

守护投资者利益 破产重整新规剑指超低对价等顽疾

◎记者 高志刚

近日，上市公司破产重整领域迎来重磅新规。

2024年12月31日，最高人民法院、中国证监会联合发布《关于切实审理好上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》（下称《纪要》）。同时，证监会就新起草的《上市公司监管指引第11号——上市公司破产重整相关事项》（下称《指引》）征求意见，从证券监管角度明确了相关规范要求。

“毫无疑问，《纪要》对上市公司破产重整的监管更加严格了。”上海市君和律师事务所高级合伙人李敬彦说，2025年A股市场破产重整可能会降温。

某资深投行人士对记者表示，在A股破产重整市场上，存在着对价过低、转增比例过高等现象，其背后有可能涉及利益输送，侵害中小股东利益。“此次新规从制度上明确了价格折扣率、转增比例上限，体现了监管层对投资者权益的保护，将有效解决这些被市场诟病已久的问题”。

有望消除对价过低现象

由于能够为重整各方提供高度自由的公司壳价值谈判空间，资本公积金转增股本模式近年来成为出资人权益调整方案中普遍采纳的方式。

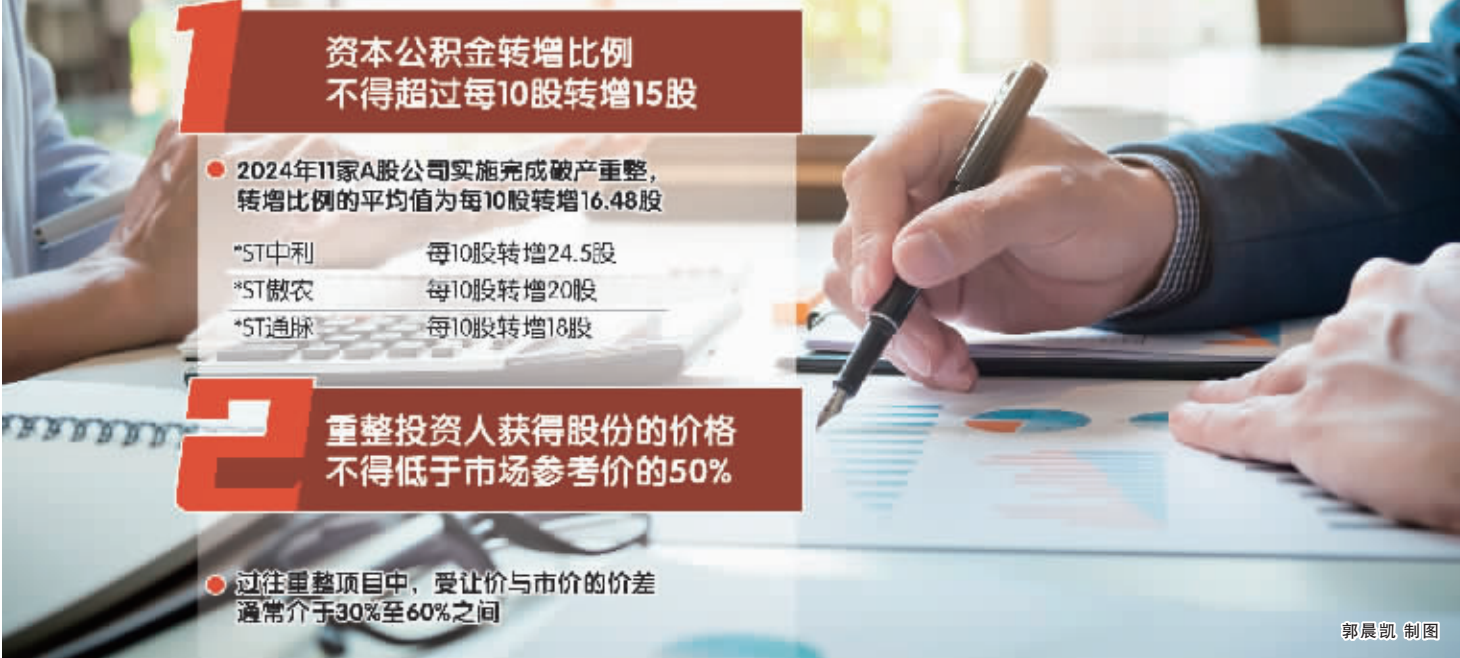
但在实践中，上市公司普遍存在转增比例过高、入股价格过低等现象，一些案例因受让价格畸低遭到市场质疑，部分公司还因此被交易所监管问询。

以仁东控股（目前简称为*ST仁东）为例，2024年10月23日，公司公告了与中信资本等投资人联合体签署的《预重整投资协议》，获得投资金额约8.32亿元。本次预重整受让价分别为1.30元/股和2.00元/股，远低于预重整投资协议签署日公司股票收盘价7.06元/股，大大突破了交易所规定一般不低于市价80%的红线。公告一出就引发中小股东的质疑。

超低价转增支付，会大幅稀释没有获得转增股份的原有股东的权益。随即，有投资者在股吧表示：“简直是抢钱，转股价太低了。”

据李敬彦研究观察，重整项目中，受让价与市价的价差通常介于30%至60%之间，但仁东控股的折价率远远低于这个区间。

《上市公司监管指引第11号——上市公司破产重整相关事项》明确



再看*ST实达，曾因重整投资人1.6折入股而收到交易所的连续问询。2021年12月，*ST实达重整计划显示，公司按每10股转增25股的比例实施资本公积金转增股份，重整投资人合计支付约9亿元，取得约上述15.56亿股转增股份，平均对价为0.58元/股，重整投资人入股价格仅为当时二级市场股价的1.6折。

上交所认为，公司重整投资人取得股份平均对价仅0.58元/股，远低于二级市场股价，可能导致中小股东面临损失的风险。

转增比例过高将遭遇制

除了重整投资人入股价格过低之外，高转增比例也常为中小投资者所诟病。据记者不完全统计，2024年，共有11家A股公司实施完成破产重整，转增比例的平均值为每10股转增16.48股。

例如，*ST中利每10股转增24.5股，*ST傲农转增比例为每10股转20股，*ST通脉转增比例为每10股转18股。

在《指引》中，证监会要求公司根据资本公积金转增股票的用途、目的、必要性等审慎、

合理地确定资本公积金转增股本数量，明确规定资本公积金转增比例不得超过每10股转增15股，满足公司偿还债务及引入重整投资人需求，同时避免股本过度扩张稀释中小股东权益。

在融力天闻律师事务所高级合伙人江璐看来，上市公司的重整方案应更加注重企业长期经营能力的重塑，摒弃资本公积转增股本等短视做法，提倡内部架构、股权分布、治理模式等综合调整，促进重整企业可持续、高质量发展。

“《指引》明确资本公积金转增比例不得超过每10股转增15股、明确重整投资人获得股份的价格不得低于市场参考价的50%，这均将对未来上市公司重整中出资人权益调整方案的设计产生重大影响。”上海市锦天城（北京）律师事务所合伙人申林平说。

李敬彦称，《纪要》还把公司解决大股东资金占用、违规担保等问题前置化，这也是对上市公司破产重整影响力较大的规定。

“现在限定了转增比例和价格，使得价差预期大幅下降，投资机构参与热情可能会下

降。”李敬彦表示。

上市公司宜尽早筹划

近些年，破产重整是上市公司保壳的重要手段，“《纪要》大幅收窄了各种‘花式’保壳，强化了‘应退尽退’原则。”李敬彦称，而谈及对上市公司的建议，专家们不约而同地提到一个关键词：尽早。

申林平表示，上市公司要及早把握重整窗口期。一是在上市公司退市加快的背景下，困境公司要尽早通过破产重整改善持续经营能力；二是上市公司需要在经营业务持续恶化、重整价值持续减损前尽早进入重整程序；三是需要在重整前尽早解决资金占用、违规担保等违规事项。

面对破产重整新规，李敬彦建议，拟重整上市公司一定要未雨绸缪，尽可能早地筹划，而不是等进了重整程序以后，再招募产业投资人或财务投资人。

在江璐看来，上市公司应当重视重整过程的规范运作，比如及时准确披露信息，确保草案内容合法可行，规范引入中介机构等。

回购增持热情不减 多家公司真金白银释放积极信号

◎记者 李少鹏

真金白银方显信心！2025年以来，一批上市公司相继推出回购计划，另有部分公司披露了大股东或高管的增持计划，以实际行动向市场注入发展信心。

截至1月6日晚6点，今年以来已有逸飞激光、澳华内镜、天锡材料等十余家公司抛出回购计划，拟回购金额合计10.63亿元至18.46亿元。新增披露重要股东增持计划6家次，拟增持金额上限合计为14.44亿元。

值得一提的是，相关A股公司大股东在股票回购增持贷款政策的助力下将加速实施增持计划。其中，今世缘和川能动力控股股东分别获得4.9亿元、4亿元增持资金贷款支持，此举将更好调动控股股东实施增持的积极性，或有效提振投资者信心。

真金白银出手回购护盘

新年伊始，A股公司迅速开启新一轮回购

计划。

梅雁吉祥1月5日晚公告称，拟利用自有或自筹资金1.5亿元至2亿元回购股份，回购价格不超过4.63元/股。

电解液龙头天赐材料也出手“护盘”。公司1月5日晚公告，计划以自有资金和自筹资金回购股份，拟回购金额为1亿元至2亿元，回购价格不超过25元/股。目前，回购方案已经公司董事会审议通过，将在3个月内根据市场情况择机作出回购决策并予以实施。

澳华内镜则拟出资1亿元至2亿元回购股份，回购价格不超45元/股，回购股份将用于员工持股或股权激励计划。值得一提的是，澳华内镜的回购计划得到市场积极回应，公司股价1月6日上漲4.03%。

科创板公司逸飞激光在上轮回购实施完毕后的第一时间推出“二期”回购计划。具体来看，逸飞激光1月5日晚公告称，公司共耗资8307.19万元完成了2024年推出的回购计划。同时，公司控股股东、实际控制人、董事长

兼总经理吴轩提议拟进行第二期回购计划，回购总金额不低于5000万元，不超过1亿元。

获得浦发银行2亿元专项贷款支持的盛路通信也抛出回购计划。盛路通信1月3日晚公告，拟使用自有资金及股票回购专项贷款资金回购股份，回购资金总额不低于1.43亿元且不超过2.86亿元，回购价格不超过10.85元/股。

另外，新宝股份、东宝生物、日科化学等A股公司也在2025年元旦后相继推出回购方案，并表达了对公司战略方向、业务前景的长期信心。

大手笔增持传递发展信心

伴随上市公司回购的步伐，另有上市公司大股东或重要股东积极出手增持自家股。

广州发展1月6日晚公告，公司控股股东广州产投及其一致行动人产投证投一价值1号在1月3日以集中竞价方式增持公司801.81万股（占总股本的0.23%）。广州产投及其一致行动人产投证投一价值1号拟自此

次增持股份首日起6个月继续增持公司股份，累计增持金额1亿元至2亿元。

孚日股份持股5%以上股东安信投资及其一致行动人计划自1月6日起6个月内增持公司股份，增持金额1.5亿元至2亿元，增持计划未设定价格区间。据公告，安信投资及其一致行动人1月6日已经以集中竞价交易方式增持了公司210.41万股，耗资1000万元。

河钢股份则在1月5日晚公告，控股股东东邯钢公司及其一致行动人唐钢公司拟使用自有资金和专项贷款资金（专项贷款资金占比不超过90%）增持2.16亿元至4.32亿元公司股份。

此外，新集能源控股股东中国中煤拟以集中竞价方式增持公司股份，增持总金额不低于2.5亿元，不高于5亿元，且增持数量不超过公司总股本的2%。严牌股份披露的增持计划显示，公司控股股东西南投资拟以自有资金和专项贷款增持5600万元至1.12亿元公司股份，增持不设价格区间。

华为发布 2025智能光伏十大趋势

◎记者 王玉晴

1月6日，华为举办2025智能光伏十大趋势发布会。华为将十大趋势分为1个核心、3个关键支撑与6个技术应用趋势。1个核心是“光风储发电”，该技术将加速光伏成为主力能源。3个关键支撑包括全场景构网、从芯到网储能安全、全生命周期智能化。

总体来看，十大趋势中的技术类趋势体现出多种能源交叉融合的态势，并且AI在新型电力系统中的应用将大幅增加。商业模式类趋势则侧重于“新能源微网”“能源社区共享”这类区域性新能源电网的崛起。

技术类趋势：融合发展，善用AI

“光风储发电”为何是十大趋势中的核心？华为数字能源智能光伏产品线总裁周涛分析，随着风光新能源占比不断提高，电力系统平衡和安全问题更加突出。这给电网稳定运行带来挑战，是全球新能源发展面临的重要难题。

为应对这一挑战，“光风储发电”应运而生。它通过模拟同步机的电压源、主动惯量与频率支撑特性，有效改善传统新能源系统低惯量和弱支撑的问题，提升电网的韧性。“光风储发电机”目前已完成从理论研究、产品开发示范测试到规模应用的实践。

周涛介绍，在位于沙特红海的全球最大新能源微网项目中，光风储发电为红海新城提供100%新能源供电，至今已稳定运行超过一年，提供绿电超过10亿度。“实践证明，光风储发电机正加速光伏从‘补充电’走向‘主力电’。”

将“光风储发电”列为第一大趋势，体现出华为对这一技术路线的“押宝”。与之对应的“3个关键支撑”中，“全场景构网”指储能将“无处不在”，在新型电力系统发输配用各个环节都起到关键作用；构网也将“无处不在”，以支撑新型电力系统长久稳定。

“从芯到网储能安全”强调从电芯级到电网级的储能安全保障，实现储能设备从起火不扩散到冒烟不燃爆，储能系统从电网故障自隔离到系统故障自恢复，保证全生命周期的安全可靠。

“全生命周期智能化”则意在推动新能源电站走向“自动驾驶”。未来超过GW级别的大电站将持续涌现，规模庞大、环境恶劣、运营复杂是大电站管理的突出挑战，可通过发挥5G、云计算、物联网等技术，实现数字化和智能化的管理。

此外，技术类趋势的“高频高精密”，指第三代半导体叠加数字化技术，持续提升电力电子变换器功率密度，推动光储系统提质增效。“高压高可靠”指通过高压压持续降低光储系统度电成本，并持续提升系统的可用性。

AI成为技术类趋势中频频被提及的“关键词”。比如，在电站规划建设阶段，以往工程质量主要靠人工抽检，无法精细化核查工程指标。而借助高精度实景建模，构建1:1的数字孪生电站，可以进行现场及时纠偏。电站并网进入运行阶段后，海量组件和设备的巡检工作量巨大，由机器人巡检、清洗组件已成为运维效率提升的首选。此外，AI还有助于提升电力市场交易的收益率。

商业模式趋势：区域性新能源电网有望崛起

十大趋势中，有四项趋势描绘了智能光伏的商业图景，包括100%新能源微网、光储充用协同、能源社区共享以及全商业模式灵活适配。

周涛分析，新能源微网经济性与稳定性兼备，成为全球无电、缺电区首选。在经济性上，光储结合已实现度电成本0.4元至0.8元，大幅低于油机的2.5元至3元。在稳定性方面，新能源微网已从过去的间歇性断网迭代到24小时不间断运行。“100%的新能源微网已成为现实。”周涛说。

“光储充用协同”将提升配电网灵活性，加速行业绿电部署。目前，分布式光伏与电动汽车的充电行为都对电网构成冲击。未来通过光储充用协同管理，可提升发电与负荷预测的确定性，发挥分布式光伏和可调充电负荷的互补效应，同时提升配网的平衡力，实现电网电力电量就地平衡、就近平衡、跨区域平衡。

“能源社区共享”则描绘了社区之间共享绿电的未来。家庭内安装的光储系统将实现“产销一体化”。随着家庭能源智能管理的普及，发电侧与用电侧智能化的协同，用户的自发自用率与用电体验将得到提升。未来在家庭用电之余，能源将从单个家庭走向社区化聚合，在社区内实现电力共享，实现区域能源的独立管理。社区间的电力也可以参与虚拟电厂的电力交易，实现能量循环，互惠互利。

“全商业模式灵活适配”则为新能源的未来商业模式“留白”。新型储能的商业模式还在不断演化之中，这要求储能系统要有更高的灵活性。周涛表示，未来储能系统应具备灵活的架构设计，在一套硬件配置之上，通过软硬件高度融合，支撑灵活扩容，最终打造一个全商业模式灵活适配的储能系统。

◎记者 张间之

作为资本市场的主要参与者，会计师事务所“看门人”的角色至关重要。上海证券报记者注意到，近期，广东证监局等向大华所、希格玛、大信所等会计师事务所发出警示函，直指其在上市公司相关项目执业中存在的问题。

记者梳理发现，上市公司年度财务报表审计成为违规重要事项，部分审计机构的违规行为涉及多家上市公司，有的甚至横跨多个会计年度。这些违规行为不仅暴露出上市公司财报“漏洞”，更折射出审计机构在合规意识和执业质量上的缺陷。

“从监管层面来看，这些警示函体现了监管部门对维护市场秩序、保护投资者利益的决心。”业内人士表示，这既是对过去问题的清算，也是对行业今后发展作出了清晰指引。

多家知名审计机构领罚

1月3日，浙江证监局对立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）（下称“立信中联”）下发的警示函显示，其对嘉澳环保2021年至

2023年财务报表审计项目中存在未按计划执行控制测试、未对个别在建工程转固事项保持职业怀疑、未关注工程支出审批单异常、在建工程监盘程序执行不到位、底稿记录与归档存在疏漏等诸多问题。

例如，警示函指出，立信中联在对嘉澳环保2023年年报审计过程中，未关注部分在建工程支出的审批流程存在异常情况，未考虑上述异常对内部控制有效性、资金支出真实性的影响；未按审计计划的范围对个别子公司的工程项目执行内部控制测试等。

记者梳理相关警示函发现，监管部门指出部分审计机构在相关上市公司财报审计中存在审计程序不到位、未保持职业怀疑、未获取充分适当的审计证据等问题。

2024年12月底，四川证监局对北京兴华会计师事务所（下称“北京兴华”）下发的警示函更为典型。警示函显示，其天晟新材、安控科技、世纪瑞尔、天圣制药等项目执业质量存在问题，并涉及风险评估、控制测试、实质性程序、审计底稿编制、审计意见等多方面。

以安控科技项目为例，北京兴华对其

2022年财务报表审计，未恰当评估关联方资金占用风险；对其2023年财务报表审计，未恰当评估收入虚增和舞弊风险。基于诸多问题，四川证监局指出，北京兴华对安控科技2022年、2023年财务报表形成审计意见时未获取充分、适当的审计证据。

希格玛因对环球印务2022年财报审计存在问题，被陕西证监局采取出具警示函措施的决定；大信所因在对莫高股份2023年财报审计工作中未勤勉尽责，发表意见不准确，被甘肃证监局采取出具警示函的行政监管措施；天职国际因对创世世纪2022年、2023年年报审计存在问题，被广东证监局采取监管谈话措施；致同所因对中富通2023年年报审计存在问题，被福建证监局采取监管谈话措施……一同领罚的还有前述审计项目的签字会计师。

审计机构内控缺陷暴露

证监局开出的“罚单”暴露出部分会计师事务所存在内部管理上的缺陷，这或成为审计质量下滑的重要原因之一。

例如，在对嘉澳环保2023年年报审计中，

立信中联的部分审计底稿未经签字会计师或其他相关人员签署。大华所在对浙商中拓2023年财报及内控审计时，期货保证金入金申请的内控测试底稿显示“付款申请未经审批”，且未附查验附件，大华所解释为审计底稿笔误，但多轮复核均未发现。

四川证监局则在警示函中称，北京兴华在内部管理、质量管理体系、职业道德等方面存在问题。例如，其对员工独立性监督不到位，存在事务所员工或其主要近亲属违规买卖股票的情形；存在同时承接同一客户不相容业务的情形。

“对于会计师事务所而言，这次监管‘亮剑’无疑值得警醒。”有业内人士直言，作为资本市场的重要中介机构，其所承担的不仅是一份工作，更是一份使命，执业质量直接关系到市场的健康发展。

有业内人士表示，随着2024年年报审计工作即将开始，会计师事务所应当汲取教训，重新审视自身的执业流程和质量控制体系，确保每一项审计工作都经得起市场和监管的考验。只有这样，才能真正发挥“看门人”的作用，为资本市场的健康发展保驾护航。