

开源证券股份有限公司

关于

上海证券交易所

《关于对上海三爱富新材料股份有限公司重大资产购买及
出售暨关联交易预案信息披露的二次问询函》相关问题

之

专项核查意见

独立财务顾问



签署日期：二〇一七年五月

开源证券股份有限公司

关于上海证券交易所《关于对上海三爱富新材料股份有限公司重大资产购买及出售暨关联交易预案信息披露的问询函》相关问题 之专项核查意见

上海证券交易所：

2017年3月17日，上海三爱富新材料股份有限公司（以下简称“公司”、“上市公司”或“三爱富”）收到上海证券交易所《关于对上海三爱富新材料股份有限公司重大资产购买及出售暨关联交易预案信息披露的二次问询函》（上证公函【2017】0285号）（以下简称“《二次问询函》”）。开源证券股份有限公司（以下简称“独立财务顾问”、“本独立财务顾问”）作为本次重大资产重组的独立财务顾问，就《二次问询函》相关问题进行了认真调查和核实，并出具了本核查意见，如无特别说明，本核查意见中的简称与《上海三爱富新材料股份有限公司重大资产购买及出售暨关联交易预案（二次修订稿）》中的释义内容相同。

问题一、上市公司2015年净利润为负，按照《重组办法》第13条及第14条的规定，本次交易拟购买资产净利润超过上市公司最近一个会计年度经审计净利润的100%。请公司结合控制权同步变更、资产置出、未来主要利润来源于新置入资产的情况，说明公司本次交易是否实质实现“卖壳”意图及新资产的重组上市。

请财务顾问和律师发表意见。

回复：

根据《上市公司重大资产重组管理办法（2016修订）》（以下简称“重组管理办法”）第13条的规定，导致上市公司发生根本变化需要报经中国证监会批准的情形的前提是“上市公司向收购人及其关联人购买资产”，本次交易不涉及向收购人及其关联人购买资产的情形，因此不构成重组上市。

就本次交易涉及的控制权同步变更、资产置出、未来主要利润来源于新置入

资产的情况具体说明如下：

1、关于控制权同步变更。上海华谊为继续深化国资国企改革，推进管理组织优化、提升上市公司整体竞争力，通过公开征集受让方的方式将三爱富 20% 股权转让给中国文发。在上市公司原有化工资产盈利能力欠佳的情况下，引入盈利能力较强的优质资产是实现国有资产保值增值、促进上市公司长远发展、保障全体股东利益的最佳选择。股权转让完成后，上市公司控股股东由上海华谊变更为中国文发，实际控制人由上海市国资委变更为国务院国资委，上述股权转让将会导致实际控制人发生变更。为了维护社会稳定，切实保护上市公司、中小股东以及员工的根本利益，本次控股权转让与资产购买、资产出售交割的先后顺序为资产购买交割、资产出售交割、股份转让交割，上市公司重大资产购买及出售交易的顺利实施是股份转让交割的前提。本方案实施条件严格，是相关各方基于合理的商业目的，在公开的市场环境下达成的，符合国资国企改革精神，实现交易各方利益的共赢，更有利于维护上市公司全体股东的利益。

2、关于资产置出。本次交易系上市公司出于战略考虑对氟化工业务进行调整和优化，置出了氟制冷剂和传统氟聚合物等部分氟化工产品，保留了高端新型的氟聚合物和氟精细化工产品。本次交易通过保留高端新型氟化工资产并引入教育资产，实现了上市公司主营业务适度多元化，从而降低上市公司周期性业绩波动风险，提高上市公司的抗风险能力和可持续发展能力，达到提高上市公司的整体价值并为股东带来更好的回报的目的。

3、关于未来上市公司主要利润构成。上市公司在对众多优质类教育资产进行了全面的考察之后，选择了盈利能力较强、资产质量较高的标的资产。同时，上市公司仍保留了部分高端氟聚合物类资产，以期从氟化工产业的周期性及产业发展中寻求新的利润增长点。未来上市公司的利润主要来源于高端新型氟化工和教育两块业务。

4、本次交易不存在“卖壳”意图。本次交易完成后，上市公司仍保留了部分高端氟聚合物类资产，并且上海华谊在转让控制权的同时保留了上市公司 11.6% 的股份，仍然为上市公司的第二大股东，上海华谊将与新股东协同促进上市公司持续发展。

本次控股权转让的交割在重大资产购买、重大资产出售交割完成后方可进行，在控股权转让完成之时，上市公司已成为包括高端氟聚合物类资产和优质的教育类资产的产业发展平台，因此，上市公司并非市场上所谓的“壳”的概念，也不涉及“卖壳”的问题。

综上，上海华谊作为国有企业本着以大局为重，对上市公司和全体股东负责的精神，选择了最符合上市公司长远发展利益的中国文发作为最终的受让方，并且上海华谊在转让控股权后仍然作为上市公司的第二大股东，与新控股股东协同促进上市公司的发展，实现央地国资国企改革，不存在“卖壳”意图。

5、关于本次交易不会实现新资产的重组上市。本次交易满足了奥威亚可持续发展的需求，依靠资本市场做大做强，可以使奥威亚在不断加剧的市场竞争中处于有利地位。奥威亚全体股东将与中国文发及上海华谊共同推进上市公司的可持续发展，为此，2017年3月1日，奥威亚全体股东出具了承诺，其不会将剩余50%现金对价用于增持上市公司股票，不会谋求上市公司控制地位，不会导致上市公司实际控制权发生变化。

综上所述，本次交易核心是为了调整和优化升级上市公司业务，提升上市公司价值，实现国资国企改革及国有资产保值增值，而非“卖壳”或“重组上市”，上海华谊不存在“卖壳”意图，交易方案的安排也不会导致新资产的重组上市。

独立财务顾问意见

经核查，本独立财务顾问认为：本次交易不涉及向收购人及其关联人购买资产的情形，因此不构成重组上市。本次交易核心是为了上市公司优化升级，提升上市公司价值，实现国资国企改革及国有资产保值增值，而非“卖壳”或“重组上市”，上海华谊不存在“卖壳”意图，交易方案的安排也不会导致新资产的重组上市。

问题二、中国文发本次受让三爱富股权的价格为 20.26 元/股，较上市公司目前股价溢价 46%。一次问询函回复说明，本次溢价受让是完全市场化竞争的结果。请结合公司目前净资产及净利润等情况，补充披露溢价的合理性，溢价部分是否即属于市场认为的“壳费”。

请财务顾问发表意见。

回复：

1、上市公司控股股东上海华谊通过公开征集受让方的方式，经过综合评审及内部决策将其所持有的三爱富 20%股权转让给中国文发，转让价格为 20.26 元/股。上海华谊之所以选择了中国文发系基于其具备提高上市公司价值、维护股东利益的能力，符合上市公司未来发展方向，实现国有资产的保值增值。上海华谊转让控制权是为了提高上市公司的盈利能力，更好的实现股东价值，从而保障所有股东的利益，而非是市场认为的“卖壳”。

2、2016 年 5 月 9 日（停牌日）公司股票价格 13.86 元/股，市值 61.95 亿元，上市公司的股价通常由企业经营情况、资产成长性、行业市盈率等因素综合决定。中国文发的本次受让股权价格是充分考虑了重组完成后上市公司的经营情况（包括但不限于净资产和净利润等指标）、资产成长性、行业市盈率等各个方面，并考虑了其拟通过本次股权转让实现针对教育类资产的协同发展和实现良好的整合效果和可比公司估值水平和上市公司前次定增价格等各种因素综合确定的。

因此，股权受让方的确定是公平、公正、公开征集的结果，中国文发报价的溢价是市场化竞标的结果，具有合理性，不属于市场认为的“壳费”。

独立财务顾问意见

经核查，本独立财务顾问认为：中国文发具备能够提高上市公司价值、维护股东利益的能力，受让上市公司股权后可以为上市公司提供优质的资产，提高上市公司盈利能力，更好的实现股东价值，其受让 20%上市公司股权价格是通过公平、公正、公开征集的结果，相关溢价是市场化评标的结果，其报价的溢价不属于市场认为的“壳费”。

问题三、公司本次控制权转让以本次资产重组成功实施为前提条件。同时，公司披露股权受让方中国文发与资产出售方无关联关系，不构成一致行动人。

请补充披露：

(1) 公司寻找该标的资产的过程，标的资产是否为中国文发所推荐，确定

购买前是否已征得中国文发的同意，是否与中国文发及其关联方存在股权控制、业务合作、交易往来、人员交叉任职等关系；

(2) 若无，中国文发何时知晓公司拟购买该标的资产，是否同意公司购买该标的资产及其考虑，如何实现对标的资产的控制和管理；

(3) 结合前述情况，在一揽子交易的情况下，认为中国文发与交易对方之间不存在一致行动关系或关联关系的商业合理性。

请财务顾问和律师发表意见。

回复：

(1) 公司寻找该标的资产的过程，标的资产是否为中国文发所推荐，确定购买前是否已征得中国文发的同意，是否与中国文发及其关联方存在股权控制、业务合作、交易往来、人员交叉任职等关系；

上海华谊 2016 年 7 月发布的《上海三爱富新材料股份有限公司关于控股股东拟协议转让公司部分股份公开征集受让方的公告》明确要求“意向受让方或其实际控制人具有促进上市公司持续发展和改善上市公司法人治理结构的能力。意向受让方或其实际控制人必须有较强的经济实力且有实业做支撑，具有较强的产业经营实力和项目运营经验，对上市公司具有明晰的经营发展战略，具备为上市公司提供资源支持并产生协同效应的良好能力。”

中国文发在投标时从满足公开征集条件的角度，在征得第三方教育资产股东向上市公司出售资产的意向后，向上市公司推荐了其从业务角度认同的多个优质教育资产作为本次交易的收购标的候选。此后上市公司聘请了相关中介机构，对相关的资产进行了细致的尽职调查。上市公司董事会根据尽职调查结果自主做出了购买决策。

由于中国文发不享有标的资产以及交易对方的任何权益，也未向上市公司委派董事，因此上市公司的决策无需取得中国文发的同意。

相关中介机构在尽职调查中查验了相关资产的工商登记资料、并与股东等核心人员进行了确认，且中国文发已经出具了书面确认，确认中国文发及其关联方

与标的资产不存在股权控制、业务合作、交易往来、人员交叉任职等关系的情形。

(2) 若无，中国文发何时知晓公司拟购买该标的资产，是否同意公司购买该标的资产及其考虑，如何实现对标的资产的控制和管理；

一、中国文发在上市公司公告时获知其拟购买的具体资产

中国文发自参加股权受让公开征集以来，基于自身发展战略需要以及对文化产业的了解，向上市公司推荐了文化教育行业及行业内部分优质企业。上市公司根据“优中选优”的原则，并经上市公司第八届第十次（临时）董事会审议，最终确定了拟购买资产。因此，标的资产的确定是上市公司自主决策。中国文发直至上市公司公告时才知晓上市公司最终拟购买的标的资产。

二、上市公司的决策无需取得中国文发的同意

本次交易过程中，中国文发推荐资产的行为本身已经表达了其对资产的认可，由于中国文发不享有标的资产以及交易对方的任何权益，也未向上市公司委派董事，因此上市公司董事会根据标的资产实际情况自主做出的购买决策无需征得中国文发的同意。

三、中国文发有能力控制和管理拟购买的标的资产

(一) 上市公司对标的资产的控制和管理

本次交易完成后，奥威亚将成为公司的全资子公司，由上市公司根据上市公司治理的相关规定对标的资产进行控制和管理。

(二) 中国文发对上市公司治理及对标的资产的管理

本次拟购买标的企业，在教育信息化领域经营了十多年，拥有稳定的核心团队，在细分领域处于领先地位。本次重组成功和股份转让后，中国文发将全面支持上市公司和标的企业发展壮大，以市场化方式促进文化教育产业化和教育资源均衡化：

1、充分发挥中国文发的资源优势

一是发挥中国文发良好的政商资源，提高销售效率，迅速扩大市场占有率；

二是发挥中国文发文化金融业务的协同优势，通过融资租赁等方式，进一步丰富营销手段，扩大销售规模。

2、充分发挥上市公司的平台优势

中国文发在成为上市公司控股股东后，在夯实标的资产经营业绩的基础上，将继续开展行业整合，进一步完善文化教育产业链。同时，积极发挥上市公司公开透明的监管优势，着力构建国有资本、上市平台、市场团队优势互补、协调共赢的混合所有制企业运营机制，推动上市公司成为文化教育领域最主要的行业整合平台。

(3) 结合前述情况，在一揽子交易的情况下，认为中国文发与交易对方之间不存在一致行动关系或关联关系的商业合理性。

一、中国文发受让股份与本次重组的关系

根据上海市国资委的要求，出于对上市公司以及上市公司广大中小股东负责的考虑，要求在上市公司先完成重组后方可进行控股权的转让交割，以确保重组方案的顺利实施。同时，上市公司作为一家国有控股的上市公司，也要兼顾员工的利益，本次资产出售涉及大量国有员工的安置，在资产出售交割后转让上市公司控股权，有利于稳定员工情绪，维护社会稳定。故股份转让与资产购买、资产出售交割的先后顺序为资产购买交割、资产出售交割、股份转让交割，上市公司重大资产购买及出售交易的顺利实施是股份转让交割的前提。

二、中国文发与本次交易对方之间不存在关联关系和一致行动关系

本次购买资产的交易对方为奥威亚全体股东：姚世嫻、关本立、钟子春、叶叙群、钟师、欧闯、邹颖思、姚峰英、睿科投资。中国文发为全民所有制企业，上述交易对方向上追溯后的最终出资人均均为自然人，与中国文发不存在关联关系。

经逐条对照《上市公司收购管理办法》第 83 条的规定，中国文发与交易对方之间也不存在应当认定为一致行动关系的如下情形：

“(一) 投资者之间有股权控制关系；

(二) 投资者受同一主体控制；

(三) 投资者的董事、监事或者高级管理人员中的主要成员，同时在另一个投资者担任董事、监事或者高级管理人员；

(四) 投资者参股另一投资者，可以对参股公司的重大决策产生重大影响；

(五) 银行以外的其他法人、其他组织和自然人为投资者取得相关股份提供融资安排；

(六) 投资者之间存在合伙、合作、联营等其他经济利益关系；

(七) 持有投资者 30%以上股份的自然人，与投资者持有同一上市公司股份；

(八) 在投资者任职的董事、监事及高级管理人员，与投资者持有同一上市公司股份；

(九) 持有投资者 30%以上股份的自然人和在投资者任职的董事、监事及高级管理人员，其父母、配偶、子女及其配偶、配偶的父母、兄弟姐妹及其配偶、配偶的兄弟姐妹及其配偶等亲属，与投资者持有同一上市公司股份；

(十) 在上市公司任职的董事、监事、高级管理人员及其前项所述亲属同时持有本公司股份的，或者与其自己或者其前项所述亲属直接或者间接控制的企业同时持有本公司股份；

(十一) 上市公司董事、监事、高级管理人员和员工与其所控制或者委托的法人或者其他组织持有本公司股份；

(十二) 投资者之间具有其他关联关系。”

中国文发与本次重大资产购买的交易对方均已出具确认函，确认相互之间不存在任何关联关系及一致行动关系，不存在未披露的协议或利益安排。中国文发已出具确认函确认其与交易对方之间不存在有重大影响的情形、不存在提供融资安排的情形，不存在合伙、合作、联营等其他导致应当被认定为关联的其他经济利益关系。

综上所述，中国文发与本次购买资产的交易对方之间不构成一致行动关系或

关联关系。

三、本方案能够满足各方利益诉求，实现多方共赢，具有商业合理性

上海华谊为落实国务院及上海市国企改革的精神将三爱富控股权转让给中国文发，同时保留第二大股东地位，有利于上海华谊整体战略的实施，有利于国有资产的保值增值；上市公司三爱富在原有氟化工业务转型升级的背景下，迫切需要寻找新的盈利增长点，提升上市公司的盈利能力，维护上市公司全体股东的利益。

中国文发作为中央文化企业，肩负着发展文化产业的重要使命，在整合行业优质资产方面具有先天优势，一直致力于通过取得上市公司控制权的方式打造文化教育产业发展与整合的核心平台，不断做大做强文化教育产业。本次选择受让国有控股上市公司三爱富的控股权，可最大限度降低交易各方的沟通成本，有利于促进国有资产证券化，有利于规范公司治理结构，有利于形成运行高效灵活的经营机制。

奥威亚为教育信息化领域的优质资产，在行业细分领域内处于领先地位，具有较强的核心竞争力。随着行业竞争的不断加剧，奥威亚需要依靠资本市场做大做强，本方案满足了奥威亚可持续发展的需求，可以使其在不断加剧的市场竞争中处于有利地位。

综上，中国文发和交易对方虽不具有一致行动和关联关系，但各方具有合理的商业目的，在本交易方案下实现了共赢，有利于维护上市公司全体股东的利益，具有商业合理性。

四、独立财务顾问意见

经核查，本独立财务顾问认为：中国文发根据公开征集的要求仅向上市公司推荐了多个标的资产，上市公司董事会独立自主确定了最终的标的资产。中国文发和交易对方不具有一致行动和关联关系，各方在本交易方案下实现了共赢，有利于维护上市公司全体股东的利益，具有商业合理性。

问题四、一次问询回复披露，中国文发已出具 12 个月内不减持上市公司股份和保持上市公司控制权五年内不因自身原因发生变化的承诺，且不排除在未

来 12 个月内根据情况增持其在上市公司拥有权益的股份的可能。请补充披露：

(1) “不因自身原因发生变更”的具体含义；

(2) 中国文发是否存在具体的增持计划。如存在，请具体披露并承诺；如不存在，请作相应更正，避免使用“不排除”等模糊性用语。

请财务顾问发表意见。

回复：

一、不因自身原因发生变更的含义

在出具上述承诺函时，中国文发主要考虑：由于证券市场的复杂性和难以预见性，举牌事件时有发生，中国文发仅能从自身角度保证不会主动减持上市公司股份且保证 5 年内不会主动放弃实际控制权，而其他市场投资者的行为中国文发无法控制，基于谨慎性考虑，中国文发使用了上述表述。

二、中国文发是否存在具体的增持计划

目前，中国文发在未来 12 个月内无具体增持三爱富股份的计划。根据国有企业投资相关规定，中国文发作为全民所有制企业，对外投资需要严格履行相关决策程序，因此在受让股权交割完成前无法做出具体的股份增持决策。

已修改预案中相关表述，详见预案“第一章 本次交易概况”之““六、本次交易不构成重组上市”

三、独立财务顾问意见

经核查，本独立财务顾问认为：“不因自身原因发生变更”系中国文发基于谨慎性考虑，防止被举牌等情况发生，所使用的表述。根据国有企业投资相关规定，中国文发作为全民所有制企业，对外投资需要严格履行相关决策程序，因此在受让股权交割完成前无法做出具体的股份增持决策，但做出了五年内保持三爱富的控股股东地位的承诺。

问题五、预案披露，交易对方将现金总对价的 50%用于在二级市场择机购买三爱富的股票。一次问询回复披露，预计奥威亚全体股东履行增持承诺后的持

股比例不会达到和超过 20%，不会导致上市公司实际控制人变更。请具体测算可能购买的最大比例，并据此说明是否可能导致公司第一大股东或控制权结构发生变化。

请财务顾问发表意见。

回复：

一、奥威亚股东不会威胁公司第一大股东的控股地位

（一）奥威亚全体股东购买股份数测算

2016 年 5 月 10 日，上市公司停牌时股票价格为 13.86 元/股，为方便测算，以上市公司停牌价格为基础，按涨幅分别为 10%、20%、30%、40%、50% 及购买股份数达到总股本的 20% 对应的购买均价进行测算，奥威亚全体股东具体购买股份数及购买完成后占总股本的比例如下：

股票价格	股价涨幅（相对于停牌前收盘价）	50%现金交易对价所能购买的股票数量（股）	占总股本比例
10.63	-23.30%	89,388,381	20.00%
13.86	0	68,542,569	15.34%
15.25	10%	62,295,082	13.94%
16.63	20%	57,125,676	12.78%
18.02	30%	52,719,201	11.80%
19.40	40%	48,969,072	10.96%
20.79	50%	45,695,046	10.22%

（二）奥威亚全体股东购买股份数达到中国文发持股数的概率较低

本次重组完成后，上市公司在保留高端氟化工资产的同时，注入了盈利能力较强的教育类资产，上市公司盈利能力将得到较大的改善。假设不考虑上市公司保留的高端氟化工资产产生的净利润，仅考虑注入的奥威亚 100% 股权形成的净利润，在奥威亚完成承诺净利润的情况下，结合拟购买资产的盈利实现情况，并参考教育类上市公司的动态市盈率的平均值（详见下表），估算股价将大概率超过停牌前股价。教育类上市公司市盈率情况如下：

代码	简称	市盈率（TTM）
300359	全通教育	107.0

002308	威创股份	58.3
300160	秀强股份	38.3
600661	新南洋	29.6
002638	勤上股份	-29.8
平均值(剔除市盈率超过100的全通教育及为负的勤上股份)		58.3

注：数据来源 wind，TTM 市盈率数据截至 2017 年 5 月 15 日

若奥威亚全体股东购买上市股票数占总股本达到 20%（即达到中国文发的持股数 89,388,381 股），则奥威亚全体股东购买的均价约为 10.63 元/股，较停牌前股价下跌 23.30%，基于未来上市公司的盈利及目前二级市场教育类上市公司动态市盈率对应的估值情况，预计股票价格下跌至相关价格的概率较低。

（三）奥威亚全体股东承诺不谋求上市公司控制权

为保证上市公司实际控制权及控制权结构的稳定，奥威亚全体股东出具了不谋求控制权的承诺函，内容如下：“一、本人/本企业除将本次交易现金总对价的 50%在二级市场择机购买三爱富的股票外，不会用本次交易剩余 50% 现金对价增持三爱富的股票。二、本人/本企业认可并尊重三爱富现有及将来控股股东及实际控制人的地位，不对此提出任何形式的异议。本人/本企业不会通过增持股份或其他方式谋求三爱富的控制权，不单独或与任何其他方协作（包括但不限于签署一致行动协议、实际形成一致行动等）对三爱富的实际控制人施加任何形式的不利影响。本承诺函自签署日之日起生效，持续有效且不可变更或撤销。”

综上，根据测算及目前教育类上市公司估值情况，奥威亚全体股东购买的股份数达到中国文发持股数的概率较低，且奥威亚全体股东已做出了承诺不谋求控制权地位，不会导致上市公司实际控制人变更。

二、独立财务顾问意见

经核查，本独立财务顾问认为：本次重组完成后，奥威亚全体股东购买的股份数达到中国文发持股数的概率较低，且奥威亚全体股东已做出了承诺不谋求控制权地位，因此奥威亚全体股东履行购买股票的行为，不会导致公司第一大股东或控制权结构发生变化的情形。

（以下无正文）

（本页无正文，为《开源证券股份有限公司关于上海证券交易所〈关于对上海三爱富新材料股份有限公司重大资产购买及出售暨关联交易预案信息披露的二次问询函〉相关问题之专项核查意见》之盖章页）

