

“上市公司并购上市公司”案例再现 A股公司产业整合新路径浮现

□本报记者 任明杰 杨洁

在A股市场如火如荼的控制权转让交易中，再次出现了上市公司收购另一家上市公司控制权的案例。10月15日早间，顾家家居公告称，拟以不低于13.8亿元的价格收购喜临门控股股东华易投资持有的不低于9081.73万股喜临门股票，交易完成后将持有喜临门不低于23%的股权，成为喜临门的第一大股东。

这则罕见的“上市公司并购上市公司”的案例，或成为产业整合的新路径：随着二级市场的大幅调整，很多基本面良好的上市公司显露出估值上的吸引力，有望成为以产业整合为并购逻辑的上市公司的新“猎物”。同时，这一案例中还罕见地进行了业绩对赌。可以看出，在产业整合逻辑中，看重的并不是“壳价值”，而是壳内的业务质量。

有备而来

顾家家居这次大手笔收购喜临门控制权看起来有备而来。

刚刚过去的9月份，顾家家居发行了规模为10.97亿元的可转债，储备了雄厚的资金实力。此外，公司9月18日晚间公告称，控股股东顾家集团获得奋华投资15亿元货币增资。增资完成后，奋华投资将持有顾家集团20%的股权，成为其强力股东。

根据公告，顾家家居将以不低于13.8亿元的价格，收购喜临门控股股东华易投资持有的不低于9081.73万股喜临门股票。交易完成后，顾家家居将持有喜临门不低于23%的股权，成为喜临门的第一大股东，喜临门则成为顾家家居的控股子公司，从而可能导致喜临门控股股东及实际控制人变更。

本次交易的价格为不低于15.2元/股，较之喜

临门10月12日收盘价11.66元/股溢价30%。天风证券称，由于涉及控制权变更，因此该溢价比较合理。公告发布后，喜临门经过小幅波动后，最后以涨停收盘。与之相比，顾家家居在开盘冲高后一路下跌，最后以下跌2.31%收盘。

值得注意的是，与常见的上市公司收购非上市公司资产，或者非上市公司收购上市公司控制权相比，上市公司直接收购上市公司控制权的案例在A股市场罕见。

此前的2008年2月，美的电器以16.8亿元的价格收购当时国内洗衣机行业排名第二的小天鹅24.01%的股权，成为小天鹅第一大股东。2013年，美的集团吸收合并美的电器上市，小天鹅大股东由此转变为美的集团。此后，美的集团通过部分要约收购的方式，进一步加强了对小天鹅的控制权。

2009年，秦岭水泥控股股东陕西省耀县水泥厂拟将所持秦岭水泥法人股转让给冀东水泥。如果转让得以实施，耀县水泥厂将不再是秦岭水泥第一大股东、实际控制人。后来经过一系列波折，2010年6月，所有股权转让手续办理完成，冀东水泥合计持有秦岭水泥股份1.23亿股，占比18.56%，成为公司控股股东和实际控制人。

产业整合新路径

华易投资为什么要将喜临门的控制权拱手相让，上市公司直接并购上市公司会否成为未来的趋势？

天风证券认为，本次收购的主要触发点是喜临门大股东可交换债的偿还压力导致。华易投资于2016年发行了4期可交换债，累计金额10亿元，将于2019年陆续到期，转股价与公司当前股价明显倒挂。同时，家居板块估值受制于房地产弱势表现。本次收购完成后，大股东将有充足流动性偿还可交换债债务。

投行人士指出，除了喜临门大股东应对偿债压力之外，从顾家家居的角度而言，推动此次交易的内在动力是产业并购的逻辑升温。

华泰联合证券并购部董事总经理劳志明接受中国证券报记者采访时表示，“上市公司直接并购上市公司的案例以后会越来越多，因为上市公司的‘壳价值’越来越弱。眼下很多上市公司的基本面不错，估计已经跌到了合理水平，从产业并购的角度看很有吸引力。”

今年以来，即便算上10月15日的涨停，喜临门的下跌幅度高达30.43%，16倍的PE处于合理区间。同时，喜临门基本面良好，今年上半年，喜临门实现营业收入18.44亿元，同比增长55.62%；归属于上市公司股东的净利润1.23亿元，同比增长29.55%。

正如美的集团和小天鹅均处于电器行业，冀东水泥和秦岭水泥均处于水泥行业一样，顾家家居和喜临门均处于家居行业，两者的主营业务均为床垫、软床、沙发及配套产品等。顾家家居称，若本次意向书顺利履行，喜临门将成为顾家家居的控股子公司，预计未来可以为公司带来相应的产业整合资源协同机会和经营与投资收益。

亲身经历过冀东水泥收购秦岭水泥案例的长城证券并购部总经理尹中余告诉中国证券报记者，“上市公司并购上市公司的案例罕见，但是一个好现象。这说明上市公司的‘壳价值’已经不足以成为此类并购的障碍。更重要的是符合产业整合逻辑，顾家家居收购喜临门有利于通过产业整合提升竞争力。”

看重“壳内价值”

值得注意的是，上市公司收购非上市公司资产时，业绩对赌是一种惯例。但在控制权转让交易中，极少出现对赌的情形。顾家家居收购喜临门则明确约定，本次交易涉及业绩承诺与对赌，

具体以双方签订的正式股权转让协议内容为准。

随着A股市场控制权转让的如火如荼，之前在中超控股、松发股份和合力泰三个控制权转让案例中出现了业绩对赌。研究机构添信资本介绍，控制权转让交易中业绩对赌并不常见。通常在控制权转让交易中，买方更加看重的是“壳价值”，而不是“壳”的业务价值；而卖壳方通常也不愿做出业绩承诺。

不过，随着卖壳方的产业逻辑增强，在控制权转让交易中，卖壳方的业务质量越来越被看重。比如，合力泰控制权的接盘方福建省电子信息集团与合力泰在业务经营上有一定的交叉，并均处于电子元器件行业。同样，顾家家居与喜临门主营业务相似，同处于家居行业。而买壳方希望通过业绩对赌绑定卖壳方，防止业绩“变脸”。

尹中余则对中国证券报记者表示，“产业逻辑的并购，特别是收购上市公司控制权，不一定非要通过业绩对赌绑定原控股股东。一方面，双方处于同一个行业，相互之间比较了解，出现业绩‘变脸’的概率不大；另一方面，相对于收购非上市公司的资产，上市公司的财务比较透明。所以，即便有业绩对赌，要求也不会特别高。”

比如，在松发股份的控制权转让案例中，业绩承诺的要求就非常低。卖壳方林道藩、陆巧秀和林秋兰仅承诺松发股份2018年-2020年净利润均不低于3000万元。而之前松发股份收购醍醐兄弟时，交易对方也做出了业绩承诺。按此计算，只要醍醐兄弟能完成业绩承诺，松发股份完成业绩承诺毫无压力。

在合力泰的案例中更是出现了双向对赌。卖壳方未完成业绩承诺需要做出业绩补偿，但如果超额完成，买壳方则承诺将一定程度奖励核心经营团队。业内人士分析，虽然顾家家居收购喜临门的业绩对赌需要等签订正式的股权转让协议时才能确定，但预计业绩承诺的要求不会特别高。

多地秋季 水泥行业将限产

□本报记者 董添

近期，安徽、黑龙江等地区陆续出台秋季水泥限产计划，将实行错峰生产。业内人士称，水泥行业旺季已经来临，多地区水泥价格持续攀升。随着秋季限产政策陆续出台，价格有望进一步攀升。当前P.C 32.5R袋装主流出厂价在350元/吨左右；P.O 42.5散装主流出厂价在450元/吨左右，今年以来上涨幅度较大。水泥价格高企使得相关上市公司业绩亮眼。

实施限产

安徽省水泥协会对外披露，安徽省将于2018年11月1日至2019年2月份实行水泥错峰生产。正在起草相关文件，最终发布时间待定。

根据《安徽省打赢蓝天保卫战三年行动计划实施方案》，推动实施一批水泥、平板玻璃、焦化、化工等重污染企业搬迁工程；严禁新增水泥等产能；严格执行水泥等行业产能置换实施办法。加大秋冬季工业企业生产调控力度，制定错峰生产方案，实施差别化管理。要将错峰生产方案细化到企业生产线、工序和设备，载入排污许可证。

业内人士称，安徽此次实行水泥错峰生产，主要源于当地较大的环保压力。根据上述方案，到2020年，全省二氧化硫、氮氧化物排放总量均比2015年下降16%；PM2.5未达标地区浓度比2015年下降18%以上，重度及以上污染天数比率较2015年下降25%以上；全面实现“十三五”约束性目标。

此外，近期发布的《关于黑龙江省2018-2019年度水泥错峰生产工作的通知》要求，自2018年10月20日至2019年4月20日，全省境内所有水泥熟料生产企业全面实行错峰生产。其中，承担协同处置城市生活垃圾及有毒有害废弃物等任务的生产线原则上可以不进行错峰生产，应适当降低水泥生产负荷。

旺季来临

目前水泥行业旺季已经来临。数字水泥网监测显示，过去一周，天津、山西、江苏、山东、安徽、广西、湖南等地水泥价格上涨，幅度在10元-30元/吨。百川资讯报价显示，目前P.C 32.5R袋装主流出厂价在350元/吨左右；P.O 42.5散装主流出厂价在450元/吨左右。

数字水泥网CEO陈柏林对中国证券报记者表示，多地水泥价格坚挺，局部地区仍有上涨动力，且整体库存较低。从各地陆续出台的冬季错峰生产方案看，执行时间多在11月初或中旬。供给减少预期可能推动水泥价格继续攀升。

华创证券认为，今年以来水泥需求较为稳定，房地产投资虽增速整体缓慢回落，但基建投资起到“稳增长”作用。分区域来看，华东、东南、中南地区需求高于全国平均水平。水泥行业目前进入季节性旺季，水泥价格持续上涨。随着多地错峰生产方案陆续出台，将进一步支撑价格持续走强。

水泥价格上涨，相关上市公司受益。Wind数据显示，截至目前，4家水泥上市公司发布了前三季度业绩预告，全部预喜。其中，冀东水泥、上峰水泥、华新水泥预增，福建水泥扭亏，且归属于上市公司股东净利润增长幅度均超过100%。

以华新水泥为例，公司预计1-9月实现归属于上市公司股东净利润23.12亿元-24.12亿元，同比增长220%-230%。公司表示，受益于供给侧结构性改革大力推进，供求关系有所改善，公司主营产品水泥和熟料价格上涨幅度较大，同时运营管理进一步改善。

赤峰黄金股东王国菊 违规减持被公开谴责

□本报记者 周松林

据上交所10月15日消息，赤峰黄金股东王国菊在减持股份方面存在违规事项，上交所决定对其予以公开谴责。此项纪律处分将通报内蒙古人民政府，并记入上市公司诚信档案。

经查明，王国菊及其一致行动人合计持有赤峰黄金无限售条件流通股14055.87万股，占公司总股本的9.85%。其中，王国菊持有2519.26万股，占总股本的1.77%，系其于2015年认购的公司非公开发行股份。2018年6月11日至13日，王国菊通过上交所集中竞价交易系统减持1042.303万股，占公司总股本的0.7345%。

上交所表示，王国菊及其一致行动人作为赤峰黄金持股5%以上股东，其通过集中竞价交易减持其前期认购的非公开发行股份，未按规定提前15个交易日预先披露减持计划，直至2018年6月15日才就前述股份买卖情况履行信息披露义务，且违规减持数量巨大，情节严重。

多家公司布局下一代LED显示技术

□本报记者 吴科任

Mini LED量产出货后，华灿光电计划重金加码该领域。公司10月14日晚公告，拟定增募资21亿元，其中7.51亿元将投向白光LED、Mini/Micro LED开发及生产线扩建项目。项目总投资25亿元。业内人士指出，Mini/Micro LED技术近年来发展迅速，上市公司积极布局。

25亿元加码新技术

Mini/Micro LED被认为是下一代LED显示技术的重要发展方向。通过该技术LED芯片尺寸将进一步缩小，可以在显示领域不断拓展应用。随

着研发不断深入，Mini/Micro LED技术在亮度、分辨率与可靠性等方面均取得长足进步。

华灿光电此次白光LED、Mini/Micro LED开发及生产线扩建项目总投资为25亿元。公司表示，若本次实际募集资金不能满足上述全部项目投资需要，资金缺口将由公司自筹解决。

华灿光电指出，基于公司已有技术和业务基础，实现白光LED、Mini/Micro LED的产业化，深入布局下一代显示技术。白光LED具有高亮度、高效率、低成本的特点，主要应用于户内外显示屏、交通信号灯、车用照明等领域；Mini/Micro LED具有微小像素尺寸、超高分辨率、广色域和高对比度的特点，可作为新型背光源、显示

光源，广泛用于智能手机、平板电脑、VR/AR设备、可穿戴设备等多种消费电子产品。

根据华灿光电的测算，白光LED、Mini/Micro LED开发及生产线扩建项目实施完毕后，预计实现年均利润总额3.76亿元，项目整体内部收益率为15.98%。

大规模商用仍需等待

“目前国内主要两类型公司参与Micro/Mini LED的研发及生产。一类是以京东方、华星光电、深圳天马为代表的显示面板企业，积极投入Micro/Micro LED的技术研究。”群智咨询首席分析师陈军告诉中国证券报记者，另一类

是以传统LED芯片为代表的厂商，包括三安光电、华灿光电等。国内开展Micro/Mini LED研发的企业以LED芯片公司居多。

据了解，三安光电已给韩国三星供货，提供大尺寸Micro-LED显示屏所用芯片；华灿光电2018年Mini LED成功量产，项目整体内部收益率为15.98%。

大规模商用仍需等待

中国科学院院士、南京大学郑有炡教授近日表示，Mini LED是Micro-LED的过渡，目前的发展重心在Mini LED。未来五年将是Micro LED新的发展周期。美国工程院院士邓青云则指出，新的显示技术短期难以超越LCD或OLED。

多地出台政策促进消费

□本报实习记者 潘宇静

消费领域近期频获利好。在进一步激发居民消费潜力，依靠改革创新破除体制机制障碍，积极培育重点消费领域细分市场，全面营造良好消费环境的背景下，海南、四川等地出台政策促进消费。

推动消费升级

根据近日发布的《支持海南全面深化改革开放有关财税政策的实施方案》，将进一步完善离岛免税购物政策和离境退税政策。

《方案》指出，将扩展离岛免税购物政策适用对象范围到乘船旅客，实现离岛旅客全覆盖，

研究增设免税店，提高年度免税购物限额。

业内人士指出，海南省将大力推动旅游与文化、体育等领域的融合发展，加快建设具有世界影响力的国际旅游消费中心。

据海关初步统计，前三季度广东实现外贸进出口总值5.2万亿元，同比增长5.9%，占全国进出口总额的23.4%。广东省商务厅表示，下一步，广东还将出台稳定外贸促消费措施。

四川省政府则印发了《进一步扩大和升级信息消费持续释放内需潜力实施方案》，将扩大和升级信息消费。明确到2020年，四川省信息消费规模预计达5000亿元，年均增长16%以上。四川省将加快信息基础设施提速升级，持续开展网络提速降费行动，加快5G网络试点、建设和正

式商用。

多行业受益

根据国务院办公厅近日印发的《完善促进消费体制机制实施方案（2018-2020年）》，进一步激发居民消费潜力，依靠改革创新破除体制机制障碍，积极培育重点消费领域细分市场，全面营造良好消费环境，不断提升居民消费能力，更好满足人民日益增长的美好生活需要。

根据上述方案，将进一步放宽服务消费领域市场准入，涉及旅游、文化、体育、健康、汽车、食品饮料等领域。

对于海南的上市公司而言，华创证券认为，海南具备免税购物、邮轮旅游、医疗养老、赛马运

动等独特优势，打造国际旅游消费中心，有望使海南旅游产业迎来长期高速发展。

健康领域，华金证券认为，随着社会办医支持力度加大，未来放宽民营医疗机构大型医用设备配置是趋势。民营医疗机构对大型医用设备的采购更加灵活，有助于弥补公立医院资源不足以不均衡，促进民营医疗机构快速发展。

对于汽车领域，华泰证券认为，在政策刺激下，汽车消费需求有望在下半年汽车进口关税降低后逐渐释放。同时，消费升级带动农村地区对于汽车的购置需求。

此外，中航证券指出，乳业作为食品饮料的重要子行业，在经历了近十年的阵痛后，涅槃重生走出了低谷期。

振芯科技董事长莫晓宇：

解散国腾电子集团不是为争上市公司控制权

□本报记者 康曦

振芯科技控股股东成都国腾电子集团有限公司（简称“国腾电子集团”）解散的诉讼成为近期市场热点。2018年年初，国腾电子集团股东莫晓宇、谢俊、柏杰、徐进起诉至法院，要求解散国腾电子集团。一审判决解散国腾电子集团，但国腾电子集团股东何燕不服一审判决结果，已提起上诉。针对这起诉讼的前因后果，振芯科技董事长莫晓宇近日接受中国证券报记者独家采访时表示，“这不是上市公司控制权之争，其唯一目的是为了摆脱困境挽救企业。之前我们与何燕进行了近两年的沟通，一直无法达成一致意见，只能依靠诉讼。”

发展受到严重阻碍

中国证券报：为何要解散国腾电子集团？
莫晓宇：何燕是通过控股股东国腾电子集团51%的股权而成为振芯科技实际控制人。如果何燕个人直接持股，就可不被视为振芯科技的实际控制人。何燕被捕及判刑后，其持有的国腾电子集团股权数次出现被司法机关冻结的情形。这将国腾电子集团及下属企业拖入巨大的漩涡，公司重要客户和合作伙伴因担心受到波及而不愿或不敢再和公司合作，部分客户因为担心公司不能持

续存活而停止采购公司产品，相关机构也因此对该公司相关业务资质产生了质疑；2016年的再融资审核也因此终止，公司多个重要产业化项目被迫停滞。没有人要抢夺何燕的控制权，即使2014年我们四名股东的股权依法解除限售，也没有采取过任何措施，一直希望等到何燕出来以后能协商一致共同处理。但因实际控制人无法更改，公司始终无法摆脱困境，经营现状与所拥有的实力形成严重反差。

中国证券报：为何要通过诉讼方式解散国腾电子集团？目前进展如何？

莫晓宇：这是不得已而为之。半导体、导航、通信和遥感等高技术产业发展迅速，竞争异常激烈，相关企业不能有丝毫懈怠。为了摆脱困境，我们与何燕进行了近两年的沟通。但何燕坚持认为，振芯科技如果无法融资，就不融资，再忍耐几年；如果在现有行业发展受限，可以转向民用、消费等其他行业。何燕作为实际控制人没有任何解决公司问题的诚意和行动，而是将公司的经营困境归咎于公司管理层，并指责管理层窥视其控制权。此外，何燕不仅在研发、生产和销售等方面没有对企业提供过任何支持，国腾电子集团反而为解决她个人及其旗下企业问题而付出了很多。国腾电子集团的核心资产就是控股了振芯科技。没有振芯科技，国腾电子集团几乎是一个空壳。在

万般无奈的情况下，经征求各级员工意见，咨询权威法律专家，只有依靠司法途径解决问题。目前一审已经判决，何燕上诉后，正等待二审审理。

有利于公司经营发展