# 大连重工“对赌赠股”事件分析点评

周志勇，单昭祥（教授）

（广东海洋大学寸金学院，广东湛江 524094）

【摘要】本文搜集分析了2011～2013年大连重工公开披露的财务数据，梳理出“对赌赠股”事件的前因后果，剖析了大连重工近三年财务报表及其市场表现，显示了大股东履约赠股后“双输”利益格局，最后利用股东财富最大化和上市公司市值管理理论总结了“对赌赠股”的主要症结及启示。

【关键词】大连重工；对赌赠股；市值管理；股东财富最大化

## 一、“对赌赠股”之前因

2011年11月25日，大连华锐重工铸钢股份有限公司实施资产重组，以25.29元/股向大股东大连重工·起重集团有限公司（简称“起重集团”）定向增发215 193 341股，购买起重集团拥有的除华锐风电和大重公司股权之外的装备制造业经营性资产和负债（简称“标的资产”）。根据辽宁众华资产评估有限公司当年出具的资产评估报告，以评估结果544 223.96万元作为标的资产评估价值。

大连重工与起重集团签署了《发行股份购买资产之利润补偿框架协议》和《发行股份购买资产之利润补偿框架协议的补充协议》：2011～2013年标的资产拟实现的扣除非经常性损益的净利润为249 132万元，如未达到大股东进行补偿。重组后，公司名称变更为“大连华锐重工集团股份有限公司”，自2011年12月1日起证券简称变更成“大连重工”，证券代码仍是“002204”。

## 二、“对赌赠股”之后果

然而，经同一家会计师事务所审计的大连重工2011～2013年年报显示，起重集团注入的标的资产近三年累计实现扣除非经常性损益的净利润仅为162 739.93万元，较预计净利润少了86 392.07万元。关于未达到承诺目标的原因，大连重工连续两年均解释为“受宏观经济波动影响，市场竞争加剧，标的资产产品销售额及销售价格下降。”

大连重工2011～2013年年报“收购报告书或权益变动报告书中所作承诺”部分披露了补偿股份的计算公式：回购股份数量=[（截至当期期末对应标的资产累计预测净利润数-截至当期期末对应标的资产累计实际净利润数）×认购股份总数÷补偿期限内各年的对应标的资产预测净利润数总和-已补偿股份数量]×（1+转增或送股比例）。据此公式验算：

2012年累计须补偿股份数量=[（77 046+84 014-80 265.39-44 361.57）×215 193 341÷（77 046+84 014+88 072）-0]×（1+50%）=47 204 781（股）

2013年累计须补偿股份数量=[（77 046+84 014+88 072-80 265.39-44 361.57-38 112.97）×215 193 341÷（77 046+84 014+88 072）-0]×（1+50%）×（1+50%）=167 901 931（股）

上述计算结果与其公布的《关于大连重工·起重集团有限公司业绩承诺补偿股份过户实施公告》基本一致。其中，“认购股份总数”为初始定向增发股份总数215 193 341股，之后在2011、2012年度利润分配时均以资本公积每10股转增5股。

大股东起重集团于2014年6月24日提出两套补偿方案：第一套是回购方案，上市公司拟用自有资金，以1元/股的价格回购起重集团持有的167 901 933股股票；回购注销完成后，上市公司总股本由965 685 016股减少为797 783 083股。第二套是赠股方案，即起重集团将167 901 933股股票赠与其他股东。无论选择哪套方案，中小股东的相对持股比例都有大幅度的提高。

2014年第二次临时股东大会上，在关联股东回避的情况下，上市公司持股5%以下的中小股东进行表决，以97.5%的反对票否决了《关于回购大连重工·起重集团有限公司标的资产未完成盈利承诺所对应股份的议案》，并以98.6%的支持票通过了第二套方案，决定于7月25日收市后，起重集团对登记在册的其他股东于7月28日以10股送8.218 4股，在7月29日可以上市交易。中小股东最终选择了赠股方案，从一定程度上看是理性的经济行为，因为他们的持股比例由原来的21.16%上升至38.54%，较回购方案不仅增加了12.93%的上市公司权益，还不会导致上市公司利益外流（不用货币资金回购股票）。

## 三、“双输”利益格局

二级市场对于大连重工本次大股东送股早就存在一定的预期，股价从2013年8月的低点5.34元被大幅拉起，

2014年7月25日公司股价报收18.9元,不到一年时间涨幅已接近300%,而同期机械制造板块指数仅上涨了25%。交易数据表明,主要是散户游资参与炒作,很多散户热衷于“高送转”概念,套利游资在大连重工2013年年报公布后蜂拥买入,2014年7月24日、25日公司股票日均换手率高达8.1%,日平均成交额达到了7.2亿元。在起重集团履约赠股完成后,散户游资出于获利套现的需求,大连重工从7月28日起出现“踩踏”出逃行情,连续出现4个跌停板,四个交易日累计成交1 385万股,仅占“无限售条件股份”的2.13%(详见表1),直到2014年8月1日止跌企稳,此后股价一直徘徊在12元以下,套利空间已不大。

表1　赠股后连续4个交易日的成交量和成交额

| 交易日 | 7月28日 | 7月29日 | 7月30日 | 7月31日 | 小计 |
|---|---|---|---|---|---|
| 成交量(万股) | 57 | 95 | 218 | 1 015 | 1 385 |
| 成交金额(万元) | 967 | 1 451 | 3 004 | 12 587 | 18 009 |

在“对赌赠股”事件中,大股东起重集团信守承诺的“契约精神”值得资本市场参与者学习,但事实上形成了大股东与中小投资者利益“双输”格局。

2014年7月25日,大连重工的股票收盘价18.9元,7月31日报收12.4元,公司总市值已累计蒸发62.769 85亿元[9.656 9×(18.9-12.4)],其中“无限售条件股份”市值损失约10.48亿元(48 150×18.9-64 940.193 3×12.4)。起重集团也遭受了巨额损失,一方面是送出1.679亿股股份,另一方面还需承受连续4个交易日股价暴跌带来的持股市值损失,起重集团累计市值损失=7.613 9×18.9-5.934 8×12.4-8.639 2(累计未完成承诺业绩)=61.671 99(亿元)。

对于中小股东而言,“对赌送股”的红利也未能如愿拿到手。从表面上看,本次大股东“对赌赠股”行为是股东之间在持股数量上此消彼长,上市公司总股本没有变化,赠股后股价并不除权。大连重工2013年年报显示,起重集团持股761 385 016股,其中“有限售条件股份”数量484 185 016股、“无限售条件股份”数量277 200 000股。大连重工按股份性质分类,业绩承诺补偿前,“无限售条件股份”数量为48 150万股(占比49.86%),业绩承诺补偿后,“无限售条件股份”数量为64 940.193 3万股(占比67.25%),“无限售条件股份”增加的数量刚好等于起重集团赠股的数量。这就意味着在2011年重组增发的新增股中,有167 901 933股“有限售条件股份”变相提前5个月被解禁(定向增发股份限售期自2011年12月27日至2014年12月27日)。虽然上市公司股票不除权,但增加了“无限售流通股”数量,巨大的抛压盘使得股价暴跌,表1数据显示中小股东“增股不增收”的尴尬境遇。

那么,为什么会形成“双输”利益局面呢?

首先,我国证券市场上中小投资者风险意识不强、市场判断能力不佳。不少投资者认为大股东赠股后,自己持股数量可增加,相应的收益也会自然增加,从而忽略了“无限售流通股”数量猛增对交易市场的冲击,市场这只“无形的手”发挥了自动除权功能,股票市场价格连续四个跌停。

其次,没有认真研究上市公司的基本面。触发大股东业绩补偿的背后原因是什么,是重组的标的资产评估值过高,还是注入的标的资产盈利能力有问题?如果上市公司的基本面出了问题,即使现在大股东履行完毕业绩补偿承诺,如果是注入的标的资产质量存在明显瑕疵,那么苦果还需全体股东来吞咽。

再次,从大连重工的业绩来看,经过前期的投机炒作股价明显偏高,市场发挥了价值回归的功能。公司2014年上半年度报告显示,实现净利润2 136万元,若按上限计算,每股收益为0.02元,加权平均资产收益率为0.33%,若以4个跌停板后的股价12.4元计算,市盈率高达310倍,理性的投资者不会高价去买。

总之,大连重工一系列人为的股价“过山车”式波动,只不过是一场想像中的“财富再分配游戏”。上市公司只有改善基本面、提升经营业绩,才能真正增加股东财富。

**四、公司基本面剖析**

表2显示,大连重工主要产品的平均毛利率在18%左右,其中综合类机械(平均21.74%)保持平稳态势,装卸机械(平均13.28%)逐年快速攀升,冶金机械(平均16.44%)呈明显的下降趋势,起重机械(平均18.77%)先降后升。但从毛利额看,总体呈下降趋势,其中综合类机械“断崖”式下降,起重机械缓慢下滑,而装卸机械稳步增长,冶金机械先跌后升。所以从相对指标看,虽然大连重工主要产品类别的销售毛利率确实可观,但是难以掩盖绝对指标销售毛利额逐年下降之事实。

表2　大连重工2011~2013年主要产品类别销售毛利率

| 产品类别 | 2011年(万元) | | | 2012年(万元) | | | 2013年(万元) | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 营业收入 | 营业成本 | 毛利率(%) | 营业收入 | 营业成本 | 毛利率(%) | 营业收入 | 营业成本 | 毛利率(%) |
| 综合类机械 | 423 215 | 329 281 | 22.20 | 239 507 | 188 211 | 21.42 | 128 412 | 100 687 | 21.59 |
| 冶金机械 | 284 443 | 232 730 | 18.18 | 255 198 | 216 621 | 15.12 | 264 297 | 221 925 | 16.03 |
| 起重机械 | 159 025 | 129 912 | 18.31 | 110 609 | 91 132 | 17.61 | 77 975 | 62 066 | 20.40 |
| 装卸机械 | 155 618 | 140 701 | 9.59 | 186 451 | 159 255 | 14.59 | 178 441 | 150 493 | 15.66 |
| 配件其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 195 807 | 141 916 | 27.52 |
| 合　计 | 1 022 301 | 832 624 | 18.55 | 791 765 | 655 219 | 17.25 | 844 932 | 677 087 | 19.86 |

由于主要产品类别销售毛利额从2011年的189 677万元急剧下降到2012年的136 546万元,2013年继续缓慢下滑至113 954万元,利润总额和净利润也基本符合这种

发展趋势。在净利润下滑和总股本增加的双重作用下，每股收益更是一年不如一年(详见表3)。

表3　　2011~2013年主要财务指标

| 项　目 | 2011年 | 2012年 | 2013年 |
|---|---|---|---|
| 利润总额(万元) | 107 749 | 49 522 | 43 550 |
| 净利润(万元) | 90 865 | 36 059 | 33 337 |
| 总股本(股) | 429 193 341 | 643 790 011 | 965 685 016 |
| 每股收益(元/股) | 2.12 | 0.57 | 0.36 |
| 资产总额(万元) | 2 273 653 | 2 016 675 | 1 886 502 |
| 负债总额(万元) | 1 676 362 | 1 390 928 | 1 231 924 |
| 股东权益总额(万元) | 597 291 | 625 747 | 654 578 |
| 资产负债率 | 73.73% | 68.97% | 65.30% |
| 净资产收益率 | 15.21% | 5.76% | 5.09% |
| 货币资金(及占比总资产) | 152 871 (6.72%) | 117 660 (5.83%) | 156 879 (8.32%) |
| 应收款项(及占比总资产) | 1 097 485 (48.27%) | 703 725 (34.9%) | 850 094 (45.06%) |

大连重工的资产总额和负债总额每年下降，但前者的降幅小于后者，所以股东权益总额每年增加和资产负债率逐年下降，抗风险的能力有所增强。虽然股东权益总额每年略有增长，但净利润逐年下降更凶猛，所以净资产收益率从2011年的15.21%高台跳水到2012年5.76%，2013年依旧微降至5.09%，可见公司盈利能力越来越弱。

大连重工2011年和2013年的货币资金和应收款项(应收账款加应收票据)合计占资产总额的比重均超过53%，2012年的比重也近41%，这说明公司资产流动性强，偿债能力还不错。众所周知，资产的流动性与盈利性成反向变动。公司41%~54%的资产以货币资金和应收款项的形式存在，其盈利能力不下降都难；大连重工属于机械制造类上市公司，流动资产过多本来就不正常。

可能大连重工也意识到流动资产过多导致盈利能力差，于是在2014年5月30日召开的第三届董事会第十二次会议审议通过了《关于拟购买保本理财产品的议案》，同意使用自有资金不超过人民币3亿元购买低风险、短期(不超过一年)的银行保本理财产品。但笔者认为，在宏观经济不景气时，通过投资低风险的保本理财产品等虚拟经济，可提高资金使用效率，获得一定的投资效益，进一步提升整体业绩水平，为股东获取更多的投资回报，但假如长期偏离实体经济则是非常危险的。

**五、“对赌赠股”的启示**

1. 在满足利益相关者的利益受到了完全保护和没有社会成本的约束下，“股东财富最大化”可作为财务管理的最佳目标。通过财务上的合理经营，为股东带来最多的财富；在股份制经济条件下，股东财富由其所拥有的股票数量和股票市场价格两方面决定，在股票数量一定的前提下，当股票价格达到最高时，则股东财富也达到最大化，所以股东财富又可以表现为股票价格最大化。大连重工无论是股份回购方案还是大股东赠股方案，首先几乎不涉及债权人、客户、职工、政府等其他利益相关者，也没有增加社会成本，只涉及大股东与中小股东之间的利益博弈。事实上，没有实现全体股东财富最大化的圆满，一方面说明了对赌方案设计存在先天性缺陷，另一方面也意味着中小股东利己的“经济人”行为并非最优选择。

2. 上市公司应认真研究市值管理。国务院2014年5月8日下发《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，第一次提出了“鼓励上市公司建立市值管理制度”。市值作为评价上市公司价值的核心指标，反映了上市公司的综合实力、盈利能力、经营绩效、股东的财富价值以及市场认可度等多方面信息。要做好上市公司市值管理，一般要经过价值创造、价值实现和价值经营三个步骤，并且这三个步骤缺一不可。

首先，价值创造是基础。大连重工没有良好的业绩支撑，则再高的股价都是泡沫，都会被打回原形。其次，价值实现是手段。通过投资者关系管理、公司品牌营销和企业社会责任的承担等手段，将公司创造的价值充分地表现在股市上，使社会公众和投资者充分地了解公司，促进市值正确地反映内在价值。大连重工自实施重大资产重组以来，经营状况一年不如一年，还将业绩不达标的原因推给“宏观经济波动影响，市场竞争加剧”，显然公司创造价值能力逐渐减弱，这是大股东履约赠股后公司股价连续四个跌停的真正原因。再次，价值经营是杠杆。通过修正公司的金融策略、强化公司资本运营以充分分享资本市场的溢价功能。价值经营需灵活结合利用市场周期：在牛市中，可以实施增发、配股等再融资或适当减持股权等措施；但在股市低迷时期，可以低价增持或回购股份以稳定公司股价。目前，我国股市尚未走出熊市行情，大股东履约赠送的股票系“有限售条件股份”，这部分股票被变相提前解禁了，从而增加了“无限售流通股”数量，必定会冲击股价。假设实施股份回购方案，首先减少了总股本将提高每股收益，然后可以减少公司自由现金流量，尤其释放出股价被低估的积极信号，至少可以避免股价“过山车”式的波动。

**主要参考文献**

王化成.财务管理(第四版)[M].北京：中国人民大学出版社，2013.

单昭祥，蒋昕.新编现代管理会计学[M].大连：东北财经大学出版社，2010.

常叶青，吴丽梅.财务管理[M].北京：高等教育出版社，2013.

【基金项目】2012年度广东省财务管理专业综合改革试点项目和广东海洋大学寸金学院2013年教学改革研究项目“任务驱动教学模式在《成本会计实训》中的应用”