

松辽汽车非公开发行股票

案例简介:松辽汽车股份有限公司(以下简称“松辽汽车”、“公司”、“上市公司”或“发行人”)原主营汽车整车车身零部件研发、生产及其他汽车生产配套服务,因历史原因制约业务逐步萎缩,若2015年无法实现扭亏为盈且净资产转正,则将面临退市困境,其控股股东北京亦庄国际投资发展有限公司(以下简称“亦庄国投”)迫于退市压力,亟须引入第三方向公司注入优质资产,以实现所持股权的增值。在此背景下,松辽汽车采用非公开发行股票的方式向文资控股等十名特定投资者非公开发行600,308,500股人民币普通股(A股),募集资金总额为38.90亿元,用于购买耀莱影城100%股权、都玩网络100%股权以及补充流动资金。本次交易完成后,文资控股成为上市公司控股股东,北京市文资办成为上市公司实际控制人,耀莱影城、都玩网络成为松辽汽车全资子公司,公司新增影城运营管理、影视投资制作、文化娱乐经纪和网络游戏的研发运营业务。

一、交易背景和目的

本次交易主要涉及四方主体:上市公司松辽汽

车、上市公司原控股股东亦庄国投、上市公司未来控股股东文资控股、拟注入的标的资产耀莱影城和都玩网络。各交易主体的交易动机如下：

(一) 松辽汽车

松辽汽车原主营业务为汽车整车车身零部件研发、生产及其他汽车生产配套服务，于1996年在上海证券交易所上市，证券代码600715。自上市以来，汽车车身零部件加工与销售业务因市场单一、技术落后、产品单一等历史原因制约，业务逐步萎缩，2009年年底开始处于停产状态。

2010年3月，亦庄国投以4.9亿元的转让价格购买松辽汽车原控股股东所持25%的股权，成为上市公司的第一大股东。亦庄国投控制期间，松辽汽车仅依靠规模较小的贸易业务支撑运营，一直处于亏损或微利的状态。截至本次交易策划前（2014年6月），上市公司资产负债率达98%，已接近资不抵债的状态。

由于上市公司2013年亏损，2014年大幅亏损且净资产为负也基本成定局，2014年年报之后将会被实施退市风险警示，若2015年不能实现扭亏为盈且净资产转正，则上市公司将退市。因此上市公司亟须注入优质资产，扭转经营困局。

(二) 亦庄国投

自亦庄国投成为松辽汽车第一大股东以来，一直致力于谋划重组工作，在本次重组交易前，共策划了两次重组，但均以失败告终（见图1）。

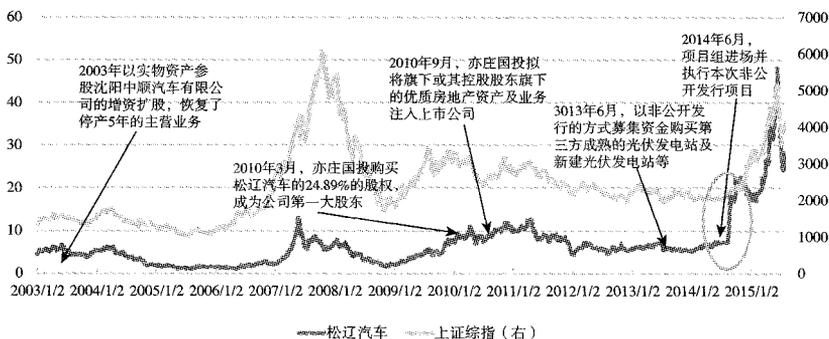


图1 两次重组图示

经过两次失败的重组之后,亦庄国投放弃了主导上市公司的想法。而且截至本次交易停牌前,松辽汽车市值 16.4 亿元,亦庄国投持股市值仅 4.1 亿元。即便不考虑时间成本,收购松辽汽车对于亦庄国投而言亦是一笔亏损的投资交易。迫于退市压力,亦庄国投亟须引入第三方注入优质资产,以实现所持股权的增值。

(三) 文资控股

北京市文资办是北京市政府授权负责授权范围内国有文化资产监管的市政府直属机构,统筹规划和实施北京市文化改革发展相关工作,负责文化投资、资本运作、国有文化企事业单位资产管理及文化创意产业园区、重大文化项目、重点文化工程的规划立项和组织实施。

(四) 耀莱影城和都玩网络

1. 耀莱影城

耀莱影城业务涵盖影城经营管理、影视投资制作、文化娱乐经纪三大板块。其中影城经营管理是传统优势业务,也是报告期内收入的主要来源,影视投资制作及文化娱乐经纪是报告期内的新增业务,但增长势头明显,占比逐步提升。

利润规模方面,耀莱影城 2012 年、2013 年、2014 年分别实现净利润约 3000 万元、6600 万元、15,700 万元。2015~2017 年预期实现净利润分别为 22,000 万元、31,000 万元、33,767 万元。

耀莱影城的实际控制人为綦建虹(持股约 65%),具有多年奢侈品行业从业经验,在影视圈拥有艺人成龙的核心资源,可以在境内独家使用“成龙”品牌运作影城业务,并在投资拍摄由成龙担当主演的影片以及成龙的艺人经纪方面具有先发优势。君联资本下属天津君睿祺股权投资合伙企业(有限合伙)(以下简称“天津君睿祺”)和华谊兄弟下属的华谊兄弟(天津)互动娱乐有限公司是耀莱影城的另外两个股东。

2. 都玩网络

都玩网络业务涵盖游戏研发和平台运营两大板块,其中游戏研发是传统优势业务,也是报告期内收入的主要来源,平台运营是报告期新增业务,但增长势头明显,收入占比逐步提升。

利润规模方面,都玩网络 2012 年、2013 年、2014 年分别实现净利润约 800 万元、6300 万元、11,000 万元,2015~2017 年预期实现净利润

分别为 13,200 万元、16,300 万元、19,298 万元。

都玩网络的股东为冯军、郝文彦等创业团队,未引进 PE 股东。

总体而言,影视和游戏是策划本次交易时市场关注度最高的细分文化领域,满足了松辽汽车、亦庄国投、文资控股等交易各方对注入资产的行业要求。

从估值角度而言,本次交易在 2014 年 6 月停牌策划时,二级市场尚未迎来主升行情,松辽汽车开始停牌时(2014 年 6 月 17 日)的市值为 16.39 亿元,整体处于相对较低的水平;而影视和游戏资产却是当时市场极为追捧的标的。按照 2014 年 6 月 30 日为评估基准日,耀莱影城 100% 股权的评估及交易价格确定为 23.20 亿元,都玩网络 100% 股权的评估值及交易价格确定为 14.28 亿元。

二、交易方案

(一)交易方案概要

松辽汽车向文资控股、耀莱文化产业股份有限公司(以下简称“耀莱文化”)、北京君联嘉睿股权投资合伙企业(有限合伙)(以下简称“君联嘉睿”)、姚戈、冯军、郝文彦、上海立茂投资咨询合伙企业(有限合伙)(以下简称“立茂投资”)、常州京润资本管理有限公司、珠海安赐文创壹号股权投资基金企业(有限合伙)(以下简称“安赐文创一号”)和上海丰煜投资有限公司—丰煜—稳盈证券投资基金 1 号私募证券投资基金等十名特定投资者非公开发行 600,308,500 股人民币普通股(A 股),募集资金总额为 38.90 亿元(含发行费用),扣除发行费用后募集资金净额将用于投资以下项目(见表 1):

表 1 扣除发行费后募集资金净额用于投资的项目

序号	项目名称	拟投入募集资金(亿元)
1	购买耀莱影城 100% 股权项目	23.20
2	购买都玩网络 100% 股权项目	14.28
3	补充流动资金	1.42
	合计	38.90

参与认购松辽汽车股份的投资者中,文资控股现金认购 11.8 亿元,成为公司新的控股股东。耀莱影城的实际控制人通过耀莱文化现金认购 9.14 亿元、都玩网络的实际控制人直接及通过立茂投资现金认购 7.04 亿元,位列公司第二、三大股东。剩余为其他投资者认购。增发完成后,耀莱影城和都玩网络成为松辽汽车的全资子公司。

耀莱影城和都玩网络的原股东在现金出售标的公司 100% 股权的情况下,同时现金认购上市公司增发的股份,基本实现重组交易中 50% 股份支付、50% 现金支付的交易目的,保证文资控股可获得上市公司控制权的前提下,绑定标的资产原股东与上市公司未来发展的紧密关系。

其他投资者中:君联嘉睿是在耀莱影城原股东天津君睿祺的持股基础上,引进冯小刚、张国立、黄晓明、李冰冰等著名导演和一线影视明星作为 LP,为耀莱影城后续业务的发展嫁接资源。

(二) 股份锁定期

本次非公开发行完成后,新的控股股东文资控股认购的股份自发行结束之日起 60 个月内不得转让,其他发行对象认购的股份自发行结束之日起 36 个月内不得转让。

(三) 标的资产估值情况

1. 耀莱影城 100% 股权估值

按照 2014 年 6 月 30 日为评估基准日,耀莱影城 100% 股权的评估及交易价格确定为 23.20 亿元,按照承诺的 2014 年扣非净利润 1.45 亿元,本次交易对价对应的动态市盈率为 16 倍。截至 2014 年 6 月 30 日,耀莱影城净资产为 3.57 亿元,本次交易对价对应的市净率为 6.51 倍。而同期上市公司收购影视企业的动态市盈率均值为 14.73 倍,市净率均值为 6.35 倍。

2. 都玩网络 100% 股权估值

按照 2014 年 6 月 30 日为评估基准日,都玩网络 100% 股权的评估值及交易价格确定为 14.28 亿元,按照承诺的 2014 年扣非净利润 1.02 亿元,本次交易对价对应的动态市盈率为 14 倍。截至 2014 年 6 月 30 日,都玩网络净资产为 0.64 亿元,本次交易对价对应的市净率为 22.36 倍。而同期上市公司收购游戏企业的动态市盈率均值为 14.05 倍,市净率均值为 24.82 倍。

(四) 盈利承诺及补偿情况

发行人本次收购耀莱影城 100% 股权及都玩网络 100% 股权涉及的盈利承诺之承诺期为 2014 年度、2015 年度、2016 年度、2017 年度。

分别向发行人转让耀莱影城 60.10% 和 1.42% 股权的北京耀莱国际文化产业投资有限公司(以下简称“耀莱国际”)、北京耀莱文化传媒有限公司(以下简称“耀莱传媒”),以及认购本次非公开发行股份的耀莱文化共同承诺耀莱影城 2014 年度、2015 年度、2016 年度、2017 年实现的扣除非经常性损益后的归属母公司股东的净利润分别不低于 1.45 亿元、2.20 亿元、3.10 亿元、3.3767 亿元。补偿方式上,先由耀莱国际、耀莱传媒以其转让耀莱影城股权的转让对价按现金方式进行补偿,不足部分以耀莱文化认购的本次非公开发行股份进行补偿,如还有不足部分由耀莱影城的盈利承诺方自筹现金补偿。

分别向发行人转让都玩网络 48.07% 和 51.93% 股权的新余高新区智道投资管理中心(有限合伙)(以下简称“智道投资”)和新余高新区安泰投资管理中心(有限合伙)(以下简称“安泰投资”),以及认购本次非公开发行股份的冯军、郝文彦和立茂投资共同承诺都玩网络 2014 年度、2015 年度、2016 年度、2017 年度实现的扣除非经常性损益后的归属母公司股东的净利润分别不低于 1.02 亿元、1.32 亿元、1.63 亿元、1.9298 亿元。补偿方式上,先由智道投资、安泰投资以其转让都玩网络股权的转让对价按现金方式进行补偿,不足部分以冯军、郝文彦和立茂投资认购的本次非公开发行股份进行补偿,如还有不足部分由都玩网络的盈利承诺方自筹现金补偿。

(五) 本次交易是否构成借壳上市或关联交易

本次交易不构成借壳上市,也不构成关联交易。

(六) 本交易前后上市公司的股东、资产、盈利能力变化情况

本次发行前后,松辽汽车主要股东及下属主要资产变化情况如图 2 所示:

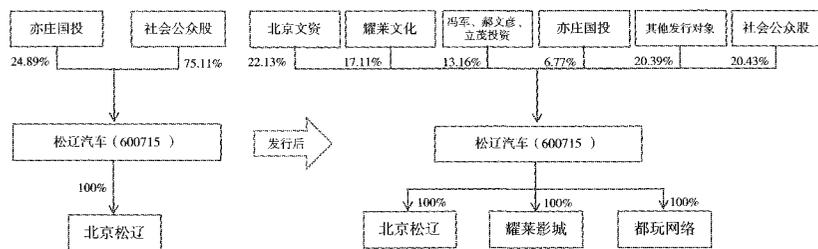


图2 本次发行前后松辽汽车主要股东及下属主要资产变化

本次发行完成前后,发行人盈利能力相关数据变动如表2所示:

表2 本次发行完成前后发行人盈利能力相关数据

单位:万元

项目	本次发行前(合并口径)		本次发行后(合并口径)	
	2014年度	2013年度	2014年度	2013年度
营业收入	1061.62	5347.54	94,362.02	54,963.69
利润总额	-4433.22	-2991.47	28,949.56	12,514.78
净利润	-4778.27	-2734.19	20,886.65	10,168.57
归属于母公司所有者的净利润	-4780.52	-2731.27	20,884.39	10,091.76

本次发行完成后,公司主营业务将增加影城运营、影视投资制作、文化娱乐经纪和网络游戏的开发运营,公司的业务结构大幅优化,持续盈利能力和利润水平显著增强。

三、交易特点分析

(一)非公开发行实现控制权变更、同时购买不同主业资产,规避重组上市

从方案看,这一交易利用创新架构设计,并引入第三方优质资产,巧妙实现北京文资办下属北京文投集团上市,为北京市政府快速打造了国资控股的文化创意产业发展唯一平台。其交易结构的特殊在于:第一,

在“非公开发行”环节需要获得证监会核准批文,而在以现金“收购资产”环节却几乎没有什么特别规定;第二,认购非公开发行股份的投资者和购买的标的资产的股东并不完全一致,当时成功规避了重组上市的认定标准。

松辽汽车自 2009 年停产以来,已经三次推出重组方案,是一家名副其实的壳公司。本次发行及募集资金投资项目完成后,上市公司将以江苏耀莱作为影视平台,致力于影城运营、影视投资制作及文化娱乐经纪业务;以都玩网络为网游平台,致力于网络游戏的开发运营,形成“影视+游戏”协同发展的业务格局。实际上,这笔交易等于是耀莱影城与都玩网络借壳上市,华谊互动娱乐、天津君睿祺等趁机变现。北京市文资办的控股,一是从文化产业政策层面获得支持,二是方便从亦庄国投借到壳,亦庄国投则借机将松辽汽车的壳资源脱了手。松辽汽车此次重组,亦是

通过设计交易而绕开借壳甚至规避了重大资产重组的经典案例。一方面,按照《上市公司重大资产重组管理办法》(下称“重组办法”)规定,上市公司按照经证监会核准的发行证券文件披露的募集资金用途,使用募集资金购买资产、对外投资的行为,不适用重组办法。这意味着,以定增募投资金购买资产的行为可能并不构成重大资产重组,更不涉及借壳。

另一方面,重组办法对募投资金购买资产进行了约束:若特定对象以现金或者资产认购定增后,上市公司用同一次定增募投资金向该特定对象购买资产的,将视同为上市公司发行股份购买资产。简言之,认购资金方和资产方重合的话仍会视为重大资产重组。但在松辽汽车上述交易中,所购买的耀莱影城、都玩网络的控股股东,分别为北京耀莱投资有限公司和自然人股东,与定增后变更的控股股东并不完全重合。近年来在先变更上市公司控股权的重组案例中,定增认购方与标的资产股东不完全重合,或新晋大股东所持购买标的部分股权,且未触发购买资产占比红线、定增后上市公司无实际控制人等设计安排,都成为借道定增却规避借壳的重要途径。

(二)壳公司实现转型

本次交易方案捆绑收购两家独立的、但业务上有协同效应的公司,虽然标的资产规模远超上市公司本身,但标的资产的股东方未取得控制

权,文资控股取得控制权,且与标的资产无产权关系,规避了借壳的条件,因此本次交易不构成借壳。

但是,松辽汽车已停产五年之久,是一家名副其实的壳公司,是一起典型的中央和地方国资管理部门为解决落后产能出清,将让渡控制权与引入优质资产组合实施的案例。在淘汰落后产能的过程中,国资部门出于地方经济发展和职工安置等考虑,倾向于采取“腾笼换鸟”的方式解决问题。一方面,将落后产能置出上市公司并实施后续关停并转;另一方面,以让壳换转型明确要求控制权的受让方需同步向上市公司注入优质资产。

借壳上市在挽救危机公司、活跃并购交易等方面发挥了一些作用。但总体而言,“壳”公司所引发的买卖、转手和炒作等行为,扭曲了市场的定价功能,破坏了市场的资源配置能力,助长股价投机炒作,滋生内幕交易等违法违规行为,产生了较大的负面影响。

(三) 锁价较低

松辽汽车披露的定增预案显示,公司拟以 6.48 元的价格定向增发 6.09 亿股。2014 年 8 月 14 日复牌后,连续 10 涨停,股价飙升 159%;8 月 27 日报价 18.94 元,超过该股历史最高价,市值暴涨 26 亿元。松辽汽车还因冯小刚、张国立、李冰冰、黄晓明等知名演员参与定增成为市场关注的热门话题,新任股东及其背景、影视网络游戏热点概念,以及明星“扎堆”入股的光环等,都是此次重组背后市场热议的关注点。上市公司的业绩表现是否能与股价表现保持一致,会不会因为热点话题炒作影响到中小投资者的利益,都值得思考。

四、案例点评

(一) 对以“三方交易”形式规避重组上市的监管思考

松辽汽车非公开发行股票案例具有“三方交易”的特点,即通过向上市公司新控股股东、实际控制人以外的第三方购买资产而规避被认定为重组上市的交易。根据《重组办法》第 13 条的规定,构成重组上市需同时符合三大要件:上市公司控制权发生变更,控制权人变更为收购人;

上市公司向收购人及其关联人购买资产；购买的资产达到法定的规模。三方交易主要是围绕收购人与资产控制权人之间的差异做文章，从而达到规避重组上市监管的目的。近期被否决案例中，申科股份、南通锻压等具有典型的三方交易特征。

一般而言，典型的重组上市中尽管面临着上市公司控制权和主营业务的变更，但是借壳的标的资产本身的实际控制权、管理层和主营业务均保持相对稳定。然而三方交易中，由于上市公司的新控股股东或实际控制人既非上市公司原来的控股股东或实际控制人，也非标的资产的控股股东或实际控制人，因此不仅上市公司的公司控制权和主营业务面临更替，甚至连拟装入上市公司的大体量资产的实际控制权也面临着变化。因此，相较于典型的重组上市而言，三方交易对上市公司和标的资产未来的控制权能否稳定、业务能否持续经营等的影响更甚，法律关系更为复杂，风险因素更为多样。

因此，尽管《重组办法》没有明确规定“向甲方转让控制权、向乙方购买资产导致上市公司主营业务发生根本变化”的交易是否构成重组上市。但监管机构有必要适用“中国证监会认定的可能导致上市公司发生根本变化的其他情形”这一兜底条款，认定为重组上市，从而实现监管平衡、遏制监管套利行为。

（二）对再融资“类借壳”项目的监管日益趋严

虽然重组上市主要受《重大资产重组管理办法》规范，资产收购行为主要归属于上市部审核。但是由于上市部和发行部之间的职能分工，上市公司再融资募投项目达到重大资产重组标准的，经发行部核准之后实施，或者上述项目的实施与非公开发行获得发行部核准互为前提的情况下，上市部不再按照《上市公司重大资产重组管理办法》对该项目进行审核。因此，实务中在发行部审核的再融资项目中出现了“定增+主营业务变更”的类借壳模式，其实质也是围绕“向变更后的实际控制人及其关联方收购资产”这一重组上市的构成要件之一做文章的“三方交易”。

近年来，发行部对于通过再融资实现类借壳项目的监管标准也日益趋严。对于新业务或新资产收入和利润规模显著高于上市公司原有业务的再融资项目，发行部可能会要求上市公司披露募投项目涉及的标的

资产是否符合《首次公开发行股票管理办法》的规定。近期比较典型的“定增+主营业务变更”类借壳案例主要有德奥通航和键桥通讯。这两单均被发行部认定为新业务资产上市,并被要求对照《首发办法》逐项说明各募投项目业务资产是否符合该办法规定的条件,并比照首发办法披露拟开展业务的相关信息。最终,德奥通航和键桥通讯均已撤回非公开发行股票的申请。

(三)非公开发行的定价机制问题

过去在非公开发行业股票的定价基准日的选择上,虽然有董事会决议公告日、股东大会决议公告日和发行期首日三个时点可选,但绝大多数上市公司都选择了以董事会决议公告日作为定价基准日。从董事会决议公告日到真正的发行期,往往间隔数月,这为部分投资者操纵股价拉大价差提供了空间。根据2015年的数据统计,3年期非公开发行的平均折价在5折左右,最极端个案仅1折发行,发行价与发行日市价确实存在严重偏离。由于高折价、高价差的存在,能否成功发行以及发行价格的高低往往与公司质地的优劣、信息披露质量的高低脱节,反而与公司发行价和锁定价格的差额大小、股价被操纵的难易程度密切相关。价差越大、股价越易被操纵的小盘股非公开发行的成功率越高,而质地优良的大盘股由于股价稳定却可能难以获得市场的认可。非公开发行定价机制选择存在较大套利空间,再融资与公司基本面脱节,市场资源配置出现偏差。

2017年2月,证监会对《上市公司非公开发行股票实施细则》部分条文进行了修订,其中包括取消了将董事会决议公告日、股东大会决议公告日作为上市公司非公开发行股票定价基准日的规定,明确定价基准日只能为本次非公开发行股票发行期的首日。这一规定进一步突出了市场化定价机制的约束作用,有利于中小投资者合法权益的保护。