2015~2017 年不存在或有补偿的情况下,将原股东(除夏某明以外)2018 年的补偿义务从 120,572.49 万元变更为 2.74 亿元。如果 2015~2017 年存在或有补偿的情况,则将原股东(除夏某明以外)2018 年的补偿义务从 120,572.49 万元变更为 2.74 亿元至 0 元(0 元的情况下,为豁免视科传媒除夏某明之外原股东因自愿

增加2018年业绩承诺导致的业绩补偿、应收账款补偿、资产减值补偿义务)。

公司与冉十科技原股东达成了和解并签订了和解协议,对2018年的自愿性承诺进行了变更,具体如下:和解协议生效且冉十科技原股东按照和解协议履行补偿义务,重组协议不存在或有补偿的情况下,将原股东的因自愿增加2018年业绩承诺导致的补偿义务从61,213.79万元变更为3500.00万元。和解协议生效且冉十科技原股东按照和解协议履行补偿义务,将原股东的承诺“截至2019年12月31日,冉十科技2018年12月31日账面记载的应收账款余额(按单一合同)应全额收回,未能及时收回的金额由冉十科技原股东以现金补偿,并于2020年1月10日前补偿完毕”变更为“冉十科技原股东及曹某发负责在2020年10月31日以前收回冉十科技2018年账面所列的全部剩余应收账款,其中2019年12月31日前收回不低于1.2亿元”。增加了2019年应收账款承诺,冉十科技原股东及曹某发负责在2020年12月31日前收回冉十科技2019年产生的全部应收账款,金额以2019年年度审计报告中应收账款数额为准。

二、案例分析

(一)行权过程

2019年12月3日,深大通公告,上市公司分别与2015年收购的视科传媒、冉十科技的原股东签署了承诺变更和解协议,拟大幅降低原股东对上市公司的补偿义务,并拟于2019年12月18日召开临时股东大会审议此事项,深大通持股5%以上的股东(姜某、朱某英、青岛亚星实业、视科传媒原大股东夏某明、冉十科技原大股东蔡某芳)作为关联方将回避表决,投服中心认为此举严重侵害上市公司及中小股东利益,呼吁广大中小投资者积极行权。

(二)行权内容分析

1. 将补偿金额从21.80亿元变更为6.72亿元,导致上市公司每股净资产减少2.89元,严重损害上市公司和投资者利益

2019年12月3日,深大通公告称与有关业绩补偿方达成和解协议,在2015~2017年不存在或有补偿的情况下,拟将视科传媒除夏某明(已因个人原因被采取刑事强制措施)以外的原股东2018年的补偿义务从12.06亿元变更为2.74亿元;将

冉十科技原股东 2018 年的补偿义务从 9.75 亿元变更为 3.98 亿元(不考虑 2019 年未确定的应收账款补偿额),同时延长冉十科技应收账款回收时间及相应的补偿期限(将原股东承诺的 2018 年的应收账款的回收期限延长至 2020 年 10 月 31 日;增加了 2019 年应收账款承诺应于 2020 年 12 月 31 日前收回的承诺,相关条款详见公告)。以上合计减少补偿 15.09 亿元,以 5.23 亿总股本计算,将导致每股净资产损失 2.89 元,严重损害上市公司及小股东利益。

2. 上市公司当年极不谨慎的“三高”收购早已埋下隐患

2015 年深大通进行重大资产重组,以发行股份及支付现金的方式,分别以 10.50 亿元和 17.02 亿元收购视科传媒、冉十科技 100% 的股权,估值增值率分别高达 659.15% 和 2586.63%。收购完成后形成 24.54 亿元的巨额商誉(其中,视科传媒确认商誉 13.66 亿元,冉十科技确认商誉 9.18 亿元)。视科传媒于 2008 年成立,注册资本为 8888.89 万元,主要从事综合性户外媒体联播业务,该公司 2013 年、2014 年、2015 年 1~9 月净利润分别为 491 万元、3066 万元及 8480 万元,2015 年前 3 季度净利润较 2013 年大幅增长 1627.09%,在重组前 1 年“冲业绩”迹象明显。为了取得高估值,原股东还承诺公司 2015~2018 年净利润不低于 1.30 亿元、1.65 亿元、1.98 亿元及 2.12 亿元,年复合增长率为 17.71%。冉十科技于 2012 年成立,注册资本为 500 万元,冉十科技主要从事线上广告一体化整合营销业务,该公司 2013 年、2014 年、2015 年 1~9 月净利润分别为 6.78 万元、1563 万元及 5033 万元,2015 年前 3 季度净利润较 2013 年大幅增长 74,133.04%,原股东承诺公司 2015~2018 年净利润不低于 7000 万元、8750 万元、1.0937 亿元及 1.3635 亿元,年复合增长率为 24.89%。两家公司是典型的轻资产公司。轻资产公司只有经历长期的品牌建设和客户积累,才能形成稳定的估值,而视科传媒 2013 年净利润只有 491 万元,冉十科技 2013 年净利润只有 6.78 万元,且冉十科技 2012 年刚成立,均不具备颠覆性的创意及核心技术,上市公司却为此支付了 10.50 亿元和 17.02 亿元的高额对价,是典型的“三高”(高估值、高承诺、高商誉)收购,为之后的无法完成业绩承诺及业绩断崖式下跌埋下了隐患。

3. 前次收购的既得利益者通过承诺变更协议逃避巨额补偿义务

通过前次的“三高”收购,视科传媒和冉十科技的原股东获得上市公司价值为 19.57 亿元的股权和 7.93 亿元现金。其中,视科传媒原股东朱某英、夏某明、罗某、

修某贵等股东分别获得上市公司 19.70% 股权、7.41% 股权、1.24% 股权和 1 亿元现金、1.15% 股权和 9350 万元现金;冉十科技原股东曹某芳、李某、莫某雅分别获得上市公司 9.91% 股权、0.47% 的股权和 2.31 亿元现金、0.32% 的股权和 1.05 亿元现金。根据业绩补偿方案,视科传媒原股东作为补偿义务人应补偿 9.75 亿元,如果此次调整补偿协议获通过,以上补偿义务人将逃避补偿责任 5.77 亿元;冉十科技原股东(除夏某明外)作为补偿义务人应补偿 12.06 亿元,如果此次调整补偿协议获通过,以上补偿义务人将逃避补偿责任 9.32 亿元。如按此补偿协议执行,利益受损的将是上市公司及广大投资者。

案例 22 关注 * ST 斯太商誉减值 呼吁上市公司积极释疑

2018 年 10 月 31 日,斯太尔动力股份有限公司(以下简称 * ST 斯太,股票代码为 000760)发布了《关于计提商誉减值准备的公告》,拟对 2013 年收购斯太尔动力(江苏)投资有限公司(以下简称斯太尔江苏)并增资 STEYR MOTORS GmbH(以下简称奥地利斯太尔)所形成的商誉账面余额 9716.56 万元全部计提商誉减值准备。

一、案例简介

(一)上市公司基本情况

* ST 斯太成立于 1994 年,于 1997 年 6 月 11 日在上海证券交易所主板上市交易。* ST 斯太属于机动车零配件与设备行业,主营产品为多缸柴油发动机以及与辅助动力单元(Auxillary Power Unit,APU)、增程器电机相匹配的中轻型、高压泵喷嘴系列柴油机,其三年的财务状况和经营成果如表 1-22-1 所示。

表 1-22-1 * ST 斯太基本财务指标

单位:万元

项目	2019 年 9 月 30 日	2018 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日
总资产	72,765.02	79,820.75	240,620.16
总负债	24,115.94	26,160.33	59,146.84
股东权益	48,649.08	53,660.43	181,473.32

续表

项目	2019年1~9月	2018年	2017年
营业收入	783.62	21,753.33	15,136.11
利润总额	-5011.35	-129,540.85	-10,126.54
净利润	-5011.35	-130,839.74	-16,987.34

(二) 标的公司基本情况

2013年11月公司通过非公开发行股票募集资金15亿元,其中5亿元用于购买武汉梧桐硅谷天堂投资有限公司[以下简称武汉梧桐,后更名为“斯太尔动力(江苏)投资有限公司”,即斯太尔江苏]100%股权,3亿元用于对奥地利斯太尔(斯太尔江苏于2012年收购的全资子公司)增资扩产。上述交易对公司形成合并商誉3.45亿元,斯太尔江苏和奥地利斯太尔均为商誉所涉标的资产。

标的资产主营业务包括柴油发动机的制造与销售等,由于国家柴油发动机排放标准的升级,柴油发动机行业于2014~2016年整体低迷。受排放政策制约,斯太尔江苏原有增程柴油发动机、4缸柴油发动机和6缸柴油发动机产品平台面临技术升级需求,同时由于奥地利斯太尔柴油发动机国产化进程不顺利,导致其2014~2016年业绩不佳,未实现承诺业绩(见表1-22-2)。

表1-22-2 斯太尔江苏业绩承诺实现情况

单位:亿元

项目	2016年	2015年	2014年	合计
承诺业绩	6.10	3.40	2.30	11.80
实际业绩	1.23	-0.11	0.74	1.86
完成率(%)	20.16	-3.24	32.17	15.76

(三) 商誉减值情况

2018年10月计提商誉减值准备时,斯太尔江苏商誉账面原值为13,858.71万元,累积计提商誉减值准备4973.06万元,商誉账面余额8885.65万元;奥地利斯太尔的商誉账面原值为20,676.37万元,累积计提商誉减值准备19,845.46万元,商誉账面余额830.91万元。

二、案例分析

(一)行权过程

2019年6月12日,投服中心通过公开发声方式,向*ST斯太提出两方面问题:一是公司是否于2014年终对商誉所涉标的资产进行了减值测试;二是承诺方是否通过不实的减值测试结果规避减值补偿。

(二)行权内容分析

1. 公司是否于2014年终对商誉所涉标的资产进行了减值测试

2013年11月公司通过非公开发行股票募集资金15亿元,其中5亿元用于购买武汉梧桐(后更名为斯太尔江苏)100%的股权,3亿元用于对奥地利斯太尔(武汉梧桐于2012年收购的全资子公司)增资扩产。前述交易对公司形成合并商誉3.45亿元,武汉梧桐和奥地利斯太尔均为商誉所涉标的资产。

根据《会计监管风险提示第8号——商誉减值》(以下简称商誉减值8号文)的规定,并购重组相关方至少在每年年终进行商誉减值测试,不得以存在业绩补偿承诺、尚在业绩补偿期为由不进行商誉减值测试。公司披露于2015年及2016年年终对商誉所涉标的资产进行了商誉减值测试,并披露了北京国融兴华资产评估有限责任公司出具的商誉减值测试评估报告,但公司未披露2014年年终是否对商誉所涉标的资产进行过减值测试及测试评估结果,请公司补充披露相关信息。

2. 承诺方是否通过不实的减值测试结果规避减值补偿

(1)标的资产连续3年未实现承诺业绩、所属行业不景气,减值测试的评估结果仍为增值是否合理。标的资产主营业务包括柴油发动机的制造与销售等,由于国家柴油发动机排放标准的升级,柴油发动机行业于2014~2016年整体低迷。受排放政策制约,斯太尔江苏原有增程柴油发动机、4缸柴油发动机和6缸柴油发动机产品平台面临技术升级需求,同时由于奥地利斯太尔柴油发动机国产化进程不顺利,导致其2014~2016年业绩不佳,未实现承诺业绩。根据公司公告,斯太尔江苏2014~2016年实际完成业绩为7406.57万元、-1056.93万元以及1.23亿元,3年累计业绩完成率仅为15.80%,实际业绩与3年承诺业绩2.30亿元、3.40亿元、6.10亿元(合计11.80亿元)差异巨大。

根据商誉减值8号文的规定,当相关资产现金流或经营利润持续恶化或明显低于形成商誉时的预期,特别是被收购方未实现承诺业绩的,以及所处行业政策等发生明显不利变化时,应认定出现特定减值迹象。一旦认定资产减值,按照双方协议约定,将可能触发控股股东减值补偿义务。而评估机构作出的减值测试评估报告显示,斯太尔江苏2016年终对应的资产组价值由2015年年终的6.50亿元增加至10.28亿元,增值率达58.15%。请问评估机构在标的资产连续3年未实现承诺业绩、业绩完成率仅为15.80%、标的资产经营业绩持续不佳、柴油发动机行业政策变化、整体行业不景气的情况下仍作出标的资产增值的评估结论是否真实、公允,公司依据评估报告于2014年及2016年末计提商誉减值是否审慎、合理,2015年仅计提商誉减值4666.17万元是否充分、准确。

(2)承诺期届满时未发生商誉减值,承诺期满后大额减值,是否存在规避减值补偿的嫌疑。按照利润补偿协议,若商誉所涉标的资产在承诺期届满时测试减值,控股股东将可能需要履行减值补偿义务。由于评估机构测试商誉所涉标的资产于2016年年终(承诺期届满时)未减值,没有触发控股股东的减值补偿义务。但承诺期满后仅1年,公司于2017年度及2018年第三季度就商誉所涉标的资产计提减值20,152.35万元及9716.56万元,其中2017年计提理由为业绩未达预期。请公司说明标的资产连续3年未达预期、承诺期届满时未出现减值,却在承诺期满后以同样理由计提大额商誉减值的合理性,承诺方是否存在规避履行减值补偿义务的嫌疑。

案例 23 从康尼机电收购项目呼吁中介机构应 归位尽责敬畏专业、敬畏中小投资者

2019年6月26日,南京康尼机电股份有限公司(以下简称康尼机电,股票代码为603111)公告,拟作价4亿元向纾困发展基金出售全资子公司广东龙昕科技有限公司(以下简称标的公司)100%的股权。标的公司是康尼机电于2017年12月以34亿元交易价格收购,仅时隔1年多,价值缩水30亿元,引起市场广泛热议,投资者质疑不断。

一、案例简介

2017年3月24日,康尼机电公告了《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(草案)》,拟通过发行股份的方式购买标的公司100%的股权,交易价格为34亿元。本次交易康尼机电通过发行股份支付约23.37亿元,现金方式支付约10.63亿元,股份发行价格为14.96元/股[本次重组案例的详细内容及分析详见投服中心系列丛书《重大资产重组行权案例评析(2018年)》案例15(第159页)]。

二、案例分析

(一)行权过程

2019年7月9日,投服中心公开发声对中介机构在收购项目中是否勤勉尽责存疑,建议康尼机电及相关中介机构向广大投资者充分释疑。同时,也呼吁中介机构在从事资本市场服务业务时,应当敬畏法律,敬畏专业,恪守执业道德和执业规

则,保证其出具的文件真实、准确、完整。2020年5月12日,康尼机电收到中国证监会《行政处罚告知书》,认定康尼机电在重组报告书中未披露标的公司3.045亿元定期存单的质押情况,存在重大遗漏;2015~2017年标的公司存在虚增收入、利润等财务造假行为,康尼机电披露的重组报告书存在虚假记载等。

(二)行权内容分析

1. 中介机构在尽职调查过程中是否勤勉尽责

(1)中介机构是否遗漏重要信息。公司公告,康尼机电于2017年12月以发行股份及支付现金的方式完成对标的公司100%股权的收购。交易完成后,公司发现标的公司原董事长、总经理廖某茂以标的公司名义对外违规担保6.12亿元、违规借款1.67亿元、违规质押3.05亿元,导致标的公司银行账户被冻结,资金链断裂,供应商停滞供货,客户订单大幅萎缩,生产经营受到严重影响。2018年度,标的公司巨额亏损11.50亿元,不仅没有完成3.08亿元的承诺业绩,也已资不抵债。康尼机电因此计提资产减值准备29.84亿元、计提预计负债4.66亿元,导致康尼机电2018年利润减少34.51亿元,净利润同比下降1221.70%。截至公开发声日,康尼机电已被中国证监会立案调查,廖某茂被司法机关刑事拘留,但由于业绩承诺方大部分股票已处于质押或冻结状态,上市公司能否追偿22.59亿元业绩补偿款存在重大不确定性。

康尼机电公告称,廖某茂以标的公司在厦门国际银行股份有限公司珠海拱北支行的3.045亿元定期存单为深圳市鑫联科贸易有限公司向厦门国际银行珠海分行的3亿元授信贷款及资产管理计划提供质押担保,标的公司于2017年9月20日至10月20日为此签订了6份存单质押合同。该质押担保未在2017年12月1日公司披露的重组交易报告书、中介机构的核查意见书中披露。前述质押行为数额巨大,属于收购过程中中介机构尽职调查工作中的重要核查要点,请说明为何中介机构没能通过银行函证等查验方式及时发现。

另外,在重组交易报告书披露日,即2017年12月1日之前,标的公司还存在5笔违规担保及借款行为,即标的公司作为担保人于2015年3月4日出具了《担保承诺函》为借款人舒某3400万元借款承担连带保证责任;标的公司作为借款人于2017年8月4日与刘某彩签订2份借款合同,涉及金额未知;标的公司作为担保人于2015年1月1日至2017年11月28日为2笔民间借贷承担担保责任,涉及金额

5065.67 万元。以上担保、借款行为也未在重组交易报告书、中介机构的核查意见书中提及。财务顾问国泰君安证券股份有限公司、江苏苏亚金诚会计师事务所及北京嘉源律师事务所在回复上海证券交易所关于核查情况的问询函中没有提及是否就标的公司借款、对外担保事宜向标的公司的相关财务人员、公章管理人员等进行了必要访谈。依据《律师事务所证券法律业务执业规则(试行)》等相关规定,对于标的公司对外担保的查验应当与公司财务负责人等相关人员、会计师面谈,向公司的开户银行、登记机关等部门进行查证、确认。对标的公司财务人员、公章管理等业务操作人员的访谈属于尽职调查工作的基本方式之一,请中介机构说明在尽职调查过程中是如何履行的勤勉尽责义务。

(2)中介机构回复上海证券交易所的核查说明较为牵强、敷衍。各中介机构在回复上海证券交易所的问询函中强调已履行勤勉尽责义务,但受限于调查手段和交易对方的恶意隐瞒,未能发现标的公司前述问题。但多笔担保、借款、质押交易均发生在公司收购标的公司之前且金额较大,通过银行函证、内部人员访谈等基本的查证方式,中介机构应该可以发现前述历史交易,将未能发现的理由归责于对方隐瞒、调查受限、并依赖对方出具的各类确认函及承诺函的说辞较为牵强、敷衍。此外,经查询,国家企业信用信息公示系统显示,2017年8月8日标的公司就中国光大银行股份有限公司东莞分行2000万债权进行了动产抵押登记(登记号:0769东莞0020170808010),但2017年12月公司披露的重组交易报告书也未披露该笔抵押信息,该抵押信息可通过公开渠道轻易查询,中介机构针对上海证券交易所的问询回复无法证明其履行了勤勉尽责义务。

2. 中介机构是否履行了持续督导义务

康尼机电公告称,标的公司作为担保人于2018年2月至3月为3笔民间借贷承担担保责任,涉及金额3.64亿元,2018年另有2笔担保交易(金额及相关信息未知)。前述已披露的违规担保行为发生于康尼机电收购完成后3个月左右。康尼机电财务顾问、北京嘉源律师事务所于2018年3月还出具了完成重组事项股票发行及实施结果的核查意见,均未披露新发生的担保行为。按照《上市公司重大资产重组管理办法》《律师事务所从事证券法律业务管理办法》的规定,财务顾问对实施重大资产重组的上市公司应履行持续督导职责,督导期不少于交易完成后1个会计年度,律师事务所在向中国证监会报送法律意见书后公司发生重

大事项的应当及时提出补充意见。请中介机构说明在后续出具的核查报告中为何没有及时发现并披露标的公司新发生的担保行为,中介机构是否履行了持续督导义务。

案例 24 华昌达控股股东违规以公司名义借款

2017 年 12 月华昌达智能装备集团股份有限公司(以下简称华昌达,股票代码为 300278)及其实际控制人颜某与武汉国创资本投资有限公司(以下简称武汉国创)之间的借贷纠纷成为市场热点,引起中小投资者广泛热议。本次事件的焦点是公司原实际控制人兼董事长颜某假借上市公司名义向武汉国创借款 2 亿元是否需要上市公司偿还?若借款合同上加盖的印章系颜某伪造,颜某的借款行为是否构成表见代理?2020 年 2 月 5 日,公司公告称,该案件已经由湖北省高级人民法院审理判决,判决结果为公司败诉,案件进入执行过程,公司与武汉国创达成和解。

一、案例简介

(一)上市公司基本情况

华昌达成立于 2003 年,于 2011 年 12 月 7 日在深圳证券交易所创业板上市交易,首发后总股本 8670 万股,其中颜某持有 48.49%,罗某持有 5.56%,两人为夫妻关系,合计持有 54.50% 的股份,共同为公司实际控制人。2017 年报告期末,颜某与罗某已解除夫妻关系,不再是一致行动人,颜某持有公司 30.15% 的股权,单独为公司实际控制人。2018 年 7 月 6 日,公司实施了限制性股票激励计划,实施后公司无单一股东持股比例超过总股本的 30%,公司无实际控制人。

公司主营业务包括自动化智能装备的自主研发、设计、制造,安装调试,售后服务等,属于专业设备制造业。其三年的财务状况和经营成果如表 1-24-1 所示。

表 1-24-1 华昌达基本财务指标

单位:万元

项目	2019年9月30日	2018年12月31日	2017年12月31日
总资产	384,060.47	454,884.80	457,714.51
总负债	280,243.80	283,225.82	293,599.44
股东权益	103,487.50	169,748.93	162,202.75
项目	2019年1~9月	2018年	2017年
营业收入	111,810.01	272,547.62	296,602.68
利润总额	-65,525.50	6145.47	10,220.37
净利润	-67,299.89	2434.92	6535.42

(二) 武汉国创基本情况

武汉国创成立于2013年2月4日,是武汉市人民政府国有资产监督管理委员会所控制的企业,属于资产管理与托管银行业,主要从事金融服务业投资、实业投资,受托资产管理与咨询业务。武汉国创股权关系结构如图1-24-1所示。

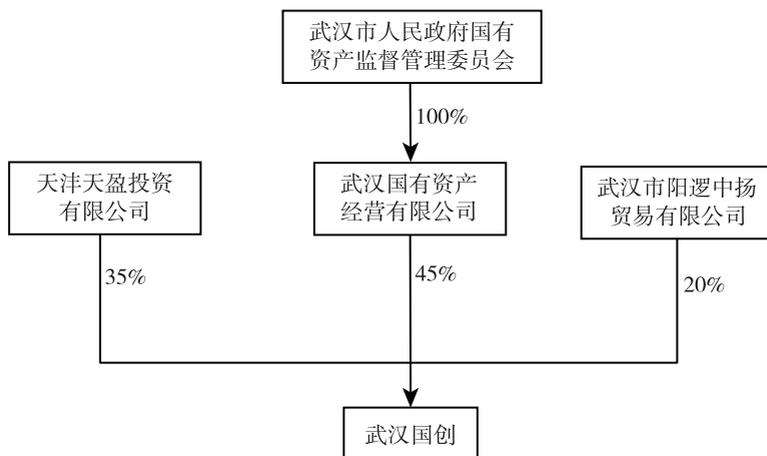


图 1-24-1 武汉国创股权关系结构

(三) 颜某假借公司名义向武汉国创借款

2017年12月7日,公司收到《民事裁定书》,武汉国创申请冻结公司及颜某价值2.20亿元的财产,导致颜某所持公司部分股票以及公司全资子公司上海德梅柯汽车装备有限公司(以下简称德梅柯)股权被冻结。经公司核实,公司从未与国创资本签订任何借款或担保协议,且颜某已偿还武汉国创1亿元债务,公司就股东私刻上市公司公章、假冒法人签字与国创资本产生的债务纠纷事宜向公安机关报案,

同时向国家司法鉴定机构申请公章和法人签字的真伪鉴定。2018年1月公司称经初步调查,上述债务纠纷诉讼案系颜某涉嫌伪造本公司公章、董事会决议、法定代表人印章骗取贷款所为。2020年1月该案已经由湖北省高级人民法院审理判决,判决结果为公司败诉,案件进入执行过程。公司与武汉国创达成和解,协议约定将债务本金调整为1.30亿元,由公司分3年偿付,公司子公司德梅柯以其全部财产提供连带担保责任。

二、案例分析

(一)行权过程

2019年7月30日,投服中心通过公开发声的方式,向华昌达提出两方面观点和疑问:一是实控人利用优势地位损害上市公司利益,应予严惩;二是若公司印章确为伪造,实控人假借公司名义借款是否仍构成表见代理?并呼吁上市公司充分搜集证据,中小股东共同维护上市公司权益。

(二)行权内容分析

1. 实控人利用优势地位损害上市公司利益,应予严惩

公司实际控制人、董事长作为上市公司治理的主导力量,其依法履职、诚实守信是上市公司合规经营和健康发展的重要保障。《公司法》及《深圳证券交易所创业板上市公司规范运作指引(2015年修订)》规定,公司股东应当遵守法律法规和公司章程,不得滥用股东权利损害公司或者其他股东利益;控股股东、实际控制人应当善意使用其控制权,不得利用其控制权从事有损上市公司和中小股东合法权益的行为。虽然上市公司普遍建立了立足于监督制衡的公司治理机制,然而众多违法违规案例证明如果处于优势地位的实际控制人、董事长要蓄意违规,所谓的监督制衡机制会突然变得脆弱不堪。在本案案发时,颜某任华昌达实际控制人兼董事长,与妻子罗某(前公司法定代表人)合计持有公司43.47%的股权,是公司第一大控股股东,持股比例较为集中,该种优势地位为其超越权限损害上市公司利益提供了便利。依据公告及民事判决书,华昌达称颜某伪造公司印章于2016年7月22日假借公司名义与武汉国创签订借款合同,借款2亿元,颜某对此承担连带担保责任。2017年7月4日前,公司已将在其他应付款科目下核算的2亿元

支付给颜某。按照华昌达《董事会议事规则》的规定,公司银行贷款或其他借款(除5000万元以下)应由董事会决议通过。但颜某利用其控制地位凌驾于公司董事会、股东大会之上,假借公司名义骗取个人贷款,损害了上市公司及其他股东利益,其违法行为非常恶劣,应当受到法律的严惩。投服中心强烈谴责该种无视法律、滥用控制权、随意践踏公司决策机制的违法违规行。上市公司是公众公司,其背后拥有成千上万的中小投资者,实际控制人的违法违规行为给上市公司带来的损害理应由那些违背忠实义务的相关责任主体承担,不应由中小投资者买单。

2. 若公司印章确为伪造,实控人假借公司名义借款是否仍构成表见代理

2018年12月12日,湖北两江司法鉴定所认定武汉国创提交的借款合同等相关文件上加盖的华昌达公章、法定代表人印章均与华昌达在工商行政管理部门备案的印章不一致。公司已就颜某伪造公司公章及法定代表人印章向公安机关报案,目前已刑事立案。2019年3月12日、6月20日,武汉市中级人民法院及湖北省高级人民法院判决华昌达败诉,认为颜某在签订借款合同时是公司最大股东、董事长,且负责公司对外融资业务,武汉国创有理由基于其身份相信其有权办理借款业务,构成表见代理。公司已向最高人民法院提起申诉。

最高人民法院发布的《关于当前形势下审理民商事合同纠纷案件若干问题的指导意见》规定,“表见代理制度不仅要求代理人的无权代理行为在客观上形成具有代理权的表象,而且要求相对人在主观上善意且无过失地相信行为人有代理权;人民法院在判断相对人是否善意且无过失时应综合判断相对人是否尽到合理注意义务,还要考虑印章真伪、所借款项用途、是否参与合同履行等各种因素综合分析”。对此,投服中心咨询了公益律师,相关公益律师认为若本案最终确定借款合同上所盖印章均系颜某伪造,该事实可以作为法院判断是否构成表见代理的考量因素之一,同时法院也应结合相对人是否尽到合理注意义务、借款的实际用途等各种因素进行综合判断。

3. 呼吁上市公司充分搜集证据,中小股东共同维护上市公司权益

投服中心建议,华昌达通过合法手段向社会搜集一切可以还原事件真相的证据材料及相关信息,积极为后续法律程序提供充足的证明依据;同时,建议符合条件的股东必要时采取诉讼方式共同维护上市公司的合法权益。投服中心将持

续跟踪事态进展,呼吁上市公司控股股东、实际控制人应当诚实守信、依法履职,维护上市公司和全体股东的共同利益;也呼吁中小股东积极参与上市公司的公司治理,形成有效的外部约束机制,共同促进上市公司规范运作,提高上市公司治理水平。

案例 25 * ST 中捷章程自治条款超越法律规定

中捷资源投资股份有限公司(以下简称*ST中捷,股票代码为002021)公司章程(2018年5月)中规定,单独或合并持有公司表决权股份总数15%(不含投票代理权)以上,且持有时间1年以上的股东,如推派代表进入董事会的,应在股东大会召开前20日书面向董事会提出。2019年10月,*ST中捷第二大股东宁波沅熙股权投资合伙企业(有限合伙)(以下简称宁波沅熙)关于修改公司章程、补选董事的临时提案因未在临时股东大会召开前20日提出而被公司董事会否决。

此次事件的焦点在于,上市公司是否可以通过章程的自治规定限制部分股东法定的提案权及对董事、监事的提名权。投服中心于2019年10月31日公开发声,认为章程条款可以自治,但自治条款不能违反法律明文规定,也不能违反基本法理和立法本意,类似的案例已有司法判例支持,建议*ST中捷对现行章程规定尽快修订,及时纠正违反法律规定、不合理限制股东权利的条款,切实保护股东享有的提案权、选择公司管理者等法定权利。2019年12月*ST中捷按照投服中心的建议对相关条款进行了修订完善。

一、超越法律的章程规定当属无效

2019年9月16日,北京市两高律师事务所为*ST中捷出具了《关于公司董事会未将股东临时提案提交股东大会审议的法律意见书》,认为在公司章程中设置对公司董事提名的限制属于公司在章程范围内的自治,不违反现行法律法规的强制规定。对此,投服中心认为,《公司法》第102条第2款、《上市公司章程指引》(2019年修订)第53条及第82条、《上市公司股东大会规则》(2016年修订)第14条规定,

单独或合计持股3%以上的股东可以在股东大会召开10日前提出临时提案,董事会应当在收到提案后2日内通知其他股东并将其提交股东大会审议,董事、监事候选人名单以提案方式提请股东大会表决。除此之外,相关规定未对股东提案权及董事、监事提名权设置其他附加条件,也未对持股期限作出任何限制规定,且明确规定临时提案需在股东大会召开10日前提出。

投服中心认为,*ST中捷在章程中自行提高持股比例至15%、增加持股期限1年以上、要求董事提名的提案应在股东大会召开前20日提出,违反了《公司法》等相关法律规定,不合理地限制了股东临时提案权、股东对董事及监事的提名权,当属无效。

二、相关案例已有司法判例支持

2018年4月18日,上海某基层法院对投服中心诉某上市公司股东大会决议效力确认一案的判决书中明确表示,《公司法》规定单独或合计持有3%以上股份的股东可以在股东大会召开10日前提出临时提案,只要具有公司股东身份,就有选择包括非独立董事候选人在内的管理者的权利,在权利的行使上未附加任何的限制条件。在公司章程中设定“连续90天以上”的条件违反了《公司法》的规定,限制了部分股东就非独立董事候选人提出临时提案的权利,认定决议内容无效。投服中心认为,该判决结果从司法层面上确认了在章程中自行增设反收购条款、限制股东权利的行为不符合法律规定。

案例 26 ST 银亿受让山西凯能 100% 股权 暨以资抵债的关联交易

2019 年 12 月 17 日,银亿股份有限公司(以下简称 ST 银亿,股票代码为 000981)公告了《关于签署〈股权转让暨以资抵债协议书〉暨关联交易的公告》(以下简称交易方案),公司实际控制人熊某强先生控制的宁波如升实业有限公司(以下简称如升实业)拟将其持有的山西凯能矿业有限公司(以下简称山西凯能)股权转让给公司,用以抵偿宁波银亿控股有限公司(以下简称银亿控股)及其关联方对公司的占款。

一、案例简介

(一)上市公司基本情况

ST 银亿成立于 1998 年,于 2000 年 5 月 18 日在深圳证券交易所主板上市交易。发布交易方案时,ST 银亿股价为 1.49 元/股,总股本为 4,027,989,882 股,总市值 60 亿元,在本次交易前,ST 银亿控股股东为银亿控股、熊某凯,持股比例为 36.22%。

ST 银亿属于汽车制造业,主营业务为汽车动力总成业务、汽车安全气囊气体发生器业务和房地产开发业务,其三年的财务状况和经营成果如表 1-26-1 所示。

表 1-26-1 ST 银亿基本财务指标

单位:万元

项目	2019 年 12 月 31 日	2018 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日
总资产	2,564,092.16	3,678,056.80	4,393,929.24
总负债	1,853,383.12	2,171,499.55	2,541,319.16
股东权益	710,709.04	1,506,557.25	1,852,610.08

续表

项目	2019 年	2018 年	2017 年
营业收入	706,020.47	896,975.89	1,270,274.29
利润总额	-722,914.10	-35,542.90	177,734.85
净利润	-698,972.94	-47,381.47	166,363.69

(二) 标的公司基本情况

在本次重组交易中,购买山西凯能股权的交易对方为如升实业,其控股股东银亿投资控股集团有限公司同时是公司的控股方。如升实业的股权关系结构如图 1-26-1 所示。

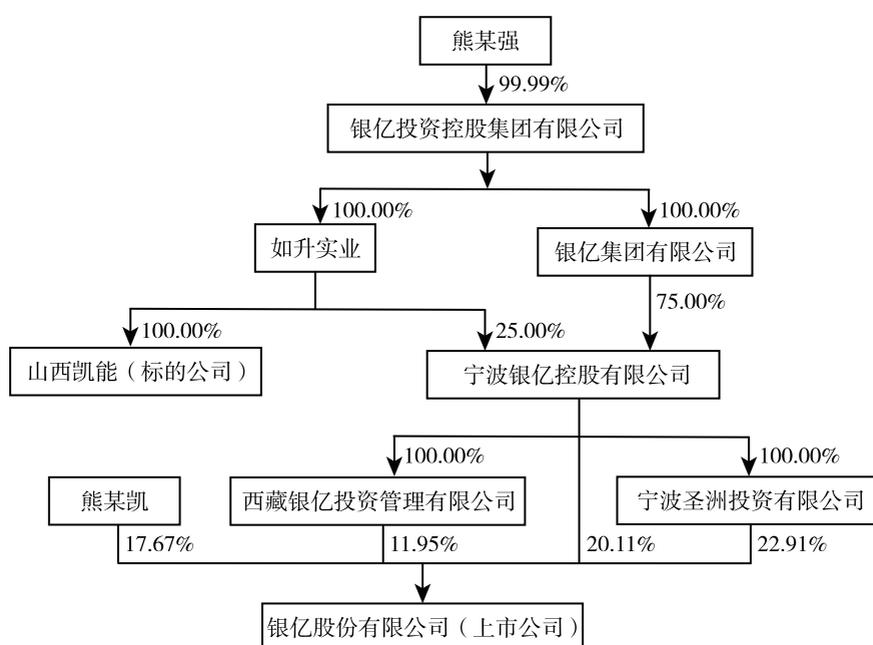


图 1-26-1 ST 银亿、如升实业及山西凯能股权关系结构

在本次交易完成后,ST 银亿将持有山西凯能 100% 的股权,其中 49% 用以抵偿银亿控股及其关联方对公司及下属公司相同数额的占款 92,965.06 万元,另外 51% 的股权作为银亿控股剩余占款清偿义务提供担保,银亿控股将在后续重整过程中筹集资金来偿还,受新冠肺炎疫情的影响,剩余占款的还款时间延迟至 2021 年 3 月 31 日。

山西凯能主营业务为矿业投资,同时经销石膏、硫铁矿、铝矾土、建材等,其核

心资产为下属全资子公司灵石国泰能源有限公司名下的5家矿业公司,即山西灵石国泰宝华煤业有限公司、山西灵石国泰红岩煤业有限公司、山西灵石国泰鸿利煤业有限公司、山西灵石国泰南河煤业有限公司、山西灵石亨元顺煤业有限公司。本次评估分为两部分:一是对不包含采矿权的其他资产的评估,采用资产基础法评估结果,评估值为-46.42亿元;二是对5项采矿权的评估,评估值合计为67.51亿元。在本次以资抵债交易方案中,是将上述两评估值简单相加后的21.09亿元作为标的公司的整体估值。

(三)关联交易方案精要

本次交易方案分为两步:一是以标的公司49%股权抵偿9.30亿元占款;二是在双方约定期限内,将标的公司剩余51%股权过户至公司名下(但标的公司暂时不纳入公司合并报表范围),以这51%股权为剩余的5.26亿元占款(占款余额14.56亿元-标的公司49%股权已抵偿的9.30亿元)的偿还提供担保。若银亿控股未能在2020年4月15日前以现金或其他方式偿还,则以该51%股权抵偿。根据公司公告,银亿控股由于不能清偿到期债务,且其资产已不足以清偿全部债务,已经申请重整并被法院受理。2020年1月4日,山西凯能100%股权过户及工商变更登记工作已经全部完成。2020年4月16日,因遭遇新冠肺炎疫情这一不可抗力事件,使银亿控股重整时间安排与原定计划出现了一定的延后,公司公告了《股权转让暨以资抵债协议书之补充协议》,拟将银亿控股在重整程序中筹集现金或其他措施偿还剩余占款的日期由原定的2020年4月15日延期至10月31日,之后又延期至2021年3月31日。

二、案例分析

(一)行权过程

2020年1月2日,投服中心通过公开发声,针对本次以资抵债事项,向ST银亿提出两点质疑:一是本次交易或无法根本解决相关方对公司的资金占用问题,或新增关联方资金占用;二是公司全部股东权益的评估结论并非由具备证券期货从业资格的评估机构出具,评估值的合理性存疑。并呼吁广大中小投资者积极行权,维护自身权益。

(二) 行权内容分析

1. 本次交易以包含 43 亿元关联担保的标的公司抵偿占款,或无法解决资金占用问题,或带来新的资金占用

根据公司公告,银亿控股由于不能清偿到期债务,且资产已不足以清偿全部债务,已经申请重整并被法院受理。以其目前的偿债能力,银亿控股极有可能到期无法偿还剩余 5.26 亿元占款,届时,公司将完全持有标的公司 100% 股权并将标的公司纳入合并报表范围。

截至 2019 年 6 月 30 日,标的公司存在向银亿控股及其关联方提供关联担保的情形,担保金额 43.28 亿元。根据浙江甬泰律师事务所出具的相关法律意见书,债权人很有可能会优先要求标的公司承担清偿责任。标的公司被纳入公司合并报表范围后,一旦被要求承担担保责任,将会产生两个结果:一是标的公司无法履行担保义务,直接被破产清算,那么本次交易实际上未能抵偿银亿控股及其关联方对公司的占款。二是标的公司自行履行或由公司帮助其履行担保义务,那么将产生新的公司关联方对公司及其子公司的资金占用。无论何种结果,都不能从根本上解决银亿控股及其关联方对公司的资金占用问题。

2. 评估机构不具备证券期货从业资格,评估值不宜在交易方案中直接引用

对标的公司的评估分为两部分。一是由具备证券期货从业资格的北京国融兴华资产评估有限公司(以下简称国融兴华)对不包含采矿权的其他资产的评估,评估值为 -46.42 亿元;二是由不具备证券期货从业资格的北京地博资源科技有限公司(以下简称地博资源)对 5 项采矿权的评估,评估值合计为 67.51 亿元。在本次以资抵债交易方案中,是将上述两评估值简单相加后的 21.09 亿元作为标的公司的整体估值。

《深圳证券交易所股票上市规则》第 10.2.5 条规定,公司与关联人发生的交易(公司获赠现金资产和提供担保除外)金额在 3000 万元以上,且占公司最近一期经审计净资产绝对值 5% 以上的关联交易,应当聘请具有从事证券、期货相关业务资格的中介机构,对交易标的进行评估或者审计。根据 2019 年 9 月更新的中国证监会《从事证券期货业务资产评估机构目录》,地博资源并不具备证券期货业务资产评估资格,其对矿业权的估值能否直接在交易方案中引用值得商榷。

案例 27 呼吁市场各方各司其职 保障股东分红权

一、背景介绍

2019 年新年伊始,为鼓励上市公司在总结 2018 年成绩的同时,不忘回馈广大股东、分享上市公司收益、积极进行现金分红,投服中心撰写新闻稿,呼吁市场各方各司其职,保障股东分红权。

二、公开发声内容

2018 年已经过去,广大投资者与上市公司风雨同舟又走过了一年。在公告年报、盘点收获的季节,广大投资者翘首以盼,期待充分分享上市公司成长的红利。作为专司中小投资者权益保护的公益机构,投服中心呼吁市场各方各司其职,充分保障投资者分红权。

(一)上市公司应依规拟定合理的现金分红方案

围绕现金分红,上市公司应做好以下四方面工作。一是重新审视梳理分红政策,确保公司章程中有关现金分红的规定符合中国证监会及证券交易所的要求。二是严格按照法律法规及公司章程的有关规定,结合公司的实际情况提出现金分红方案。三是在召开股东大会对现金分红方案进行审议前,上市公司应当通过多种渠道主动与股东特别是中小股东进行沟通和交流,充分听取中小股东关于现金分红的意见和诉求。四是做好相关信息披露工作,上市公司应从行业状况、自身所处的生命周期及生产经营规划等各个方面向股东解读现金分红方案的设计初衷,

充分保障股东的知情权。

(二)上市公司做好子公司现金分红工作

由于上市公司决定是否应进行现金分红时,需要以母公司的财务报表中的未分配利润和合并报表中归属母公司的净利润两项指标为依据,因此,上市公司应做好下属子公司向母公司的利润分配工作,避免出现因子公司不向母公司分配利润,致使上市公司不符合现金分红条件,从而规避现金分红的情况。

(三)中小投资者应积极参与现金分红决策

股东可以通过查阅上市公司章程及年报信息了解上市公司的利润分配方案等情况。在此基础上,中小股东可以通过三种方式参与现金分红决策相关事宜。一是通过上市公司提供的沟通渠道,如电话、传真、信函、电子邮件、互动平台等方式向上市公司表达现金分红建议。二是如上市公司召开相关说明会,股东可以通过现场、网络等方式参加,就现金分红有关问题与上市公司进行沟通交流。三是通过现场参加股东大会或网络投票方式对现金分红方案进行审议表决。

(四)独立董事需发挥应有作用

根据有关规定,独立董事除需要对现金分红的时机、条件、最低比例等事宜发表意见外,还应对上市公司章程中现金分红政策是否明确、利润分配方案是否符合现金分红政策、是否存在有能力分红但不分红或者分红水平较低等问题作出判断。此外,独立董事可以征集中小股东的意见,充分考虑广大中小股东的诉求,提出分红提案,并直接提交董事会审议,履行法律法规赋予独立董事的职责。

科学合理的现金分红,有助于减少资本投机炒作,培育市场长期投资、价值投资的理念,而现金分红工作的有序推进也需要市场各方共同努力。

案例 28 上市公司应告别违规担保

一、背景介绍

投服中心行权工作中发现上市公司违规担保频繁发生,屡禁不止。其中有公司治理不完善、内控制度未能得到有效执行等方面的原因,但违规担保发生后对上市公司是否发生法律效力,上市公司是否应该为违规担保承担责任是决定能否遏制违规担保的重要因素,恰逢最高人民法院就《关于审理公司为他人提供担保纠纷案件适用法律问题的解释》向社会征求意见,其中规定违规担保原则上对公司无效。投服中心借此呼吁上市公司告别违规担保。

二、公开发声内容

上市公司违规担保是指上市公司违反《公司法》或公司章程等规定对外提供担保的行为。由于违规担保严重损害上市公司及广大中小股东的合法权益,因此,一直是中国证监会的行政监管和投服中心行权、维权工作所重点关注的方面,但由于违规担保发生时的隐蔽性、披露的滞后性以及某些司法判例确认违规担保有效所带来的示范效应,使上市公司违规担保时有发生,屡禁不止。近期最高人民法院公布了《关于审理公司为他人提供担保纠纷案件适用法律问题的解释》的征求意见稿,规定违规担保原则上对公司无效。相信随着该司法解释的正式颁布,将彻底解决上市公司违规担保的顽疾。投服中心呼吁上市公司,尤其是上市公司的控股股东、实际控制人关注立法方向,从现在开始杜绝违规担保行为并及时纠正已发生的违规担保,保护广大中小股东合法权益。

(一)上市公司违规担保的形式、特点及危害

经梳理,投服中心发现上市公司已经披露的违规担保中,债权人包括商业银行、小额贷款公司、信托公司、P2P公司、典当行、融资租赁、商业保理公司、商贸公司、自然人等各类主体。担保方主要是上市公司及其子公司,被担保方大多是上市公司的控股股东、实际控制人等关联方。

1. 违规担保的形式

违规担保基本分两种情况:一种是未经任何内部决策机构批准,实际控制人、董事长或其他有权人士直接指使相关人员在担保合同上加盖上市公司公章;另一种是决策机构的层级不够,主要表现为应该由股东大会审议的担保,仅由董事会决议通过。

2. 违规担保的特点及危害

违规担保具有强烈的隐蔽性,最终披露基本上都是被动公开,而此时危害往往已经发生。违规担保的隐蔽性主要源于明知违规而刻意为之,是“有权人士”施加影响后绕开了公司所有的正常的决策程序,上市公司的信息披露部门多以不知情为由不予披露。近年来,针对商业银行贷款的违规担保已逐渐减少,大多转向了小额贷款公司等非银行金融机构,甚至是民间借贷,担保主体逐渐由上市公司下沉到上市公司的控股子公司,这更加重了违规担保的便利性和隐蔽性。违规担保中债务人一旦未能正常履约,经司法判决后,债务人仍不能清偿债务的,作为担保方的上市公司即可能要履行担保责任,其优质资产及主要账户往往会被查封或者冻结,而连带责任担保中,债权人更是可以跳过债务人直接要求上市公司履行担保义务,直到此时违规担保信息才被迫披露,但对上市公司及广大中小股东权益的损害已经形成,即使上市公司向有关责任主体追偿,其结果也难以预料。

(二)违规担保法律效力分析

违规担保应属无效,但具体司法实践中却不尽然。根据《公司法》第16条及《关于规范上市公司对外担保行为的通知》等相关规定,公司提供担保必须经过董事会或者股东大会决议批准,但上述法规并未明文规定未经批准的担保无效。在法律实务中,违规担保往往由公司的实际控制人(如董事长)组织实施且加盖了公司公章,结合纠纷双方的商业合作惯例等案情,出于对善意第三人信赖利益的保护,人民法院可能作出认定担保有效的判决。例如,某省高级人民法院审理的某公

司诉某小额贷款公司借款合同纠纷再审案中认为,《公司法》第16条的规定系为约束公司的行为,属于调整公司内部治理行为的管理性规范,对外不产生约束力,违反该规定对外提供担保的,担保行为有效。以上判决并非个案,类似判例还很多,客观上影响了对违规担保行为的打击。

(三) 违规担保效力的立法动向

为正确审理公司为他人提供担保类纠纷案件,根据《公司法》《合同法》《物权法》《担保法》等法律规定,最高人民法院于2018年8月发布了《关于审理公司为他人提供担保纠纷案件适用法律问题的解释》(征求意见稿),预计征求意见后将正式颁布实施。依据该司法解释,未按照《公司法》第16条及公司章程规定程序审批的担保行为对公司无效,即使担保合同上加盖了公司印章或者有法定代表人签章,也推定相对人应该知道该担保行为应该经过公司董事会或者股东大会决议批准,相对人应该对相关决议进行审查。任何人在接受公司担保时,若未能要求对方提供上述批准文件,法律将认定其没有尽到谨慎注意义务,进而认定担保行为无效。

(四) 投服中心建议

上市公司违规担保无效即将获得法律上的明确规定。投服中心呼吁上市公司以此为契机,认真开展自查,全面排查上市公司及其子公司有无违规担保行为,同时加强公司印章管理、强化公司内部控制、完善公司治理,杜绝违规担保。对已经发生的违规担保,督促相关责任方及时采取清偿债务、反担保等应对措施,清除违规担保的影响。违规担保给上市公司造成损失的,应依法及时向责任人追偿。广大中小股东也应珍视法律赋予的股东权利,积极参与上市公司治理,共同维护上市公司及股东的合法权益。

三、行权效果

公开发声以后媒体积极转载,新华社内刊也向中心约稿,刊发该文章。投服中心以中国证监会设立的专门从事投资者保护的机构及上市公司股东双重身份在上市公司年报集中披露之前公开发声,对违规担保各方起到提醒警示作用,有利于上市公司完善治理结构。

案例 29 投服中心首次联合股东成功召开 * ST 毅达临时股东大会

一、事件概况

上海中毅达股份有限公司(以下简称*ST毅达,股票代码为600610)相关公告显示,由于*ST毅达原控股股东大申集团有限公司(以下简称大申集团)股票质押式回购违约,2018年12月25日,上海市第一中级人民法院裁定将大申集团持有的*ST毅达2.6亿股股票(占*ST毅达总股本的24.27%)交付信达证券股份有限公司(以下简称信达证券)用以抵偿债务,信达证券管理的资管计划“信达兴融4号分级集合资产管理计划”成为*ST毅达第一大股东,信达证券代为行使股东权利,但信达证券及独立董事均无法联系上市公司及其他董事,无法进行正常信息披露。*ST毅达“失联”情况引起市场及投资者关注。2019年1月18日,中国证监会上海监管局(以下简称上海证监局)向*ST毅达下发监管关注函,要求公司对其在公司治理、信息披露方面存在的问题进行整改。1月23日,上海证监局建议投服中心联合其他股东共同行权,完善公司治理,保护投资者合法权益。

二、案情分析

(一)公司存在多重风险

一是公司治理缺位。*ST毅达董事、监事集体“失联”,总经理、财务总监等职位空缺,公司治理结构存在重大缺陷。二是公司面临退市风险。*ST毅达2017年财务会计报告被出具无法表示意见的审计报告,公司被实施退市风险警示,且截至

2019年1月23日尚未聘请2018年年报审计机构。如果其未能在规定期限内披露2018年年报,公司股票可能被暂停上市或终止上市。

(二) 第一大股东权利受限

根据《公司法》第101条的规定,由于信达证券管理的资管计划于2018年12月25日成为*ST毅达的第一大股东,持股期限未达90天,无法自行召集和主持股东大会。

三、行权工作开展情况

(一) 确定共同行权股东

投服中心在上海证监局的协助下,与*ST毅达其他持股90天以上的股东取得联系,对行权事项进行沟通,并最终确定共同行权的股东为*ST毅达第二大股东西藏一乙资产管理有限公司(以下简称西藏一乙)以及第三大股东倪某。3名股东合计持股超过了召集临时股东大会10%的法定持股比例。

(二) 初定行权议案

经协商研究,投服中心联合共同行权股东拟提请*ST毅达董事会召开临时股东大会,西藏一乙、倪某提议将《关于选举夜某某先生为公司第七届监事会监事的议案》提交股东大会审议。

(三) 依法定程序推进临时股东大会召开

鉴于*ST毅达董事会“失联”的情况,投服中心和共同行权股东于2019年1月31日按照法定程序分别采取了通过独立董事发布公司公告、发送电子邮件至公司公开电子邮箱和邮政特快专递寄送原件三种方式,将召开临时股东大会的请求送达*ST毅达董事会。公告发出10日后,没有得到*ST毅达董事会的回应。2月15日,北京市中伦律师事务所对*ST毅达董事会收到关于召开临时股东大会的请求后10日内未作出反馈事项出具法律意见书。同日,投服中心联合共同行权股东提请*ST毅达监事会召开临时股东大会,同样采取上述三种方式将召开临时股东大会的请求送达*ST毅达监事会。公告发出5日后,没有得到*ST毅达监事会的回应。2019年2月26日,在北京市中伦律师事务所对前述事项出具法律意见后,投服中心和共同行权股东(以下合称召集人)发出了拟于2019年3月14日召开临

时股东大会的通知,并根据《上市公司股东大会规则》,书面通知公司董事会,同时,向上海证监局和上海证券交易所备案。3月1日,召集人收到信达证券关于免去和补选公司董事、监事的临时提案并公告。此后,投服中心积极与上海证券交易所、中国结算上海分公司、上证所信息网络有限公司沟通,有序推进临时股东大会召开所需的各项准备工作。

(四) 召开临时股东大会现场会议

3月14日,*ST毅达2019年第一次临时股东大会如期召开,投服中心作为召集人之一出席会议。现场参会股东普遍支持本次会议的召开,关心公司未来发展,积极提问。由于公司并无监事出席,会议由律师和股东代表共同计票、监票,投服中心被推举为股东代表之一参与计票、监票,并由律师针对此计票、监票环节出具法律意见书表明其合法性。会议高票通过全部议案。

四、行权效果

(一) 推动了*ST毅达公司治理正常化进程

在此次行权前,*ST毅达公司董事、监事集体失联,致使公司治理机构瘫痪,特别是2018年年度审计报告编制工作存在不确定性。临时股东大会的成功召开,一方面,顺利通过了罢免和补选董事、监事的议案,成功组建了新的董事会、监事会,为*ST毅达公司治理正常化奠定了基础;另一方面,也对公司2018年年报审计工作正常推进起到了推动作用。

(二) 充分发挥了持股行权的示范作用

鉴于*ST毅达的特殊情况及本次联合行权的重要性,投服中心积极关注投资者对此次行权活动的反应,并对2019年2月26日至3月13日(股东大会召开前1日)的舆情加以监测。从舆情监测的结果来看,约超过88%的投资者支持罢免公司原董事、监事并增补新的董事、监事,约超过77%的投资者愿意参与本次股东大会投票。从股东大会会议结果来看,本次大会的参会股东及代表人数共213人,为该公司上市以来参会人数较多的股东大会。投服中心此次行权,激发了广大投资者参与公司治理的热情,并形成了良好的示范效果。

