88页内容回复证监会反馈意见

九鼎投资否认规避监管借壳上市

证券时报记者 杨苏

九鼎系资本大棋布局正酣之时，证监会却对九鼎投资（600053）有关非公开发行事宜的多项问题提出反馈意见。今日，九鼎投资披露对上述反馈意见的回复，内容多达88页。在回复中，九鼎投资否认存在规避监管的情形和构成借壳上市，并称此次非公开发行认购资金来源符合法规。

当前，市场监管日趋规范，监管部门对于设计精巧的发行方案投入了更多的注意力，问询意见及回复也成为方案推进的重要标尺。此前，光启系借龙生股份非公开发行的方案，也被证监会提出反馈意见之后中止审核。

是否规避监管？

证监会提出的首要内容是，九鼎投资近期的交易安排是否存在规避监管的情形。

2015年5月，九鼎集团取得中江集团100%股权，从而获得了上市公司中江地产的控制权。2015年9月，九鼎投资以约9亿元现金购买九鼎集团及其子公司拉萨昆吾持有的昆吾九鼎100%股权，从而实现私募股权投资业务注入上市公司。两个月后，九鼎投资公布非公开发行预案，拟向九鼎集团、拉萨昆吾及中江定增1号募集资金120亿元，前两者认购不超过115.6亿元，然后将实施私募股权投资及“小巨人”计划。

证监会要求九鼎投资详细说明，采用先现金收购大股东资产，再向大股东发行股份募集资金而未采用发行股份购买资产并募集配套资金的形式完成资产收购及募集资金的实际原因，并说明上述交易安排是否存在规避监管的情形。

九鼎投资否认存在规避监管的情形，其表示，公司重大资产购买（现金收购大股东资产）和非公开发行（向大股东等特定对象发行股份募集资金），两者虽“同时筹划、同时审议”，但却是“互为独立、分步实施”。

九鼎投资还分析，发行股份购买资产并募集配套资金的规模较为有限，不能满足资金需求。以及重大资产购买的资金来源与此次非公开发行募集资金没有关系。

证监会进一步提问，前述资产购买及本次增资行为本质上是否已构成私募股权投资业务的借壳上市，相关交易安排是否符合《上市公司重大资产重组管理办法》中金融类企业借壳上市的相关规定。对此，九鼎投资均进行了否认，并表示，募集资金主要投向未上市企业的股权。

关注资金来源与投向

九鼎集团的资金来源与投向，也是证监会关注的核心内容。

九鼎投资的实际控制人九鼎集团为新三板挂牌企业，2015年5月公告募资100亿元，并于11月完成募集；2015年11月，九鼎投资发布非公开发行预案，九鼎集团及其子公司拉萨昆吾计划认购不超过115.6亿元。证监会要求九鼎投资核查九鼎集团的资金运用与前次募资的信息披露内容是否一致，资金用途是否符合相关法规规定。对此，九鼎投资方面均给出了肯定的答复。

对于资金投向，证监会要求九鼎投资披露私募股权投资管理业务的具体信息，并与国外可比公司进行比较。九鼎投资选择了在纳斯达克上市的凯雷集团、香港上市的惠理集团以及纽交所上市的黑石集团进行比较。

九鼎投资表示，凯雷集团与惠理集团均未详细披露基金和项目的具体信息，黑石集团则用40页重点分析、披露了黑石集团业务结构、在管基金类型、PE基金项目情况等。

对于自身业务，九鼎投资披露，作为一家私募股权投资管理机构，拥有不同于一般实体企业和其他类型金融企业的商业模式，可以总结为“融、投、管、退”四个主要阶段。

对于证监会提出的“进一步说明‘小巨人’计划具体内容”的要求，九鼎投资用了一页半内容进行回复。九鼎投资称，该计划主要是由昆吾九鼎和优秀专业人士及其团队共同出资设立投资管理机构，开展某一项或几项具体细分领域的投资管理业务。

地方国资改革再出新动作 老白干酒实控人变为工信局

证券时报记者 李雪峰

在中远、中冶等央企密集启动国资改革的同时，部分地方国资改革紧随其后，已出现实质性动作。日前，老白干酒（600559）披露，公司实际控制人将由衡水国资委变更为衡水工业和信息化局（下称“衡水工信局”），即衡水工信局取代衡水国资委履行出资人权利。

老白干酒系衡水国资系统唯一一家A股上市公司，衡水国资委通过全资管辖的衡水老白干集团持有老白干酒36.11%股权。

证券时报·莲花财经（ID:lianhuacaijing）记者注意到，老白干酒此番变更实际控制人较为突然，此前并未发布任何有关信息。不过，去年9月上旬，衡水市政府办公室曾发布《关于印发衡水市工业和信息化局主要职责内设机构和人员编制规定的通知》，其中明确提及将衡水国资委“有关企业出资人的职责”划入衡水工信局，由工信局代表衡水市政府对所监管和代管企业依法享有资产收益、参与重大决策、选择管理者等出资人权利，承担所监管和代管企业国有和集体资产保值增值职责。

换言之，包括老白干酒在内，衡水此前隶属于国资委管辖的国资企业将划归衡水工信局管辖。对于这样的安排，河北及衡水方面的表述是，“简政放权、放管结合、优化服务”。

目前，老白干酒是衡水国资系统最为优质的资产，不过衡水国资委对老白干酒日常经营并无过多干涉，公司高管团队主要源自内部培养，多年来形成了稳定的管理团队。相关分析认为，实际控制人从衡水国资委变更为衡水工信局，并不会直接对老白干酒及其关联企业产生明显的影响，但会对衡水国资委及工信局的管辖权形成较大的影响。

据了解，工信局或相关单位取代国资委监管国有上市公司在近年来极为罕见，目前A股众多国企中，实际控制人为国务院国资委或地方国资委的公司占绝大多数，仅有一部分国企实际控制人为财政部、教育部或地方财政局、经贸局等单位，国资委及其控制的国资平台以各种形式直接或间接控制国有上市公司。

近来，不少地方国资委还不断收拢作为出资人的职权，强化监管职能。部分地方国资委也曾尝试围绕出资人职权进行国企改革。

此外，包括众多央企在内的国有上市公司通过资产重组、股权无偿划转等方式缩短了国资委与上市公司之间的控股链条，客观上强化了国资委的出资人职权。

相对于上述处理方式，老白干酒实际控制人变更为衡水工信局则是另外一种形式的国资改革，并且并不以改变老白干酒国有属性为前提。

两家公司发布股权激励计划

今日，上风高科（000967）和东杰智能（300486）双双披露了股权激励计划。

根据上风高科的方案，公司拟向64名激励对象授予的股票期权总量为544万份，约占公司总股本的1.12%。股票期权行权价格为18.77元，较公司目前股票价格高出3.3%。上述激励计划有效期为48个月，满一年后分三期解锁。股票期权的行权条件为：以2015年业绩为基准，未来三年扣非后的净利润增长分别不低于30%、60%、100%。

东杰智能的股权激励主要面向董监高及少数核心技术人员。根据方案，东杰智能拟向14名激励对象授予280万股限制性股票，占公司总股本的2.0164%。该激励计划有效期也是48个月，满一年后分3期解锁。解锁的业绩条件为以2015年营业收入为基数，2016年-2018年的营业收入增长率不低于20%、40%和60%。

值得注意的是，东杰智能股权激励计划授予价格为每股16.95元，为公告前20个交易日公司股票均价的50%，该公司股票的最新价格为38.27元。（赖少华）

金徽酒今日正式公开招股

甘肃省酒企龙头金徽酒股份有限公司（以下简称“金徽酒”）今日将首次公开发行A股招股意向书，拟在上交所发行不超过7000万股。

金徽酒主要生产和销售浓香型白酒，主导产品有“金徽”和“陇南春”两大品牌，拥有速冻过滤技术、低温酿造工艺、复合陈酿工艺、白酒检测工艺等专有技术。2012年，金徽酒研发出“窖池测温用物联网监测系统”，成为国内第一家研究并应用该监测系统的白酒生产企业。

招股意向书显示，本次募集资金将投向优质酒酿造技术改造项目、营销网络及品牌建设项目和信息化建设及科技研发项目等。预计项目投产后，可新增年营业收入6.78亿元、年新增净利润1.99亿元。募投项目将迅速缓解公司的产能限制，满足不断增长的市场需求。

未来，金徽酒仍将以白酒主业为核心，继续提高产品品质、提升品牌价值，巩固甘肃市场，稳步拓展省外市场。（曹桢）

巨峰股份 价值被低估的电机、电气绝缘材料龙头

——新三板上市公司投资价值分析报告

投资要点

■ 巨峰股份是国内电机、电气绝缘材料细分领域的龙头企业之一，下游客户遍布机械、电子、铁路、冶金、航空航天、航海、军工等多个行业领域。凭借出色的产品质量和性能，成为国内唯一一家西门子、阿尔斯通、ABB、GE、Vestas等国际巨头电机、电气绝缘材料的合格供应商，产品进入到国际市场。

■ 针对国内下游电机行业出现的变化，巨峰股份做出了积极应对。一方面，将资源集中到技术含量和附加值更高的高压、高效电机绝缘材料系统和复合绝缘材料领域，将公司业务拓展到输变电、高速牵引电机、变频高效电机等领域；另一方面，通过与西门子、阿尔斯通、ABB、GE、Vestas等国际一流电机企业合作，开拓全球市场。战略思路的变化使公司最终实现了公司毛利率快速提升，经营业绩逆势增长。

■ 公司技术中心最近通过了国家发改委等5部委的联合评审，认定为“国家认定企业技术中心”，成为目前该细分领域唯一一家国家认定企业技术中心。公司技术中心此次被评为“国家认定企业技术中心”除可获得政府相应的优惠政策，更是充分体现了国家权威部门、行业专家、下游企业对公司研发创新实力的高度认可。

■ 我们预测巨峰股份2015年、2016年和2017年归属于挂牌公司股东的净利润分别为4320万元、5616万元和7020万元，对应公司目前12,310万股股本的每股收益分别为0.35元/股、0.46元/股和0.57元/股，对应目前5元左右的每股股价的市盈率分别为14.29倍、10.87倍和8.77倍，市场估值相对较低。另外，无论从财务指标还是其他各方面看，巨峰股份均符合进入新三板创新层的标准，进入创新层后，流动性改善有望大幅提升公司股价的估值；除满足新三板创新层标准外，公司的各项条件也满足创业板或主板上市条件，未来不排除公司IPO的可能。综合以上考虑，我们认为巨峰股份目前的市值有被低估的迹象，给予公司二级市场股票“买入”评级。

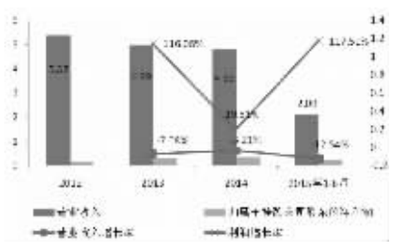
1.公司概况：国内电机、电气绝缘材料细分领域的龙头企业

巨峰股份（830818）全称为苏州巨峰电气绝缘系统股份有限公司，最早成立于2002年，是国内电机、电气绝缘材料细分领域的龙头企业。公司产品包括绝缘树脂（漆）、云母制品、复合材料、电机线圈、电磁线、绝缘件等。经多年发展，公司下游客户遍布电机电气领域的每个角落，涉及机械、电子、铁路、冶金、航空航天、航海、军工等多个行业。

在宏观经济下滑，中、低端绝缘材料市场增长受限的背景下，巨峰股份开始凭借自身的研发和技术优势，将业务重心转移到智能电网输配电、风电、核电、光伏发电、军工、航天、高速铁路与轨道交通等下游领域，为大型高压电机、高速牵引电机、变频高效电机厂商等提供绝缘材料系统，为公司今后的持续增长创造了空间。

2.经营情况：优化产品结构，毛利率持续攀升

分析近几年的财务报表，巨峰股份2013年-2015年前6月实现的营业收入分别为4.99亿元、4.83亿元和2.09亿元，同比增长-7.08%、-3.21%和-12.54%；实现归属于挂牌公司股东的净利润分别为2997万元、3591万元和2416万元，同比增长116.08%、19.81%和117.51%。从上述数据不难看出，近年来巨峰股份在营收规模持续下降的情况下，却实现了利润的连续大幅增长，之所以出现这种情况，是公司主动优化产品结构，加大毛利率较高的高端产品销售比重所致。



近年来，针对行业和市场变化，公司加大力度调整产品结构，持续减少资金占用大，附加值较低的电磁线产品的生产规模，同时扩大了毛利率较高的绝缘系统及复合绝缘材料业务的产品规模；与此同时，近两年，石油、铜等大宗商品价格持续下跌，使得公司原料采购成本持续下降，也从一定程度上增厚了公司相关产品的利润率水平。产品结构优化加上原材料采购成本降低，使得公司近几年的毛利率持续攀升，2012年-2015年前6月，公司毛利率水平分别为19.77%、21.26%、24.29%和27.72%，上升趋势非常明显。

3.专注高端绝缘材料领域，开拓国际市场

受到宏观经济下滑的影响，国内电机行业也遇到了前所未有的压力。统计数据显示，2015年国内电机的月平均内销量为1357万台，同比下滑17.46%，累计内销量14573.5万台，同比下滑12.62%。具体来看，宏观经济增速下行对技术门槛较低中低端市场冲击更为明显，而随着近几年电力、高速铁路、风能核能等清洁新能源等新兴产业的高速发展，高压高效电机市场却表现更好。

针对国内下游电机行业出现的不利变化，巨峰股份及时做出了应对。一方面，把资源集中到技术含量和附加值更高的高压、高效电机绝缘材料系统和复合绝缘材料领域，将公司业务拓展到输变电、高速牵引电机、变频高效电机等领域；另一方面，通过与西门子、阿尔斯通、ABB、GE、Vestas等国际一流电机企业合作，开拓全球市场。

高性能电机的发展对绝缘系统提出了更严酷的要求，由于绝缘系统直接关系到电机的安全性、可靠性和使用寿命，将电机绝缘系统的设计、制造、检测等全部交给更专业的大型绝缘材料企业去完成不但有利于提升绝缘系统的整体性能，还有助于降低电机厂商在绝缘方面的成本。以上原因导致越来越多的电机制造厂商正在改变以往只向绝缘材料企业采购单一绝缘材料的做法，而更倾向于向有实力的绝缘材料厂商采购整体绝缘系统和解决方案。

我们认为，巨峰股份作为电机、电气绝缘领域的领先企业，在绝缘材料系统研发、设计、制造方面有着无可比拟的优势，下游电机厂商采购方式的改变将有利于巨峰股份快速扩大市场份额。而技术实力较弱的中小绝缘材料厂商则面临淘汰或被兼并的风险。

在开拓国际市场方面，巨峰股份已在欧洲等地区设立办事处，拟加大国际市场开拓力度。经过数年的准备，巨峰股份已成为西门子、阿尔斯通、ABB、GE、Vestas等国际一流电机企业的绝缘材料系统的全球合格供应商，为公司开拓全球市场创造了非常有利的条件。一方面，要进入西门子、阿尔斯通、ABB等国际巨头的供应商体系，要经过客户长达3-4年的严格考察和认证，需要供应商在技术、管理、质量控制等方面完全符合标准，但一旦成为这些国际巨头的供应商，就不会轻易被更换，对巨峰股份来说相当于获得了一批非常稳定的大客户，对未来业绩提升意义重大；另一方面，成为西门子、阿尔斯通、ABB等国际巨头的合格供应商，将大幅提升巨峰股份的品牌信誉和全球知名度，有助于公司进一步扩大国内外绝缘系统市场，快速提升市场份额。

4.研发创新实力雄厚，技术优势领跑行业

巨峰股份能够从竞争异常激烈的绝缘材料行业中脱颖而出，能够做到技术、产品、市场均遥遥领先于行业内其他企业，一个最重要的原因是公司自成立以来就始终重视研发的投入，把研发创新放在公司发展的第一位，使公司始终站在电工绝缘材料技术的前沿。

早在2005年公司就投资2,500万人民币修建了行业内领先的技术研发大楼，引进了一批国内外先进的仪器和测试设备，为技术中心的研发测试提供了有力的保证，使得公司在绝缘材料检测手段和检测能力方面可与国际标准如IEEE、IEC、UL等接轨。目前，公司已建有国家级企业技术中心、国家级博士后流动站、江苏省企业院士工作站、江苏省企业研究生工作站、江苏省经济和信息委员会认定的企业技术中心和江苏省科技厅认定的江苏省内唯一绝缘材料工程技术研究中心等一流的研发平台。

值得一提的是，公司的技术中心最近通过了国家发改委、科技部、财政部、海关总署、税务总局等5部委的联合评审，认定为“国家认定企业技术中心”，成为目前该细分领域唯一一家“国家认定企业技术中心”。公司技术中心此次被评为“国家认定企业技术中心”除可获得政府相应的优惠政策，更是充分体现了国家权威部门、行业专家对公司研发实力的认可。

依托公司一流的研发平台，巨峰股份的研发创新成果显著，先后实施科技项目100多项，其中新产品开发项目80多项。公司目前拥有授权发明专利21项，20多个高新技术产品，获得两项部级科技进步奖，分别是二等奖和优秀奖；4项市级科技进步奖；两项市级发明专利奖。

5.联手“杜邦”，大力布局变频电机绝缘材料领域

在雾霾问题日趋严重，环保问题日益突出的背景下，发展低碳经济已成全国共识。从能耗占比来看，电机每年消耗耗电的电量占全社会耗电的64%，工业领域电机能耗占工业领域总用电量的70%，因此，大力加强电机节能就成为实现低碳经济最重要的途径之一。

从国外经验来看，实现电机节能最有效的方式就是提升变频电机在工业领域的应用率，通过对电机变频调速可平均节能30%以上，节能效果显著。数据显示，欧美国家变频电机在工业领域的应用已经达到60%-70%，而这个数据在国内仅为，的应用只有2%左右，以此判断，变频电机在我国工业领域替代普通电机将是大势所趋，发展空间巨大。

相对普通电机，变频电机的绝缘系统面临着高频尖峰脉冲的持续冲击，因而对绝缘系统的性能要求也更加苛刻，更高的技术门槛使得技术实力较弱的中小电机绝缘材料企业很难进入该市场，这就给以巨峰股份为代表的大型电机电气绝缘材料企业提供了难得的发展机遇。

在变频电机绝缘领域，巨峰股份早有布局，公司与杜邦(上海)研发管理有限公司合作开发的变频电机用耐电晕绝缘系统，可大幅提升变频的使用寿命及运行可靠性。近期，巨峰股份还与杜邦联合举办了“变频电机绝缘系统应用技术研讨会”，吸引了包括西门子、ABB等在内的60多家行业机构、电机厂商及科研单位参加。在会上，巨峰股份介绍了其在变频电机绝缘材料领域的开发进展及成果，包括纳米改性耐电晕漆包线(漆)、纳米改性耐电晕聚酯亚胺浸渍树脂、耐电晕槽绝缘材料等产品，产品相关技术已达到国际先进水平。

6.盈利预测与估值

我们认为，凭借强大的研发和技术实力以及市场开拓能力，预计巨峰股份未来几年在高端电机、电气绝缘材料领域的市场份额将会持续提升，从而推动公司业绩的持续增长。具体分析，巨峰股份未来几年业绩增长的驱动因素至少包括以下方面：

第一，公司目前已成为西门子、阿尔斯通、ABB、GE、Vestas等企业全球合格供应商，虽然已开始对他们实现销售，但还处于初始磨合阶段，随着未来磨合和合作的加深，公司未来两年对这些国际巨头客户的销售有望放量增长，从而推动公司整体业绩的快速提升；第二，巨峰股份通过与国家智能电网研究院合作，已经开始进入到了智能电网输配电绝缘系统领域，随着国内智能电网建设加速，公司这一块的业绩有望超预期增长；第三，高铁、核电等已成为巨峰股份重要的下游领域，“一带一路”国家战略的实施使得中国的高铁、核电等技术在世界范围内得到快速推广，从而促进公司高速牵引、核电等领域的绝缘材料系统销售放量增长。

我们预测巨峰股份2015年、2016年和2017年归属于挂牌公司股东的净利润分别为4320万元、5616万元和7020万元，对应公司目前12,310万股的每股收益分别为0.35元/股、0.46元/股和0.57元/股，对应目前5元左右的每股股价的市盈率分别为14.29倍、10.87倍和8.77倍，市场估值相对较低。另外，无论从财务指标还是其他各方面看，巨峰股份均符合进入新三板创新层的标准，进入创新层后，流动性改善有望大幅提升公司股价的估值；除满足新三板创新层标准外，公司的各项条件也满足创业板或主板上市条件，未来不排除公司IPO的可能。基于以上考虑，我们认为巨峰股份目前的市值有被低估的迹象，给予公司二级市场股票“买入”评级。（CIS）