

聚焦业绩对赌

# 原价1.61亿元收回投资 放弃约2.25亿元业绩追偿 天奇股份回应“亏本生意”争议

■本报记者 李亚男

1.61亿元对外投资三年“亏本”，本该兑现的业绩承诺补偿因股权回购“泡汤”。近日，天奇股份发布了深交所问询函的回复，对原计划收回深圳乾泰能源再生技术有限公司(以下简称“深圳乾泰”)1.61亿元投资一事作出了说明。

## 2.25亿元业绩追偿“被放弃”

8月25日，天奇股份公告称，江苏天奇循环经济产业投资有限公司(以下简称天奇循环产投)拟与深圳乾泰及其股东张树全、林忠军、曹兴刚及宁波梅山保税港区小小树投资合伙企业(有限合伙)签署《股权转让协议》，天奇循环产投拟收回已实际支付的1.61亿元投资款，深圳乾泰回购天奇循环产投持有的51%的股权。

天奇股份在公告中并未提及深圳乾泰业绩承诺完成情况以及补偿安排。不过，公司在问询函回复中称，天奇循环产投与深圳乾泰及业绩承诺方共同协商，就深圳乾泰回购天奇循环产投所持股权事宜达成一致，并确认业绩承诺及补偿义务随原协议解除而终止。

有业内人士在接受《证券日报》记者采访时表示：“在收购中，如果未实现业绩承诺，卖方通常要对上市公司进行补偿。如果未实现业绩承诺不进行补偿，而是由买方进行回购，并以相关股权和个人资产质押作为回购的担保，回购了就不用再履行补偿义务。”

从2018年、2019年业绩来看，深圳乾泰分别实现净利润-2381.49万元、-3052.68万元。连续两年亏损之后，深圳乾泰今年上半年依然未能扭亏，亏损1095.75万元。截至2020年上半年，业绩承诺期内深圳乾泰累计亏损6529.92万元。

记者查阅公告发现，根据当初的协议，交易对手方承诺深圳乾泰



曹梦/制图

2018年度、2019年度、2020年度3年实现的经审计的合并报表净利润累计不低于人民币1.6亿元。《股权转让及增资协议》约定，若深圳乾泰未能完成业绩承诺，差额部分将由业绩承诺方按其持股比例加权计算后对深圳乾泰进行补偿。

据《证券日报》记者粗略计算，若按照目前的业绩承诺完成度来看，交易对方需补偿2.25亿元，而天奇股份选择原价收回1.61亿元投资，因深圳乾泰亏损计提的损失仍由上市公司承担，上市公司则“闷声吃大亏”。

天奇股份方面则强调称，“即便业绩承诺方完成对深圳乾泰的业绩承诺补偿义务，未来几年内深圳乾泰的盈利情况仍具有较大不确定性，持续投资深圳乾泰将给公司带来较大投资风险。”

值得一提的是，在亏本放弃投资深圳乾泰之后，天奇股份称，下一步公司将与深圳乾泰子公司深圳乾泰技术各股东探讨相关合作模式。从业绩表现来看，2018年、2019年、

2020年1月份至6月份，深圳乾泰技术连续亏损159.59万元、648.16万元、517.9万元。深圳乾泰技术不会成为下一个深圳乾泰。

## 关联借款一再延期

记者注意到，上市公司如此“慷慨大方”并非一时兴起，天奇股份在与深圳乾泰之间的资金往来方面也格外“宽容”，1500万元的借款往来一再延期，此次深圳乾泰股权回购的付款安排中提到，深圳乾泰将归还天奇循环产投提供的1500万元财务资助及相应利息。

2019年1月8日，天奇股份经理办公会议审议通过，同意天奇循环产投向深圳乾泰提供不超过1500万元的财务资助，期限不超过十二个月，按照年化利率8%向深圳乾泰收取利息，利息本金于归还时一次性支付。同时，深圳乾泰向银行申请贷款1500万元，由第二大股东张树全以个人房

产抵押提供保证。天奇循环产投于2019年1月15日已支付该笔借款。

不过，2020年4月份，天奇股份公告称，鉴于深圳乾泰的经营情况和业务发展需要，天奇循环产投拟延长上述财务资助期限至2020年7月30日。

7月30日，天奇股份却再次公告深圳乾泰借款延期至2020年12月31日。此时，天奇股份在深圳乾泰的董事已由黄斌、张宇星更换为沈保卫、张宇星。并且，前述公告中深圳乾泰向银行申请的1500万元借款变更为1000万元。

此次股权回购的付款安排中，深圳乾泰将根据深高速基建支付上述股权转让款的付款安排，于收到款项的当日或次日同步向天奇循环产投支付部分回款。归还的1500万元财务资助及利息即包含在深高速基建支付的前3笔股权转让款中。

## 选择追偿还是卖股权 专家称应由全体股东判断

“上市公司上述行为可以认为

是‘甩包袱’，不仅是为了规避业绩承诺，更是为了规避因为业绩承诺无法完成而引发的监管。”上述业内人士说。

而天奇股份在问询函中是这样回复的：“业绩承诺方以其持有的深圳乾泰股权作为质押并以个人资产为深圳乾泰支付回购款项承担连带清偿责任，实质上增加了其所应承担的偿付责任，不存在通过股权回购规避业绩承诺补偿的情形。”

盘古智库高级研究员江瀚告诉《证券日报》记者，“在收购资产亏损的情况下，上市公司向交易对手追索业绩补偿款并继续持有资产，未必是最佳方案，及时止损也是可以考虑的选项之一。”

上海明伦律师事务所王智斌律师也认为，“上市公司认为付补偿款价值并不大，索赔后续可能会带来更大的亏损，通过上述手段是上市公司自身选择的止损办法。”

“目前问题的关键在于，上市公司管理层应完整披露关于收购资产的各项信息并给出具体的测算数据，以证明该项交易具备商业上的合理性，至于公司应该追索交易对手业绩补偿责任还是卖出股权止损，则应由全体股东判断。”王智斌补充道。

据了解，天奇股份将于9月14日召开2020年第二次临时股东大会，将就《关于深圳乾泰回购股权暨关联交易的议案》进行审议，上述事项已经过董事会及监事会决议通过。

业绩承诺成“一纸空文”，通过股权回购避免履行补偿义务会不会变成常态？王智斌则告诉《证券日报》记者：“业绩承诺上市公司并非可以随意免除，就算按照股权回购方式，除收购方表决通过外，也需要交易对手方愿意回购。”

对于此事进展，《证券日报》记者将持续保持关注。

热点关注

## 资本竞逐在线教育风口 企业大多处于烧钱阶段

■本报记者 张敏

在线教育融资又有新消息。据媒体报道，在线教育平台猿辅导即将完成新一轮12亿美元融资，投后估值130亿美元，老股东腾讯、高瓴和博裕资本参投。若交易完成，猿辅导将成为全球估值最高的在线教育独角兽公司。值得一提的是，猿辅导在线教育在今年年初刚完成了一轮10亿美元的融资。对于公司的连续融资，猿辅导公司人士对《证券日报》记者表示，对此消息不予置评。

受疫情影响，在线教育快速发展，行业融资加速。据网经社电子商务研究中心发布《2020年(上)中国在线教育市场数据报告》(以下简称《报告》)，在融资金额方面，2020年上半年在线教育融资总金额达143.4亿元，同比增长48.3%，为近五年同期最高，且已超2019年全年融资总额(128.1亿元)。

对于在线教育普遍融资的现象，网经社电子商务研究中心生活服务电商分析师陈礼腾在接受《证券日报》记者采访时表示：“一直以来，在线教育行业存在以下痛点：转化率率低，获客成本高，最终导致中前期的持续普遍亏损。在线教育行业发展依然处于探索阶段，其教研、产品、技术、营销等方面的投入大加上盈利周期长的特点，导致在线教育企业大多处于烧钱阶段，主要依靠融资获取资金。”

## 8月份 在线教育企业融资迅速

移动互联网的发展与普及为在线教育行业提供了发展的沃土。而疫情之下，打破时间和空间限制的在线教育更是被提前送上了风口。

《报告》预计，2020年中国在线教育市场规模约达4230亿元，同比2019年3468亿元增加21.97%。用户方面，2020年中国在线教育用户规模约达3.31亿人，同比2019年2.69亿人增长23.04%。

在疫情防控常态化的今天，在线教育依然是资本竞相加码的赛道。据《证券日报》记者梳理，8月份，在线教育企业融资迅速。其中伴鱼在C轮融资获得1.2亿美元投资，火花思维在E轮融资获得1.5亿美元投资，开课吧在A轮融资获得5.5亿人民币投资。

融资加速的同时，企业的营销投入也在持续攀升。有媒体报道，2020年在线教育暑期营销投入45亿元，推广力度超出2019年。据QuestMobile数据显示，2019年上半年中国K12在线教育企业营销费用同比增长42.9%，这一增长比例在2020年上半年增至71.2%。仅今年6月份，猿辅导线上投放费用就达4.75亿元。在线教育机构跟谁学披露的2020年二季度财报数据显示，公司销售费用增长超7倍，从去年同期的1.69亿元增长至12.05亿元。

## 1元揽客：盈利时刻远未到来？

尽管在线教育站上了风口，但收入覆盖不了运营成本成为当下在线教育企业集体面临的困境。不可忽视的是，在这场长跑比赛中，盈利是最终的目标。不过，从短期来看，这一目标实现的曙光尚未出现。

随着2020年上半年成绩单的披露，A股在线教育概念股的上半年表现并不是十分乐观。同花顺数据显示，91家在线教育概念股中，65家实现归属于上市公司股东的净利润出现不同程度下滑。跟谁学发布的2020财年第二季度财报显示：报告期内，跟谁学实现收入16.503亿元，同比增长367%；毛利率高达78.1%，经营亏损1.61亿元，去年同期盈利1620万元。

安信证券研报指出，作为线上招生拉新的主要方式，2020年K12暑期营销包括两大特点，即课程价格下探幅度更大以及开始尝试直播卖课。与2019年49元、50元的体验课对比，2020年“9元体验课”引流，价格进一步下降，且采用直播推广模式。一位家长向《证券日报》记者介绍，在某教育平台上花了1元学习在线英文绘本试听课程。试听结束后，该平台给她提供的方案是1980元120课时。

“教育行业不同与其他行业，不能完全市场化。若只盯着现金流、跑马圈地、投资回报等商业思维，注定行不远。在线教育最终还是回归教育的本质——教学质量，只有让用户学有所得，才会被认可。在线教育平台要尽快从资本竞争中回到教育的竞争，把更多的资源投入到师资扩展、课程开发、软硬件升级中去，再配上有效的教学体系，为学生和家长提供更好的教学产品，提供更优质的教学体验，更好地提升学习效果，才能最终赢得学生和家长的口碑，实现社会效益与社会效益的双赢。”陈礼腾向记者表示。

值得一提的是，来自安信证券的报告认为，参照2019年暑期营销，在线教育行业正价课获客成本平均2000元-3000元，目前已经开始下降。这是否意味着行业盈利的曙光初现？

本报将持续关注这一话题。

# 新固废法实施后行业面临洗牌 环保龙头有望加速并购整合

■本报记者 李春莲

9月1日起，《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》(以下简称新固废法)正式施行，它被市场称为“最严格制度最严密法治保护生态环境”的法律。

在此背景下，环保龙头企业正在进一步布局固废产业链，而新固废法实施后，不少企业或因竞争力不足而被市场淘汰。

“随着国家法律法规的完善，对首创股份这样的头部企业来说是利好措施。”首创股份总经理杨斌在接受《证券日报》记者采访时表示，“十四五”期间，公司一方面会继续保持在中天科技固废管理层的投资业务；另一方面会进一步加大跟首创环境在管理方面的整合和融合。

启迪环境总裁李星文向《证券日报》记者表示，未来固废行业的并购趋势，会向环保龙头企业集中。它们将凭借多年沉淀的技术、产业、资本优势，进一步整合优质产能，推动行

业发展。

## 环保企业加速布局

对于违反固废法规定的行为，新固废法的罚款力度明显提高，多项违法行为罚款数额是现行固废法的10倍，还增加了按日连续处罚、限产停产、或停业关闭的处罚措施。

李星文表示：“新固废法的实施，意味着国家对垃圾分类、建筑垃圾处置、污泥处理、医疗垃圾处置、危险废物处置等业务领域的监管力度会不断加大。短期看，将促使企业在环保上普遍增加投入，集中解决账款问题，可能造成生产经营成本增加，但长期看，将给包括启迪环境在内的专业化环保企业带来更多机会，实现产业整合。”

他强调，公司会积极规划应对。当务之急是严格遵照新法，自我调整优化，加强内功修炼，持续固本培元、降本增效，持续挖掘现有项目的产能及技术优势，在合适的时机，适度延

伸产业链，提升价值链，争取更为广阔的发展空间。

值得一提的是，首创股份目前的固废业务形成了收集、转运、处置的全产业链覆盖模式，包括危废、餐厨、电子废弃物、垃圾焚烧、填埋、建筑垃圾等丰富的产品线。

首创股份半年报显示，公司上半年营业收入再创新高，达69.56亿元，同比增长21%，近3年平均增长率达到24%。归母净利润达4.26亿元，同比增长33%，扣除非经常性损益净利润同比增长50%，近3年平均增长率达到25%。

上半年，首创股份的固废业务实现收入22.14亿元，较上年同期增加1.93亿元，增幅9.59%。受新冠疫情影响，海外业务收入下降，但是固废板块的生活垃圾业务有所增加，国内业绩释放，抵消了影响。

“首创股份固废业务运营资产未来发展空间巨大。”杨斌表示，目前公司在国内共计在手有78个固废项目，合计处理能力是4.88万吨/日，已

经营的是1.7万吨，在建和筹建还有大概2/3产能，这意味着公司还有大概2/3的产能没有得到释放。这些都将成为公司“十四五”期间收入、利润保持大幅度增长的保障。

## 龙头企业优势明显

新固废法的实施，有望进一步加速行业的分化，环保龙头企业将加速收购整合。龙头企业优势明显，固废产业链不断扩张；而有的企业则面临更多的挑战。

“行业洗牌不可避免，但会有一个缓冲期。”李星文向《证券日报》记者表示，近年来，固废行业发展比较粗放迅猛，行业格局基本定型，利润空间不断收窄。固废企业的专业化水准参差不齐，面对新固废法的施行，固废企业会重估既有项目的合规性及盈利能力，设法消除目前存在的不足，这将成为新固废法施行后的一个行业缓冲期。而缓冲期结束后，部分能很好解决问题的企业，将继续维

持竞争优势，做大做强，甚至积极参与并购；而其他竞争力不足、难以应对新法挑战的企业，则将面临被并购或关停的命运。

实际上，就在前不久，龙净环保公告拟以现金方式分期收购台州市德长环保有限公司(以下简称台州德长)100%股权，以获得台州德长名下经营的危险废物处置中心项目相关的资产和业务。

龙净环保表示，收购完成后，公司将与台州德长进行协同整合，通过导入技术和优势提升其运营水平和经营业绩，以获得更好的投资回报。

杨斌认为，固废产业链包括设施设备公司，总的来说还是数量偏多。下一步随着国家进一步规范后，以市场机制来整合的趋势会比较明显，头部企业或者是综合平台型公司，和一些相对较小的专业技术公司怎样共融共生，在这个市场上同步起作用，“十四五”期间将会有更多的行业调整。

# “A拆A”再添新例 中天科技拟分拆海缆子公司独立上市

■本报记者 曹卫新

多层次资本市场体系的建设让企业上市有了多样选择，A股公司分拆上市的热情也被点燃。同花顺统计显示，2020年初至今，A股已有超40家上市公司宣布将分拆旗下子公司在A股上市。近日，“A拆A”队伍再添新成员，中天科技宣布董事会拟授权公司及中天科技海缆管理层启动中天科技海缆上市的前期筹备工作。

中天科技董事会秘书杨栋云在接受《证券日报》记者采访时表示：“随着资本市场改革的深入，企业上市的跑道有了多元选择，公司将中天科技海缆公司分拆上市，不仅更清晰的体现中天海缆估值水平，还有利于增强上市公司和中海缆之间的业务独立性，让双方业务更聚焦。”

## 16年沉淀 海缆业务大放异彩

中天科技以光纤通信起家，于

2002年10月24日登陆资本市场。经过数十年的发展，如今的中天科技已形成光通信、电网建设、新能源、海洋装备、新材料、智能制造等多元产业格局。

记者了解到，中天科技于1999年正式进入海洋装备领域，2004年公司专门成立了海缆子公司——中天科技海缆有限公司(以下简称“中天海缆”)。历经16年的沉淀，中天海缆凭借着稳定、专业的技术以及与国际接轨的经营团队，建立了海缆研究所与工程技术中心，成为全球海缆最具竞争力十强企业之一。

数据显示，2017年至2019年中天海缆净利润分别为0.91亿元、1.37亿元和4.72亿元。2020年上半年，疫情大背景下，中天海缆仍逆势增长，中期净利达4.26亿元。

“2019年，中天海缆营收约占中天科技营业收入的13.76%。当前中天海缆在手订单约100亿元，业绩增长趋势还是比较明显的，海缆业务可

以说是上市公司业绩增长的主要驱动力。”杨栋云告诉记者，“目前上市公司直接持有中天海缆96.20%的股权，通过全资控制的子公司中天金投间接持有中天海缆3.80%的股权。分拆上市后，中天海缆仍在公司合并报表范围之内，相应的资产、收入、利润仍将在中天科技合并报表层面体现。”

清华智库首席经济学家宋清辉在接受《证券日报》记者采访时表示：“A股公司分拆子公司上市有着多方面的意义。不仅可以拓宽A股公司子公司融资渠道，获得股权二次溢价等，未来还将形成示范效应，激励更多的上市公司去孵化创新企业，然后分拆登陆创业板、科创板等上市跑道，形成良性循环。”

## 拟借力资本市场 激发新活力

得益于国内外海上风电业务的高速发展，海上风电建设迎来大规模

装机浪潮，中天海缆业务也得以快速增长，整体盈利能力不断提升。中天海缆之所以得以快速增长，这与公司一直坚持通过全球化产业布局加强自主创新，持续打造勇于开拓的先锋队不无关系。

据杨栋云介绍，中天科技海缆是国家火炬计划重点高新技术企业、工信部授权的行业唯一的单项冠军培育企业，先后承担2项国家863计划项目及4项“十三五”国家重点研发计划，整体技术水平和实力位居行业前列。

中天海缆国内率先研发成功三芯110kV、三芯220kV交流海底光电复合缆，打破国际垄断，填补国内空白，产品成功应用于珠海桂山、三峡响水风电场。除此以外，中天海缆还在全球率先研发成功世界最高电压等级500kV交联聚乙烯绝缘交流海缆系统，成功应用于国网浙江舟山500千伏输电工程第一回路和第二回路，还参与南网南澳±160kV、国网舟山±200kV、国网厦

门±320kV、三峡东岸±400kV四个世界先进的柔性直流输电示范工程建设，代表中国率先研制成功超高压±525kV柔性直流电缆，实现中国柔性直流电缆国产化发展的“五级跳”。

“分拆海缆业务单独上市我们也希望能激活其管理体制，增强海缆业务的持续竞争力，同时也希望通过中天海缆独立上市，进一步优化对员工的激励方案，深挖经营层团队潜力，提升公司团队稳定性。”杨栋云表示。

杨栋云告诉记者，目前公司已启动中天海缆在境内上市的前期筹备工作，按照《公司法》有关规定将对中天科技海缆进行股份制改造，但目前尚未确定上市“跑道”。

宋清辉表示，建议A股公司在选择是否分拆子公司上市时要全面考量其必要性和可行性，充分考虑分拆上市是否有利于促进子公司的业务发展，是否有助于提升两者的业务协同性。