

上市資訊

2019 年 4 月号（总第 34 期）

发行上市服务中心

2019 年 4 月 3 日

目录

【发行信息】

股票发行上市信息

债券发行上市信息

【交流动态】

江苏省射阳县政企代表团走进上交所

河南省开封市政企代表团走进上交所

杭州市高新区科创板主题培训会

【市场前沿】

红筹企业境外存量股份境内上市的可行性分析

【监管动态】

沪市公司海外并购能源矿业情况、问题及监管思考

【发行信息】

■ 股票发行上市信息

1、股票发行融资情况

截至3月31日，今年上交所IPO上市企业14家，募集资金103.38亿元，股票再融资企业98家，募集资金1332.51亿元。

2、在会审核企业情况

截至3月31日，证监会按周公布的主板、中小板、创业板在审企业共计277家。其中，上交所在审企业111家，深交所在审企业166家（中小板55家、创业板111家）。

3、新增IPO申报情况

截至3月31日，今年新增IPO申报企业共计15家，其中，上交所1家，深交所14家（中小板7家、创业板7家）。

■ 债券发行上市信息

1、公司债发行情况

截至3月31日，本所2019年已完成公司债累计发行373只，发行金额4464.71亿元。

2、资产支持证券发行情况

截至3月31日，本所2019年已完成资产支持证券挂牌144只，发行金额1632.06亿元。

3、债券上市情况

截至3月31日，上交所各类债券挂牌数量已达12682只，比去年底增加593只，增幅4.91%；债券托管金额已达8.46万亿元，比去年底增加820.8亿元，增幅0.98%。

【交流动态】

1、2019年3月27日，射阳组织政府相关人员及区域内重点企业一行走进上交所。学员们首先参观了证券交易大厅，听取了关于上交所及资本市场发展的讲解。随后，上交所发行上市服务中心专家就当前资本市场形势机遇、审核发行动态、主板及科创板上市规则做了详细讲解。（供稿人：唐哲人）

2、2019年3月26日，开封市金融干部和上市后备企业高管赴上交所参观、培训。学员们首先观摩了永冠新材上市仪式，随后，发行上市服务中心专家们就当前多层次资本市场发展情况、IPO审核形势、科创板规则解读等相关业务做了详细讲解，并与嘉宾们进行了充分沟通。下午，学员们实地走访了上海风语筑展示股份公司。（供稿人：黄玲）

3、2019年3月20日，杭州高新区（滨江）举办首场科创板主题培训会，滨江区第一、二批上市后备企业、上市公司、新三板公司、中介机构等500余人参加培训。上交所专家首先介绍了科创板的设立背景与思路、板块定位和设计，以及差异化的制度安排。随后，来自券商、会计师和律师的专家分别从各自角度为在座企业提供专业的实务指导。（供稿人：陈力）

【市场前沿】

红筹企业境外存量股份境内上市可行性分析

上交所法律部 彭鲁军 韩励豪

《国务院办公厅转发证监会关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见的通知》（以下简称《若干意见》）、证监会《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》（以下简称《实施意见》）均未对红筹企业境外存量股份能否在境内上市进行明确，如何妥善解决成为了关注焦点。

红筹企业境外存量股份在境内上市大致可通过三个路径，一是在首发环节进行老股发售，二是存托凭证跨境转换，三是境外存量股份直接在境内上市。由于目前试点创新企业配套制度已明确禁止了前两条路径，本文拟就红筹企业境外存量股份境内上市的可行性进行专门研究，并对相关重点问题进行分析。

一、红筹企业存量股份上市问题的利弊之辩

从有利的方面看，允许红筹企业存量股份上市可增强境内资本市场对红筹企业回归的吸引力，提升存量股份的流动性，便利存量股东兑现其投资收益。从不利的方面看，允许红筹企业存量股份上市会增加境内二级市场股票的流通数量，在一定时期内可能对股票价格产生一定冲击。同时，由于红筹企业存量股东中可能存在大量境外投资者，其减持之后可能将所得人民币换汇后汇出到境外，从而给我国外汇管理带来压力。但如

红筹企业在境内上市后，其境外存量股份无法在境内上市，则将直接导致境内股份与境外股份出现新的股权分置。境内股份与境外股份在流动性上的差异将带来明显的价格差异，存量股东也无法减持或进行股权质押。这将导致境内外股东利益的不一致，最终影响公司治理的完善和企业的长远发展。

总体看，红筹企业存量股份无法上市将给企业和境内资产市场带来更不利影响，而这些不利影响在某种程度上而言是无法通过其他方式解决的。相比，红筹企业存量股份上市所带来的对二级市场冲击、外汇管理压力等问题，均可通过有针对性的制度安排解决，不应成为影响红筹企业存量股份上市的障碍。

二、红筹企业存量股份上市的法律分析

红筹公司是注册地在境外的企业，即为外国公司。红筹企业存量股份是外国公司在境外发行的股份。从法律适用的角度上看，外国公司股份在境内上市需要遵守注册地的法律规定，还需要遵守境内的法律规定。

（一）关于红筹企业存量股份上市境内规定

1.境内法律法规

《证券法》第三十九条规定，依法公开发行的股票、公司债券及其他证券，应在依法设立的证券交易所上市交易或在国务院批准的其他证券交易所场所转让。《证券法》第四十八条规定，申请证券上市交易，应当向证券交易所提出申请，由证券交易所依法审核同意，并由双方签订上市协议。

《若干意见》规定，试点企业在境内发行的股票或存托凭证均应在境内证券交易所上市交易，并在中国结算登记有限责任公司集中登记存管、结算。

《实施意见》规定，符合《若干意见》规定的红筹企业，可以申请发行股票或者存托凭证并在科创板上市。

2.境内自律规则

本所《上市规则》第 5.1.1 条规定，“发行人首次公开发行股票后申请其股票上市应当符合下列条件……”，第 5.1.2 条规定，“发行人首次公开发行股票的申请获得中国证监会核准公开发行后……”，第 5.1.4 条规定，“发行人首次公开发行股票前已经发行的股份，自发行人股票上市之日起一年内不得转让”。

本所《试点创新企业股票或存托凭证上市交易实施办法》第十四条规定，“红筹公司申请其在境内首次公开发行……”第十五条规定，“红筹公司申请境内首次公开发行的……”。

本所《科创板股票上市规则》2.1.3 规定，符合《若干意见》相关规定的红筹企业，可以申请发行股票或者存托凭证在科创板上市。2.1.5 规定，“发行人首次公开发行股票经中国证监会统一注册并完成股份公开发行后，向本所提出股票上市申请的，应该提交下列条件：……（三）首次公开发行结束后发行人全部股份已经中国结算上海分公司登记的证明文件；”

3.小结

股权分置改革完成前，据《股份制企业试点办法》等文件，

我国上市公司股权设置有国家股、法人股、个人股、外资股四种形式。其中，国有股权转让须经审批核准，流程复杂。因此，上市公司公开发行股票时一般仅申请公开发行股票的上市，其他股票不上市交易，只能通过协议方式进行转让。基于是否能够上市交易，上市公司的股份被划分为流通股和非流通股两类。

股权分置改革通过利益平衡对价安排解决了非流通股上市交易的问题。《关于上市公司股权分置改革的指导意见》提出，“根据股权分置改革进程和市场整体情况，择机实行“新老划断”，对首次公开发行公司不再区分流通股和非流通股”。据此，发行人经中国证监会核准公开发行股票后，可以申请将存量股票与首次公开发行的股票一并在证券交易所上市交易，但须同时遵守有关限售的制度安排。受限于立法时的资本市场发展情况，《证券法》没有对境外发行人在境内发行股份作出直接规定，更不要说境外发行人在境外存量股份上市的问题。但这也同时意味着，红筹企业存量股份在境内上市不存在法律障碍。

《若干意见》《试点意见》已明确红筹企业可以在境内公开发行股票或存托凭证上市，并比照境内股份有限公司设置发行、上市、持续监管要求。因此，其存量股份也可参照境内股份有限公司的做法与首发股份、存托凭证一并申请在证券交易所上市交易。本所的业务规则特别是《科创板股票上市规则》为存量股份上市预留了制度空间。综上，境内法律、规则总体上可以支持红筹企业存量股份上市。

（二）关于红筹企业存量股份上市境外规定

若注册地法律存在禁止性规定，则其股票无法直接在境内上市。以开曼群岛为例，2018年修订后的开曼公司法第40B条第（1）项，公司章程或（公司章程无可适用条款时）公司通过特别决议授权的公司上市股份的所有权，应按章程或特别决议提及或明确的适用法律及相关认可股票交易所适用于上市股份的规则和规章进行证明和转让。开曼公司法第40条第（70）项规定，“认可股票交易所”，指附件4中所列股票交易所。目前目录中包括了上海证券交易所、深圳证券交易所。所以，开曼公司在中国内地上市不存在来自开曼公司法层面的法律障碍。

与之类似，注册在其他国家或地区的红筹企业申请到中国境内发行上市同样需确认其注册地的法律不存在禁止性规定。实际上，红筹企业注册地大都为离岸“公司天堂”，其公司法秉持自由主义和契约主义原则，一般不会做禁止性规定。

三、红筹企业存量股份上市的境外借鉴

在红筹企业存量股份上市问题上，香港交易所关于海外发行人申请证券上市的规则可以给我们提供一个很好的借鉴。

（一）香港交易所海外发行人上市制度概况

海外发行人申请其证券在香港交易所进行主要上市或者第二上市，除需遵守《上市规则》对香港发行人要求外，还需遵守上市资格、申请程序、上市条件、信披等方面的特殊要求。

香港交易所未将海外发行人申请上市的证券限于新发行的

证券，仅要求海外发行人在香港或其同意的其他地区设置股东名册，同时规定转让的过户登记须在香港进行。并且，除非香港交易所特别同意，否则只有在香港股东名册上登记的证券才可以在香港交易所进行买卖。

（二）介绍上市方式及初始流动性的建立

由于通过介绍上市的方式在香港上市不涉及新发股份的问题，境外发行人的存量股份如何在香港交易所上市更具有借鉴意义。根据香港交易所《主板上市规则》第 7.14 条，介绍上市分为以下三种情况：第一种方式是申请上市的证券已在一家证券交易所上市，争取在另一家交易所上市，或为同一交易所的“转板上市”；第二种方式是“分拆上市”，即发行人的证券由一名上市发行人以实物方式，分派给其股东或另一上市发行人的股东；第三种方式则为换股上市。即由海外发行人发行证券，以交换一名或多名香港上市发行人的证券，而该等香港发行人的上市地位在海外发行人的证券上市的同时将被撤销。

（三）小结

香港交易所对境外发行人存量股份在境外上市并没有特别的限制，仅要求其在香港设置股东名册，进行股份过户登记，甚至不进行公开发行的发行人还可通过介绍上市的方式将其股份在香港交易所上市。究其原因，香港作为国际金融中心，不存在外汇管制的问题，对于境外发行人存量股份来港上市持欢迎态度，希望增强市场的流动性。

四、红筹企业存量股份上市重点关注问题

（一）红筹企业存量股份上市的登记存管

在具体实现路径上则可与首次公开发行股份一并比照境内企业办理股份登记、存管、上市手续。但由于存量股份为红筹企业在境外发行的股份，其登记存管安排与境内公司存量股份、红筹企业在境内公开发行的股份可能存在一定差异。

总的来说，根据红筹企业是否在境外办理集中登记存管，可区分为以下两种情形：一是红筹公司尚未在境外办理集中登记存管的，可直接向中国结算提供原始股东持股明细、证券发行人首次公开发行前股本结构等信息，由中国结算为其办理登记存管，向红筹企业提供证券登记证明、全体持有人名册。二是红筹公司已在境外办理集中登记存管，则可参照香港交易所介绍上市制度中初始流动性建立中的转存管安排，将现有证券由海外证券过户处转往中国结算处，由中国结算向红筹企业提供证券登记证明、全体持有人名册。目前，中国结算对境外发行人股份登记存管的规定尚为空白，未来需要对红筹公司申请存量股份登记存管的条件、程序进行明确。登记存管完成后，红筹企业可向交易所提出股票上市申请。交易所根据相关规则审核红筹企业申请股票上市的申请，作出是否同意上市的决定。

（二）境外投资者开立证券账户

境外存量股份在境内登记、存管、上市后，红筹公司存量股东应当向中国结算申请开立证券账户，持有在境内上市的存

量股份。由于红筹公司存量股东可能包含外国人，因此不可避免的要涉及境外投资者开立证券账户的问题。

2018年8月，证监会修改了《证券登记结算管理办法》，允许外国人开立证券账户，并授权证券登记结算机构制定具体办法。据此，中国结算制定了相关规定，对在境内工作的外籍人员及在境外工作的境内上市公司外籍员工因参与股权激励计划开立A股账户有关事项作了具体规定。目前，中国结算对红筹企业存量股东开户问题尚未明确，需出台专门规定予以规范。

（三）其他须重点关注问题

除存量股份登记存管外，还有两个问题值得特别关注：

一是存量证券的限售问题。《公司法》规定，公司公开发行股份前已发行的股份，自公司股票在证券交易所上市交易之日起一年内不得转让。红筹公司不能直接适用上述规定。但考虑到红筹公司与境内公司一样，同时申请全部股份在境内证券交易所上市，为实现平等待遇，避免对二级市场冲击，红筹公司应比照境内公司遵守《公司法》。此外，红筹公司存量股东也应当遵守证监会及交易所关于股份承诺限售的规定。

二是外汇管制问题。红筹企业存量股票在境内上市，老股东在境内证券市场减持其存量股，可能导致资金外流。在目前情况下，可考虑由证监会协调外汇管理部门出台有关规定，针对性地采取调整汇出额度、期限的方式控制存量股东将减持所获得的资金汇至境外。（摘编：张冯彬）

【监管动态】

沪市公司海外并购能源矿业情况、问题 及监管思考

上交所上市公司监管一部 竺越 凌云 鲍江楠

自 2014 年下半年以来，在国际油价及矿产价格大幅走低叠加国家相关政策支持的大背景下，我国能源矿产行业的海外并购规模进一步增长，多家沪市上市公司相继开展境外能源矿业资产并购重组。从实施效果看，多数案例不理想，极少标的资产后续业绩达预期，且部分公司个案存在标的资产质量存疑、公司盲目高杠杆扩张、涉嫌借助资本运作开展利益输送等情形。本文梳理总结了近年来沪市公司海外并购能源矿业案例的主要特征，并在此基础上，分析突出问题，针对性提出建议。

一、沪市公司海外能源矿产并购的宏观背景

近年来，国际能源矿产资源价格的快速走低，成为助推上市公司积极收购海外能源矿业资产的一大重要因素。2014 年下半年起，国际油价呈现断崖式下跌，至 2016 年 1 月低点，布伦特及 WTI 原油期货价格整体跌幅高达 75%。历史经验表明，当油价单边快速下跌时，受油田估值下降、抄底式并购动机增强、部分公司迫于经营压力低位出售质优资产等多因素作用，油气资产并购数量往往大幅增加。能源行业历史上多次具有重大意

义的并购重组案例均发生在这类时期，例如 1999 年美孚石油与埃克森石油合并等。此外，多种矿产类大宗商品价格自 2014 年下半年以来进入下行通道，同样为矿产类公司进行战略性海外并购提供了有利时机。与此同时，国家层面的政策支持，也为上市公司积极参与海外资产收购提供了动力。自 2014 年 3 月国务院发布《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》以来，有关部委纷纷对原有并购审批的相关规定进行修订，进一步下放投资审批权、简化审批流程：4 月，国家发改委修订发布《境外投资项目核准和备案管理办法》，将大多数境外并购投资的审批方式从核准放宽为备案制；9 月，商务部修订发布《境外投资管理办法》，规定不涉及敏感国家地区及行业的境外投资仅需备案，不再需要商务部核准；10 月，中国证监会修订《上市公司重大资产重组管理办法》，明确取消以现金对价的重大资产重组的行政许可审批，四部委联合发布《上市公司并购重组行政许可并联审批工作方案》，证监会推进并联式审批。海外并购审批权力下放以及审批流程的大幅简化，进一步消除了企业参与兼并重组的机制体制障碍，加速了上市公司参与海外并购的步伐。至 2018 年，为适应经济发展新阶段特征，证监会继续深化“放管服”改革，在并购重组领域集中推出了一系列“提效率、降成本”的政策举措，这也进一步激发了市场活力。

二、沪市公司海外并购能源矿产的基本特征

本文选取 2014 年来沪市公司海外能源矿业资产收购的典

型案例为样本，通过梳理分析发现，主要呈现以下六个特征：

（一）交易结果：多数标的资产并购后业绩不佳，特别是海外油气矿业资产收购

从收购结果来看，多数跨境并购完成后标的资产业绩不及预期，海外油气矿产收购案例尤为明显。沪市能源行业上市公司开展的跨境并购案中，新潮能源于 2015 年以 22.10 亿间接收购美国 Hoople 油田，标的资产 2016、2017 年实现净利润仅达储量评估报告中预估值值的 2%，同时原本拟用于油田后续开发的 21 亿配套募集资金最终实际投入仅 1262 万，标的资产质量严重存疑。中天能源于 2016 年以 9.55 亿对价间接控股加拿大 Long Run 油田，标的资产 2016-2017 年营业收入、净利润均低于收购报告书预测值，而公司仍在 2018 年 5 月以 18 亿收购其剩余 49.74% 股权，引发市场关注。再如，洲际油气于 2014 年初以 31.2 亿收购哈萨克斯坦境内马腾公司 95% 股权，控股股东将初始三年业绩承诺延长至七年，而截至 2017 年末标的资产累计实现扣非净利润仅达承诺总额的 20%，业绩承诺能否如期实现面临较大不确定性。此外，从跨细分行业矿产并购实践看，美都能源于 2013 年以 1.35 亿美元收购美国 Woodbine Sand 油田并于 2014-2016 年间陆续收购其毗邻油田区块，然而公司 2014-2016 年油气业务收入分别下滑 16.39%、52.79%，税后利润分别下滑 148.16%、188.78%；鹏欣资源于 2016 年以 2200 万美元增资杰拉德集团获取 15.63% 股权，标的资产 2017 年净亏损 1375 万美

元。另一方面，也仍有部分公司标的资产业绩表现良好，较好地完成了收购整合。例如，紫金矿业曾先后开展多次跨国并购，其于 2015 年以 25.17 亿间接持有 Kamoā 铜矿项目 80% 权益，公司 2017 年年报披露上述铜矿项目地勘增储取得重大突破，将成为全球最大高品位待开发铜矿之一，预计 2019 年实现利润产出并成为公司未来利润增长点。再如，洛阳钼业于 2016 年以 26.65 亿美元间接持有刚果（金）Tenke 铜钴矿 56% 权益，后续进一步收购其 24% 少数股权，标的资产 2017 年业绩实现快速增长，实现营业收入 138.45 亿、净利润 31.90 亿。又如，西藏珠峰于 2015 年将控股股东位于塔吉克斯坦境内的矿山资源注入公司，公司在完成资产注入后开始呈现稳定净利润和现金流。

（二）发起主体：民营企业加速开展海外能源矿业布局

2013 年前，沪市公司能源矿产类跨境并购多以“三桶油”和中国铝业等央企主导的大型并购交易为主。据统计，2008-2011 年间，央企开展资源类资产海外并购总金额达 1343.05 亿美元，其他国企为 737.04 亿美元，民营企业仅为 271.57 亿美元。2014 年以来，以“三桶油”为代表的央企海外并购有所放缓，而在政策利好的大环境下，民营企业加速开展海外能源矿业布局。洲际油气、新潮能源、美都能源等发布海外并购方案时均曾引发市场广泛关注，被视为“民企出海”典型代表。其中，通过跨境并购实现业务转型者不在少数，如美都能源收购美国 Woodbine Sand 油田后正式进入油气行业，新潮能源从 2014 年起相继剥

离地产、电子元件业务，通过收购浙江 宝和鼎亮汇通，将主营业务转型为油气勘探开发和销售。

但如前所述，上述民营企业的海外并购多数未达预期，较为成功的几单案例中，交易实施方均为此前即从事资源行业的国企或“类国企”。例如，紫金矿业第一大股东为闽西兴杭国有资产公司，实控人为福建省上杭县国资委，而洛阳钼业尽管于 2014 年因二股东鸿商集团增持成为控股股东而转变为民企，但从持股比例看，原控股股东洛矿集团与鸿商集团仅差 0.01%，洛阳国资委对上市公司开展海外并购等决策仍具备较大影响。

（三）并购方式：部分公司动用高杠杆收购，负债规模快速上升

经梳理发现，部分上市公司采取了高杠杆收购方式，通过大额债务融资等方式筹措资金完成交易，导致自身负债规模快速上升。例如，永泰能源近年来持续在境内外收购煤炭资产进行业务扩张，同时涉足基金投资、辅助医疗、赛马等多项与主业无关的项目，在加杠杆扩张的运作模式下，公司资产负债率持续高于 70%，流动、速动比例长期低于 1，2017 年末总负债高达 783.84 亿，全年财务费用高达 36.14 亿。

（四）交易条款：“高估值、高溢价、高业绩承诺”现象普遍存在

纵观上述海外并购案例，交易条款中“高估值、高溢价、高业绩承诺”的“三高”现象普遍存在。鹏欣资源于 2017 年收购宁

波天弘 100% 股权，标的资产评估值为 19.09 亿，而其净资产账面价值仅 92.20 万，评估溢价率高达 2069 倍。同时，交易对方承诺 2018-2024 年间宁波天弘累计实现净利润不低于 19.44 亿，业绩承诺覆盖率超过 100%。洲际油气完成对马腾公司 95% 股权收购后，大股东承诺标的资产 2014-2016 年累计实现扣非净利润 31.46 亿，而 2014 年马腾公司净利润仅为 5.56 亿，其后因油价进一步下行，大股东申请延长承诺实现期限至 2020 年。

（五）标的资产：透明度整体较低，价值评估体系复杂，信息披露监管难度较大

上述海外并购案例的标的资产透明度较低，具体表现为三方面。一是海外资产的真实性和准确性难以有效确认。交易标的实体位于境外，相应的油气矿产储量、当前经营情况、主要客户和供货商及相应采销环节等均难以核实，资产真实性难以有效确认。二是投产前环节尚存在诸多不确定性，资金投入需求未知。例如，鹏欣资源并购标的资产奥尼金矿，在交易开展时尚需取得矿权续期，同时矿井已废弃多年，复产建设所需资金涉及大量估计值，难以准确衡量前期投入规模和最终投资效益。三是行业指标专业性较强，资源储量类指标存在多种口径，容易产生误导。对能源矿产类公司，由于勘探开采等工程环节技术难度高，信息披露数据具较强专业性，且部分关键指标如储量等存在多种不同口径。具体而言，当前主流标准将石油类资源的储量分为三类：储量 1P（=证实储量）、储量 2P（=储量 1P+概算储量）、

储量 3P (=储量 2P+可能储量)，三种口径下石油实际采出量等于储量估算值的概率分别不低于 90%、50%及 10%，其数据规模上存较大差异，而在市场媒体解读乃至企业对外发布储量口径时往往存概念混淆，易使投资者误判。同时，资源类资产的价值评估体系较复杂，涉及国际资源价格走势、未来开采计划等诸多假设，资产评估值调整空间相对较大。例如，新潮能源 2017 年收购鼎亮汇通以间接控制 Howard 和 Borden 油田时，在报告书中调整了储量评估时设定的开采计划，大幅放缓开采进度，原计划中 75%的开采井数处于 2015-2024 年，而调整后的开采计划中 60%的开采井数被延后至 2023-2030 年，从而使部分石油产出适用 75 美元/桶的销售价格，提升了标的估值水平。

（六）交易对手：多为境内企业，部分存在突击入股或资本系介入的现象

上述海外并购案例中，交易对手多为境内企业，亦即呈现“中方-中方”的交易模式，向外资方直接收购的一手交易较少。同时，部分案例存在基金突击入股或资本系介入现象。例如，新潮能源于 2015 年和 2017 年先后开展的两次跨境并购中，交易对手方多数为权属分布复杂的有限合伙企业，其中部分存在分级利益结构化安排。近期，公司发布涉诉公告及回复问询函公告显示，前期公司多项对外投资疑似与“德隆系”及其掌门人唐万新存在关联，市场也曾质疑公司前期境外并购项目与“德隆系”相关。再如，中天能源 2016 年收购加拿大 Long Run 油田时

向 8 名投资者定增，其中常州翔嘉中舟投资中心的两名机构股东均属“中植系”，而在 2016 年底，持有中天石油投资（Long Run 油田境内持股平台）剩余 49.74% 股权的嘉兴盛天发生股权变更，中航信托、英大资本、天诺财富等入股成为其大股东，随后中天能源在标的资产业绩未达预期的情况下以 18 亿元高价收购上述股权。据近期公司披露涉诉公告显示，公司前期与英大资本约定后续收购中天石油投资剩余 49.74% 股权，并由控股股东中天资产作出兜底承诺，目前公司因流动性资金紧张，未能全额支付 18 亿收购款被诉。此外，部分并购案例系上市公司收购实控人名下资产，如鹏欣资源溢价收购实控人位于南非的金矿资产，西藏珠峰也是由其控股股东注入塔中矿业股权。

三、沪市公司海外并购能源矿产的突出问题

结合上述梳理分析可见，近年来沪市公司在海外收购能源矿业资产过程中，存在几个突出问题，具体表现如下。

（一）标的资产质量参差不齐，部分公司出于股价管理等动机开展跨境并购

从实际业绩表现来看，不少案例中标的资产质量并不及预期，部分上市公司或出于股价管理、股权激励、实现借壳时业绩承诺等多种因素考虑，开展海外并购。例如，永泰能源于 2016 年出资 30 亿元参股英国欣克利角 C 核电站项目，因涉及海外并购、核电项目、中英会谈成果等多项热点题材，市场媒体多予以关注报道，但后续项目进展却鲜有披露，公司也未就项目

开发计划及人员安排等作具体说明。结合公司前六大股东质押比例均高达 99%、难以承受股价持续下行的背景，公司可能通过发布并购信息迎合市场热点及股价管理意图。鹏欣资源 2017 年发布股权激励计划，三期解锁条件为公司 2017-2019 年净利润分别不低于 3 亿元、6 亿元、12 亿元。对于净利润逐年翻番的业绩指标，仅凭内生式增长显然较难实现，通过外延式并购提升公司业绩成为必然选择，公司随即于 2017 年重启曾于 2015 年终止的南非奥尼金矿收购，并不惜选择做出长达 7 年的业绩承诺以保障本次交易得以顺利完成。又如，中天能源大举并购扩张，可能是迫于前期借壳时的业绩承诺。公司 2014 年借壳长百集团上市时曾承诺 2015-2017 年扣非归母净利润分别不低于 2.1 亿元、3.5 亿元、3.95 亿元，而实际业绩分别为 2.19 亿元、3.77 亿元和 5.74 亿元。公司 2016 年下半年收购 Long Run 油田完成后，利用其并表为 2017 年贡献净利润 2.56 亿元，“注水”达标完成 2017 年承诺业绩，若扣除此部分利润，公司当年净利润将缩水至 3.18 亿元，仅为承诺值的 81%。

（二）盲目开展并购扩张，海外收购选取时机欠佳导致业绩承诺难以兑现

部分上市公司在未能充分估量自身实力的情况下，盲目开展并购扩张，同时未对宏观价格走势的波动性进行审慎预判，海外并购时机选取欠佳，最终导致并购效益差，业绩承诺难以兑现。例如，洲际油气于 2014 年收购马腾公司时，预计其全年

实现净利润 7.90 亿元。其后，油价的快速下跌对标的资产业绩造成重大影响，2014 年马腾公司实现净利润 5.56 亿元，2015 年上半年净利润仅为 0.8 亿元。由于错误预判宏观价格走势，并购时机选取不当，控股股东被迫将原承诺实现期限延长至 2020 年。上市公司变更前期重组业绩承诺，不仅对市场投资者权益造成一定损害，也对公司经营形象构成负面影响。

（三）高杠杆并购模式为公司带来巨大债务负担，当前市场环境下潜在风险突显

部分公司采取高杠杆方式推进海外并购，公司债务规模大幅扩张、流动性趋紧。在当前市场环境下，不少公司资金链高度紧张，且伴随并购标的业绩不达预期等问题逐渐暴露，公司自身经营发展和资金周转面临困境，甚至造成之前累积的债务风险集中爆发。例如，永泰能源自 2009 年转型为煤炭企业以来，采取“债务借新还旧、股份高比例质押”的资金链运作模式，频繁在境内外开展资产收购，甚至先后参与辅助生殖医疗、赛马项目等多笔与主营业务无关的投资，这种高负债跨界并购模式在市场下行阶段对公司造成严重偿债负担，最终导致公司 2018 年下半年集中爆发债务风险，多只公司债券交叉违约，生产经营陷入困境，被迫出售大量资产筹措资金偿债。目前其控股股东永泰集团与京能集团初步达成意向性协议，后者拟通过资产重组、资产注入等多种形式实现对永泰集团绝对控股，永泰能源控股方将由民营转为国企。再如，洲际油气以自筹资金收购

马腾公司股权后，公司负债规模大幅增长，资产负债率近 75%，直至 2014 年末公司成功完成定增、相关资金到位后，才通过置换前期资金实现债务水平回落，公司流动性趋紧状况得以缓解。

（四）交易各方利益关系复杂，部分交易沦为套利手段或涉嫌利益输送

近年沪市公司开展海外能源矿业资产并购时多为向境内企业支付对价收购境外资产，这种“中方-中方”的非一手交易模式下交易各方利益关系较复杂，部分海外并购交易可能沦为上市公司开展利益输送或实控人变相套利的手段，形成“海外收购为表、资本运作为实”局面。鹏欣资源 2017 年以 19.09 亿收购宁波天弘 100% 股权，而其核心资产奥尼金矿系公司实控人姜照柏 2012 年以 1 亿元价格购得，资产溢价率高达 18 倍，且交易预案发布前夕多名公司高管相继离职，市场及媒体普遍质疑公司此次并购存利益输送嫌疑，我部也曾两次向公司发送问询函，要求其详细补充披露本次交易作价的公允性。再如，中天能源在明知中天石油投资实际业绩不及预期情况下，继续以高溢价收购其剩余股权，同时交易对手方存突击入股现象，后续涉诉公告也显示前期入股的英大资本确曾与公司在并购事项上存合作关系。公司并购交易背后是否存进一步利益安排，存在疑问。

四、关于沪市公司海外并购能源矿产的监管思考

海外并购的本意在于通过整合境外优质资产提升公司经营效益，然而在日常监管实践中发现，近年来沪市公司海外矿产

能源收购面临诸多问题，部分并购案例存在交易动机不纯、三高现象突出、后续经营不善等现象，在导致投资者特别是中小投资者蒙受损失的同时，也降低了市场对海外并购交易的整体认可度，对真正深耕主业的上市公司通过海外并购获取优质境外资产的正常交易行为造成一定负面影响。我们在日常信息披露监管过程中，要做好以下几方面工作。

（一）坚持监管和服务并举原则，继续支持上市公司通过跨境并购，优化经营、提升质量

并购重组作为资本市场优化资源配置的重要方式，在助力上市公司加速转型升级、抵御风险挑战、实现高质量发展等方面，发挥着重要作用；同时也为中国企业积极“走出去”，架起了一座资本桥梁。近几年来，我们观察到，不少上市公司通过海外并购，提升了产品、市场及技术的核心竞争优势，实现了优化经营、业务互补，切实提高了公司质量；还有一些优秀并购案例，提升了境内上市公司在全球价值链、产业链、供应链中的地位，改变着我国上市公司在全球价值链中的被动格局。

我们在对上市公司海外并购重组的日常监管中，仍然需要坚持“监管和服务并举”的原则，发挥好交易所的平台功能和示范功能，支持上市公司实现转型升级，激发公司活力，提升公司质量，并以此服务国民经济发展大局。信息披露方面，尊重并购交易的市场规律，合理运用规则弹性；培训咨询方面，借助新上市公司培训、实际控制人培训、董事会秘书培训等平台，

便利公司准确掌握政策法规，促进重组提质增效。

(二)重点关注上市公司海外并购交易是否存在不当动机，严防利益输送等违法违规行为

将上市公司重组方案的问询，与大股东和实际控制人的资本运作、上市公司高管参与 PE 投资、上市公司与大股东的关联交易等行为一同考虑、组合监管。结合上市公司及相关方当前经营状况、主要股东质押情况及资金诉求、是否存在业绩承诺达标或托举股价需求等情况展开分析，统筹判断海外并购交易实质，敢于下监管判断，及时进行监管干预，严堵通过海外并购进行股价管理、利益输送等违法违规行为。

尤其针对前述向境内企业收购境外资产、开展“二手交易”的情形，应注重分析境外资产的原始取得成本，与当前收购估值进行对比分析，并重点关注是否存突击入股现象。类似地，对大股东先行收购海外资产、再转售给上市公司的情形，应重点关注标的资产溢价率是否具有合理性，是否超出大股东理当享有的、由于先期承担交易风险而应取得的回报水平。同时，对于交易条款“三高”现象，进一步强化监管问询，要求公司结合行业情况，详细阐述标的资产估值及溢价过高的合理性，着重强化标的估值的披露要求，关注交易资产质量情况。此外，考虑到当前石油价格进入上升通道，行业景气度回升，相关资产估值上行，如当前油气类上市公司筹划开展海外油气资源并购，则应要求公司披露于当前时点开展并购的必要性和合理性。

（三）关注上市公司海外并购的资金来源、债务压力，以及重组后续整合和承诺履行情况

相较其他行业领域，能源矿业并购交易涉及的金额往往较大。大额海外并购，尤其是现金支付方式的海外并购给上市公司带来巨大财务压力。当上市公司自有资金不够充足，部分通过金融机构借款等途径支付交易对价时，将导致未来上市公司财务费用增加。因此，交易完成后，上市公司可能面临负债规模和资产负债率进一步提高造成的财务风险和净利润下降风险。如前文所述，永泰能源、洲际油气等公司采用高杠杆收购方式，通过大额债务融资等方式筹措资金完成交易，导致自身负债规模快速上升；其后，市场资金抽紧导致公司资金链紧张，伴随并购标的业绩不达预期等问题逐渐暴露，公司自身经营发展和资金周转面临困境，造成之前累积的债务风险集中爆发。日常监管中，需要重点关注上市公司海外并购的资金来源和债务压力，并持续跟踪风险变化情况。

此外，并购实施后，需关注重组后续整合和承诺履行情况。将重组问询、年报审核、临时公告监管结合起来，持续监管重组信息披露的前后一致性及业绩承诺的完成情况，重点关注业绩承诺“精准踩线”完成、承诺完成率逐年下滑等情形，督促相关方及时、足额履行补偿义务。在海外并购资产实际经营出现重大问题、当地政治经济环境发生重大变化、经营业绩未达预期等情况下，要求公司及时公告，充分提示风险，并向投资者

客观准确说明具体情况及其影响，避免敷衍应付、流于形式。

（四）督促中介机构切实履职、勤勉尽责，同时积极探索跨境监管协作，减少监管真空

规范并购重组市场秩序，需要各方共同努力。财务顾问、审计、法律、评估等各类中介机构都需遵循行业公认的执业标准，切实履行职责、勤勉尽责，切实维护投资者合法权益。在上市公司海外能源并购的监管中，可以通过监管问询等，敦促财务顾问、评估机构等确保所出具报告的严谨性和准确性，对交易作价合理性，未来资产盈利预期等发表明确意见，同时提升相关材料的可读性，便于中小投资者阅读理解。对于部分存在疑点的并购交易，通过事前问询、事中约谈中介机构等举措，示风险、明责任，强化其看门人意识，要求审慎发表意见。

此外，应积极开展监管协作，不仅需要与地方证监局保持密切沟通，对上市公司海外并购出现的相关问题予以关注并视情况核查，也有必要探索加强与海外监管部门的合作等，减少监管真空，通过多方协同实现监管合力，对上市公司海外资产及业绩真实性进行必要核查，对利益输送、虚构业务、虚增收入等违法违规情形予以坚决打击，切实维护市场秩序，保障投资者权益。（摘编：张冯彬）

【免责声明】

本刊所载文章观点仅代表作者个人观点，不代表上海证券交易所观点。在任何情况下，本刊所载文章不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本刊为内部参考资料，相关版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对相关文章进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，均须注明出处。

(本期编辑：张冯彬， 校对：黄玲)



服务创造价值



上交所企业上市服务

发行上市服务中心

联系人：谢笑

电话：021-68828602

邮箱：xxie@sse.com.cn

地址：上海市浦东南路500号33楼

邮编：200120

传真：68801288

送：各地方政府、证监局、拟上市公司及相关中介机构