山鹰国际"自救"

本报记者 陈家运 北京报道

6月21日,山鹰国际(600567. SH)股价遭遇重创,其当日下跌 10.14%,报收于1.33元/股。

当晚,山鹰国际密集发布了一 系列公告。其中,引人关注的是, 山鹰国际宣布与江东控股集团有 限责任公司(以下简称"江东集 团")签订《股权转让之框架协议》, 拟将全资子公司祥恒创意的51%股 权转让给江东集团。截至6月27日 收盘,山鹰国际收于1.45元/股。

山鹰国际方面在接受《中国经

了国资背景的信誉加持,这无疑为 营报》记者采访时表示, 若公司最 终完成本次股权转让事宜,除股权 公司的未来发展和可转债的兑付 转让款外,将为公司回笼约20亿元 提供了强有力的支撑。

> 资料显示,山鹰国际的可转债 "山鹰转债"和"21山鹰国际 GN001"将于2024年内到期,到期 规模23.36亿元。

多举措"护盘"

山鹰国际当晚还发布了关于控股股东拟购买"山鹰转债"的提示性公告。

6月21日,山鹰国际股票和可转 债均现下跌行情。截至当天收盘,山 鹰国际A股跌停,报收于1.33元/股。 同时,该公司发行的可转债山鹰转债 下跌19.95%,鹰19转债下跌19.98%。

当日晚间,山鹰国际发布了包 括《关于2024年度"提质增效重回 报"行动方案暨与国资签订股权转 让之框架协议的公告》《关于部分 董监高拟购买公司可转换债券的 提示性公告》《关于2022年核心员 工持股计划存续期延长的公告》等 多则公告。

山鹰国际方面向记者表示:"为 向社会、广大投资者和股东朋友表 明公司已积极主动做好两期转债兑

付准备工作,同时聚焦核心产业链 发展。公司决定有序处置海外及非 主业资产,进一步回收资金,提升抗 风险能力,维护投资者权益价值。"

值得一提的是,6月21日当天, 山鹰国际与江东集团签订了《股权 转让之框架协议》,计划将全资子 公司祥恒创意的51%股权转让给江 东集团。山鹰国际方面预计, 若公 司最终完成本次股权转让事官,除 股权转让款外,将为公司回笼约20 亿元往来款。

山鹰国际方面表示,江东集团 参与股权转让为山鹰国际带来了 国资背景的信誉加持,这无疑为公 司的未来发展和可转债的兑付提 供了强有力的支撑。此外,上市公 司、公司高管、控股股东还通过回 购股票、债券、变更此前回购股票 用途等多种措施为可转债到期时 的兑付工作提供强有力的支持,同 时相关措施也能进一步支持公司 长期稳健发展,维护投资者和股东 的合法权益。

往来款。同时,股权转让方江东集

团是马鞍山市国有资本投资运营

控股集团有限公司的全资子公司,

其参与股权转让为山鹰国际带来

在6月23日晚间,山鹰国际公 告称,公司将以自有资金,以集中 竞价交易方式回购股份,回购资金 总额不低于3.5亿元且不超过7亿 元(均含本数),回购价格不超过 1.70元/股(含本数)。

值得注意的是,山鹰国际当晚 还发布了关于控股股东拟购买"山 鹰转债"的提示性公告。

公告表示,为切实保护可转债 投资人和公司全体股东的利益,维 护可转债市场价值,稳定市场预期, 控股股东泰盛实业拟以不高于每张 面值的价格购买公司在二级市场流 通的"山鹰转债"持有至到期,预计 使用资金总额不低于2亿元。

不过,尽管山鹰国际采取了诸 多积极措施以稳定市场信心,但联 合资信评估股份有限公司(以下简 称"联合资信")在6月24日发布公 告,将山鹰国际主体长期信用等级 由AA+下调至AA,并将"山鹰转 债"和"鹰19转债"信用等级下调至 AA,展望稳定。

偿债能力承压

流动比率作为衡量企业短期偿债能力的关键指标,山鹰国际近年来的表现亦不乐观。

山鹰国际主营箱板纸、瓦楞原 纸、特种纸、纸板及纸制品包装的生产 和销售以及国内外回收纤维贸易业 务。于2001年12月在上交所上市。

2017年和2018年两年间,山鹰 国际先后以20亿元、19亿元、2.38 亿元收购北欧纸业、联盛纸业、凤凰 纸业的100%股权。

随后几年,山鹰国际又扩建了 (华中山鹰)年产42万吨低定量瓦楞 原纸/T纸生产线项目、年产38万吨 高定量瓦纸和年产47万吨低定量 T2/T纸生产线项目等多个项目。

多年来,山鹰国际在持续扩张 产能的同时,负债金额攀升。财报 显示,截至2023年年末,山鹰国际 的负债总额为390.25亿元。其中, 短期借款为150.71亿元,一年内到 期的非流动负债为58.51亿元。

6月24日,联合资信方面表示, "山鹰转债"和"21山鹰国际 GN001"将于2024年内到期,考虑 到2023年年末山鹰国际非受限货 币资金的保有量较小,其面临较大 的短期偿债压力。

截至2023年年末,山鹰国际的 资产负债率为71.29%。其在 2021—2022年间的资产负债率分 别为64.81%和73.1%。

"在评估财务风险问题时,资产 负债率是一个核心指标,通常60% 被视为预警线。这是因为负债率反 映了公司的偿债能力,从而成为评 估企业财务风险的重要标准。"一位 会计行业人士向记者表示。

山鹰国际方面向记者坦言, 2022年我国造纸业企业负债率均 处于较高的水平,其中晨鸣纸业、宜 宾纸业、博汇纸业等公司资产负债 率也都和公司一样在70%以上,该 情况是由多个因素共同作用所致。 首先,原材料成本的上涨,尤其是依 赖进口的木浆和废纸,导致生产成 本增加。其次,造纸业作为资本密 集型产业,需要大量固定资产投资, 如纸机、工厂建设等,投产建设也会 增加公司的成本与负债。同时,环 保政策的加强迫使企业增加环保技 术升级和污染物处理的投入,进一 步加重财务负担。行业自身的周期

性波动、市场竞争和价格战、库存和 应收账款管理问题,以及融资成本 的上升,都影响企业的现金流和偿 债能力。此外,国际市场的波动,如 汇率变动和贸易政策,也会对造纸 业的负债状况产生影响。

流动比率作为衡量企业短期偿 债能力的关键指标,山鹰国际近年 来的表现亦不乐观。数据显示, 2022年至2024年3月,山鹰国际的 流动比率分别为0.54、0.48、0.48。

上述会计人士向记者表示,流 动比率是流动资产对流动负债的 比率,用来衡量企业流动资产在短 期债务到期以前,可以变为现金用 于偿还负债的能力。一般来说,比 率越高,说明企业资产的变现能力 越强,短期偿债能力亦越强。反之

该会计人士表示,山鹰国际近 年来年反映偿债能力的流动比率有 所下降,同时低于基本值。一般来 讲流动比率基数值在1.5—2.0之间 比较合适,基于各个行业所处环境 的不同会有变动,但低于1甚至低

2018年半年报显示,当时天齐

于0.5,企业的偿债能力承压。

财报显示,山鹰国际2023年财 务费用为10.54亿元,同比增加 22.21%。而 2021—2022 年其财务 费用分别为6.98亿元、8.63亿元。

对此,山鹰国际向记者表示,公 司最近几年产能建设项目陆续投 产,资本投入较大,随着建设项目落 地,资产逐步产生正向现金流,债务 规模将下降。未来公司将有序安排 资本性支出,强化流动性管理,实施 债务结构的持续优化,同时公司与 大部分银行均是多年的战略合作伙 伴关系,合作稳定可靠,且公司对于 债务到期相关事宜已经做了较强的 计划规划和预警,不断提高公司偿 债能力和抗风险能力。

联合资信方面表示,山鹰国 际或有负债风险较小,未使用银 行授信额度尚可,同时作为上市 公司,公司具备直接融资渠道。 银行授信方面,截至2023年年底, 公司共计获得银行授信额度307.70 亿元,已使用226.47亿元,尚未使用 授信81.23亿元。



图为山鹰国际办公楼。

视觉中国/图

行业景气度低迷

在此期间多家纸企营收和净利润出现下滑或者亏损的情况, 行业进入调整周期,对相关公司的股价造成了一定影响。

山鹰国际股价震荡下跌,与 造纸行业整体景气度低迷不无 关系。

山鹰国际方面向记者表示, 2022年,造纸行业进入下滑周 期,受到地缘政策、成品纸进口 零关税,以及市场需求疲软等因 素的冲击,纸价持续走低,行业 陷入周期低谷。由于国内需求 低迷及出口量回落,箱板和瓦楞 纸价格均在2022年呈现震荡下 行趋势。受此影响,在此期间多 家纸企营收和净利润出现下滑 或者亏损的情况,行业进入调整 周期,对相关公司的股价造成了 一定影响。

财报显示,山鹰国际2022年 实现营业收入340.14亿元,同比上 升2.97%;净利润亏损22.56亿元, 同比下降248.87%;扣非净利润亏 损24.07亿元,同比下降300.54%。

山鹰国际方面向记者分析, 2022年公司生产经营遭受了严 峻挑战,主要业务板块毛利率下 降,叠加前期收购标的商誉减值 影响,经营业绩也因此出现较大 幅度亏损。

2023年,山鹰国际扭亏为 盈,实现营业收入293.33亿元、 利润1.95亿元。2024年一季度, 山鹰国际营业收入同比增长 5.00%至66.69亿元,利润总额 0.38亿元,同比扭亏为盈。

卓创资讯分析师刘晴晴在 接受记者采访时表示,上半年瓦 楞纸市场呈现震荡下滑趋势,上 半年中国 AA级 120g 瓦楞纸市 场均价在2752元/吨,同比下跌 7.84%;其中高点出现在1月初 的2918元/吨,低价出现在6月 上旬2604元/吨。1-6月份瓦 楞纸行业平均毛利11.90%。箱 板纸市场整体成交重心有所下 移,2024年上半年中国箱板纸 市场均价3745元/吨,同比跌幅 8.72%。1—6月份箱板纸行业平 均毛利20.22%。

刘晴晴表示,下半年逐步进 入行业旺季,需求端存向好预 期,但仍有部分新产能预期投 放,供应压力仍存,因此市场大 概率根据采购节奏变化,呈现阶 段性行情调整,整体趋势缓慢向 上,上涨空间有限。

山鹰国际方面向记者表示, 公司经过不断调整以及战略布 局,加之宏观经济持续向好, 2023年第二季度扭亏为盈,三、 四季度均环比提升,2024年一 季度业绩也保持持续增长态 势。此外,公司全国产能布局已 基本完成,待行业景气度得到修 复后,公司对下半年的纸价持乐 观态度。未来公司也将积极响 应国家政策,进入"降负债、高分 红"阶段。

天齐锂业"蛇吞象"后遗症显现 百亿并购标的突生变数

本报记者 李哲 北京报道

"公司未来几年的工作 重心之一将是消化本次 SQM(智利化工矿业公司, Sociedad Quimicay Minera de Chile S.A。)的投资。"五 年前,天齐锂业(002466.SZ) 在一份投资者关系活动记 录中如是表示。

当初为了收购SQM股 份,天齐锂业耗资逾270亿 元。如今,该投资标的突生 变数。6月20日,天齐锂业 发布关于公司重要参股公 司签署重大合同的进展公 告。公告显示,2024年5月 31日,天齐锂业参股公司 SQM 与 Corporacion Nacional del Cobre de Chile(智 利国家铜业公司,以下简称 "Codelco")签署了 Partnership Agreement(以下简称 "《合伙协议》")。

根据《合伙协议》,自 2025年起阿塔卡马盐湖的 核心锂业务将由 Codelco 对 合营公司持有多数股权,并 将由 Codelco 自第二阶段 合并报表。预计从2031年 开始,SQM不再拥有其智 利阿塔卡马核心锂业务的 控制权。

而天齐锂业作为SQM 第二大股东,其对《合作协 议》提出的禁令请求则被智 利金融市场委员会(以下简 称"CMF")驳回。

"蛇吞象"式并购

将时针拨回至2018年。彼时, 天齐锂业发布公告披露,其对 SQM 23.77%A类股份的并购完 成。天齐锂业在《重大资产购买实 施情况报告书》中提到,考虑到阿 塔卡玛盐湖的优质资源禀赋、 SQM具备的良好盈利能力等多种 因素,经过公司多轮报价以及交 易双方的协商谈判,交易双方签 署的《协议》确定购买价格为65美 元/股,总交易价款为40.66亿美元 (根据交割日汇率折算为人民币 278.44亿元)。

锂业的总资产为187.15亿元,而超 过278亿元的交易价格,让天齐锂 业上演了"蛇吞象"式的并购。记者 了解到,这笔交易以现金方式结算, 在天齐锂业支付的40.66亿美元现 金中,约3.25亿美元来自《存款托管 协议》项下的初始托管资金、35亿美 元来自跨境银团贷款、剩余2.41亿 美元来自买方自有资金。

这样"蛇吞象"式的并购,天齐 锂业在2012年对澳大利亚泰利森 的并购中就曾上演。而谈及对

SQM 股权的并购,天齐锂业方面 曾提到,该收购报价相较于协议签 署时(2018年5月17日)SQM的A 类股和B类股价格分别溢价 17.97%及18.27%,远远低于收购泰 利森时的溢价。

彼时,天齐锂业方面表示,其 购买的为SQM的A类股,市场上 流动性相对较低。"从历史交易数 据看,A类股的主要股东都不愿出 售股份,因而,我们不认为本次交 易估值较高。标的公司在自然资 源禀赋及运营成本上历来表现优

异,在钾、碘、锂等多种自然资源发 展上都处于全球前列,业务的多元 化也使其抗风险能力得到增强,对 我们通过股权收益享有持续稳定 的盈利有很好的支持。"

与此前通过定增的方式对泰 利森发起并购不同,在收购SQM 股权之时,天齐锂业采用了现金收 购的方式。对此,天齐锂业曾表 示,此次交易为现金收购,短期内 对部分财务指标及财务费用产生 一定程度的负面影响,但对公司的 长远发展、持续盈利及抗风险能力

都有长期的积极影响。SQM的强 项为资源禀赋优越及多年来在阿 塔卡玛盐湖利用资源进行生产经 营的宝贵经验。"如本次交易完成, 我们不会具体参与其具体的市场 经营和销售,而是从董事会层面贡 献对锂行业的看法和见解,尽全力 保护公司的投资权益,也同时保护 天齐锂业全体股东的权益。"

"公司未来几年的工作重心之 一将会是消化本次SQM的投资。" 天齐锂业在2019年3月的投资者 关系活动记录中写道。

后续影响几何

记者了解到,全球的锂盐优质 资源较为集中,澳大利亚、智利和 中国的锂资源供给占全球总量的 92%。而 SQM 所控制的阿塔卡玛 盐湖资源的锂盐资源禀赋较高。

天齐锂业在投资者关系记录 中提到,根据智利相关法律法规, 锂矿被认为是一种"不可授予"的 物质,其勘探及开采仅可直接由智 利政府或国有企业独家进行;SQM 拥有的是采矿特许经营权。SQM 在其中受到的限制是配额和时间, 配额部分已在今年年初与智利政 府经济部下属的生产促进局(Corporacion de Fomento de la Produccion de Chile,以下简称"Corfo") 达成协议,获得的配额量为220万 吨碳酸锂当量,该配额直到2030年 有效。如果到2030年后SQM通过 拍卖程序再次获得特许经营权,此 后再按照双方约定,每年缴纳一定 的特许经营费用。

2022年,在碳酸锂价格飞涨之

时,天齐锂业凭借旗下掌握的矿 产、盐湖锂资源,营收突破400亿 元,净利润241.25亿元,同比增长 1060.47%。一跃成为全球第四大 锂化工产品供应商。

然而,如今SQM旗下的矿产 资源或将发生变数。

6月20日,天齐锂业公告披 露, 2024年5月31日, SQM与 Codelco签署了《合伙协议》。根据 《合作协议》,拟通过将Codelco旗 下子公司 Minera Tarar SpA(以下 简称"Minera Tarar")并入SQM子 公司 Salar S. A。(以下简称"SQM Salar",并入后的公司以下简称"合 营公司")的方式,建立合作伙伴关 系,以开发SQM目前从Corfo租赁 的阿塔卡马盐湖地区及生产和销 售锂、钾等产品(直接或通过合营 公司子公司或代表处进行)。

2018 年天齐锂业花费 40.66亿 美元购买了SQM的23.77%股权,成 为其第二大股东。截至2024年6

月,天齐锂业持有SQM合计约 22.16%的股权。为此,天齐锂业全 资子公司 Inversiones TLC SpA(以 下简称"天齐智利")于2024年5月 21日向CMF提出禁令请求,天齐锂 业方面表示希望该交易须在SQM 股东大会上获得三分之二有投票权 的股份的批准。

然而,智利当地时间2024年6 月18日,CMF公开发布了一份名 为 CMF informa que publicon respuesta a presentacion de Inversiones TLC SpA 的文件(中文译文: 《CMF关于对天齐智利提交材料 的回复》)。CMF 认为:《合伙协 议》不适宜由 SQM 的特别股东大 会作出裁决,该交易应由SQM的 董事会进行分析和决议;这不影响 股东在认为对SQM和股东造成损 害的情况下,根据一般规则追究董 事责任的权利(如适用)。因此, CMF不同意天齐智利的诉求。

禁令请求被驳回后,天齐锂业

陷入被动局面。对于后续天齐锂 业将采取哪些措施来挽回损失,记 者联系到天齐锂业方面,截至发稿 未获答复。

天齐锂业在公告中提到,目 前,SQM拥有其在智利的锂业务 的控制权。在满足上述先决条件 的情况下,SQM与Codelco的合作 伙伴关系拟于2025年生效;虽然 SQM在阿塔卡马盐湖锂业务的开 采经营权拟从2030年到期延期至 2060年,且2025年至2030年间在 阿塔卡马盐湖开采锂的授权生产 配额拟增加,但自2025年起阿塔卡 马盐湖的核心锂业务将由 Codelco 对合营公司持有多数股权,并将由 Codelco自第二阶段合并报表。预 计从2031年开始,SQM不再拥有 其在智利阿塔卡马核心锂业务的 控制权。

天齐锂业方面表示,公司将在 法律允许的范围内全面评估,不排 除在确保作为SQM股东的利益得

到保障的前提下考虑采取可能的 行动。此外,根据SQM于2024年 5月31日披露的《SQM 与 Codelco 签署合伙协议之公告》,目前无法 确定执行《合伙协议》可能带来的财 务影响。《合伙协议》相关的交易预 计在2025年1月1日或之后完成, 因此预计其不会对公司 2024 年度 的财务状况、经营成果造成重大影 响。"由于所获取的信息有限,截至 目前公司无法确定上述事项叠加后 对公司持有SQM股权应享有的投 资收益及分红金额的影响。"

此外,天齐锂业在公告中提 到,SQM是其重要参股公司之 一。根据先前的投资协议,天齐锂 业可向SQM董事会委派三名独立 董事。根据SQM披露的《合伙协 议》,不排除天齐锂业派出董事在 SQM层面的合法权利和监督力将 被削弱,从而使得公司作为其第二 大股东或包括其他中小股东的权 益不能得到有效保障。