

PDF-CASE2019021

合法≠合理——高股权下的高分红真的“高”吗？¹

案例正文

摘要：现金分红是上市公司回报股东的重要方式，满足了投资者“落袋为安”的心理需求。随着证监会对上市公司“高送转”的不断施压，A股市场中铁公鸡的数量不断减少。2018年度A股市场80%的上市公司选择了现金分红，同时出现了高分红甚至超分红的反常现象。本案例从华宝股份“超分红事件”切入，首先追溯其实际控股母公司华宝国际的高分红历史，反映出华宝国际股权高度集中的局面；然后聚焦于华宝股份超分红事件，描述其进行超分红的内外动因；最后描述了超分红后引起的股价波动和市场争议。本案例旨在客观陈述上述事实，引导学生掌握“公司治理”、“股东利益侵占理论”、“金融监管”等理论，并为学生了解上市公司的高、超分红现象，以及理解中国金融市场股东利益侵占的特殊性提供多维度的视角。同时，本案例对上市公司的股权结构设计以及中国金融市场监管的发展完善也具有一定的启发意义。

关键词：高分红；股权集中；利益侵占

1.本案例由合肥工业大学经济学院的晋盛武、卢璐撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
2.本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。
3.由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
4.本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

目 录

0 惊雷：一石激起千层浪	3
1 追溯：一脉相承集股权	4
1.1 双管齐下，产业领先	4
1.2 长袖善舞，不变其宗	5
2 聚焦：外压内推超分红	8
2.1 忍痛割爱，另寻出路	8
2.2 有钱没钱，坠云雾中	9
3 回应：股价涨势欲破竹	11
3.1 华宝国际	11
3.2 华宝股份	12
4 争议：褒贬不一招人疑	14
4.1 市场争议	14
4.2 深交所问询	17
4.3 媒体评论	18
5 尾声：闹水行舟引深思	18

0 惊雷：一石激起千层浪

2019年3月12日晚，华宝香精股份有限公司（以下简称“华宝股份”）出具了关于2018年度利润分配预案的公告。报告中称：基于对公司未来发展前景的预期和信心，考虑公司目前经营稳健、财务状况良好等情况，在保证公司正常经营和长远发展的前提下，董事会提出本次利润分配建议，加大对投资者的回报。截至2018年12月31日，公司累计未分配利润为34.31亿元，其中母公司累计可供股东分配的利润为25.16亿元。拟以公司2018年末总股本615,880,000股为基数，向全体股东每10股派发40.00元（含税）现金股利，共计派送现金24.64亿元（含税）。

分红方案一出，犹如一石激起千层浪。市场各界议论纷纷，各执一词。

得益的小股东沾沾自喜，“如果股市多一点这样派息的上市公司，大盘早上6000点了，对于这样的公司给予高度评价”；没有赶上超分红的投机者暗暗懊悔，“真希望自己之前买了这家股票”；更多的是社会各界的纷纷猜疑：部分投资者质疑说“掏空公司，比减持更可怕”；市场专业人士怀疑“这种高派现更是进行利益输送的一种手段”，甚至提醒投资者“所有的反常都值得警惕”……

1 追溯：一脉相承集股权

华宝股份是华宝国际控股有限公司（以下简称“华宝国际”）在 2014 年拆分部分业务独立出的子公司。华宝国际于 1996 年以华宝食用香精香料（上海）有限公司为名在上海成立，其核心业务包括香精（烟用、食品用、日用）、香原料、烟草原料及材料（再造烟叶、膨胀烟梗、卷烟新材料等）和调味品业务的研发、生产、销售和服务。朱林瑶自 2004 年 3 月起出任华宝国际董事会主席及执行董事，至今仍是华宝国际法定代表人和实际控制人。这位行事隐秘低调的女人，是如何成为最年轻的白手起家型女富豪呢？

1.1 双管齐下，产业领先

华宝国际成立之初，卷烟市场处于诸侯割据的局面。华宝国际根据对烟用香精市场的敏锐判断，改变了原有的“直接向大客户提供产品和香料技术，为客户提供全方位技术解决方案”的合作模式，转而与卷烟公司进行股权合作，收购或合资设立香精香料生产企业。通过与卷烟公司的密切合作，华宝集团在短时间内完成了环渤海，华东，华南和西南地区的战略布局，有效地建立了全国范围的服务网络。

烟用香精市场与卷烟市场密切相关，卷烟市场的低增长性决定了烟用香精业务缺乏发展前景；而随着居民生活水平的提高，食用香精和日用香精的需求不断扩大，其市场想象空间巨大。基于此，华宝国际于 2004 年开始通过兼并收购等方式进军食用香精和日化香精市场。

值得一提的是，与“双管齐下”战略相呼应的是华宝国际“大客户，大品牌”的产业定位。烟草业十大卷烟公司中有八家与华宝国际在烟用香精业务领域具有合作关系；而达能，太太乐食品，雨润，维维等知名企业也是华宝国际在食用香精领域的主要客户。

华宝国际能够在股权合作和并购业务方面取得成功的一个重要原因是其业内领先的技术水平。公司成立伊始便设立华宝上海技术中心，该中心不仅配备了国际先进的科研设备，还建立了由国内外专家、高级调香师和应用工程师组成的科技人才队伍。为华宝国际在香精香料研究领域的领先奠定了坚实的基础。

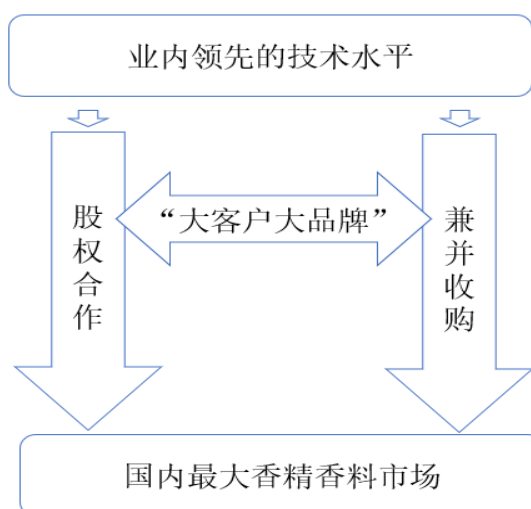


图 1 产业运作“双管齐下”示意图

Figure 1. Schematic diagram of "two-pronged approach" in industrial operation

1.2 长袖善舞，不变其宗

(1) 一拍即合，借壳上市。

在产业运作中收获颇丰后，华宝国际将目光投向二级资本市场。于香港证券交易所（以下简称“港交所”）上市的力特有限公司（00336.HK）以计算机相关产品和消费电子产品的销售为主营业务。由于行业竞争激烈，盈利能力低，股权投资效益不理想，多年来一直亏损，濒临破产。而华宝集团作为国内香精香料市场的龙头，资金实力雄厚，却缺乏二级市场融资渠道，其对接资本市场的意向强烈，与力特形成强力互补。因此，2004年3月华宝国际借壳力特于港交所上市。

(2) 注入资产，一举三得。

借壳上市约两年后，华宝国际启动了资产注入工作。2006年6月6日，华宝国际发布公告称，公司将有条件收购朱林瑶持有的 Chemactive 所有已发行股本，估值 39.96 亿港元，作为支付对价，公司将以 1.8 港元每股的价格，向朱林瑶发行及配发 2 219 731 526 股新可转换优先股。这次收购的实质是左手倒右手，收购的结果是使得朱林瑶在华宝国际中的持股比例从 90.99% 上升至 97.57%。此外，由于此次收购溢价较低，体现了大股东对上市公司的慷慨大方，极大的提升了华宝国际的市场形象。同时由于资产注入，华宝国际盈利能力大幅提升。复牌当日，华宝国际应声大涨 29.03%，并在股市转牛的背景下，其股价一路走高，最高达到 8.46 港元。

(3) 减持变现，盆满钵盈。

华宝国际资产注入后，朱林瑶的持股比例达到了历史高峰 97.57%。其后，她进行了多次进行减持变现。

表 1 减持变现时间表

Table 1. Timetable of reducing the holding

减持次数	减持时间	减持方式	减持收入	减持后持股比例
第一次减持	2006. 8. 4	将所持有的 27.47 亿股可转换优先股悉数转换为普通股，并行使认沽权证	15.18 亿港元	74.89%
第二次减持	2007. 1. 17	向公众股东配售 2.773 亿股	12.65 亿港元	65.78%
第三次减持	2008. 3. 26	以每股 6.5 港元向第三方转让 6942 万股华宝国际股份	4.51 亿港元	65.22%
第四次减持	2011. 1. 28	一次性减持公司 2 亿股	22 亿港元	37.71%

(4) 低价增持，股权私有。

2012 年至 2015 年期间，华宝国际完成了两次小规模收购，并将旗下专门从事日化香精香料业务的厦门琥珀在新三板上市。2015 年 6 月，华宝国际公告当期停止派息分红。在 2015 年 8 月，华宝国际发布预计盈利下滑 30% 的盈利预警后，股价进一步下跌至近年最低点 2.26 港元。值得注意的是，从发布盈利预警之后，朱林瑶开始逐步增持华宝国际股票。从 2015 年 12 月 28 日到 2016 年 1 月 21 日，朱林瑶累计进行了 18 次密集增持，并在 2016 年 11 月提出对华宝国际进行私有化，以 3.3 港元的价格收购 18.27 亿股份，至 2017 年 3 月其持股比例升 73.60%。

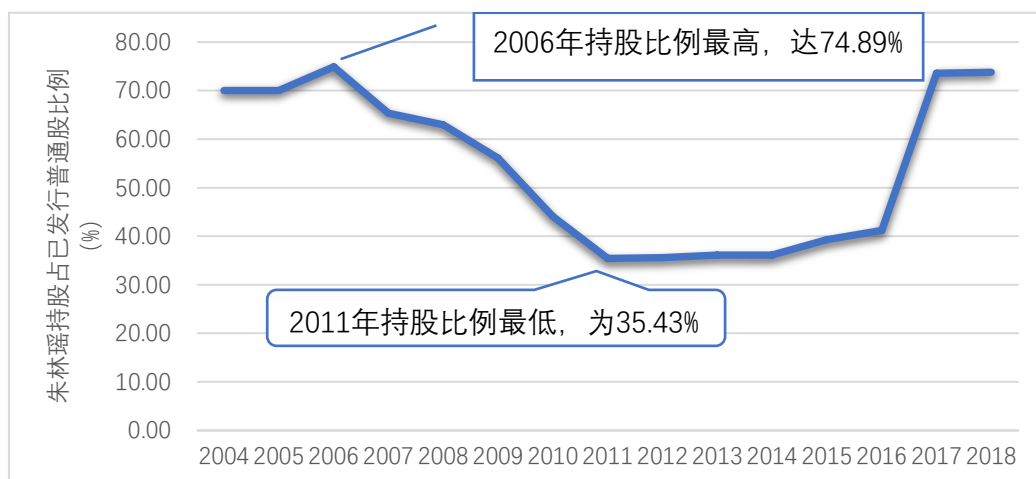


图2 2004年-2018年朱林瑶持股比例变化趋势

Figure 2. The trend of Zhu Linyao's shareholding ratio from 2004 to 2018

(数据来源: Wind)

增持后朱林瑶不仅再次紧紧掌握住了华宝国际的控制权，而且在之前的减持过程中收益丰厚。

华宝股份也同样存在着股权高度集中的情形。其控股股东为华烽国际投资控股（中国）有限公司（以下简称“华烽国际”），持股比例高达81.1%。据Wind显示，华烽国际于2015年11月27日在上海市工商局登记成立，最初的法定代表人也是朱林瑶。

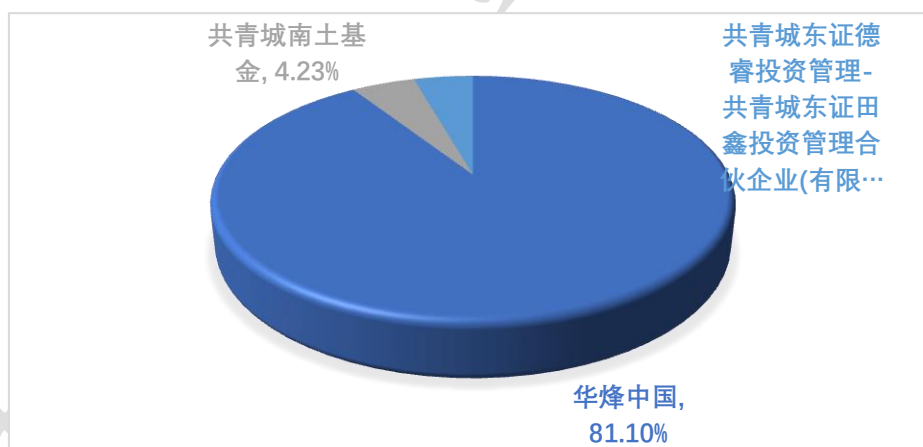


图3 华宝股份股权结构图

Figure 3. Huabao's Shareholding Structure Chart

(数据来源: Wind)

华宝国际在2019年3月12日的分红方案中共派送24.64亿元现金，在不考虑税费的情况下，其中19.98亿都分派给了第一大股东华烽中国，而其他中小投资者仅能分得4.6亿元。

2 聚焦：外压内推超分红

2.1 忍痛割爱，另寻出路

上市公司回报股民的分红方式有两种，其一是发放现金红利，其二是发放公司股票。送股、转增股比例达到 0.5 即可称之为“高送转”。2010 年至 2017 年是上市公司实行“高送转”的高峰时期，每年都有 50% 以上的企业实行“高送转”，此现象的甚嚣尘上最终引起了证监会的关注。

早在 2012 年 4 月 5 日，证监会就提醒广大投资者要注重理性投资，防范当前市场上存在部分投机者炒作“高送转”概念，伺机从事内幕交易等违法违规的现象；对于出现异常波动的“高送转”股票，不可盲目跟风，要防范投资风险。

2017 年 12 月 1 日，证监会新闻发言人高莉在发布会上重申了证监会将持续对上市公司“高送转”行为保持高压监管态势，不断净化资本市场生态环境。2018 年 11 月 23 日周五晚间，沪深交易所双双发布被称为史上最严“高送转”新规《上市公司高比例送转股份信息披露指引》。两交易所均规定，利润为负、利润同比下滑 50% 以上以及送股后每股收益低于 0.2 元都不得披露高送转方案，将高送转比例与公司业绩增长挂钩，设置披露高送转方案的时间限制。

证监会对于“高送转”的高压态势使前几年市场上占大多数的一毛不拔的“铁公鸡”数量逐渐减少，开始纷纷忍痛割爱拿出自己的现金分红方案。近来各大公司纷纷出具了 2018 年年报，其中的分红方式可谓精彩万分，多姿多彩。

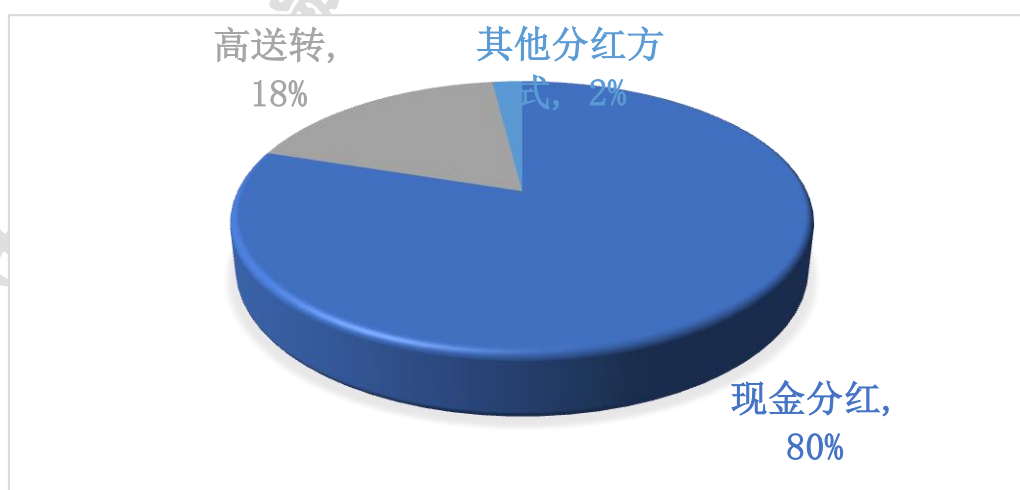


图 4 2018 年 A 股市场公司分红情况（截至 2019 年 4 月 29 日上午 10 点）

Figure 4. Dividends of A-share market companies in 2018 (as of 10:00 am on April 29, 2019)

（数据来源：Wind）

据 Wind 数据统计,截至 2019 年 4 月 29 日上午 10 点,A 股市场共有 3311 家公司发布了 2018 年年报,其中宣布有分红的有 2484 家,占发布公告的公司的 75%。在这 2400 多家公司中,超过 2000 家公司只派发现金红利,占有分红的公司的 80%。分红预案中包含送转方案的仅有 452 家,高送转大幅降温。

分红形式多样化也是 2018 年度分红总体情况的一个亮点。大手笔分红、超分红、亏损也要分红、红利与股东减持结合等分红形式百出。如慷慨豪气的贵州茅台大手一挥,连续九年成为派送现金红利的上市公司中每股现金股利最高的公司。有四家“超分红”上市公司的股息率超过 10%,华宝股份就以 11.98%的股息率排行第三。还有“太感人”的平庄能源亏了也要分红,其现金分红金额占 2018 年度合并报表中归属于上市公司股东净利润的-80.81%。

2.2 有钱没钱,坠云雾中

华宝股份的超分红表现显示着其有足够的利润和现金流。然而,其一系列仿若“缺钱”的操作,让广大股民着实二丈和尚摸不着头脑。

(1) 流动资金

据 Wind 相关数据显示,2016 年至 2018 年,华宝股份资产负债率为 14.91%、8.09% 和 5.46%,近两年均没有短期借款。据华宝股份在 2018 年 2 月 12 日发布的招股说明书中显示,截至 2017 年 12 月 31 日,华宝股份货币资金达 32.47 亿元,其中银行存款接近 32.46 亿元,剩余部分为库存现金和其他货币资金。

然而招股说明书的募集资金运用上却使用 7 亿元来补充流动资金(见下图)。在招股说明书中,华宝股份给出了如下解释:公司未来战略是内生性增长+外延式并购,需要投入较大额的自有资金,以及公司经营规模不断扩大和业务内生性增长需要大量资金。虽然解释详尽,但未能说明如何测算得出的 7 亿元资金需求,亦未给出相关测试过程,募资的合理性始终存疑。

序号	项目名称	投资总额	募集资金投资额	核准备案文件	环评批复文件
1	华宝鹰潭食品用香精及食品配料生产基地项目	111,623.98	103,459.27	鹰高新科经字[2016]65号	鹰环函字[2016]273号
2	华宝拉萨净土健康食品项目	50,764.55	47,051.39	[2016年度]曲发改备04号	拉环评审[2016]248号
3	华宝孔雀食品用香精及食品技术研发项目	17,040.08	15,793.69	嘉经备[2016]075号	沪114环保许管[2016]1277号
4	补充流动资金	70,000.00	64,879.87	-	-
合计		249,428.61	231,184.21	-	-

图5 华宝股份2018年度募集资金投资金额及投资项目

Figure 5. Huabao's 2018 annual fundraising investment amount and investment projects

(来源: 华宝股份《首份公开发行股票并在创业板上市招股说明书》)

(2) 在建工程

招募说明书显示, 募集的资金除去补充流动资金的部分外, 其余部分都被用于投入生产, 建设新项目。那么除了前文所说的补充流动资金完成的较快外, 其他项目进展的情况如何呢?

承诺投资项目和超募资金投向	是否已变更项目(含部分变更)	募集资金承诺投资总额	调整后投资金额(1)	本年度投入金额	截至期末累计投入金额(2)	截至期末投资进度(3)=(2)/(1)	项目达到预定可使用状态日期	本年度实现的效益	是否达到预期效益	项目可行性是否发生重大变化
1、华宝鹰潭食品用香精及食品配料生产基地项目	否	103,459.27	103,459.27	7,288.28	7,288.28	7.04%	2021年3月1日	不适用	不适用	否
2、华宝拉萨净土健康食品项目	否	47,051.39	47,051.39	971.02	971.02	2.06%	2020年3月1日	不适用	不适用	否
3、华宝孔雀食品用香精及食品技术研发项目	否	15,793.69	15,793.69	16.91	16.91	0.11%	2020年8月1日	不适用	不适用	否
4、补充流动资金	否	64,879.87	64,879.87	64,879.87	64,879.87	100.00%	不适用	不适用	不适用	否
承诺投资项目小计		231,184.21	231,184.21	73,156.08	73,156.08					
超募资金投向	无募集资金									
合计		231,184.21	231,184.21	73,156.08	73,156.08					

图6 华宝股份募集资金承诺项目情况

Figure 6. Huabao shares raised funds commitment project

(来源: 经《董事会关于2018年度募集资金存放与使用情况的专项报告》整理)

事实上, 华宝股份尚存大量的在建工程。由图可见, 募集资金所涉三个项目目前均进展缓慢。截止年报公布时, 华宝鹰潭食品用香精及食品配料生产基地项目的投资进展为7.04%, 华宝拉萨净土健康食品项目投资进度为2.06%, 而华宝孔雀食品用香精及食品技术研发项目的投资进度则只有0.11%。

3 回应：股价涨势欲破竹

3.1 华宝国际

自 2004 至 2015 年间，华宝国际始终保持着稳定高额的股利支付率，其中 2009 年股利支付率高达 50%（如图示）。而与华宝国际同属烟草行业龙头企业的中国香精香料有限公司（以下简称“中国香精香料”）在同样的时间范围内，共有四年未分红。

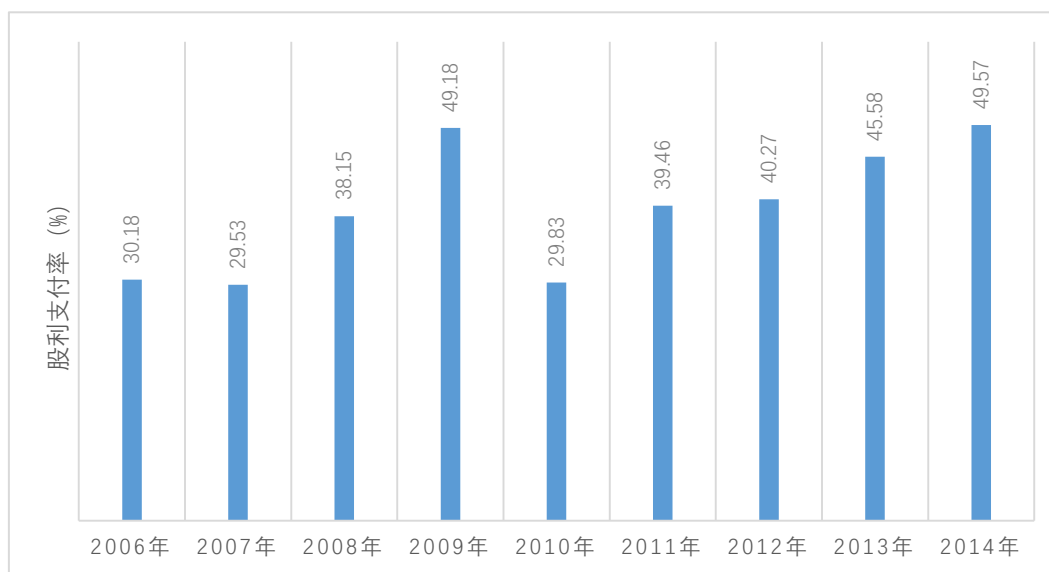


图 7 2006 年-2014 年华宝国际股利支付率

Figure 7.2006-2014 Huabao International Dividend Payment Rate

（数据来源：Wind）

华宝国际的分红派息日为每年 6 月中旬，每次高分红之后，股票市场也做出了相应的回应（如图示）。2007 年华宝国际在整个六月份的涨幅超过 30%，而同期的恒生指数涨幅为 5.68%。

表 2 华宝国际 2007 年-2014 年超额收益率

Table 2.Huabao International's 2007-2014 excess return

年报公布日	华宝国际		恒生指数		涨跌幅度		超额收益率(%)
	六月第一个交易日收盘价(前复权)	六月最后一个交易日收盘价(前复权)	六月第一个交易日收盘价	六月最后一个交易日收盘价	华宝国际(%)	恒生指数(%)	
2007.6.18	3.425	4.536	20602.87	21772.73	32.44	5.68	26.76
2008.6.18	4.690	4.484	24831.36	22102.01	-4.39	-10.99	6.60
2009.6.18	4.090	4.634	18888.59	18378.73	13.30	-2.70	16.00
2010.6.18	5.981	6.316	19496.95	20128.99	5.60	3.24	2.36
2011.6.17	7.055	4.557	23626.43	22398.1	-35.41	-5.20	-30.21
2012.6.20	2.113	2.52	18558.34	19441.46	19.26	4.76	14.50
2013.6.18	2.327	2.39	22282.19	20803.29	2.71	-6.64	9.34
2014.6.18	2.715	3.405	23291.04	23190.72	25.41	-0.43	25.85

(数据来源: Wind)

由上表可见,除去 2011 年外,其余七年的股价收益率均为正值,成功跑赢大盘获得超额收益率。其中 2012 年的股票超额收益达到了 14.50%,2007 年与 2014 年的超额收益率则均超过 20%。

3.2 华宝股份

自华宝股份在 2019 年 3 月 12 日晚公布分红预案公告后至 4 月中旬,股价也是大幅度提升(如图示)。



图8 华宝股份3月至4月中旬股价波动

Figure 8. Huabao's share price fluctuation from March to mid-April

(数据来源: 东方财富网)

此外, 华宝股份在三月份的涨幅为 22.04%, 深证指数的涨幅为 8.06%, 华宝股份获得了 13.98% 的超额收益率。不仅如此, 处于港股市场的华宝国际在华宝股份发布分红公告次日的股价也上涨了 14%。

表3 华宝股份 2018 年超额收益率

Table 3. Huabao's 2018 excess return

华宝股份		深证指数		涨跌幅度		超额收益率(%)
3.1 收盘价(元) (前复权)	3.29 收盘价(元) (前复权)	3.1 收盘价	3.29 收盘价	华宝股份 (%)	深证指数 (%)	
31.30	38.20	9167.65	9906.86	22.04	8.06	13.98

(数据来源: Wind)

4 争议：褒贬不一招人疑

4.1 市场争议

(1) 业绩争论

作为上市仅一年的年轻公司，华宝股份向社会交出了一份令人满意的成绩单。爱普香料集团股份有限公司（以下简称“爱普股份”）同是中国香料香精和食品添加剂行业的制造企业，产品涵盖食用香精、日化香精、香料及食品添加剂，于 2015 年 3 月 25 日在上海证券交易所上市交易。华宝股份和爱普股份不仅主营业务相似，两个公司的产业结构和发展理念也很接近。下面就两个公司的主要经营数据，来比较出华宝股份 2018 年的业绩情况。

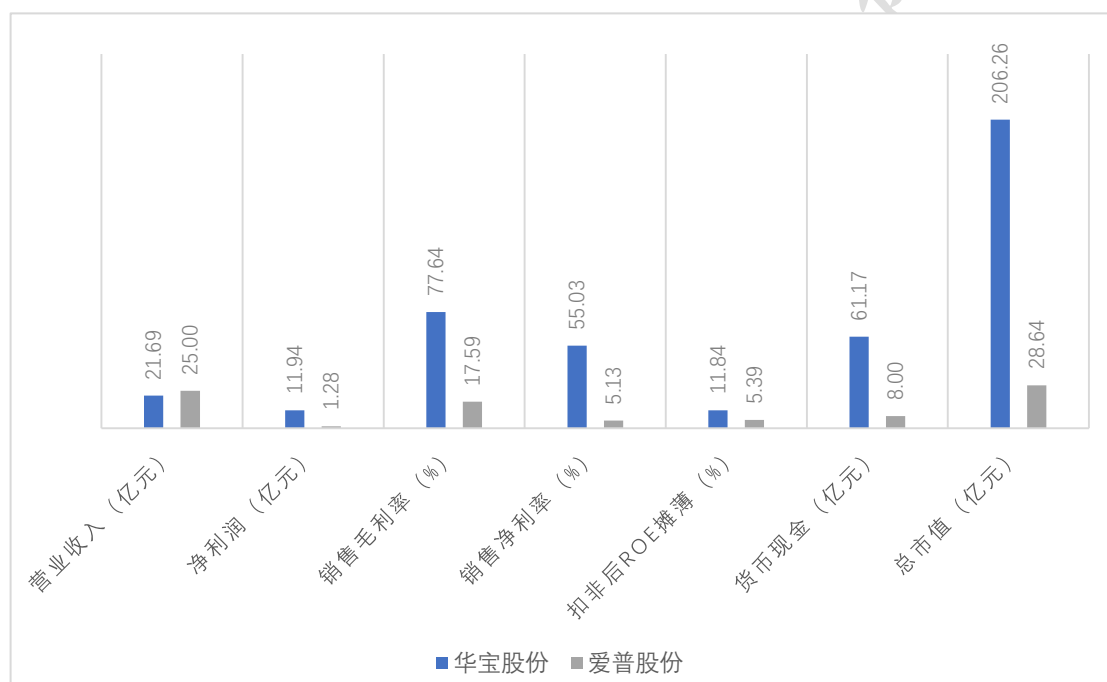


图 9 华宝股份和爱普股份经营情况对比

Figure 9. Comparison of Huabao Shares and Aipu Shares

(数据来源: Wind)

从盈利数据来看，2018 年华宝股份的营业收入略低于爱普股份，但其净利润约为后者 10 倍，销售毛利率约为后者 5 倍，销售净利率约为后者 11 倍，扣非后的资产收益率 (ROE) 约为后者 2 倍；从资产角度来看，华宝股份的货币资金约为爱普股份的 7 倍。

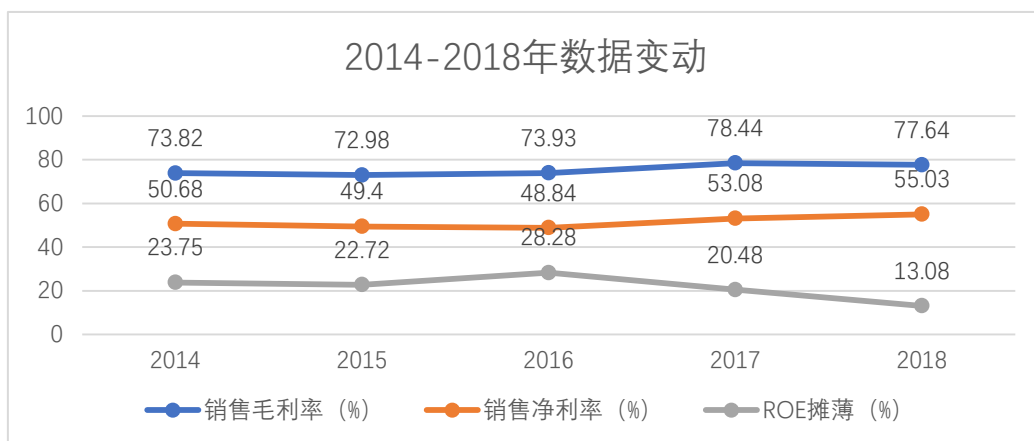


图 10 2014 年-2018 华宝股份年经营状况变化

Figure 10. Huabao's business changes in 2014-2018

(数据来源: Wind)

华宝股份 2014 到 2018 年间, 销售毛利率均在 70%以上, 销售净利率在 50%左右, 具有稳定的利润率及较高的利润水平。

然而, 市场中最大的争议在于华宝股份此次的分红金额远超当期盈利。单从 2018 年年报来看, 华宝股份 2018 年实现归属于上市公司股东的净利润 11.76 亿元。此外, 华宝股份 2016 年和 2017 年分别分红 18 亿元和 1.23 亿元, 即华宝股份 2016-2018 年共现金分红 43.87 亿元, 而公司 2016-2018 年的净利润合计则只有 38.23 亿元。同时也有投资者认为, 华宝股份启用年度的未分配利润向全体股东分红, 中小投资者其实是得到好处了, 这是保护中小投资者利益的一种表现。

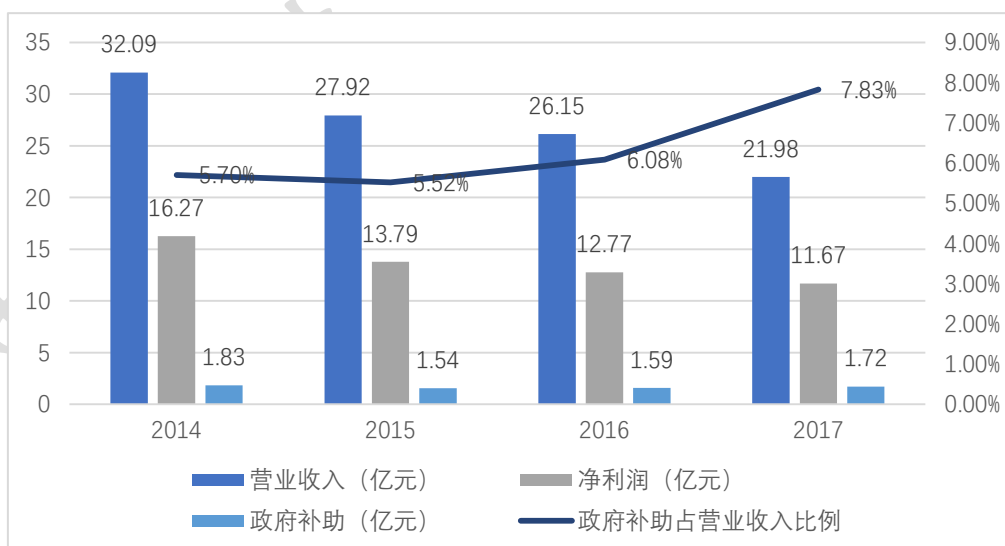


图 11 2014 年-2017 年华宝股份业绩变化

Figure 11. Changes in the performance of Huabao in 2014-2017

(数据来源: Wind)

华宝股份营收和净利润逐年下滑，与此同时政府补助及补助占营收比例却逐年提升。政府补助一定程度上增厚了华宝股份的业绩。另外，根据招股说明书披露，华宝股份的食用香精业务主要客户为烟草企业，而各个烟草企业的控股股东皆为中国烟草总公司。如果将中国烟草总公司及其子公司视为同一客户，则华宝股份在 2014 至 2017 上半年期间，对其销售额占同期营业收入的比例分别为 85.37%、81.72%、82.80% 和 81.14%，客户集中度较高。

(2) 关联交易

2018 年华宝股份出具的招股说明书中关于报告期内向重要子公司的少数股东及其关联方销售商品和提供服务的情形及其占比如下表所示。

表 4 重要子公司的少数股东及其关联方销售商品和提供服务交易金额占比

Table 4. Share of sales of goods and services provided by minority shareholders and related parties of important subsidiaries

年份	2017 年		2016 年		2015 年	
关联方名称	交易额 (千万)	占当期 营收比 (%)	交易额 (千万)	占当期 营收比 (%)	交易额 (千万)	占当期营 收比 (%)
云南中烟	60937.84	27.73	65300.75	24.97	64419.47	23.07
广东中烟	7153.43	3.25	16959.86	6.48	22282.26	7.98
广西中烟	615.78	0.28	1183.70	0.45	664.59	0.24
中烟广东	0.20	0.00	21.77	0.01	0.11	0.00
上海烟草	9027.03	4.11	9903.34	3.79	9322.63	3.34
山东中烟	4404.12	2.00	4337.12	1.66	4678.20	1.68
合计	82138.41	37.37	97706.54	37.36	101367.26	36.31

(来源：华宝股份《首份公开发行股票并在创业板上市招股说明书》)

2014-2016 年期间，云南中烟和广东中烟连续三年名列华宝股份的前五大客户。云南中烟更是连续三年成为华宝股份的最大客户，从 2015 年至 2017 年间，华宝股份对其销售额占当期营收的比例分别为 29.10%、25.66%、27.13%。

除了关联销售额占总销售额比例较大外，华宝股份采购的商品也有一部分来源于关联方。2015 与 2016 年间，华宝股份向重要子公司的少数股东及其关联方采购商品情形及其占比情况如下。

表 5 重要子公司的少数股东及其关联方采购商品情形及其占比

Table 5.Minority shareholders of important subsidiaries and their related parties purchase goods and their proportion

关联方名称	具体内容	2016 年		2015 年	
		金额 (万元)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)
云南中烟	卷烟下脚料	99.43	0.17	365.74	0.55
广东中烟	卷烟下脚料	109.73	0.19	195.65	0.29
广西中烟	卷烟下脚料	1.27	0.00	15.28	0.02
中烟广东	卷烟下脚料	29.77	0.05	28.07	0.04
合计		240.19	0.42	604.75	0.91

(来源：华宝股份《首份公开发行股票并在创业板上市招股说明书》)

无论是等待 IPO 的企业，还是已上市企业，由于关联交易常常伴随着独立性缺失，因此关联交易一直是监管部门所关注的重点。

(3) 商誉价值

据华宝股份 2018 年年报显示，公司合并报表商誉账面价值为人民币 11.95 亿元，占公司期末净资产的比重达 12.41%。商誉指基于被收购公司的品牌及其他综合效应，以超过其公允价值价格来收购被收购公司，由此产生的溢价。12.41%的商誉占比意味着华宝股份在未来因为商誉减值而影响利润的可能性较大、具有较高的投资风险。

4.2 深交所问询

华宝股份超分红方案引起市场广泛议论的同时，也引发了监管层的高度关注。2019 年 3 月 13 日午间，华宝股份收到深交所创业板公司管理部的关注函。要求其详细说明此次利润分配预案的确定依据、上市当年进行高比例分红的具体原因、与招股书中披露的募集资金补流的必要性是否前后矛盾、是否存在将募集资金间接用于利润分配的情形。

要求结合股权结构及大股东、中小股东获得的分红金额等，核实说明高比例分红是否有利于保护中小投资者利益。同时，深交所还要求华宝股份说明公司控股股东、董监高、5%以上股东等近期是否存在减持计划，公司筹划本次利润分配事项是否存在炒作价、配合股东减持的情形。

对于此次利润分配预案所涉及的问题，华宝股份回函深交所称：目前公司经营稳健，财务状况良好，预计未来一定时期经营现金流良好。公司目前资产负债率为 5.46%，处于行业较低水平。公司有能力实施本次利润分配。华宝股份还表示，利润分配预案的实施不会造成公司流动资金短缺或其他不利影响。在符合相关法律政策、保证公司正常经营和长远发展的前提下，董事会提出本次利润分配预案，对投资者进行回报。

4.3 媒体评论

财经评论人曹中铭曾在其文章中表示：“现实案例中，一些上市公司经营业绩一般，盈利能力不足，却也热衷现金分红，虽然在短期内回报了股东，却为日后的经营发展断了粮道。上市公司现金分红，需要兼顾股东回报与企业长远发展。如果上市公司具有较强的盈利能力，也有回报股东的实际能力，向股东实施高比例的现金分红无可厚非，但千万不要为了分红而影响到日常经营的现金流，至少在实施分红后，上市公司还拥有足够的资金保证日常经营活动的顺利进行。如果因此引发经营资金链条的断裂，那可就不值了。”

5 尾声：罔水行舟引深思

2019年5月11日，华宝股份发布公告称，董事会于2019年5月10日收到朱林瑶女士的书面辞职函。辞职函称鉴于整体工作安排将更聚焦控股公司层面，朱林瑶女士向公司董事会申请辞去董事及董事会战略委员会委员职务。华宝股份表示朱林瑶辞去董事职务并未导致公司董事会低于法定最低人数，不影响公司董事会的正常运作；根据相关法律法规，辞职函自送达董事会之日起生效。朱林瑶辞去上述职务后不再担任公司任何职务。公司将依据《公司章程》的规定尽快履行相应程序补选董事。

华宝股份此次的超分红引来了市场、管理层对高分红的质疑，在此敏感时刻，作为华宝股份的掌舵人却选择了辞职，不禁又再次引起了市场的纷纷猜测，离职的原因是什么？两个月前的超分红又是为哪般？

（案例正文字数：8064）

Legitimate and reasonable – Is the high score under high equity really “high”?

Abstract: Cash dividends are an important way for listed companies to return to shareholders, satisfying the psychological needs of investors to “fall into the bag”. As the CSRC continues to exert pressure on listed companies to “highly transfer”, the number of iron cocks in the A-share market continues to decrease. In 2018, 80% of listed companies in the A-share market chose cash dividends, and at the same time there was an abnormal phenomenon of high dividends and even super dividends. This case is cut from Huabao's “super dividend event”. First, it traces the high dividend history of its actual parent company Huabao International, reflecting the high concentration of Huabao International's equity; then focusing on Huabao's super dividend event, describing It carries out the internal and external motivations of super dividends; finally describes the stock price fluctuations and market disputes caused by super dividends. This case aims to objectively state the above facts and guide students to master the theories of “corporate governance”, “shareholders' interest encroachment theory” and “financial supervision”, and to understand the high and super dividend phenomenon of listed companies and understand the shareholders of Chinese financial markets. The particularity of interest encroachment provides a multidimensional perspective. At the same time, this case has certain enlightening significance for the design of the shareholding structure of listed companies and the development of China's financial market supervision.

Keywords: High dividend; Equity concentration; Interest encroachment;