

*ST亿晶破产重整迷局

没有工人往来，没有机器轰鸣，*ST亿晶三年前被寄予厚望的安徽省滁州市全椒县百亿光伏项目，就这样静立在初夏的躁动里。只有厂区内疯长的杂草，和大门外一纸《破产重整社会稳定风险评估公示》，暗示这家被誉为A股市场“光伏组件第一股”的企业，仍有一线生机。

净资产为负、经营持续溃败、债务和诉讼缠身，*ST亿晶如今已站在退市的边缘。在退市危机下，一场由资本玩家与光伏企业联手操刀的重整大戏正在上演——宁波瑞康与中润光能携手化身“白衣骑士”入场接盘，试图为这家老牌光伏企业寻找破局出路。

但从历史上看，当年赫赫有名的光伏巨头无锡尚德、江西赛维，其技术与规模，均远超*ST亿晶，爆雷后却相继从境外资本市场退市，此后进入极其复杂曲折的破产重整，赛维主体公司甚至被破产清算。

*ST亿晶身处A股市场，情况似乎有所不同。此前不少资不抵债的A股公司在退市边缘靠破产重整起死回生。但由于此类资本运作夹杂诸多灰色利益，出现了外部资本借重整进行制度套利的乱象，近两年监管层已从多维度严格规范上市公司破产重整。*ST亿晶能否最终成功闯关？

“*ST亿晶破产重整后，依然处于此前‘内卷’严重的光伏赛道，行业落后产能仍在慢慢淘汰。这样的重整方案，是否符合产业政策导向，是否符合监管扶优扶劣的导向，这需要打问号。”一位接近监管层的市场人士如此表示。

◎记者 邱思雨 林超

为何走向破产重整？

行业波动与资本进退，贯穿了*ST亿晶的成长史。2011年底，*ST亿晶在行业寒冬来临之前，“借壳”海通集团实现了上市。彼时，它顶着A股“光伏组件第一股”的光环，风头无两。

在熬过那一轮寒冬之后，*ST亿晶业绩节节攀升。但2017年起，在行业再次进入行业寒冬前，*ST亿晶创始人荀建华就开始逐步谋划退出，将公司控制权转让予勤诚达投资（后更名唯之能源）。2019年，企业实控人变更为勤诚达投资创始人古耀明。

古耀明入主后，又苦熬三年，终于在2022年迎来了行业再次爆发，公司也于当年扭亏为盈。

也正是这一年，疯狂涌入光伏行业的资本，达到了历史峰值。据中国光伏行业协会统计，2019年至2022年，光伏企业通过资本市场，使用IPO、定增、可转债等方式的募资规模逐年扩张，四年增长近3.6倍，达到1661.87亿元。

也正是这一年，上半年营收34.65亿元、净利润2361.61万元的*ST亿晶在9月公告，拟在全椒经开区投资建设百亿级光伏项目。虽然，当时*ST亿晶资产负债率已从2019年上半年的38.08%飙升至69.14%，首次逼近70%的行业警戒线，但当地组建了专项工作小组护航项目落地，承诺保障电力输送、扩容污水处理产能，并确保兑现各项优惠政策。

但资本的疯狂和竞争的无序，酿成了2023年以来的又一次行业寒冬。这一次，*ST亿晶未能再像前两次一样“熬”过去。尤其是全椒县百亿级光伏项目最终烂尾，曾经的“希望之星”反成为压倒公司的最后一根“稻草”。

2025年底，全椒经开区管委会拟解除投资协议，追回扶持资金并追究违约责任，涉及金额约17.77亿元，截至2025年年末已确认需支付的代建及扶持费用达15.87亿元，净资产为-8936.26万元，资产负债率高达102.02%，审计机构出具保留意见报告，公司股票因此被实施退市风险警示（*ST）。

三年前的“小甜甜”如今变成了“落难者”，让当地百姓唏嘘不已。“两三年前，平均每天能拉十几单客人到*ST亿晶，现在有时候一天也拉不上一单。”全椒县出租车司机陈师傅指了指对面空荡荡的马路牙子，“原来工人多，这里都是小摊小贩卖吃的，现在都没了。”

今年5月26日，记者实探*ST亿晶全椒工厂，在近三小时内只见到一辆车进出。规划1000亩的工厂门可罗雀，杂草丛生。“亿晶光电欢迎您”的牌子前曾经人来人往，如今野草已经长到腰高。一名自称是*ST亿晶公司员工的男子在现场告诉记者：“这里已经停产一年多了。”

这与公开信息的表述一致。在经营层面，*ST亿晶常州3GW PERC电池与滁州7.5GW TOPCon电池产能已停产，组件产能利用率仅35%。由于控股股东所持股份被司法拍卖，*ST亿晶也于2025年9月进入“无主”状态。

业绩方面，2025年全年，公司营收同比下滑44.58%至19.27亿元，归母净利润亏损5.28亿元；2026年一季度亏损6548.23万元。截至2025年年末，公司累计未分配利润为-28.61亿元，净资产为-8936.26万元，资产负债率高达102.02%，审计机构出具保留意见报告，公司股票因此被实施退市风险警示（*ST）。

不单是全椒光伏项目陷入泥潭，*ST亿晶债务与诉讼压力沉重：流动负债超出流动资产2.896亿元。截至2025年年报披露日，公司累计涉及诉讼仲裁74起，总涉案金额超3亿元，其中公司作为被告的金额超2.6



*ST亿晶全椒基地

郭晨凯 制图

亿元。近期又因买卖合同纠纷被海目星起诉，涉案金额1726万元。

管理层出现动荡。4月27日公告显示，公司证券事务代表以个人原因辞职。4月28日，三名非独立董事戴苏河、霍智义、赵争良集体辞职，且不再担任任何职务。这三人均为2025年初由当时的控股股东唯之能源提名。

行业下行、亏损累累、资不抵债、产能停滞、巨额诉讼、行政追索、管理层动荡——内忧外患之下，常规自救已无力回天，破产重整或成保住上市主体的最后底牌。

“白衣骑士”是何方神圣？

在这场救援中，充当“白衣骑士”的，是投资机构宁波瑞康与光伏企业中润光能组成的联合体。

表面上看，这是一次“有钱出钱，有力出力”的优势互补——鼎一资产旗下的宁波瑞康作为核心出资方，拟出资7.19亿元拿下控制权，认购不低于3.995亿股；中润光能则作为产业协同方入股，出资1亿元认购不低于5554.94万股，双方合计认购*ST亿晶转增股份不低于4.55亿股，投资价格为1.8002元/股，投资人承诺36个月内不转让，重整后宁波瑞康将成为控股股东。

5月31日，*ST亿晶发布最新出资人权益调整方案，按每10股转增13.5股实施资本公积金转增。这意味着，转增股票数也从原来的“不低于4.55亿股”，确认为15.98亿股。新确认转增的11.43亿股中，7.93亿股由新引入的财务投资人受让，其余的约3.50亿股用于以股抵债，清偿债务。

但财务投资人受让股权的价格和用于清偿债务的股权价格均未公布。6月初，记者就定价相关问题致电*ST亿晶证券部，公司工作人员答复称：“价格暂时没有出来，相关事项仍在商讨。”

从交易定价来看，本次重整方案转增股份市场参考价取协议签署前60日均价3.60元/股，重整投资人认购价1.8002元/股，“擦边”超过监管规则中的“不低于市场参考价的50%”。此外，该参考价已是20日、60日、120日三档均价里的最低值，三档成交均价依次为3.84元/股、3.60元/股、3.86元/股。

“总体来看，就*ST亿晶当前现状而言，现有重整方案已是较优解。”一位重整机构负责人表示，*ST亿晶引入中润光能参与重整、化解债务包袱后，或可依托原有行业积累叠加新股东资源赋能，重塑经营基本面与市场口碑，远胜于资本市场单纯炒概念、套现圈钱的标的。

作为光伏行业内电池片龙头企业，中润光能似乎同样需要把握这个机会。

中润光能2023年5月递交创业板IPO申请，同年12月成功过会。但中润光能2024年一季度业绩由盈转亏，最终A股IPO折戟。A股上市失利后，中润光能转战港股市场，已二次递交且二次均期满失效，目前暂无有效上市申报。

因冲击IPO未果，市场对中润光能谋求借壳上市的猜测不绝于耳。而在业内人士看来，参与此次重整，或是中润光能在资本市场的一次“曲线布局”。上述重整机构负责人进一步表示：“中润光能入股后，可小比例分批注入资产股权，达到资本整合的目的，实现‘曲线上市’，无需刻意闯关‘借壳’。”

另一重整方宁波瑞康，是鼎一投资体系下的困境企业重整平台。公开资料显示，鼎一投资成立于2015年，聚焦困境企业并购、重整与运营管理，累计投资规模接近300亿元。

值得关注的是，如果本次重整成功落地，*ST亿晶控制权将落入宁波瑞康手中，鼎一投资实控人郑华玲也将正式“入主”*ST亿晶。

多家媒体给郑华玲贴上“80后女掌门”“知名投资人”“百亿私募掌舵者”等标签，从业履历看，她主要从事私募股权投资相关工作，先后任职九鼎投资、鼎晖投资等机构，具备基金管理、资本运作与资产盘活经验。

但记者从鼎晖投资处核实获悉，郑华玲仅在鼎晖投资有过任职经历，其如今执掌的鼎一投资，与鼎晖投资

毫无关系。

“弱弱联合”，前景几何？

“重整仅能化解表层债务与财务问题，企业长期以来的经营短板、治理缺陷及市场布局等深层积弊，难以一次性根治。”上述重整机构负责人向记者坦言，这是他操盘了许多重整案例后得出的经验。

从市场布局上看，中润光能是*ST亿晶上游，若重整落地，双方将实现上下游联动、产业协同，但仍然没有离开*ST亿晶“折戟”的光伏赛道。

在这条赛道上，*ST亿晶和中润光能属于“双弱”——各自都没有进入核心圈。这也就意味着，双方必须实现“1+1远大于2”的效果，才有望重回竞争激烈的牌桌。

从*ST亿晶方面看，有市场观点提及，其沉淀多年的海外渠道或为核心价值，但在行业内并不具备绝对优势——全球组件市场份额长期由头部企业把控。据索比光伏网统计数据，2026年一季度海外组件出货前十二名的榜单中，并无*ST亿晶的身影。

从中润光能方面看，在电池片领域，公司号称在2024年出货量排名全国第二。但据公开财报数据，A股光伏产业链公司中，至少有18家公司2024年的营收超过中润光能。更遑论一体化的四大光伏巨头——晶科能源、通威股份、隆基绿能、天合光能2024年营收均突破800亿元体量。

有业内人士向记者表示，同样受困于行业周期的中润光能自身也有高负债压力，后续资金投入、技术赋能与资源整合能力，或将受其自身财务状况制约。此外，在目前光伏行业供需态势下，*ST亿晶、中润光能现有产能能否被市场有效消化、以何种路径消化，仍是未知数。

从现行重整方案来看，*ST亿晶通过引入产业投资人合计获得8.19亿元资金；与此同时，财务投资人受让7.93亿股股份、债权人受让3.50亿股股份。公司最终债务化解总额，需待股份定价落地后确定。

从重整经验来看，*ST亿晶的“新主”郑华玲并非首次参与光伏赛道的重整。2025年6月，鼎一投资参与收购*ST金刚3.64亿元控股股东债权转让，年末顺利推动企业完成重整。但与本次全盘接手*ST亿晶控制权不同，彼时，鼎一资产仅作为财务投资人介入。

“从操盘风格来看，郑华玲具备优质项目研判能力，但实体产业运营能力偏弱。”上述重整机构负责人进一步向记者透露，光伏行业格局错综复杂，并非个人短期就能够吃透，外贸行入局的实操难度极大。

从历史案例来看，光伏行业强周期、重资本、技术迭代较快的特性，也使其成为“绞肉场”，每一轮下行周期，都伴随着多家企业的退出，甚至龙头企业的陨落。

比如，无锡尚德、江西赛维作为昔日光伏巨头，盛极一时，在行业上行周期激进扩产、高杠杆冒进，在行业下行周期陷入资金链崩塌困局。即便重整后复产，也受困于产能老旧、成本高企、技术落后等一系列因素，最终彻底掉队，被行业后起龙头远远甩开。

“在技术壁垒、市场渠道、资金实力上缺乏核心竞争力的企业，理应在本轮行业洗牌中被淘汰。”某头部光伏组件厂商高管向记者直言，“从行业层面看，市场理性性清是修复供需格局、回归行业再平衡的必然选择。”

而作为二线光伏企业，中润光能拟入局重整濒临退市、已被行业边缘化的*ST亿晶，最终只是在存量赛道内再度“内卷”。这场“弱弱联合”的资本运作，真实动机何在？产业价值几何？在业内人士看来，对于“*ST亿晶+中润光能”这类缺乏优质增量资产、仅停留在内部纾困的重整方案，法院与监管层是否会真正认可并鼓励，尚存疑问。

即便重整程序顺利落地，*ST亿晶能否重塑经营韧性和长期产业竞争力，仍需接受行业周期与市场检验的双重考验。

也有光伏圈的资深人士反问记者：*ST亿晶的总部在常州，常州有光伏龙头天合光能，为何真正的龙头不去重整身边的同行？这很值得玩味。

■ 记者观察

优化A股重整政策 整治制度套利乱象

◎记者 李五强

作为拯救困境上市公司、防范化解风险、提升资本市场资源配置效率的重要制度，破产重整正经历一场深刻的规则重构与生态重塑。从早期高比例转增、超低价入股等套利乱象频发，到如今“重产业、轻资本、强赋能”，上市公司破产重整正回归制度本源，聚焦提升上市公司质量。

回顾早期A股重整案例，虽然有盐湖股份这样涅槃重生的标杆典范，但由于高比例转增、低价入股的操作模式普遍存在，也有一些资本玩家将重整异化为套利工具。部分困境企业将重整作为规避退市的“续命工具”，重心不在主业修复，而是寄望通过债务豁免、资本转增等财务手段完成“保壳”。

据统计，2019年至2025年，A股共有90家公司完成重整，其中中银绒业、庞大集团、贵人鸟等11家公司最终仍难逃退市命运。显然，重整绝非规避退市的万能解药，脱离产业支撑的“纸面重整”，治标不治本，最终仍被清除出市场。

2024年底监管层密集出台政策，系统性重塑上市公司重整规则体系。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》，明确要求拯救具有重整价值和市场前景的上市公司，保护上市公司债权人和广大投资者的权益；要求上市公司存在的违规资金占用、违规担保等问题必须在重整前完成整改；重整投资人应当具有相应的资源和能力。

2025年3月，证监会发布《上市公司监管指引第11号——上市公司破产重整相关事项》，针对市场集中反映的套利问题划出“红线”：一是明确资本公积转增股本上限为每10股转增15股，抑制高比例转增稀释中小股东权益的问题；二是规定投资人入股价格不得低于市场参考价的50%，压缩低价入股的套利空间；三是延长股份锁定期，要求产业投资人锁定期不低于36个月、财务投资人锁定期不低于12个月，约束短期投机行为。

“新规明确将提升上市公司质量作为重整的核心目标，从制度层面抑制套利空间，遏制‘忽悠式重整’，推动重整制度回归拯救实体企业的本源。”通力律师事务所合伙人任意律师表示，规则完善后，二级市场对重整概念的过度炒作也显著降温，过高的炒作股价会抬升投资人入股成本，倒逼市场参与者回归理性。

新规实施以来，A股重整生态已出现明显改观。2025年完成重整的15家公司中，投资人入股的折扣率明显提升，财务投资人平均入股折扣率升至6.4折，过往能以“骨折价”入股的套利空间被显著压缩。与此同时，“经营方案”成为重整计划的重中之重，重整的核心目标正从过去的技术性“保壳”，转向系统性修复企业造血能力、重塑长期经营价值。

进入2026年，重整逻辑进一步向产业端倾斜，“重产业、轻资本、强赋能”成为明确的市场导向。多家进入预重整阶段的上市公司，在投资人招募公告中明确要求意向方具备相关产业背景与资源整合能力，单纯财务投资人被排除在遴选范围之外。ST赛为等公司甚至对投资人的产业领域作出精准限定，优先选择与公司主业具备协同效应的产业资本参与重整。

业内人士分析称，未来上市公司重整将更加注重企业可持续经营能力与产业协同价值，重整制度的本质从来不是为困境企业“续命”，而是通过市场化、法治化手段帮助企业恢复“造血”能力。只有回归产业本源，聚焦主业提质增效，才能真正发挥破产重整制度的价值，推动资本市场风险出清与生态优化。