

两次会议否掉三单 A股并购重组风云突变？

◎记者 邵好 实习生 白雪松
◎编辑 全泽源

10月22日晚间，证监会披露并购重组委2020年第47次会议审核结果，宝钢包装提交的重组方案遭否。就在前一日，第46次会议否掉了黎明股份、德新交运两单重组。

年初至今，并购重组委共召开47次会议，审核69单，其中54单获通过，15单未获通过。从时间来看，被否案例此前集中在5、6月份，到了7、8月份被否案例明显减少。然而，近期被否案例开始增加，9月下旬至今已有5单重组被否。

在业内人士看来，连续3单重组被否并不意味着审核收紧，应该是交易方案及对应公司自身有一定的瑕疵。8月以来，并购重组委审核节奏明显加快，过会率也并不低，在一定程度上说明监管对并购重组的态度。

标的资产“模糊”惹的祸

从被否原因来看，黎明股份、德新交运均“倒”在了“第43条”，即未充分说明标的资产的核心竞争力、本次交易估值的合理性，未充分披露本次交易有利于提高上市公司资产质量。而宝钢包装被否原因相比较少见，为“交易对手方最终出资人的披露不符合重组相关准则，信息披露不完整”。

先看黎明股份，公司拟以9.13元/股的价格，向控股股东黎明投资发行6459.49万股股份，作价5.82亿元收购黎明包装100%股权，从而将后者的汽车零部件包装器具业务纳入上市公司。

仅从资产透明度来看，黎明包装确实有一些令市场看不透的地方。例如，黎明包装5.82亿元的评估值，对应的评估增值率为521.48%，对应的市盈率和市净率分别为11.52倍和6.21倍，市盈率低于行业平均水平，而市净率显著高于行业平均水平。

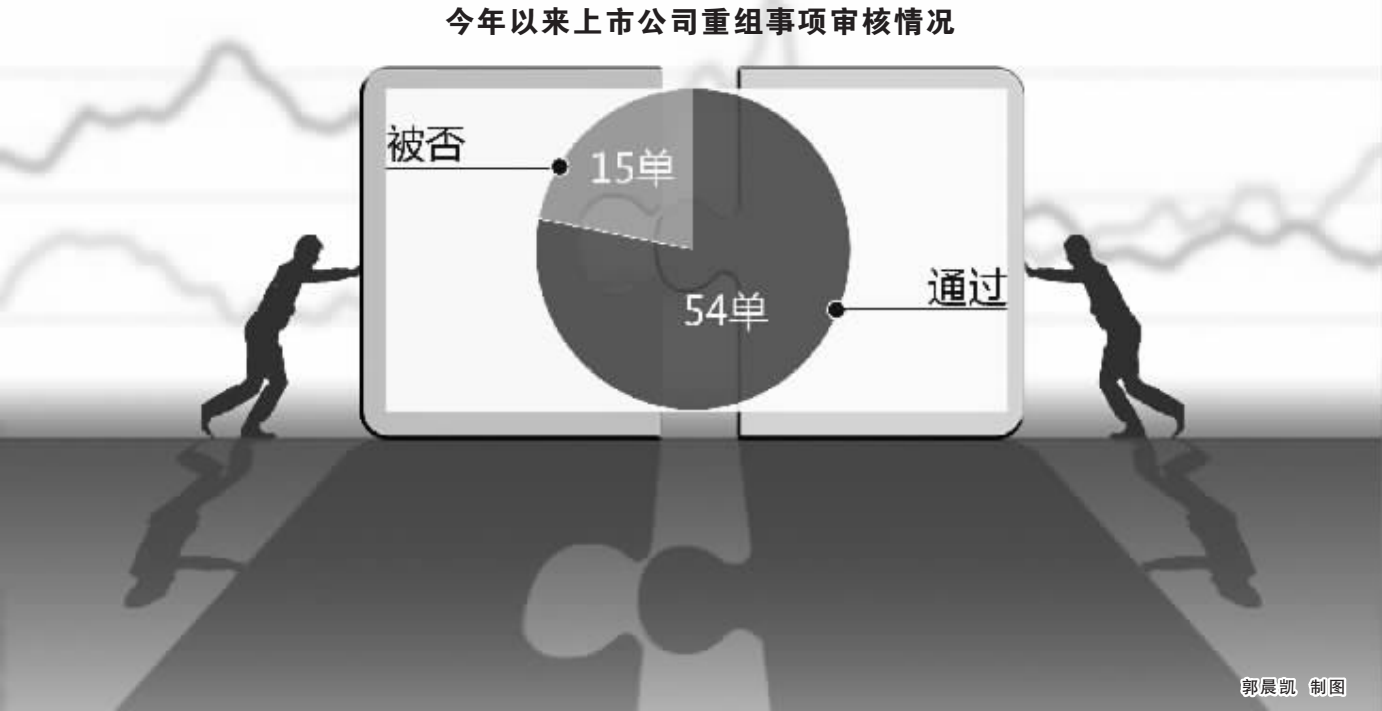
同时，相对较低的市盈率是建立在过去几年高于同行毛利率的基础之上，可在一个相对成熟的行业中，长期保持30%以上的毛利率并不容易。与较高业绩对应的是，黎明包装的应收账款占比比较大——2019年末应收账款为9330.77万元，占总资产比重达44.55%，这也令市场担忧其高毛利率业务的可持续性。

在上交所、证监会的问询、审查过程中，黎明包装能否延续当下的业绩表现，也是关注的重中之重。如今来看，黎明股份在这方面的解释没能获得监管机构的认可。

德新交运的情况与之类似，其拟收购的致宏精密90%股权，在交易中也存在较高的估值溢价，估值增值率为661.5%。同时，致宏精密在报告期内一直保持较高的综合毛利率，分别为54.90%、69.36%及73.88%，对此，公司将其归于产品性能及服务优势增强了议价能力，但也承认日韩等竞争对手在产品工艺与技术水平等方面处于领先优势，并预计未来几年的毛利率会逐渐走低。

在投行人士看来，上述2家公司的并购被否，并不是完全出乎市场意料。毕竟在一个格局基本确定、定位相对传统的行业中，保持明显高于同行的毛利率水平确实让人有疑虑，而如今却要按照高毛利率带来的高盈利水平进行估值，很难让人不担心其后续业绩下滑可能导致的商誉风险。

与上述2个方案相比，宝钢包装重组方案的被否原因并不多见。此前证监会在反馈意见中曾要求公司披露交易对方中合伙企业的相关情况，公司认为相关合伙企业不符合监管要求，尚在过渡期内，并在积极整改。从结果看，上述表述未达到监管要求。



个案问题不应解读为监管风向

“仔细看过黎明股份、德新交运的方案，我们基本认为这属于个案，而非审核在最近突然收紧。”有资深投行负责人告诉记者。

从年度数据来看，并购重组过会率在过去几年一直在降低，从2016年的91%，一路降至2019年的83%，年初至今更是降到80%以下，约为78%。可考虑到并购重组政策及市场生态的变化，过会率下降其实属于情理之中。从月度数据来看，今年的并购重组被否案例仅在5、6月份密集出现，其他时候颇为正常，只是这次连否三单又一次拉高了被否率。

分析今年被否案例，几乎只有一个核心理由——标的资产核心竞争力，即标的资产是否具备持续盈利能力，且这种盈利能力是否可以相信。例如，普利特此前曾发布公告，拟以发行股份、可转换债券及支付现金的方式，作价10.16亿元收购启东金美、福建帝盛、帝盛进出口、帝凯贸易、欣阳精细100%股权，并募集配套资金。然而，上述标的资产运行并不算稳健，启东金美、欣阳精细在2018年还存在停产的情况。

再看中再资环的方案，公司拟以发行股份及支付现金方式，购买控股股东中再再生之全资子公司中再控股持有的山东环科100%股权，交易作价6.8亿元；拟以发行股份及支付现金方式，购买中再控股、叶庆华等25名股东持有的森泰环保97.45%股权，交易作价3.07亿元。对此，并购重组委认为，申请人未能充分披露标的资产盈利预测的可实现性。

上述投行负责人表示，基于标的资产核心竞争力的监管要求是市场欢迎的，毕竟重组是为了上市公司更好，而不是给公司增加包袱，只要能够满足这一条件，重组成功并不困难。

事实上，已有部分案例通过改善标的资产相关问题，实现从“被否”到“二次过会”的跨越。三房巷此前披露的重组方案显示，公司拟以发行股份的方式，收购包括控股股东在内的交易对方持有的海伦石化100%股权，交易作价76.5亿元，由此获得三房巷集团内瓶级聚酯切片板块和PTA板块业务。该方案在今年4月遭否，但公司此后调整方案，下调标的资产交易价格、业绩承诺期首年预计利润，解决标的资产债务问题、成本压力，从而在9月再次上会并获得有条件通过。

恒通股份拟易主南山村委会 “天下第二村”A股再下一城

◎记者 刘礼文 ◎编辑 徐锐

被称为“天下第二村”的南山村A股再落一子。恒通股份10月22日晚间公告，公司实控人刘振东、股东南山投资、二股东宋建波当日分别与南山集团签署了《股份转让协议》，前两者拟协议转让其合计占公司总股本11%的股权给南山集团，总价款近5亿元。此外，宋建波通过大宗交易转让其持有的2%股权给南山集团，并拟将剩余股份5.71%的股份表决权委托予南山集团。

这意味着，原是恒通股份第三大股东的南山集团将一跃成为第一大股东，并取得上市公司控制权，公司实控人将变为山东龙口市南山村委会。

公告显示，刘振东拟作价2.85亿元向南山集团转让恒通股份1634.85万股，约占公司总股本的5.79%；南山投资拟向南山集团转让1470.02万股，约占公司总股本的5.21%，转让价格为恒通股份本协议签署日前一日收盘价的九折计算。

据披露，本次权益变动后，刘振东将持有恒通股份6130.70万股，占公司总股本的21.72%，并放弃其所持股份的全部投票表决权；南山集团及其一致行动人合计持股7341.17万股，占公司总股本的26.01%。

作为本次交易的一部分，10月22日，宋建波以大宗交易的方式减持2%的公司股份，总成交564.48万股，成交金额8184.96万元，成交价1450元/股。恒通股份当日收盘价为16.34元，涨1.43%。

同时，在交易双方签署的《业绩承诺补偿协议》中，刘振东承诺，恒通股份2020年至2021年预计可实现盈利不低于4000万元，且2020年预计可实现的净利润总数不低于1000万元；业绩承诺期内，若恒通股份原业务累积实现净利润总额低于承诺的预测净利润总额，则刘振东应向南山集团现金支付补偿。

事实上，此番易主交易此前已露出端倪。早在今年3月，南山集团曾向刘振东

提供了一笔7765.21万元的无息借款。同时，南山集团与刘振东、于江水、李健签署了《借款合同》，向上述人员合计提供4.35亿元无息借款，借款期限自2020年4月30日至2021年12月31日。今年10月，南山集团与刘振东、于江水、李健进一步签署了《借款合同之补充协议》。鉴于本次权益变动中刘振东于收到对应股份转让价款当日向南山集团偿还1.63亿元无息借款，南山集团向上述人员提供借款的总金额也变更为3.5亿元。

经查询，南山集团为山东新农村代表南山村的村办企业。据披露，南山集团主要业务包括有色金属、建材、纺织、服饰板块等。今年上半年，南山集团总资产已达1374.98亿元、净资产690.2亿元、营业收入197.64亿元、利润总额15.08亿元、净利润12.83亿元。

南山控股官网显示，由南山集团发展形成的南山控股，综合实力历年来均居中国企业500强前列。据不完全统计，南山控股2010年至2019年纳税达330多亿元。南山集团最主要的资产还包括上市公司南山铝业，后者最新市值为282亿元。

2015年上市的恒通股份，主营公路货运物流业务及液化天然气销售，与南山村同处山东烟台龙口市。据恒通股份最新财报显示，今年前三季度，公司营业收入为38.67亿元，归属于母公司股东的净利润为6606.57万元。

南山集团在其最新发布的权益变动报告书中表示，未来12个月内尚无改变上市公司（指恒通股份）主营业务或者对上市公司主营业务作出重大调整的计划，但在符合资本市场及其他相关法律法规的前提下，从进一步增强上市公司持续发展能力和盈利能力的角度出发，未来不排除提议对上市公司主营业务作出适当调整的可能。

科创新源 拟21.5亿元加码华东布局

◎记者 曹秘 ◎编辑 祝建华

正大举扩张的科创新源选择在无锡锡山设立华东总部。公司22日晚披露，已于10月22日与锡山经济技术开发区管委会签署投资协议，公司拟在该区购地约100亩投资建设华东区域总部、5G通讯及新能源汽车核心器件生产研发基地，项目总投资约21.5亿元。

据披露，该项目分两期进行：一期规划建设5G塑料金属化核心器件及5G散热器扩产项目、新能源汽车散热器及精密压铸件扩产项目、5G核心器件及热管理研发项目等，总投资11亿元；二期项目总投资10.5亿元，规划建设消费电子散热扩产项目、新能源汽车精密压铸件扩产项目、热管理研发项目等。

科创新源主营高分子材料的研发、生产和销售，并为客户提供相应的整体解决方案，主要业务包括通信基站用塑料金属化器件、散热器、环形器、隔离器等产品以及通信和电力用防水、防腐、绝缘、防火、密封等产品的研发、生产及销售，产品线涵盖通信、电力、汽车、海洋等领域。

在通信业务领域，科创新源是华为、中兴两家通信设备龙头企业的供应商，满足其在通信基站用防水密封类材料的需求，并成为其他通信设备厂商及中国移动、中国电信、中国联通、韩国SK等运营商此类产品及相关解决方案的供应商。据披露，公司5G塑料电镀振子和散热器等产品已具备批量生产交付能力。

为抓住5G及新能源汽车行业发展机遇，完善公司散热业务战略布局，科创新源正通过并购积极整合行业资源。今年8月，公司披露拟通过收购和增资获得苏州瑞泰克散热科技有限公司55%股权；今年9月，公司签署了收购芜湖舜富精密压铸科技有限公司55%股权的框架协议；10月15日，公司披露收购了广东德源新材料科技有限公司51%股权。

山鹰纸业 旗下北欧纸业在瑞典上市

◎记者 祁豆豆 ◎编辑 祝建华

随着北欧纸业10月22日（瑞典时间）登陆瑞典斯德哥尔摩Nasdaq OMX交易所上市，山鹰纸业分拆子公司境外上市事宜正式落地，公司国际化发展也由此迎来新局面。

山鹰纸业22日晚公告称，公司通过在瑞典设立的公司SUTRIV Holding AB（下称“SUTRIV”）间接持有北欧纸业100%股权。本次分拆上市不涉及发行新股，股份来源为现有股东SUTRIV售出股份。SUTRIV公开发售3412.35万股（行使超额配售权前），占北欧纸业总股本的51%，出售价款为14.67亿瑞典克朗（未扣除发行费等）。ABG Sundal Collier AB作为稳定价格操作人可能通过行使超额配售权而发行的股份不超过超额配售权行使前发售规模的15%。本次分拆上市后，公司仍通过SUTRIV间接持有北欧纸业3278.53万股，占北欧纸业总股本的49%，行使超额配售权后，公司通过SUTRIV间接持有北欧纸业2766.68万股，占北欧纸业总股本的41.35%。上述股份自北欧纸业上市之日起180天内不得转让。

据了解，本次股权出售价款为14.67亿瑞典克朗。按北欧纸业最近一期的净资产测算，本次出售的股权增值约10亿元人民币，将增加公司净资产，对当期损益没有影响。公司通过本次分拆上市合计回收约24.17亿瑞典克朗资金，含出售价款14.67亿瑞典克朗及分红9.50亿瑞典克朗。

公告显示，自山鹰纸业于2017年10月以24亿瑞典克朗收购北欧纸业以来，北欧纸业业务稳健增长，累计贡献净利润10.04亿瑞典克朗（截至2020年6月30日），公司已累计收回现金26.67亿瑞典克朗（超额配售权行使前）。本次上市收回的资金将进一步加强公司的资金实力。

山鹰纸业表示，本次分拆上市为北欧纸业提供了独立的直接融资平台，进一步提高了北欧纸业资本运作的灵活性，为北欧纸业的继续壮大和长远发展持续注入动力。通过并购北欧纸业，公司在境外企业管理、文化融合、上市融资等方面积累了丰富的经验，北欧纸业是公司实施境外并购的成功案例。

威华股份 拟12亿元投建氢氧化锂项目

◎记者 黎灵希 ◎编辑 祝建华

威华股份10月22日晚公告，公司拟通过全资子公司盛新锂业在射洪市投资建设年产3万吨氢氧化锂项目，总投资额12亿元。其中首期年产2万吨氢氧化锂项目于年内开工建设，首期建设投资额为8.5亿元。

据公告，威华股份已与四川射洪经济开发区管理委员会就上述事项签署相关投资协议书。后者将为威华股份提供相应的财政金融支持和政策、要素及建设用地保障等其他支持服务。

当晚，威华股份披露了三季报，公司第三季度实现营业收入726亿元，同比增长115.54%；因期内出售人造板业务相关资产等原因，实现净利润2.18亿元，同比增长1071.4%。不过，受疫情影响，公司产品销售价格下降、人造板产销量下降等，威华股份前三季度净利润仍下滑34.63%。

威华股份预计，2020年全年净利润将同比增长150.64%至175.96%，主要是因为公司重大资产出售确认投资收益所致。

需求无忧 水泥行业全年产量有望实现正增长

◎张问之 ◎编辑 祝建华

经历了一季度沉寂、二季度回暖之后，水泥行业下半年表现强势。量价齐升驱动下，冀东水泥、华新水泥、祁连山等水泥企业第三季度“成绩单”亮眼。

国家统计局最新数据显示，9月全国水泥总产量达23341万吨，同比增长6.4%。前三季度，全国水泥总产量达167627万吨，同比降幅收窄至1.1%，远超市场预期。

“自4月起，每月水泥产量均同比增长，水泥产量累计同比降幅逐月收窄并有望于第四季度由负转正。”中国水泥网水泥大数据研究院（下称“水泥大数据研究院”）金圣悦表示。天风证券研报认为，水泥企业继续执行错峰生产，预计下半年水泥需求拥有良好支撑，行业效益有望继续实现增长，全年行业利润可能续创新高。

水泥企业三季度盈利恢复明显

“销量增加”“售价上涨”成为多家水泥企业三季度报或三季度业绩预告中的热词。受益于量价齐升，多家企业第三季度盈利能力明显恢复。

祁连山日前预计前三季度实现净利润

14.45亿元，同比增长39%；实现扣非净利润14.6亿元，同比增长59%。对于业绩增长的原因，公司表示，报告期内产品销量同比增加、售价同比上涨；同时，公司加强成本费用管控，提升生产运行效率，致使产品成本同比下降。

冀东水泥10月21日发布的季报显示，2020年前三季度，公司实现营收约251.54亿元，同比下降4.76%；净利润约20.94亿元，同比下降15.96%。但仅第三季度而言，公司实现营收109.01亿元，同比增长6.50%；净利润10.94亿元，同比增长9.39%，十分亮眼。冀东水泥表示，第三季度，公司积极抢抓机遇，水泥和熟料销售均实现同比增长。

华新水泥预计2020年前三季度净利润同比减少7.3亿元至9.1亿元，同比下降15%至20%。公司表示，由于上半年的新冠肺炎疫情及7月份的长江流域洪涝灾害，公司主导产品的产销量受到很大影响，价格也有所滑落，致营业收入下降。

不过，华新水泥在预告中表示，公司第三季度实现归属于上市公司股东的净利润同比增长约5%，表明公司的盈利能力逐步恢复。

四季度水泥需求增长有望持续

“重大项目提速扩容，四季度水泥需求增长有望持续。”国信证券在研报中直言，各地企业为完成全年目标，水泥价格将会继续保持升势。

据悉，进入四季度，全年经济发展目标冲刺在即，10月是传统赶工旺季，多地项目落地冲刺态势强劲。重大投资项目密集开工的同时，明年重点项目的储备工作也已启动。据不完全统计，9月份共有逾9800亿元的重大项目发布最新动态，涉及铁路、公路、地铁及电力等领域。10月份，各地重大项目发布依然保持“火热”。

水泥大数据研究院分析认为，从需求端数据来看，房地产与基建投资在中长期内或有增速放缓的可能，但年内仍将保持较高增速，将支撑水泥需求的稳定增长。

各地及水泥企业也对水泥市场全年表现有信心。山东水泥协会会长赵利平在业内交流时表示，尽管上半年山东水泥市场并不容易，但全年需求将同比小幅走高，利润保持稳定。冀东水泥近日在接受机构调研时表示，水泥需求有望延续三季度增长的态势，预计四季度的总体需求大于去年。