

北京万通先锋置业股份有限公司向特定对象发行股票收购资产暨关联交易报告书

(上接 27 版)

(三)本次收购涉及的资产产权明晰,不存在债权债务纠纷的情况

截至本报告签署日,万通星河对万通时尚 82%的股权、泰达万通 65%的股权以及万通龙山 100%的股权拥有合法的所有权及处置权,在该等资产上不存在产权纠纷或潜在争议。

对于万通星河拟向先锋股份转让项目公司的股权事宜,项目公司的其他股东均承诺放弃对拟转让股权的优先购买权。其中,万通时尚的股东天津泰达集团有限公司承诺放弃对万通星河拟转让的万通时尚 82%股权的优先购买权,泰达万通的股东天津泰达城市开发有限公司承诺放弃对万通星河拟转让的泰达万通 65%股权的优先购买权。

(四)本次收购不存在侵害先锋股份和全体股东利益的其他情形

本次收购是依法进行,由本公司董事会提出议案,聘请有关中介机构完成了审计、评估、法律、独立财务顾问等相关报告,并按程序履行有权权力部门审批。在交易中提到及涉及交易的处理遵循公开、公平、公正的原则并履行合法程序,有关关联方将在股东大会上回避表决,以充分保护全体股东,特别是中小股东的合法权益,确保本次收购整个过程不存在损害上市公司和全体股东利益的情形。

综上所述,本次收购符合中国证监会证监公司字[2001]1106号《关于上市公司重大购买、出售、置换资产若干问题的通知》的相关要求。

二、本次收购的合理性分析

(一)本次收购资产的定价合理性分析

对于拟收购资产的定价,可参考市盈率法的估值结果与资产评估机构评估值。

1.以市盈率法测算拟收购资产的价值

(1)样本上市公司的市盈率

选取样本上市公司的标准依次如下:

- ①样本公司规模相对大、业绩相对稳定;
- ②样本公司在不同城市均有分布,使样本公司具有较广泛的代表性;
- ③在当地具有较大影响力和知名度,品牌价值较高的房地产企业;
- ④样本公司在经营业务上与先锋股份类似,使样本公司与先锋股份具有可比性。

按照上述标准,我们在国内主板上市的房地产公司中选择了 10 家公司作为样本(见下表)。

先锋股份本次非公开发行拟收购资产的评估基准日是 8 月 31 日,所以在统计样本上市公司市盈率时,我们也采用 8 月 31 日作为计算基准日。统计这些房地产上市公司样本的市盈率,可以发现,在国内房地产市场上,这些样本房地产公司的市盈率中值是 17 倍市盈率左右(见下表)。

样本房地产上市公司的市盈率比较表

万科 A	2006EPS	2006 PE	股价(8 月 31 日)
招商地产	0.85	16.8	14.26
金地集团	0.63	16.8	9.94
华发股份	0.66	13.7	9.01
栖霞建设	0.87	15.7	13.7
北京城建	0.28	26.6	7.44
中华企业	0.64	12.2	7.8
天鸿置业	0.23	24.9	5.73
深振业	0.72	13	9.37
深长城	0.66	16.4	10.82
平均		16.84	

——上述数据来自国都证券研发中心

(2)拟收购资产的价值

根据测算(参见下表),先锋股份拟收购万通星河万通龙山 100%的股权、泰达万通 65%的股权、万通时尚 82%的股权,2006 年—2010 年对应的净利润分别为 68,800.74 万元,每年对应的净利润为 13,760.15 万元。

拟收购资产未来盈利能力分析

序号	项目名称	占地面积(万平方米)	产品类型	规划可售面积(万平方米)	预计销售价格(万元/平方米)	预计销售收入(万元)	预计净利润(万元)
1	万通龙山一号地	19,465.93	独栋别墅	14,565.97	0.66	9,613.56	1,125.97
2	万通龙山二号地	78,913.54	苏园别墅	59,402.56	1.30	68,228.63	1,171.7
3	万通龙山三号地	46,285.04	独栋别墅	29,874.93	0.66	19,717.66	2,308.93
4	万通龙山四号地					94,856.63	11,107.59
4	泰达万通 B4 地块	111,529.70	高档住宅	24310	0.77	187,187.00	21,919.5
泰达万通 65%股权对应净利润			商业地产	3690	1	36,900.00	4,320.99
						224,087.00	26,240.59
							17,066.38
5	万通时尚一期		时尚住宅	129,891	0.7	90,923.70	10,647.17
6	万通时尚二期、三期	112,770.14	时尚住宅	255,748.6	0.7	179,024.02	20,983.71
7	万通星河	63,500.38	高档住宅	180,300	0.85	153,255.00	17,946.16
8	万通星河 82%股权对应净利润					423,202.72	49,567.04
							40,636.77

说明:

①关于销售净利润率的确定

在确定销售净利润率时,主要参考样本房地产上市公司平均销售净利润率。统计样本房地产上市公司销售净利润率,其平均值为 11.71%(见下表)。

样本房地产上市公司的销售净利润率统计

公司简称	主营收入(元)(6 月报)	税后净利润(元)(6 月报)	销售净利润率(%)
万科 A	10,568,851,684.00	1,350,362,817.00	12.79
招商地产	2,659,475,668.00	421,589,919.00	15.85
金地集团	2,575,101,506.00	320,832,092.50	12.43
华发股份	714,287,496.30	128,811,674.60	18.03
北京城建	1,818,231,116.00	145,820,266.90	8.02
天鸿置业	457,988,473.00	25,944,254.75	5.66
深振业	1,433,864,803.00	110,404,373.00	7.70
栖霞建设	1,325,123,807.00	148,661,635.00	11.22
深长城	1,337,970,159.00	137,217,457.40	10.26
中华企业	2,339,030,400.00	354,427,000.00	15.15
平均			11.71

②关于预计销售价格确定

有关房地产项目如已预售,预计销售价格参考销售价格;如未预售,预计销售价格参考周边类似项目销售价格,并均考虑项目自身特点以及房价运行趋势,最终确定预计销售价格。

(3)拟收购资产的价格

按照 17 倍市盈率,每年净利润为 13,760.15 万元进行测算,先锋股份拟收购万通龙山 100%的股权、泰达万通 65%的股权、万通时尚 82%的股权价值为 233,922.52 万元。

(4)拟收购资产的流动性分析

万通龙山 100%的股权、泰达万通 65%的股权、万通时尚 82%的股权通过本次非公开发行进入先锋股份以后,其对应的非流通股股份的流动性将增强。在计算非流动资产性资产成为流动性资产的折价率时,在上市公司股票分置改革过程中有一定的实际依据。任意抽取 10 家上市公司非流通股换成流通股的分折率统计,其平均折价率为 65.6%(见下表)。

上市公司非流通股换成流通股的分折率统计

公司名称	股票代码	非流通股换成流通股的分折率
三一股份	600854	65%
福耀玻璃	600163	70%
杭州解百	600814	64.2%
三一重工	600031	65.6%
古越龙山	600059	63.5%
浙江东方	600120	69.7%
四方股份	600100	65%
博科科技	600883	67%
南京新百	600682	66%
汇泉实业	600212	65%
平均		65.6%

参照 65.6%的流动性折价率,先锋股份拟收购的万通龙山 100%的股权、泰达万通 65%的股权、万通时尚 82%的股权,它们的价值为 153,453.2 万元。

2.资产评估机构评估拟收购资产的价值

岳华会计师事务所评估的万通龙山 100%的股权、泰达万通 65%的股权、万通时尚 82%的股权,其合计的价值为:

合计价值 = 万通龙山 100%的股权价值 + 泰达万通 65%的股权价值 + 万通时尚 82%的股权价值

= 15,008.90 万元 + 16,523.27 万元 + 26,757.83 万元

= 58,290 万元

3、本次交易的合理性分析

万通龙山 100%的股权、泰达万通 65%的股权、万通时尚 82%的股权,每年对应的净利润为 13,760.15 万元,通过市盈率法测算,若市盈率为 17 倍,其价值为 233,922.52 万元,扣除流动性折价后,其价值为 153,453.2 万元;按照岳华会计师事务所评估的结果,其对应的股权价值为 58,290 万元。

2004 年 11 月 27 日,由国务院发展研究中心企业所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院三家研究机构组成的“中国房地产 TOP10 项目组”在北京发布了“2004 中国十大最具价值房地产公司品牌”,万通地产在企业排名中位列第五,品牌价值 6.91 亿元。

先锋股份向特定对象发行股票,收购万通星河持有的万通龙山 100%的股权、泰达万通 65%的股权、万通时尚 82%的股权,上述三个项目公司股权作价 56,000 万元,低于以市盈率法测算的价值 153,453.2 万元,也低于岳华会计师事务所评估 58,290 万元。此外,在本次资产转让过程中,实际控制人已将“万通地产”文字商标以一元人民币的价格允许先锋股份使用,所以,本次交易有利于先锋股份的发展,惠及先锋股份的中小投资者。

(二)本次股票发行价格合理性分析

1.本次非公开发行的价格确定符合中国证监会的有关规定

《上市公司证券发行管理办法》第三十八条,上市公司非公开发行股票,发行价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票均价的百分之九折。

先锋股份本次非公开发行以公司董事会决议公告日,即 2006 年 6 月 12 日作为定价基准日,以不低于公告日前流通股 20 个交易日均价 8.99 元作为发行价格,符合中国证监会的有关规定。

2、本次非公开发行董事会公告前的股价分析

(1)以市盈率法测算先锋股份非公开发行股票公告前股价

A 房地产上市公司市盈率

在国内资本市场上,样本房地产公司的市盈率中值是 17 倍市盈率(参见本节二、本次收购的合理性分析(1)本次收购资产的定价合理性分析)。

B 先锋股份目前的业绩

根据先锋股份年报,2003 年—2006 年,先锋股份的每股收益在 0.373 元—0.439 元之

间,三年平均每股收益为 0.4035 元。

C 未来业绩预测

目前,先锋股份经营的主要项目为亚运新家园一期项目和控股子公司北京万置房地产开发有限公司开发的新城国际项目。亚运新家园一期已全面交付使用,目前处于收尾阶段。北京万置房地产开发有限公司开发的新城国际项目分期开发,目前项目一期及二期工程已完工并交付使用,三期工程尚未交付使用,产品处于销售阶段,四期工程已于 2005 年 9 月开工建设。

考虑到现有开发项目的收入确认受到房地产行业经营特点及会计核算条件的限制,从目前情况看,2006 年公司有可能出现经营性亏损。先锋股份如果不进行本次非公开发行,其未来三年的业绩预测见下表。

先锋股份不实施增发,未来三年的业绩预测					
单位:万元					
	2004	2005	2006	2007	2008
主营业务收入	96,231	88,795	4,283	101,852	138,000
主营业务成本	73,801	68,044	2359	70,305	93,910
主营业务税金及附加	5,447	5,624	283	6,660	8,885
主营业务利润	16,882	19,427	1780	25,027	36,275
其他业务利润	0	0	0	0	0
营业费用	3,273	2698	878	3,531	4,712
管理费用	3,282	3,719	2,474	4,918	5,912
财务费用	2,73	968	-861	1,265	1,745
营业利润	9185	12,042	-711	15,313	22,846
投资收益	-1,006	-703	-490	-490	-490
补贴收入	1,567	1,968	564	2,263	2,613
营业外净收入	-19	44	20	20	20
利润总额	9,717	13,351	-617	17,106	24,797
所得税	3,730	5,179	0	6,637	9,632
少数股东损益	2,566	4,132	-191	5,303	7,543
净利润	3,421	4,040	-425	5,166	7,614
每股收益	0.372835	0.42913	-0.046	0.562	0.820
总股本	9200	9200	9200	9200	9200

——国都证券研发中心根据相关资料进行预测

从 2003 年—2005 年,先锋股份三年平均每股收益为 0.4035 元;2006 年先锋股份将出现小幅亏损,先锋股份的业绩在 2007 年以后将有比较好的体现,所以用 2006、2007、2008 年三年平均的每股收益 0.4453 元来估计先锋股份的价格水平。

以样本平均市盈率 17 倍测算先锋股份股价,当先锋股份每股收益为 0.4453 元时,先锋股份的价格为 7.57 元。

(2)用市盈率法估计先锋股份非公开发行股票公告前股价

A 房地产上市公司市盈率

10 家样本房地产上市公司的市盈率均值均为 2.39 倍(见下表)。

国内房地产上市公司市盈率统计

万科 A	股价(8 月 31 日)	每股净资产(0.66,30)	市盈率
招商地产	6.9	2.62	2.63
金地集团	14.26	6.22	2.26
华发股份	9.94	4.18	2.38
栖霞建设	9.01	4.4	2.06
北京城建	7.44	3.42	4.01
中华企业	7.37	3.1	2.40
天鸿置业	7.8	3.01	2.59
深振业	5.73	2.76	2.08
深长城	9.37	4.85	1.93
深长城	10.82	6.79	1.59
平均			2.39

B 每股净资产

以先锋股份 2006 年 6 月 30 日每股净资产 4.173 元,作为先锋股份股价的测算依据。

C 股票价格

以样本平均市盈率为 2.39 倍测算,先锋股份的股票价格预计在 9.97 元左右。

(3)先锋股份本次非公开发行股票公告前二级市场市价情况

从 2005 年初到 2006 年 3 月 17 日,先锋股份股价大多数时间在 6.54—9 元的区间内进行波动。

综上所述,先锋股份本次非公开发行董事会公告前,以样本平均市盈率 17 倍,每股收益为 0.4453 元测算,先锋股份的价格为 7.57 元;以每股净资产 4.173 元、市盈率为 2.39 倍测算时,先锋股份的价格为 9.97 元左右。从 2005 年初到 2006 年 3 月 17 日,先锋股份股价大多数时间在 6.54—9 元的区间内进行波动,所以,6.54—9 元是先锋股份本次非公开发行实施以前相对合理的股票价格区间。

2、先锋股份非公开发行股票公告后的股价走势及其原因分析

(1)非公开发行股票公告后的股价走势

2006 年 6 月 6 日,先锋股份大股东万通星河拟以协议方式增持先锋股份股权,并披露了增持变动报告书。2006 年 6 月 12 日,先锋股份董事会发布公告,计划向大股东万通星河实施定向增发。该公告发布后,先锋股份的股价开始一路上扬,在一个月的时间内股价从停牌前的 9.93 元,上涨到 20.39 元(7 月 13 日股票停牌),涨幅为 105.2%。

(2)股价上扬原因分析

在先锋股份大股东增持,拟实施非公开发行的计划以后,市场对于先锋股份股本规模扩大,万通地产将优质资产注入等信息产生了强烈的反应,先锋股份的价格因而产生了较大幅度的上扬,而因本次非公开发行股票披露所引发的上涨后的股价自然不能作为本次非公开发行股票定价的依据。

非公开发行股票业绩的预期来源于大股东万通星河非公开发行增发注入的资产,属于大股东对先锋股份发展的支持。如果先锋股份不实施本次非公开发行或未能实施,目前业绩难以支撑二级股价,股价将可能下跌到原来价格区间(5.54—9 元)。

因此,本次非公开发行股票披露所引发的上涨后的股价不能作为本次非公开发行股票定价的依据。

4.非公开发行股票公告后至非公开发行股票材料披露日先锋股份的理论股价

从 2006 年 3 月 17 日至本次收购资产评估基准日(8 月 31 日),上证指数从 1269 点上涨到 1659 点,涨幅约为 30%。也就是说,即使没有先锋股份自身特殊因素的影响,先锋股份股价自 3 月 17 日至 8 月 31 日也存在上涨 30%左右的可能性;但考虑股权分置改革前股价的高估和股权分置改革自然除权的影响,10 至 3.3 股除权权价格为每股 6.76 元,即较 8.99 元下降约 25%),先锋股份的理论价格应当基本维持不变,即从 2006 年 3 月 17 日至本次收购资产评估基准日(8 月 31 日),先锋股份的理论价格应当为 8.99 元/股左右。

5.股东对先锋股份本次非公开发行的股东大会上,对本次非公开发行的发行价格表决议案中,96.23%的赞成率说明先锋股份本次非公开发行价格已经获得了公司股东的普遍认同,也说明市场对先锋股份本次非公开发行的定价是合理的。

综上所述,本次非公开发行定价为 8.99 元/股是合理的。

根据《上市公司收购的〈新增资产协议书〉》的规定,若经中国证监会最终核准的增发发行价格高于或低于 8.99 元,导致先锋股份本次新增发行的 5200 万股股份价值不足或超出拟收购资产的收购价款,则差额部分在本次股份新增发行 5200 万股股份完成后的一年内,由不足一方向对方以现金方式补足。为了支持先锋股份的发展,万通星河承诺,如果核准的增发发行价格为每股 8.99 元或低于 8.99 元,导致新增发行的 5200 万股股份的价值低于收购资产的收购价款 65000 万元,万通星河将放弃现金差价部分。

第十节 公司治理结构

在本次收购完成后,本公司仍然具有完善的公司治理结构,与大股东、实际控制人及其关联企业之间在资产、业务、人员、财务、机构等方面保持独立。

一、本次收购后先锋股份拟采取完善公司治理结构的措施

本公司严格按照《公司法》、《证券法》、中国证监会有关规定以及《上海证券交易股票上市规则》的要求,规范运作,建立了较完善的法人治理制度。公司章程对公司股东大会、董事会和监事会的职权和议事规则等进行了具体规定。本次收购完成后,本公司将依据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律法规的要求进一步完善公司治理结构,拟采取的措施主要包括以下几个方面:

(一) 股东与股东大会

本次收购完成后,本公司将严格按照《公司章程》、《股东大会议事规则》的规定履行股东大会职能,确保股东大会以合法、公开的方式作出决议,最大限度保护股东权益。在合法、有效的的前提下,通过各种方式和途径,包括充分运用现代信息技术手段,扩大股东参与股东大会的比例,确保股东对法律、行政法规所规定的公司重大事项享有知情权和参与权。

(二) 控股股东与上市公司

本次收购完成后,本公司将确保本公司与控股股东之间实现资产、业务、机构、人员、财务等方面的五分开,继续积极督促控股股东严格依法行使行使出资人的权利,不利用其控股地位谋取额外的利益,以维护广大中小股东的合法权益。

(三) 董事与董事会

为了在董事的选举过程中充分反映中小股东的意见,股东大会在董事选举中采用累积投票制度。本公司将继续充分发挥独立董事在规范公司运作、维护中小股东的合法权益、提高公司决策的科学性等方面的积极作用,独立董事将继续严格遵守国家有关法律、法规、规章以及《公司章程》的有关规定,确保独立董事不受上市公司主要股东、实际控制人、或者其他与上市公司存在利害关系的单位或个人的影响。

(四) 监事与监事会

本次收购完成后,本公司将继续严格按照《公司章程》、《监事会议事规则》的要求,完善监事会的科学性和有效性,确保监事会对公司财务以及公司董事、经理和其他高级管理人员履行职责的合法、合规性进行监督的权利,维护公司及股东的合法权益。

(五) 绩效评价与激励约束机制

1.绩效评价分析

本次收购完成后,本公司将完善公正、透明的董事、监事和经理人员的绩效评价标准与程序,董事和经理人员的绩效评价将由董事会或其下设的薪酬与考核委员会负责组织,独立董事、监事的评价将采取自我评价与相互评价相结合的方式。

2.经理人员的激励与约束机制

为促进本公司经营管理层切实履行忠实、诚信义务,防止因信息不对称而导致的内部人控制问题,本次收购完成后本公司将对经理、人员采用更为积极有效的激励与约束制度,确保符合国家有关法律、法规许可并经有关部门许可的情况下,完善经理人员的薪酬与公司绩效和个人业绩相联系的激励约束机制,以吸引人才,保持经理人员的稳定。

(六) 信息披露与透明度

本次收购完成后,本公司将严格按照法律、法规和公司章程规定的信息披露的内容和格式要求,真实、准确、完整、及时地披露信息。除按照强制性规定披露信息外,本公司保证主动、及时地披露所有可能对股东和其他利益相关者的决策产生实质性影响的信息,并保证所有股东有平等的机会获得信息。

二、万通地产与万通星河对先锋股份“五分开”的承诺

万通地产与万通星河(以下合称“本承诺人”)于 2006 年 9 月 21 日签署了《北京万通地产股份有限公司、北京万通星河实业有限公司关于与北京万通先锋置业股份有限公司“五分开”的承诺函》。本承诺人在该承诺函中承诺,对于先锋股份控股股东或实际控制人期间,本承诺人与先锋股份在人员、财务、资产、业务和机构等方面保持相互独立,避免同业竞争,尽可能降低关联交易,以确保先锋股份独立、持续的经营能力,具体承诺如下:

(一) 人员独立

1、保证先锋股份的生产经营与行政管理(包括劳动、人事及工资管理等)完全独立于本承诺人及其关联企业。

2、保证先锋股份的总经理、副总经理、财务负责人、董秘等高级管理人员专职在先锋股份工作,不在本承诺人及其关联企业兼职。

3、保证本承诺人及其关联企业推荐出任先锋股份董事和高级管理人员的人选都通过合法的程序进行,本承诺人及其关联企业不干预先锋股份董事会和股东大会已经作出的人事任免决定。

(二) 资产完整

1、保证先锋股份资产的独立完整。

2、保证先锋股份及其关联企业不违规占用先锋股份资产、资金及其他资源。

(三) 财务独立

1、保证先锋股份设置独立的财务部门,且拥有独立的财务核算体系。

2、保证先锋股份在财务决策方面保持独立,本承诺人及其关联企业不干涉先锋股份的资金使用。

(四) 机构独立

保证先锋股份的机构设置独立于本承诺人及其关联企业,并能独立自主地运作。本承诺人及其关联企业行为规范,不超越股东大会直接或间接干预先锋股份的决策和经营。

(五) 业务独立

1、保证先锋股份拥有独立的生产 and 销售体系。

2、保证尽可能减少先锋股份与本承诺人及其关联企业之间的持续性关联交易,对于无法避免的关联交易将本着“公平、公正、公开”的原则,与非关联企业的交易价格保持一致,并及时进行信息披露。

三、法律顾问及独立财务顾问对先锋股份本次收购后公司治理结构发表的意见

法律顾问认为,本次收购完成后,先锋股份与实际控制人及其关联方之间在人员、资产、财务上独立分开,先锋股份资产完整,具有独立经营能力,在开发、销售方面能保持独立性,万通星河并未就事项出具了《北京万通地产股份有限公司、北京万通星河实业有限公司关于与北京万通先锋置业股份有限公司实现“五分开”的承诺函》。

独立财务顾问认为,先锋股份已经建立了相对完善的股份公司治理结构,先锋股份能够做到与万通地产、万通星河及其关联企业之间在人员、资产、业务、财务、机构上完全分开,确保公司资产完整、人员独立、业务独立、财务独立、机构独立。

第十一节 同业竞争和关联交易

一、同业竞争

(一) 本次交易前同业竞争状况

1.房地产行业同业竞争的主要特征

房地产行业属于同业竞争方面具有与其他商品不同的较强的行业特征,具体如下:

(1)由于房地产的用途可以大致分为住宅、商业营业用房、办公楼及工业厂房等类型,在同一地域内不同用途的房地产产品类型一般不存在实质性同业竞争关系。

(2)由于房地产产品具有不可移动等特性,购买者主要为当地的消费者。因此,房地产项目具有