

# 风险提示缺失 江泉实业重组失败病根早埋下

证券时报记者 余胜良

去年9月推出重组草案后,江泉实业(600212)一直谋划置入唯美度。但风云突变,江泉实业今年2月3日向证监会申请撤回相关申报材料,昨日宣布重组失败并复牌,公司股价牢牢封死跌停板。

实际上,在江泉实业申请撤回申报材料之前,重组失败的风险就已酝酿,但江泉实业却一直没有公之于众,唯美度股东约定的利润补偿协议设有前置条件,但投资者却未获风险提示,也没有采取风险防范措施,江泉实业董事会、财务顾问均应为此负责。

另外,江泉实业停牌前下跌7.62%,疑似信息泄露。昨日一字跌停,更使投资者损失惨重。

## 风险提示缺失

去年9月12日江泉实业公布重组草案,唯美度100%股权拟作价16.02亿元置入江泉实业,江泉实业除对华宇铝业长期股权投资外的全部资产和全部负债作价6.73亿元拟置出。9.29亿元的差额由江泉实业通过发行股份的方式支付。

今年1月13日,江泉实业公告重大资产重组相关盈利预测补偿协议的补充协议,协议约定陈光、刘东辉、张峰、毛芳亮、上海新北股权投资合伙企业(有限合伙)、成都汉易天成投资中心(有限合伙)对2015年至2017年重组标的资产实际净利润和预测净利润的差额予以补足。

该份补充协议引发股东较大争议。1月31日,江泉实业接到通知,重组方因部分股东对盈利补偿协议提出异议,要求暂时撤回申报材料。江泉实业认为此要求不妥当,无法满足其提出的要求,开始并未同意,并与其进行了连续沟通。话虽如此,不久后的2月2日,江泉实业董事会却通过了撤回申请材料的决议。

据江泉实业公告,公司2月15日收到了唯美度发来的书面终止函,公司感到无法理解,公司就相关条款与主要交易对方进行讨论,出现了较大分歧,期间公司继续与有关各方努力沟通,努力寻求重组事项出现转机。2月27日,公司鉴于重组方明确提出终止重组,无法取得共识,公司及时向监管部门汇报沟通后,决定终止此次重大资产重组。

实际上,早在江泉实业2月3日申请撤回重组材料前,导致重组失败的病根就已埋下。



■记者观察 | Observation

## 借壳前突击入股 私募风险也很大

证券时报记者 余胜良

重组失败对参与各方而言是满盘皆输,内幕交易的各方神仙除外。江泉实业重组失败的案例中,临时突击入股的两个投资者导致了重组流产,主要是因为2014年7月,唯美度国际将其所持的所有唯美度21.0624%股权,分别转让给上海新北13.2913%、成都汉易2.56%、张峰0.3544%和毛芳亮4.8567%,对应每股出资价格为人民币27.47元,对应股份数为814.54万股,总价为2.24亿元。据此推算,唯美度的估值为10.62亿元。

而唯美度注入江泉实业的估值为16亿元,唯美度如果借壳江泉实业成功,上述四位突击入股者持有江泉实业的股份为5723.12万股,按照增发价3.42元/股计算,持有市值为1.96亿元。

单看这个,四位突击入股者做了赔本买卖,持有江泉实业的市值反而比入股唯美度还低,部分股东不愿意承担利润补偿协议,原因之一即是入股唯美度价格和评估值差不多。

让人疑惑的是,按照上述算法,四股入股唯美度的价格明明是10.62亿元,唯美度注入江泉实业的估值是16亿元,为何四位突击入股者持股市值不增反降?

答案还是在江泉实业的重组协议中,江泉实业拟置出资产为公司拥有的除对华宇铝业长期股权投资外的全部资产和全部负债,拟置出资产作价为6.73亿元;拟置入资产为唯美度100%股权。

也就是说,唯美度股东要背负江泉实业置出资产的成本,至于这些股东拿置出资产怎么办,记者没有看到相关协议中看到。记者之前曾采访过一位资本市场掮客,他称对借壳方而言,成本之一就是置出资产,借壳方要买了置出资产之后曲线还给大股东,这是行业规矩。

四股突击入股唯美度之时,

唯美度注入上市公司的可能性已经非常大,江泉实业6月份停牌筹划注入事项,唯美度国际转让股权只是为解决唯美度国际作为外资股东参与重组的问题,为重组扫清障碍。

这也是入股价格比较高的原因,2011年12月达晨创世、达晨盛世、苏州松禾收购唯美度9.3023%股权,之后在2014年年初又进行增资,总共获得唯美度473.36万股,共花费了8077万元,入股价格为17.06元/股,比毛芳亮等股东入股成本低不少。达晨创世等入股按照唯美度2013年净利润计算是14倍市盈率,也显示私募寻找便宜的标的已很困难。

当然,PE入股借壳上市标的更看重股价增长。例如唯美度借壳方案公布后,江泉实业自停牌前的3.5元最高涨至11.88元/股,1月末收盘价为9.09元/股。按照9.09元计算,毛芳亮等股东持股市值也达到5.2亿元,盈利近3亿元。但问题出在限售1年且附有利润补偿义务上。

假若借壳完成,江泉实业总股本为7.84亿股,按照每股价格9元计算,也有超过70亿元市值,对应2015年盈利预测50倍的市盈率,较为不易,届时股价若变动,毛芳亮等盈利就有风险。

根据《盈利预测补偿协议》,如此次交易在2015年内完成,拟置入资产2015年、2016年及2017年扣非后净利润分别不低于1.5亿元、1.84亿元和2.16亿元。如果不能完成上述承诺,将按照盈利预测补偿协议进行补偿。

由业绩补偿可见,唯美度2015年后三年的净利润要超过2011~2013年营业收入,无疑有一定难度。而根据补充协议,与唯美度共担风险的股东还少了几个。

借壳方案设置中借壳一方成本较高,入股价格高而承担责任多,应该就是毛芳亮等宁愿失信也要舍弃账面利润的原因。

得唯美度的股权价格与此价格基本一致。因此在首次申报到证监会时,上海新北和毛芳亮未参与盈利预测补偿,同时其他PE机构也未参与盈利预测补偿。

但根据补充协议,股东都要承担盈利补偿义务。同时,上海新北和毛芳亮原来预计重组后取得江泉实业股权的锁定期为3年,由于重组时间延长,持有唯美度股权时间超过1年,重组后获得江泉实业股权的锁定期只有12个月,但根据补充协议,除实际控制人外其他股东需锁定12个月,但其只承担1年的盈利预测补偿义务。上海新北和毛芳亮认为,在这种情况下要求其承担全部补偿义务不合理。

因此,上海新北和毛芳亮推翻了协议。分析人士称,此举背后也许是对唯美度业绩不放心,如果业绩不能达标,就意味着上海新北和毛芳亮要付出与股权不对等的补偿义务,而如果业绩不达标,也就很难支撑起股价,收益无法锁定。

上交所向江泉实业发了监管函,要求解释唯美度业绩是否出现变化,也要求提供是否可以追究导致重组失败者的责任。

江泉实业表示,与唯美度管理层进行了沟通,由于此次重组标的资产2014年度审计工作尚未完成,目前尚无法确认2014年度盈利预测是否完成,未发现

导致标的资产盈利能力发生重大变化的情形。

财务顾问齐鲁证券解释,《重组协议》生效的条件包括各方盖章、各方股东大会通过、证监会批准等,各方签署的附条件生效的协议尚未生效,《重组报告书》中未单独披露交易对方违约的风险。

江泉实业公告,鉴于公司重组方对重组相关协议的签署缺乏谨慎的态度,致使公司重大资产重组事宜受到重大影响,公司保留采取进一步措施的权利。但根据财务顾问的核查,将无法追究责任。

上海新北和毛芳亮前后不一,重组协议和利润补偿协议的签署未考虑和约束违约责任。

财务顾问和上市公司在筹划重组方案时应当充分考虑相关风险,设置违约条款,保护投资者利益,这样重组失败就可以追究各方责任并进行补偿,否则重组就没有约束力。

此外,值得注意的是,2014年9月12日,江泉实业公布重组预案并复牌后,股价从3.5元/股最高涨至11.88元/股,而1月30日停牌前跌幅为7.62%,成交量明显放大。

# 安彩高科剥离不良资产 募资收购中原天然气55%股权

停牌已3月之久的安彩高科(600207)于昨日晚间发布了一系列重大公告,一方面通过资产置换的方式,将连续多年严重亏损的浮法玻璃业务剥离出上市公司,并获得大股东河南投资集团持有的位于公司厂区内458亩工业用地使用权;另一方面,通过非公开发募资资金不超过6.85亿元,其中4.8亿元用于收购中原天然气公司55%的股权,其余1.85亿元用于补充流动资金;数日之前,安彩高科还公告了拟投资不超过3000万元收购海川电子玻璃20%股权,进入超薄玻璃领域。

分析公司近期一系列的资本动作,安彩高科未来发展的战略意图已非常清晰。先是剥离亏损严重的浮法玻璃业务,甩掉最大的包袱“包袱”;然后通过收购盈利稳定的中原天然气控股权,继续做大做强天然气板块,夯实公司的盈利基础;与此同时,公司还将继续发展目前增长强劲的光伏玻璃业务,并在条件成熟时寻求突破;另外,通过投资进入前景广阔的超薄玻璃领域,为公司的未来开启更广阔的发展空间。

## 亏损资产换土地 卸下最大包袱“包袱”

依据安彩高科昨晚发布的资产置换及相关关联交易公告的内容。为增强上市公司的盈利能力,推进公司与控股股东河南投资集团之间的关于土地等资产的历史遗留问题的解决,在控股股

东的支持下,安彩高科拟将其持有的主要从事浮法玻璃业务的子公司河南安彩太阳能玻璃有限责任公司(以下简称安彩太阳能)100%股权及对安彩太阳能部分债权与河南投资集团持有的位于公司厂区内,由公司使用的工业用地使用权进行置换。资产置换完成后,安彩太阳能将其浮法业务及相关经营性资产托管给安彩高科,安彩高科可根据托管资产的利润完成情况收取相应的托管费。

在置入置出资产对价方面,本次置入的458亩的工业用地使用权预估值为24733万元,但最终价格还要以评估结果及双方协商确定;由于连续巨额亏损且在短期扭亏无望,本次置出的安彩太阳能100%股权的预估值为-8900万元,置出价格拟定为1元;除安彩太阳能100%股权外,本次置出的资产还有上市公司对安彩太阳能的部分债权,该部分债权账面价值预计为24733万元,与拟置入的工业用地使用权预估值相等。

有分析人士认为,此次资产置换最重要的意义在于卸掉了压在安彩高科肩上的最大包袱“包袱”。过去几年,安彩高科的营业利润一直亏损,依靠政府补贴才艰难保壳,而此次拟置出的子公司安彩太阳能一直都是亏损大户。

近年来,安彩太阳能主营的浮法玻璃市场整体产能过剩,同质化竞争激烈,面临着较为严峻的困难局面,导致该子公司亏损持续恶化,预计未来仍然有可能出现亏损甚至严重亏损。公告显示,安彩太阳能2012年~2014年度的

净利润分别为-9001.50万元、-7104.10万元及-21149.53万元,对上市公司的整体业绩拖累明显。此次将安彩太阳能置换给大股东,不仅能大幅减轻上市公司的亏损压力,还能使公司获得458亩工业用地的土地使用权,可以说是“一箭双雕”。

实际上,在浮法玻璃市场不景气的大背景下,上市公司剥离浮法玻璃资产似乎已经成为趋势。洛阳玻璃(600876)近期也发布公告,拟将普通浮法玻璃资产整体剥离出上市公司,取而代之的是发展前景更好的超薄玻璃基板业务。

## 控股中原天然气 继续做强天然气板块

依据安彩高科昨日晚间公告的非公开发行预案,公司拟以不低于4.75元/股的价格,向不超过十名特定对象发行不超过144,210,526股,募集资金不超过6.85亿元,其中其中4.8亿元用于购买中美国杰司瑞及鹤壁华业持有的中原天然气55%的股权。

资料显示,安彩高科此次拟增发收购的中原天然气公司主要从事城市燃气销售、燃气管道安装业务及燃气专用管道的输配业务。截至2014年12月31日,中原天然气的总资产和净资产分别为2.75亿元和1.35亿元,2014年度实现的营业收入和归属于母公司股东的净利润分别为3.39亿元和0.53亿元。考虑到燃气行业盈利稳定的特性,预计此次收购完成后,中原天然气将成为上市公司稳定的利

润来源。实际上,燃气业务对安彩高科来说并不陌生,可以说燃气业务目前也是公司最重要的业务板块之一。公司控股的河南安彩能源股份有限公司主要经营管理西气东输豫北支线管道运输业务,今年上半年实现销售收入5.11亿元,净利润0.22亿元,该资产一直以来都是上市公司最稳定、最主要的利润贡献板块之一。

目前,安彩高科已经把燃气业务放在了非常重要的战略位置,公司的“十二五”规划也明确提出做大做强燃气主业,而对中原天然气的收购则是公司实现上述战略目标的重要一环。

有业内人士分析,收购中原天然气对安彩高科来说至少存在以下几个方面的积极意义:第一,可以扩大安彩高科天然气业务的版图,增强公司天然气业务的产业链条优势和各方面的竞争力,提升盈利能力,推动公司战略转型;第二,中原天然气与上市公司原有的天然气业务在业务范围和开展地域方面具有较好的协同互补效应,此项收购将有助公司在城市燃气方面得到有效拓展,并能加强与公司经营的豫北支线的业务地域协同;第三,此次收购完成后,安彩高科和河南省中原石油天然气开发有限公司将分别为中原天然气的第一大(65%)和第二大(45%)股东,而河南省中原石油天然气公司主要经营对石油天然气建设工程的投资,拥有大规模的天然气城市管网及长输管线,今后安彩高科完全可以以中原

天然气为纽带,加强与河南省中原石油天然气公司在业务和技术方面的合作,进一步增强公司在天然气业务领域的实力。

## 发力超薄玻璃 打开未来成长空间

安彩高科目前的玻璃业务包括浮法玻璃和光伏玻璃两块。虽然公司拟通过资产置换剥离浮法玻璃业务,但并不意味安彩高科将完全退出玻璃产业,相反公司还会继续重视光伏玻璃业务的发展。

一方面,中国的光伏产业已经开始复苏,光伏玻璃的行业前景依然看好,这也体现在了安彩高科的财务数据中,2014年上半年,公司光伏玻璃板块实现营收3.72亿元,同比增长近50%,复苏迹象非常明显;另一方面,目前的政策正在鼓励火力发电企业发展清洁能源发电项目,同属河南省投资集团旗下的兄弟公司豫能控股属于河南省大型火力发电企业,未来或有望涉足光伏发电,这或能为安彩高科的光伏玻璃业务带来新的发展机遇。

更加值得关注的是,安彩高科还在发力技术含量更高,市场前景更为广阔的超薄玻璃领域。根据日前发布的对外投资公告,公司拟投资不超过3000万元收购海川电子玻璃20%股权。资料显示,海川玻璃主要从事超薄玻璃的研发、生产和销售,是国内少数能够大规模生产0.33mm、0.4mm等规格的超薄电子玻璃的企业之一。

安彩高科认为,公司本次对海川电子玻璃20%股权的收购以及相关后续安排,有利于公司迅速进入技术含量高、市场需求大及产品附加值高的超薄电子玻璃业务领域,实现公司对超薄电子玻璃产品领域业务布局的突破,提升公司的核心竞争力,为后续替代进口和抢占市场赢得先机。

据了解,0.33mm、0.4mm等规格的超薄电子玻璃由于技术壁垒较高,前几年以进口为主。实际上,目前国内总共也只有三条生产线,其中洛阳玻璃有两条,海川玻璃一条。伴随着信息时代的到来和科学技术的不断发展,超薄玻璃已经成为平板显示设备、触控设备等产品的基本部件和关键性的基础材料,市场空间极为广阔。

值得一提的是,海川超薄玻璃的核心技术团队在超薄玻璃领域有着多年的研发经验,公司技术研发核心王永欣参与过的电子玻璃项目研发项目曾获得过国家科学技术进步一等奖,而王永欣正是该项目的核心研发成员。以海川玻璃技术团队在超薄玻璃领域的研发实力,未来或有可能在技术含量更高的触摸屏玻璃领域展开研发。

关于安彩高科今后的发展,有市场分析人士认为,剥离亏损严重的浮法玻璃业务后又收购盈利稳定的中原天然气55%的股权,再考虑到公司光伏玻璃业务销售的强劲增长,安彩高科可能在2015年实现盈利。而通过对外投资进入前景广阔的超薄玻璃领域,则使上市公司未来的发展充满了想象空间。

(怀新投资)(CIS)