

“腾笼”和“换鸟”同步进行 天马股份渐进式转型引关注



◎记者 吴正懿 ◎编辑 孙放

易主之后的天马股份,以一种渐进模式推进业务重构,引起监管部门关注。

深交所昨日向天马股份发出关注函,针对公司6.43亿元出售资产事项,要求补充说明定价公允性等问题,并要求控股股东明确说明未来12个月内是否拟改变公司主营业务或对主业作出重大调整。20日晚间,天马股份又披露了一则关于浙江证监局关注函的回复公告,关注要点与交易所一致。

值得注意的是,在易主股普遍重组无门的状况下,天马股份的渐进式重组,成为资本运作的一条独特路径。

交易公允性遭关注

天马股份3月16日公告,拟向二股东天马创投的全资子公司天马电梯,出售上市公司旗下北京天马9381%股权、天马精密100%股权和贵州天马100%股权,合计作价6.43亿元,所得款项将用于组建并购基金,推进公司向创业服务平台转型。

天马创投系天马股份的原控股股东。去年10月,天马创投将所持上市公司29.97%的股份,以29.37亿元的价格转让给喀什星河。交易完成后,公司实际控制人变更为“星河系”掌门徐茂栋。

据公告披露,本次交易标的中,北京天马截至今年1月31日的总资产为2.05亿元,净资产为1.79亿元,本次交易价为2.54亿元,评估增值主要来自土地使用权的大幅增值;贵州天马截至今年1月31日的总资产为2.39亿元,净资产为2.21

亿元,去年盈利2607万元,交易价格为2.43亿元;天马精密截至今年1月31日的总资产约为2亿元,净资产为1.51亿元,交易价格1.46亿元。

深交所要求公司补充说明本次出售事项的会计处理及确认的投资收益,以及评估方法的依据及定价的公允性等问题。另外,深交所指出,天马精密2016年11月才设立,截至2016年12月31日及今年1月31日的净资产分别为1998万元、1.51亿元,要求公司说明该公司设立后短期内转让的原因。

天马股份20日晚间公告显示,浙江证监局下发的关注函也关注了价格公允性的问题,要求公司详细说明资产评估时采用资产基础法评估的原因,上述交易是否侵害上市公司利益。

渐进式转型承压

投行人士对记者表示,作为壳费对价的支付模式,原控股股东受让上市公司置出资产,是在卖壳案例中比较常见的安排。上市公司可以借此获得现金,便于开展后续的资金运作。

浙江证监局的关注函,要求公司解释说明上述交易是否属于股份转让及控制权变更中系列协议约定的内容之一;转让上述三家子公司后,上市公司是否与第二大股东实际控制人旗下的企业存在同业竞争,该行为是否违反原实际控制人作出的相关承诺。对此,公司予以了否认。

事实上,在徐茂栋入主之后,天马股份已被确定为创投平台。去年12月,天马股份在回复深交所问询时曾明确表示,将战略收缩轴承业务、数控机床业务的规模,并在适当时机置出部分资产,推动上市公司逐步开展一站式互联网创

业服务开放平台业务。

在“星河系”主导下,天马股份转型动作频频,相继设立耀创创投、星河创投、星河互联科技等子公司,全面布局创投业务。今年2月,天马股份发布公告,拟分别与诚合资产、恒天中岩设立总规模最高为45.41亿元的产业并购基金,公司合计将认缴基金份额11亿元。此外,天马股份还计划出资3.98亿元参与发起设立万达财产保险公司,涉足保险业。

记者粗略计算,上述一连串投资事项合计耗资超过20亿元,而天马股份截至去年三季度末的货币资金仅为2.1亿元。对此,深交所也曾针对公司并购基金的出资来源及公司偿债能力予以关注。在此背景下,天马股份加速剥离主业回笼资金显得尤为迫切。

据天马股份披露,上述三家公司股权转让完成后,将通过尽快完成其他轴承与机床等资产置出工作来避免同业竞争。对此,深交所关注函中要求公司补充说明相关股权转让完成后产生的同业竞争情形、影响及具体解决措施,并明确说明公司控股股东、实际控制人未来12个月内是否拟改变主业或对主业作出重大调整,及拟对公司或子公司的资产和业务进行出售的计划安排。

业内人士关注的是,在重组监管持续加码的背景下,多数易主的重组运作受到较大限制,只能通过现金收购或小体量的资产注入来进行突围。“天马股份的‘腾笼’和‘换鸟’过程几乎是同步进行的,在渐进的资本运作过程中实现业务重构,是一种较独特的路径。”该人士表示,这种模式对公司的现金流要求较高,如何运用财务杠杆显得尤为关键。

重组“最牛钉子户”阵营瓦解

(上接1版)

这些公司作为重组新规发布后首批旧监管“正面遭遇”的案例,其做法无疑带有明显的试探意味。“这些重组方案都自称不构成重组上市,但在上交所的问询中,都明确指出存在刻意规避的设计,而且,这些公司发布重组方案是在重组新规征求意见之后。当然,交锋的过程和最终结局已经完全可以透露监管动向。”有投行人士表示。

“常见的绕开实控人变更的做法,无非是增加大股东的持股比例,减少重组方重组后的持股比例、外加表决权委托等几种,上述案例的诸多控制权不变设计能够代表时下的主流和典型手法,通过一线问询的实践,监管已经对这些问题有了明确态度。”该人士分析。

事实上,上述公司的确遭遇了严格盘问,而且最终还是没有等到放行,结合之前被“问黄”的罗顿发展、安泰集团等重组案例,折射出沪市重组一线监管审核正在发生实质变化:“侵入性”正在增强。

“原来的重组监管偏向于以信息披露为抓手的轻触式监管,但是这些案例,无一例外对是否构成重组上市进行了实质问询,带有明确的监管判断和价值取向。并购重组不能成为自娱自乐的资本游戏,应当实实在在为上市公司做大做强主业服务。交易所根据证监会的监管政策,把好重组监管的首道防线,可以防止‘带病’的重组方案因最终被并购重组委否决,而造成股票异常波动,避免投资者遭受不必要的损失;也可以通过问询提醒,提前修正上市公司重组方案,提升并购重组的市场效率。”上交所上市公司监管相关负责人向记者表示。

大股东不变=实控人不变?

第一大股东不变就是实控人不变吗?很多上市公司的重组方案都试图通过保证第一大股东“地位”以维持控制权不变,似乎这两者之间的“等号”不证自明。然而,在一线监管人员看来并非如此。“监管更关注的是控制权结构是否会发生变化,而不是只机械关注第一大股东是否改变。”相关投行人士分析。

来看最新复牌的江泉实业。公司于2016年7月26日发布重组预案,拟置出以铁路和热电相关资产及负债为主体的资产包,与作价22亿元的瑞福锂业100%股权等值部分进行置换,测算,置入资产占上市公司资产总额占比高达292.96%。交易完成后(考虑配套募资),上市公司大股东宁波顺辰及其一致行动人持股比例由13.37%降为12.49%,瑞福锂业大股东自然人王明悦及其一致行动人持股比例达到8.26%。方案称,由于公司大股东未发生改变,因此该重组不构成借壳。

但最具争议的是,剔除上市公司原大股东通过配套募资巩固控制权的增持比例后,其持股比例9.35%,与王明悦方面比例8.26%极为接近。

因为这份重组方案,江泉实业遭到三次问询。公司首次回复时回应了多个问题,包括瑞福锂业有新股东突击入股,稀释王明悦方面持股比例的原因等。二次问询时,公司依旧需就一致行动关系做出深入解释。三次问询时,公司的“控制力”问题依然是问询重点。

三次问询之下,江泉实业还“忍痛”将重组方案进行了修改,包括将购买瑞福锂业股权比例由100%调整为67.78%,配套募资调低至不超过4.42亿元等。剔除配套募资后,上市公司控股股东方面持股比例为10.65%,王明悦方面合计持股比例为4.44%。

修改后的方案让两者持股差距扩大到六个百分点以上,但即使如此,公司主业的改变、两大阵营的格局,还是造成方案迟迟难以“落地”。3月9日,江泉实业宣布终止重组。

罗顿发展也遭遇类似问题。据方案,公司拟以16亿元跨界并购深圳易库易供应链网服务有限公司100%股权,变身双主业上市公司。并购标的控制人夏军,为罗顿发展实际控制人李维的妹夫。如不考虑配套募集资金,交易完成后,李维持有罗顿发展16.32%股权,夏军则持有14.17%股权,两者极为接近。上交所问询函中,两人是否构成一致行动,是否会构成共同控制并且导致上市公司控制权变更进而构成重组上市,成为前后三次问询的核心。尽管公司多番解释,但两者之间的密切关系以及仅相差2.15%的持股比例似乎很难被撇清。最终,公司在去年底选择了终止重组。

“这两个案例中,虽然都通过各种方法保持了第一大股东不变,但对于什么是控制权变化,监管并不单纯关注表面的持股比例多少,关键在于整个控制权结构是否会发生变化,单方面认为第一大股东不变就是控制权不变,是站不住脚的。”相关投行人士分析。

摇摆的表决权

今年2月15日,四通股份宣布终止重组并复牌,终结了长期停牌。致使公司重组停摆的,应当是其方案中“放弃表决权”从而规避重组上市的设计。因为既有案例已经揭示,这种通过协议或者承诺方式就可调整的权利安排到底有多“脆弱”,而这也正是监管对其高度关注的原因所在。

据公司原方案,为了不触发实际控制人变更,十位标的公司股东(即“财务投资人”),承诺无条件且不撤销地放弃(通过重组)所获公司股份的表决权、提名权、提案权等,且不提名、推荐任何董事、高管人选。

这一做法的合理性和动机两度遭到问询,其关键即公司“是否存在规避重组上市认定标准的风险”。在交易所二次问询后,该重组方案于去年10月中旬进行了修订,进一步稳固控股权。包括十名标的公司股东保留所持股份对应的表决权、提名权等权利,并都被纳入到利润补偿主体;上市公司实际控制人已与三名老股东分别签署了《投票表决权委托协议》,使得交易完成后实际控制人所持表决权比例增至30.45%,上市公司实际控制人出具了《关于维持并保证上市公司控制权的承诺》,前述财务投资人则出具《关于不谋求上市公司控制权的承诺》。

“这种做法给控制权稳定性造成的隐患,其实已经在现实中有体现,那就是梦网荣信。”一位券商并购人士向记者表示。2015年,荣信股份收购余文胜控股的梦网科技100%股权时,鉴于实际控制人上市公司控制人左强等三人与余文胜的持股比例仅差2%。为保证控股权不变,左强一方承诺交易完成后36个月内保证实际控制人不变,余文胜则做出了不谋求控股权的承诺。但梦网荣信今年1月19日披露,公司实际控制人左强和厉伟、崔京涛拟解除一致行动关系。由此,公司最大自然人股东余文胜成为新的控制人,并且于近日受让了部分原控制人持股。

尽管梦网荣信解释其并不存在规避重组上市之动机,但从客观结果看,承诺不谋求控制权、放弃表决权等做法其实约束力有限,重组相关方完全可以先出具承诺获得“通行证”,待方案完成后再进行变更承诺,从而绕开借壳红线。

“这种表决权安排,纸面的承诺函,负面效果已经为市场所广泛知悉,监管自然也会考虑到风险,通过各种协议方式搭建的控制权结构,虽然精巧,但是也脆弱易变。”有接近监管层的人士向记者表示。

突击“瘦身”失灵

刻意降低重组方未来持股比例的“突击瘦身”或者突击入股(如认购配套募资)提升大股东方面的持股比例,也是常见套路。前者通常会遭到监管的严加盘问,而对于后者,证监会亦以问答的方式明确规定了需剔除计算,因此,这种人为调节重组各方持股比例的做法“冲突”成功率甚微。

对于停牌期的突击“增重”,规则已有明确规定。证监会规定,在认定是否构成重组上市交易情形时,上市公司控股股东、实际控制人及其一致行动人拟认购配套募集资金的,相应股份在认定控制权是否变更时剔除计算。同时,上述各方在本次交易停牌前六个月内及停牌期间取得标的资产权益的,以该部分权益认购的上市公司股份,按前述计算方法予以剔除。

“相对的,‘瘦身术’较为常见,降低标的公司大股东持股比例以减少对其发行股份,用来避免重组带来的控制权变更,被认为是规避重组上市的常用手法之一。”相关业内人士指出。

最近复牌的精达股份,在长期停牌后修改了重组方案并且表示将按照重组上市标准实施重组。此前,公司于去年9月30日披露重组预案,原计划拟向香港高锐等各方以发行股份及支付现金的方式,分别作价60亿元、900万元收购高锐视讯100%股权和Enablence 5.89%的股权,同时拟配套募资不超过22.5亿元。

期末总资产不到45亿的精达股份收购作价60亿元的高锐视讯,但标的资产的控制者并没有借此“掌权”上市公司,原因是公司停牌期间,标的资产经历了多次股权转让,高锐视讯的大股东香港高锐持股比例由将近99%锐减至30.04%。

在上交所的重组问询中,这种“瘦身”遭到直接问询。问询函直接要求公司披露停牌后香港高锐转让标的资产股权导致其持股比例大幅下降的原因,是否为分散其在高锐视讯中的持股比例,从而规避重组上市。与此同时,精达股份还需回应是否符合《首发办法》规定的发行条件。

尽管精达股份对于标的资产股东持股比例的“瘦身”解释为拆除及调整境外架构、解决标的资产实际控制人占资问题,但是,在经历十个月的停牌和两次问询之后,今年3月2日,公司复牌并将方案进行了调整,取消了配套募资以及对Enablence 5.89%股权的购买。公司特别指出,“公司董事会同意按照重组上市的标准来进行本次重大资产重组。”

随着越来越多“拉锯战”的结束,一线监管对重组上市的立场已清晰地呈现在市场面前。“从2017年以来上市公司新披露的重组预案看,围绕主业和产业链实施的重组,已成为主流。可以预见,拥有优质资产和真正产生主业协同效应的重组,将得到鼓励和支持;而单纯以套利为目标,指望通过重组和炒壳赚‘快钱’,将处处受限,难以继。”相关投行人士分析。

华灿光电:LED产业 短期内供不应求

◎记者 曹祎

“我们现在是满产,据我了解,行业内主要厂家现在都是满产,短期内存在一定的供不应求,产业链上也普遍有涨价的诉求,预计整个二季度和三季度,供需形势都会比较紧张。”昨日下午,华灿光电召开年度股东大会,公司总裁刘榕在接受上证报记者采访时如此表示。

华灿光电是国内第二大LED芯片生产商,目前月产能在70万片,并有一个产能高达100万片每月的义乌基地在建,将于今年7月份开始逐步投产。在多显示屏应用领域,华灿光电的LED芯片占据了超过三分之一的国内市场份额。

行业“老大”三安光电在今年1月已经率先涨价,原因是原材料价格快速上涨,导致成本迅速增加。

“部分产品的涨价是正常的,可能5%,也可能10%,但整体涨价并不明显。”刘榕表示,针对市场形势的变化,每家公司都会采取不同的策略,华灿光电的做法主要是调整产品结构,把产能集中到毛利率较高的产品上。

刘榕认为,行业的供需紧张主要与两方面因素有关:一是下游需求的持续增长,特别是照明等日用消费品行业的爆发式增长;二是行业自身的调整,过去两三年,几乎没有扩产,华灿光电几乎是唯一一家逆势扩产的公司。检索公开资料可以发现,受行业供给阶段性严重过剩的影响,过去的几年里,LED产业一度出现严重亏损,这不仅制约了行业的进一步投资,部分已经投资的企业也选择退出,留下了不小的市场空间。

刘榕指出,经过了一次深度的调整之后,整个LED行业有望维持一个相对稳定的发展局面,这也是公司日前股权激励计划中制定目标的底气。

“我们还是很有信心的,一是基数低,2016年扣非后净利润只有2551万,到2020年达到5个亿(扣非后),我们认为还是有可能会的;二是公司目前正处于高速增长阶段,2016年公司营业收入增长了65%,今年应该还能够保持。”刘榕说,随着公司产能的释放,只要行业大环境整体稳定,就应该能够达到目标。

绿景控股巨额定增 遭证监会深层追问

◎记者 张良 ◎编辑 全泽源

从2015年启动定增,到现在才获得证监会反馈,绿景控股的定增方案究竟能否获批?监管层最关注的是什么问题?日前,证监会披露了关于绿景控股再融资反馈意见,15道追问涉及交易定价、跨界转型、上市公司控制权及保险资金在未来公司运营中的决策等诸多问题。

主营房地产的绿景控股谋求转型由来已久。早在2015年3月,绿景控股就明确将逐步退出房地产业务,全面转型医疗大健康产业,并投资设立广州市明安医疗投资有限公司,作为其医疗服务领域业务发展的平台。2015年3月2日,绿景控股停牌筹划非公开发行股票事宜。根据彼时的定增方案,公司拟以10.89元/股的价格向8名特定对象募资100.54亿元用于投资北京儿童医院集团儿童肿瘤医院等7个建设项目,同时补充流动资金。此后该定增方案一改再改,至2016年11月22日,绿景控股提交给证监会的第三次定增预案修订稿,其募资总额降低到67.12亿元,发行对象、募投项目和公司实控人较之公司最初预案的表述均有所变化。

绿景控股的定增是典型的三年期锁价定增。该定增模式因折价率高而广被诟病——有制度套利及利益输送嫌疑。今年2月,证监会发布了再融资新规,彻底整伤了此类锁价定增模式。

尽管绿景控股的定增是在再融资新规之前发布并获受理的,按道理无需执行新规,但监管层仍然关注其定增定价问题。再融资反馈意见指出,定增发行定价基准日为2015年9月1日,但此前公司股票从2015年3月2日之后至2015年9月1日一直处于停牌状态;2016年9月21日才提交股东大会审议,且本次发行方案实施后,公司股权结构、主营业务将发生重大变化。监管层要求绿景控股补充说明本次发行价格是否能够切实体现市场价格,是否损害投资者的合法权益,同时绿景控股须说明历次修改的内容、原因,是否构成发行方案的实质

性变化,是否需要重新定价。

回查公告可见,绿景控股第三次修订后的定增价格仍是10.89元/股,而公司股价2015年底曾最高摸至39.98元,此后陆续下跌,至今仍有17.5元/股。

除了定价问题,监管层更关注如此大手笔定增对公司股权结构产生的变化。

据此前披露,绿景控股最新修订版预案不仅压缩了定增规模,还调整了定增对象。绿景控股本次非公开发行完成后,股权结构将发生重大变化。原预案认定本次发行完成后无实际控制人,后因与认购方补充签订一致行动协议,公司认定本次非公开发行完成后,实际控制人未发生变更。此外,公司本次非公开发行完成后,业务模式将完全变更,且新业务规模较大。

为此,监管层要求绿景控股说明是否存在通过本次非公开发行变相完成业务重组上市及规避监管的情形,并要求公司现有实际控制人单独公开披露本次非公开发行股份解禁后是否存在转让控制权的安排。

同时,反馈意见要求绿景控股结合认购对象发生变更的情况,以及《附条件生效的非公开发行股票认购协议》中天安人寿和上海纪辉已承诺本次认购为财务性投资,说明各认购对象是否为战略投资者,董事会确定战略投资者的依据。

监管层还要求绿景控股此次定增的保荐机构和律师采取有效手段穿透核查,认购对象与上市公司之间,本次认购对象之间尤其是结合天安人寿、上海纪辉、新华富时与明天控股之间的关系,是否存在关联关系及一致行动关系;补充说明其关于绿景控股本次发行前后实际控制人的认定依据是否充分;补充说明民生惠惠详细情况,并核查申请人、天安人寿与民生惠惠的三方法律关系,明确天安人寿具体认购形式;绿景控股实际控制人、本次认购对象及其控制人还须补充说明未来对上市公司控制权的计划并出具相应承诺。