

美的、小天鹅分庭十年 方洪波谋3000亿大重组

本报记者 高瑜静 童海华 北京报道

所谓“天下大势，分久必合，合久必分”，这正成为美的集团股份有限公司(以下简称“美的集团”，000333.SZ)与无锡小天鹅股份有限公司(以下简称“小天鹅”，000418.SZ)前世今生的真实写照。

日前，美的集团和小天鹅双双停牌，并宣布正在筹划资产重组事项。停牌两天后，美的集团再次公告称，由于两家上市公司重组事项复杂，原定于当天召开的董事会延期，将于9月28日前召开董事会审议重组预案。

2008年，美的电器(美的集团

管理层交融

自2008年美的电器收购小天鹅以来，小天鹅的董监高队伍也逐渐“美的化”。

自9月10日宣布资产重组消息后，美的集团与小天鹅的重组事项仍在继续。停牌前，美的集团与小天鹅市值分别达2670.65亿元和294.11亿元。两家合计市值近3000亿元的上市公司重组，也格外引人注目。

不过，“大手笔”的重组也意味着庞杂的审议事项。在原定于9月11日召开董事会审议重组预案日期到来后，美的集团发布公告称，“因重组方案涉及的事项较为复杂，将于9月28日前召开董事会审议重组预案”。然而，随着公告期限的临近，美的集团董事会却先审议了公司新一届高管的选举结果。

9月26日，美的集团召开临时股东大会，对董事会、监事会换届提名等议案进行了投票表决。议案中所有董事会、监事会候选人顺利通过股东大会投票表决，组成了美的新一届董事会、监事会。

新成立的董事会中，包括非独立董事6名，分别是方洪波、殷必彤、朱凤涛、顾炎民、何剑峰、于刚。独立董事3名，分别是薛奎奎、管清友和韩践。董事会成立后，还选举确定了各专门委员会委员。除战略委员会由方洪波担任主任委员外，审计委员会、薪酬考核委员会和提名委员会分别由三名独立董事担任主任委员。同时投票

前身)以16.8亿元收购小天鹅24.01%的股权，让分踞珠三角和长三角的两家家电企业发生交集。多年以来，美的集团与小天鹅一直保持着母子公司的控制模式，在品牌上则维持美的、小天鹅“双品牌”运行，相互之间的业务仍具备一定独立性。

分庭十年后，近期的资产重组又让美的集团与小天鹅的关系再生变数。截至目前，两家上市公司仍处于停牌中。不过，美的集团于9月26日召开临时股东会，投票表决了新一届董事会、监事会。美的集团新一届董事、监事及高管中，多名人员同时在小天鹅任职。

通过了公司总裁、副总裁、财务总监等高管人员的连任。其中，连任的公司总裁方洪波、财务总监肖明光、董事会秘书江鹏均是小天鹅的董事会成员。

实际上，自2008年美的电器收购小天鹅以来，小天鹅的董监高队伍也逐渐“美的化”。2008年，在小天鹅主要的16名董监高成员中，有5名均出自美的。董事会的6名非独立董事，包括3名美的高管。

此后六年，美的集团通过注入资产、溢价收购等手段，进一步将持有的小天鹅股份提升至52.67%。其间，小天鹅董监高队伍也大量“换血”。2015年时，小天鹅主要的12名董监高成员中，除3名独立董事及1名董事会秘书外，其余8名均曾在美的集团任职。

目前，美的集团董事长方洪波，同时是小天鹅的董事长。美的集团财务总监肖明光、董事会秘书江鹏均是小天鹅的董事。

事实上，两家上市公司的实际控制人均为何享健。股权结构显示，何享健直接持有美的集团股权为0.69%，通过美的控股有限公司(以下简称“美的控股”)持股美的集团股权为31.87%，总计持股美的集团股权比例为32.56%。与此同时，何享健通过控股美的控股，而实现对小天鹅控制地位。

十年相得益彰

美的集团与小天鹅一直保持着母子公司的控制模式，在品牌上则维持美的、小天鹅“双品牌”运行，相互之间的业务仍具备一定独立性。

2008年，美的电器(美的集团前身)以16.8亿元收购小天鹅24.01%的股权，让分踞珠三角和长三角的两家家电企业发生交集。

当时，小天鹅正处于业绩颓靡期。2008年的营业收入为42.93亿元，净利润仅为0.4亿元，同比下滑87.99%。其市场估值约70亿元。

美的人主小天鹅后，美的电器的家电产业借此切入洗衣机领域，而小天鹅也借力美的销售渠道打开销路。到2009年时，小天鹅营收实现正增长，净利润更是翻两番达到2.22亿元。

为了巩固对小天鹅的控股权，整合旗下资源，2010年，美的电器再将旗下荣事达洗衣机业务注入小天鹅。因此，小天鹅经历了成立以来的首次重大资产重组。

彼时，小天鹅以8.63元/股的价格向美的电器发行8483.2万股A股股份，共计约7.32亿元，用来购买美的电器持有的荣事达9414.50万美元股权，即荣事达洗衣设备69.47%股权。

此后的2013年，美的集团通

因时生变

本次重组为资本市场带来更多想象，不排除两者或许将在业务和资产上彻底重组合一的可能。

从近期美的、小天鹅披露的公告看，一个明显特征是，此次资产重组将伴随较长的停牌期，而这恰恰引发市场质疑。有观点认为，美的、小天鹅此次重组或意在“躲避市况”。

据Wind数据显示，今年以来，在A股市场大幅震荡的环境下，近三个月，美的集团和小天鹅的股价均大幅波动。其中，小天鹅股价跌幅达45.32%。市值方面，美的集团缩水1116.63亿元，小天鹅缩水223.58亿元。

值得注意的是，大幅变动的股价也让美的集团大股东的股票质押承压。9月10日，美的集团股价跌至40.3元/股。公开资料



本报资料室/图

过换股吸收合并美的电器的方式实现整体上市，而小天鹅控股股东也由此变更为美的集团。

美的集团上市后的首份年报数据显示，在美的集团10家主要子公司、参股公司中，小天鹅的净利润处于中等水平。不过，在美的集团七大主要产品业务中，洗衣机及零部件产品的毛利率最高。

2014年，为进一步提升美的

集团和小天鹅之间的业务协同效应，美的集团通过境外子公司TITONI对小天鹅A股、B股股票实施部分要约收购。此次收购溢价15%购入小天鹅20%股份，A股要约收购价格为10.75元/股，B股要约收购价格为10.43港元/股。美的集团最终花费8亿元。

多年以来，美的集团与小天鹅一直保持着母子公司的控制模式，在品牌上则维持美的、小天鹅

显示，2017年12月25日，美的控股有限公司向中国工商银行股份有限公司质押了6500万股美的股票，占总股本比的0.99%，股票预警线为45.25元/股、平仓线为39.6元/股。目前，该笔质押已经触及预警线。

本次重组为资本市场带来更多想象，不排除两者或许将在业务和资产上彻底重组合一的可能。

实际上，美的控股小天鹅近十年来，两家上市公司的交融度不断增强。小天鹅的一位高管向《中国经营报》记者透露，对内小天鹅员工一直自称“洗衣机事业部”。

此外，美的集团与小天鹅关联交易频繁。公开资料显示，2016

存贷规模高企

在业绩不断攀升的同时，财务数据透露，浙江美大的库存规模呈逐年攀升之势。

2018年半年报显示，截至2018年6月30日，浙江美大存货金额约8931.38万元，占总资产比例5.71%，较上年同期末的比重增加1.32%。其中，库存商品的账面余额为4117.83万元，而期初余额仅为2714.49万元。

从全年来看，截至2017年末，浙江美大的存货金额为7361.36万元，占总资产比例为4.39%，较2016年末金额增加52.43%，比重增加0.93%；截至2016年末，公司的存货金额为4829.40万元，占总资产比例3.46%，较2015年末金额增加18.72%，比重增加0.10%。

库存商品上面，2015年、2016

行业盛名难副？

据了解，浙江美大的核心业务为集成灶产品的设计研发、生产和经营，是集成灶行业的首创者和领军企业。

从集成灶整个行业来看，经过十余载的市场培育，近两年迎来了爆发。中怡康研究报告显示，2016~2017年，集成灶市场连续保持超过30%的增长，这个增速是传统厨电行业增速的两倍以上。2017年集成灶市场实现过百万台的零售量，预计集成灶市场将在今年实现破百亿的规模，成为厨电行业除传统烟灶净电以外的第四个过百亿的厨电产品。

市场规模的壮大自然吸引了越来越多的玩家入局。目前除了浙江美大、亿田、森歌、火星人、帅

行业盛名难副？

丰这些专业的集成灶品牌之外，包括海尔、美的、奥克斯、TCL等在内的传统家电企业也都在加快步伐涉足集成灶产业。

面对愈发激烈的竞争环境，浙江美大方面曾表示，传统家电品牌企业进驻集成灶行业肯定是看好这个行业，公司欢迎更多的优秀企业参与到该行业中来，把整体市场发展空间做大，共同推动行业的发展。不过，公司方面同时坦言，目前集成灶行业共有几百家厂商，真正拥有技术、研发、生产能力以及线下实体店的可能不到50%，集成灶是耐用消费品，经过上一轮行业洗牌，近二三年进入快速发展期，未来可能还会面临新一轮的洗牌。

虽然行业整体增速明显，但资

“双品牌”运行，相互之间的业务仍具备一定独立性。美的集团旗下的洗衣机业务包含比佛利、小天鹅、美的、东芝几大品牌。目前除东芝洗衣机作为TLSC独立事业部的一部分在推进外，其余洗衣机业务实际均由小天鹅承载运行。

多品牌运营，也让美的集团的洗衣机产品大量占有市场。中怡康零售数据显示，美的系洗衣机市场份额从2012年的16%逐步提高到了2016年的26%。

历经多次股权结构调整后，小天鹅的业绩迅速攀升。2012~2017年，小天鹅营收、净利润复合增长率分别为21%和28%，远高于同期洗衣机市场个位数增速。2018年上半年，小天鹅实现营收120.57亿元，净利润9.02亿元。

分庭十年间，美的集团与小天鹅在二级市场表现同样显目。若以2013年9月18日美的集团整体上市日为股价起始点，截至2018年9月10日停牌前，小天鹅A股价翻了快6倍。若以2008年4月7日美的收购小天鹅为起始点，2018年6月18日小天鹅股价历史新高78元为终点，股价飙升约8倍。

看，虽然本次美的和小天鹅的重组方案细则尚未公开，但通过对美的前期资本运作的梳理，我们也从中深刻体会到产业资本对家电优质资产的重视。良好的行业格局、充足的成长动力和优质的资产质量充分体现了白电龙头的弥足珍贵。而在当前行业弱市、市场风险偏好持续下行的背景下，市场对资产稳增长、高确定性的资产配置需求只会不断上升，进一步凸显白电龙头“物以稀为贵”的逻辑。

关于此次重组的内容细节与进展，记者先后向美的集团董秘江鹏、小天鹅董秘周秀秀采访了解，双方均表示“目前处于资产重组保密期，不方便发表任何评论”。

董监高频减持，股价下挫

浙江美大业绩报喜背后库存高企存隐忧

本报记者 刘媛媛 上海报道

近日，集成灶制造商浙江美大实业股份有限公司(以下简称“浙江美大”，002677.SZ)与互联网家装平台齐家网签订战略合作协议。此番合作，浙江美大将产品入驻齐家网平台，有望提升经销商互联网运营能力，协助公司提高营销精准度和定位目标用户群。

然而，齐家网负债高企，过去几年一度陷入亏损，此番联姻，在业界看来并没有那么理想。

高管频繁减持

资料显示，浙江美大创建于2001年，2012年5月25日在深交所上市。作为集成灶行业的开创者，浙江美大近年来业绩增速明显。

2018年半年报显示，今年上半年公司实现营业收入5.62亿元，较上年同期同比增长50.79%；实现归属于上市公司股东的净利润1.46亿元，较上年同期同比增长47%。

2016年、2017年全年，浙江美大同样业绩表现优异，分别实现营业收入6.66亿元、10.26亿元，分别实现净利润2.03亿元、3.05亿元。2017年较2016年，营业收入同比增长54.18%，净利润同比增长50.60%。

不过，在业绩报喜的背后，资本市场似乎并不买单。记者注意到，自7月24日公司公告半年报以来，股价持续走低，7月24日当

在宣布合作不久前，浙江美大发布了公司2018年半年度财务报告，整体来看，浙江美大营收与净利润双双实现大幅增长。但《中国经营报》记者注意到，公司近两年的存货金额明显上升，库存规模也在逐年攀升。

与此同时，“漂亮”的财报也未能带动公司股价提升。过去两个月，浙江美大的股价大幅下挫，从7月24日的18.75元/股跌至9月27日的13.49元/股。在深交所互动易平台上，有投资者质疑，公

天浙江美大的收盘价为18.75元/股，而9月27日收盘价已跌至13.49元/股，市值仅87.2亿元。

在深交所互动易平台上，投资者对于公司股价的持续走低表达了强烈的不满，向董秘提问：公司董事长此前的减持行为让二级市场直接下跌，致使其他股东利益严重受损，并且大股东依然没有放弃减持，甚至用“挤牙膏”的方式套现，对资金的饥渴度让人怀疑大股东存在其他地方的资金缺口，因此减持的原因和资金的去向是什么？

据了解，过去一年，浙江美大实际控制人及董监高频减持。2018年6月16日公司发布的减持预披露公告显示，公司实控人拟在6个月内以集中竞价和大宗交易方式合计减持公司股份3875万股，占公司总股本的5.9977%。截至目

前，上述减持计划尚未实施完毕。对此，浙江美大方面于9月24日回复称，公司股价波动受多方面因素的影响，董事长7月25日至9月24日期间共减持5次，累计减持不到1%。但并未正面回答有关大股东减持的资金流向问题。

无独有偶，在深交所互动易平台上，另有一位投资者向董秘提问称：公司是否有对市值管理的长远计划，家族内部人士是否存在大量的个人投资？频繁的套现是否可以理解为其他投资领域很缺钱？

浙江美大方面对此的回应更为强硬：“集成灶是公司一手创立起来的新兴产业，未来前景非常看好，您说公司会弃之而转向其他领域吗？无论大股东减持因素是什么，都是正常现象，无需过多解读。”

前，上述减持计划尚未实施完毕。对此，浙江美大方面于9月24日回复称，公司股价波动受多方面因素的影响，董事长7月25日至9月24日期间共减持5次，累计减持不到1%。但并未正面回答有关大股东减持的资金流向问题。

无独有偶，在深交所互动易平台上，另有一位投资者向董秘提问称：公司是否有对市值管理的长远计划，家族内部人士是否存在大量的个人投资？频繁的套现是否可以理解为其他投资领域很缺钱？

浙江美大方面对此的回应更为强硬：“集成灶是公司一手创立起来的新兴产业，未来前景非常看好，您说公司会弃之而转向其他领域吗？无论大股东减持因素是什么，都是正常现象，无需过多解读。”

深家电分析师刘步尘并不看好集成灶的发展前景。其向本报记者表示，集成灶产品本身存在很大的争议，因为集成灶无非是把灶和烟机组合在一起，打包出售，但真正在装修时会发现，集成灶可能会破坏橱柜的整体性，与家装整体风格不一致。“在我看来，集成灶并不是主流市场，更适合于一些饭店使用，在无须专门装修厨房的情况下。”

刘步尘同时指出，任何行业在刚刚进入的时候都会出现爆发期，而集成灶行业门槛又相对较低，吸引了众多家电企业入局，但关键在于这个爆发期能持续多久。在他看来，如今很多家电企业都在主推整体厨房的概念，集成灶的增长空间将会进一步被压缩。