

牛散先“赔钱”换取持股解禁 上市公司业绩补偿难题可以这样解

证券时报记者 曾剑

“判决容易、执行难”，是上市公司业绩承诺补偿纠纷时常面临的困境；当补偿义务人所持股份被冻结质押、资产受限，上市公司即便赢了官司，也难把钱拿回来。

奥瑞德近日的一则公告，展示了一种新解法——公司收到牛散魏巍支付的业绩补偿款5194.51万元，这笔钱不是来自原控股股东，而是来自司法变卖中接盘限售股的受让方，也就是牛散魏巍，规则是“先补票、后解禁”。

在黄河旋风身上，证券时报记者也看到了类似的解法。两起落地案例意味着：

1 先补偿、后解禁

奥瑞德的操作链条很清晰。公告显示，公司原控股股东左洪波、褚淑霞在2015年重大资产重组中作出业绩补偿承诺，义务未履行完毕，相关纠纷已经黑龙江省高级人民法院终审判决，明确按1.15元/股标准现金补偿，自2024年12月30日起加计日万分之一点七五利息。

今年7月，奥瑞德临时股东会通过业绩补偿方案：通过司法拍卖等合法途径取得二人限售股的股东，须承接业绩补偿义务，股份限售至义务履行完毕之日。随后，公司与每位受让方签订现金赔付协议，先收款、后申请解禁。

魏巍正是这一规则下的“接棒者”。他于8月17日以5551.28万元司法拍卖竞得4080万股，9月1日完成过户，9月3日足额支付补偿款5194.51万元，折合约1.27元/股，该款项预计计入年度资本公积，不影响公司营业收入与净利润。

若将竞价款与补偿款合并计算，取得这4080万股合计耗资约1.07亿元，折合约2.63元/股；按奥瑞德9月3日收盘价3.55元/股计算，对应市值约1.45亿元，账面浮盈约3738万元。在公司同意解除限售条件后，魏巍只需根据相关规定锁定六个月即可。

魏巍不是第一位牛散付款者。张逸

上市公司在处理业绩补偿纠纷时，找到了一条能落袋的路径。

一位沪市上市公司董秘对记者表示，通过这种模式，上市公司找到了解决业绩补偿纠纷的现实手段——以生效判决固定补偿标准，以股东会方案确立承接规则，以“先收款、后解禁”完成回款闭环。如果这种方式逐渐推广，或有望打破一些并购项目不达预期而形成的业绩补偿僵局。

需要指出的是，这条路径并非对所有接盘者都灵验，它更像一把“特制钥匙”，主要对财务投资人有效；面对不算短期变现的资本方，或许就不那么灵了。

君、景启均于8月6日缴款8837.50万元。上市公司随即在8月中旬宣布，二者所持6972万股股份已满足公司业绩补偿方案中有关限售股解除限售手续的条件。同样，两位投资人也无法立即变现，根据《上市公司股东减持股份管理暂行办法》规定，其在受让后六个月内不得减持其所受让的股份。

此前，左洪波、褚淑霞原合计应补偿约3.91亿股。在上述投资人“代”为支付部分补偿后，其应补偿的股份降至约2.8亿股。

黄河旋风验证了这种模式可以复制。公司2015年收购上海明匠智能，原股东承诺2015年至2017年扣非净利分别不低于3000万元、3900万元、5070万元，业绩落空后原股东股份质押、无力按协议回购注销，公司2019年底将原股东陈俊、沈善俊、姜圆圆等诉至许昌中院。此后原股东名下股份陆续被司法拍卖，公司在业绩补偿义务履行完毕前，不为拍卖标的办理解禁。

此后，国元证券受让姜圆圆所持694.29万股黄河旋风股份，履行补偿义务并返还分红后，股份于今年7月31日解禁；张浩敏受让沈善俊所持108万股，足额支付补偿款470.88万元及分红返还6万元后，股份于8月28日解禁。

2 诸多业绩补偿难到位

目前，上市公司的业绩追偿之路，经常被卡在执行环节。

例如，精研科技收购安特信后，原股东按约定应补偿约4.6亿元，公司二审胜诉，但多年追偿仍回款较为缓慢。除9000万元以未付交易款冲抵，以及2022年收回710万元，法院执行扣划仅26.56万元。2026年以来，公司陆续到账766万元。

亚太药业拿到2.56亿元补偿金及违约金的判决，申请执行后长期没有回款；勤上股份起诉公司收购龙文教育的10名业绩补偿义务人，判决2023年生效，8人已履行完毕，但杨勇仍欠约8208万股股份和7889万元现金，龙文环球仍欠现金约1.18亿元。

还有鹏欣资源起诉实控人姜照柏等，索要现金补偿逾4亿元及补偿股份2.2亿股。公司2026年半年报显示，截至4月1日，法院组织了开庭，进行证据交换。

整体来看，起诉是上市公司的常规动作，判决也多半能胜诉，但义务人股份被多轮冻结质押后，因公司只是众多债权人之一，回款最终取决于义务人的偿付能力。

司法拍卖则制造了一个新窗口——股份换手后，新持有人若想变现流通，就必须完成股份上附着的补偿义务。

香山股份跨界算力赛道 拟收购武珞智慧100%股权

证券时报记者 梅双

香山股份(002870)重组预案出炉，公司股票将于9月15日(周二)开市起复牌。

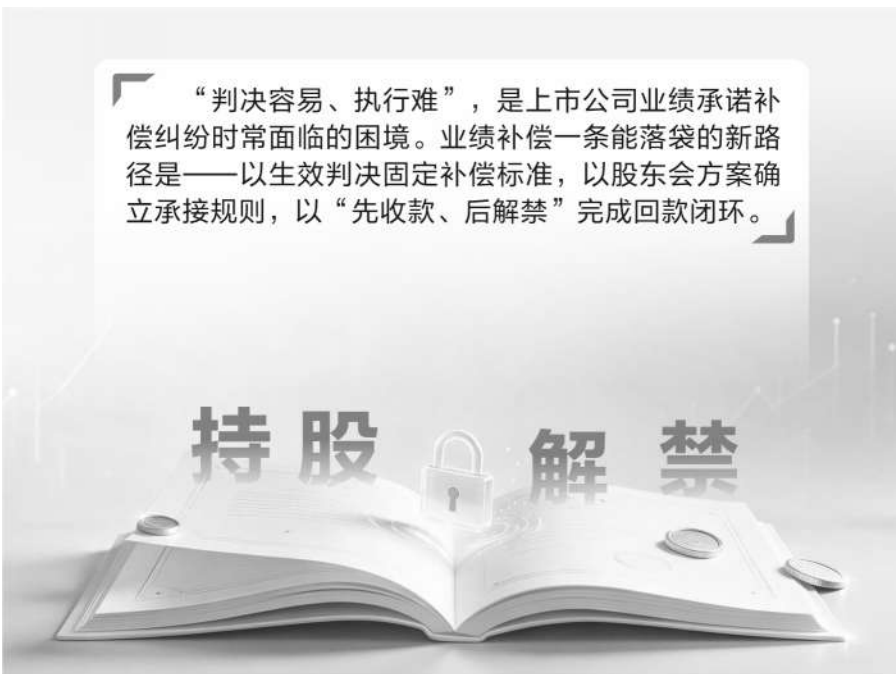
9月14日晚间，香山股份公告称，公司拟向宁波亘曦、浙江秦桐、智森芯合、温州群宏、瑞晟智能、王凌发行股份及支付现金购买其合计持有的浙江武珞智慧城市技术有限公司(以下简称“武珞智慧”)100%股权，并募集配套资金。截至预案签署日，标的资产的审计、评估工作尚未完成，标的资产的评估值及交易价格尚未最终确定。经各方友好协商，各方同意并确认，交易总价暂定8亿元。

武珞智慧成立时间为2021年9月17

日，法定代表人为陈承海，注册资本1600万元。香山股份公告显示，标的公司为人工智能(AI)算力领域软硬件一体化解决方案服务商，产品涵盖算力加速卡、AI服务器、存算一体机及算力集群。2025年末，标的公司宁波智能制造基地及研发实验室建成投产，由此完成从贸易经销向研发生产制造的关键转型。

香山股份主要从事汽车零部件等产品的研发、生产与销售业务。香山股份表示，本次交易完成后，公司业务将拓展至AI算力整体解决方案领域，积极开展AI算力设备、行业智能体应用、热管理方向的技术研究与前瞻布局，持续推进新技术、新产品的开发落地。

另外，上市公司将进一步发挥自身精密制造、质量体系与规模化供应链方面的优势，助力标的公司主要产品和技术在新能源汽车、充电桩及储能业务等下游应用场景的横向拓展，进一步丰富上市公司业务结构、培育新的业绩增长点。



图片来源:AI生成

3 只对“想卖的人”有效

不过，“买单者”的身份值得注意。魏巍是A股知名的牛散，张逸君、景启是以二级市场交易为主的个人投资者，国元证券则是金融机构。他们的共同点是买股动机在于追求价差，解禁是刚需。正因如此，“解除股份限售”才更具有吸引力。

对这类财务投资人而言，业绩补偿款本质上是一笔“流动性过路费”。只要整体有浮盈，缴款解禁就是划算的交易。魏巍愿意花约1.07亿元“补票”，或许正是因为拍得的股份对应市值约1.45亿元。

迅游科技是反面案例。今年1月，海运天及其一致行动人海行天合计耗资约2.52亿元取得1544.06万股迅游科技股份有限公司(占总股本7.60%)。海运天背后是数字营销公司博拉网络的关联资本，举牌后曾表示不排除继续增持。海运天通过司法拍卖受让的股份来自迅游科技原股东天成投资、天宇投资。因未达业绩承诺，天成投资、天宇投资需合计补偿上市公司

744.41万股并返还分红26.05万元。

起初，迅游科技发函协商，海运天回函称需时间核实；协商未果后，上市公司今年2月向达州仲裁委申请仲裁，要求海运天交付744.41万股由公司注销，海运天则提出反请求。但双方的纠纷至今未决。

神雾节能则是“无人接盘”型：神雾集团名下3300万股限售股因2016年重组注入资产作出业绩承诺且未履行完毕，公司两次提示买受人须按比例承接补偿义务，但今年7月、8月两次司法拍卖均流拍。

福石控股与东方证券诉讼一案，则恰好界定了这套手段的法律支点：上海金融法院终审认定，东方证券受让股份中，与未履行业绩补偿义务对应的1105.27万股仍应限售，其余1981.02万股应予解禁；受让方虽无需承继原股东的业绩补偿义务，但无权要求解除与未履行业绩承诺对应部分的限售。

4 规则先行优于事后追讨

上述上市公司董秘对记者表示，要让这套模式行之有效，关键是甄别受让方类型，再分层使用“筹码”。对财务投资人，解禁股份是刚需，上市公司应把承接方案前置，在司法处置启动前形成股东会决议，明确“受让方按比例承接、股份限售至补偿义务履行完毕、先收款后解禁”，并与竞买人签订现金赔付协议。

从实际操作来看，奥瑞德正是在股份变卖前先后完成董事会和临时股东会程序，魏巍等人过户后即按约缴款，双方无争议。

迅游科技则是在海运天完成过户、举牌之后才发函协商，属“事后博弈”，最终不得不诉诸仲裁。

■ 香山股份新业务有亮点。上半年新能源业务收入同比增长50.40%，空气管理系统斩获多家海外头部豪华车企新项目订单；公司还推出全栈自研机器人电子皮肤系列产品，并加快智能清洗系统的产品创新与产业化进程。

香山股份公告显示，本次交易完成后，公司将在现有汽车零部件业务基础上新增AI算力设备业务，形成“汽车零部件+AI算力”双轮驱动格局。交易对方承

诺标的公司2027—2029年扣非净利润累计不低于4亿元。

据香山股份2026年半年报，公司上半年实现营业收入24.02亿元，同比下降18.23%；归母净利润为-0.12亿元，同比由盈转亏。

对于业绩承压的原因，公司表示，一方面受乘用车市场下滑、全球豪华车市场走弱及新能源汽车价格竞争加剧影响，公司汽车零部件收入下降4.28%；另一方面，当期产生0.28亿元汇兑损失；此外，公司于2025年末剥离了成长空间有限且战略协同性较弱的衡器业务，短期导致整体收入与利润减少。

不过，香山股份新业务也有亮点。半年报显示，报告期内，香山股份新能源业务收入同比增长50.40%，空气管理系统斩获多家海外头部豪华车企新项目订单；公司还推出全栈自研机器人电子皮肤系列产品，并加快智能清洗系统的产品创新与产业化进程。

楼市“8·28”新政落地半个月，A股市场地产板块迎来首单再融资项目。

今年8月底，证监会发布的《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》提到，支持上市房地产开发企业综合运用股份、定向可转债、现金等工具收购涉房资产，其中发行股份、定向可转债购买资产的，可以募集配套资金，并用于符合政策要求的房地产项目和支付本次重组交易对价等。近日，保利发展(600048)披露50亿元定向可转债募集说明书，成为此次房地产新政落地后，A股地产上市公司中首家启动再融资的上市房企。

业内人士表示，本次发行落地，标志着新政倡导的项目制融资从政策纲领迈入实操阶段，同时为行业搭建起合规、低成本的中长期资金金融渠道，树立了行业标杆样本。

房企融资新宠

根据公告，保利发展本次拟发行定向可转债，募资总额上限50亿元，债券期限6年，票面利率与转股价格尚未最终确定。公司早在2025年5月已落地85亿元定向可转债项目，全部用于15个地产项目建设，本次为公司再次加码该融资工具。

定向可转债是上市公司向特定对象非公开发行、可在约定期限内按约定条件转换为公司股票的特殊债券。

实际上，在保利发展公布此次定向可转债发行方案之前，华发股份等地产公司也曾发行定向可转债，用于房地产项目建设。

对于定向可转债在地产行业的快速普及，黑崎资本研究所所长贾小龙向证券时报记者表示，该工具独特的“股债两栖”属性适配房企长期发展需求，保利发展此前85亿元项目已验证这一融资路径的可行性。

数据显示，保利发展本次募资投向的9个住宅项目，总投资约222.21亿元，预计实现销售收入243.27亿元、净利润14.85亿元。贾小龙表示，从保利发展的项目预算来看，公司此次募资投向的9个项目将实现资金投入与收益的闭环。定向可转债长达6年的融资期限，适配新政后现房销售模式拉长的项目开发周期，解决了传统短期债券滚动续期、期限错配的行业痛点。

保利发展表示，本次募集资金投资项目具有良好的市场发展前景与经济效益。本次发行完成后，公司筹资活动现金流入将有所增加，有效缓解业务发展带来的现金需求压力。

优美利投资总经理贺金龙分析，在当前的地产行业周期下，定向可转债相较传统融资工具成本优势显著，且交易结构设计灵活。对于投资方而言，该工具风险收益平衡特性突出：股价下行时，持有人可依托债券属性锁定本息收益，规避市场波动风险；股价上行时，可通过转股享受股权增值红利，适配性较强。

“项目制融资”成新趋势

保利发展、华发股份等公司发行的定向可转债，募资金用途均聚焦实体项目开发，体现了当前地产行业项目制融资的新趋势。

楼市新政统一将商品房预售门槛提升至主体结构封顶，同步推行现房销售制度，直接拉长房企项目开发周期，提高项目自有资金投入比例，资金压力从终端购房者向上游开发企业传导。对于在建、预售比例偏低的项目而言，足额、及时的建设资金，是保障按期交付、修复市场信心的重要支撑。

中指研究院企业研究总监刘水向证券时报记者表示，楼市新政核心从“集团信用”转向“项目制”融资监管，融资重心由集团主体信用转向项目端。项目资金封闭监管，回款进专户、专款专用、交付前严禁抽调。新政后房企经营进入“高资本金沉淀、慢现金流回流”的新阶段，单一项目自有资金占用显著抬升，周期大幅拉长，集团层面资金或会期限错配、统筹灵活调配受限，项目与集团现金流管理逻辑均需重塑。

“过去，金融机构主要评估一家房企集团的整体资质和整体信用；现在，融资评估要下沉并转移到单个项目本身。”上海易居房地产研究院副院长严跃进在接受记者采访时说。

在严跃进看来，以前的评估很大程度上会看房企的规模、评级和股东背景；项目制融资下，资金投放则要看项目手续的完备性、资本金到位情况、现金流平衡能力，更多地关注房地产实际项目以及周边市场和销售市场的情况。

助力行业平稳发展

在本轮楼市新政中，有力有序推行商品房现房销售制度，也将考验房企的经营能力。

中指研究院认为，从房企成本端来看，政策层面已同步配套推出优化土地出让价款缴纳方式、加大融资支持力度等政策措施，预计将缓解、对冲房企转向现房销售面临的资金成本上升压力。

有业内人士表示，保利发展这次可转债的发行，本身就体现了“项目制融资”的新导向。所有募集资金都用于“保交楼”，与现房销售的新政形成呼应。短期看，资本市场工具能够缓解房企阶段性资金压力；长远来看，以项目信用为核心的融资新机制、完善的资产盘活渠道、闭环的监管体系，将共同推动房地产业逐步告别高负债、高周转的旧发展路径，转向租购并举、存量运营、品质开发的新赛道。

对于房企而言，销售回款依旧是非常重要的资金来源。多家机构监测数据显示，楼市新政的红利正持续向市场端传导，置换链条逐步打通，改善型需求加速入场，为“金九银十”行情奠定基础。

中指研究院指数研究部总经理曹晶晶指出，目前正值楼市“金九银十”旺季，房企推盘预计将保持一定规模。二手房方面，重点城市成交量有望保持一定活跃度，“以旧换新”等政策或进一步疏通置换链条，短期房价预计延续小幅波动态势。

楼市新政后上市房企首单再融资 保利发展拟发行五十亿元定向可转债

证券时报记者 王军 吴家明



上市公司资讯第一平台