

中信建投证券股份有限公司

关于川化股份有限公司重整计划获裁定后股票价格 不予除权的专项意见

深圳证券交易所：

川化股份有限公司（以下简称“川化股份”、“公司”）于 2016 年 3 月 24 日被法院裁定进入破产重整程序。法院选聘的管理人将于近期发布重整计划，对川化股份的出资人权益进行调整，拟按照每 10 股转增 17.02 股的比例实施资本公积转增股本，共计转增 8 亿股，转增的股票不向现有股东分配，由管理人根据遴选结果向符合条件的重整投资人转让，用于解决上市公司债务问题和后续经营发展所需。

根据监管要求，《川化股份有限公司管理人关于出资人权益调整方案的公告》中需说明重整计划执行完毕、股票成功恢复上市后是否进行除权调整。针对上述问题，中信建投证券作为独立财务顾问进行深入研究后认为，川化股份本次重整计划中通过的权益调整方案，在股票未来恢复上市时股票价格不需进行除权调整，具体原因说明如下：

一、股票价格除权的基本原理

股本增加情况下，股票价格是否除权的处理存在下列情形：

（一）股本增加而所有者权益未发生变化的资本公积金转增或送股——除权

当上市公司股本发生增加且所有者权益没有相应的变化时，为了给市场一个公平的价格基准，需要对股票价格做除权处理，除权价=前收盘价*原股本/（原股本+新增股本）；

（二）价格明显低于市场价格的上市公司配股——除权

当上市公司配股时，由于配股价格明显低于市场价格，公司所有者权益增加的幅度明显低于股本增加的幅度，也需要除权，除权价=（前收盘价*原股本+配股价*新增股本）/（原股本+新增股本）。

（三）除配股之外的贴近市价的增发股票——不除权

当上市公司除配股之外的增发股票时，由于采取贴近市价的原则，不做除权

处理。实践中，发行时定向增发价格即使已明显低于市价，也不除权，其关键在于在确定增发价时采取了市价原则。

上述是否除权的不同处理的逻辑实际反映的是保持除权前后原有投资者的总投资成本的一致性。如不除权可保证原投资者总成本不变，则不除权；如除权可保证原投资者总成本不变，则除权。

二、破产重整中的权益调整是否需要做除权处理目前尚未形成统一的实践操作标准

在上市公司众多的破产重整案例实践中，为提高债权人的清偿率，挽救上市公司，通常会采用资本公积转增股本，转增的股本不向老股东分配，而采用拍卖或者向债权人分配等权益调整的方式以解决上市公司债务问题和经营发展问题。针对该类的资本公积转增股本是否需要除权并无明确的规定。

实践过程中，也出现了不除权（贵所主板）、类配股除权（如贵所中小板），上交所的全除权等不同的方式。因此，破产重整中的权益调整是否需要进行除权及除权的方式也未形成统一的实践操作标准。

三、川化股份的特定情况

（一）按市场价格转增股份应做不除权处理

根据川化股份重整计划，重整计划通过后将在法院的监督下，通过公开遴选方式确定重整投资人，由重整投资人依法受让川化股份资本公积金转增的股份。遴选条件之一为“以不低于 4 元/股的价格标准受让川化股份资本公积金转增股份”。所以，最终遴选确定的重整投资人是在公开竞价方式下获得资本公积金转增股份，最终受让价格体现了川化股份当前的市场价格。

按市场询价转让资本公积转增股份，既不属于“（一）股本增加而所有者权益未发生变化的资本公积金转增或送股”，也不属于“（二）价格明显低于市场价格的上市公司配股”，而与“（三）除配股之外的贴近市价的增发股票”最为类似，即按照贴近市价的原则转增资本公积。所以，应适用于第三类的不除权情况。而且不除权也保证了川化股份原有股东总投资成本不变，与确定是否除权的整体逻辑保持一致。此外，通过本次资本公积转增将为公司解决债务问题和按照重整计划清偿债务和改善财务状况提供切实的资金来源；而简单的除权处理将无法反映上述资本公积转增股本的目的，和由此带来公司财务状况和经营情况改善对公司

股票价格的影响。

(二) 目前约定除权方式不具可操作性

1、是否有投资人受让资本公积转增股票不确定，因此转增后股权结构尚不确定

根据当前重整计划，通过重整计划且完成重整投资人遴选后，川化股份将以现有总股本为基数，实施资本公积转增股本，按照每 10 股转增 17.02 股的比例实施资本公积转增股本，共计转增 8 亿股。资本公积转增股本实施完毕后，川化股份总股本将由 4.7 亿股增加至 12.7 亿股，并将新增的 8 亿股转让给重整投资人。但目前重整计划尚未通过，后续重整投资人遴选也未启动，是否会有重整投资人全额受让 8 亿股资本公积转增股份具有不确定性。因此，不适合进行除权。

2、投资人何时受让资本公积转增股票不确定，除权除息日尚不能确定

根据规定，除权除息日为股权登记日的下一交易日。即，在重整投资人受让资本公积转增股票后一交易日即为除权除息日。但在川化股份案例中，重整投资人何时受让资本公积转增股票受到法院批准裁定重整计划、后续投资人遴选过程等一系列影响，目前尚不能确定除权除息日。

3、重整投资人受让资本公积转增股票的价格不确定，除权后的股价尚不能确定

根据当前重整计划，重整投资人需以不低于 4 元/股的价格受让资本公积转增股份，但最终受让资本公积价格需根据遴选投资人过程中，中选投资人报价决定。目前阶段，无法确定资本公积转增股份的价格，因此除权后的股价也无法确定。

综上所述，在《川化股份有限公司管理人关于出资人权益调整方案的公告》明确约定具体除权日期和测算除权后股价不具可操作性。

(三) 由于川化股份股票在暂停上市后恢复上市首日不设定涨跌幅，因此川化股份复牌后价格取决于二级市场判断

川化股份股票已于 2016 年 5 月 10 日被暂停上市。根据《深圳证券交易所股票上市规则》(2014 年修订) 13.1.3 规定，“恢复上市首日股票价格的日涨跌幅不受前款有关 5% 的限制”。如川化股份 2017 年成功恢复上市，因恢复上市首日不设涨跌幅限制，股票当天的交易价格即可反映恢复上市后股票市场价格，川化股

份股价是否除权对股票复牌当日收盘价影响较小。而且，不除权情况下原投资者总投资成本不变，市场价格与初始价格差更能直观反映出原有投资者的实际盈亏情况。

综上，我们认为，无论从除权的基本原理、约定除权方式的可操作性还是对投资者影响分析，本次川化股份在重整计划获法院裁定后股票价格不进行除权是合理的。

