

第三篇

专项行权案例

Cases Review of

Shareholding
for

Voting Program

投服中心参加百场股东大会现场行权

为充分发挥股东大会在公司治理中的作用,示范和引导广大中小股东积极参与并行使股东权利,2018年3月至6月,中证中小投资者服务中心(以下简称投服中心)在上市公司股东大会召开季展开专项行动,集中参加了100场上市公司年度股东大会,开展现场行权。

一、精心遴选行权标的

为了提高现场参会行权的针对性、有效性,所有的行权标的公司均来自于投服中心的上市公司舆情库。在一年多的行权实践中,投服中心已经建立了可行权公司舆情库,并实施动态管理。舆情库的线索来源于两方面:一方面是投服中心日常关注的尚未解决的行权线索;另一方面是监管机构、交易所等单位移交的线索,投服中心从股东角度进行研究后,将适合行权的公司纳入舆情库。本次现场行权基本覆盖了舆情库中的问题公司。100家公司隶属35个辖区证监局,分属沪、深证券交易所各个板块,涉及制造、房地产、科学研究和技术服务业等13个行业,具体情况见图27-1、图27-2。

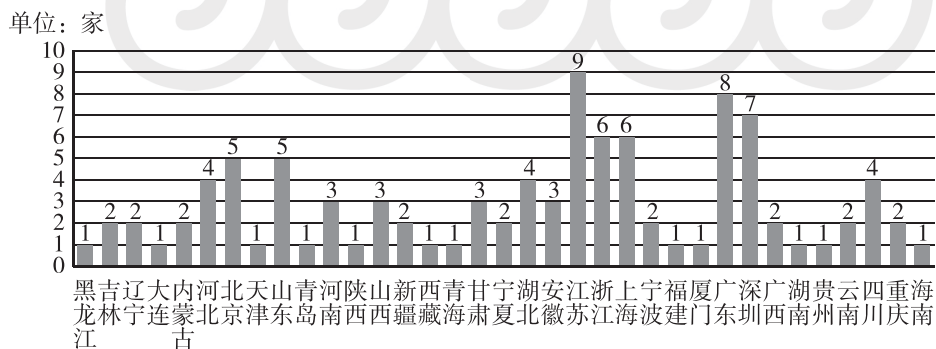


图 27-1 各辖区参会公司数量

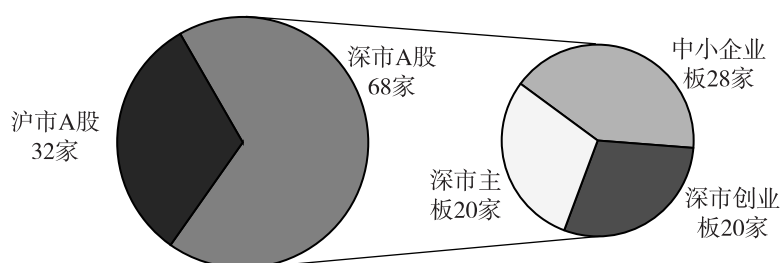


图 27-2 2018 年各板块上市公司投服中心参会情况

二、参会行权 示范交流

(一) 多重角度, 重点发问

投服中心参会人员严格按照股东大会规程, 依法参会, 重点关注公司章程、经营业绩、公司内部治理等事关中小股东权益的事项, 积极行使股东质询权、建议权, 共提问 296 个大类问题, 涉及 663 个小类问题。

2017 年投服中心对当时全部 A 股上市公司章程中的不当条款进行了集中梳理, 并发函建议修改, 此次参会对前次发函后拒绝修改的公司及新上市公司章程中的不当条款继续当面提出修改建议; 针对上市公司的重大资产重组, 投服中心重点关注溢价收购的合理性、承诺业绩的可实现性, 以及未完成业绩承诺的补偿情况; 针对盈利不佳的上市公司, 投服中心现场问询业绩下滑的主要原因及未来提高业绩的切实措施等; 针对存在退市风险的公司, 投服中心主要从如何避免公司被退市、中小投资者权益保护等角度提问。据统计, 投服中心共计对 24 家公司的章程提出完善建议, 对 91 家公司的生产经营展开问询, 对 35 家存在公司治理风险的公司现场发问。

(二) 关注程序, 提出建议

股东大会程序的合规性是开好股东大会的基础。在参会前准备阶段, 投服中心重点关注股东大会的召集、提案、通知、登记等程序。在会议现场, 行权人员密切关注股东大会开会过程的合规性, 尤其是股东大会会议主持情况, 董事、监事及董事会秘书等的出席情况, 董事会、监事会报告及独立董事述职情况, 股东质询及公司相关人员解释情况, 议案的审议过程, 监票与计票情况等。针对股东大会召集和召开过程中出现的与《公司法》《上市公司股东大会规则》规定不符的情形, 投服中

心行权人员在现场主动向上市公司提出完善建议,督促其切实重视股东大会的合规性,充分发挥股东大会在公司治理中的重要作用。

(三)积极与现场股东、媒体交流

参会过程中,投服中心行权人员除了积极发问、建议外,还主动与参会的其他股东、媒体交流。向参会的其他股东和到会的媒体介绍投服中心,说明持股行权的方式、内容与意义,并希望他们关注投服中心的动态。向参会的其他股东了解其参会所关注事项,并听取他们的意见与建议。针对一些中小股东只参会、不发言、不投票等现象,行权人员认真向他们解释参会、发言的重要性,呼吁所有中小股东一致行动起来,共同做积极股东,维护自身的合法权益。

三、现场参会发现的问题

通过参加百场股东大会,发现大部分公司能遵守相关制度,规范股东大会召开程序,重视年度股东大会的召开工作,但也存在一些突出的、共性的问题。

(一)部分上市公司漠视中小股东权利

中小股东平时很少有机会参与公司治理,若想行使股东权利,只有通过一年一度的股东大会平台(临时股东大会不是常态,也不是每个公司每年都有,议题也受限)。然而,长期以来,我国上市公司的股东大会经常成为“大股东会”,广大中小投资者的权利得不到应有的尊重。

在投服中心参加的100场股东大会中,有4家上市公司存在股东大会登记难问题,中小股东无法通过公开电话与上市公司取得联系。还有的上市公司规定,未在登记时间内登记的公司股东可以列席本次现场股东大会,但对会议审议事项没有表决权。更有些上市公司不让中小股东发言、拒绝回复投服中心和其他中小股东质询的情况。

(二)股东大会敷衍走过场

我国《上市公司股东大会规则》规定了上市公司股东大会召开的程序和内容等。但在实际操作中,不少上市公司召开股东大会敷衍了事,难以达到让股东了解上市公司经营情况,参与上市公司治理的目的。

一是应出席而不出席。我国《上市公司股东大会规则》第26条规定,公司召开

股东大会,全体董事、监事和董事会秘书应当出席会议,经理和其他高级管理人员应当列席会议。在投服中心行权人员参加的 100 场股东大会中,有 75 场股东大会有不同程度的董事、监事人员缺席,其中 41 家上市公司说明了董事、监事缺席的原因,剩余 34 家公司并未说明缺席原因。二是应主持会议而不主持。有 2 家董事长虽已到会,却在会议期间忙其他事情,由上市公司其他工作人员代为主持会议。三是应作报告、述职而不报告、不述职。我国《上市公司股东大会规则》第 28 条规定,在年度股东大会上,董事会、监事会应当就其过去一年的工作向股东大会作出报告,每名独立董事也应作出述职报告。但参会中,依然有 4 家上市公司以相关报告已经在网上披露,股东应该已经知晓为由,会议现场未作任何介绍,直接省去董事会、监事会作报告的环节。关于独立董事述职,部分上市公司更是乱象频出。投服中心行权人员参加的股东大会中,39 家上市公司只由 1 名独立董事代表述职,3 家上市公司由董事会秘书或现场律师代念独立董事述职报告,7 家上市公司独立董事全部缺席,10 家上市公司的独立董事未进行述职。四是不严格监票、计票。股东大会对议案进行表决前,按规定应当推举 2 名股东代表参加计票和监票,而 7 家上市公司股东大会并未严格按照程序监票、计票,没有推举计票人、监票人的环节。

以上问题,有的上市公司股东大会出现 1 项,有的上市公司股东大会出现 2 项到 3 项,还有的上市公司股东大会甚至同时出现了不宣读议案、不作董事会和监事会工作报告、独立董事不述职、不严格监票、计票而直接表决的情形,股东大会完全“走过场”,敷衍了事。

(三) 中小股东“冷漠参会”

在现行法律规则下,参加股东大会,并在会上对议案进行审议和表决是中小股东“难得”能够参与公司治理的机会。但绝大部分中小股东并不珍惜这个“难得”的机会,不参会、不发言、不投票的现象非常普遍。据统计,投服中心行权人员参加的 100 场股东大会中,现场与网络投票的股东(包括出席会议的股东和代理人人数)共计 4013 人。其中,参会股东数超过 100 人的仅有 9 场,参会股东数在 10 人到 30 人的为 46 场,参会股东数在 10 人以下的达 26 场,有 1 场仅有 2 名股东参会投票。参会股东代表股份数占公司表决权股份总数超过 50% 的仅有 28 场,参会股东代表股份数占公司表决权股份总数低于 30% 的达 19 场。此外,据可统计中小股东参会情况的 51 场股东大会(股东大会公告中,上海证券交易所的公司未公告中小股

东参会情况,本数据来源于公布中小股东参会情况的 51 家深圳证券交易所上市公司公告)显示,参会的中小股东代表股份数占公司有表决权股份总数比例不足 5% 的达 34 场,参会的中小股东代表股份数占公司有表决权股份总数比例不足 1% 的达 19 场。可见,广大中小投资者并不重视参加股东大会。此外,现场参会的中小股东大多鲜有发言。股东大会参会股东代表股份数占公司有表决权股份总数比例分布如图 27-3 所示。

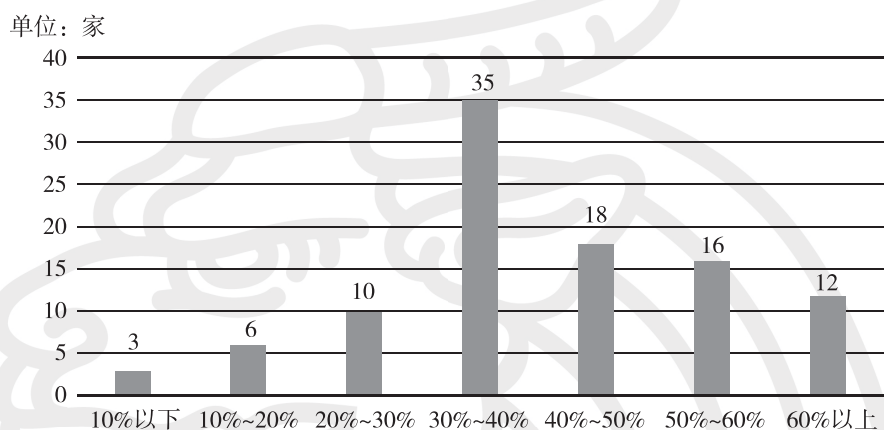


图 27-3 股东大会参会股东代表股份数占公司有表决权股份总数比例分布

绝大多数中小股东或许出于成本考量,不愿意现场参会似乎可以理解,而网络投票系统的出现为中小股东提供了便捷的表决途径。遗憾的是,根据可统计网络投票的 68 场股东大会(股东大会公告中,上海证券交易所的公司未公告参与网络投票的股东情况,本数据来源于公布参与网络投票股东的 68 家深圳证券交易所上市公司公告)网络投票结果看,总共仅有 1752 人通过网络进行投票,其中 58 场股东大会的网络投票人数不足 30 人,40 场股东大会的网络投票人数不足 10 人,5 场股东大会竟无人通过网络投票。其中,参与网络投票的股东代表股份数占上市公司总股份数不足 5% 的股东大会场次达 54 场,参与网络投票的股东代表股份数占上市公司总股份数不足 1% 的股东大会场次高达 45 场。中小股东的“参会冷漠”促使网络投票制度的推出,但是投资者的“投票冷漠”则让网络投票和股东大会未能发挥应有的作用。

承诺期后业绩断层严重侵害投资者权益， 投服中心针对上市公司收购轻资产公司 开展专项行权

为回应投资者关切,投服中心对2011年至2014年、2015年至2017年两个时段上市公司收购轻资产的重大重组事项进行了梳理,详细分析了轻资产标的公司在承诺期后业绩断层对投资者的损害,并开展专项行权。

一、2011年至2014年收购的轻资产公司业绩断层严重

轻资产公司是指厂房、生产设备等有形资产占比较少,净资产规模较小,而在技术创新、品牌建设、渠道经营等方面投入相对较多的公司,涉及影视、游戏、营销、教育、互联网服务、信息技术咨询、应用软件、贸易、投资等行业。上市公司收购这些公司呈现典型的“三高”特征,承诺期满后业绩断层严重。

(一)轻资产收购呈高估值、高承诺、高现金支付特征

经梳理,2011年至2014年共有43家上市公司并购了73个轻资产标的公司(包括10例重组上市)。收购这些轻资产标的公司时估值普遍较高,估值增值率平均为875.53%;业绩承诺线性高增长,线性增长率平均为23.44%;41个(56.16%)轻资产标的公司涉及现金支付,现金支付额覆盖承诺业绩额的比例平均为107.09%,即现金支付额平均可以覆盖承诺业绩。

(二)业绩断层情况突出

业绩断层是指轻资产公司在承诺期满后的次年业绩大幅下降,其中,下降50%

以上为业绩严重断层、下降 30% ~ 50% 为断层、下降 0 ~ 30% 为业绩下滑。上市公司 2011 年至 2014 年收购的轻资产标的公司大多于 2016 年业绩承诺期满,在披露承诺期后业绩的 48 项轻资产标的公司中,17 项 (35.42%) 严重断层、11 项 (22.92%) 断层、6 项 (12.50%) 业绩下滑,剩余的 14 项 (29.17%) 承诺期后第一年净利润没有下降。

二、业绩断层对投资者权益损害路径分析

发生业绩断层的轻资产标的公司为获得较高的对价,在被收购前的 1 ~ 2 年普遍“冲业绩”,业绩增长较快,并以此高线性增长率确定估值,导致上市公司收购轻资产公司所支付的对价必然远大于其净资产价值。这些高估值标的公司被置入上市公司后,有的在承诺期内无法完成业绩承诺,触发承诺补偿条款;有的千方百计勉强完成业绩承诺后,在承诺期满后的次年即发生业绩断层,严重损害原有股东权益(关联交易的利益攸关方除外)。

现金支付时,上市公司为畸高估值部分多支付了现金,直接损害了原有股东权益;发行股份支付时,为畸高估值多发行的股份,稀释了上市公司原有股东的权益。不同的收购关系下,对投资者权益损害的路径又不相同。

(一) 非同一控制下收购时的损害路径分析

非同一控制下收购时,一方面,收购对价高于取得的可辨认净资产公允价值的差额确定为商誉,此时损害是隐性的。当轻资产公司持续为上市公司创造预期收益时,这部分商誉物有所值;否则,商誉只能导致资产虚化,且估值越高,对净资产的稀释越厉害,给上市公司及投资者造成的隐性损害越大。另一方面,如涉及发行股份支付收购对价,则直接稀释了原有股东的持股比例。

承诺期满后业绩断层,畸高估值对应的商誉部分按会计准则应计提商誉减值准备,一个后果是隐性损害显性化。一方面,商誉减值直接减少上市公司净资产,稀释投资者每股净资产;另一方面,商誉减值损失直接冲减上市公司当期净利润,而市场往往还会放大业绩下滑的负面效应,造成上市公司股价的降低,直接减少投资者持股市值。另一个后果是资产出售方利用无效资产从原有股东手中攫取了上市公司股权。

(二) 同一控制下收购时的损害路径分析

同一控制下收购时,一方面,收购对价高于轻资产公司净资产账面价值的差额,直接冲减资本公积,减少上市公司所有者权益;另一方面,如涉及发行股份支付收购对价,实际上是向上市公司控股股东、实际控制人发行股份,直接增加了控股股东的持股比例,而缩减了原其他股东的持股比例。

轻资产标的公司发生业绩断层时,一个后果是畸高估值部分因冲减资本公积导致降低的所有者权益,不仅无法依靠持续盈利补回,“烂资产”还会持续蚕食上市公司所有者权益。另一个后果是控股股东、实际控制人利用无效资产从原有其他股东手中攫取了上市公司股权。这种关联交易已构成侵吞上市公司资产,涉嫌利益输送。

(三) 重组上市时的损害路径分析

上市公司收购轻资产公司构成重组上市时,要区分原上市公司留存的资产是否构成业务,一种情况是构成业务,此时重组上市会产生商誉,影响与非同一控制下收购相同;另一种情况是不构成业务,此时重组上市的会计处理与同一控制下收购类似,估值溢价冲减资本公积。

三、2015 年至 2017 年的轻资产收购事项可能对投资者造成更大损害

2015 年至 2017 年有 146 例轻资产重大重组事项(包括 4 例重组上市),涉及 124 家上市公司、206 家轻资产标的公司。此段时间 A 股市场轻资产收购数量维持在较高水平,更能反映轻资产收购的全貌。与 2011 年至 2014 年的轻资产收购事项相比,估值增值率更高(由 875.53% 提高为 1829.59%),业绩承诺增长率更高(由 23.44% 提高为 28.84%),现金支付比例高(现金支付额覆盖承诺业绩额的比例平均值为 144.68%),业绩完成精准(各行业轻资产公司业绩完成率的平均值均在 95% ~ 110%)。按照 2011 年至 2014 年收购轻资产公司的业绩断层比例 58.34% 推算,2015 年至 2017 年收购的轻资产标的公司中将有大约 100 多家发生业绩断层,而断层将集中发生在 2018 年至 2020 年,届时上述收购行为对中小股东权益的侵害将彻底显现。

四、投服中心将开展专项行权

针对上市公司收购的轻资产公司在承诺期后发生业绩断层的情况,投服中心将开展集中行权。一是在中国投资者网上公示 2011 年至 2014 年轻资产收购中发生业绩断层的名单,并以典型案例形式分析业绩断层对投资者权益的损害情况。二是在中国投资者网上逐项公示 2015 年至 2017 年轻资产收购事项的估值增值率、业绩承诺增长率、业绩完成率、股权稀释比例、每股净资产变动等指标,并跟踪其后续业绩承诺实现及承诺期后业绩断层情况,予以时时更新。三是以网上行权和发送股东建议函的方式,对收购轻资产公司后发生业绩断层的上市公司的独立董事进行公开问责,质询其在审议收购事项发表独立意见时,是否就标的公司的估值、盈利预测等情况进行详细研究,还是仅仅依赖于评估报告。四是在中国投资者网上对发生业绩断层的标的公司的评估机构进行曝光,并标明其评估事项。五是给未披露承诺期后轻资产标的公司业绩的上市公司发送股东建议函,同时网上行权,督促其进行披露。

业绩断层典型案例

【说明】(1) 下述四个案例均未考虑重组时发行股份募集配套资金的影响；
(2) 案例中的“权益”和“所有者权益”均指上市公司归属于母公司的所有者权益；
(3) 案例中的“每股净资产”均指上市公司归属于母公司股东的每股净资产。

案例 1 非同一控制下收购——爱使股份(600652)收购游久时代

2014 年 10 月煤炭公司上海爱使股份有限公司(以下简称爱使股份)跨界收购游戏公司游久时代(北京)科技有限公司的 100% 股权(以下简称游久时代),总对价 11.80 亿元,其中现金支付 3.93 亿元、发行股份支付 7.87 亿元,估值增值率为 4092.96%,产生商誉 10.88 亿元。收购后,爱使股份更名为游久游戏。

(一) 完成业绩承诺有玄机

资产出售方承诺,标的公司在 2014 年至 2016 年扣除非经常损益后归属于母公司的净利润分别为 1 亿元、1.2 亿元和 1.44 亿元,合计 3.64 亿元,实际实现 3.89 亿元,业绩实现率为 106.88%,而资产出售方在本次交易中获得的现金对价为 3.93 亿元。

(二) 承诺期后业绩断层严重

2017 年即承诺期满后第一年,标的公司亏损 8635.87 万元,当年上市公司计提商誉减值准备 3.13 亿元。上市公司 2018 年半年度报告公告,标的公司净利润为 86.33 万元,仍存在计提商誉减值的风险。

表 28-1 游久时代业绩承诺及实现情况

单位:万元

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年年中
承诺业绩	10,000.00	12,000.00	14,400.00	—	—
实现业绩	10,356.12	13,665.31	14,881.08	—	—
净利润	10,453.89	13,773.49	14,742.44	-8635.87	86.33

(三) 投资者权益损害分析

鉴于标的公司在承诺期满后的 2 年来已无法给公司带来盈利,为便于分析,下文将现金收购和股份收购切割开来,分别分析此次收购给公司及投资者带来的损害。其中,以 3.93 亿元现金收购部分对应的商誉为 3.62 亿元,由于标的公司在 2014 年至 2016 年实现净利润 3.89 亿元,虽然资产变质、商誉减值,若不考虑税费影响,可以简单理解为资产出售方从上市公司拿走的现金通过利润的方式还给了上市公司,现金收购部分未损害上市公司及投资者权益。发行股份部分对应的商誉为 7.26 亿元,不仅收购时稀释了原有股东的股权比例,还在发生业绩断层导致商誉减值时降低了每股净资产,其对上市公司及投资者权益的损害情况详见图 28-1。

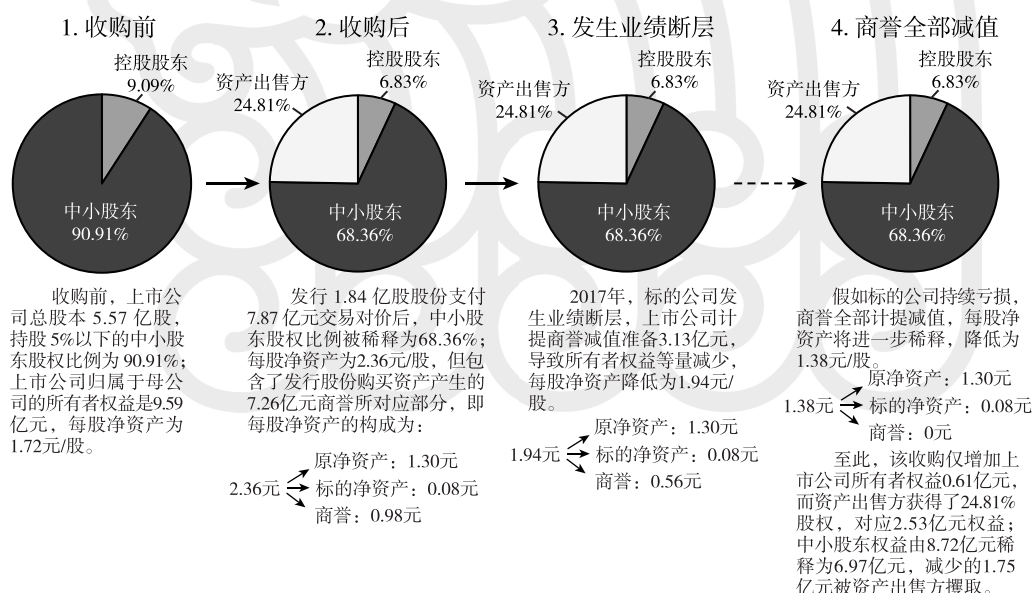


图 28-1 发行股份购买游久时代对上市公司股权结构和每股净资产的影响

案例 2 非同一控制下收购——华闻传媒(000793)收购 4 家轻资产公司

2014 年华闻传媒投资集团股份有限公司(以下简称华闻传媒)收购天津掌视亿通信息技术有限公司 100% 股权(以下简称掌视亿通)、上海精视文化传播有限公司 60% 股权(以下简称精视文化)、广州市邦富软件有限公司 100% 股权(以下简称邦富软件)、广州漫友文化科技股份有限公司 85.61% 股权(以下简称漫友文化),总交易价格为 27.99 亿元,其中现金支付 9.56 亿元、发行股份支付 18.43 亿元,评估增值率为 706.80%,共产生商誉 22.46 亿元。4 家标的公司均为轻资产公司,涉及营销、应用软件、动漫等行业。

(一)未完成承诺业绩

资产出售方承诺,标的公司在 2014 年至 2016 年扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别为 1.99 亿元、2.67 亿元、3.58 亿元,合计 8.24 亿元,实际实现 7.54 亿元(中国证券监督管理委员会以海南监管局的现场检查结果为准),业绩实现率为 91.50%,而资产出售方在本次交易中获得的现金对价为 9.56 亿元。因未完成业绩承诺,2014 年至 2016 年,上市公司共计提商誉减值准备 1.80 亿元,资产出售方共向上市公司补偿 9,055,716 股股份、797.52 万元现金。

(二)承诺期后业绩断层严重

承诺期后,标的公司业绩下滑明显,2017 年的归母净利润为 0.86 亿元,比 2017 年的 3.03 亿元下降 71.61%,华闻传媒 2017 年为此计提商誉减值准备 6.87 亿元。华闻传媒 2018 年半年报公告,标的公司归母净利润仅为 404.16 万元,其中三家标的公司已为亏损。根据华闻传媒《2018 年年度业绩预告》,预计按 100% 对标的公司的账面商誉计提减值,则 2018 年计提商誉减值 13.79 亿元。

表 29-1 标的公司近年来经营业绩

单位:万元

标的公司	指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年年中
掌视亿通 100% 股权	承诺业绩	9035.00	11,700.00	15,900.00	实现率 99.60%	
	实际业绩	9965.31	12,861.97	13,659.50		
	归母净利润	10,363.15	14,284.12	14,846.47	8370.41	1602.28

续表

标的公司	指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年年中
精视文化 60% 股权	承诺业绩	3600.00	4800.00	6000.00	实现率 95.81%	
	实际业绩	3713.44	4714.06	5369.26		
	归母净利润	3911.96	4714.06	6026.48	507.71	-173.60
邦富软件 100% 股权	承诺业绩	5000.00	7200.00	9600.00	实现率 94.82%	
	实际业绩	4627.67	7575.52	8467.54		
	净利润	5207.37	7668.58	9444.29	630.76	-785.91
漫友文化 85.61% 股权	承诺业绩	2311.47	2996.35	4280.50	实现率 46.53%	
	实际业绩	2419.73	2036.20	5.42		
	归母净利润	2743.92	3141.41	4.85	-899.53	-238.61
合计	承诺业绩	19,946.47	26,696.35	35,780.50	实现率 91.50%	
	实际业绩	20,726.15	27,187.75	27,501.72		
	归母净利润	22,226.40	29,808.17	30,322.10	8609.35	404.16

(三) 投资者权益损害分析

收购前,上市公司总股本 18.46 亿股,除控股股东外的其他股东的持股 85.53%;上市公司归属于母公司的所有者权益是 47.39 亿元,每股净资产为 2.57 元/股。

2014 年上市公司支付 9.56 亿元现金和发行 1.35 亿股股份(对应 18.43 亿元)收购 4 家轻资产公司后,其他股东的股权比例被稀释为 79.71%;每股净资产为 3.32 元/股,但包含收购产生商誉所对应的 1.13 元/股。

2014 年至 2016 年的承诺期内,标的公司共实现归属于母公司的净利润 8.24 亿元,未完成业绩承诺。因此,上市公司对标的公司计提商誉减值准备 1.80 亿元,资产出售方现金补偿 797.52 万元、股份补偿 905.57 万股。2016 年年末,其他股东股权比例回升至 80.08%,每股净资产为 3.67 元/股。

2017 年标的公司业绩断层,上市公司对此计提商誉减值准备 6.87 亿元,并且上市公司预计标的公司 2018 年业绩将进一步下降,对剩余商誉 13.79 亿元全额计提减值。而 2017 年至 2018 年上半年,标的公司实现的归属于母公司的净利润仅为 0.90 亿元,每股净资产降低为 2.67 元/股。鉴于 2018 年上半年,3 家标的公司均亏损,如果持续亏损,将进一步侵蚀每股净资产。

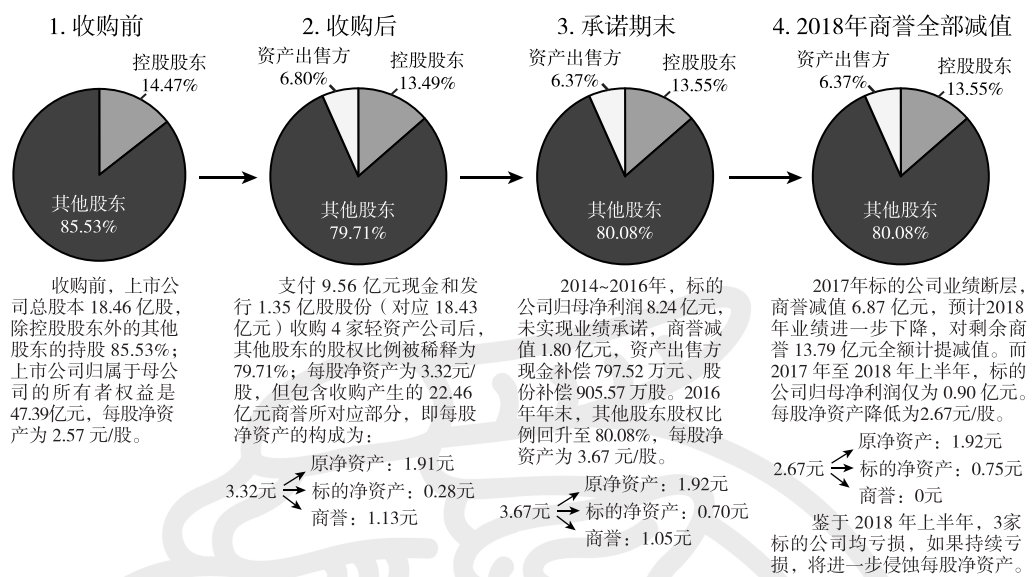


图 29-1 华闻传媒收购 4 家轻资产公司对上市公司股权结构和每股净资产的影响

案例 3 同一控制下收购——卧龙电气(600580)收购香港卧龙

2013 年卧龙电气集团股份有限公司以发行股份和支付现金的方式收购香港卧龙控股集团有限公司(以下简称香港卧龙)100% 的股权,交易价格为 20.89 亿元,其中现金支付 3.13 亿元,评估增值率为 102.79%。

(一)本次交易是实际控制人将资产装入上市公司

卧龙电气和香港卧龙的实际控制人均为陈某成、陈某妮父女,本次交易属于上市公司的实际控制人将自己控制的资产装入上市公司,构成关联交易。值得注意的是,2011 年年底,陈氏父女通过卧龙投资收购 ATB 驱动仅投入 10,050 万欧元,2013 年以约 21 亿元装入上市公司。香港卧龙的核心资产为 ATB 驱动股份,ABT 驱动虽持有 13 家公司股份,但 90% 的利润主要源于主营贸易、进出口业务的新加坡 LG 公司。

(二)精准完成业绩承诺

资产出售方承诺,标的公司在 2013 年至 2015 年扣除非经常损益后归属于母公司的净利润分别为 1.46 亿元、1.79 亿元和 2.10 亿元,合计 5.35 亿元,实际实现

5.71亿元,业绩实现率为106.86%。资产出售方在本次交易中获得的现金对价为3.13亿元。

(三) 承诺期后标的公司转盈为亏

承诺期后,标的公司持续亏损,2016年、2017年、2018年上半年净利润分别为-275.66万元、-7078.02万元和-2455.9万元,持续摊薄上市公司每股收益和每股净资产。

表 30-1 香港卧龙近年来经营业绩

单位:万元

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
承诺业绩	14,585.93	17,850.28	21,034.4	—	—
实现业绩	21,034.28	18,798.68	17,315.10	—	—
净利润	23,472.56	21,067.6	16,526.06	-275.66	-7078.02

(四) 投资者权益损害分析

以3.13亿元现金收购标的公司15%股权后,因冲减资本公积,导致上市公司的所有者权益减少1.59亿元,每股净资产由3.71元降低为3.48元。

发行股份购买标的公司85%股权后,持股5%以下的中小股东的持股比例由原来的72.10%被稀释为44.65%,而实际控制人持股比例由27.90%提高为55.35%。虽然发行股份增加了17.76亿元所有者权益,但冲减资本公积又使所有者权益减少9.00亿元,每股净资产进一步降低为2.94元/股。

业绩承诺期标的公司实现6.11亿元净利润,补回6.11亿元因冲减资本公积而减少的所有者权益,每股净资产回升至3.49元/股,此时尚有4.48亿元所有者权益未补回。而承诺期后标的公司持续亏损,不仅使降低的所有者权益无法补回,还进一步蚕食上市公司所有者权益,具体权益的损害情况详见图30-1。

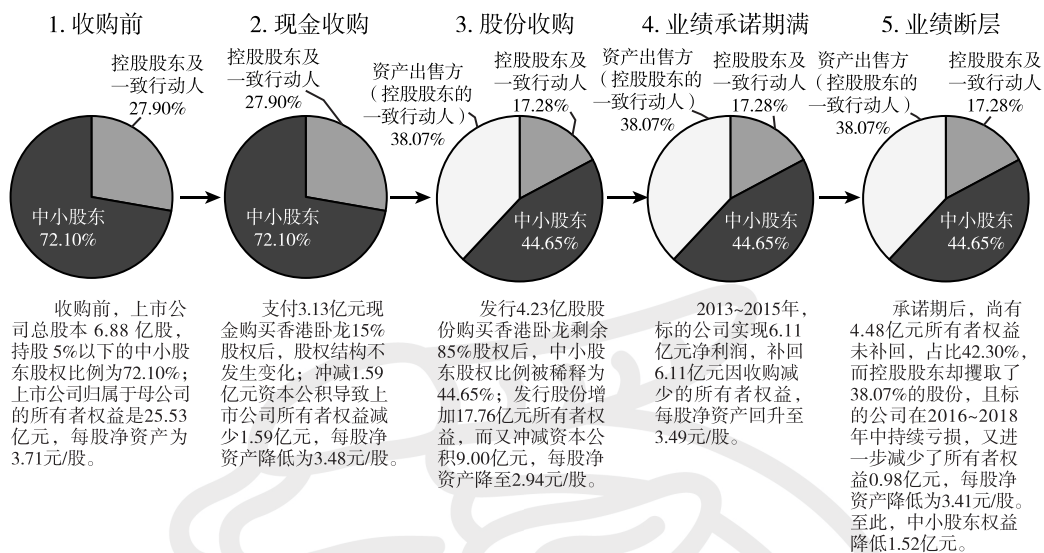


图 30-1 购买香港卧龙对上市公司股权结构和每股净资产的影响

案例 4 重组上市——长城影视(002071)重组上市

2014 年东阳长城影视传媒有限公司(以下简称东阳长城)借壳江苏宏宝五金股份有限公司(以下简称宏宝五金,股票代码为 002071)上市,上市公司更名为“长城影视”。本次收购交易对价 22.91 亿元,以资产置换和发行股份方式支付,估值增值率 381.05%,收购完成后,上市公司主业变更为电视剧的投资、制作及发行。

(一) 东阳长城业绩承诺的实现依赖于持续的收购

资产出售方承诺,东阳长城 2014 年至 2016 年归属于母公司所有者的净利润分别为 2.07 亿元、2.36 亿元和 2.61 亿元,合计 7.04 亿元,实现业绩 7.48 亿元,业绩实现率为 106.23%。但东阳长城业绩的实现得益于其不断的收购,2014 年和 2015 年,东阳长城以 16.48 亿元现金(置入上市公司时东阳长城仅有货币资金 4967.54 万元,此收购款基本来源于贷款)陆续收购了浙江光线、上海胜盟、东方龙辉、微距广告、玖明广告、浙江中影共 6 家广告公司,形成商誉 10.96 亿元,这些公司 2014 年、2015 年、2016 年为东阳长城贡献的净利润为 0.37 亿元、1.93 亿元和 2.32 亿元。

(二) 承诺期后业绩断层明显

承诺期后,东阳长城业绩急速下滑,2017 年亏损 -2195.89 万元;2018 年上半

年净利润为 7018.83 万元,仅为 2016 年净利润的 21.12%。

表 31-1 东阳长城承诺业绩和实际业绩

单位:万元

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年年中
承诺业绩	20,721.32	23,561.56	26,102.69	—	—
实现业绩	22,016.25	24,632.31	28,124.74	—	—
净利润	22,625.04	30,577.94	33,227.36	-2195.89	7018.83

(三) 投资者权益损害分析

收购前,上市公司总股本 1.84 亿股,持股 5% 以下的中小股东股权比例为 58.54%;上市公司归属于母公司的所有者权益是 3.06 亿元,每股净资产为 1.66 元/股。

资产置换和发行 3.41 亿股股份购买标的公司 100% 股权后,中小股东股权比例被稀释为 20.50%;发行股份增加 18.95 亿元所有者权益,而因标的公司交易对价 22.91 亿元大于净资产账面价值 6.51 亿元的部分冲减资本公积 16.40 亿元,上市公司所有者权益变成 5.61 亿元,每股净资产降低为 1.07 元/股。

2014 年至 2016 年,标的公司实现 8.64 亿元净利润,补回 8.64 亿元因收购减少的所有者权益,每股权益提高为 2.71 元/股,此时尚有 7.76 亿元所有者权益未补回,占比 47.31%。而标的公司在承诺期后业绩断层,2017 年至 2018 年中合计仅实现净利润 0.48 亿元,后续是否能补回全部所有者权益存在不确定性。具体权益的损害情况详见图 31-1。

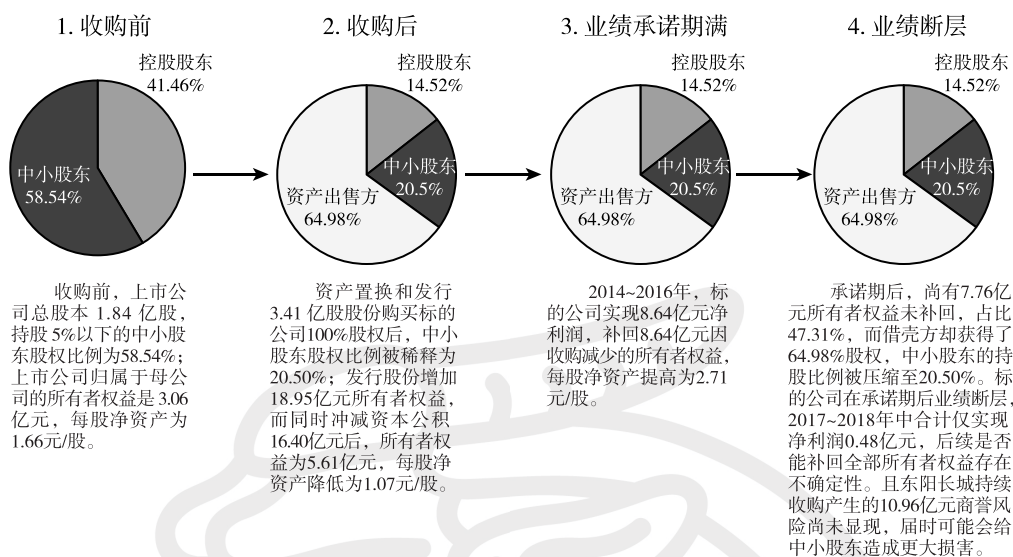


图 31 -1 长城影视重组上市对上市公司股权结构和每股净资产的影响