

# 嘉化能源：重组不涉及AH股资产腾挪

## 将提高上市公司持续经营能力

□本报记者 高改芳 实习记者 黄鹏

3月6日下午,嘉化能源在上海证券交易所举行的重大资产重组媒体说明会上强调,公司以现金收购关联资产美福石化的交易不涉及实际控制人AH股资产腾挪。本次交易完成后,上市公司化工板块的产品结构将更加丰富,发展空间将得到进一步提升,有助于上市公司增强抗风险能力,提高持续经营能力。公司股票自2018年3月7日起复牌。



嘉化能源重组媒体说明会现场。

本报实习记者 陈一良 摄

### 不涉及AH股资产腾挪

1月24日,在停牌2个月之后,嘉化能源发布关于重大资产购买暨关联交易的公告称,公司拟支付现金购买诚信资本、浩明投资、江浩投资、炜宇实业、管浩怡投资合计持有的美福石化100%股权。由于交易对方的诚信资本、浩明投资、江浩投资、管浩怡投资受嘉化能源实际控制人管建忠控制,且管建忠、陈炯同时在嘉化能源及美福石化担任董事,因此,本次交易构成关联交易。

根据重组预案,2016年6月之前,标的公司由管建忠实际控制的香港上市公司中国三江化工所有。2016年6月和2017年7月,管建忠通过其控制的关联方以9.43亿的代价获得美福石化的82.85%的股权。而在本次重组交易中,嘉化能源拟以26.9亿元购买美福石化100%股权,管建忠及其一致行动人将获得22.29亿元的交易对价。

重组预案公布后,市场就质疑管建忠涉

嫌AH股资产腾挪。中证中小投资者服务中心(简称“投服中心”)更是在现场指出,如果本次交易最终实施,管建忠通过先将美福石化从其控制的香港上市公司中国三江化工置出,然后再置入其控制的A股上市公司嘉化能源,仅仅经过一年多的时间,净得收益12.86亿元。如此进行AH股交易安排,连续买卖美福石化,管建忠是否涉嫌套取上市公司利润进行利益输送。

对此,本次交易中介机构代表、独立财务顾问中信证券高级经理侯理想解释说,本次交易旨在丰富上市公司化工板块的产品线,增强公司运营能力和抗风险能力,不涉及进行利益输送情形。标的公司成立于2003年,由新加坡美福设立。2013年2月,由于美福石化装置运行不太稳定,出现了一定困难,在嘉兴港政府的协调下,2013年6月,三江化工通过增资获得51%的股权。

侯理想表示,收购时美福石化的业绩就存在一定波动。对于香港投资者来说,上市公司主业清晰才是最重要的。而三江化工主要产品是环氧乙烷,美福石化主营业务是燃料油的催化加工,因此,在香港投资者看来,美福石化当时业绩存在一定波动和与三江化工主业不完全一致,一定程度上影响了三江化工主业的清晰,对于美福石化盈利能力存在一定的疑虑。

2016年初,为了提振香港投资者信心,同时出于为三江化工未来发展提供资金的考虑,三江化工决定进一步精简业务线条。侯理想指出,此时管建忠考虑到美福石化当时盈利能力尚存在一定不确定性,决定承担相关业务风险,回购了美福石化51%的股权。

“目前,美福石化运营模式已经稳定,我们认为进一步整合管建忠旗下化工业务板块下的相关资产,将标的资产整合至上市公司旗下是一个比较合适的时机。”侯理想表示。

### 高估值存在一定的合理性

除了交易所引发的AH股资产腾挪的质疑,本次交易标的资产的高溢价也是市场和说明会上关注的焦点。

根据重组预案,本次交易标的资产美福石化100%股权的预估值为26.9亿元,较评估基准日(2017年12月31日)账面值58,056.57万元增值210,943.43万元,增值率达363.34%。

市场上对美福石化的高估值一直质疑不断。在2016年6月三江化工出售美福石化51%股权交易中,国富浩华(香港)咨询评估有限公司以2016年3月31日为评估基准日,采用市场法进行估值的结果为59,492.20万元,远低于此次的估值26.9亿元。同时,美福石化所属的行业业绩受原油价格波动影响存在不稳定性,2013年、2014年、2015年的净利润分别为1.04亿元、-1.36亿元和7500万元,就充分说明了这一点。投服中心在现场更是指出,“基于行业景气时的估值可能导致估

值偏高”。

对此,侯理想回应道,由于充分考虑到企业现有资产情况以及企业未来盈利能力,估值选取了收益法预估值作为参考依据。2015年之前,美福石化采取固定价格采购燃料油,当时进口燃料油周期比较长,价格波动造成公司业绩波动,2014年和2105年的燃料油价格下跌就直接影响了美福石化2014年和2015年经营业绩。

侯理想表示,2015年,美福石化对采购和销售采取密集化的管理模式,建立了严格管理燃料油和产品价格波动,赚取稳定加工利益为主的经营模式。根据产量进行预购订货,使得燃料油采购价格确认时间与预购订货时间相匹配,有效控制了产品价格波动对公司业绩影响,从而使得2016年和2017年美福石化经营业绩不断提升。“业绩提升是本次估值提升的主要原因。”

侯理想进一步解释,本次评估基准日是

2017年12月31日,前次评估基准日是2016年3月31日,已经过去了1年零9个月。2017年净利润为2.38亿元,此次预估值为26.9亿元,对应的倍数是11.31倍。根据交易对方签署的盈利预测补偿协议,美福石化2018年、2019年和2020年度实现的扣除非经常性损益后的净利润分别是3.14亿元、3.29亿元和2.48亿元,为了进一步保障收购完成后上市公司中小投资者的利益,彰显美福石化的股东对于美福石化经营业绩的信心,在已签订的《盈利预测补偿协议》的基础之上,又补签了《关于增加业绩承诺的承诺函》,2021年和2022年合计实现的扣除非经常性损益后的净利润不低于6.3亿元。“根据交易标的的行业属性选取了可比公司的市盈率大概平均值是18.86倍,中位数19.29倍,同时我们也通过公开资料查询发现可比交易的市盈率的中位数是15.36倍,平均值是16.91倍。通过侧面印证了本次交易价格估值合理性。”

### 2020年业绩预测下滑事出有因

重组预案公布之后,美福石化的持续经营能力就备受市场质疑。尽管根据《盈利预测补偿协议》,交易对方承诺:美福石化2018年、2019年和2020年度实现的扣除非经常性损益后的净利润分别是3.14亿元、3.29亿元和2.48亿元,但2020年预测的业绩大幅下滑还是大大加重了投资者的质疑。

中国证券报记者就对美福石化的业绩受燃料油价格波动的影响提出了疑问。对此,侯理想回应说,公司从2014年四季度到2015年初确实经历了燃油价格暴跌的情况,当时原油从每桶100美元跌到45美元、50美元,这是很多年少的情况。美福采购的盈利模式还是比较传统的,所以导致采购周期比较长,进口原油产生了损失。“2015年,美福石化就吸取了教训,对于采购销售采用一体化的管理模式,先是预购订货,先确定销售,通过销售确定加工和采购。”

侯理想表示,“美福石化对进口燃料业务进行定价权掌控,使得燃料油的进口、采购的时点和产品销售时点保持基本一致,从而形成美福石化稳定赚取利润的模式。最终,尽管2015年初原油价格继续下跌,但2015年还是盈利7500万元。2016年和2017年公司继续坚持这一策略,不断进行优化,2016年和2017年公司业绩不断提升,盈利能力不断向好。”

“2020年预测的业绩为何会大幅下降,主要还是石化行业的特点造成的。美福石化所属的行业每3年就会对催化剂进行更换或者再生,同时对相应装置进行大修或者检修,时间是51天。2017年,美福石化进行了51天的大修,停工并更换再生催化剂。3年一个周期,所以我们会看到2020年度收入和利润会相应下降,但2021年和2022年就会恢复到原来的水平。”侯理想解释道。

管建忠补充说,本次交易前,上市公司是中国化工新材料(嘉兴)园区核心企业,主营业务为嘉兴市乍浦经济开发区及周边企业提供蒸汽,生产并销售邻对位、脂肪醇(酸)、氯碱及硫酸系列化工产品、光伏发电及装卸业务。而美福石化同样坐落于中国化工新材料(嘉兴)园区,多年来主要从事丙烯、混合二甲苯、苯、热传导液、液化石油气等石油化工产品相关的生产、销售与技术看研。

“随着原油价格的企稳及石油化工产业链下游景气度的回升,上游产业规模的扩张和产业升级将促进中游基础有机化学产业的发展,同时,下游产业的发展带动整体石油化工行业需求的持续增长。本次交易完成后,上市公司化工板块的产品结构将更加丰富,发展空间将得到进一步提升,有助于上市公司增强抗风险能力,提高持续经营能力。”管建忠强调。

## 投服中心四问嘉化能源重大资产重组

□本报记者 高改芳 实习记者 陈一良

3月6日下午,在嘉化能源重大资产重组媒体说明会上,中证中小投资者服务中心(简称“投服中心”)就关联交易是否涉嫌利益输送、标的资产估值是否合理、标的资产经营是否稳定以及交易完成后的关联交易是否符合重组规定四大问题,要求嘉化能源作进一步解释。

### 关联交易是否涉嫌利益输送

投服中心指出,2016年6月前,本次交易标的公司美福石化由香港上市公司中国三江化工所控制,实际控制人为管建忠。此后,管建忠分别于2016年6月、2017年7月通过两次股权转让,将美福石化置入自己的持股平台下,管建忠及其一致行动人持有美福石化82.85%股权,为美福石化的实际控制人。在本次重组交易中,嘉化能源拟购买美福石化100%股权,交易双方的实际控制人同为管建忠,本次交易构成关联交易。

重组预案披露,本次交易美福石化100%股权交易对价为26.9亿元,管建忠及其一致行动人将获得22.29亿元的交易对价。由此可见,如果本次交易最终实施,管建忠通过先将美福石化从其控制的香港上市公司中国三江化工置出,然后再置入其控制的A股上市公司嘉化能源,仅仅经过一年多的时间,净得收益12.86亿元。如此进行AH股交易安排,管建忠先生是否涉嫌套取上市公司利润进行利益输送,进而侵害嘉化能源及广大中小投资者的利益?

预案披露,本次交易26.9亿元对价全部使用现金支付。投服中心据此进一步指出,根据嘉化能源流动资产为29.67亿元,高于本次交易对价。而嘉化能源2014至2016年负债率均超过40%,2017年9月30日降为23.68%。嘉化能源在公司货币资金并不充裕、负债较高的情况下,本次关联交易全部以现金对价支付是否合理,是否属于实际控制人利用关联交易掏空上市公司?

### 标的资产估值是否合理

投服中心指出,本次交易以2017年12月31日为评估基准日,采用收益法评估,美福石化100%股权的预估值为26.9亿元,增值率为363.34%,但基于行业景气时的估值可能导致估值偏高。

根据中国三江化工于2016年6月17日发布的关于出售美福石化51%股权情况的公告,美福石化2013年、2014年、2015年的净利润分别为1.04亿元、-1.36亿元和7500万元。根据重组预案,美福石化2016年、2017年净利润分别为1.78亿元、2.38亿元。由此可知,2015年至2017年,美福石化净利润增长迅速,年均复合增长率55.22%。近年来净利润大幅增长的原因是什么?预案第144页披露“燃料油采购价格的波动会直接影响美福石化产品的销售价格,两者价格呈正相关关系;企业的生产加工利润空间基本稳定”,近年来净利率大幅增长与上述利润空间基本稳定的描述是否相互矛盾?

预案披露,本次收益法预估采用的原材料采购价格与产品销售价格均为2017年的均价,并假设在预测期内保持不变。投服中心提出,石油化工行业具有一定周期性,本次基于行业景气时所做

估值,是否会导致估值偏高?而美福石化2018年至2020年的预测净利润分别为3.14亿元、3.29亿元、2.48亿元,其中2018年环比增长31.93%,2019年环比增长4.78%,而2020年却环比下降24.62%,2020年的盈利预测为何大幅下降,这是否恰恰表明公司现有的经营业绩不具有可持续性?

### 标的资产经营是否稳定

针对标的资产经营稳定性的问题,投服中心首先提出客户集中度是否存在潜在风险。美福石化2016年、2017年对前五大客户的销售收入占同期营业收入的比例分别为71.3%、61.95%,客户集中度较高。客户集中度较高使得公司风险抵御能力减弱,美福石化能否与大客户建立持续、紧密的合作关系,将直接影响到标的资产经营的稳定性。美福石化前五大客户的名称及销售占比分别为多少,美福石化是否存在严重依赖前五大客户的情况?

投服中心进一步指出标的资产负债结构不合理。美福石化属于石油化工行业,其所经营的燃油提炼业务一般需要庞大的资金开支及运营资金需求,而美福石化的资金大部分是债务性资金,权益性资金较少,导致了较高的资产负债率。

预案披露,美福石化2016年和2017年负债率分别为16.92%和11.45%,资产负债率分别为83.51%和66.34%。经查询美福石化估值参考的7家可比上市公司的财务指标,2016年资产负债率分别为:上海石化26.65%、美锦能源41.26%、华锦股份64.67%、金能科技36.44%、陕西黑猫58.5%、开滦股份56.95%、石大胜华27.52%,7家公司资产负债率的平均值为44.57%。可见美福石化的资产负债率远高于可比上市公司的平均水平,美福石化的生产运营是否严重依靠负债?

此外,就负债结构而言,投服中心指出,美福石化2016年和2017年流动负债占总负债的比例均超过99%,流动比率分别为61.59%和73.03%,资产流动性较差,美福石化负债结构不甚合理。预案披露,截至2017年12月31日,公司短期银行借款余额2.93亿元,应付账款3.62亿元,向三江化工借款2.72亿元,美福石化的短期偿债能力如何保障,现有负债结构是否会对美福石化的资金链产生不利影响,进而影响公司的稳定发展?

### 交易完成后的关联交易是否符合重组规定

预案显示,本次交易完成后,美福石化将纳入嘉化能源的并表范围,美福石化与嘉化能源的交易将作为内部交易抵消。同时,嘉化能源也将因美福石化新增与中国三江化工之间的关联交易,但预案并未披露新增关联交易、抵消关联交易的金额。

投服中心指出,通过查阅嘉化能源2016年年报和中国三江化工2016年年报可知,2016年,嘉化能源与美福石化之间的关联交易金额累积约为5972.8万元;中国三江化工与美福石化之间的关联交易累积额为20428.3万元。如依据上述数据推算,重组完成后嘉化能源将新增14455.5万元的关联交易额。《重组管理办法》第十一条规定,上市公司实施重大资产重组,应当有利于上市公司在业务、资产、财务、人员、机构等方面与实际控制人及其关联人保持独立,符合中国证监会关于上市公司独立性的相关规定。上市公司及中介机构详细披露本次交易后新增关联交易、抵消关联交易的金额,并说明本次重组是否符合这一规定。

## 化工行业多家公司业绩向好

□本报记者 李慧敏

Wind统计显示,截至3月6日,19家发布一季度业绩预告的化工企业中,17家公司实现净利润增长,行业向好势头明显。化工产品价格上涨,成为推动行业盈利的主要原因。

### 多家企业净利润增长

数据显示,在发布一季度业绩预告的19家化工企业中,其中9家公司预告净利润增长,6家公司预告净利润略增,2家公司预计实现扭亏,2家公司预计净利润略减。

方大化工预计,今年一季度公司归属于上市公司股东的净利润为1.05亿元-1.2亿元,比上年同期增长259%-311%。公司表示,业绩增长的主要原因是,一季度受国家宏观经济形势影响,公司化工主业维持较高景气度,化工产品销售价格较去年同期大幅上涨,产品毛利率提升。同时,公司优化内部管理,管理效率进一步提升,化工板块盈利预计增长225%-269%。

雅本化学预计,今年一季度净利润较去年同期大幅提升。公司一季度预计实现归属于上市公司股东的净利润为3458.20万元-3976.93万元,比上年同期上升100%-130%。公司表示,业绩增长原因是,根据公司经营情况及已签订的订单情况,公司农化、医化高端定制业务仍将保持高速增长,产能继续扩充,多个新产品开始量产。

利尔化学预计,今年一季度归属于上市公司股东的净利润区间为9896.74万元-11643.22万元,净利润变动幅度为70%-100%。公司表示,业绩增长系公司主要产品的产销量与去年同期相比增长所致。

2017年以来,随着供给侧改革的推进,尿素等相关化工产品去产能效果明显,叠加行业回暖等因素,供需情况有所好转,多种化工产品价格上涨,

行业盈利增强。

新时代证券数据显示,上周有机硅报价提高500元/吨至2.95万元/吨,其下游生胶、107胶等产品也纷纷跟涨。R134a上周报价上涨至3.2万元/吨,而之前一周为2.95万元/吨;R22报价上涨至1.9万元/吨,之前一周为1.65万元/吨。3月1日,分散黑ECT 300上调出厂价至50元/公斤,较去年同期增长78%。

### 龙头企业全产业链布局

化工板块一季度行情获市场看好,化工景气指数开春持续上涨。

随着化工行业盈利增长,行业集中度上升,一些龙头企业纷纷进行全产业链布局,向上游延伸,或建立涵盖多产业的工业产业园,提升全产业链核心竞争力。在环保约束力增强的情况下,这些具备多重优势的龙头企业受到市场关注。

鲁西化工在公司新化工园区已初步形成了煤、盐、氟、硅、石化工新材料的循环产业链条,主营产品覆盖基础化工、化肥和化工新材料三大类。

华泰证券研报指出,万华化学TDI、PC、大乙烯及新材料项目持续推进,公司产业链日趋完善。公司30万吨TDI项目预计今年建成投产;7万吨PC项目一期已经建成,13万吨PC项目二期预计年底建成投产;100万吨轻烃(主要是丙烷)裂解制乙烯项目进入安评、环评审批;其他水性涂料、TPU、ADI等新材料的扩能和建设也在稳步推进中。

方大化工表示,公司已形成了以烧碱、环氧丙烷、聚酯三大引进装置为主的大工业化生产格局。主要销售对象包括化纤、医药、聚氨酯、建筑等下游产品生产企业,产品用途较为广泛。利尔化学业绩大幅增长,主要受益于公司主营产品草铵膦量价齐升。公司除继续增加草铵膦产能外,太平洋证券指出,公司还预计在四川广安地区建设1000吨丙炔氟草胺和1000吨氟环唑项目。