

# 并购之后？盈峰环境收购中联环境案例解读

杨琬琳

2018年，盈峰环境以152.5亿金额收购中联环境，创造了环保行业并购交易金额之最，位列十大并购之首。并购之时，标的公司对赌三年业绩，虽然勉力完成，但2021年业绩变脸，利润大幅下滑，导致股价下跌，大股东投资亏损。

## 一、并购背景及方案设计

中联环境原属于上市公司中联重科，但是由于中联重科业绩萎靡，现金流紧张，不得已出卖中联环境这块优质资产以换取现金流，在弘毅投资总裁、中联重科董事赵令欢的牵线搭桥下，美的集团少当家、美的集团董事长何享健的儿子何剑锋带着盈峰控股等一众资本（盈峰控股、绿联君和、粤民投盈联、弘创投资）以杠杆并购的形式接下中联环境股权。

根据公开信息整理，并购的具体要素如下：

**1. 上市公司：**盈峰环境是国内领先的高端装备制造+环境综合服务商。公司重点发展高端风机装备、环境在线监测、烟气治理、水治理、固废处理、废处理及生态修复等业务，逐步提升公司产品力、品牌力，致力成为受人尊敬和信赖的以环境监测为龙头的国内领先的高端装备制造和综合环保服务商。于

2000年3月30日在深交所上市。

**2. 标的公司：**中联环境是一家集环卫装备研发、生产与销售，以及提供环卫运营服务的环卫一体化服务提供商，是国内专业化环卫装备的龙头企业和环卫运营服务的主要供应商之一。

**3. 交易情况：**据《发行股份购买资产草案》，评估后的标的公司总资产、净资产、营业收入占上市公司比重分别为187.19%、342.68%、131.2%，其中三项全部超过50%，根据《重组管理办法》，本次交易构成重大资产重组。

**4. 交易结构：**盈峰环境向中联环境股东宁波盈峰等8名交易对手（合计持有中联环境100%股权，交易对手方宁波盈峰、盈峰控股的实际控制人均为上市公司实际控制人何剑锋）以发行股份的方式购买中联环境100%股权，交易完成后盈峰环境持有中联环境100%股权。



**5. 业绩承诺及补偿：**2018-2021年中联环境承诺实现9.97亿元、12.30亿元、14.95亿元、18.34亿元净利润。

(1) 业绩补偿:

A. 业绩承诺方:

第一顺位: 宁波盈峰、宁波盈太、宁波中峰、宁波联太。

第二顺位: 中联重科、弘创投资、粤民投盈联、绿联君和。

B. 业绩补偿方式: 优先以股份补偿方式向盈峰环境进行补偿; 股份不足以补偿的, 应以现金进行补偿。

(2) 减值测试补偿:

补偿条件: 如利润承诺期末, 标的股权减值额 $>$ 股份补偿金额+现金补偿金额, 则宁波盈峰等 8 名交易对方应向上市公司进行资产减值补偿。

6. 估值作价: 以资产法评估中联环境估值为 39.22 亿元 (账面净资产增值率 23.95%), 以收益法评估中联环境估值为 152.74 亿元 (账面净资产增值率 382.78%), 对应中联环境 2017 年净利润为 20.09 倍市盈率, 本次交易以收益法作价。

## **二、并购完成后业绩表现**

盈峰环境收购中联环卫, 三年对赌业绩精准完成后, 2021 年利润大幅下跌 50%以上, 根据盈峰环境 2022 年年报披露的数据, 可见在 2022 年盈峰环境经营业绩进一步下滑, 并且对 20 和 21 年的业绩数据都进行了回调 (如下表所示)。

	2022 年	2021 年		本年比上年增减	2020 年	
		调整前	调整后		调整前	调整后
营业收入	12,255,992,938.42	11,813,537,444.48	11,866,291,611.45	3.28%	14,332,025,075.40	14,332,025,075.40
归属于上市公司股东的净利润	418,794,179.13	728,467,910.42	752,792,198.66	-44.37%	1,386,476,099.73	1,386,476,099.73
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	324,753,411.18	532,726,168.36	557,050,456.60	-41.70%	1,432,219,046.72	1,432,219,046.72
经营活动产生的现金流量净额	1,662,482,287.71	809,218,720.13	809,218,720.13	105.44%	1,688,714,091.75	1,688,714,091.75
基本每股收益(元/股)	0.13	0.23	0.24	-45.83%	0.44	0.44
稀释每股收益(元/股)	0.13	0.23	0.24	-45.83%	0.44	0.44
加权平均净资产收益率	2.41%	4.33%	4.51%	-2.10%	8.62%	8.62%

盈峰环境股价在 20 年后持续下跌，目前整体市值 160 亿元，目前来看，并购完成后，并未达成强强联合的协同效应。大股东反而出现了投资亏损。



### 三、总结

盈峰环境完成并购后面临的问题一个是商誉，一个是现金

流。

收购中联环境后，其账上的商誉从 5.32 亿元飙升至 62.47 亿元，中联环境净利润一旦不达预期，大额的商誉减值将对盈峰环境整体业绩造成巨大影响。

在现金流方面，中联环境会优先保障完成对赌。中联环境恶化的现金流很有可能进一步加剧盈峰环境的资金压力。根据数据查询，2016 年，中联环境的经营性现金净流入 21.27 亿元，而到了 2017 年变为-6.44 亿元，2018 年前 4 个月为-6.27 亿元。与此相对应，公司的资产负债率由 58.14% 飙升至 72.65%。并购完成后，中联环境清偿中联重科代付的货款，已经让盈峰环境的经营性净现金流恶化为-11.51 亿元，以中联环境的业务体量，其现金流变化将对盈峰环境产生重大影响。

另外，估值空间上升有限也是一个重要因素。盈峰收购的时候估值就已经达到 152 亿。盈峰账面浮亏的核心原因，还是标的企业成长性透支，估值较高。

在 2021 年至 2022 年的业绩表现上，也印证了并购完成后，公司业绩发展缺乏后生动力，存在业绩对赌期间透支了企业成长性的问题。

回到投资与并购的原本目标，投资的核心是企业的经营能力，盈峰环境在并购完成后，对赌的业绩勉强实现，其他板块的业绩贡献度几乎为零。2021 年业绩下滑，除去环境行业大

环境下行的因素外,自身核心产业没有达到预期是很重要的原因。盈峰拥有龙头地位的环卫装备,没有抓住环卫服务机遇,进而顺应互联网和新能源趋势,企业并购之后核心竞争力的发展没有达到预期。我们应该谨慎地看待跨行业并购投资管理问题,最终落脚点是要关注其主营业务的可持续发展能力。