

闻泰科技“蛇吞象”并购半导体巨头

高估值高杠杆引市场关注

□本报记者 孙翔峰



虽然受到汇率等因素影响三季报出现亏损，闻泰科技却在半导体行业掀起波澜。10月24日，闻泰科技发布重大资产重组预案，公司拟计划通过发行股份及支付现金的方式购买半导体公司安世集团所有GP和LP份额，交易完成后，闻泰科技将成功控制荷兰半导体巨头安世集团。

跨界并购标的估值374亿元，闻泰科技需要支付的对价超过250亿元，并购资金来源、估值合理性等都引起市场关注。11月7日，闻泰科技在上交所举行重大资产重组说明会，对市场关注的问题予以回应。

跨界并购半导体巨头

根据公布的重组预案，闻泰科技分为两大步骤。2018年4月，上市公司子公司合肥中闻金泰组成买方联合体以114.35亿元的价款竞拍取得合肥广芯49.37亿元的LP财产份额，目前已经向合肥芯屏支付第一期款项，待上市公司股东大会审议通过及筹集资金到位后，上市公司拟向合肥芯屏支付第二期转让款项并实现交割。

在此基础上，上市公司以收购合肥广芯LP财产份额为契机，拟进一步取得安世集团的控制权。

具体方案为，在境内，上市公司拟通过发行股份及支付现金的方式分别收购合肥裕芯的12名股东（即12只境内基金）之上层出资人的有关权益份额。其中，包括12只境内基金中建广资产、合肥建广作为GP拥有的全部财产份额和相关权益（其中境内本次不参与交易的LP的5只境内基金中建广资产、合肥建广作为GP拥有的财产份额暂不交割），以及参与本次交易的7只境内基金之LP拥有的全部财产份额。

在境外，上市公司境外关联方拟通过支付现

金的方式，收购境外基金中智路资本作为GP拥有的全部财产份额和相关权益。就境外基金的LP份额，在上市公司取得对安世集团的控制权后，上市公司境外关联方拟通过支付现金的方式收购或回购境外基金之LP拥有的全部财产份额。

闻泰科技董事长张学政在重组说明会上介绍，安世半导体前身为恩智浦标准产品事业部，有60余年半导体专业知识，是全球分立器件、逻辑芯片和MOSFET市场领导者，其中分立器件全球第一，逻辑芯片和MOSFET功率器件全球第二。安世半导体集半导体设计、制造、封测于一体，属于典型的垂直整合半导体公司（IDM），盈利能力强。

“本次交易完成后，将成为中国目前唯一拥有完整芯片设计、晶圆制造、封装测试的大型IDM企业，未来在移动通信、智能汽车、物联网等领域都有强劲的增长潜力，发展空间巨大。”张学政表示，“随着5G进入商用阶段，万物互联及智能汽车时代已经来临，未来闻泰科技将基于安世芯片开发模组类产品，配合闻泰科技的软件、服务器、驱动程序、云服务能力，可在万物互联时代提供完整的系统解决方案，在智能汽车、智能硬件及智慧城市等应用领域具有巨大的发展潜力。”

标的估值引关注

交易方案显示，截止到2018年6月30日，安世集团的整体预估值为347亿元人民币，上市公司重大现金购买以及发行股份及支付现金购买资产交易合计对价为251.54亿元。

过高的估值引起市场关注。在2016年6月恩智浦曾将标准产品业务（后来的安世集团）转让给建广资产以及智路资本，至2017年2月7日交割时，其成本为27.6亿美元，以当时汇率计算约合191.64亿元人民币。

在一年半的时间，安世集团估值就增长了约148亿元，对于两次估值的巨大差异，闻泰科技在回复上交所的问询中称，“两次交易估值时间节点、方法和目的不同。”

不过安世集团净利润的成长性也令市场担

忧。恩智浦的年报数据显示，2015年度恩智浦的标准产品实现收入12.41亿美元，同比下降2.7%，2016年实现收入为12.2亿美元，同比下降1.7%，同时恩智浦估计2015至2019年，除射频和微波以外的分立器件市场的年复合增长率约为4%，标准逻辑器件市场的年复合增长率为1.1%，由此可见恩智浦的标准产品部已进入成熟阶段。而根据预案披露的安世集团模拟利润表计算，2017年安世半导体独立后，实现收入同比增长了22%，但同期净利润增长仅为1.98%。

对此，本次交易独立财务顾问华泰联合证券表示，安世集团2016至2017年收入大幅增长主要是安世集团在整个市场上产品的竞争力比较强，下游需求刺激业绩增长。此外，从恩智浦剥离出来之后公司加大了研发投入力度，优化了整个公司的产能效率，加大了人员激励。

华泰联合证券解释，2017年经审计后的净利润较2016年增长较小的原因是2016年模拟财务报表考虑了前次收购的评估增值。如果不考虑评估增值对净利润的影响，安世集团2016年和2017年的净利润分别是10.7亿元和12.74亿元，净利润率分别为13.83%以及13.49%，净利润的增长率为19.05%。

恩智浦2016年年报显示，其标准产品主要竞争力体现在成本优势、产品组合的丰富性和覆盖全球的分销体系及销售网络等方面。安世半导体本身的产品单价较低，也让投资者对于安世半导体的核心竞争力表示担忧。

“如果说它的量很大，价格很低，这是一个事实，但是并不代表价格低或者靠量做就是一个低端产品。”建广资产副总经理、安世半导体董事张新宇称，“安世价格低因为可以很好地控制产品的组合、控制产能。对生产材料、生产产品的供应商有很强的议价能力，所以它所控制的价格在保证质量先进的前提之下可以把成本降的很低。”

“蛇吞象”下的高杠杆

从交易方案来看，本次交易闻泰科技需要

支付的总对价为251.54亿元。其中拟以现金方式支付100.08亿元，拟以发行股份的方式支付84.41亿元，募集配套资金总额不超过46.30亿元。闻泰科技停牌前的市值不足200亿，公司3季报显示的货币资金为12.37亿元、可供出售金融资产截至上半年为5075万元。这次交易显然个是个典型的高杠杆“蛇吞象”交易。

闻泰科技的资产负债率截止到2018年前3季度高达77.35%，预计本次收购完成后，上市公司每年需要支付利息超过7亿元，其中约4亿元需要境外支付，约3亿元需要境内支付，资产负债率约为81.89%。

从账面上看，上市公司2017年实现的净利润仅为3.35亿元，2018年前三季度实现亏损1.61亿元，对于偿还借款本息的贡献较小。安世集团2016和2017年实现的净利润分别为8.03亿元和8.19亿元。但是由于安世集团前次收购安世半导体时的部分资金来源于银团长期贷款，2017年末安世集团一年内到期的非流动负债约为13.10亿元，长期借款为38.87亿元，安世集团控制权变更后，银团贷款可能被要求提前偿还，这一切都考验着安世科技的还款能力。

“境外安世集团经营情况比较稳定，2016年、2017年合并报表归属于母公司的净利润为8.2亿元，具有较强的盈利能力，若不考虑前置收购评估增值对安世集团的影响，安世集团2016年、2017年净利润分别为10.7亿元和12.74亿元，2017年2月到2017年末，经营现金流量净流入约19亿元人民币，现金流及业绩情况良好。上市公司收购完成后，预计安世集团良好稳健的盈利能力能够满足境外支付利息的需要。”闻泰科技财务总监曾海成解释。

曾海成进一步表示，上市公司三季度出货量和销售额均达到历史新高，业绩好转为支付利息提供了保障。另外公司处置地产还可以回笼部分资金，企业未来也可以择机通过股权、债权的融资方式补充上市公司资金。

东旭光电董事长王立鹏：OLED的电视使用面积明年将超过手机

□本报记者 李慧敏

多地出台政策扶持民营企业。东旭光电董事长王立鹏接受中国证券报记者专访时表示，公司相关产业受到产业政策支持，未来将在进一步聚焦光电显示主业，持续提升和发挥高铝盖板玻璃等尖端产品的竞争力的同时，强化新能源汽车、石墨烯产品应用与主业的协同，推进东旭光电的转型升级与业绩增长。

聚焦光电显示业务

光电显示材料产业一直是东旭光电的核心产业。

据介绍，截至2017年底，东旭光电拥有郑州、石家庄、芜湖、福州四大液晶玻璃基板生产基地，覆盖G5至G8.5液晶玻璃基板产品，产能稳居国内第一、全球第四。新品开发方面，2014年，公司推出国内第一款环保型铝硅酸盐超薄盖板玻璃

“王者熊猫”；2015年，研制出可实现360度弯曲、厚度达到0.3mm级的浮法盖板玻璃，产品已顺利通过华为、LG、小米等知名厂商认证，打破了高端盖板玻璃被美国、日本和德国公司的垄断。目前公司3D曲面玻璃盖板、彩色滤光片等业务相继实现批量供货，成为新的业绩增长点。

“ α -Si TFT-LCD仍然占据显示面板的主流方向，东旭光电现有生产规模最大的玻璃产品也应用于此。在G5/G6的基础上，通过上马高世代产线，我们的产品结构在质上有了新的突破。”王立鹏说，“今年相关玻璃产品的市场增长率不断提升。其中，高世代产线贡献了较大份额。”

“此外，OLED是玻璃行业的朝阳产品，代表行业发展方向。”王立鹏认为，“海内外不少龙头公司在布局OLED，我们凭借多年的技术沉淀，积极布局OLED领域，目前已经完成相关技术的前期储备。”

王立鹏表示，“OLED产品在手机上的应用要远远超过电视，后续将逐渐成为中小尺寸面板的主流。随着LG高世代OLED产线的启动，明年将产生新的拐点，OLED在电视上的使用面积可能首次超过手机。”

发力新能源客车等新产业

2017年，东旭光电完成了对上海申龙客车的收购，获得了新能源客车的生产牌照，进入新能源客车领域。2018年上半年，东旭光电累计销售2072台客车，同比增长17.53%。其中，新能源客车1696台，占总销售台数的82%，新能源客车销量同比增长33%。目前公司新能源客车业务保持了良好增长势头。

对近期市场热议的新能源车退补问题，王立鹏表示，“新能源车退补并不是坏事，汽车行业在做好的上市公司并不依赖补贴。东旭的新能源客车业务占公司营收比重越来越大，新能源客车板块的收入、规模越来越大。在去年基数较大的基础上，今年再次实现新的突破。”

“新能源客车是朝阳产业，很多企业都在追加投资，该产业领域空间还很大。”王立鹏认为，“我们会持续加强产业协同，进一步推进新能源客车业务发展。”

对于石墨烯产业，王立鹏表示，石墨烯产业作为东旭光电长期的战略定位不会变。随着产业链逐步推进，东旭将在石墨烯产业领域持续发力。

2018年上半年，东旭光电石墨烯产业化应用板块的营收同比增加高达3911%。据介绍，由东旭光电子公司明朔科技生产的石墨烯“超级灯”日前相继中标杭州、濮阳、张家口、牡丹江等地的路灯改造项目，订单总额达数千万元。公司推出的石墨烯LED灯具已在25个省级区域累计安装超10万盏，并以每年超过50%的速度增长。

截至目前，公司的石墨烯产业应用形成了石墨烯电采暖、石墨烯基锂离子电池、石墨烯节能照明及石墨烯防腐涂料四大系列，填补了石墨烯应用的空白。

“东旭石墨烯动力电池的研发不断推进，与汽车产业结合的石墨烯汽车底漆涂料等产品正在实验阶段。石墨烯行业比较新，还没有完全成熟的产品，市场标准也不成熟，谁往前走一步，谁就可能在这个行业领先。”王立鹏说，“我们已与西班牙加泰罗尼亚纳米科学和纳米技术研究所、新南威尔士大学、北京理工大学等院校及科研机构在石墨烯材料等领域深入开展产学研合作。”

“东旭光电从一个小制造厂起步，发展成为数千亿资产，拥有光电显示材料、新能源车等多元产业的大型集团，坚持自主研发、产业协同创新是重要原因。我们在光电显示领域有许多专利产品，而石墨烯的投资布局就起源于对显示材料的研发升级，最终发现石墨烯产业这块蓝海。未来石墨烯的产业化应用方面，将围绕显示材料方面进行创新。”王立鹏表示，“在突出主业的同时，公司其他产业的研发创新与光电显示材料产业相互协同，形成很好的联动效应。”

上市公司踊跃回购股份 市场效应分化

□本报记者 黄灵灵

上市公司股份回购成为市场热点。回购新规出台后，上市公司回购踊跃，但市场对不同企业的回购案反应出现较大差异，有的公司接连收获涨停板，有的公司则难以“刹住”。分析人士指出，上市公司应该根据自身经营以及现金流情况，灵活运用回购手段，避免盲目跟风。

实施回购

从目前情况看，新规对回购市场的影响较大。据Wind数据统计，截至11月7日，自新规发布后已有159家上市公司实施161笔股份回购，回购总额达134.29亿元。而10月13日—10月25日，仅75家公司实施80笔股份回购，回购总额为40.49亿元；去年全年回购款金额只有79亿元。多

位上市公司董秘对中国证券报记者表示，此次专项修订对上市公司是重大利好，并火速加入回购大军。

分行业看，实施股份回购公司主要分布在制造业和消费行业。财通证券策略报告显示，今年以来，上市公司股票回购笔数最多的行业分别为计算机、机械、电子、医药，分别为111笔、84笔、73笔和71笔。回购金额占行业整体流通市值比重居前的分别为商贸零售、传媒、轻工制造、家电和纺织服装，回购金额分别为31.64亿元、32.42亿元、10.34亿元、23.60亿元和7.09亿元。回购金额规模居前的则是传媒、商贸零售、医药、汽车和家电。

影响不一

回购新规的推出对相关上市公司的股价修复效应出现分化。

中国平安的千亿元回购案受到市场关注。10月29日晚间，中国平安发布公告称，拟回购总额不超过总股本的10%股份。以公司当时的市值计，回购资金超过千亿元。10月30日，中国平安股价高开高走。

此外，发布回购股份公告后，中文传媒、中设集团、东吴证券、英飞特、和晶科技、运达科技等公司股价“一路高歌”。其中，和晶科技于10月26日公告回购预案后，10月29日、30日、31日、11月1日收获4个涨停板。

不过，辉煌股份10月28日公告不超过2亿元的回购预案后，10月29日高开低走，最终收跌，报4.26元/股。

东北证券研究总监付立春对中国证券报记者表示，企业基本面情况、回购规模、回购实施程度等因素导致市场对相关企业的回购反应不一。

部分企业回购公告发布后，后续完成情况、实施程度没有及时披露，可能导致投资者对这些企业回购方案的可靠性和真实性存疑，相应的回购方案对股价的提振效应则会减弱。

付立春指出，回购股份对股价刺激的有效性在不同环境下大不相同。上市公司需从自身基本面出发，根据不同的市场环境、自身经营以及现金流情况，灵活地运用回购手段。

华创证券研究所分析师王君则指出，从股票回购对个股股价的影响层面看，大额回购短期通常能起到提振股价的作用；但长期看，需区分回购目的。上市公司回购分为主动式回购和股权激励注销回购。从长期来看，出于市值管理和进行股权激励计划或员工持股计划目的的大额回购稳定股价效果更明显，而股权激励注销的回购对股价的影响偏负面。

2018年以来，房地产行业融资成本整体高企，龙头企业也未能幸免。境内发债渠道紧缩受限，公司债的发行主体多数为港股上市房企，而境外发行公司债利率普遍超过8%。

以恒大为例，公司日前公告，发行了总额为18亿元的债券，所得款项主要用于为现有离岸债务再融资。其中，2020年到期的票据合计5.65亿美元，利率为11%；2022年到期的票据合计6.45亿美元，利率为13%；2023年到期的票据合计5.9亿美元，利率为13.75%。恒大集团董事局主席许家印及其全资拥有的Xin Xin (BVI) Limited各自认购了2.5亿美元的2022年票据及2.5亿美元的2023年票据，总额为10亿美元。

据方正证券统计，2017年万科公司的综合融资成本为5.10%，保利为4.82%，金地为4.56%，新城控股为5.32%，招商蛇口为4.80%，荣盛发展为6.50%，北辰实业为5.94%。

同时，偿债潮逼近，相关房企只得承受高额融资成本，暂时喘息。方正证券指出，2018年以来，房企将迎来信用债集中兑付期。2018年至2021年需偿付的信用债规模分别为1684亿元、4076亿元、5364亿元和6774亿元，兑付压力逐年递增。

易居研究院首席分析师严跃进对中国证券报记者表示，近年来，房地产行业融资成本逐年递增。这和企业增加融资渠道、引入高成本融资方式，以防范后续资金压力有关。

严跃进指出，2015年之前，房企融资成本普遍乐观，类似公司债发行相对宽松。2015年以后，管控逐步增强，2016年以来融资压力逐渐升级。从当前情况看，股权质押做法较为普遍。但由于股票价格波动较大，持续下跌导致此类融资风险加大。有的企业只能通过转让项目实现降杠杆。

11家上市房企全年业绩预喜 销售增速放缓

□本报记者 董添

Wind数据显示，截至11月7日，20家A股上市房企披露了全年业绩预告，11家预喜。部分中小房企依然迫于资金压力，无新增土地和新开工项目，逐步退出市场。在54家披露了全年销售目标的房企中，8家公司1—10月份已经超额完成了全年目标，13家公司的完率低于70%。业内人士表示，2018年以来，房地产行业融资成本高企，龙头企业也未能幸免。境内发债渠道紧缩受限，公司债发行主体多为港股上市房企；同时，境外发行公司债利率普遍超过8%。

业绩表现分化

数据显示，在上述发布了全年业绩预告的20家房企中，预增7家，略增3家，续盈1家，11家房企预亏，预亏比例达55%；略减3家，首亏2家，预减7家。此外，2家房企为业绩不确定。从目前情况看，出现一定程度分化。

大型房企业绩普遍预期较好。以荣盛发展为例，公司预计全年实现归属于上市公司股东净利润69.13亿元—80.65亿元，同比增长20%—40%。预计2018年度可结算项目增加结算收入。1—10月，公司共完成销售额679亿元，已超过2017年全年657.8亿元的销售额。

科信股份预计，全年实现归属于上市公司股东净利润30.07亿元—40.09亿元，同比增长50%—100%。有的房企尽管业绩大幅预增，但并非来自主营业务收入增长。以中华企业为例，公司预计全年实现归属于上市公司股东净利润25亿元—28亿元，同比增长581.62%—663.42%。对于业绩增长的主要原因，公司表示，2018年第四季度预计公司重大资产重组注入资产中的部分项目满足公司结转收入条件，注入资产所

产生的净利润约占公司2018年度净利润的80%左右。

部分公司预计全年首亏。中房股份表示，因主营房地产业务可销售房屋减少，预计全年累计净利润可能为亏损。同达创业表示，上年同期转让中投视讯股权产生的投资收益为2473万元，本期无股权转让投资收益，且持有的金融资产公允价值变动较大，预计全年累计净利润可能为亏损。

值得注意的是，中房股份已逐步剥离房地产业务。公司在2018年半年报中指出，上半年公司没有新增土地储备和新开工项目，开发资金紧张，房地产主营业务面临经营困境。公司正在进行重大资产重组，若重组成功，主营业务将彻底发生改变。

部分公司对外投资失利，影响业绩明显。以大名城为例，公司预计全年净利润与上年同期相比大幅下降，主要系受本年金融去杠杆化及资本市场波动影响，公司金控板块中租赁业务环上升，拨备计提较