

上市公司借壳重组且做且行

证券时报记者 张奇

今年以来,A股IPO“堰塞湖”导致借壳上市火爆。7月11日,证监会发布了《上市公司重大资产重组管理办法(征求意见稿)》,政策松绑使并购重组程序得以简化。新政策的推出,无疑将为壳市场再添一把火。据统计,今年借壳数量仍呈上升趋势,重组成功的案例已经超过20起。而在借壳方、卖壳方、中介和PE等各取所需共同推动下,重组的手段更是层出不穷。太和投资董事长王亮告诉证券时报记者,在IPO目前的上市节奏下,无论企业是“高帅富”还是“屌丝”都需要默默忍受排队的煎熬,而且证监会定调IPO节奏是今年将发100家左右,要消化超600家的存量,两年之内都很难。在这样的背景下,放开并购重组,无疑将促使不少拟IPO公司转走借壳之路。

多方接触多角恋

壳资源紧俏,想借壳的企业众多,且谁都想在重组中占据主导地位,在这种局面下,便成为双方共同的选择。曾谋求单独IPO的北京数字天域科技股份有限公司就放弃了IPO,转走借壳重组之路。资料显示,天域科技在今年年初宣布与重组对象三房巷分手,就在市场猜测天域科技将继续谋求IPO时,不到半个月时间,天域科技又与新世纪火速搭上,并抛出了总价超21亿元的借壳方案。

对于双方迅速牵手的原因,新世纪重组独立财务顾问华泰联合的项目主办人卞建光表示,上市公司重组就像男女谈恋爱一样,双方都相互看上了,所以很快就定下来了。

与天域科技的移情别恋类似,深圳保千里电子有限公司的借壳战略采用了“脚踏两只船”的方式以防万一。2月停牌时,凤凰光学公告正与保千里接触洽谈借壳事宜。而5月19日,深圳保千里单方面提出提前终止《江西省国资委与深圳保千里战略合作框架协议》,并在当天与中达股份大股东签订了《重大资产重组的框架协议》。

一周之后,中达股份便推出了与保千里的重组预案。对此,中达股份董秘林硕奇曾公开表示,保千里在5月与中达股份进行了接触,由于目前重组市场火热,双方都有各自的需求,因此重组意向一拍即合。

不过,有重组中介人士分析,保千里和凤凰光学就重组有过近3个月的接触,相关的资产评估和财务审核肯定有所进展。但双方重组终止后,保千里能够在如此短的时间内与中达股份达成重组协议,肯定是与凤凰光学商议重组期间就在寻找“备胎”,并与“备胎”达成了某种共赢的协议。

值得注意的是,按照中达股份的重组预案,有两名自然人股东以1亿元的价格,从保千里股东庄明手中获得10%股权,而这部分股权在转让完成后仅几天的时间便增值了200%。市场将上述股权转让解读为,对于卖壳方的另一种补偿行为。

更令人意外的是,被保千里抛弃的凤凰光学也有“备胎”。就在保千里与凤凰光学解除重组协议当天,凤凰光学公告,公司控股股东正与中电海康集团有限公司洽谈整体改制事宜。一个月后,双方在达成了控股权转让协议。

深圳某大型券商的投行人士告诉记者,绝大多数买壳和卖壳企业在双向选择时,前期肯定都接触不止1家对象,如果没有签署排他性重组合约,双方都可能或多维度同时推进重组,让自己立于更主动的位置。像上述的三角恋、多角恋在业内也并不是秘密,只是有一些企业在运作重组中能一次成功,便没有被公开。

据广东一家已停牌准备卖壳的企业向记者透露,目前和公司接触的买壳对象超过10家,由于公司没有限定重组的方向,希望在其中多比较,优中选优。这样的心理,在买方中也存在。

债务式重组

相比于直接重组而言,部分壳公司由于连年亏损,在债务黑洞较大的情况下,债务式的重组便成为另一种途径。

6月,入主宝光股份一年多的华

安保险拟以7亿元价格转让其控股的20.01%的股份,溢价超过50%。而掏出7亿现金接盘的北京融昌航投资咨询有限公司其实也是一家空壳公司,背后的实际控制人杨天夫为哈尔滨泰富电气有限公司董事长。

资料显示,2010年8月,华安保险通过司法执行获得了宝光股份4100万股股份,占总股本的19.12%。此后的三年多时间,华安保险都未采取行动。

2013年,华安保险实际控制人李光荣通过关联方增持,从国资委手中夺取了宝光股份控股权。但因重组迟迟没有下文,如今只得拱手让出,只在其中起到一个二传手的作用。

据分析人士表示,宝光股份最大单一股东陕西宝光集团为国资委控股,由于双方对于利益的诉求一直没有达成一致,华安保险的重组推进一直很难。不过,新接盘方北京融昌日前重提重组事宜,表示将致力于提高宝光股份的盈利能力,筹划推进重大资产重组事项的进程。

相比北京融昌拟巨额现金接盘,湖北金环半年内因债务原因更换实际控制人的方式则显得迫不得已。湖北金环原实际控制人朱俊峰,去年以2.18亿元的价格,接手湖北金环控股股东北嘉信投资集团所持有的上市公司16.38%的股权。此后两个月的时间内,朱俊峰策划过两次重组,均以失败告终。

如今,夺取控股权仅仅过去半年的时间,一年时间内不得转让股份的协议刚过去一半,朱俊峰便通过债务转让的形式将湖北金环的股权转手。湖北金环6月初公告,因无力支付朱俊峰控股的北京京汉投资集团有限公司2.08亿元的债务,朱俊峰以湖北金环16.38%的股权进行抵偿。这次控股权的转手,被外界质疑为“虚拟债务转股”的形式寻找更合适的重组对象。

实际上,借款式重组在A股市场早有先例。2011年1月18日,因与多家企业有债务纠纷,且未能按时偿还本息,华阳集团质押担保的华阳科技的股权被法院强制执行公开拍卖,最终宏大矿业成功接盘。竞拍公告5天后,华阳科技停牌重组,最终宏大矿业借壳华阳科技成功上市。

王亮告诉记者,债务重组近年来在A股市场其实不算新鲜,双方共同的目的都是为了从上市公司壳资源中谋求最大的利益,不管是溢价转让还是虚拟债务,双方都有可能私下达成某种协议,最终的目的就是向壳资源装入优质的资产。

山水文化的前身*ST天龙便曾上演连环债务重组的情况。从2012年开始,*ST天龙控股权在东莞金正、青岛太和恒顺、中铁华夏等公司之间辗转,且多次利用债务重组的方式鼓转花,且多次利用债务重组的方式鼓转花,最终在2013年10月,由黄国忠接下中铁华夏所持*ST天龙2000万股后,成为上市公司新大股东。

如今,因有意收购印象刘三姐的股权,并联合成立一家规划20亿元的文化产业基金,*ST天龙股价从更名后,涨幅超三倍。而如今更名后的山水文化公告,黄国忠所持2000万股公司股票因涉借款风波被法院冻结,无疑令公司重组再添疑云。

王亮认为,通过债务重组的方式变更实际控制人,首先不需要证监会的审批;其次,新晋大股东可以在低位通过增发等方式拿到足够多的筹码,再逐步装入旗下的资产,直至完成重组为止,一定程度上可避免类IPO式的审核。

创业板曲线重组

去年11月底,证监会在《关于在借壳上市审核中严格执行首次公开发行股票上市标准的通知》中明文规定“不得在创业板借壳上市”,但今年以来,不少创业板公司有通过“创新手法”,把一个完整的借壳计划拆分成几个步骤或者几个独立的交易,来规避借壳禁令。

粤西某创业板上市公司董秘告诉记者,公司主营由于上下游链条的挤压,业绩持续下滑,公司高层一直有通过并购改变现状的想法。但由于实际控制人持股比例较低,部分优质收购标的估值较高的情况下,发行股份收购的方式很容易触及借壳的红线。

巨潮资本董事长赵公明告诉记者,部分创业板公司在股权较为分散的情况下,对于并购标的的规模限制

上市公司借壳重组特点:

一、多方接触多角恋

绝大多数买壳和卖壳企业在双向选择时,前期接触的对象都不止1家。如果没有签署排他性合约,双方都可能或多维度同时推进重组,让自己立于更主动的位置。

二、债务式重组

通过债务重组的方式变更实际控制人,首先不需要证监会的审批;其次,新晋大股东可以在低位通过增发等方式拿到足够多的筹码,再逐步装入旗下的资产。

三、创业板曲线重组

创业板公司在股权较为分散的情况下,对于并购标的的规模限制非常大。目前,先注入标的公司一部分股权是较为普遍的方式。上市公司先控股标的公司,标的公司剩余股份日后慢慢收购,这样分步走的方式,避免了实际控制人发生变更。



部分低市值公司

股票代码	股票名称	总市值(亿元)	第一大股东占比	ROE(%)
000004	国农科技	11.98	26.13%	-1
600306	*ST商城	13.88	29.36%	-412
600506	香梨股份	15.1	25.22%	2
002044	江苏三友	15.41	27.40%	-2
002193	山东如意	15.5	26.29%	0
000595	西北轴承	15.8	29.97%	-43
002323	中联电气	17.09	29.85%	3
600493	凤竹纺织	17.22	28.50%	2
002057	中钢天源	18.21	26.77%	4
000971	蓝鼎控股	18.69	29.90%	-66
002418	康盛股份	21.25	25.79%	1
600423	柳化股份	16.4	36.30%	-10

A股上半年涨幅最大前十名股票

股票代码	股票名称	涨跌幅	概念
002190	成飞集成	304.75%	重组
300134	大富科技	233.80%	特斯拉
002633	甲科股份	195.26%	借壳
000559	万向钱潮	183.72%	特斯拉
000693	华泽钴镍	176.66%	借壳与镍价大涨
002602	世纪华通	175.07%	重组
002366	丹甫股份	169.48%	重组
002707	众信旅游	168.31%	新股
002143	高金食品	164.87%	重组
002195	海隆软件	157.96%	重组

张奇/制表 官兵/制图

非常大。目前,先注入标的公司一部分股权是市场较为普遍的方式。上市公司先控股标的公司从而合并报表,标的公司剩余股份日后慢慢收购,这样就避免了实际控制人发生变更。

以顺荣股份为例,公司通过收购三七玩游戏两名股东合计60%股权,从而大大降低了向后者任一股东支付的股份总额,避免实际控制人的变更;再如天瑞仪器,只收购宇星科技51%股权,甚至不惜动用了近7亿元的货币资金,以进一步减少新增股份的数量,以便不触及创业板不准借壳的规定。

赵公明表示,另一类上市公司的做法就是降低标的资产主要股东的持股比例。去年天舟文化筹划发行股份收购神奇时代,为了排除借壳“隐患”,神奇时代实际控制人李桂华提前转让了部分股权给六名机构或自然人,持股比例从90%下降至60%。同时,李桂华接受的交易对价中有三分之一为现金。由此,天舟文化得以绕开了创业板公司不得借壳的规定。

今年初,海隆软件宣布拟收购二三四五全部股权。但在这之前,二三四五实际控制人庞升东,将持有二三四五38%股权的瑞信投资转让予浙富控股及海隆软件实际控制人孙毅,使得并购顺利完成。

此外,上半年因债务纠纷,拟出让天立环保控股权的王利品,遭到其他股东的反对。协商后,北京神雾环境能源科技集团接手天立环保的控股权,并向天立环保无偿转让其拥有的“神雾热装式节能密闭电石炉”相关专利及其工艺,将其部分核心业务借壳上市。

据熟悉神雾集团的人士透露,神雾集团第一步交易仅完成实际控制人变更,只要在上市公司控制权变更后的12个月内,收购资产控制在原来资产总额的100%以内,就不会达到借壳上市的标准,然后通过三步走、四步走等策略,资产慢慢注入,从而最终实现规避创业板禁止借壳上市禁令,达到借壳上市的目的。



评估分歧 盈利不明 审核谨慎 重组失败的三大主因

证券时报记者 张奇

据证券时报记者不完全统计,2007年~2010年底仅有70多家上市公司重组,其中有1/3的上市公司重组成功。而2011年~2013年重组股数量大增,而成功率仅约为1/4,其中,2013年前三季度重组失败的就有50家,而2014年以后又有超过40家重组失败。综合来看,资产评估分歧、盈利前景不明、国资审核谨慎等是导致上市公司重组失败的三大主因。

重组失败三大主因

焦作万方4月停牌,谋划向北京吉奥高石油技术有限公司发行股份,购买其持有的境外石油区块权益,上述交易涉及金额15亿元~20亿元。不过,鉴于交易双方对个别重大核心条款无法达成一致,重组以失败告终。焦作万方为对冲重组失败的利空,改为以现金方式收购吉奥高投资控股有限公司持有的万吉能源科技有限公司100%股权。

近日终止重组的东方锆业、浙江震元和长信科技,终止原因同样是由于资产评估价格不能达成一致。分析人士表示,交易双方对待重组资产的评估价值存在分歧,谈不拢,往往是导致重组失败的最重要原因。资产评估受到市场变化影响较大,还受到其他外在因素影响,在长达数月的重组过程中极易发生变数。

市场发生变化、盈利前景不确定,也是近期上市公司资产重组失败的重要原因。昆明制药由控股股东东方医药主导的重组,在咨询国家有关部门、组织业内专家评估后,宣布由于国家行业政策对重组标的未来经营的重大不确定性而放弃重组。

这样的情况与雷鸣科化的重组终止原因较为相似,同样是控股股东主导重大资产重组,同样是受国内经济形势和行业形势影响,标的资产未来盈利能力不确定性较大。

此外,一些涉及国资重组的上市公司,其审批程序一般较为严格,一旦处理不当就会有国有资产贱卖的嫌疑。因此,民企与国资壳资源重组,甚至是国资之间的重组都显得极为谨慎。

滨海能源的重组就是因涉及国资审批等因素而搁浅。滨海能源拟收购的天津出版传媒集团旗下拥有的9家出版有限公司,其相关资产的法律和财务事项都需要进行梳理和调整。然而重组时间紧迫的情况下,滨海能源只能公开征求控股权转让方。

珠江控股重组失败则是因国有股权转让事宜进展不顺利,珠江控股实际控制人北京市国资委,对重组方案启动控股权转让审批较为严格,在重组前提条件不满足的情况下,重组也随之流产。

据深圳一投行人士介绍,一般股权转让时间期限较长,涉及股权清理、评估,并且还必须经过拍卖程序,期间难免会出现问题。

此外,在重组过程中,还有一些不可预料的因素,中发科技和荣科科技就是一个典型。中发科技因重组期间控股股东变更,致使重组流产;荣科科技则是因其上市财务被疑造假,在价格谈不拢的情况下,重组方害怕被并购期间麻烦太多,双方不欢而散。

上述投行人士告诉记者,部分公司披露重大重组终止,其披露的原因并不是实情,并购重组不确定的地方很多,比如交易对价、法律合规限制等技术层面的因素。另外,材料报到证监会,审核过程中也会被发现一些无法解决的问题,这样上市公司也可能主动撤回重组方案。

失败不怕重来

重组不确定因素如此之多,成功率如此低的情况下,仍有不少公司趋之若鹜。因为,重组一旦成功股价便一飞冲天。

北生药业近日公告,在经过三个多月的调研、评估和谈判的情况下,与上海斐讯技术的重组未能在一些事项上达成一致意见。无奈之下,北生药业决定转而求其次,拟通过定增发展智慧城市业务。最终上海斐讯技术的总裁顾国平以认购股份的形式成为北生药业的实际控制人。

事实上,这已经是北生药业发起的第六次资产重组,前五次的重组也都以失败告终,重组方涉及石油、地产、光伏、医药、货运、信息技术等行业。

万好万家在年初的重组失败公告中则表示,由于证监会发布新规,要求借壳上市条件与IPO标准等同,原计划注入的鑫海科技业绩连续变脸,不符合重组条件而终止。

事实上,这也是万好万家第三次卖壳失败。2008年下半年,万好万家第一次发布重组预案,拟将其拥有的非连锁经营酒店的相关资产及负债与泰泰投资所持的九州天昱的等值股权置换,后由于发行对象不符合规定等原因失败;2009年6月,万好万家又欲将自己卖给天宝矿业,仍以失败告终。

第三次失败仅过去三个月,万好万家又再度停牌筹划重组。公司近日公告,将同时打包收购影视、动漫和广告三家公司股权。

深圳某投行人士告诉记者,企业选择借壳,免除了IPO排队等候之苦。此外,借壳上市不用路演和询价,与新股IPO的发售流程相比,优势更明显。对借壳重组的企业来说,从上市公司推出重组预案,到最后获批完成,一般仅需1年时间,更快者半年即可完成重组。

王亮也认为,借壳操作的灵活性更大。一般上市公司重组在筹划过程中终止,那么3个月内不能再筹划重组。但重组方案在被否后,第二天上市公司就可开董事会继续推进重组。最快的,从上市公司开完股东大会到最后上会,不到20天时间。但IPO被否后,则需要6个月才可重新提交申请,而且还需重新排队。

更重要的是,随着时代进步,产业升级已成趋势。许多传统制造业被改良替代,许多新兴制造业不断涌现,著名的诺基亚、爱立信原来都是传统纺织企业,如今的A股上市公司也面临同样的问题。

记者从珠三角、长三角近百家传统企业了解到,绝大部分公司原有业务盈利能力大幅下降,不得不动求转型,部分融资能力强的企业可以谋求跨行业并购,而资质稍差的企业也只能寻求卖壳,另谋出路。