

持股行权案例评析

案例 1 A 公司资产置换的关联交易

2022 年 4 月, A 公司发布了《关于公司资产置换暨关联交易的公告》(以下简称《交易公告》), 拟以持有的全资子公司 XBDC 公司 100% 股权与公司实际控制人控制的 NJSB 公司持有的标的医院 80% 股权进行置换, 交易作价 17.301 亿元。本次置换完成后, 公司将持有标的医院 80% 股权, 不再持有 XBDC 公司的股权, 本次交易构成关联交易。

一、案例简介

(一) 上市公司基本情况

A 公司成立于 1991 年 5 月, 于 1993 年 10 月在上海证券交易所主板上市交易。发布《交易公告》时, A 公司股价为 10.7 元/股, 总股本为 1 346 132 221 股, 总市值 144.44 亿元, 在本次交易前, A 公司控股股东为 SBJT 公司, 持股比例为 35.99%, 实际控制人为袁某某。

A 公司主要经营业务为商业、房地产业、宾馆餐饮业、健康养老、护理行业、专业技术服务、科研服务业和医药制造业。其最近三年的财务状况和经营成果如表 1-1-1 所示。

表 1-1-1 A 公司基本财务指标

单位: 万元

项 目	2021 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日	2019 年 12 月 31 日
总资产	2 533 013.02	2 462 807.61	2 305 471.82
总负债	718 340.22	767 846.25	682 954.23
股东权益	1 814 672.79	1 694 961.36	1 622 517.60

续表

项 目	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	617 674. 75	565 690. 40	950 184. 99
利润总额	147 852. 12	108 547. 19	234 472. 33
净利润	124 816. 36	90 169. 95	185 978. 31

(二) 标的公司基本情况

本次交易中,标的公司于 2023 年 10 月成立,是一家徐州市民营三级综合性医院。其最近两年的财务状况和经营成果如表 1-1-2 所示。

表 1-1-2 标的医院基本财务指标

单位:万元

项 目	2021 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日
总资产	132 841. 24	132 089. 48
股东权益	45 556. 08	50 086. 47
项 目	2021 年	2020 年
营业收入	20 854. 12	196. 21
净利润	-4 549. 35	231. 99

(三) 资产收购交易公告精要

1. 资产置换收购标的公司

A 公司拟以资产置换方式收购标的医院 80% 股权,拟置出资产为 XBDC 公司的全部资产及负债,以 2021 年 12 月 31 日为评估基准日,选用资产基础法评估结果作为最终评估结论,本次交易拟置出资产的评估值为 173 010. 62 万元,交易价格经协商确定为 173 010. 62 万元。拟置入资产为标的医院 80% 股权,选用收益法评估结果作为最终评估结论,评估值为 175 234. 4 万元,经协商确定的交易价格为 173 010. 62 万元。

2. 本次交易构成关联交易

由于拟置入资产由公司实际控制人控制的 NJSB 公司持有,本次交易构成关联交易。

二、案例分析

(一) 行权过程

2022 年 4 月 18 日,投服中心以发布新闻稿的方式公开发声,对本次交易预测标的医院未来业绩大幅增长的基础依据与分析逻辑、董事是否审慎评估了本次交易可能面临的潜在风险等方面进行质询与建议。

(二) 行权内容分析

1. 预测标的医院未来业绩大幅增长的基础依据与分析逻辑是否合理

(1) 预测标的医院就诊人次持续大幅增长的逻辑是否成立

评估报告中预测,2021~2027 年该医院的门诊年人次分别为 11.1271 万、30.0912 万、42.738 万、45.7704 万、48.642 万、51.2724 万、53.598 万,年均复合增速 29.96%,其中 2022 年较 2021 年增长率高达 170.43%;上述年度实际占用床位数分别为 530 张、792 张、1020 张、1068 张、1443 张、1950 张、2150 张,年均复合增速 26.29%。预测增长的理由为老龄化、城镇化、周边生活小区完善等因素会带动就诊人数增长。

一般而言,一家医院要实现就诊人次大幅增长,在医疗资源相对有限的前提下,不外乎通过社会就诊患者基数增长和在与相对同类的医院的竞争中胜出两条路径。历年《江苏卫生健康年鉴》显示,徐州市诊疗总人数从 2016 年的 6039.84 万人下降至 2020 年的 5525.54 万人,年均复合增速为-2.2%,住院总人数从 2016 年的 174.15 万人增长至 2020 年的 187.89 万人,年均复合增速仅 1.92%,呈现整体诊疗人数负增长、住院人数缓慢增长的特征。而徐州市医疗机构目录信息显示,目前徐州市已有三级综合医院 10 家,包括 9 家公立医院和 1 家民营医院。就综合实力而言,以徐州市中心医院为代表的若干头部公立医院在硬件设备、医护专业水平、患者口碑和信任度等方面,在当地都具备显著优势地位。以徐州市中心医院为例,这家始建于 1953 年的徐州市三级甲等综合医院拥有核定床位 4500 张、86 个临床

专业病区、万元以上设备 4 734 台,在徐州市具有无可争议的竞争优势。但其官网数据显示,该院自 2015~2021 年期间的门诊诊疗人次、出院患者数均呈下滑趋势,门诊诊疗人次从 295.03 万人次下降至 260.72 万人次,出院患者数从 17.06 万人下降至 15.95 万人。

因此,投服中心提请 A 公司就以下两个问题予以说明:第一,评估期间标的医院所在地区老龄化、城镇化、周边生活小区完善等因素的量化指标,以及除近两年的新冠疫情外,还有哪些变量足以持续促使全社会就诊人次不断大幅增长;第二,标的医院作为一家 2021 年 4 月方对外营业,目前尚未盈利的民营三级综合性医院,在硬件基础、仪器设备、医务人员、管理能力、专业技能、诊疗特色、服务能力等方面,相对徐州市当地各家头部公立医院具有哪些核心竞争优势,以实现卓异于当地各家医院的诊疗数据。

(2) 预测人均就诊费用持续大幅增长的逻辑是否成立

评估报告中预测,标的医院 2021~2027 年期间的门诊医疗人均花费分别为 445.54 元、614.26 元、654.56 元、704.6 元、758.57 元、816.63 元、879.54 元,年均复合增速 12%;各年度每床住院日费用分别为 805 元、1 908.52 元、2 022.42 元、2 141.92 元、2 273.36 元、2 405.24 元、2 557.08 元,年均复合增速 21.24%。

依据历年《江苏卫生健康年鉴》数据,徐州市每一门诊人次费用从 2016 年的 145.3 元增长至 2020 年的 196.8 元,年均复合增速为 7.88%;每位出院患者医药费用从 2016 年的 8 694.9 元增长至 2020 年的 9 185 元,年均复合增速仅 1.38%,整体呈现费用缓慢增长的特征。而自 2018 年起,我国正持续推动带量采购和医保支付方式改革,赋予各类医疗机构更多公益属性,药品和医用耗材价格逐步向合理水平回归,人民群众的就医负担逐步降低,充分彰显了制度自信。

投服中心提请 A 公司说明,在当前医疗行业宏观政策环境影响下,预测标的医院未来几年单次人均就诊费用背离当地平均水平持续高增长的依据是什么。

2. 董事是否审慎评估了本次交易可能面临的潜在风险

投服中心梳理了 10 多家上市公司并购民营医院的案例,发现民营医院被收购后业绩不达预期者不在少数。例如,JMYL 公司 2018 年 4 月以 11 475 万元收购 XYY 医院 51% 股权,收购时标的资产的净利润仅 14.08 万元,收购当时承诺标的资产 2018~2020 年的净利润分别为 1 300 万元、2 250 万元及 2 585 万元,但实际实现

业绩为 1 307.77 万元、835.02 万元及-892.37 万元,总业绩实现率仅 20.38%。因标的资产未实现业绩承诺,JMYL 公司于 2021 年 6 月要求承诺方回购标的资产股权,并就业绩承诺未实现的原因解释为:由于标的资产所在区域内医疗机构不断增加,市场竞争加剧,同时受社保控费政策趋严的影响,标的资产门诊收入、住院收入均不及预期。又如,YKSM 公司于 2017 年 2 月以 5 280 万元收购 HZYK 医院 100% 股权,收购时标的资产尚未盈利,但 YKSM 公司称标的资产具有良好的区位优势、较好的医疗业务资质和基础,正呈现出良好的发展势头,极为看好其未来发展。2021 年 8 月,YKSM 公司公告称,由于标的资产尚需要长期的资金投入和能力建设,与其现阶段目标不符,以 134.61 万元出售 HZYK 医院 100% 股权,出售时 HZYK 医院经营业绩仍为亏损。

前述两个案例的盈利预测逻辑与本次交易相仿。在本收购案例中,假设标的医院未来业绩确不及预期,三年承诺期累计业绩为 0,按照业绩补偿公式,公司最高可获得业绩补偿 34 426.552 万元,远低于本次交易作价。投服中心质询 A 公司的诸位董事(含独立董事)在审议本次交易时是否综合考虑了其他上市公司并购民营医院失败案例的经验教训,是否审慎地评估了本次交易可能面临的不确定风险,是否能够自证勤勉履职。

公开发声后,投资者在股吧中纷纷表示赞同投服中心的观点,拟对本次交易投反对票。次日,A 公司公告暂停召开本次交易的临时股东大会,2022 年 6 月 3 日公告修改重组草案,提高了本次交易的业绩承诺,从累计不低于 43 033.19 万元提升到 101 929.06 万元,补偿金额从不超过 43 033.19 万元提升至覆盖全部对价,取得了较好的行权效果。

案例 2 投服中心参加陕西辖区集体接待日暨业绩说明会

业绩说明会是上市公司和中小投资者沟通交流的重要载体。以集体接待日的形式集中举办业绩说明会,既能够帮助投资者快速、准确地抓取信息披露重点,全面了解辖区上市公司发展状况,增进投资者对辖区上市公司价值及经营理念的认同感,也能让控股股东、实控人等关键少数集中倾听广大投资者的合理化建议,增强完善公司治理的内在动力,主动提升上市公司治理水平。此次陕西辖区集体接待日暨业绩说明会是落实《上市公司投资者关系管理工作指引》的重要举措,有助于提升上市公司投资者关系管理工作质量,促进上市公司高质量发展。

一、参会过程

2022年5月13日,投服中心以线上方式参加2022年陕西辖区上市公司投资者集体接待日暨2021年度业绩说明会。会上,投服中心从供需关系、价格走势、重点业务、竞争优劣势等方面分别对BA公司、BB公司、BC公司共三家上市公司进行提问,三家公司均予以认真答复。

二、相关公司基本情况分析

(一) BA公司

BA公司成立于2015年,注册经营地为陕西省咸阳市,于2020年8月在深交所创业板上市。公司自成立以来,主要从事电镀金刚石线的研发、生产及销售。公司是目前国内生产规模、市场份额领先的金刚石线生产企业,其生产的金刚石线用于硅切片、硅料开方、蓝宝石、精密陶瓷、磁性材料等硬脆材料,以及半导体材料切割等领域,目前主要应用于光伏硅片切割。经过不断地创新发展,公司已经成为国内

光伏硅片切割用金刚石线生产的核心企业,是隆基股份、晶科能源、晶澳科技、保利协鑫等硅切片客户的主要供应商。

2021年,BA公司实现营业收入18.48亿元,同比增长53.29%,归属于母公司的净利润7.63亿元,同比增长69.72%。主要原因为全球新增光伏装机量较2020年大幅增长,金刚石线的市场需求也大幅增长,公司跟随市场情况积极投产,扩产,使2021年度的金刚石线产量与销量都较去年有大幅增长。公司在2022年1~3月电镀金刚石线销售量达1694万公里,实现营业收入6.66亿元,较上年同期增长83.62%,归属于上市公司股东的净利润为2.85亿元,较上年同期增长49.18%。

(二) BB公司

BB公司前身是一家中外合资企业,成立于2003年,2014年12月在新三板挂牌,2019年7月于上交所科创板上市。该公司是我国高端钛合金棒丝材、锻坯的主要研发生产基地之一;是目前国内唯一的低温超导线材生产企业,是目前全球唯一的铌钛铈棒、超导线材、超导磁体的全流程生产企业;也是我国高性能高温合金材料重点研发生产企业之一。公司主要业务分为三类,第一类是高端钛合金材料,包括棒材、丝材和锻坯等;第二类是超导产品,包括铌钛铈棒、铌钛超导线材、铌三锡超导线材和超导磁体等;第三类是高性能高温合金材料,包括变形高温合金、铸造和粉末高温合金母合金等。

2021年,公司实现营业收入29.35亿元,同比增长38.91%;归属母公司净利润7.43亿元,同比增长100.39%。主要原因是高端钛合金材料、超导产品以及高温合金材料等主营产品销售收入快速增长,产量提升带动规模效益,同时该时期内费用未大幅增长。

(三) BC公司

BC公司成立于2007年,注册经营地为陕西省西安市,于2021年12月在上交所科创板上市。公司为固体激光器、光纤激光器生产企业和科研院所,医疗美容设备、工业制造设备、光刻机核心部件生产商,激光雷达整机企业,半导体和平板显示设备制造商等提供核心元器件及应用解决方案,产品逐步被应用于先进制造、医疗健康、科学研究、汽车应用、信息技术五大领域。公司产品的技术水平、性能和可靠性指标会直接影响中下游激光应用设备的质量和性能,系产业链中的关键环节。公司自成立以来始终专注光子技术基础科学研究以及潜在创新应用领域的拓展。

公司 2021 年度实现营业收入 47 580.46 万元,同比 2020 年增长 32.21%;实现归属于上市公司股东的净利润 6 776.16 万元,同比增长 94.33%,主要系业务规模扩大,产品销售数量增加所致。

三、投服中心提问内容及上市公司答复

(一) BA 公司

(1) 公司对 2022 年下半年国内市场需求和主要产品价格趋势有何判断?

公司回复称,从 2021 年四季度开始,金刚石线市场景气度回升特别明显,一直到 2022 年一季度都维持在增长通道上。2021 年销量有同比 80% 以上的增长,2022 年一季度也是有环比 15% 以上的增长。在“双碳”目标下,我们预计下半年市场需求也将会符合国家目标的发展趋势,公司也做了很多的扩产的准备,可以提供更多的产能支持,一方面实施产线技改,另一方面开展新基地的建设,双管齐下做积极的布局。至于市场价格会受到多方面因素的影响,市场参与者的供求关系可能是一个主导因素,在偏紧的供应格局下,我们认为下半年产品价格会比较平稳,叠加技术成熟的因素将会导致稳中有降的趋势。

(2) 请公司介绍一下目前向供应链上游拓展的情况,以及金刚石线产品在除光伏市场外的应用上的拓展情况。

公司回复称,公司之所以向产业链上游拓展,一方面希望以此提升产品创新和研发能力,另一方面希望以此平衡供应风险,提升产品稳定性。公司从 2017 年开始母线拉制和微粉镀附的布局,2018 年延伸到了母线拉制的更上游,就是黄丝研发。2021 年底再次将微分镀附拓展到金刚石破碎,在两大主材领域都有拓展和延伸的布局。金刚石线业务在陶瓷、磁性材料等领域已经成熟,但需求有限,市场有待扩展。半导体切割将会是一个极具前景的领域,但大规模应用仍需较长的验证周期。

(二) BB 公司

(1) 公司在经营计划中提出,将在超导材料和磁体领域全面提升公司的国际竞争力,逐步扩大市场占有率。加速相关产品在医疗大健康方面的合作和布局,引领国内及国际相关方向的产业化研发。请公司详细介绍一下在医疗大健康方面布局的具体规划和产业化的相关计划和进展情况。

公司回复称,公司依托“超导材料制备国家工程实验室”“陕西省超导磁体产业创新中心”等创新平台,面向市场需求,加大超导磁体技术在医疗领域应用的研发投入力度,同时与核磁共振成像仪厂商共同推进技术革新。公司参与由万东医疗牵头的联合体中标的工信部“国家医疗器械材料生产应用示范平台”项目。借此机会,将重点围绕无液氦超导 MRI 用超导材料生产应用等方面开展工作,助力技术革新,逐步扩大市场占有率。

(2) 公司在年报中提出,在实用化低温超导材料方面,公司 MRI 超导线材已参与国际竞争,在国际竞争中的市场份额正在持续扩大。请公司详细介绍一下公司的实用化低温超导材料在国际市场上的竞争优势和未来可能的应用场景。

公司回复称,通过承担国家 863 计划、973 计划、ITER 专项、科技部国际合作专项等多项国家级课题的技术攻关,公司突破了高性能超导材料批量化制备技术瓶颈,多项成果达到国际领先水平,多次获得国家级和省部级科技奖励。成功开发的 MRI 用超导线材已在 GE 医疗、SIEMENS 医疗、联影、东软等国内外主要 MRI 设备生产商的产品中得到批量应用,打破了国际垄断,填补国内空白。公司作为唯一的 NbTi 锭棒、超导线材、超导磁体的全流程生产企业,在原料保障、成本控制、交货周期及售后服务等方面与其他国际竞争对手相比具有天然优势。近年来我国多个大科学工程的加速器磁体、托克马克磁体以及单晶硅生产用磁体等都是重要的应用场景。

(三) BC 公司

(1) 年报披露,公司建立了光学镀膜能力,实现了高损伤阈值光学镀膜技术的自主可控,在满足激光光学器件镀膜自身需求的基础上,开展了对外镀膜服务,未来会成为一个新的业务增长点。请公司介绍一下对外镀膜业务的市场前景和预计业务规模。

公司回复称,公司的光学镀膜能力首先服务于公司内部,对公司产品成品率的提升、成本的下降以及给客户的反应速度大力提升;同时对外进行技术服务。公司光学镀膜业务主要有四个方面:① 光通信领域近红外波段,包括高分子光学透镜、光纤镀膜。目前已成功开发量产客户。② 高端制造领域金属加工,蓝光激光器,已开始与客户洽谈。③ 光刻等领域,高功率紫外镀膜。目前已建成 248 nm 镀膜能力并形成收入,正在开发 193 nm 镀膜。④ 激光雷达领域,包括激光雷达罩的镀膜(可

以集成硬膜,疏水膜及 AR 膜),以及窄带滤波片等。镀膜能力一般需要半年甚至 2 年时间的验证在验证后起量,今年预计有一定量增长,未来增长会更大。同时,公司已建立起激光损伤阈值测试(LiDT)能力,这也是公司核心竞争力之一,保障产品质量,尤其是为高端技术开发提供了很好的基础。总体来说镀膜能力满足公司内部产能提升、成品率上升、成本下降;快速反应,更好地服务客户起到非常重要的作用。

(2) 年报披露,在先进制造领域,公司预制金锡陶瓷热沉产品性能指标进一步提升,并实现了数十万只的量产交付,预期将于 2022 年实现数百万只量产交付。请公司分析一下预制金锡陶瓷热沉产品的增长原因和持续性及对公司未来业绩的影响。

公司回复称,公司预制金锡陶瓷热沉产品增长点主要来自进口替代,对公司未来业绩增长有持续性的贡献。具体如下:① 存量市场。预制金锡陶瓷全球基本上 95%市场被日本公司垄断 20 余年,炬光科技经过六七年的自主研发,经过 2 年左右的验证期,去年已开始对外销售。② 在持续性方面,我们的材料性能稳定,价格上也有一定优势,因研发及验证时间较长,客户比较稳定,目前公司已服务十余家客户,公司有信心进一步提升市场占有率。同时公司也将进一步提升产品性能,更好地服务于客户。③ 2022 年预计带来 10%左右的收入贡献,未来几年预计有更大的增长。

案例3 C公司资产收购的关联交易

2022年6月,C公司公告了《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)》(以下简称《重组草案》),拟通过发行股份及支付现金的方式以25亿元收购标的公司100%股权。交易对方SGLD公司、SGDL企业合计持有标的公司72.46%股权,为C公司实际控制人控制的公司,本次交易构成重大资产重组、关联交易。

一、案例简介

(一) 上市公司基本情况

C公司成立于2006年5月,于2011年10月在深圳证券交易所主板上市交易。发布《重组草案》时,C公司股价为40.46元/股,总股本为199 062 500股,总市值80.44亿元,在本次交易前,C公司控股股东为YMD集团公司,持股比例为33.85%,实际控制人为林氏兄弟两人。

C公司专注于对新材料和新技术的研发和创新,主营产品为太阳能玻璃、超薄双玻组件、光伏电站业务、电子玻璃及显示器等。其最近三年的财务状况和经营成果如表1-3-1所示。

表1-3-1 C公司基本财务指标

单位:万元

项 目	2021年12月31日	2020年12月31日	2019年12月31日
总资产	489 285.02	405 384.20	370 960.77
总负债	160 102.06	169 629.94	160 293.12
股东权益	329 182.96	235 754.27	210 667.65

续表

项 目	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	203 198. 27	180 285. 83	118 436. 78
利润总额	5 810. 46	16 886. 72	-11 178. 20
净利润	5 669. 79	14 038. 06	-9 389. 60

(二) 标的公司基本情况

标的公司于2017年10月成立,主要从事特种光电玻璃、光伏玻璃原片的研发、生产与销售,主要产品为光伏玻璃原片。其最近两年的财务状况和经营成果如表1-3-2所示。

表 1-3-2 标的公司基本财务指标

单位:万元

项 目	2021 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日
总资产	199 037. 39	106 469. 98
总负债	129 117. 59	65 596. 74
股东权益	69 919. 81	40 873. 24
项 目	2021 年	2020 年
营业收入	87 705. 56	35 972. 57
利润总额	10 151. 51	8 732. 59
净利润	9 046. 56	6 994. 65

(三) 资产重组草案精要

1. 发行股份及支付现金收购标的公司

C公司拟通过发行股份及支付现金的方式以25亿元收购标的公司100%股权,其中发行股份购买资产的比例为73.67%,交易对价为18.418亿元,现金购买资产的比例为26.33%,交易对价为5.1634亿元。本次交易以2021年12月31日为评估基准日,选用收益法评估结果作为最终评估结论,拟置入资产的评估值为

252 463. 15 万元,较其账面价值增值 182 543. 34 万元,增值率为 261. 08%,交易价格经协商确定为 250 000. 00 万元。

2. 本次交易构成关联交易构成重大资产重组

由于拟收购资产由公司实际控制人林氏兄弟两人控制,本次交易构成关联交易。本次交易拟购买资产最近一年资产总额、资产净额占 C 公司最近一个会计年度经审计的合并财务报表相关指标的比例均超过 50%,构成重大资产重组。

3. 本次交易的目的

C 公司主营业务主要为光伏玻璃深加工业务,不涉及光伏玻璃原片生产,玻璃原片主要系外购,标的公司主营玻璃原片的生产、研发和销售,不涉及玻璃深加工业务,处于 C 公司业务的上游。本次交易完成后,C 公司产业链将延伸至玻璃原片制造,有助于增强 C 公司的盈利能力。

二、案例分析

(一) 行权过程

2022 年 6 月 28 日,投服中心以发布新闻稿的方式公开发声,对本次交易预测标的公司玻璃原片销售均价持续增长不符合行业产能快速扩张规律和 C 公司原料采购价格的变化趋势、预测标的公司营业成本持续下滑不符合行业研究报告观点以及正常商业逻辑等方面内容进行质询与建议。

(二) 行权内容分析

1. 预测标的公司玻璃原片销售均价持续增长与行业产能快速扩张、上市公司原料采购价格的变化趋势不符

标的公司主要产品为光伏玻璃原片,主要供应给 C 公司,2021 年对 C 公司的销售额占其营业收入的 99. 46%。依据重组草案,标的公司预测 2022~2026 年销量分别为 1. 084 8 亿平方米、1. 060 3 亿平方米、1. 060 7 亿平方米、1. 049 3 亿平方米及 1. 037 6 亿平方米,营业收入分别为 16. 427 6 亿元、17. 147 4 亿元、17. 760 6 亿元、18. 172 8 亿元及 18. 423 1 亿元,以此计算标的公司 2022~2026 年玻璃原片产品销售均价为 15. 14 元每平方米、16. 17 元每平方米、16. 74 元每平方米、17. 32 元每平方米及 17. 75 元每平方米,呈持续上升态势。C 公司称,光伏玻璃仍处恢复性上涨阶

段,对部分光伏玻璃原片参考现行价格考虑了一定增长幅度的预测。投服中心就前述产品销售均价的预测逻辑提出如下质疑:

(1) 销售均价的预测是否充分考虑了光伏玻璃行业可能面临的产能过剩

根据中国光伏行业协会披露的年度报告^①,截至2021年末,光伏玻璃在产窑炉产能约为43500吨/天,较2020年同比增长50.5%,目前全国在建、拟建光伏玻璃项目远超市场需求,未来几年光伏玻璃行业将出现市场供应宽松、企业竞争加剧的情况。同时,中信建投、工银投行等主流券商发布的行业研究报告^②显示,依据全国各省陆续召开的光伏玻璃生产线项目听证会资料,2022~2026年光伏玻璃产能将迅速扩张,逐年新增产能分别为64870吨/天、120800吨/天、76480吨/天、38550吨/天及14000吨/天,2026年全国产能将达360070吨/天,是2021年产能规模的8倍左右,2022年下半年后光伏玻璃或将出现整体产能过剩,价格上行动力不足,2022~2023年行业将进入价格竞争阶段。在行业整体产能快速扩张,供需结构性错配的背景下,标的公司预测产品销售均价持续增长的逻辑是否成立。

(2) 标的公司主要客户C公司业绩大幅下滑、产品价格显著下降是否足以支撑标的公司产品销售均价持续上涨的预测逻辑

《重组草案》披露,标的公司生产的玻璃原片主要提供给C公司进行光伏玻璃深加工。C公司2021年年报及2022年一季报显示,归母净利润自2021年第二季度开始持续下滑,2021年、2022年第一季度分别同比下滑60.8%、76.04%,年报解释“由于2020年下半年光伏玻璃紧缺,价格大幅上涨,光伏玻璃生产企业纷纷加速产能扩张,2021年第二季度光伏玻璃价格开始大幅下降并在低位波动,对公司经营业绩产生较大影响”。依据C公司历史年报披露的当年太阳能玻璃营业收入及销售量计算,C公司2020年及2021年太阳能玻璃的产品单价分别为28.62元每平方米及24.17元每平方米,已呈现下降趋势,2021年产品单价同比下滑15.55%。此外,《重组草案》显示,2021年标的公司提供给C公司的玻璃原片销售均价也出现下滑。在此背景下,标的公司仍预测未来玻璃原片销售均价持续增长,这明显与上

^① 参考中国光伏行业协会 CPIA 于 2022 年 6 月 22 日发布的《年度报告第八篇:光伏玻璃产能快速增长,跟踪支架占比略有下降》。

^② 参考中信建投于 2022 年 6 月 20 日发布的《光伏玻璃系列报告(二):从听证会中研判未来行业竞争格局及优势企业》;参考工银投行于 2022 年 3 月 24 日发布的《深度:光伏玻璃行业分析及发展趋势》。

市公司披露的信息相矛盾。

2. 预测标的公司营业成本持续下滑与相关行业研究报告的观点相左,也不符合正常的商业逻辑

依据《重组草案》,标的公司预测 2022~2026 年营业成本分别为 13.0073 亿元、12.9058 亿元、12.8013 亿元、12.6947 亿元及 12.7015 亿元,呈持续下降趋势,其中材料成本中石英砂各年度预测值不变,均为 1.7584 亿元,纯碱成本分别为 3.3122 亿元、3.1999 亿元、3.0876 亿元、2.9753 亿元及 2.9753 亿元,呈持续下降趋势,制造费用(包括天然气、重油费用等)分别为 6.0339 亿元、6.0408 亿元、6.0446 亿元、6.0462 亿元及 6.0487 亿元,呈微幅增长趋势。C 公司称,材料成本参考近期采购价格预测,纯碱在此基础上考虑一定幅度下降预测,燃料动力费参考 2021 年第四季度消耗水平预测。投服中心对本次营业成本预测逻辑提出如下质疑:

依据行业研究报告^①,业内人士认为光伏玻璃原材料价格坚挺,预计 2022 年下半年成本压力持续存在,考虑到光伏玻璃行业大量的新增产能释放,低铁石英砂矿价格预计呈现易涨难跌走势,纯碱预计保持供需偏紧,海外天然气和石油价格受地缘政治冲突影响,价格高企,短期内难以存在下行拐点。而标的公司未结合相关原材料、燃料动力市场价格未来走势及历史变动趋势,仅依据近期采购价格或 2021 年第四季度情况做出的营业成本的预测是否审慎。同时,在充分竞争的市场环境下,预测标的公司产品销售均价在未来 5 年持续上涨,而营业成本却持续下降有悖于正常商业逻辑。

由于高估营业收入、低估营业成本将推高企业自由现金流的预测值,从而提高估值。鉴于此,投服中心建议 C 公司就前述矛盾问题以公告形式充分回应,合理估值,减少或消除市场对 C 公司通过本次交易向实际控制人进行利益输送的质疑,也希望广大投资者能积极参加即将召开的股东大会,理性投票。

2022 年 12 月 2 日,C 公司公告称鉴于本次交易历时较长,标的公司所处行业和市场受到俄乌冲突、通胀加速等客观因素的影响,原材料和燃料均承受了较大的成本上升的压力,加之国内外宏观经济和资本市场等环境较本次交易筹划之初发生较大变化,故标的公司股东提出终止本次交易,C 公司决定终止本次重大资产重组交易。

^① 参考中原证券于 2022 年 6 月 22 日发布的《光伏行业下半年策略报告》。

案例 4 D 公司资产收购的交易

2022 年 7 月, D 公司公告了《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案》(以下简称《重组预案》), 拟以发行股份及支付现金的方式购买标的公司 100% 的股权。12 月 7 日, D 公司发布了《关于现金收购标的公司 60% 的公告》(以下简称《交易公告》), 拟终止前述重大资产重组, 变更为通过现金支付方式以 9.6 亿元收购标的公司 60% 的股权, 本次交易不构成重大资产重组, 不再需要证监会审核。

一、案例简介

(一) 上市公司基本情况

D 公司成立于 1993 年 7 月, 于 2011 年 1 月在上海证券交易所主板上市交易。发布《交易公告》时, D 公司股价为 6.15 元/股, 总股本为 1 141 838 700 股, 总市值 70.223 亿元, 在本次交易前, D 公司控股股东及实际控制人为范某某, 持股比例为 27.06%。

D 公司主要从事 1 000 kV 及以下各类超高压输电线路角塔、钢管组合塔、各类管道、变电站构架、220 kV 以下钢管及各类钢结构件等产品的研发、生产和销售, D 公司在超高压和特高压输电线路铁塔方面处于行业领先地位。其最近三年的财务状况和经营成果如表 1-4-1 所示。

表 1-4-1 D 公司基本财务指标

单位: 万元

项 目	2021 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日	2019 年 12 月 31 日
总资产	523 529.05	474 208.14	460 584.28
总负债	259 889.72	212 947.23	220 984.49
股东权益	263 639.33	261 260.92	239 599.80

续表

项 目	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	319 763. 10	260 052. 21	294 036. 76
利润总额	11 158. 99	27 173. 54	-26 266. 28
净利润	9 348. 50	22 106. 85	-27 967. 66

(二) 标的公司基本情况

本次交易中,标的公司于 2009 年 9 月成立,主营业务为生产和销售单晶硅片、多晶硅片及多晶硅锭等产品,原为一家新三板挂牌公司,于 2019 年 5 月在新三板摘牌。其最近一年一期的财务状况和经营成果如表 1-4-2 所示。

表 1-4-2 标的公司基本财务指标

单位:万元

项 目	2022 年 6 月 30 日	2021 年 12 月 31 日
总资产	209 030. 15	163 978. 01
总负债	165 395. 48	127 046. 36
股东权益	43 634. 67	36 931. 65
项 目	2022 年 1~6 月	2021 年
营业收入	54 621. 90	79 070. 62
净利润	6 482. 52	8 722. 43

(三) 资产重组预案及交易公告精要

1. 发行股份及支付现金收购标的公司 100% 股权

2022 年 7 月,D 公司公告拟通过发行股份及支付现金的方式收购标的公司 100% 股权,交易对价尚未最终确定,预计构成重大资产重组,此外预计本次交易的部分交易方在本次交易后将持有 D 公司 5% 以上股份,构成关联交易。

2. 变更为现金收购标的公司 60% 股权

2022 年 12 月,D 公司公告终止重大资产重组交易,拟以支付现金的方式收购

标的公司60%股权,作价9.6亿元。本次交易以2022年6月30日为评估基准日,选用收益法评估结果作为最终评估结论,标的公司股东全部权益收益法评估值为16.13亿元,评估较合并口径净资产增值11.766533亿元,增值率为269.66%。

3. 本次交易不构成关联交易,不构成重大资产重组

由于交易方案变更,本次交易不再构成重大资产重组,也不构成关联交易,无需证监会审批。

4. 本次交易的目的

D公司认为标的公司具有良好的发展前景和较强的盈利能力,本次交易完成后D公司将积极利用自身在组织架构、公司治理等方面的丰富经验,运用至标的公司的生产经营当中,进一步提高生产效率与资源使用效率。同时,标的公司可以共享D公司的资本运作平台,提升融资能力,解决发展过程中面临的资本瓶颈,实现跨越式发展,更好地为国家“碳中和”目标、光伏产业发展壮大提供服务。D公司将充分发挥与标的公司在光伏生产及运营管理等方面的协同效应,强化整合促进内生式增长,借此机会实现优势互补,促进共同发展。

二、案例分析

(一) 行权过程

2022年12月9日,投服中心参加了D公司就重大资产重组变更为支付现金收购资产事项召开的投资者说明会,对标的公司的核心竞争力、应收款项占比较高可能带来的风险、交易安排的合理性、标的公司剩余少数股权安排、本次交易对D公司未来现金流及财务状况的影响等方面进行质询与建议。

(二) 行权内容分析

1. 建议D公司补充说明标的公司的核心竞争力

标的公司主营业务为生产和销售单晶硅片、多晶硅片及多晶硅锭等产品,2019年5月在新三板摘牌,2020年、2021年及2022年1~6月的净利润分别为-7562.72万元、8722.43万元及6482.52万元,两年一期的合计净利润为7642.23万元。本次交易承诺标的公司2022~2024年三年净利润合计不低于51000万元,若扣除标的公司2022年1~6月已实现的净利润6482.52万元,标的公司2022年7月至

2024 年末两年一期需实现的净利润为 44 517.48 万元,系前述两年一期合计净利润的 5.8 倍,远高于标的公司的历史业绩水平,但交易公告未披露标的公司技术水平和竞争优势能否支撑其承诺期业绩高增长。

依据中国光伏产业协会发布的《中国光伏产业发展路线图(2021 年版)》,硅片技术发展趋势主要包括单晶硅片加速取代多晶硅片,N 型高效单晶硅片成为下一代主流技术路线以及单晶硅片向大尺寸、薄片化发展。标的公司新三板挂牌期间披露的信息显示,标的公司自 2009 年成立以来主要产品为多晶硅片,2015 年及 2016 年多晶硅片的营收占比高达 80%以上。2017 年 10 月,标的公司设立 SZJY 全资子公司作为单晶硅片生产基地,目前已掌握 N 型单晶硅片大尺寸、薄片化切割工艺,单晶硅片厚度为 175 μm 。依据中国光伏行业协会发布的官方数据,2021 年 P 型单晶硅片行业平均厚度为 170 μm ,N 型单晶硅片用于 TOPCon 电池的平均厚度为 165 μm ,而同行业可比的上市公司 LJLN 公司官网公布的 182 硅片厚度已为 155 μm 。从标的公司的单晶硅片厚度来看,标的公司的技术先进性低于行业均值,与同行业龙头企业存在差距。

此外,依据中国光伏行业协会的统计数据,光伏单晶硅片厂商的市场集中度较高。2021 年 LJLN 公司市占率为 33%、TCLZH 公司为 22%、JKNY 公司为 10%、JAKJ 公司为 10%、SJSK 公司为 6%、JYT 公司为 3%、GJTY 公司为 3%,前述企业的市场份额已高达 87%。且 LJLN 公司、TCLZH 公司、SLJN 公司等同行业上市公司的公告披露其已与下游电池片厂商签署了长单购销协议,协议期限至 2025 年末。这都意味着标的公司需在剩余 13%的市场份额中参与激烈的市场竞争。建议 D 公司结合标的公司的产品结构、技术领先性、同行业可比上市公司情况及标的公司的在手订单,说明在单晶硅片市场已相对固化的行业竞争格局中,标的公司将如何实现未来业绩高增长。

2. 建议 D 公司补充说明标的公司应收款项占比较高可能带来的风险

依据标的公司审计报告,2021 年末标的公司应收票据及应收账款合计为 2.627 955 亿元,占流动资产比例为 24.14%,占营业收入比例为 33.24%;2022 年 6 月末,应收票据及应收账款合计为 3.357 239 亿元,占流动资产比例为 23.64%,占营业收入比例为 61.46%。而同行业可比上市公司 LJLN 公司 2021 年及 2022 年 6 月末应收票据及应收账款合计占流动资产的比例分别为 14.04%、9.93%,占营业收

入的比例分别为 10.23%、17.19%;TCLZH 公司 2021 年及 2022 年 6 月末应收票据及应收账款合计占流动资产的比例分别为 13.05%、15.4%,占营业收入的比例分别为 7.77%、12.74%。标的公司的应收票据及应收账款合计占比远高于前述同行业上市公司。本次交易公告未披露标的公司应收款项的账龄、回收情况及相关保障措施,本次业绩补偿承诺也未考虑标的公司应收款项占比较高的风险,建议 D 公司结合标的公司应收款项的具体情况说明应收款项占比较高的原因,对标的公司持续正常经营的影响及可能带来的风险。

3. 本次交易安排是否合理

D 公司自 2022 年 7 月 26 日发布重大资产重组预案以来,迟迟未见实质性推进,12 月 7 日突然公告终止重大资产重组,变更为现金收购标的公司 60%的股权。请 D 公司说明产生上述重大变化的原因,是否存在刻意规避审核的情形。

4. 其他问题

《重组预案》披露,D 公司原计划收购标的公司 100%的股权,本次交易变更为收购标的公司 60%的股权,建议 D 公司说明是否存在后续收购剩余少数股权的安排。同时,截至 2022 年 9 月末,D 公司货币资金及交易性金融资产合计为 7.875 037 亿元,无法覆盖交易对价 9.6 亿元,建议说明本次交易对 D 公司未来现金流及财务状况的影响。

会上,D 公司认真回复了投服中心的质询及建议,并公告回复如下:

(1) 关于标的公司核心竞争力的回复。

光伏行业属于充分竞争市场格局,行业巨头云集,竞争异常激烈,标的公司并非头部核心梯队,但标的企业伴随中国光伏行业发展,穿越了行业牛熊周期较好地生存下来,有其独特的核心优势。据了解,标的企业拥有:

第一,卓越运营、高效执行的公司团队。

标的公司倡导开放包容的企业文化,努力为员工搭建实现个人价值的平台,核心管理层和技术骨干都是公司股东,充分发挥了大家的积极性和创造性。公司凝聚了一大批忠诚、有担当、志同道合、同甘共苦的光伏人才,公司目前有核心技术管理人员 40 多人,平均工龄约 8 年,平均年龄 37 岁,平均从事光伏行业 15 年以上,拥有丰富行业经验和广泛的行业人脉,同客户形成了良好的战略合作关系,为公司的

市场开拓与项目拓展打下了良好的基础,能把握好行业的发展动态,对行业发展具有前瞻性预判和应对。

第二,持续领先的技术优势。

截至目前,标的公司已获得专利 69 个,其中发明 8 个,实用新型 61 个,5 个发明专利进入实审阶段。标的公司的硅片切割和多晶铸锭拥有十年以上的技术沉淀,专业度强,处于各自细分领域领先水平。

硅片技术优势:标的公司硅片板块生产技术管理团队具有 18 年的太阳能硅片切割经验,目前采用细线化、窄槽距和薄片化等超前切割工艺,目前切割 P 型 210 和 182 片厚度均在 150 μm ,生产现场的量产 N 型硅片厚度为 110 μm 。标的公司切片现场使用 28 μm 线量产切割,收效良好,逐步推广量产,大大提高产出效能。

在设备选型上,标的公司率先引入某品牌切片机,其设备具备切割线速高、硅棒加载长及适应细线化等特点,此外,硅片清洗、分选设备同时可兼容 166、182、210 及 230 等多种尺寸产品,为不同型号硅片的切换做好铺垫的同时,也顺应了大尺寸硅片的发展趋势。能耗方面,车间动力充分考虑节能降耗要求,通过空压机、冷冻机余热回收,每年可节电约 150 万千瓦时。

铸锭技术优势:首先,标的公司自主开发了铸锭炉连续加料技术,打破了传统的通过坩埚装料、加料的局面。G6 投炉重量达 950 公斤/炉,G7 投炉重 1 200 公斤/炉,平均单炉月产出达 6 500 公斤,使单炉投料量较改造前增加 31%,从而有效地降低铸锭生产和度电成本。其次,标的公司铸锭炉采用两套独立的功率加热单元控制加热方式、真空泵联动、自主设计创新的加热器及热场结构,从而在能耗方面大幅降低,处于行业领先水平。再次,标的公司具备光伏级副产品边角硅料处理及再利用技术。由于多晶硅料端、硅片端、电池端副产品边角硅料存在处理和使用难度,不能直接用于单晶拉晶使用。故单晶企业多采用正品原生硅、颗粒硅等原料用于单晶使用。在不能用于单晶拉晶的副产品边角硅料上,标的公司经过探索和研发,积累了大量的技术和经验,具备该类原料的处理和使用技术,原料成本低。

第三,产品差异化定位下的成本优势。

标的公司将多晶铸锭和单晶拉晶两个独立的生产体系进行有效的衔接融合,通过特有的铸锭炉提纯工艺,将低成本的光伏级副产品边角硅料加工成可直接使用的原料——提纯锭,大幅降低单晶硅片的生产成本,同时将产业链往下游延伸,

将硅片委外代工成电池片,走产品差异化路线,为客户提供度电成本最有竞争力的光伏产品,使公司形成独特的差异化竞争优势。综上所述,标的公司具备独特的技术优势和竞争优势,能够支撑其承诺期业绩的持续增长。

(2) 关于应收款项占比较高的问题的回复。

应收占比较高的原因是标的公司收到的银行承兑汇票结算较多,符合光伏行业的现状,且不存在较大的结算风险。相关财务数据分析,敬请关注公司后续关于上交所对本次交易问询函的回复,一切以公司指定媒体披露的信息为准。

(3) 关于交易安排是否合理的回复。

本次变更交易方案的原因有三个:一是,鉴于对光伏行业发展前景的信心及对标的公司的认同,公司希望通过现金方式收购标的公司控股权,尽快将该业务纳入上市公司体系内,尽快完成对标的公司的整合工作,助力上市公司产业转型和产业布局;二是,较原方案(收购标的公司100%股权),现方案以现金方式收购标的公司60%股权,控股标的公司的同时保留标的公司原股东部分股权,有利于标的公司经营管理,更有利于保护上市公司股东利益;三是,本次交易方案的更改系交易双方真实意愿表达,双方期望通过本次合作实现彼此价值的最大化。本次交易不存在刻意回避审核的情形。

(4) 关于其他问题的回复。

本次交易不存在后续收购剩余少数股权的安排。本次交易分三期付款,不会一次性分清,且约50%的尾款是在交割完成后12个月内支付。公司目前银行授信充足,本次交易对公司的现金流不会造成不利影响。敬请关注公司后续关于上交所对本次交易问询函的回复,一切以公司指定媒体披露的信息为准。

案例 5 E 公司向子公司提供财务资助 未按期偿还

2022 年 4 月 27 日,上市公司 E 公司公告,拟向其持股 49%的控股子公司 ZP 公司提供总额不超过 56 亿元的财务资助。但在 2022 年 12 月 15 日,E 公司公告,ZP 公司难以按期偿还财务资助款 52.84 亿元(含利息),因此 MH 公司和 MC 公司以零元对价将其所持有的 ZP 公司 51%股权转让给 E 公司,以解决 ZP 无法偿还财务资助款的问题。在两次事项中,投服中心均进行了行权。

一、相关公司介绍

(一) 上市公司基本情况

E 公司成立于 1996 年 10 月,2002 年实现借壳上市,MH 公司持股 16.17%,为控股股东;刘某某直接及间接持股 17.32%,为实际控制人。除实际控制方外,其他股东的持股比例均比较小。

E 公司主要从事房地产开发、装配式建筑业务,近年来财务状况和经营情况都不容乐观。一是负债高企、流动性紧张,截至 2022 年 9 月底,E 公司总资产 196.40 亿元、净资产 21.85 亿元,资产负债率为 88.88%,其中流动资产 142.49 亿元、流动负债 155.11 亿元,流动比率仅为 0.92;货币资金 3.99 亿元、应收账款及票据 2.03 亿元,合计尚不足以覆盖短期借款(0.16 亿元)、应付账款及票据(32.35 亿元),部分经营性债务已延迟支付,2022 年 9 月 9 日公告近 12 个月累计新增诉讼涉案金额约 8.42 亿元,原因包括未支付工程款、合同款等。二是已连续多年经营亏损、现金净流出,E 公司自 2019 年经营开始亏损,2019~2021 年、2022 年 1~9 月营业收入分别为 36.59 亿元、42.07 亿元、35.60 亿元、43.34 亿元,净利润分别为-2.08 亿元、-4.47 亿元、-32.09 亿元、-13.86 亿元,现金净流入分别为 4.67 亿元、-2.59 亿元、-10.00 亿元、-9.30 亿元。

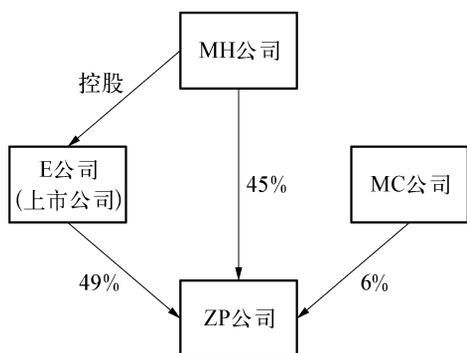


图 1-5-1 ZP 公司股权结构

(二) 财务资助对象基本情况

1. 股权结构

ZP 公司成立于 2001 年,原是 MH 公司的全资子公司。2017 年,E 公司和 MC 公司分别对 ZP 公司增资 5.096 亿元和 6 240 万元,各获得 49% 和 6% 股权。E 公司与 MC 公司签署了一致行动人协议,将 ZP 公司纳入了合并报表范围。如图 1-5-1 所示。

2. 经营情况

ZP 公司 2014 年之前主要从事传统建筑施工,也是 E 公司的建筑供应商之一。2014 年之后,大幅缩减传统施工工程项目,转而在装配式建筑领域加大投入。2015~2016 年承建了由 E 公司开发的,湖北省首个高层商住装配式建筑试点项目——名流世家 K2 项目。2018 年以来在全国投资建设智能 PC 工厂,主营业务是为客户提供基于叠合剪力墙技术体系的全方位服务。

ZP 公司截至 2022 年 6 月底总资产 49.26 亿元,净资产为-28.40 亿元,资不抵债;2020~2021 年及 2022 年上半年营业收入分别为 10.65 亿元、13.31 亿元、4.22 亿元,净利润分别为-10.29 亿元、-9.42 亿元、-10.26 亿元,经营持续亏损。ZP 公司的财务数据如表 1-5-1 所示。

表 1-5-1 ZP 公司的财务数据

单位:万元

项 目	2020 年底	2021 年底	2022 年 6 月 30 日
总资产	617 992.02	671 404.63	492 583.86
净资产	-82 117.68	-181 557.11	-283 882.28
项 目	2020 年度	2021 年度	2022 年 1~6 月
营业收入	106 492.98	133 052.43	42 223.83
净利润	-102 887.75	-99 424.20	-102 619.86

二、提供财务资助时案例分析

2022年4月27日,E公司公告拟于2022年度向ZP公司提供总额不超过56亿元的借款,收取不超过10%/年的资金占用费。投服中心在分析中对E公司目前的财务状况深感担忧,且ZP公司的偿债能力弱,此次财务资助面临较大的风险,因此于2022年5月22日向其发送了股东函:一是建议其明确财务资助利率不低于上市公司融资成本;二是建议上市公司在签订具体借款协议时,约定风险防范措施。

(一) 行权内容分析

1. 公司融资成本高,建议明确财务资助利率

截至2021年底,E公司总资产247.83亿元,净资产35.65亿元,资产负债率为85.62%,其中流动资产183.11亿元,流动负债173.46亿元,流动比率仅为1.06;货币资金仅有13.88亿元,尚不足以覆盖短期借款(1.06亿元)和应付账款(31.84亿元),部分经营性债务已延迟支付。E公司负债高企、流动性紧张,经营情况也不容乐观,2021年实现营业收入35.60亿元,同比降低15.37%;净利润为-32.09亿元,已连续三年经营亏损;现金净流出-10亿元,近5年现金净流出共26.89亿元。在上述情况下,E公司自有资金恐难支持56亿元的财务资助金额,势必需要借助对外融资。

根据2021年年报,E公司期末融资余额为37.67亿元,融资成本比较高,其占比较大的融资渠道分别是银行贷款22.10亿元,利率在5%~7.8%之间;非银贷款10.21亿元,利率为11%~14%;信托融资3.00亿元,利率为13.8%;票据融资2.37亿元,利率为2%~10%。此次,E公司提供财务资助的利率为不超过10%,但并未规定利率下限。投服中心请上市公司说明此次提供财务资助的资金来源及利率,建议上市公司在签订具体借款协议时利率不低于前述取得资金的利率,以避免为非全资子公司承担利息。

2. ZP公司履约能力差,建议增加风险防控手段

根据公告,ZP公司的剩余两位股东MH公司、MC公司此次并未提供财务资助。从股权结构上来看,上市公司、MH公司和MC公司分别持有ZP公司49%、45%、6%股权,且MH公司持有上市公司16.17%股权,为上市公司的控股股东,则MH公司直接及间接持有ZP公司52.92%股权。MH公司应当对其发展承担重要

责任,却未提供相应的财务资助。在这种情况下,如果上市公司提供的巨额财务资助缓解了 ZP 公司的财务压力并实现盈利,MH 公司将会是最大获益者;而一旦 ZP 公司无法偿还财务资助金额,上市公司将是最大的利益受损者,MH 公司仅以对上市公司 16.17%的持股比例受损,上市公司剩余持股超过 80%的中小股东却承担了绝大部分损失,有失公平。

从财务状况和经营情况来看,ZP 公司截至 2021 年底总资产规模只有 67.14 亿元,净资产为-18.16 亿元,资不抵债;2020 年、2021 年营业收入分别为 10.65 亿元、13.31 亿元,净利润分别为-10.29 亿元、-9.42 亿元,经营亏损。上市公司向其提供财务资助面临着较大的资金无法收回的风险,风险与收益不对等。

同时,按照《深圳证券交易所上市公司规范运作指引》的相关规定,上市公司为其控股子公司提供资金等财务资助,且该控股子公司的其他参股股东中一个或者多个为上市公司的控股股东、实际控制人及其关联人的,该关联股东原则上应当按出资比例提供同等条件的财务资助。

鉴于上述因素,投服中心建议上市公司在签订具体借款协议时,要求 ZP 公司提供质押担保,或者具备良好担保能力的第三方提供信用担保,或者 MH 公司按持股比例提供同等条件的财务资助,以降低此次财务资助的风险。

(二) 行权效果情况

E 公司于 5 月 31 日回复了投服中心的股东函,并在 6 月 1 日发布关于财务资助事项的补充公告,称根据深交所规则要求及中小股东的建议,一是明确签订具体借款协议时,借款利率不得低于公司同一时点的平均融资成本;二是明确签订具体借款协议时 ZP 公司须提供相应的质押担保,或具备良好担保能力的第三方提供信用担保;三是鉴于 ZP 公司的其他股东将不能以同等条件或者出资比例向 ZP 公司提供财务资助,其以持有的 ZP 公司股权对上市公司的财务资助提供相应的担保。实际上,因为 ZP 公司已经资不抵债,第三项措施中其他股东以持有的 ZP 公司股权进行担保是无意义的。

三、财务资助无法偿还时案例分析

2022 年 12 月 15 日,E 公司公告拟以 0 元价格受让控股股东 MH 公司持有的

ZP 公司 45% 股权及 MC 公司持有的 6% 股权,以解决 ZP 公司无法按期偿还上市公司 52.84 亿元财务资助款(含利息)的问题。经分析研究,投服中心认为在 ZP 公司已巨额亏损、资不抵债的情况下,此次收购不利于上市公司继续追偿财务资助欠款,无助于查清巨额财务资助资金的去向和亏损的原因,加重上市公司的风险,损害了上市公司及投资者的权益。投服中心于 2022 年 12 月 29 日采取了公开发声的方式行权,明确反对此次收购,希望上市公司审慎考虑此次收购,呼吁投资者积极行权维权。

(一) 行权内容分析

1. ZP 公司是连续巨亏、资不抵债的风险资产

ZP 公司于 2012 年 10 月由 MH 公司独资控股。2017 年 10 月,上市公司通过增资 ZP 公司取得 49% 股权。2018~2022 年上半年,ZP 公司的净利润分别为-1.97 亿元、-5.98 亿元、-10.29 亿元、-9.94 亿元和-10.26 亿元,期间累计亏损 38.44 亿元。

截至 2022 年 6 月末,ZP 公司净资产为-28.40 亿元,已严重资不抵债。2022 年 6 月末开具的商业承兑汇票有 0.95 亿元逾期未兑付。因生产经营合同纠纷,被无锡、商河、肥西等多地法院强制执行,列为失信被执行人。企查查显示,2020 年以来 ZP 公司涉民事案件 257 起,其中约 94% 的案件中为被告身份,已被要求执行及财产保全的金额约 1.18 亿元,尚有 130 余起案件处于民事一审、二审阶段。

2. 未向 MH 公司等追偿前不宜收购 ZP 公司股权

上市公司自 2018 年起持续为 ZP 公司提供财务资助,截至 2022 年 11 月末,累计向 ZP 公司提供财务资助 52.84 亿元(含利息)。MH 公司、MC 公司分别持有 ZP 公司 45%、6% 股权,但却未以同等条件按持股比例向 ZP 公司提供财务资助。在目前 ZP 公司无法偿还巨额资助款的情况下,上市公司独自承担了上述损失。为维护上市公司及广大中小股东的利益,建议上市公司按持股比例向 MH 公司及 MC 公司追偿。

如本次收购完成,ZP 公司成为上市公司的全资子公司,从财务报表上“解决”了 ZP 公司无法按期偿还上市公司 52.84 亿元财务资助款的问题,但上市公司并未得到任何还款,反而极有可能丧失了追偿权利。

3. 收购股权将进一步增加上市公司风险

收购 ZP 公司剩余股权后,上市公司将承担 ZP 公司的所有风险。一是面对 ZP

公司逾期的无法兑付的商业承兑汇票和 200 多件为被告的司法案件,另两位股东 MH 公司和 MC 公司因将资产转让可以不再承担风险处置的责任,上市公司却要投入大量的人力物力解决其债务和涉诉问题。二是 ZP 公司业务发展一直不及预期,始终无法盈利且亏损不断扩大,已严重资不抵债。如本次收购完成,ZP 公司的亏损将全部由上市公司承担,按 2022 年半年度财务报告数据简单计算,上市公司 2022 年上半年归属于母公司所有者的净利润将减少约 5.23 亿元,归属于母公司的所有者权益将减少约 14.48 亿元。

4. 应查清 52.84 亿元财务资助资金具体去向和 ZP 公司巨亏原因

不到 5 年时间,上市公司 52.84 亿元财务资助资金被 ZP 公司消耗一空,上市公司和广大投资者遭受了巨额损失。上市公司应组织中介机构对其进行全面审计,向投资者详细披露资金去向和亏损原因,保障投资者的知情权,并履行挽回损失等职责,减少投资者损失,而不是通过此次股权收购抹平一切。

投服中心希望上市公司在全面完整披露 ZP 公司经营信息的基础上,审慎考虑此次收购,呼吁投资者积极行权维权。

(二) 行权效果情况

在 2022 年 12 月 30 日召开的 E 公司股东大会上,E 公司受让 ZP 公司剩余 51% 股权议案以 57.71% 的微弱多数获得通过。虽然股东大会没能否决该议案,但公开发声仍取得了一定的积极效果。

1. 给上市公司反思失败的教训、改善后续经营施加了一定的压力

此次公开发声后,除四大证券报外,东方财富网、新浪财经、红周刊、全景网、凤凰网等 20 余家媒体进行了报道与转载,使上市公司受到强大的舆论压力。公开发声当天,E 公司主动联系投服中心,表示按照规定已来不及取消股东大会,只能照常推进,反思公司失败的教训是过于激进而又执着地推行装配式建筑业务,在市场不好时没有及时止损,后续将对投资者充分释疑。

2. 强化了监管合力建设

公开发声前,投服中心将公开发声事项向 E 公司所属派出机构、交易所进行了通报,双方均表示支持投服中心的行权行动。在公开发声的当日中午,交易所向 E 公司下发了关注函,要求其说明在 ZP 公司大额亏损且资不抵债的情形下收购剩余股权的必要性,本次交易的定价依据,对上市公司主要财务指标的影响,以及财务

资助资金的主要用途等。

3. 形成了示范效应

此次公开发声引起了广大中小投资者的共鸣,起到了示范引领效果。一是投资者评论积极正面。2022年12月29日至12月30日(股东大会召开日)期间,本次公开发声相关新闻的阅读点击量超过3万次,投资者评论200余条,约98%的投资者认同投服中心的观点,表示会投票反对,2名投资者在交易所互动平台上就公开发声中关注的事项向上市公司进行了问询。二是中小投资者响应积极、踊跃参会。此次股东大会参会投票股东共163人,其中中小股东共157人,为近三年来E公司中小股东参会人数之最。经统计,除此次股东大会外,E公司近三年共召开8次股东大会,其中中小股东参会人数最多108人,最少4人,平均为27人。在此次参会投票前,3名投资者自发在东方财富股吧里发布网络投票操作方法,向投资者示范如何投票。参会投票后,7名投资者将投票截图上传股吧,其中有投资者表示是第一次行使股东权利。三是在投票结果方面,虽然该议案获得了通过,但同意比例仅为57.71%,远低于同次股东大会审议的另外三项议案的同意比例。投票结果显示,另外三项议案,表决同意的比例均超过96%,其中中小股东表决同意的比例超过80%。由此可见,在此次股东大会的表决中,有相当数量的中小投资者理性地行使了自身的股东权利,股东权利意识进一步觉醒。

案例6 F公司资产置换的关联交易

2022年1月,F公司公告了《重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案》(以下简称《重组预案》),拟将其持有的WL公司100%股权,与TZSY公司、邱某某等21名交易对方合计持有的TR公司48.95%股权的等值部分进行置换,两者的差额部分由F公司发行股份向全体交易对方购买。同时,F公司拟募集配套资金不超过1.5亿元用于对TR公司增资以实施其在建项目。增资完成后,公司对TR公司的持股比例将不低于51%。

一、案例简介

(一) F公司基本情况

F公司设立于1992年7月,于1994年3月在上海证券交易所主板上市交易。发布《重组预案》时,F公司股价为21.54元/股,总股本为153 287 400股,总市值约33.02亿元。在本次交易前,F公司控股股东JTX公司,实际控制人为莫某某。莫某某通过其控制的主体合计持有F公司28.67%的股份表决权,其中直接持有F公司22.10%股份,同时以接受表决权委托的方式持有F公司6.57%的股份表决权。

F公司主要从事铅酸电池的研发、生产及销售,产品主要应用于汽车起停领域。其最近三年的财务状况和经营成果如表1-6-1所示。

表1-6-1 F公司基本财务指标

单位:万元

项目	2021年9月30日	2020年12月31日	2019年12月31日	2018年12月31日
总资产	74 096.12	75 896.91	75 405.54	75 910.39
总负债	5 079.44	6 402.10	6 313.01	7 708.57

续表

项 目	2021年9月30日	2020年12月31日	2019年12月31日	2018年12月31日
股东权益	69 016.69	69 494.81	69 092.53	68 201.82
项 目	2021年1~9月	2020年	2019年	2018年
营业收入	41 912.83	58 710.78	55 161.16	58 090.95
利润总额	-478.12	402.28	890.71	-15 625.74
净利润	-478.12	402.28	890.71	-15 640.00

(二) 标的资产基本情况

本次重组交易中,拟置出资产为 WL 公司 100% 股权,拟置入资产为 TR 公司 48.95% 股权。

1. WL 公司 100% 股权

WL 公司设立于 2021 年 6 月,其主要承接了 F 公司既有铅酸电池业务相关的全部资产及负债,主营业务为铅酸电池产品的研发、生产及销售。WL 公司铅酸电池产品的主要原材料为铅及铅合金,下游客户主要包括汽车生产厂商以及轻型电动车、储能电池厂商等,其利润主要来源于铅酸电池产品销售收入与生产成本之间的差价。WL 公司最近一期未经审计的财务状况和经营成果如表 1-6-2 所示。

表 1-6-2 WL 公司基本财务指标

单位:万元

项 目	2021年9月30日
总资产	76 810.73
总负债	7 391.77
股东权益	69 418.96
项 目	2021年1~9月
营业收入	41 912.83
净利润	-402.85

注:上述 2021 年 1~9 月损益数据为 F 公司铅酸电池业务的整体经营成果

2. TR 公司 48.95% 股权

TR 公司于 2007 年 3 月成立,主要从事锂电池正极材料磷酸铁锂的研发、生产及销售,下游客户主要为新能源汽车动力电池和储能电池厂商,其通过销售磷酸铁锂产品实现盈利。其最近两年一期的财务状况和经营成果如表 1-6-3 所示。

表 1-6-3 TR 公司基本财务指标

单位:万元

项 目	2021 年 11 月 30 日	2020 年 12 月 31 日	2019 年 12 月 31 日
总资产	82 238.70	57 587.24	66 828.06
总负债	54 941.57	33 595.35	42 782.76
股东权益	27 297.13	23 991.89	24 045.30
项 目	2021 年 1~11 月	2020 年	2019 年
营业收入	46 642.73	23 127.41	22 451.29
净利润	5 022.43	107.80	2 364.93

注:以上财务数据未经审计

(三) 资产重组草案精要

1. 资产置换及发行股份收购 TR 公司

F 公司拟以资产置换方式收购 TR 公司 48.95% 股权,置出置入资产的差额部分将以发行股份方式进行募资及支付。拟置出资产为 WL 公司 100% 股权(即 WL 所承接 F 公司既有铅酸电池业务相关的全部资产及负债),本次交易拟置出资产的预估值为 6.8 亿元。拟置入资产为 TR 公司 48.95% 股权,其预估值为 11.504 284 亿元(对应 TR 公司 100% 股权的预估值为 23.5 亿元)。针对置入资产和置出资产的差额部分(预估值为 4.704 284 亿元),由 F 公司发行股份向全体交易对方购买。截至本预案签署日,本次交易相关的审计、评估工作尚未完成,以上置出资产和置入资产的交易作价仅为预估值。最终交易作价将以 F 公司聘请的符合《证券法》规定的评估机构对置出资产和置入资产截至评估基准日进行评估而出具的评估报告确定的评估值为依据,由交易双方协商确定,并将在《重组报告书》中进行披露。

同时,F公司拟向不超过35名特定投资者非公开发行股份募集配套资金不超过1.5亿元,募集配套资金总额不超过本次交易中发行股份购买资产交易价格的100%,且发行股份数量不超过本次交易前F公司总股本的30%。经交易各方友好协商,本次发行股份购买资产的发行价格为14.32元/股。

本次募集配套资金在支付中介机构费用后,将对TR公司进行增资,用于TR公司的在建项目。增资价格将根据本次交易确定的TR公司最终交易价格确定,增资完成后F公司对TR公司的持股比例将不低于51%。

2. 本次交易构成重大资产重组及关联交易

根据F公司经审计的2020年度财务数据、标的资产拟作价情况,本次交易预计将构成重大资产重组。由于本次交易对方之一的TZSY公司系F公司的全资子公司,为F公司关联方,根据《上市公司重大资产重组管理办法》《上海证券交易所股票上市规则》等法律法规及规范性文件的规定,本次交易构成关联交易。

二、案例分析

(一) 行权过程

2022年3月,投服中心通过发送股东函件方式行权,对F公司本次置入资产(即TR公司)剩余股权的收购安排提出质询和建议。

(二) 行权内容分析

预案显示,本次交易各方签署了《重大资产置换及发行股份购买资产协议》并做出如下约定:①如果TR公司在业绩承诺期内累计实现净利润不低于累计承诺净利润即6亿元,且完成业绩补偿义务,F公司应在会计师事务所出具2024年度业绩承诺实现情况审核报告、完成业绩补偿义务以及本次发行股份购买资产部分的股份登记完成后36个月的孰晚时点后12个月内,以发行股份或支付现金等方式收购NF公司、XZ公司持有的TR公司全部剩余股权。②F公司届时收购所对应的TR公司整体估值不低于其2024年度经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润的11.75倍,最终估值作价应以符合《证券法》规定的资产评估机构出具的资产评估报告为准。如果F公司未能在上述条件和期限内启动交易,需向NF公司、XZ公司支付等同于TR公司剩余股权估值20%的违约金。

首先,TR公司所处行业的市场需求受宏观经济波动的影响较大。若宏观经济环境出现不利变化将对锂离子电池行业产生较大影响,进而导致TR公司的经营业绩发生波动。其次,目前的产业政策对新能源汽车和储能领域给予了大力支持,促进了锂离子电池产品需求快速增长,并带动上游锂电池正极材料磷酸铁锂行业的快速发展。在众多正极材料厂商加大投资力度,扩大生产规模的同时,也吸引了较多新进竞争者。若未来下游终端市场的需求增速不及预期,而主要磷酸铁锂生产企业的产能扩张过快,行业可能出现产能过剩风险。除上述风险因素外,TZ公司更面临所处行业主要技术路线发生变化的可能。若未来行业中出现在储能效率、安全性能、生产成本等方面更具优势的新材料和新技术,可能将对其市场竞争力与持续盈利能力产生重大不利影响。据此,投服中心请F公司说明一旦TR公司所处行业未来出现替代性或颠覆性技术路线的情形,签署上述违约金的相关条款是否妥当。投服中心建议公司按照审慎原则修改相关条款,切实维护公司及股东利益。

(三) 行权效果

2022年3月,F公司以公告形式回复了投服中心的问题,回复内容较为详细。

一是关于收购置入资产剩余股权安排的背景和具体约定,F公司表示本次交易完成后,F公司将持有TR公司不低于51%股权,而剩余股权由NF公司、XZ公司持有。一方面,作为本次置入资产TR公司的少数股东,NF公司、XZ公司所持有的TR公司剩余股权难以通过IPO或第三方并购等方式提高流动性,具有向F公司出售TR公司剩余股权的现实需求。另一方面,F公司虽然取得TR公司控制权,但为更好地通过输出管理、资金等方式推动TR公司快速发展,进一步提高F公司盈利能力,亦具有提高TR公司持股比例的需求。基于这两方面原因,F公司与交易对方达成了收购TR公司剩余股权的初步意向。

二是关于一旦TR公司所处行业未来出现替代性或颠覆性技术路线情形,签署违约金相关条款是否妥当的问题,F公司表示根据《重大资产置换及发行股份购买资产协议》约定,交易对方承诺TR公司2022~2024年实现的扣除非经常性损益后归属于母公司股东净利润分别不低于1.5亿元、2亿元、2.5亿元,承诺期平均净利润为2亿元。本次交易中TR公司100%股权预估值为23.5亿元,对应承诺期平均净利润的市盈率为11.75倍。后续收购TR公司剩余股权的估值倍数仅为交易双方参考本次交易预估值而确定的意向估值水平,最终估值作价将以资产评估机构

届时出具的资产评估报告为准。如果在启动收购剩余股权的时点,TR 公司所处锂电池正极材料领域出现替代性或颠覆性技术路线,对 TR 公司产品技术及未来经营前景造成不利影响,评估机构将在评估时充分考虑相关事项的影响,F 公司亦将督促评估机构严格依据评估准则,根据 TR 公司届时的经营情况确定剩余股权的最终估值,保证估值作价的公允性,以保护 F 公司利益。

同时,根据《重大资产置换及发行股份购买资产协议》约定,在相关条件成就的前提下,F 公司的履约义务为在约定期限内按照意向估值水平启动收购剩余股权的交易,启动交易即视为 F 公司已履约,无需承担违约责任。启动交易后,F 公司仍需根据届时的市场情况以及与交易对方协商确定的具体收购方式(如发行股份或支付现金等),并按照相关法律法规及规范性文件的规定履行相关审议、审批、备案及信息披露程序。

此外,F 公司表示签署《重大资产置换及发行股份购买资产协议》仅为本次交易预案阶段协议,F 公司将在本次交易的审计、评估工作完成后,与交易对方协商确定本次交易的正式方案并签署补充协议。F 公司也将在补充协议的沟通和签署过程中充分考虑投服中心的质询建议,进一步维护公司及股东利益。

(四) 后续进展

2023 年 2 月,F 公司董事会、监事会审议通过了《关于终止重大资产置换及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易事项的议案》,同意终止本次重大资产重组事项,并以网络互动方式召开了终止重大资产重组投资者说明会。

案例 7 G 公司资产收购的关联交易

2022 年 3 月,G 公司公告了《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预案》(以下简称《交易预案》),拟通过发行股份及支付现金方式收购 YYYW100%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

G 公司成立于 2006 年 9 月,于 2021 年 6 月在上海证券交易所科创板上市交易。发布《交易预案》时,G 公司股价为 173.99 元/股,总股本为 74 342 007 股,总市值 129.34 亿元。

G 公司主营业务为小分子药物发现领域的分子砌块和工具化合物的研发,以及小分子药物原料药、中间体的工艺开发和生产技术改进,为全球医药企业和科研机构提供从药物发现到原料药和医药中间体的规模化生产的相关产品和技术服务。其最近三年一期的财务状况和经营成果如表 1-7-1 所示。

表 1-7-1 G 公司基本财务指标

单位:万元

项 目	2021 年 9 月 30 日	2020 年 12 月 31 日	2019 年 12 月 31 日	2018 年 12 月 31 日
总资产	216 674.09	85 684.34	54 248.58	30 447.76
总负债	39 000.64	32 903.37	14 275.20	12 682.27
股东权益	177 673.45	52 780.97	39 973.38	17 765.49

续表

项 目	2021 年 1~9 月	2020 年度	2019 年度	2018 年度
营业收入	69 607. 65	63 510. 07	40 896. 90	30 019. 51
利润总额	16 993. 44	14 861. 38	8 435. 7	2 400. 24
净利润	14 392. 70	12 843. 33	7 342. 96	1 841. 42

(二) 标的公司基本情况

本次交易中,标的公司设立于 2003 年,主营业务聚焦于原料药、制剂的药学工艺研发、注册和产业化服务(CMC)。其最近两年的财务状况和经营成果如表 1-7-2 所示。

表 1-7-2 标的公司基本财务指标

单位: 万元

项 目	2021 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日
总资产	13 211. 28	8 487. 17
总负债	7 449. 74	3 925. 32
股东权益	5 761. 54	4 561. 85
项 目	2021 年	2020 年
营业收入	8 167. 48	5 625. 07
利润总额	1 388. 27	187. 11
净利润	1 054. 74	170. 69

(三) 本次交易预案精要

1. 发行股份支付现金收购标的公司

G 公司拟发行股份及支付现金购买 YYYW100% 股权。交易标的资产的交易价格尚未最终确定,预计不超过人民币 4.2 亿元。

2. 本次交易构成关联交易

本次发行股份募集配套资金的发行对象为公司控股股东,因此本次发行股份

募集配套资金事项构成关联交易。

二、案例分析

(一) 行权过程

2022年3月,投服中心给G公司发送《股东质询建议函》,对标的公司收购前业绩突增、业绩承诺方案的合理性以及标的公司核心竞争力进行质询。

(二) 行权内容分析

1. 建议公司补充说明标的公司收购前业绩突增的理由

预案披露,标的公司主营业务为提供原料药、制剂药学工艺研发、注册和产业化服务,标的公司2020年及2021年的营业收入分别为5625.07万元、8167.48万元,归母净利润分别为170.69万元及1054.74万元,2021年营业收入、归母净利润分别同比增长45.2%、517.9%,存在业绩大幅增长现象。依据Wind行业中心的数据,医药研发外包CRO行业2018~2020年的营业收入增长率稳定在24.88%~29%之间,净利润增长率除2020年为307.63%外均未出现大幅增长态势。除此之外,依据CRO、CMC行业可比公司凯莱英、康龙化成及药明康德已发布的2021年业绩预告,虽然前述可比公司普遍披露CDMO等业务订单增长,业务收入稳步增长,归母净利润同比增长比例预计在35%~70%之间,但均未出现类似标的公司2021年度归母净利润爆发式增长的情形。本次交易预案未披露标的公司报告期内出现业绩突增的原因。依据同行业可比公司药明康德、美迪西、康龙化成的招股说明书,CRO或CMC行业的收入确认及结算模式主要分为FFS模式(客户定制服务,即一般基于单项合约、里程碑或研发季度,在履行义务得以满足时确认收入)和FTE模式(全时当量服务,根据记录的实际工时乘以合同约定的全时当量劳务费率确认收入),不同的收入确认模式将对标的公司当期收入及利润水平产生重要影响。目前交易预案尚未披露标的公司的收入确认方式,建议公司结合标的公司在手订单变动情况、收入结算模式、下游需求的景气度等方面在交易草案中补充披露标的公司2021年业绩突增的原因,并详细论证影响业绩大幅增长的这种因素在以后经营期间是否可持续。

2. 本次交易业绩承诺安排是否合理

预案披露,本次交易业绩承诺方王元、上海源盟、启动源力承诺标的公司2022~

2024年净利润将分别不低于2 000万元、2 600万元及3 800万元,合计不低于8 400万元。以标的公司2020年归母净利润170.69万元计算,标的公司2020~2024年承诺的净利润复合年均增长率高达117.22%。而Frost & Sullivan数据显示,预计中国CRO行业2019~2024年的复合年均增长率为26.5%,其中药物发现领域为26%、临床前领域为18.2%、临床领域为30%,远低于标的公司承诺的业绩增速。本次业绩承诺以交易对方取得的新增股份进行补偿,不足部分由承诺方现金补偿。依据交易方案,本次交易承诺方王元、上海源盟及启动源力三方取得的股份支付对价合计为2.5597亿元,占交易对价4.2亿元的比例为60.9%,未覆盖全部对价。考虑到本次交易标的公司的业绩承诺额设置相对较高,为增加业绩补偿方案的安全性,建议公司考虑将股份对价未覆盖的现金补偿部分增设履约保障措施。此外,CRO行业企业的研发能力、核心研发人员或团队的稳定性对该行业企业的业绩起决定性作用,建议公司考虑除设置净利润等财务指标外,是否可以在业绩补偿方案中增加核心研发人员离职率等非财务考核指标。

3. 建议在交易草案中补充披露标的公司的核心竞争力

本次交易预案对标的公司在CMC领域的技术优势、主要下游客户情况、产能及产能利用率等有关核心竞争力的内容未做具体描述。为帮助投资者更全面地了解标的公司的业务实力,对本次交易理性决策,建议公司在不涉及商业机密的前提下,在交易草案中补充披露标的公司反应釜的设计容量、现有产能利用率、已研发平台(如药学研究技术平台、制剂生产技术平台等)在相关业务领域内的技术优势,下游主要客户的情况、合作背景或服务模式,往常的药剂研发成功率及各类药剂研发成功所花费的平均时限等内容,让广大投资者充分了解标的公司的核心竞争力。

同月,G公司通过函复的形式回复了投服中心的质询和建议,并对相关情况进行详细说明。

案例 8 H 公司收购 5 家康复医院的关联交易

2022 年 3 月, H 公司公告了《关于收购 5 家康复医院有限公司 100% 股权暨关联交易的公告》(以下简称《关联交易公告》), 拟以自有资金收购 5 家康复医院, 交易对价合计 8.44 亿元, 本次交易构成关联交易。

一、案例简介

(一) 上市公司基本情况

H 公司成立于 2007 年 2 月, 于 2011 年 6 月在上海证券交易所主板上市交易。发布关联交易公告时, H 公司收盘价为 9.81 元/股, 总股本为 1 408 654 553 股, 总市值 138.19 亿元。H 公司的第一大股东为 AKS 集团有限公司, 持股比例 33%, 实际控制人为郑某江。

H 公司主要从事智能配用电、医疗服务两个板块业务。智能配用电板块, H 公司是我国领先的智能配用电整体解决方案提供商。医疗服务板块, 主要业务为医院的建设、运营、投资并购, 以及医疗融资租赁等业务。H 公司自 2015 年开始在医疗服务领域进行产业布局, 经过多年发展, 形成良好的连锁化医院管理运营体系, 并逐步在重症康复领域积累口碑和竞争优势。发布《关联交易公告》时 H 公司拥有 8 家医院, 其中 6 家医院通过收购获得。

H 公司最近两年一期的财务状况和经营成果如表 1-8-1 所示。

(二) 标的公司基本情况

本次关联交易中, 共有 5 家标的公司, 均为康复医院。具体情况如表 1-8-2 所示。

表 1-8-1 H 公司基本财务指标

单位：万元

项 目	2022 年 9 月 30 日	2021 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日
总资产	1 600 489. 60	1 486 532. 20	1 369 627. 82
总负债	663 654. 93	592 628. 29	491 133. 83
股东权益	936 834. 67	893 903. 91	878 493. 99
项 目	2022 年 1~9 月	2021 年	2020 年
营业收入	690 146. 22	702 290. 25	709 270. 90
利润总额	85 051. 93	84 681. 31	118 853. 27
净利润	71 160. 35	70 760. 94	96 087. 91

表 1-8-2 5 家标的公司交易对价及交易对手方情况

编 号	标的公司	交易对价(亿元)	交易对手方
1	A 康复医院	2. 1	KJ(有限合伙)持股 70%、 ZJ(有限合伙)持股 30%
2	B 康复医院	1. 8	KF(有限合伙)持股 70%、 ZSH(有限合伙)持股 30%
3	C 康复医院	1. 6	KR(有限合伙)持股 70%、 ZX(有限合伙)持股 30%
4	D 康复医院	1. 82	KY(有限合伙)持股 70%、 ZS(有限合伙)持股 30%
5	E 康复医院	1. 12	KS(有限合伙)持股 70%、 ZY(有限合伙)持股 30%

H 公司子公司 AKS 投资管理有限公司在 AKSK 医疗投资合伙企业(有限合伙)(以下简称 AKSK)投资决策委员会中委派了 1 名委员,故 AKSK 为公司关联方。KY、KJ、KS、KF、KR 均系 AKSK 设立的子基金,故均为公司关联方。同时 ZS、ZJ、ZY、ZSH、ZX 的执行事务合伙人何某万系 H 公司实际控制人郑某江配偶的兄弟,故均为公司关联方。

5家标的公司具体情况如下:

1. A 康复医院

A 康复医院成立于2017年11月,开业时间2018年10月(医保11月开通),二级康复医院,经营范围包括康复、体检、养老服务,由KJ公司和ZJ公司出资设立,注册资本8600万元。于2018年8月获得医疗机构执业许可证,有效期自2018年8月至2033年8月。A 康复医院近两年主要财务数据如表1-8-3所示。

表 1-8-3 A 康复医院近两年主要财务数据

单位:万元

项 目	2020年12月31日	2021年12月31日
资产总计	12 081.14	13 890.95
负债总计	3 957.82	4 870.78
所有者权益总计	8 123.33	9 020.17
项 目	2020年度	2021年度
营业收入	12 736.01	10 912.69
营业成本	7 928.98	7 121.51
净利润	1 919.12	1 114.87

公司披露,A 康复医院2021年净利润下滑原因为:2021年由于受到疫情影响,及院方主动调整业务结构,病床有效使用率降低至65%。2021年12月末占床数量已达301张,病床有效使用率已经恢复到85%。后随着2024年新病区30张床位投入运营,占床数量提升至321.85张。后续收入增长主要源于第八病区开设以及发挥重症学科特色,持续提高医疗技术及服务质量,加大重症康复占比,加快病床周转率等各种措施,将病床日均费用恢复至2020年度水平。

截至评估基准日2021年12月31日,以收益法评估结果作为最终评估结论,A 康复医院的评估基准日净资产账面价值为9020.17万元,评估后股东全部权益价值为2.1亿元,评估增值率132.81%。A 康复医院2022~2026年盈利预测情况如表1-8-4所示。

表 1-8-4 A 康复医院盈利预测情况

单位：万元

项 目	2021 (历史)	2022	2023	2024	2025	2026
营业收入	10 912.69	12 271.16	13 125.58	14 485.14	14 923.49	15 375.24
净利润	1 114.87	1 494.54	1 694.10	1 965.82	1 972.27	1 980.09
毛利率	35%	33%	33%	34%	33%	33%

2. B 康复医院

B 康复医院 2017 年 9 月设立,2018 年 9 月开始营业,2020 年 4 月开通医保,为二级康复医院。公司注册资本 7 500 万元,由 KF 公司出资设立。于 2018 年 10 月获得医疗机构执业许可证,有效期自 2018 年 8 月至 2033 年 8 月。B 康复医院近两年主要财务数据如表 1-8-5 所示。

表 1-8-5 B 康复医院近两年主要财务数据

单位：万元

项 目	2020 年 12 月 31 日	2021 年 12 月 31 日
资产总计	5 309.57	11 370.90
负债总计	1 945.20	6 928.68
所有者权益总计	3 364.38	4 442.22
项 目	2020 年度	2021 年度
营业收入	2 949.73	8 875.95
营业成本	2 644.22	4 605.76
净利润	-1 014.17	1 071.93

截至评估基准日 2021 年 12 月 31 日,以收益法评估结果作为最终评估结论,B 康复医院的评估基准日净资产账面价值为 4 442.22 万元,评估后股东全部权益价值为 1.8 亿元,评估增值率 305.2%。B 康复医院 2022~2026 年盈利预测情况如表

1-8-6所示。

表 1-8-6 B 康复医院盈利预测情况

单位：万元

项 目	2021 (历史)	2022	2023	2024	2025	2026
营业收入	8 875.95	10 320.89	11 851.97	13 032.65	13 740.45	14 634.38
净利润	1 071.93	1 494.71	1 724.17	1 971.52	2 005.25	2 022.32
毛利率	48%	45%	45%	45%	45%	44%

2021年B康复医院占床数量在不断提升中,2021年病床有效使用率为62.45%(年平均值),至2021年末病床使用率已大幅提高至80%以上。预测年度病床有效使用率在72%~82%之间逐步提高,与全国二级医院平均病床使用率数据相近。2022年预测日均占床数244张是与2021年12月末情况相符的。预计2023年新开病区,增加床位30张,由于总床位数增加30张,相应提升了日均占床数。

3. C 康复医院

C康复医院成立于2018年2月,是以康复和护理为特色的二级专科医院。由KR公司和ZX公司共同出资组建,注册资本7500万。于2019年7月取得医疗机构执业许可证,有效期自2019年7月至2024年7月。C康复医院近两年主要财务数据如表1-8-7所示。

表 1-8-7 C 康复医院近两年主要财务数据

单位：万元

项 目	2020/12/31	2021/12/31
资产总计	6 590.43	9 865.92
负债总计	1 480.28	4 688.90
所有者权益总计	5 110.15	5 177.01

续表

项 目	2020 年度	2021 年度
营业收入	2 285.78	5 343.58
营业成本	3 170.25	5 019.27
净利润	-626.53	194.90

截至评估基准日 2021 年 12 月 31 日,以收益法评估结果作为最终评估结论,C 康复医院的评估基准日净资产账面价值为 5 177.01 万元,评估后股东全部权益价值为 1.6 亿元,评估增值率 209.06%。C 康复医院 2022~2026 年盈利预测情况如表 1-8-8 所示。

表 1-8-8 C 康复医院盈利预测情况

单位:万元

项 目	2021 (历史)	2022	2023	2024	2025	2026
营业收入	5 343.58	9 115.24	9 655.53	10 328.62	10 718.69	11 868.98
净利润	194.90	1 083.86	1 205.57	1 138.50	1 320.87	1 541.14
毛利率	40%	38%	37%	37%	39%	39%

截至 2021 年 12 月,单月占床数量为 138 张。C 康复医院已和当地多家医院达成双向转诊协议,后续日占床数仍会保持增加,因此未来年度日均床位数预计持续增加,床日费在 2021 年度的基础上考虑小幅增长。2022 年床日均费用增长较多,主要是 2022 年床日均费用较高的重康病区(HDU 及 ICU)使用率提高所致,永续年病床有效使用率为 80%,符合目前湖南地区平均水平。

4. D 康复医院

D 康复医院成立于 2017 年 11 月,2019 年 6 月开业,同年 7 月开通医保,属于二级康复专科医院。由 KY 公司和 ZS 公司共同出资组建,注册资本 8 800 万。于 2019 年 4 月获得医疗机构执业许可证,有效期自 2019 年 4 月至 2034 年 4 月。D 康复医院近两年主要财务数据如表 1-8-9 所示。

表 1-8-9 D 康复医院近两年主要财务数据

单位:万元

项 目	2020/12/31	2021/12/31
资产总计	9 936.22	16 397.50
负债总计	3 606.42	10 272.22
所有者权益总计	6 329.80	6 125.27
项 目	2020 年度	2021 年度
营业收入	5 105.84	8 292.97
营业成本	3 733.98	5 731.39
净利润	-305.90	20.76

截至评估基准日 2021 年 12 月 31 日,以收益法评估结果作为最终评估结论,D 康复医院的评估基准日净资产账面价值为 6 125.27 万元,评估后股东全部权益价值为 1.82 亿元,评估增值率 64.55%。D 康复医院 2022~2026 年盈利预测情况如表 1-8-10 所示。

表 1-8-10 D 康复医院盈利预测情况

单位:万元

项 目	2021 (历史)	2022	2023	2024	2025	2026
营业收入	8 292.97	9 671.07	11 249.92	13 223.97	14 412.97	15 497.02
净利润	20.76	1 297.45	1 497.55	1 706.65	1 991.68	2 249.09
毛利率	31%	37%	37%	38%	39%	39%

D 康复医院的 8~12 楼在评估基准日尚处于空置状态,未来预计能增加 3 个病区,增加床位 158 张。2022 年日均占床数增长约 28 张,增长原因为总床位数增长 56 张,相应提升了日均占床数。2021 年病床有效使用率为 80%,预测年度病床有效使用率随着总床位数增加,至永续年保持在 84%,与全国二级医院平均病床使用

率数据及 2021 年 D 康复医院病床使用率数据相近。

5. E 康复医院

E 康复医院成立于 2020 年 2 月,是以康复和护理为特色的二级专科医院,由 KS 公司和 ZY 公司共同出资组建,注册资本 2 500 万元。E 康复医院近两年主要财务数据如表 1-8-11 所示。

表 1-8-11 E 康复医院近两年主要财务数据

单位:万元

项 目	2020 年 12 月 31 日	2021 年 12 月 31 日
资产总计	1 949. 40	5 165. 82
负债总计	726. 34	3 227. 25
所有者权益总计	1 223. 06	1 938. 57
项 目	2020 年度	2021 年度
营业收入	25. 09	2 422. 04
营业成本	225. 16	1 868. 28
净利润	-276. 94	-269. 87

截至评估基准日 2021 年 12 月 31 日,以收益法评估结果作为最终评估结论,E 康复医院的评估基准日净资产账面价值为 1 938. 57 万元,评估后股东全部权益价值为 1. 12 亿元。E 康复医院 2022~2026 年盈利预测情况如表 1-8-12 所示。

表 1-8-12 E 康复医院盈利预测情况

单位:万元

项 目	2021 (历史)	2022	2023	2024	2025	2026
营业收入	2 422. 04	5 925. 68	7 057. 17	7 864. 59	7 978. 50	8 570. 49
净利润	-269. 87	689. 62	788. 55	978. 78	1 085. 59	1 326. 05
毛利率	23%	35%	37%	38%	39%	41%

E 康复医院目前有康复 1~3 病区及 ICU 病区,康复 3 区为 2021 年 8 月新开,ICU 病区为 2021 年 10 月新开,故导致 2021 年度占床数量年化数据较低,截至 2021 年 12 月单月占床数量为 130 张。2021 年度年化床位利用率为 27%,主要是开业时间较短及将康复 3 区和 ICU 占床数量年化计算所致,其中 2021 年 10 月、11 月、12 月床位利用率分别为 37.0%、44.4%、48.2%,预测年度 2022 年整年总床利用率为 58%,较 2021 年 12 月份利用率增加 9.8%,增速低于 2021 年每月平均增速 21%,另 2026 年病床利用率为 89%,与公布的其所在地的专科-康复医院病床使用率基本相符。

二、案例分析

(一) 行权过程

2022 年 4 月,投服中心向 H 公司发送股东建议函,建议 H 公司控股股东增加承诺。

(二) 行权内容分析

5 家标的医院的主要收入均来自住院收入。评估报告在预测住院收入时系以占床数量(日均占床)、床日均费用为基础,但标的公司披露的主管部门批准床位与预测住院收入时使用的开放床位相比有较大差异,对此,标的医院出让方作出如下相关承诺:“若因医院开放床位超出核定床位而被卫生主管单位行政处罚的,交易出让方在收到标的医院书面通知并确认属实后 15 个工作日内,以现金方式将所涉所有赔偿金额按各自持股比例补偿给标的医院;若医院被卫生主管单位责令改正导致医院床位减少,人员成本增加,从而影响医院评估值的,所涉估值差额部分,由交易出让方在评估报告出具后 15 个工作日内,按各自持股比例以现金方式补偿给收购方。如在业绩承诺期内与业绩承诺所涉补偿金额重复,则不予重复计算。”H 公司控股股东 ASK 集团有限公司已出具承诺函,将对业绩补偿承诺履行相应补充义务。鉴于上述情况,投服中心建议 H 公司控股股东 ASK 集团有限公司增加承诺,若标的医院交易出让方无法按相关条款就医院开放床位超出核定床位导致的处罚及估值变更进行补偿,则由 H 公司控股股东 ASK 集团有限公司履行相应补充义务,以保障上市公司及中小股东利益。

案例9 I公司重大资产重组

2022年7月,I公司公告了《关于筹划重大资产重组暨签署〈框架协议〉的提示性公告》和《重大资产购买预案》,拟以支付现金的方式向王某悦、元某、济南某华收购其持有的某锂业公司的70.00%股权,向和田某福收购其所持有的某东力的70.00%股权。

一、案例简介

(一) 上市公司基本情况

I公司成立于1999年12月,于2002年10月在上海证券交易所上市交易。发布《重大资产购买预案》时,I公司股价为22.27元/股,总股本为516 065 720股,总市值114.93亿元,在本次交易前,I公司第一大股东为J投资公司,持股比例为26.19%,实际控制人为俞某荣和谢某彤。

I公司主要经营医疗服务业务和煤炭贸易业务。医疗服务业务主要包括开设门诊中心、专科中心、影像中心和健康管理中心,为客户提供健康管理、疾病诊断与治疗、绿通转诊与远程会诊、术后康复等专业化的医疗服务。煤炭贸易业务采用自营模式,即I公司自行从上游供应商采购货物、自主开拓下游客户渠道进行销售,利用自身资金优势、时间和地区差异赚取利润。

I公司最近两年一期的财务状况和经营成果如表1-9-1所示。

(二) 标的公司基本情况

1. 某锂业

某锂业于2010年11月成立,属于新能源锂电池材料行业,主要从事碳酸锂和氢氧化锂为主的锂化工产品的研发、生产和销售,主要产品为碳酸锂和氢氧化锂,目前已建成和运营年产2.5万吨电池级碳酸锂和年产1万吨电池级氢氧化锂生产线。其

核心竞争优势包括自有完备的生产线、制备工艺,锂辉石提锂技术成熟,拥有多项专利技术,是高新技术企业。其最近两年一期的财务状况和经营成果如表 1-9-2 所示。

表 1-9-1 A 公司基本财务指标

单位:万元

项 目	2022 年 9 月 30 日	2021 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日
总资产	283 752. 93	279 937. 44	257 308. 24
总负债	111 327. 47	103 531. 41	69 547. 10
股东权益	172 425. 45	176 406. 02	187 761. 13
项 目	2022 年 1~9 月	2021 年	2020 年
营业收入	100 399. 28	69 744. 51	428 344. 37
利润总额	-4 045. 75	-17 324. 01	2 246. 76
净利润	-4 055. 96	-17 174. 02	1 589. 91

表 1-9-2 标的公司基本财务指标

单位:万元

项 目	2022 年 5 月 31 日	2021 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日
总资产	395 542. 63	284 344. 77	227 006. 17
总负债	283 329. 69	270 594. 13	224 583. 48
股东权益	112 212. 94	13 750. 64	2 422. 70
项 目	2022 年	2021 年	2020 年
营业收入	269 530. 97	109 378. 47	25 177. 60
利润总额	116 176. 46	12 593. 85	-25 787. 38
净利润	97 350. 87	10 831. 30	-22 746. 03

2. 某东力

某东力成立于 2007 年 4 月,是锂矿石的开采企业,锂矿石是属于锂电上游产品

的碳酸锂和氢氧化锂的原材料。某东力核心资产持有“新疆阿克塔斯锂矿”的探矿权和采矿权。阿克塔斯锂矿位于新疆和田县阿克塔斯地区,矿区面积 0.9063 平方公里,保有资源总矿石储量为 580.66 万吨,出让期限为 19.76 年(含基建期 1 年),矿山可采取露天开采,下部及其他矿体采取地下开采,年产量 30 万吨。其最近一年一期的财务状况和经营成果如表 1-9-3 所示(未经审计)。

表 1-9-3 标的公司基本财务指标

单位:万元

项 目	2022 年 5 月 31 日	2021 年 12 月 31 日
总资产	37 575.51	16 349.05
净资产	-1 360.46	-1 182.20
项 目	2022 年	2021 年
营业收入	469.33	—
净利润	-178.26	-51.33

(三) 资产重组草案精要

1. 支付现金收购标的公司

本次交易为 I 公司以支付现金的方式向王某悦、亓某、济南某华收购其所持有的某锂业的 70.00% 股权,向和田某福收购其所持有的某东力的 70.00% 股权。预案披露,标的资产的转让价格合计不超过 38.5 亿元。本次交易完成后,I 公司将持有某锂业 70.00% 股权,持有某东力 70.00% 股权。

2. 本次交易构成重大资产重组,不构成重组上市及关联交易

本次交易构成重大资产重组。本次交易前后上市公司控股股东及实际控制人不会发生变化,因此本次交易不构成重组上市。本次交易的交易对方不属于上市公司的关联方。因此本次交易不构成关联交易。

3. 标的公司业绩承诺和补偿

业绩承诺期为 2022 年、2023 年、2024 年度,业绩承诺方为亓某、济南某华、和田某福、王某悦。承诺金额为标的公司 2022 年、2023 年、2024 年实现的净利润将分别

不低于人民币8亿元、9亿元、10亿元,三年实现的净利润累计不低于人民币27亿元。

(四) 标的公司历史情况

某东力原来为某锂业的子公司,2016年12月上市公司LN公司曾拟购买某锂业67.78%股权,当时标的公司的整体估值为19.2527亿元,由于2015年碳酸锂的价格仅为4~5万元每吨,2016年(收购当年)价格大幅增长至12万元每吨,标的公司估值大幅增长,但当年收购终止。LN公司称由于当时国内证券市场环境、监管政策等情况发生了较大变化,LN公司本次重大资产重组继续推进存在重大不确定性,因此终止。2018年3月,MD公司(现已退市)完成重大资产重组,收购某锂业98.51%股权,整体估值为29.5839亿元,当时碳酸锂的价格为15.35万元每吨,导致估值在一年内增长53.66%。由于2018年MD公司只支付了12.1468亿元,当时交易完成后MD公司仅持有股权71.04%,当时交易承诺标的公司2018~2020年每年扣非后净利润不低于4.2亿元,但2018年实际标的公司实现业绩为-2.8211亿元,当年计提标的公司减值准备10.9789亿元,减值率为38.75%,公司解释系由于2018年新能源政策退坡影响业绩不达预期。2019年交易双方达成协议要求某锂业的业绩承诺方以16.5094亿元回购标的公司50.23%股权,扣除尚未支付的股权转让款及业绩补偿款,应向MD公司支付6.06亿元,且公告称MD公司取得了某东力30%股权、某锂业19.09%股权的质押权,若交易对方仍不履行股权回购款支付义务,可执行前述质押物。依据MD公司退市后在三板发布的年报及退市前的临时公告,MD公司尚未收到2.6813亿元,且2021年4月已经起诉,尚未判决。因此,公司称要向亓某等三人购买其持有的70%到100%股权是无法实现的,按照目前最新的工商登记显示亓某名下持有的4906.48万元股份中1466.667万元已经质押(占比约30%),和田某瑞持有的某东力股权有30%质押给MD公司。若MD公司无法与交易对方将前述债务纠纷解决,将无法交易。此外,依据MD公司在三板披露的2020年及2021年年报,MD公司和某锂业存在大量的互保及债务往来,2020年MD公司对某锂业1.1162亿元的其他应收款全部计提坏账准备,原因为经营亏损,截至2021年末,MD公司为某锂业提供3.03325亿元担保,其中约2亿元主债务人已经逾期未清偿,而MD公司自身因为退市而有大量短期借款逾期无法偿还,其中涉及广州农商行的4450万元借款,法院已经判决由标的公司1960万元股权(约占标的

公司 20%) 质押承担连带责任, 但标的公司尚未履行, 且标的公司的实控人王某悦 2020 年已经成为失信被执行人。若标的公司实控人无钱偿还与 MD 公司的债务, 股权质押无法解除, 本次交易根本无法完成。

此外, 2018 年 MD 公司收购标的公司后, 由于并入上市公司体内, 经审计后便发现标的公司存在实控人资金占用等未经决策披露的拆借行为, 因此受到处罚, 同时收购时有大量的新闻报道标的公司存在造假行为, 有记者通过实地走访等方式, 认定标的公司的主要供应商已经停业, MD 公司对交易所问询函的回复显示, 当时标的公司披露三条产线产能为 5 000 吨、5 000 吨及 8 000 吨, 但实际产量只有 2 729. 17 吨、2 315. 84 吨及 4 518. 4 万吨, 实际仅达到披露值的 50% 左右。

二、案例分析

(一) 首次行权

2022 年 7 月, 投服中心以发送股东函件的方式, 向 MD 公司和 LN 公司商请提供收购某锂业的相关信息, 具体内容如下:

1. 向 MD 公司商请提供收购某锂业的相关信息

投服中心关注到, MD 公司曾于 2018 年 3 月公告以 29. 060 45 亿元收购某锂业 98. 51% 股权, 当年 4 月 MD 公司支付了首笔收购款并持有了某锂业约 71. 04% 股权, 2019 年 3 月, MD 公司公告终止收购某锂业股权, 双方协商由某锂业原管理团队回购 MD 公司已持有的某锂业 56. 18% 的股权, MD 公司继续持有某锂业 14. 86% 股权。为充分了解某锂业的实际运营情况, 投服中心商请 MD 公司协助提供以下信息:

(1) 请求配合说明终止收购某锂业部分股权的主要原因

2018 年 3 月 MD 公司发布收购公告, 在已完成收购某锂业约 71. 04% 股权后的次年 3 月, 公告终止收购, 变化较为突然。MD 公司称系综合考虑当时市场环境、金融环境等多方面问题, 本着谨慎性原则, 决定终止收购某锂业股权, 但未具体说明终止收购的主要原因。投服中心注意到, 资产收购时, 业绩承诺方承诺某锂业 2018~2020 年每年实现的净利润均不低于 4. 2 亿元, 但其 2018 年实际实现的净利润仅为 -2. 821 174 亿元, MD 公司当年对其进行商誉减值测试的评估减值额达

10.978 957 亿元,减值率高达 38.75%。为充分了解某锂业的实际情况,请 MD 公司具体说明当时终止收购的主要原因,是否与某锂业业绩不达标预期相关。

(2) 请求配合说明在资产收购过程中是否曾发现某锂业存在治理不规范等情况

MD 公司 2018 年年报曾显示,2018 年 4 月 1 日至 6 月 30 日期间,某锂业与关联方王某悦、亓某及王某悦控制的多家公司存在关联方资金拆借,未履行决策程序及信息披露义务。请说明 MD 公司是在什么时点发现某锂业存在前述问题以及 MD 公司是通过什么方式发现的前述问题。

(3) 请求配合说明 MD 公司是否已全部收回回购款

公告显示,MD 公司终止收购某锂业,原管理团队回购某锂业 56.18% 股权,需于 2020 年 12 月 20 日前向 MD 公司支付 6.069 4 亿元,并向 MD 公司质押某东力 30% 的股权及某锂业的 19.09% 股权。2020 年报显示,截至 2020 年末公司尚未收回 2.631 3 亿元回购款,且于 2021 年 4 月 20 日向德清县人民法院提起诉讼。请 MD 公司说明截至目前前述剩余回购款是否已收回,法院判决结果如何,相关某锂业及某东力的股权质押是否已解除。

(4) 请求配合说明 MD 公司与某锂业之间的担保交易将如何处理

2021 年报显示,MD 公司作为担保方,为某锂业提供担保 3.033 25 亿元,其中 1.913 亿元主债务已逾期,同时 MD 公司作为被担保方,某锂业为 MD 公司 4 450 万元借款承担连带担保责任,且某锂业 1 960 万股权(占目前某锂业注册资本的约 20.045%)用于质押。2022 年 1 月法院已发出执行通知书,要求 MD 公司及担保方履行偿还义务。请 MD 公司说明为某锂业提供担保义务的终止时间;对于某锂业已经逾期的主债务,是否将为其履行偿还义务;若某锂业主要股权将转让至 I 公司,MD 公司与某锂业之间的担保协议将如何处理。同时,请 MD 公司说明某锂业是否已为公司 4 450 万元借款履行了担保责任,相关股权质押是否已解除。

(5) 请配合说明 MD 公司是否将继续向某锂业追偿已计提坏账准备的欠款

公司 2021 年年报中其他应收款、应收利息等科目显示,MD 公司应收某锂业 8 010.608 8 万元,已计提坏账准备 8 000.530 4 万元,应收利息 3 522.083 3 万元,并已全部计提坏账准备。请 MD 公司说明是否将继续向某锂业追偿前述应收款项合计 1.153 269 亿元。

2. 向 LN 公司商请提供收购某锂业的相关信息

投服中心关注到, LN 公司曾于 2016 年发布重组预案, 拟以 13.2625 亿元收购某锂业 67.78% 股权(当时某东力为某锂业的控股子公司), 并于 2017 年 3 月公告终止交易。为充分了解标的公司的实际运营情况, 投服中心商请公司协助提供以下信息:

LN 公司历史公告显示, LN 公司 2016 年 7 月发布重组预案, 就本次重组交易曾向上交所提交了三次问询函的回复, 对重组预案进行了三次修订, 但于 2017 年 3 月突然公告终止重组。LN 公司称, 由于国内证券市场环境、监管政策等情况发生了较大变化, 继续推进重组存在重大不确定性, 经协商决定终止交易, 但未具体说明终止收购的主要原因。2018 年 3 月, MD 公司公告以 29.06045 亿元收购某锂业 98.51% 的股权, 在完成收购某锂业 71.0392% 的股权后的次年 3 月公告终止收购, 并由某锂业原管理团队回购 MD 公司已持有的某锂业 56.18% 的股权。收购完成后, MD 公司公告显示, 某锂业 2018 年实际实现的净利润仅为 -2.821174 亿元, 与承诺业绩不低于 4.2 亿元相差甚远, MD 公司当年对其进行商誉减值测试的评估减值额达 10.978957 亿元, 减值率高达 38.75%。同时, MD 公司 2018 年定期报告披露, 2018 年 4 月 1 日~6 月 30 日期间, 某锂业与关联方王某悦、元某及王某悦控制的多家公司存在关联方资金拆借, 未履行决策程序及信息披露义务, 存在公司治理不规范等问题。此外, MD 公司迟迟未能收回交易对方回购的 56.18% 股权的全部款项, 已于 2021 年 4 月 20 日向德清县人民法院提起诉讼, 且 2021 年 MD 公司年报显示其为某锂业提供担保的 1.913 亿元债务已出现逾期, 对某锂业合计 1.153269 亿元的应收款项也已基本全部计提坏账减值准备。收购的效果远不及预期。

为进一步了解标的公司的实际情况, 请 LN 公司配合说明当时终止重组的主要原因, LN 公司在对标的公司尽职调查的过程中是否曾发现标的公司存在任何瑕疵或公司治理不规范等问题, 是否曾关注过标的公司的历史业绩和实际产能的真实性等方面的潜在问题, 若有, 请具体说明标的公司存在的问题及合理依据。

(二) 二次行权

2022 年 8 月, I 公司公告拟就近期公布的重大资产重组召开投资者说明会, 投服中心参加投资者说明会并向 I 公司提出如下问题:

(1) 近期, 公司公告拟通过自有资金和自筹资金以不超过 38.5 亿元收购某锂

业70%及某东力70%股权。截至2022年3月31日,公司流动资产为13.08亿元,其中其他应收款为12.98亿元,占比高达99.24%,货币资金仅为440.44万元。除2019年外,公司扣非后归母净利润自2015年持续为负,盈利能力较弱。同时,2021年公司因存在大额资金占用、违规担保、大额未入账资金收支及司法冻结等事项被会计师出具无法表示意见的审计报告及否定意见的内部控制审计报告。在此背景下,请公司说明将如何筹集大额资金完成本次收购。

(2) 公司本次拟收购的某锂业主要从事电池级碳酸锂等产品的生产与销售,涉及当前资本市场的热点概念。自发布本次交易公告后,公司股票从2022年7月18日起至8月10日收盘,累计涨幅达80.44%,其中14个交易日涨停。结合公司选择在股票被实施退市风险警示复牌的前一天披露重组提示性公告,请公司说明本次收购是否存在对冲股价受退市风险警示所带来的影响并迎合热点概念炒作的动机。

(3) 2016年7月、2018年3月LN公司、MD公司曾拟收购某锂业多数股权,但最终均终止了交易。MD公司在完成收购某锂业部分股权后的次年3月决定终止收购,并要求某锂业原管理团队回购其已持有的56.18%的股权。收购完成后,其曾披露某锂业第一年未实现业绩承诺,实际业绩与承诺业绩相差甚远,且存在违规关联方资金拆借等治理不规范问题。此外,MD公司的历史年报显示,标的公司的实控人王某悦2020年已为失信被执行人,LN公司回复投服中心函件时表示在2016年尽职调查时曾发现某锂业实控人对外债务金额较大、部分股权存在争议或潜在纠纷等问题。请公司说明是否对标的公司的前述问题有所关注,标的公司是否已对前述问题全部整改,在本次交易尽调过程中,公司是否发现标的公司存在新的公司治理不规范等问题,这些问题是否将对本次交易产生不利影响。

(4) 近年来,碳酸锂价格整体大幅增长,依据安泰科统计数据,国产电池级碳酸锂(99.5%)均价已从2020年10月26日的每吨4.05万元增长至2022年8月11日的每吨47.6万元,增幅达1075.31%,可以说公司本次交易系在碳酸锂行业高点收购。然而,依据中信证券、安泰科、高盛等头部券商发布的行业研究报告,随着更多锂矿供应进入市场且可能超出下游需求增长的速度,到2023年碳酸锂将出现产能过剩,碳酸锂价格将面临较为明显的下行压力。业内专家也曾表示,上市公司收购碳酸锂行业时要警惕估值过高、业绩承诺难以兑现、业务整合和产业协同不达预

期等风险。本次交易完成后,一旦碳酸锂价格大幅下滑,标的公司的业绩不达预期,公司将面临巨额商誉减值,对公司未来业绩产生重大不利影响。请公司说明董事会就本次交易做决策时是否对前述风险有充分考量及评估。

(5) 公司目前主营业务为煤炭贸易及医疗服务业务。2020年起,公司启动多个医疗资产收购项目,间接收购了国瑞门诊部、曲江未睦门诊部、济南高新国际医院,参股上海国际医学中心、美国 Mivip 健康护理公司等,尝试转型医疗产业。2021年年报显示,公司已对国瑞门诊部、曲江未睦门诊部合计 3 016.54 万元全部计提商誉减值,对参股的美国 Mivip 公司计提长期股权投资减值准备 1.525 19 亿元,2021年收购的上海国际医学中心当年净利润为-3 101.3 万元,均未达预期。请公司说明在转型医疗产业尚未成功的背景下,斥巨资跨界收购碳酸锂企业,公司能否有能力将三大产业整合成功。

案例 10 J 公司资产收购的关联交易

2022 年 7 月, J 公司公告了《关于受让股权暨关联交易的公告》(以下简称收购公告), 拟以自有资金受让浙江 HFYH 有限公司 100% 股权, 股权的交易价格为 1 520. 44 万元。本次交易构成关联交易。

一、案例简介

(一) 上市公司基本情况

J 公司成立于 1993 年 5 月, 于 2004 年 4 月在上海证券交易所主板上市交易。公司是全国中成药小儿用药生产基地、全国重点中药企业。公司主营业务分为医药工业和医药商业, 以发展中医药为核心, 以儿科产品为特色, 已成为全国重点中药企业和小儿用药生产基地。公司为中华老字号企业, 拥有“健民”“龙牡”“叶开泰”等品牌。综合实力跻身全国医药企业百强之列, 并设立有企业博士后科研工作站和儿童药物研究院。主导品种龙牡壮骨颗粒为一级中药保护品种, 是儿童健康成长药物领域的知名品牌。其最近三年的财务状况和经营成果如表 1-10-1 所示。

表 1-10-1 J 公司基本财务指标

单位: 万元

项 目	2021 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日	2019 年 12 月 31 日
总资产	282 560. 22	241 717. 68	192 854. 06
总负债	125 735. 00	109 391. 54	72 062. 55
股东权益	156 825. 22	132 326. 15	120 791. 51

续表

项 目	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	327 818. 36	245 599. 63	223 893. 71
利润总额	36 093. 16	15 760. 78	9 979. 39
净利润	32 542. 14	14 868. 65	9 263. 36

(二) 标的公司基本情况

本次关联交易中,标的公司成立于 1996 年 6 月,主要通过子公司杭州 HF 医院开展医疗业务。HF 医院是一家按照二级标准建立的综合医院,医院科室设置较齐全,设有内科、外科、妇科、中医科、康复医学科、眼耳鼻喉科、口腔科、健康体检中心以及放射、超声、检验、病理、药剂等 10 多个临床医技科室;配置有 16 排螺旋 CT、西门子彩超及生化分析仪、DR 等大型先进设备;包含 100 张床位的住院部以及体检中心,已加入浙江省和杭州市医保体系;现有员工 77 名,其中具有中级职称的技术人员 17 人,高级职称的技术人员 6 人。其最近一年一期的财务状况和经营成果如表 1-10-2 所示。医院营运投入时间不长,加上疫情影响,尚处于亏损状态,医院主营业务收入来源于住院、门诊和体检三大业务。

表 1-10-2 标的公司基本财务指标

单位:元

项 目	2022 年 5 月 31 日	2021 年 12 月 31 日
总资产	30 474 769. 94	25 410 371. 96
净资产	-80 336 283. 37	8 005 377. 82
项 目	2022 年 1~5 月	2021 年度
营业收入	21 246 102. 51	9 557 982. 30
净利润	-19 478 637. 66	-10 268 175. 05

(三) 关联交易公告精要

1. 资产收购标的公司

本次交易,根据评估机构出具的资产评估报告,截至评估基准日 2022 年 6 月

30日,根据资产基础法评估结果,合并口径 HFYH 股东全部权益账面价值 800.54 万元,评估值 1 520.44 万元,增值 89.93%。

2. 本次交易构成关联交易

本次交易构成关联交易。HLYY 为公司控股股东,持有上市公司 37 014 073 股,占公司总股本的 24.13%;HLYY 与 HLTZ 均为 HLJT 全资子公司,HLJT 直接持有上市公司 5 128 541 股,占上市公司总股本的 3.32%;HLJT 及其全资子公司 HLYY 合计持有公司 42 142 614 股份,占总股本的 27.47%。

二、案例分析

(一) 行权过程

2022年8月,投服中心给J公司发送股东质询函,对J公司声称标的医院“力争通过2~3年实现扭亏为盈”以及董事是否审慎地评估了本次交易可能面临的不确定风险提出质询。

(二) 行权内容分析

1. 标的医院扭亏为盈的前景不明

2016~2021年《浙江卫生健康年鉴》显示,杭州市医疗机构诊疗总数从2015年的1.17亿人次上升至2020年的1.27亿人次,年均复合增速为1.59%,呈现整体诊疗人数缓慢增长的特征。在社会就诊人次总量缓慢增长的情况下,标的医院想要扭亏为盈,需要建立并积累某些优势才能吸引更多的患者前来就医,但是杭州市已有市直属医院15个、省直属医院20个。但凡涉及生命安全,绝大多数患者就医首先考虑的应该是医院的综合实力。以浙江省人民医院、浙江大学医学院附属第一医院、浙江省中医院、浙江中医药大学附属第三医院为代表的多家头部综合医院不论从成立历史、硬件设备、医护专业水平、综合保障能力,还是患者口碑以及社会信任度,在杭州市乃至浙江省都具备明显的不可替代的优势地位。你公司在公告中称标的医院“重点发展盈利能力较强的中医科、妇科、肛肠科等科室”,“加大周边社区推广力度,通过开展线上线下科普教育讲座、义诊筛查、社区服务等多种推广活动”,“积极与当地其他综合医院建立合作关系,开展患者转诊,拓宽医院客户渠道”,请说明作为一家按照二级标准建立的民营综合医院如何建立相对于上述头部

医院相关科室的比较优势,以吸引患者前来就医。另外,标的医院计划加大多种推广活动,积极拓宽医院客户渠道,也将增加标的医院的运营成本,减少利润,使得标的医院力争通过 2~3 年实现扭亏为盈的目标增加变数。

2. 公司董事是否审慎地评估了本次交易可能面临的不确定风险

投服中心梳理了多家上市公司并购民营医院的案例,发现民营医院被收购后出现亏损的不在少数。例如,盈康生命于 2017 年 2 月以 5 280 万元收购杭州中卫中医肿瘤医院(后更名为杭州怡康)100%股权,收购时标的资产处于亏损状态,但盈康生命当时称标的资产具有良好的区位优势、较全的医疗业务资质和较好的医疗业务基础,目前呈现出良好的发展势头,看好其未来发展。然而,2021 年 8 月,盈康生命公告由于标的资产尚需要长期的资金投入和能力建设,与其现阶段目标不符,以 134.61 万元出售杭州怡康 100%股权,出售时杭州怡康经营业绩仍为亏损。

前述失败案例与本次交易的逻辑相似,如果公司收购 HFYH 不能如期扭亏转盈,产生的损失还是由上市公司和广大股东承担。

公司的诸位董事在审议本次交易时是否充分考虑了杭州市地方民营医院的经营现状,是否审慎地评估了本次交易可能面临的不确定风险,是否在交易对价中对这种风险予以考虑。

同月,J 公司通过交易公告的形式回复了投服中心的质询。回复内容如下:

1. HF 医院未来的定位及运营举措

(1) HF 医院将作为公司循证医学研究基地

公司持续加大研发投入,加快新产品研发、立项与老产品二次开发,未来研发对循证医学研究需求较大。在公司产品开展临床循证医学研究时,需在医院做小样本研究,未来 HF 医院将作为公司循证医学研究基地,为公司新产品研发、产品上市再评价、临床用药指导、学术推广等提供支持。

(2) HF 医院未来定位于专科特色医院

① 公司作为中成药制造企业,主要品种集中在妇科、儿科等领域,经过多年发展,在妇、儿医疗领域集聚了丰富的专家资源,与全国各大医疗机构建立了良好的业务合作关系,未来将为 HF 医院在妇、儿专科领域发展奠定良好的基础。② 近年来,公司积极布局中医诊疗服务领域,已在中医诊疗领域积累了一定的营运经验。2018 年公司制定了探索性发展中医诊疗服务业务的战略方向,成立中医门诊部(武

汉)有限公司,在汉阳地区开设中医馆,并于2018年6月开馆试营业,医馆成立初期也处于亏损状态,经过几年的探索和经验总结,医馆运营模式逐渐成熟,盈利能力不断增强,2021年扭亏为盈实现净利润324万元,2022年经营持续向好,上半年实现净利润372万元。2022年7月经公司董事会批准,公司成立国医投资(武汉)有限公司作为公司中医诊疗服务产业的管理与投资平台,并在汉口地区开设第二家中医馆。本次交易完成后,公司将积极导入中医馆运营模式和成熟经验,重点打造HF医院的中医科。

(3) HF医院的运营举措

在本次交易完成后,公司在对医院原有的优势科室继续做大做强的基础上,围绕公司整体发展战略,将医院打造成为以妇、儿、中医等为特色专科的医院, HF医院作为一家民营营利性医院,与杭州本地头部医院的定位不同,未来将错位发展,不存在实质竞争。本次交易完成后,公司将对HF医院的市场运营进行全面升级:①重点专科建设。将集中资源、精力建设妇、儿、中医等重点科室,打造特色专科项目,提升医院特有竞争力。同时通过医院现有的体检、住院项目所获流量,进行深度转变,提升医院盈利水平。②多渠道推广。组建专业市场营销团队,加大市场拓展推广力度,通过周边广告投放、社区商圈地面推广、企业异业联合、新媒体投放置换等方式,覆盖医院周边5公里内的人群,深耕医院周边人群拓展,提高医院门诊量和住院人次。③全面提升患者的医疗体验。改变以往患者诊后即走的方式,沉淀到诊客户,通过特色专科、一对一服务、健康管理、专业科普等留住患者,全面提升医院服务水平,提高患者满意度。

2. 关于2~3年实现扭亏为盈目标的可实现性

HF医院2016年成立,于2017年10月试营业,2018年1月正式营业,营运时间不长,开业前期处于投入培育阶段(医疗机构投资属于中长期投资,回报周期相对较长),又受疫情、周边地铁施工(医院周边地铁建设历时约三年)等影响,医院开业以来处于亏损状态。本次交易完成后,公司拟着力将医院打造成为以妇、儿、中医等为特色专科的医院,除前述对医院市场运营进行全面升级的各项措施外,2~3年医院实现扭亏为盈的可实现因素还包括:

(1) 疫情逐步趋于稳定,各医院的就诊量逐渐恢复,且中医药在抗击疫情中发挥的重要作用得到普遍认同,中医药的受重视程度日益增强。

(2) 医院周边地铁已于 2022 年 6 月通车,地铁修建影响因素已消除,周边环境、交通便利度得到大幅改善,患者就医更加便利。

(3) 公司重点打造 HF 医院的妇、儿、中医等特色专科,因地制宜加强线上线下推广,将大幅提高医院的品牌知名度,吸引患者就医,扩大医院收入来源,实现收入的增加;HF 医院目前场地、设备及人员配备齐全,公司对医院现有营运体系和推广模式采取的调整措施,不会产生大规模的投入。

(4) HF 医院开业至今四年,已经在周边形成一定的市场基础。HF 医院连续四年被余杭区卫健委授予余杭区民营医疗机构综合评价获奖单位,医院从成立之初便开展社区义诊活动,具有专门运营人员开展线上科普及患者转诊工作,经过多年运营已在周边社区居民中形成一定的口碑和知名度,随着未来营运工作的不断优化,特色专科的逐步形成,也将带动医院业务的提升。

(5) 公司在中医诊疗服务领域相对成熟的营运经验和在妇、儿领域积累的丰富资源,也将帮助 HF 医院尽快扭亏。

3. 关于民营医疗产业的发展现状

根据 2021 年卫健委数据统计,公立医院的数量逐渐下降,民营医院的数量逐渐上升。截至 2021 年底,公立医院 11 804 家,民营医院 24 766 家;从床位数来看,公立医院床位占 70.2%,民营医院床位占 29.8%;2021 年公立医院诊疗人次 32.7 亿(占医院总诊疗人次的 84.2%),民营医院诊疗人次 6.1 亿(占医院总诊疗人次的 15.8%);2020 年公立医疗机构事业性收入 30 637 亿元,民营机构事业性收入 5 817 亿元。从上述数据来看民营医院的机构数量虽超过公立医院,但在床位数、诊疗人次、事业性收入等关键指标上均落后于公立医院,预计短期内这种竞争格局不会发生明显变化。

相比公立医院,民营医院在社会信誉度、人才资源、医保政策等方面尚存在差距,但民营医院在服务体系、就医便捷度、诊疗费用等方面有一定的优势。近年来国家出台多项政策鼓励和支持社会办医,国内医疗服务供需极不平衡的状况也为社会资本进入综合医疗创造了良好时机,目前民营综合医院多采取打造具有特色专科的综合医院策略与公立医院形成错位竞争。

4. 关于对周边环境的考察情况

根据杭州市卫健委数据,2021 年全市卫生机构数量 5 633 个,其中医院 370 个

(综合医院 172 个);余杭区 2021 年卫生机构数量为 364 个,其中医院数量 19 个(综合医院 9 个);2021 年全区常住人口为 130.9 万人,在杭州市 13 个区县中排名第 3,但每千人口的床位数(张)、医师数、护士数分别为 2.05、2.19、1.67,不仅远低于杭州市的平均数据 7.44、4.51、5.17,也低于杭州市区域卫生“十四五”规划的指标。相比杭州市其他区县,HF 医院所处的余杭区医疗资源偏少,医疗机构竞争相对缓和,未来还有较大发展空间。

公司详细考察了 HF 医院所在区域的周边环境,HF 医院距离杭州地铁 3 号线联胜路站 E 出口约 200 米,地理位置优越,交通便利,周边人口分布较多,周边半径 10 公里内人口约 93.8 万人,其中 36 岁以上人群约 32 万人;HF 医院辐射半径 5 公里/车程 15 分钟内,包含医院 7 家,社区医疗中心 3 家,诊所 15 家。其中浙大一院和杭州西溪医院为大型公立三甲综合医院,同德医院闲林分院是以精神科为主的专科医院,上述 3 家医院与 HF 医院定位存在差异;浙江康复医院、未来科技城医院、杭州怡宁医院和杭州清扬医院等 4 家医院部分科室与 HF 医院现阶段业务存在一定的竞争;周边 3 家社区卫生服务中心在门诊业务方面因为医保政策原因对包括 HF 医院在内的民营医院具有一定的竞争优势,其余诊所规模较小、科室设置不齐全,和 HF 医院不构成竞争关系。

我们也将结合公司实际情况,导入公司在中医诊疗服务领域积累的管理经验和营运模式,将 HF 医院打造成为以妇、儿、中医等为专科特色的医院。重点打造专家团队和青年中医师队伍,做强专科特色,塑造良好的口碑,带动其他特色科室发展,与周边医院重点科室形成错位发展格局。

5. 公司对不确定风险的考虑

公司本次股权受让除客观存在的行业发展风险、宏观经济风险以及不可抗力风险外,在成体系专家团队组建、专科特色和诊疗特色形成等方面存在不确定风险,公司将通过以下措施尽可能将各项风险降到最低。

(1) 依托公司妇、儿、中医领域积累的丰富经验和构建专家网络,吸引并留住更多优秀的专家、专科医生前来执业。

(2) 加大周边社区和有效辐射半径的推广力度,做好市场培育、医院运营,扩大就诊来源;同时逐步优化低效的机构设置和人员配置,降低成本,提高营运质量,重点打造妇、儿、中医等特色专科,形成诊疗特色。

公司在充分考虑本次交易所面临的各种风险的基础上,聘请具有从事证券、期货业务资格的万邦资产评估有限公司为公司受让 HFYH 全部股权事宜出具资产评估报告,本次交易以评估价值为交易对价。万邦资产评估有限公司根据本次交易标的特征,并考虑到 HF 医院目前仍处于经营初期阶段,相关科室和经营合作模式还在不断优化调整过程中,同时近两年受疫情等因素影响较大,采用资产基础法对 HF 医院进行评估。本次评估结合了标的公司目前的资产特点、经营情况,充分考虑了交易对价的公允性。

案例 11 K 公司收购控股股东 控制公司部分股权

2022 年 9 月, K 公司公告了《关于收购参股公司股权并获得 JG 区块控制权暨关联交易的公告》, 其中称 K 公司的全资子公司 ZMHW 拟以 4 662. 42 美元收购控股股东控制的关联企业 XHXDB 公司 24. 33% 的股权。本次交易完成后, ZMHW 公司合计持有标的公司 51% 的股权, 从而间接控制了标的公司的核心资产, 即哈萨克斯坦 JG 油气田区块。

一、案例简介

(一) 上市公司基本情况

K 公司成立于 2003 年 6 月, 于 2017 年 11 月在上海证券交易所创业板上市交易。K 公司控股股东为 ZMTZ 公司, 持股比例为 26. 59%, 实际控制人为李某某、朱某某。

K 公司是一家以创建跨国能源公司为企业愿景的石油天然气企业, 是国内最具实力的国际化钻井工程大包服务承包商和高端石油装备制造商, 具有上、下游一体化的业务优势。其最近三年的财务状况和经营成果如表 1-11-1 所示。

表 1-11-1 K 公司基本财务指标

单位: 万元

项 目	2021 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日	2019 年 12 月 31 日
总资产	587 405. 68	504 497. 15	542 525. 13
总负债	390 364. 67	314 122. 36	306 036. 90
股东权益	197 041. 01	190 374. 79	236 488. 23

续表

项 目	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	175 380.89	158 466.39	246 290.48
利润总额	11 814.97	-44 745.22	11 418.47
净利润	6 565.94	-48 716.45	1 718.82

(二) 标的公司基本情况

标的公司是一家专门从事国际石油区块勘探开发业务的公司。标的公司于 2018 年完成了对一块位于哈萨克斯坦境内的石油区块资产的收购交易(该石油区块以下简称“JG 项目”),上述交易已通过哈萨克斯坦能源部审批,完成股东变更登记。其最近一年及一期的财务状况如表 1-11-2 所示。

表 1-11-2 标的公司基本财务指标

单位:万元

项 目	2022 年 3 月 31 日	2021 年 12 月 31 日
总资产	81 243.54	81 243.54
总负债	35 263.60	36 148.09
项 目	2022 年 1~3 月(经审计)	2021 年 1~12 月(经审计)
营业收入	5 272.02	20 666.92
营业利润	-994.64	1 531.22
净利润	-1 167.68	423.75

(三) 本次交易精要

2022 年 9 月,上市公司公告全资子公司 ZMHW 拟以 4 662.42 美元收购控股股东控制的关联公司 XHXDB(以下简称标的公司)24.33%股权。本次交易完成后,ZMHW 合计持有标的公司 51%股权,从而间接控制了标的公司的核心资产,即哈萨克斯坦 JG 油气田区块。

二、案例分析

(一) 行权过程

2022年9月,投服中心通过发送股东函件方式行权,对本次收购的标的公司的估值合理性进行质询。

(二) 行权内容分析

上市公司曾于2018年12月及2019年6月分别以1.2亿元人民币、3000万美元对标的公司增资,参股JG油气田区块,合计持有标的公司26.67%股权。以当时美元兑人民币1:6.9的汇率计算,上市公司前两次增资时标的公司的整体价值为1.776952亿美元,而本次交易标的公司的整体价值为1.916326亿美元,增值7.8%,标的公司的核心资产是JG油气田区块。投服中心查阅历史公告,2018年上市公司控股股东通过一系列壳公司收购核心资产的估值为1.31亿美元,上市公司增资时的估值为1.5亿美元,而本次交易的估值为1.62亿美元,核心资产整体估值持续增长。上市公司曾披露2018年标的公司核心资产的2P原油经济可采储量为692.82万吨,而本次交易披露其2P原油经济可采储量为595.28万吨,下降97.54万吨。油气储量是油气公司的核心资产,是其价值的重要体现。油气资产净现值估值模型下,在固定的开发合同期限内,油气经济可采储量将影响油气公司预测的未来油气产量、营业收入、净利润等,从而影响油气资产折现的未来净现金流量值及整体估值。投服中心请上市公司说明在经济可采储量下降的基础上,核心资产估值不降反升的逻辑是什么。

上市公司对于估值变化,解释如下。

(1) 标的公司核心资产是其通过Tenge Oil & Gas(以下简称“TOG”)持有并运营的JG油田,标的公司间接持有核心资产90%的权益,前次增资时,核心资产估值判断依据系北京中企华资产评估有限责任公司出具的估值报告,核心资产的市场价值与增资价格计算过程如下:前次增资时点市场价值为:

90%的TOG股东全部权益价值=[油田现金流现值+非经营性、溢余资产(负债)净额-付息负债价值]*90%=(2.60亿美元+0亿美元-0.50亿)*90%=约1.89亿美元。

前次增资时点交易作价：公司在充分考虑上市公司利益的基础上，经各方协商，在一定折价基础上，按照投前估值 1.33 亿美元（投后估值 1.5 亿美元）进行增资。

（2）本次交易估值系根据天源资产评估有限公司出具的评估报告确定，主要经营性资产的市场价值与交易作价的计算过程如下：

本次交易时点市场价值：

90%的 TOG 股东全部权益价值 = [油田现金流现值 + 非经营性、溢余资产（负债）净额 - 付息负债价值] * 90% = (2.39 亿美元 - 0.08 亿美元 - 0.41 亿) * 90% = 约 1.71 亿美元。本次交易时点交易作价：TOG 系标的公司持有的长期股权投资，本次交易中标的公司的估值为 1.62 亿美元，系在 TOG 股权价值基础上，将标的公司其他资产负债金额汇总计算确定。

（3）公司股权价值受到资本投入情况、经营环境变化、期间损益情况等各方因素的影响，不宜直接进行对比，从主要经营资产价值变化可以更为清楚地看到估值变化的合理性。前次增资时，油田现金流现值为 2.6 亿美元，本次交易时点的现值为 2.39 亿美元，相较于前次增资时下降约 2100 万美元，与原油经济可采储量的变动方向一致。

（4）由于公司前次增资中 3000 万美元仍列为标的公司负债，双方确认标的公司账面列示的该笔增资款将转为股东投入资本，则标的公司股东权益账面价值将增加为 71163.70 万元，评估结果增加为 121652.33 万元，按照评估基准日中国人民银行公布的外汇中间价折算为 19163.28 万美元。

上市公司对储量变化，解释如下。

本次收购前，JG 油田经哈萨克斯坦共和国储量委员会核批通过的储量报告为 2008 年度储量报告，该储量报告根据俄罗斯标准计算，报告结论为 2C 原油地质储量 5850 万吨，其中 C1 原油地质储量 4165 万吨，占 2C 原油地质储量比为 71%；天然气地质储量 238 亿方；溶解气地质储量 161.08 亿方。

2020 年哈萨克斯坦共和国储量委员会参照 JG 油田最新钻井资料信息，核批通过了 JG 油气田 2020 年度储量报告。本次储量报告根据俄罗斯标准计算，报告结论为 2C 原油地质储量 7233.7 万吨，其中 C1 原油地质储量 5719.1 万吨，占 2C 原油地质储量比为 79%；天然气地质储量 217.67 亿方；溶解气地质储量 81.29 亿方。JG

油田 2020 年度油田储量报告 C1 储量占比更高,且新钻井钻遇油藏厚度达到 51.5 米,说明 JG 油田 2020 年度储量认识程度较 2008 年度更高,通过已钻井和已生产井资料,储量基本落实。2020 年度油田储量报告 2C 原油地质储量较 2008 年度增加 23.65%,其中 C1 原油地质储量较 2008 年度增加 37.31%。

本次交易中第三方储量评估机构阿派斯油藏技术(北京)有限公司采用 SPE - PRMS 标准对 JG 油田原地量进行复算评估,报告结论为 1P 原油地质储量 4 258.6 万吨,2P 原油地质储量 6 441.4 万吨,3P 原油地质储量 7 281.8 万吨;其中 1P 储量占比 58.5%,2P 储量占比 88.5%,说明储量落实程度高。2P 原油经济可采储量由之前的 692.82 万吨下降的主要原因是开发方案的调整及扣除 2018 年至本次交易评估基准日已开采出的原油数量。

此外,哈萨克斯坦能源部门批复的储量报告按照当地要求使用的是俄罗斯标准,C1 为估算的基本探明储量,C2 为推测的储量, $2C = C1 + C2$ 。储量评估机构使用的是国际通行的 SPE - PRMS 标准,P1 为证实储量,P2 为概算储量, $2P = P1 + P2$ 。

案例 12 L 公司业绩补偿款未收回

2022 年 9 月, L 公司公告了《关于 BWSC 业绩补偿款的进展情况》, 2019 年 5 月公司控股子公司 QTZN 以自有资金 7 650 万元的价额收购 CY 持有的 BWSC 公司 51% 股权。根据股权转让协议以及 BWSC 业绩完成情况, CY 应补偿金额为 4 000 万元整, 需在 2022 年 5 月前支付完成。截至公告日, 上市公司尚有 3 400 万元补偿款未收回。

一、案例简介

(一) 上市公司基本情况

L 公司成立于 2003 年 9 月, 于 2015 年 6 月在深圳证券交易所创业上市交易。截至 2022 年三季度末, A 公司总股本为 266 533 621 股, 控股股东为 GLD 公司, 持股比例为 8.63%, 实际控制人为曾某某、姜某某、朱某某。

L 公司属于智能装备制造行业, 主营业务是智能装备的研发、制造、销售并提供相应的成套解决方案。其最近三年的财务状况和经营成果如表 1-12-1 所示。

表 1-12-1 L 公司基本财务指标

单位: 万元

项 目	2021 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日	2019 年 12 月 31 日
总资产	167 186. 19	142 763. 27	157 861. 88
总负债	78 322. 02	70 317. 52	45 927. 00
股东权益	88 864. 17	72 445. 75	111 934. 88

续表

项 目	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	68 440. 59	44 275. 61	48 588. 14
利润总额	-29 995. 60	-38 218. 46	8 943. 93
净利润	-29 821. 97	-38 389. 31	7 221. 63

(二) 业绩补偿款未收回的基本情况

2022年9月29日,L公司发布了《关于BWSC业绩补偿款的进展公告》。依据公告,公司控股子公司QTZN于2019年以7650万元的价格购买CY所持的BWSC公司51%股权,CY分年作出相应业绩承诺,但业绩补偿金额最高不超过4000万元。因BWSC未实现承诺业绩,截至目前,QTZN尚有业绩补偿款3400万元未收到。因CY未完成补偿,QTZN于2022年6月7日向法院提起了诉讼,案件已被立案,截至2022年12月31日尚无案件最新进展的公告信息。

2022年9月,CY提出与WZ之间存在合同纠纷,该业绩补偿责任人应为WZ。依据法院对CY诉WZ合同纠纷案的一审和二审判决,2020年3月,CY与QTZN、WZ(QTZN时任法定代表人、执行董事,上市公司时任董事)签署《关于北京BWSC科技有限公司之运营管理权转让协议》(以下简称《管理权转让协议》),公告显示,“协议约定:WZ将全面接管BWSC公司,为BWSC实际运营管理人,担负BWSC的实际运营管理责任;认同并无条件接受代替CY履行CY与QTZN股权转让协议所规定的CY所有的责任与义务,包括但不限于CY与QTZN股权转让协议中规定的业绩承诺及相应对赌惩罚责任”。判决书认定:“《管理权转让协议》是否经QTZN或XYKJ公司董事会、股东会审议通过,以及是否经XYKJ公司对外披露,均非影响合同效力的法定事由,上述因素均不妨碍《管理权转让协议》发生法律效力。”据此,CY认为该业绩补偿责任人应为WZ。

二、案例分析

(一) 行权过程

2022年9月,投服中心通过发送股东函件方式行权,对L公司业绩补偿款未收

回等事项进行质询和建议。

（二）行权内容分析

（1）投服中心请上市公司说明 BWSC 的业绩补偿义务人，及公司下一步拟采取的追偿措施。

上市公司回复称，依据北京市第一中级人民法院在〔2022〕京 01 民终 7307 号判决中《管理权转让协议》应为合法有效的判定，经与当事人沟通，WZ 已确认承担 BWSC 业绩补偿责任，支付 QTZN 剩余业绩承诺补偿款 3 400 万元。公司将持续督促其按照约定进行业绩补偿。

为维护公司权益，保护股东利益，公司不排除将就业绩承诺事宜采取包括但不限于诉讼等各种措施追索补偿款，并及时披露相关事项进展。

（2）投服中心请上市公司说明子公司管理制度中关于子公司对外签署协议的具体规定，并且说明 WZ 签署《管理权转让协议》是否符合上市公司的相关规定。如不符合，说明公司何时知道该协议的存在，对 WZ 采取哪些追责措施，对公司的内控采取了哪些整改措施。

上市公司回复如下：

（1）根据《内部控制管理制度》（2021 年 11 月）、《关联交易管理制度》规定：公司下属各子公司应根据重大事项报告制度和审议程序，及时向公司分管负责人报告重大业务事项、重大财务事项以及其他可能对公司股票及其衍生品种交易价格产生重大影响的信息，并严格按照授权规定将重大事项报公司董事会审议或股东大会审议；子公司应当在其董事会或股东大会作出决议后及时通知公司履行有关信息披露义务。公司拟与关联人发生的交易金额（含同一标的或同一关联人在连续 12 个月内发生的关联交易累计金额）在 3 000 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，应由董事会作出决议，并提交股东大会批准后方可实施。

（2）2022 年 1 月 24 日，QTZN 收到北京市海淀区人民法院送达的传票〔（2021）京 0108 民初 38919 号〕，获悉 CY（原告）就与 WZ、HJ（被告）及 QTZN（第三人）的合同纠纷事宜，向北京市海淀区人民法院提起诉讼，并将于 2022 年 2 月 23 日开庭审理。公司方知晓 2020 年 3 月 3 日 CY 与 QTZN、WZ 签订了《管理权转让协议》。

①《管理权转让协议》是 WZ 在担任 QTZN 法定代表人期间，私自加盖 QTZN

公章与CY签署的。《管理权转让协议》涉及对《股权转让协议》中的主要条款如经营管理权、业绩承诺等约定的重大变更,未经QTZN股东大会审议通过,QTZN股东对此并不知情。②2021年5月CY签署并提交了《业绩补偿确认函》,确认BWSC2020年未完成业绩承诺,需向QTZN补偿2286.43万元;书面提交了《关于延期支付2020年部分业绩补偿款的申请》;签署了《股权转让补充协议》。该三份文件明确了BWSC业绩承诺方为CY。

综上,WZ私自代表QTZN与自己本人以及CY签署的《股权转让补充协议》,公司于2022年1月前并不知晓。

(3)CY与WZ相关诉讼发生后,公司进一步完善和加强了内部控制和风险控制管理,完善了以下内部控制制度及流程,包括:①完善印章管理制度。检查并更新了公司《印章管理办法》,将子公司印章使用权限统一设置为由母公司审批,QTZN、BWSC等部分子公司印章由母公司统一保管,进一步完善了印章审批、使用及登记流程;②完善子公司负责人培训、管理和监督的内部控制制度,加强对子公司负责人的培训与监督力度,规范并加强子公司合规工作;③完善反舞弊管理制度,加强对子公司的定期与不定期检查,对子公司加强合规与风险管理。

案例 13 M 公司控股子公司未充分履行业绩承诺

2015 年, M 公司以发行股份及支付现金方式购买 DZ 公司 100% 股权, 并就 DZ 公司业绩承诺进行了约定。由于 DZ 公司 2019 年和 2020 年的实际净利润低于承诺净利润, 未完成业绩承诺, 触发了业绩补偿义务, DZ 公司原实控人陈某某应向 M 公司补偿现金 1.9 亿元。截至 2021 年 3 月 31 日, 陈某某已向 M 公司支付了 1.2 亿元业绩承诺补偿款, 剩余业绩承诺补偿款 7 000 万元尚未支付。对于剩余业绩承诺补偿款的收回进展, M 公司所采取的催讨措施效果以及是否就业绩补偿事宜提起诉讼等信息未见公告披露。

一、案例简介

(一) 上市公司基本情况

M 公司成立于 1999 年 7 月, 于 2000 年 5 月在深圳证券交易所主板上市交易。截至 2021 年 12 月 31 日, M 公司总股本为 844 578 958 股, 控股股东为 TF 公司, 持股比例为 37.07%, 实际控制人为某地国资委。

M 公司主要从事光纤光缆、智能接入、军工信息化、智慧服务四大业务。其最近三年的财务状况和经营成果如表 1-13-1 所示。

表 1-13-1 M 公司基本财务指标

单位: 万元

项 目	2021 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日	2019 年 12 月 31 日
总资产	832 383. 27	1 008 562. 73	708 978. 19
总负债	580 329. 85	711 073. 36	420 494. 76
股东权益	252 053. 42	297 489. 36	288 483. 43

续表

项 目	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	459 083. 85	472 242. 83	432 835. 80
利润总额	-60 090. 39	12 362. 42	41 663. 24
净利润	-60 218. 40	5 831. 01	30 155. 32

(二) 标的公司基本情况

标的公司 DZ 公司于 1999 年 7 月成立,主要从事无源光纤网络终端、无线路由器、IPTV 机顶盒、分离器和智能路由器等产品研发、生产和销售,业务模式主要为 ODM^①。DZ 公司的主要客户系国内通讯设备供应商,其中 2013 年度、2014 年度前五大客户的销售金额占营业收入的比例分别为 99.44%和 97.64%。陈某某持有 DZ 公司 75%股权,为 DZ 公司的控股股东、实际控制人。

被 M 公司收购前,DZ 公司的财务状况和经营成果如表 1-13-2 所示。

表 1-13-2 DZ 公司基本财务指标

单位:万元

项 目	2014 年 12 月 31 日	2013 年 12 月 31 日
总资产	49 416. 70	45 201. 97
总负债	35 641. 51	33 733. 08
股东权益	10 755. 20	8 468. 89
项 目	2014 年	2013 年
营业收入	43 153. 37	41 622. 64
营业利润	2 796. 98	2 074. 42
净利润	2 306. 31	1 785. 67

① 英文 Original Design Manufacture 的缩写,中文译为自主设计制造,指结构、外观、工艺等主要由生产商自主开发,产品以客户品牌进行销售的一种运营模式。

(三) 收购 DZ 公司方案精要

1. 发行股份及现金支付购买资产

2015 年 4 月, M 公司以发行股份及支付现金相结合的方式, 购买陈某某、胡某、殷某某及 ZJ 公司等 4 名交易对方合计持有的 DZ 公司 100% 股权, 交易作价合计 1.9 亿元, 其中支付现金 2 000 万元。DZ 公司原股东各方取得的股份对价和现金对价如表 1-13-3 所示。

表 1-13-3 交易对方取得的股份对价和现金对价

单位: 元

DZ 公司原股东 (交易对方)	交易对价	现金对价金额	股份对价金额
陈某某	142 500 000	3 529 850	138 970 150
ZJ 公司	16 470 150	16 470 150	—
胡某	15 829 850	—	15 829 850
殷某某	15 200 000	—	15 200 000
合计	190 000 000	20 000 000	170 000 000

2. 业绩承诺与补偿协议

(1) 业绩承诺期

根据《利润补偿协议》, 交易对方中陈某某、胡某及殷某某承诺 DZ 公司 2015 年、2016 年、2017 年的净利润(合并报表口径下扣除非经常性损益后归属于 DZ 公司母公司股东的净利润)分别不低于 3 750 万元、4 688 万元、5 860 万元, 三年累计承诺净利润总额不低于 1.429 8 亿元。若在业绩承诺期内任意一个年度实际净利润低于当年承诺净利润但三年实现的累计实际净利润总和不低于 1.429 8 亿元的, 视为完成承诺业绩。同时, 在业绩承诺期最后年度(即 2017 年) DZ 公司专项审计报告出具后 30 日内, 由 M 公司聘请的具有证券、期货相关业务资格的资产评估机构出具 DZ 公司减值测试报告, 对 DZ 公司进行减值测试。若 DZ 公司期末减值额大于业绩补偿金额, 则承诺方应另行对 M 公司进行资产减值补偿。

(2) 补充业绩承诺期

此外, DZ 公司原控股股东陈某某就 DZ 公司 2018~2020 年的业绩单独作出补

充承诺如下：即陈某某进一步补充承诺 DZ 公司 2018 年、2019 年、2020 年的净利润均不低于 5 860 万元。若补充业绩承诺期内任意一个年度经审计的净利润数低于 5 860 万元,陈某某应自该年度 DZ 公司专项审计报告出具日后 30 天内以现金方式一次性向 M 公司补足其差额。

(3) 补偿上限

根据《利润补偿协议》,在任何情况下,因 DZ 公司实际净利润数不足承诺净利润数而发生的补偿及因减值而发生的补偿数额之和不得超过本次 DZ 公司的交易价格(即 1.9 亿元)。

(四) 业绩实现情况

根据 RH 会计师事务所出具的《关于发行股份及支付现金购买资产 2015 年业绩承诺实现情况的专项审核报告》《关于发行股份及支付现金购买资产 2016 年业绩承诺实现情况的专项审核报告》《关于发行股份及支付现金购买资产 2017 年业绩承诺实现情况的专项审核报告》,DZ 公司 2015~2017 年累计实现的净利润为 2.081 702 亿元,已实现 DZ 公司原股东陈某某、胡某及殷某某的三年累计承诺。

而根据 TZ 会计师事务所(特殊普通合伙)出具的《关于发行股份及支付现金购买资产 2019 年业绩承诺完成情况说明审核报告》《关于发行股份及支付现金购买资产 2020 年业绩承诺完成情况说明审核报告》,2019 年以来 DZ 公司受疫情及中美贸易摩擦影响,市场芯片短缺,主要客户订单减少,致使其销售量下降。DZ 公司 2019 年、2020 年实现的扣非归母净利润分别为 20 512 781.40 元、-361 081 296.86 元,未完成 2019 年、2020 年承诺业绩,触发了业绩补偿义务。根据《利润补偿协议》中补偿上限的约定,陈某某应向 M 公司支付现金补偿 1.9 亿元。DZ 公司业绩承诺实现情况如表 1-13-4 所示。

表 1-13-4 DZ 公司业绩承诺实现情况

单位：万元

承诺期	承诺额	实际完成额	差 额	完 成 率
2015	3 750.00	4 483.70	733.70	119.57%
2016	4 688.00	7 376.90	2 688.90	157.36%

续表

承诺期	承诺额	实际完成额	差 额	完 成 率
2017	5 860.00	8 956.42	3 096.42	152.84%
2018	5 860.00	7 027.37	1 167.37	119.92%
2019	5 860.00	2 051.28	-3 808.72	35.00%
2020	5 860.00	-36 108.13	-41 968.13	-616.18%

二、案例分析

（一）行权过程

2022年3月,投服中心通过发送股东函件方式行权,对承诺方陈某某剩余业绩承诺补偿款的支付情况,M公司所采取的具体追责及催讨措施提出质询和建议。

（二）行权内容分析

根据《利润补偿协议》,陈某某的现金补偿款应当在2020年度DZ公司专项审计报告出具日后30天内一次性支付,但陈某某未在约定日期内向M公司进行现金补偿。依据M公司2021半年度报显示,截至2021年3月31日,陈某某已向M公司支付1.2亿元业绩补偿承诺款,剩余业绩承诺补偿款7000万元尚未偿付。2021年4月,交易所就陈某某未按约履行业绩补偿义务对其给予通报批评的处分。但截至2022年3月,M公司未进一步披露对陈某某剩余业绩补偿款的收回情况,投资者无法知悉该业绩补偿款的问题是否已解决。同时,M公司也未披露其采取了哪些追责及催讨措施,投资者无法知悉管理层是否尽职履责,积极向陈某某追偿。据此,投服中心建议M公司说明陈某某剩余业绩承诺补偿款目前的支付情况以及公司所采取的催讨措施、效果,并请M公司说明是否已对陈某某采取了司法手段追偿,若否,投服中心建议M公司应及时采取司法手段追偿并申请财产保全,降低该业绩承诺补偿款损失的风险,维护上市公司及股东的合法权益。

（三）行权效果

M公司在收到股东质询建议函后,于2022年3月通过邮件方式回函,正面回应投服中心质询的问题并采纳投服中心的建议。

案例 14 N 公司资产收购的关联交易

2022 年 7 月, N 公司公告了《关于拟收购 BKZYG 矿业有限公司 100% 股权暨关联交易的公告》(以下简称收购公告), 拟使用自有资金 53 531. 80 万元收购 BKZYG 矿业有限公司 100% 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

N 公司成立于 1986 年 10 月, 于 1999 年 4 月在深圳证券交易所主板上市交易。N 公司原是一家以纺织服装为主导产业, 集品牌营销、产业咨询、服装、面料、印染、羊绒等为一体的上市公司。2014 年 N 公司发生重大资产重组, 主营业务变更为磷复肥的研发、生产和销售。N 公司具有年生产各类高浓度磷复肥 600 万吨的能力, 配套生产合成氨 15 万吨、硫酸 280 万吨、编织袋 6 400 万条, 产品涵盖磷铵、硫酸钾复合肥、尿基肥、高塔肥、BB 肥、有机-无机复混肥等六大系列 200 多个品种, 近年来又研发推出了硝硫基肥、缓控释肥、水溶肥、专用配方肥、生物有机肥等新型肥料。其最近三年的财务状况和经营成果如表 1-14-1 所示。

表 1-14-1 N 公司基本财务指标

单位: 万元

项 目	2021 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日	2019 年 12 月 31 日
总资产	1 313 734. 94	1 133 001. 19	971 808. 13
总负债	491 648. 49	420 752. 63	302 295. 08
股东权益	822 086. 46	712 248. 56	669 513. 04

续表

项 目	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	1 180 152.66	1 006 853.32	932 749.84
利润总额	151 767.38	119 609.01	81 117.81
净利润	123 244.76	97 173.93	66 055.78

(二) 标的公司基本情况

本次关联交易中,标的公司于 2022 年 2 月 25 日取得了湖北省自然资源厅颁发的《采矿许可证》。其最近一年一期的财务状况和经营成果如表 1-14-2 所示。

表 1-14-2 标的公司基本财务指标

单位:万元

项 目	2022 年 5 月 31 日	2021 年 12 月 31 日
总资产	16 992.38	8 185.66
总负债	9 416.59	549.41
净资产	7 575.80	7 636.25
项 目	2022 年 1~5 月	2021 年度
营业收入	—	—
营业利润	-60.48	—
净利润	-60.46	—

(三) 关联交易公告精要

1. 资产收购标的公司

本次交易,根据评估机构出具的资产评估报告,截至评估基准日 2022 年 5 月 31 日,根据资产基础法评估结果,BKZYG 矿业有限公司资产账面值为 16 992.39 万元,评估值为 74 948.39 万元,增值 57 956.00 万元,增值率为 341.07%;负债账面值为 9 416.59 万元,评估值为 21 416.59 万元,增值 12 000.00 万元,增值率 127.43%;股东全部权益账面值为 7 575.80 万元,评估值为 53 531.80 万元,增值 45 956.00 万

元,增值率为606.62%。

2. 本次交易构成关联交易

本次交易构成关联交易。交易对方XYF矿业与上市公司受同一控股股东控制。

二、案例分析

(一) 行权过程

2022年7月,投服中心给N公司发送股东质询函,对本次交易中标的公司采矿许可证延期的问题进行质询。

(二) 行权内容分析

根据公司收购BKZYG矿业有限公司100%股权的交易方案以及资产评估公司关于对《深圳证券交易所关于对N公司的关注函》资产评估相关问题的核查意见,本次评估计算年限为37.59年,其中基建期6年,生产期31.59年。公司公告的采矿许可证上标注的有效期限仅有五年(2022年2月25日至2027年2月25日)。根据《矿业权评估指南》以及《矿业权评估收益途径评估方法修改方案》,对矿业权出让评估,国土资源管理部门已确定采矿有效期的,适用采矿有效期。即矿山服务年限短于采矿有效期的,评估计算的服务年限按矿山服务年限计算;矿山服务年限长于采矿有效期的,评估计算的服务年限按采矿有效期计算。从标的公司的评估报告中可以看出矿山服务年限明显长于采矿许可证有效期。请问上市公司采矿许可证延期是否存在风险,延期是否有成本,评估过程中是否考虑了这部分成本。

同月,N公司通过交易公告的形式回复了投服中心的质询。回复内容如下:

湖北省自然资源厅与BKZYG矿业有限公司签订《湖北省采矿权出让合同》,合同约定采矿出让年限为36年(含基建期6年),出让年限根据《BKZYG矿业有限公司磷矿采矿权出让收益评估报告》确定。《采矿许可证》证载有效期限为5年,具体为2022年2月25日至2027年2月25日。出让合同与许可证存在期限差异的原因是出让合同约定采矿权出让收益为20347.99万元,首期缴纳8347.99万元,剩余12000.00万元将于2023年4月30日前、2024年4月30日前各缴纳6000.00万元。截至评估基准日BKZYG矿业有限公司已缴纳首期出让收益8347.99万元,剩

余未到期出让收益 12 000.00 万元尚未支付,待缴清全部出让收益后,采矿权人可办理许可续期,许可续期不会产生新的费用。

根据《出让收益评估报告》,其评估计算年限为 36 年(含基建期 6 年),根据《矿业权出让收益评估应用指南(试行)》的相关规定,采用折现现金流量法和收入权益法评估,该矿山全部资源储量都已计算采矿权出让收益。本次评估目的为股权收购,根据《开发利用方案》中相关经济参数的设计选取,本次评估计算年限为 37.59 年(含基建期 6 年),该矿山全部资源储量参与评估计算,与《出让收益评估报告》评估口径一致。

综上所述,采矿许可证到期续期不存在障碍,资产评估计算年限的确定过程合理。截至评估基准日尚有未到期采矿权出让收益 12 000.00 万元未支付,由于本次无形资产评估范围为采矿权完整权利价值,因此在评估过程中在其他应付款科目增加未付采矿权出让收益 12 000.00 万元。评估机构已考虑未付出让收益对评估价值的影响。

案例 15 O 公司参股子公司未履行业绩承诺

2019 年 1 月, O 公司通过自有资金受让张某松和 LD 公司持有的中山某公司 35% 股权, 并约定了业绩承诺。2022 年 4 月, O 公司公告了《关于调整对外投资项目相关业绩承诺的公告》, 拟调整业绩承诺, 对此深圳证券交易所下发关注函, O 公司在回函时称决定撤销董事会审议通过的调整业绩承诺的相关议案, 将与业绩承诺方重新谈判。

一、案例简介

(一) 上市公司基本情况

O 公司成立于 2003 年 7 月, 于 2011 年 4 月在深圳证券交易所上市交易。发布调整业绩承诺公告时, O 公司收盘价为 20.53 元/股, 总股本为 912 370 038 股, 总市值 187.31 亿元。O 公司的第一大股东为江某钧, 持股比例 20.50%, 实际控制人为柯某生和江某钧。

O 公司为消费者提供全屋定制家居方案, 从事全屋家具(包括衣柜、橱柜、门窗、墙板、地板、家品、家电等)的设计研发和生产销售, 是行业内首家 A 股上市公司。公司旗下拥有全渠道多品牌矩阵, 实现定制家居市场全覆盖, 全品类覆盖衣、橱、门、窗、墙、地、电等。

O 公司最近两年一期的财务状况和经营成果如表 1-15-1 所示。

表 1-15-1 O 公司基本财务指标

单位: 万元

项 目	2022 年 9 月 30 日	2021 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日
总资产	1 262 827. 71	1 242 753. 87	1 086 802. 01
总负债	648 663. 30	649 133. 73	424 569. 19

续表

项 目	2022 年 9 月 30 日	2021 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日
股东权益	614 164. 40	593 620. 14	662 232. 82
项 目	2022 年 1~9 月	2021 年	2020 年
营业收入	793 383. 14	1 040 709. 49	835 283. 23
利润总额	97 584. 21	44 596. 92	152 101. 91
净利润	81 850. 03	15 390. 63	122 400. 64

(二) 对外投资情况

1. 对外投资概述

O公司于2019年1月使用自有资金合计3397.33万元增资参股中山某公司；其中,使用自有资金2744万元受让张某松持有的中山某公司15%股权,受让LD公司持有的中山某公司20%股权;使用自有资金653.33万元以增资方式增持中山某公司5%股权,转让及增资价格为每1元出资额2.8元。增资完成后,O公司持有中山某公司40%的股权。此次对外投资不构成关联交易,不构成重大资产重组,在董事会审批权限内,无需提交公司股东大会审议批准。

2. 标的公司情况介绍

中山某公司主营业务为木门及装修工程木质装饰面产品的研发、生产和销售。中山某公司主要产品为实木复合门和装修工程木质装饰面产品。中山某公司现拥有自动化和半自动化木门生产线,与保利地产、中海地产等国内知名房地产企业建立了长期战略合作伙伴关系。中山某公司早期以五星级酒店、别墅、酒店的装饰装修工程的木质产品销售为主,2018年7月,中山某公司中标保利房地产(集团)股份有限公司(以下简称“保利地产”)“2018~2021年油漆木质户内门总部集中采购项目”,确定中山某公司为保利地产全国区域油漆木质户内门总部集中采购供应商之一,合作期限3年。从2018年7月~2021年7月,由中山某公司向保利地产广东区域(广东公司、粤东公司)在建和即将开发的地产项目提供油漆木质户内门及产品的安装、售后服务。

截至2018年12月31日,标的公司营业收入总计810.03万元,标的公司资产

总计3 679.36万元,负债总计1 417.33万元,净资产2 262.04万元,净利润-154.30万元。(以上数据未经审计)。根据中山某公司出具的说明,中山某公司在2018年为了满足集采业务的需求,全面改良原有的生产线,导致了长时间的停产,影响了当年的业务,预计在2019年正常运营后,出货量及毛利率、费用率等指标将逐步恢复正常水平。

3. 原业绩承诺情况

根据增资合同约定,公司与张某松、LD公司签订业绩承诺,张某松、LD公司承诺中山某公司在2019年、2020年、2021年三个会计年度内扣除非经常性损益后的净利润分别不低于1 000万元、2 000万元和3 000万元。在业绩承诺期内最后一个年度,如中山某公司扣除非经常性损益后的净利润累计达到6 000万元,公司有权进一步收购张某松持有的部分中山某公司股权(张某松须长期持有该公司部分股权),收购价、具体数量由双方协商确认。如三个会计年度内出现未实现业绩承诺的,则公司有权要求张某松、LD公司按每1元出资额2.8元的价格及转让比例向公司回购其持有的中山某公司股权。

4. 原定业绩承诺调整方案

2022年4月,因中山某公司未完成2021年业绩承诺要求,公司召开第五届董事会第四次会议审议通过了《关于调整对外投资项目相关业绩承诺的议案》,调整后业绩承诺为中山某公司在2019年、2020年、2021年、2022年、2023年、2024年六个会计年度扣除非经常性损益后的净利润累计不低于6 000万元。在业绩承诺期内最后一个年度,如中山某公司扣除非经常性损益后的净利润累计达到6 000万元,公司有权进一步收购张某松持有的部分股权(张某松须长期持有部分戊方股权),收购价、具体数量由双方协商确认。

公告的变更原因为:自2020年起受新冠疫情全球蔓延及地产政策宏观调控的影响,导致外部政策环境和市场环境相较2019年作出业绩承诺时的环境发生了重大变化,影响了订单需求,订单产能没有正常发挥,该业绩承诺期不属于正常生产经营年度。此外,2020年2月10日,全国人大常委会法制工作委员会明确指出因新冠疫情不能履约的,可按不可抗力免责,因此在对赌期尚未到期及新冠疫情尚未完全控制的情况下,与原股东关于对赌赔偿的实现尚存在一定争议。

5. 撤销调整议案

2022年4月,深圳证券交易所下发关注函,要求O公司:①对照O公司增资中山某公司时签订相关协议的具体条款,说明相关业绩承诺是否为《上市公司监管指引第四号——上市公司及其相关方承诺》(以下简称《监管指引第四号》)第12条规定的不得变更、豁免的承诺;②具体说明本次调整业绩承诺内容是否符合《监管指引第四号》第13条规定的可以变更、豁免的情形;③根据《监管指引第四号》第14条的规定,“除因相关法律法规、政策变化、自然灾害等自身无法控制的客观原因外,变更、豁免承诺的方案应提交股东大会审议”。请说明本次调整业绩承诺已履行的审议程序,是否存在违反《监管指引第四号》第14条规定的情形。同时,根据《监管指引第四号》第15条的规定,说明是否存在超期未履行承诺的情形;④本次调整业绩承诺由中山某公司三年累计实现净利润6000万元变更为中山某公司六年累计实现净利润6000万元,同时,取消了关于在未实现业绩承诺时O公司“有权要求张某松、LD公司按每1元出资额2.8元的价格及转让比例回购O公司持有的中山某公司股权”的内容。请O公司说明本次调整业绩承诺方案是否合法合规、是否有利于保护上市公司的利益。

O公司回复公告中称:经公司董事会及管理层讨论后,公司决定撤销第五届董事会第四次会议审议通过的《关于调整对外投资项目相关业绩承诺的议案》,并已经公司第五届董事会第五次会议审议通过。公司尽快与中山某公司及业绩承诺方重新谈判,督促其尽快完成业绩承诺。公司将根据最新的监管规定,从充分保护上市公司利益的角度,落实中山某公司及业绩承诺方的业绩承诺。如有最新进展,公司将及时履行信息披露义务。

二、案例分析

(一) 行权过程

2022年9月,投服中心通过发送股东函件方式行权,对O公司调整对外投资项目相关业绩承诺的进展进行质询。

(二) 行权内容分析

公司公告称,受新冠疫情影响,中山某公司主营业务的外部政策环境和市场环

境相较 2019 年作出业绩承诺时的情况发生了重大变化,难以按照原来的目标完成业绩承诺,故 2022 年 4 月 11 日公司召开董事会审议通过了《关于调整对外投资项目相关业绩承诺的议案》,拟将原业绩承诺,即中山某公司在 2019~2021 年三个会计年度内扣除非经常性损益后的净利润分别不低于 1 000 万元、2 000 万元和 3 000 万元,调整为中山某公司在 2019~2024 年六个会计年度扣除非经常性损益后的净利润累计不低于 6 000 万元。4 月 18 日,深圳证券交易所对相关事项下发关注函,公司在回复时披露,公司决定撤销上述调整业绩承诺的议案,且公司将尽快与中山某公司及业绩承诺方重新谈判,督促其尽快完成业绩承诺。公司临时报告及 2022 年半年报均未披露相关事项的后续进展,请公司说明调整中山某公司业绩承诺相关事项的后续进展情况。

案例 16 P 公司资金占用及违规担保

2021 年 8 月, P 公司公告了《关于 P 公司及相关当事人给予纪律处分的决定》(以下简称《纪律处分决定》), 认定 P 公司及相关当事人存在控股股东及其关联方非经营性资金占用、违规对外提供担保等行为。截至 2022 年 8 月底, P 公司公告称控股股东资金占用问题仍未解决, 公告中未披露 P 公司是否就前期的违规担保实际承担了担保责任。

一、案例简介

(一) 上市公司基本情况

P 公司成立于 1991 年 6 月, 于 1993 年 10 月在深圳证券交易所主板上市交易。截至 2022 年 8 月底, P 公司总股本为 580 772 873 股, 控股股东为 NYN 集团, 持股比例为 31.50%, 实际控制人为杨某某。

公司以绿色农药及其上下游一体的“三药”中间体科研制造为主业, 是一家以国际贸易、农资连锁、农村云商为市场支撑的全球化、全产业链的农业生命科学高新技术公司。其最近三年的财务状况和经营成果如表 1-16-1 所示。

表 1-16-1 P 公司基本财务指标

单位: 万元

项 目	2021 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日	2019 年 12 月 31 日
总资产	911 602. 74	743 421. 84	920 900. 61
总负债	59 159. 17	410 852. 98	459 258. 07
股东权益	55 394. 59	400 890. 70	448 752. 76

续表

项 目	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	468 338. 20	402 199. 52	461 445. 45
利润总额	-382 174. 58	-15 906. 34	-35 609. 16
净利润	-376 195. 98	-14 908. 66	-33 683. 99

(二) 资金占用及违规担保的基本情况

P公司于2022年7月5日发布的《关于对深圳证券交易所年报问询函回复的公告》显示,截至2021年12月31日,P公司因控股股东NYN集团及其关联方HTY集团非经营性资金占用事项形成的其他应收款余额为304 177. 77万元。NYN集团已于2021年6月3日被南京市高淳区人民法院裁定进入重整程序,公司前期已根据重整程序规定向NYN集团管理人进行债权申报。P公司公告中未披露公司是否就前期的违规担保实际承担了担保责任。

二、案例分析

(一) 行权过程

2022年9月,投服中心通过发送股东函件方式行权,对P公司违规对外担保后的责任承担情况、向NYN集团管理人申报债权的具体情况、对资金占用相关责任人提起诉讼进行追偿等事宜进行质询和建议。

(二) 行权内容分析

1. 关于P公司违规对外担保后的责任承担情况

2021年8月26日,深圳证券交易所向P公司及相关当事人下发了《纪律处分决定》,认定P公司在2020年5月7日至2020年7月22日为HTY集团提供担保的金额超出股东大会审议的担保总额,超额资金为22 025. 35万元,公司未能及时履行相应审议程序和信息披露义务,构成违规对外担保。需说明截至目前P公司是否就该违规担保实际承担了担保责任,若是,请说明实际承担的担保责任金额。

2. 关于 P 公司向 NYN 集团管理人申报债权的具体情况

P 公司于 2022 年 7 月 5 日发布的《关于对深圳证券交易所年报问询函回复的公告》显示,截至 2021 年 12 月 31 日,P 公司因控股股东 NYN 集团及其关联方 HTY 集团非经营性资金占用事项形成的其他应收款余额为 304 177.77 万元。NYN 集团已于 2021 年 6 月 3 日被南京市高淳区人民法院裁定进入重整程序,公司前期已根据重整程序规定向 NYN 集团管理人进行债权申报。请 P 公司说明截至目前 NYN 集团非经营性资金占用余额及向 NYN 集团申报债权的实际金额,逐笔列示前述资金占用情况及债权申报情况(包括占用时间、占用方、发生原因、支付途径等,以及各笔债权的申报时间、申报金额等),如未全额申报,请说明具体理由及后续对差额部分债权的追偿措施。

3. P 公司是否已要求相关责任人承担赔偿责任

深圳证券交易所下发的《纪律处分决定》显示,P 公司实际控制人杨某某、董事兼总经理赵某某等对控股股东及其关联方非经营性资金占用、公司违规对外提供担保负有重要责任。P 公司章程第 40 条规定,“公司董事、监事、高级管理人员有义务维护公司资金不被控股股东占用……对负有严重责任的董事、监事,由公司监事会提议公司董事会召开股东大会启动罢免程序,并要求其承担赔偿责任,涉及违法犯罪的移送司法机关追究刑事责任”。鉴于 P 公司控股股东及其关联方非经营性资金占用至今尚未解决,已严重损害上市公司利益,需要公司说明是否已经按照公司章程规定要求《纪律处分决定》认定的相关责任人承担赔偿责任。如无,建议 P 公司尽快向相关责任人提起诉讼进行追偿。

案例 17 Q 公司违反股东大会决议进行关联交易

2022 年 9 月 29 日,黑龙江证监局向投服中心移交 Q 公司违反股东大会决议进行关联交易的线索,建议投服中心对其行权。

一、案例简介

(一) 上市公司基本情况

Q 公司成立于 1993 年 6 月,其前身为 YL 公司。2003 年,QT 公司通过司法拍卖程序成为 Q 公司的控股股东。截至 2021 年末,Q 公司总股本为 340 000 000 股,控股股东为 QT 公司,持股比例为 44.43%,实际控制人为陈某某、林某某、林某某。

Q 公司是一家主营生产销售各类汽车轮胎的企业。其最近三年的财务状况和经营成果如表 1-17-1 所示。

表 1-17-1 Q 公司基本财务指标

单位:万元

项 目	2021 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日	2019 年 12 月 31 日
总资产	334 009.02	295 179.56	303 674.06
总负债	158 456.92	125 569.48	135 432.87
股东权益	175 552.10	169 610.07	168 241.19
项 目	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	334 188.13	280 304.72	307 011.82
利润总额	10 438.38	16 609.57	24 321.64
净利润	7 812.03	12 467.20	18 033.60

（二）违反股东大会决议开展关联交易的基本情况

1. 关联交易议案被股东大会多次否决

从 2020 年起,公司年度日常关联交易计划的议案共提交了 6 次股东大会,均被否决。尽管如此,公司仍然照常开展关联交易,2020 年度和 2021 年度实际发生日常关联交易总金额分别为 37.71 亿元和 39.15 亿元。

2. 被出具无法表示意见的审计报告,Q 公司面临退市风险

Q 公司 2021 年年报被年审会计师出具无法表示意见的审计报告,YT 会计师事务所(特殊普通合伙)发表无法表示意见的理由和依据为:“Q 公司 2020 年度和 2021 年度日常关联交易预计总金额分别为 46.56 亿元和 44.66 亿元,Q 公司 2020 年度和 2021 年度实际发生日常关联交易总金额分别为 37.71 亿元和 39.15 亿元。Q 公司连续两年日常关联交易未获股东大会审议通过。公司违反股东大会决议仍进行了关联交易。因此我们认为上述事项对财务报表可能产生的影响重大且具有广泛性。截至审计报告出具日之前,Q 公司未能提供股东大会审议通过关联交易的证据,我们无法获取充分、适当的审计证据就未获得股东大会授权的关联交易违反《上海证券交易所股票上市规则(2020 年修订)》等相关规定,判断对财务报表的影响。除上述无法表示意见涉及的事项外,我们没有其他需要在审计报告中披露的其他审计重要事项。”

根据《上海证券交易所股票上市规则》,Q 公司股票自 2022 年 5 月 5 日起被实施退市风险警示。截至线索分析日,Q 公司 2022 年度日常关联交易议案未获得股东大会审议通过,相关关联交易仍在进行,无法表示意见所涉事项仍未消除,公司面临终止上市风险。

二、案例分析

（一）行权过程

2022 年 11 月,投服中心通过发送股东函件方式对 Q 公司违反股东大会决议进行关联交易的事项行使股东质询权。

（二）行权内容分析

公告显示,因 2020 年及 2021 年连续两年日常关联交易未获股东大会审议通过

过,而公司违反股东大会决议仍进行上述关联交易,年审会计师对公司2021年年报出具无法表示意见的审计报告。根据《上海证券交易所股票上市规则(2020年修订)》,公司股票自2022年5月5日起被实施退市风险警示。截至目前,公司2022年度日常关联交易议案未获得股东大会审议通过,相关关联交易仍在进行,无法表示意见所涉事项仍未消除,公司面临终止上市风险。

违反股东大会决议进行关联交易是公司治理混乱的体现,请公司披露不遵守股东大会决议开展关联交易的原因、过程、决策流程、主要责任人以及消除终止上市风险的措施与进展。

(三) 公司回复情况

2022年11月15日,Q公司以公告形式对以上问题进行回复。Q公司回复称,日常关联交易是目前维系公司正常经营并持续盈利所必需的,也未损害公司利益。如果在没有完善可行的解决或替代方案之前贸然取消日常关联交易,将引发公司业务严重受损而导致巨额亏损,公司将难以持续正常经营,这会对公司及全体流通股股东和非流通股股东的利益造成不可逆转的重大损失。因此,在继续进行未经过股东大会审批的日常关联交易并存在违规风险和根据股东大会决议贸然停止关联交易的两难抉择中,考虑到维持公司正常经营避免产生巨额亏损甚至因业务及现金流恶化导致破产等带来的严重后果,只能选择继续进行日常关联交易。同时,公司将进一步加强与中小股东沟通交流,并在此基础上根据公司的实际情况重新履行相应的审批程序。

案例 18 R 公司业绩补偿款未收回

2022 年 11 月, R 公司发布公告称, 2018 年 8 月上市公司以 11 730 万元获得 CSTY 公司 51% 股权。根据股权转让协议以及 CSTY 业绩完成情况, 标的公司原股东 CYH、WYJ 应补偿上市公司 17 339.97 万元, 截至公告日, 上市公司尚未全额收回业绩补偿款, 且已与 CYH、WYJ 就业绩补偿事项进行多次沟通, 截至目前, 尚未形成切实可行的解决方案。

一、案例简介

(一) 上市公司基本情况

R 公司成立于 2001 年 1 月, 于 2010 年 7 月在深圳证券交易所创业板上市交易。截至 2022 年三季度末, A 公司总股本为 420 090 164 股, 控股股东为 NJY, 持股比例为 13.82%, 实际控制人为 NJY。

公司主要从事工业制动器及其控制系统的研发、设计、制造和销售。其最近三年的财务状况和经营成果如表 1-18-1 所示。

表 1-18-1 R 公司基本财务指标

单位: 万元

项 目	2021 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日	2019 年 12 月 31 日
总资产	380 005.01	291 210.70	254 784.97
总负债	149 911.59	137 247.93	117 250.09
股东权益	230 093.42	153 962.77	137 534.88

续表

项 目	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	143 546. 84	131 483. 06	107 367. 55
利润总额	18 553. 36	20 129. 59	10 975. 49
净利润	15 838. 19	17 488. 05	9 634. 69

(二) 业绩补偿款未收回的基本情况

2018年8月31日,上市公司与CSTY及其原股东CYH、HBZ、WYJ签订《关于CSTY之投资协议》(以下简称《投资协议》),《投资协议》约定:上市公司以人民币9200万元收购原股东HBZ持有CSTY的44.94%股权。同时,上市公司以人民币2530万元对CSTY进行增资。该项增资完成后,上市公司持有CSTY51%股权。2018年9月28日,上市公司与CSTY及其原股东签订《投资协议之补充协议》(以下简称《补充协议》),增加了在计算业绩补偿金额时需考虑经营性净现金流方面的规定。2022年7月21日,上市公司发布《关于未收到CYH、WYJ业绩承诺补偿款的提示性公告》,公告显示:“根据《投资协议》及《补充协议》相关条款,业绩承诺方CYH、WYJ应共同并连带以现金方式对公司进行业绩承诺补偿”,“现金补偿金额为人民币17339.97万元。”2022年11月1日,上市公司发布《关于“创业板问询函〔2022〕第104号”问询函的回复》。依据回复,上市公司已与CYH、WYJ就业绩补偿事项进行多次沟通,截至目前,尚未形成切实可行的解决方案。

同时,根据2022年中报显示,上市公司对CSTY提供的股东借款尚余9707.35万元未归还,对CSTY提供的3000万元担保尚未解除。

二、案例分析

(一) 行权过程

2022年11月,投服中心通过发送股东函件方式行权,对R公司就业绩补偿款未收回事宜提出质询和建议。

（二）行权内容分析

投服中心发函件请上市公司披露目前所采取的追偿措施的实际效果,如仍无实际进展,建议上市公司及时采取司法手段向业绩承诺方追偿,同时一并解决上市公司对 CSTY 的股东借款和担保问题。

上市公司回复称,因公司控股子公司 CSTY 航空装备有限公司(以下简称“CSTY”)股东 CYH、WYJ 承诺的 CSTY 2019 年、2020 年、2021 年经营业绩未完成,根据公司与之签订的《投资协议》及《补充协议》,业绩承诺方 CYH、WYJ 应该对公司进行业绩承诺补偿。具体详见公司于 2022 年 4 月 21 日在巨潮资讯网披露的《关于 CSTY 航空装备有限公司业绩承诺实现情况的说明》及于 2022 年 7 月 21 日在巨潮资讯网披露的《关于未收到 CYH、WYJ 业绩承诺补偿款的提示性公告》。

2022 年 11 月 1 日,公司在巨潮资讯网披露了《关于深交所对江西华伍制动器股份有限公司问询函的回复》,对该事项的相关情况进行了进一步披露。

截至目前,公司尚未收到 CYH、WYJ 业绩承诺补偿款。CYH、WYJ 提议由其寻找第三方投资机构按照不低于公司的投资本金加一定收益的方式收购公司持有的 CSTY 全部股权,以彻底解决本次交易业绩承诺未完成的相关问题,截至目前,公司尚未收到相关切实可行的具体方案。

公司将继续与 CYH、WYJ 协商解决方案,若本年度内公司仍未收到补偿款,且相关方未能在本年度内与公司达成切实可行的解决方案,公司将视情况及时采取必要措施维护自身权益,包括但不限于根据《股东质询函》建议,采取司法手段向业绩承诺方追偿,同时一并解决上市公司对 CSTY 的股东借款和担保等问题。

公司为了维护股东利益,自始至终积极与对方沟通,寻求各种可能的股东利益最大化的解决方案。公司将及时披露进展情况,并视情况采取进一步的法律措施以维护上市公司股东利益。

案例 19 S 公司出售资产

2022 年 11 月 7 日,上市公司 S 公司拟作价 4.092 亿元向 CT 公司等 14 方投资机构出售所持 DW 公司 31% 股权,同时 CT 公司拟出资 1.5 亿元对 DW 公司进行增资。交易完成后,S 公司对 DW 公司的持股比例由 51% 降至 18.064 5%,不再纳入合并报表范围。本次交易不构成关联交易,也不构成重大资产重组。

一、案例简介

(一) 上市公司基本情况

S 公司成立于 2001 年,于 2016 年在深交所创业板上市。李某持有 S 公司 14.06% 股权,为第一大股东,但因 S 公司股权结构分散,单个直接持股股东及间接持股股东持股比例均未超过 30%,任何股东均无法单独通过可实际支配的股份表决权决定董事会半数以上成员选任,且不能确保对股东大会的决议产生足够重大影响,S 公司审慎判断为无实际控制人。

S 公司自设立以来主营业务一直为电力电子装置用纯水冷却设备及控制系统的研发、生产及销售,现逐步成为电力电子行业热管理整体解决方案提供商,主要产品包括直流水冷产品、新能源发电水冷产品、柔性交流水冷产品、电气传动水冷产品以及各类水冷设备的控制系统。在经营业绩上,自 2021 年归母净利润下降 20.29% 至 6454.81 万元之后,2022 年前三季度,S 公司实现营业收入 14.22 亿元,同比增长 33.84%;归母净利润 147.45 万元,同比减少 95.88%;而扣非归母净利润由盈转亏 1689.69 万元,同比减少 159.80%。

(二) 标的公司基本情况

DW 公司成立于 2008 年,主营业务为新能源汽车动力电池加热、隔热、散热及

汽车电子产品的研发、生产及销售,主要产品包括动力电池热管理产品(加热膜、隔热棉、缓冲垫)和汽车电子产品(柔性电路板 FPC、集成母排 CCS),正在研发动力电池液冷散热系统产品。现有产品已为新能源汽车锂电池行业及新能源整车行业客户所使用。

1. 股权结构

S 公司在 2019 年 10 月以现金 2.04 亿元收购了严某红、戴某特、马某斌、王某刚合计持有的 DW 公司 51% 股权,成为控股股东。在本次交易前,除 S 公司持有 DW 公司 51% 股权外,剩余 4 名股东严某红、戴某特、马某斌、王某刚为一致行动人,合计持有 DW 公司 49% 股权,详见表 1-19-1。本次交易完成后,S 公司持股比例降至 18.064 5%,严某红及其一致行动人合计持股 44.258 1%,成为 DW 公司的实际控制人。

表 1-19-1 本次交易前 DW 公司股权结构

序 号	股 东 名 称	持 股 比 例 (%)
1	S 公司	51.000 0
2	严某红	38.220 0
3	戴某特	9.065 0
4	马某斌	0.980 0
5	王某刚	0.735 0

2. 经营业绩

2019 年以来,DW 公司的收入和利润均呈现快速增长,详见下表 1-19-2。尤其 2021 年以来增速加快,其中 2021 年营业收入增速为 147.66%,净利润增速为 66.77%,2022 年上半年,实现营业收入 6.07 亿元,同比增长 85.14%,实现净利润 4 456.82 万元,同比增长 15.47%。主要原因是受中国新能源汽车行业整体政策利好影响,动力电池产量和装车量的大幅提升,DW 公司的动力电池热管理产品和汽车电子产品的销量增长显著。DW 公司经营业绩如表 1-19-2 所示。

表 1-19-2 DW 公司经营业绩

单位：万元

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~6 月
营业收入	26 635.52	33 672.12	83 393.49	60 700.95
收入增长率	37.43%	26.42%	147.66%	85.14%
营业成本	17 566.81	23 112.72	63 529.28	48 561.33
销售毛利率	34.05%	31.36%	23.82%	20.00%
净利润	3 727.14	4 451.13	7 423.00	4 456.82
净利润增长率	43.99%	19.42%	66.77%	15.47%
销售净利率	13.99%	13.22%	8.90%	7.34%
经营活动现金流量净额	-7 723.94	-9 095.05	2 088.54	-11 037.71

(三) 出售方案精要

本次 S 公司出售 DW 公司 31% 股权,交易完成后不再将其纳入合并报表范围。以 2022 年 6 月 30 日为评估基准日,DW 公司净资产为 30 064.89 万元,最终选用收益法评估结果作为结论,评估值为 128 681.89 万元,评估增值 328.01%。参考上述估值,经交易各方协商,按照 DW 公司整体估值 132 000 万元,确定 DW 公司 31% 股权的交易对价为 40 920 万元。

二、案例分析

(一) 行权过程

2022 年 11 月 17 日,投服中心向 S 公司发送了股东函,质询本次交易对上市公司核心竞争力及后续经营业绩的影响,本次交易后上市公司依旧为 DW 公司提供担保的合理性。

(二) 行权内容分析

1. 本次出售是否影响上市公司核心竞争力

自 2019 年收购 DW 公司 51% 股权后,S 公司便存在两项业务,一是传统水冷业

务；二是 DW 公司经营的新能源汽车动力电池热管理和电子制造业务。2019~2021 年及 2022 年 1~6 月，DW 公司分别实现营业收入 26 635.52 万元、33 672.12 万元、83 393.49 万元、60 700.95 万元，同比增长 37.43%、26.42%、147.66%、85.14%；分别实现净利润 3 727.14 万元、4 451.13 万元、7 423.00 万元、4 456.82 万元，同比增长 43.99%、19.42%、66.77%、15.47%，营业收入和净利润持续快速增长。根据 S 公司披露的合并范围及 DW 公司营业收入、归母净利润，扣除 DW 公司经营数据后，2019~2021 年及 2022 年 1~6 月水冷业务实现的营业收入分别为 78 872.89 万元、89 151.11 万元、84 534.84 万元及 23 098.35 万元，2021 年下降 5.18%，2022 年上半年仅为 2021 年的 27.32%；归母净利润分别为 5 269.29 万元、6 000.91 万元、2 820.82 万元及 -2 370.17 万元，2021 年下降 52.99%，2022 年上半年已经亏损。本次出售 DW 公司 31% 股权，S 公司将失去一项持续增长业务的控制权，保留的水冷业务的盈利能力近一年一期处于下滑状态，主营业务结构发生重大变化。投服中心问询此次交易是否会降低 S 公司的核心竞争力，并请提示相关风险。

2. 本次出售是否影响上市公司后续经营业绩

2021 年及 2022 年 1~6 月，DW 公司已成为 S 公司收入和利润的主要来源，营业收入贡献占比分别为 49.66%、72.43%，净利润贡献占比为 56.30%、1 240.44%。本次出售后，DW 公司不再纳入上市公司合并报表范围，将导致 S 公司盈利能力下降，且剩下的水冷业务在 2022 年上半年已经亏损。S 公司表示本次出售所得 40 920 万元将用于水冷业务的发展。投服中心问询本次交易对上市公司后续经营业绩的影响，以及确保水冷业务扭亏为盈的措施安排。

3. 为 DW 公司持续提供担保的合理性及担保保障措施的充分性

S 公司为 DW 公司提供的担保中有 21 322.96 万元尚在履行中，其中绝大多数担保起始日在 2022 年 5 月之后，担保期限为债务到期后 3 年。S 公司表示上述担保暂不提前解除，采取的风险防范措施为由 DW 公司现少数股东为担保额度的 49% 提供反担保，以及向 DW 公司收取担保费。但是本次交易完成后，S 公司仅持有 DW 公司 18.064 5% 股权，失去控制权，无法对其生产经营、财务往来等进行有效管控，对其经营风险及还款能力难以有效判断。投服中心请上市公司说明本次交易后仍持续为 DW 公司提供担保的合理性，以及上述保障措施是否充分，并提示可能存在承担担保责任的风险。

2022年11月22日,S公司对投服中心的股东函以公告形式进行了回复,回复内容中部分是对交易公告的复述,较为简单。一是本次出售股权不影响上市公司核心竞争力,因DW公司将不再纳入上市公司合并报表范围,短期内会对营业收入、净利润、每股收益造成一定的影响。二是本次交易完成后,不影响上市公司水冷主营业务,将持续加大在水冷领域的研发及业务发展,加大在电力领域、储能领域、数据中心领域投入,以拓宽产品的应用场景;将加大技术研发及产品升级,并对供应链体系进行整合,以保障重要零部件的供应,并持续管控期间费用,以此达到降本增效的目的。三是若短期内解除对DW公司的担保将导致DW公司银行贷款减少,不利于其正常经营,基于DW公司三年的经营状况及严某红等提供的反担保责任,认为继续提供必要的担保以保障DW公司正常经营具有合理性。

案例 20 T 公司业绩承诺未履行行权案例

上市公司 T 公司于 2016 年向其控股股东 YY 公司发行股份购买 SJ 公司 100% 股权,交易价格 19.70 亿元。YY 公司对 SJ 公司 2016~2018 年的业绩作出了承诺,实际上累计完成率为 76.44%,但 2018 年业绩补偿一直未完成,构成超期未履行承诺。投服中心于 2022 年 12 月,向 T 公司发送了股东函,质询 T 公司是否采取了有效措施解决业绩承诺补偿事项。

一、案例简介

(一) 上市公司基本情况

T 公司原实际控制人为贵州省国资委,2015 年进行了控制权变更并延续至今,YY 公司为控股股东,截至 2022 年 12 月持股 26.44%;丁某洪为实际控制人,直接及间接持股 27.61%。T 公司目前为医药健康+化工双主业,包括氮肥和甲醇的生产销售、医药制造及流通业务,2022 年前三季度实现营业收入 19.28 亿元,同比上升 16.52%;归母净利润-2.23 亿元,同比下降 287.62%;扣非净利润-2.28 亿元,同比下降 298.32%。

(二) 标的公司基本情况

SJ 公司成立于 1996 年,主营业务为医药制造,分为药品、医疗器械和保健品三大类,其中药品主要为糖尿病药物,包括“圣平”格列美脲片、“圣敏”盐酸罗格列酮片、“圣妥”盐酸二甲双胍肠溶片、“圣特”盐酸二甲双胍肠溶片;医疗器械主要为血糖仪产品。

(三) 业绩承诺未完成事项回顾

2016 年 9 月,T 公司以发行股份的方式收购 SJ 公司 100% 股权,以 2015 年 12 月 31 日为基准日,采用收益法评估,SJ 公司 100% 股权的评估值为 197 133.06 万

元,归母所有者权益为 20 346.64 万元,评估增值率为 868.87%,并以上述评估值为基础确定交易对价为 197 000 万元。YY 公司承诺 SJ 公司 2016~2018 年实现扣非归母净利润分别不低于 15 025.73 万元、21 023.08 万元、26 072.37 万元,如未实现承诺,则以股份方式进行补偿。

1. SJ 公司为完成业绩承诺虚增业绩

2016 年 SJ 公司仅实现营业收入 4.88 亿元,扣非净利润 1.33 亿元,未达成业绩承诺。为了避免履行补偿义务,SJ 公司通过向物流公司支付税点,虚开发票,虚构运输及销售过程,大股东通过借款给客户再由客户转回给 SJ 公司的方式虚构销售回款;通过向业务员销售货物,再由大股东提供资金给业务员的方式虚构业务。同时,通过向供应商支付税点,虚开发票的方式制造原材料和包装物采购入库的假象。经过上述操作,SJ 公司 2016 年虚增营业收入 3 889.37 万元,营业成本 809.29 万元,净利润 2 282.24 万元,全年营业收入合计 5.27 亿,扣非净利润 1.53 亿,业绩承诺完成率 101.81%,刚刚达标,免于赔偿。

上述虚增收入、净利润情况由贵州证监局 2017 年在现场检查中发现,2017 年 12 月贵州证监局向上市公司出具《行政监管措施决定书》。2018 年 4 月上市公司对 SJ 公司业绩承诺实现情况进行了调整。2019 年 6 月上市公司及相关责任人被上交所予以纪律处分。

2. 业绩承诺未完成且业绩补偿未履行

SJ 公司 2016~2018 年的业绩承诺实际完成率分别为 62.23%、84.93%、77.79%,均未完成承诺,3 年业绩承诺的累计完成率为 76.44%,具体如表 1-20-1 所示。

表 1-20-1 SJ 公司业绩承诺完成情况

单位:万元

	承诺业绩	实际业绩	业绩实现率
2016 年	15 025.73	9 350.14	62.23%
2017 年	21 023.08	17 855.66	84.93%
2018 年	26 072.37	20 282.37	77.79%
合计	62 121.18	47 488.17	76.44%

YY 公司 2016 年、2017 年分别应补偿 9 015.31 万元、9 554.19 万元,根据业绩承诺补偿协议的相关规定,上市公司已于 2018 年以 1 元的价格回购注销 YY 公司持有的上市公司 4 318.488 万股股份,履行了 2016 年及 2017 年的业绩补偿义务。截至 2022 年中报,YY 公司仍有 2018 年业绩补偿尚未完成,对应补偿金额为 27 835.01 万元,折合股份数量为 6 473.258 万股。因超期未履行承诺,上交所于 2022 年 8 月对 YY 公司予以公开谴责,贵州证监局于 2022 年 12 月对 YY 公司出具了警示函。

二、案例分析

2022 年 12 月 14 日,投服中心向 T 公司发送了股东质询函,质询上市公司是否采取了有效措施解决业绩承诺事项。具体内容如下。

T 公司披露补偿义务尚未履行的原因是 YY 公司持有的上市公司股票的 99.02% 已被质押,无足额股票完成业绩补偿。T 公司与 YY 公司协商约定,YY 公司需尽力解决股票质押问题,一旦 YY 公司股票解除质押,需第一时间完成业绩补偿承诺,但这一约定并未得到有效落实。

T 公司 2020 年年报及相关公告显示,2020 年末 YY 公司通过其全资子公司 CH 公司持有 T 公司股票 82 039 210 股,至 2022 年 11 月 26 日 CH 公司持有的 T 公司股票下降至 2 795 400 股,已合计减持 79 243 810 股,除 39 562 566 股是因强制执行被动减持外,39 681 244 股为主动减持,主动减持资金并未用于解除 YY 公司的股票质押以履行补偿义务。

鉴于上述情况,投服中心请 T 公司说明下一步拟采取哪些有效措施督促 YY 公司进行业绩补偿,是否会采取司法手段向 YY 公司追偿。

T 公司于 2022 年 12 月 23 日进行了函复,对将采取的措施进行了详细说明。

案例 21 U 公司资产出售的交易

2022 年 12 月,U 公司发布了《关于出售下属公司股权暨风险提示性的公告》(以下简称《交易公告》),U 公司全资子公司 JH 公司下属实际经营主体 AW 公司拟将其涉及直升机业务的所有全资子公司 AW 新西兰公司、HL 公司、HH 公司、BX 公司及其下属公司(前述所涉直升机业务公司统称标的公司)100%股权转让给 SL 航空公司,协议转让价格为 7 500 万新西兰元,折合人民币 30 630.75 万元,本次交易不构成关联交易,也不构成重大资产重组。

一、案例简介

(一) 上市公司基本情况

U 公司成立于 2000 年 12 月,于 2010 年 12 月在深圳证券交易所主板上市交易。发布《交易公告》时,U 公司股价为 6.72 元/股,总股本为 800 245 700 股,总市值 50.175 亿元,在本次交易前,U 公司控股股东为 RFKG 公司,实际控制人为吴某、吴某某等三人,控股股东持股比例为 36.52%,实际控制人直接持股比例为 5.07%。

U 公司主要从事数字化智能机床及产线、航空航天智能装备及产线、智能制造生产管理系统软件的研制和服务,以及航空航天零部件加工、航空 MRO、ACMI 及飞机租售等运营服务,已经形成了包括高端智能制造装备及服务、航空运营及服务的综合业务体系。其最近三年的财务状况和经营成果如表 1-21-1 所示。

(二) 标的公司基本情况

本次交易中,标的公司包括 U 公司下属 JH 公司的 4 家境外子公司,主营业务为直升机工程运营及租售业务。其最近一年一期的财务状况和经营成果如表 1-21-2 所示。

表 1-21-1 U 公司基本财务指标

单位：万元

项 目	2021 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日	2019 年 12 月 31 日
总资产	727 918.59	634 097.63	582 324.38
总负债	376 617.68	344 386.33	296 577.37
股东权益	351 300.91	289 711.31	285 747.01
项 目	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	218 476.88	191 457.54	216 004.77
利润总额	8 518.30	14 670.19	23 109.04
净利润	5 083.04	10 800.78	17 687.35

表 1-21-2 标的公司基本财务指标

单位：万元

项 目	2022 年 9 月 30 日	2021 年 12 月 31 日
总资产	70 655.79	750 238 947.31
总负债	48 193.16	52 531.67
股东权益	22 462.63	22 492.22
项 目	2022 年 1~9 月	2021 年
营业收入	22 601.76	24 481.93
营业利润	2 210.66	-215.58
净利润	1 299.74	-1 064.32

(三) 交易公告精要

1. 出售标的公司股权的历史交易背景

本次拟出售的资产系 U 公司 2018 年向控股股东、HZJQ 公司以及 HZJP 公司收购的 AW 公司直升机业务资产。2018 年,U 公司通过发行股份以 125 000 万元收购

JH公司100%股权,从而间接持有AW公司100%股权,AW公司主要从事固定翼飞机工程运营及租售、直升机工程运营及租售两大业务。2021年年报显示,AW公司的固定翼飞机工程、运营及租售业务的营业收入为90445.86万元,占U公司总营收的比例为41.39%,直升机工程、运营及租售业务的营业收入为24350.73万元,占总营收比例为11.15%。本次交易完成后,AW公司不再持有直升机业务资产。

2. 本次交易不构成关联交易及重大资产重组

本次交易不再构成重大资产重组,也不构成关联交易。

3. 本次交易的定价依据

交易公告披露,本次交易是基于U公司业务发展战略并综合考虑当前及未来市场经营环境,经双方充分协商定价,确定本次标的公司100%股权转让价格为7500万新西兰元(最终成交金额会根据股权交割日的账面营运资本余额与协议签署日的账面营运资本余额的差额进行差额调整)。

4. 本次交易的目的

U公司认为本次出售股权系U公司基于实际经营情况、市场环境及公司未来着重发展高端装备智造领域的战略规划所作的决策,有利于优化资源优势,聚焦高端装备智造领域业务的发展,有利于提高公司整体效益,保障公司持续、健康发展,符合公司发展战略规划和长远利益。

二、案例分析

(一) 行权过程

2022年12月16日,投服中心向U公司发送了股东质询函,对本次交易是否影响控股股东继续履行业绩补偿承诺、是否影响资产减值测试及补偿等方面提出质询与建议。

(二) 行权内容分析

1. 本次交易是否影响控股股东继续履行业绩补偿承诺

依据2018年重组报告书,控股股东承诺,AW公司在2018~2021年实现的扣非后归母净利润分别不低于2050万、2450万、3000万及3250万新西兰元。2021年4月,受新冠疫情影响,U公司同意将AW公司业绩承诺期调整为2018年、2019年、

2021年及2022年,承诺业绩分别不低于2 050万、2 450万、3 000万及3 250万新西兰元。AW公司2018年、2019年及2021年均未实现承诺的业绩,控股股东已完成股份补偿48 628 061股。但U公司《关于对深交所2022年季报问询函的回复》披露,AW公司2022年1至9月的净利润为-14 370.92万新西兰元,预计无法实现2022年的业绩承诺。投服中心请U公司说明本次交易是否影响承诺方继续向U公司履行2022年的业绩补偿承诺。

2. 本次交易是否影响资产减值测试及补偿

2018年重组报告书显示,控股股东与U公司还约定了资产减值补偿承诺,约定承诺期届满后,U公司应聘请审计机构对AW公司进行减值测试,若AW公司期末减值额大于承诺期已补偿额(包括股份补偿额及现金补偿额),控股股东应以U公司股份或现金方式另行补偿。2018年,U公司收购JH公司100%股权时对AW公司确认商誉66 825.66万元。2021年年报显示,截至2021年末,U公司对JH公司的累计投资账面余额为244 210.84万元。根据U公司已披露的《关于计提资产减值准备的公告》及历史年报数据计算,U公司累计对AW公司计提的商誉减值及资产减值已达159 227.91万元(包括对AW公司全额计提商誉减值66 825.66万元)。由于本次资产出售将影响AW公司减值测试时资产组的范围,请U公司补充说明本次交易是否影响承诺期满后对AW公司的减值测试以及承诺方对资产减值补偿的履行。

行权后,U公司书面函复了投服中心的质询及建议。

案例 22 V 公司出售控股子公司 并调整业绩承诺

2022 年 12 月, V 公司公告了《关于出售控股子公司暨业绩承诺调整的公告》, 公司全资子公司 GJQJ 公司拟以人民币 16 071. 40 万元的价格向 HX 投资出售其持有的某定制家具公司 51% 股权。

一、案例简介

(一) 上市公司基本情况

V 公司成立于 1992 年, 于 2016 年 10 月在上海证券交易所主板上市交易。本次交易前, V 公司总股本为 821 891 519 股, GJ 集团为 V 公司的控股股东, 直接持有 V 公司 26. 73% 股权, 顾某生、顾某华、王某仙为公司实际控制人。

V 公司主要从事客餐厅、卧室及全屋定制家居产品的研究、开发、生产和销售。其最近三年的财务状况和经营成果如表 1-22-1 所示。

表 1-22-1 V 公司基本财务指标

单位: 万元

项 目	2021 年 12 月 31 日	2020 年 12 月 31 日	2019 年 12 月 31 日
总资产	1 593 902. 24	1 403 796. 09	1 225 998. 52
总负债	753 594. 82	593 430. 36	595 943. 43
股东权益	840 307. 42	710 365. 74	630 055. 09
项 目	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	1 834 195. 23	1 366 599. 07	1 209 359. 31

续表

项 目	2021 年	2020 年	2019 年
利润总额	206 820. 96	119 479. 35	152 216. 83
净利润	170 073. 20	86 661. 91	122 045. 48

(二) 标的公司基本情况

本次交易拟出售的资产为某定制家具公司 51% 股权, 交易对方为 HX 投资。某定制家具公司成立于 2011 年, 主营海绵、乳胶、沙发及床垫产品的研发、生产和销售业务, 产品主要销往美国。

2018 年底, GJQJ 公司以 23 724 万元受让 HZ 投资持有的某定制家具公司 35. 57% 股权, 以 2 205 万元受让 HX 投资持有的某定制家具公司 3. 308% 股权; 股权转让完成后, GJQJ 公司以 16 500 万元对某定制家具公司进行增资。某定制家具公司原实际控制人(刘某滨、刘某冰、刘某彬, 以下简称业绩补偿义务人) 承诺某定制家具公司 2019~2021 年的净利润分别不低于 5 500 万元、6 500 万元、7 500 万元。如果某定制家具公司没有完成三年总计 17 550 万元(三年总计税后净利润总额的 90%) 的净利润业绩承诺, 业绩补偿义务人应当进行业绩补偿。

2021 年 11 月, V 公司公告, 受新冠肺炎疫情及美国反倾销不可抗力原因的持续影响, V 公司将业绩承诺事项调整为: 某定制家具公司 2019 年、2020 年、2022 年的净利润分别不低于 5 500 万元、6 500 万元、7 500 万元, 补偿方式及补偿计算方法不变。

某定制家具公司 2019 年、2021 年、2022 年上半年经审计的营业收入和净利润如表 1-22-2 所示。

表 1-22-2 某定制家具公司主要财务数据

单位: 万元

项 目	2022 年 1~6 月	2020 年	2019 年
营业收入	22 207. 23	81 342. 76	80 580. 17
净利润	203. 22	1 222. 37	6 675. 11

原业绩补偿权利义务各方基于新冠疫情的后续影响暂时无法评估,美国的反倾销政策不断加码,经各方协商一致确认:业绩承诺补偿金额调整为人民币5 000.00万元。业绩补偿义务人分3次向V公司支付共计5 000.00万元的补偿款项:2023年4月30日前支付补偿款项的50%,2023年12月31日前支付补偿款项的25%,2024年4月30日前支付补偿款项剩余的25%。

二、案例分析

(一) 行权过程

2022年12月,投服中心向V公司发送股东质询函,质询业绩补偿义务人的资金实力、相关款项的回收保障措施等。

(二) 行权内容分析

1. 关于业绩补偿义务人的资金实力

2018年,V公司通过股权转让和增资形式以42 429万元获得某定制家具公司51%的股权,业绩补偿义务人承诺某定制家具公司2019~2021年的净利润应分别不低于5 500万元、6 500万元、7 500万元,若未完成三年总计17 550万元(三年总计税后净利润总额的90%)的净利润业绩承诺,则以现金补偿。因受全球新冠疫情及美国反倾销政策影响,某定制家具公司盈利能力受到较大冲击,V公司于2021年11月将原承诺期间调整为2019年度、2021年度、2022年度,其他承诺事项不变。交易公告披露,某定制家具公司2019年、2021年、2022年上半年的合计净利润仅为8 100.70万元,假设按照前述实现的净利润计算,业绩补偿义务人应履行的业绩承诺补偿金额为22 844.69万元。

鉴于某定制家具公司业绩表现不理想,新冠疫情的后续影响暂时无法评估等情况,V公司与HX投资、刘某滨、刘某冰、刘某彬达成了以16 071.40万元出售某定制家具公司51%股权及将业绩承诺补偿金额调整为5 000万元的一揽子交易方案。V公司在本次交易公告中披露,本次业绩承诺补偿金额是基于新冠疫情、反倾销等外部环境及对方资金状况等因素,经双方协商确定;若等待原业绩承诺期限届满、业绩补偿义务人履行补偿义务,由于业绩补偿义务人资金实力有限,无法按照原业绩补偿约定履行付款并受让股权。需公司补充披露采取了哪些措施去核实业绩补

偿义务人的资产与资金状况,以及作出补偿义务人资金实力有限判断的具体依据。

2. 关于股权转让款与业绩补偿款回收的保障措施

公告显示,HX 投资应于 2024 年 4 月 30 日前分三期支付完 16 071. 40 万元股权转让款,业绩补偿义务人应于 2024 年 4 月 30 日分三期支付完 5 000 万元业绩补偿款。根据此协议约定,业绩补偿义务人及其实际控制的 HX 投资共需支付的款项约为 21 171. 40 万元。若业绩补偿方资金实力有限,需公司补充披露业绩补偿义务人与 HX 投资具有支付前述款项能力的证明,以及设置了哪些履约保障措施确保对方按时支付相关款项。