

海问上市公司交易简析——2019年第1期 中粮地产重组大悦城地产

本期海问上市公司交易简析精选了A股上市公司中粮地产重组红筹上市公司大悦城地产案例，对本次交易的基本架构以及交易看点进行简要梳理、评析。

一、前言

2018年12月5日，中粮地产（000031）发布公告，中粮地产重组大悦城地产（00207.HK）事项获得中国证券监督管理委员会（“中国证监会”）上市公司并购重组审核委员会（“并购重组委”）无条件通过。此次重组交易对价超过144亿元人民币，成为2018年房地产界最大规模的重组。

在此之前，这一交易方案曾于2018年10月25日经并购重组委审核，因“本次交易标的资产定价的公允性缺乏合理依据”，并购重组委对该重组交易作出不予核准的决定。重组方案被否后，中粮地产再次推进重组大悦城地产交易，但并未对此前交易方案中的交易标的、交易价格等进行调整，而是在交易方案中增加了交易对方Vibrant Oak Limited（“明毅公司”）的业绩承诺、业绩补偿等安排，并就交易价格的公允性进行了进一步论证。最终，二次上会的重组方案获得并购重组委的无条件通过。

本次交易涉及外国投资者战略投资A股上市公司、跨境换股、标的资产定价公允性以及交易完成后A股上市公司控股香港红筹上市公司的公司治理及信息披露等看点。以下是我们对本次交易基本情况以及交易看点的简要梳理。

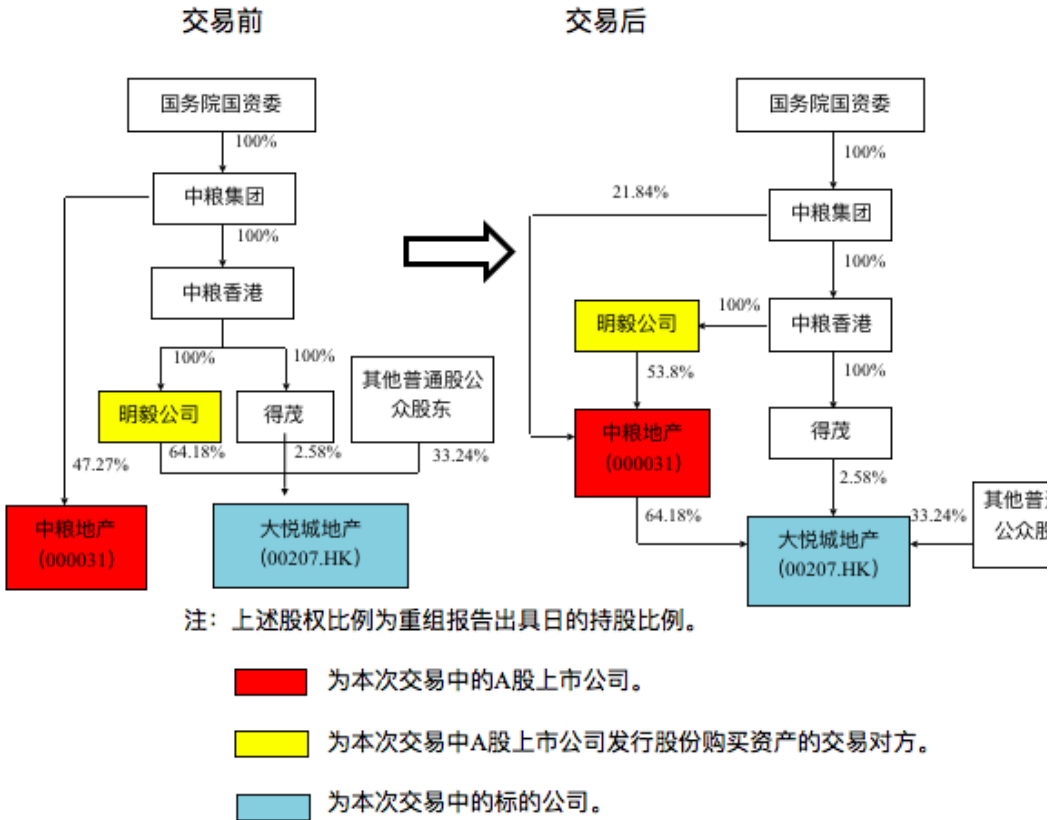
二、本次交易基本情况

本次交易方案为中粮地产拟以发行股份的方式向注册于英属维尔京群岛的明毅公司收购其持有的香港红筹上市公司大悦城地产9,133,667,644股普通股股份（占大悦城地产已发行普通股股份总数的64.18%，占大悦城地产已发行普通股及可转换优先股合计股份数的59.59%），并拟采用询价方式向不超过10

名特定投资者发行股份募集配套资金。本次交易完成后，大悦城地产将成为中粮地产的控股子公司。

本次交易的交易对方明毅公司系中粮地产控股股东中粮集团控制的企业，因此，本次交易构成关联交易。交易对方明毅公司及其直接控股股东中粮香港承诺，三年内不以任何方式转让其通过本次交易直接或间接获得的中粮地产股份。本次交易不构成重组上市。

本次交易前后大悦城地产的股权结构变化如下：



三、本次交易的主要看点

1、本次交易构成外国投资者战略投资A股上市公司

本次交易的交易对方明毅公司于2017年注册于英属维尔京群岛，本次交易构成外国投资者战略投资A股上市公司，商务部批准了本次交易所涉及的境外战略投资者认购上市公司新增股份事项。

同时，本次交易还经过了国务院国资委批准，国家市场监督管理总局经营者集中审查，中粮地产境外投资所涉及的国家发改委核准和商务部批准/备案。

2、本次交易构成跨境换股

本次交易中，作为标的公司的大悦城地产为香港上市公司。根据商务部于2009年发布的《关于外国投资者并购境内企业的规定》，境外公司的股东可以以其持有的境外公司股权作为支付手段购买境内公司增发的股份，前述所称“境外公司”应为上市公司。本次交易成为为数不多的A股跨境换股交易之一，但仍未对上述规定有所突破。

值得注意的是，2018年7月30日，商务部发布了《关于修改〈外国投资者对上市公司战略投资管理办法〉的决定（征求意见稿）》。与商务部于2009年发布的《关于外国投资者并购境内企业的规定》相比，《关于修改〈外国投资者对上市公司战略投资管理办法〉的决定（征求意见稿）》删除了作为换股标的的境外公司必须是境外上市公司的规定。

3、本次交易标的资产定价公允性问题

本次交易的标的公司大悦城地产为香港上市公司，考虑到其受上市公司监管及商业保密限制、公布未来盈利预测可能引起其股价异常波动以及商业地产行业整体波动较大等特殊原因，本次交易以标的资产估值而非资产评估方式作为大悦城地产的作价依据。

在一次上会时，中粮地产聘请了安永（中国）企业咨询有限公司（“安永”）出具《中粮地产（集团）股份有限公司拟收购VIBRANT OAK LIMITED持有的大悦城地产有限公司9,133,667,644股普通股股份项目估值报告》，从独立估值机构的角度分析本次交易标的资产估值作价的合理性和公允性。基于目标公司财务数据、关键假设及信息，估值机构采用可比公司法和可比交易法对标的资产进行了估值，估值区间为1,192,598.27万元人民币至1,695,801.40万元人民币。在综合考虑了标的资产的历史投资价值、净资产价值、可比公司及可比交易估值、标的资产的资产状况、盈利水平、品牌优势等因素后，本次交易收购的大悦城地产64.18%股份的作价为1,475,607.94万元人民币。

就本次交易，中粮地产与明毅公司亦签署了《减值补偿协议》与《减值补偿协议之补充协议》，约定明毅公司在本次重组实施完毕当年及其后连续两个会计年度就标的资产的减值部分对中粮地产进行补偿。

在本次交易一次上会时，并购重组委认为标的资产定价公允性缺乏合理依据，对该交易予以否决。

此后，中粮地产再次推进重组大悦城地产交易。二次上会时，中粮地产并未对本次交易的作价进行调整，而是采用更多方法论证本次交易作价的公允性，并由交易对方明毅公司对标的公司部分资产作出盈利预测补偿承诺。

在论证本次交易作价公允性时，一方面，中粮地产聘请了另一家估值机构北京中企华资产评估有限责任公司（“中企华”）出具了《中粮地产（集团）股

份有限公司拟了解大悦城地产有限公司市场价值项目估值报告》，采用资产基础法对大悦城地产所有者权益进行估值（对下属长期股权投资公司部分采用资产基础法估值，部分采用收益法估值），以估值结果高于交易标的作价来进一步佐证本次交易作价的公允性。另一方面，中粮地产从标的资产作价较香港会计准则下大悦城地产净资产价值具有一定折价、标的资产作价低于香港投资银行对大悦城地产的估值等方面进一步论证了本次交易作价的公允性。

此外，鉴于中企华出具了估值报告以论证本次交易作价的公允性，而中企华估值报告中对标的公司的部分资产采用了收益法估值，经协商，中粮地产与明毅公司签署了《盈利预测补偿协议》，约定明毅公司对标的公司中采用基于未来收益预期的估值方法估值的资产所属主体在本次交易实施完毕当年及其后连续两个会计年度的净利润情况作出承诺，并就业绩承诺期内不足承诺部分按照约定进行补偿。

2018年12月4日，中粮地产重组大悦城地产交易二次上会获得并购重组委无条件通过。

四、其他关注问题

本次交易完成后，A股上市公司控股香港上市公司的公司治理、信息披露及合规经营问题也是监管部门重点关注的问题之一。

对此，中粮地产在反馈证监会问题中说明，在公司治理及上市公司信息披露方面，本次交易完成后，大悦城地产作为中粮地产的控股子公司，将遵照香港证监会及香港联交所的相关规定以及中国境内监管部门的要求、中粮地产内部相关制度进行规范治理，中粮地产亦对大悦城地产所发生的相关事项按照中国证监会、深圳证券交易所和香港上市规则的相关要求履行信息披露义务。

此外，鉴于本次交易完成之后中粮地产的整体资产规模、营业收入、净利润等将显著增加，中粮地产董事会、股东大会的审批权限适用金额将相应提高，大悦城地产作为中粮地产控股子公司所发生的交易虽需按照中粮地产的相关制度履行相应的决策流程，但鉴于中粮地产的各层级审批权限适用金额提高，从实际操作上，除需提交中粮地产的董事会、股东大会决策的事项外，大悦城地产所发生的事项实际可能适用的决策流程将基本维持现状不变，其决策成本不会显著增加。

在合规经营方面，本次交易完成后，中粮地产和大悦城地产亦将同时遵照中国境内、香港两地相关监管规定进行规范经营。

2019-01-22