

■记者观察 | Observation |

危机扩张： 项目比股权收购更易成功

证券时报记者 余胜良

靠并购快速扩张的嘉能可，出售资产的速度同样快，瘦身行动得到资本市场支持，股价近期大涨，对其破产的担忧也减小了。在该事件中，业务分拆出售是嘉能可暂时走出困境的关键。

9月末有报道指出，嘉能可已聘请花旗和瑞信信贷来帮助出售旗下农业业务一部分股份，嘉能可旗下农业业务2015年利息折旧及摊销前利润为12.1亿美元，今年上半年则为3.32亿美元。

昨日，市场传出嘉能可计划出售旗下位于澳洲和智利的铜矿，以降低债务负担。8月份嘉能可也传出出售三处矿产项目。

当一家公司经营遇到问题，有不少方法可以筹措资金，比如股权融资、银行贷款、出售资产等。但是银行不大愿意帮助经营困难的企业，害怕贷款打水漂。增发也不大容易，因为投资者很难看透经营前景，增发对原股东也不划算，权益被低价稀释。

将公司旗下资产出售的好处非常明显，因为资产比较简单明了，外界比较容易看清，资产出售不仅可以回笼资金，还可以减少开支，优化公司资产结构。即使市场不景气，优质资产也容易找到买家。从出售资产结果来看，嘉能可原股东权益得到保证，还实现快速增值。这使外界信心恢复，再增发也比较容易。

很多资本并购以失败告终，收购过程很复杂，即使收购过程顺利，最终整合也并不容易，市场中存在大量类似案例。

融创并购绿地过程曲折，并购发生两年之后又横生变数，最终融创的股权收购款被退回。两家公司企业文化不同，融合起来困难是重要原因。

但是双方在2012年成立的融绿平台，却让融创此次收购有功而返。融创借助融绿平台挺进长三角。融绿平台合作模式能够成功，关键是不牵涉到集团层面股权关系，而是平台中放进了具体项目。

孙宏斌在筹划收购佳兆业过程中，也使用了收购具体项目的方式，计划收购佳兆业四个项目，不过最终并没有成功。

一家大公司错综复杂，即使高管也需借助财务审计才能搞清楚资产状况，其中的负债和担保往往会成为雷区。而就具体业务项目合作，因为业务清晰，责权利比较容易明确，产生纠纷可能小得多。而集团层面股权合作或并购变数太大，如果是上市公司还要牵涉监管部门监管。

当然，项目合作也可能出现问题。酷派目前经营不佳，公司在寻求外援方面，有集团层面股权合作，也有具体业务合作。酷派和360项目合作过程就不顺利，在两者合资公司中，酷派是将原来市场知名度很大的大神放进去，360对这个平台也很重视，但双方目标和做事方式并不相同，乐视网是用集团层面股权合作方式，目前还没有听到不和谐声音。

这也说明，选择合适的合作对象很重要。当然如果酷派是将一个团队业务或品牌直接卖给360，就不会有如此纠葛。成立合资公司是不彻底的出售，容易在经营中引发矛盾。最终矛盾的解决方式是360占合资公司75%股权。融绿平台的最终解决方式，是融创全资持有。碰到类似情况，只能由一方主导了事。

深圳办公楼需求放缓 未来仍有资本增值空间

证券时报记者 陈英

仲量联行昨日公布2015年第三季度深圳房地产市场报告，第三季度，由于经济增速有放缓迹象，以及在不稳定的金融市场影响下，很多中小型金融和其他行业企业的租赁策略有所调整，导致深圳整体办公楼需求有所放缓。本季度，深圳甲级办公楼主要租赁需求仍主要来自金融类及专业服务类的企业，相比过往季度，整体租赁问询及成交量相对减少，但全市甲级办公楼空置率仍处历史低位。

三季度甲级办公楼无新增供应，大量供应预计于四季度入市。第三季度，甲级办公楼并无新增供应，总存量维持在333万平方米。建筑面积。预期在顺利通过竣工验收的前提下，第四季度将有近43万平方米建筑面积新增供应。租金增幅大幅收窄，一手办公楼市场成交活跃。受到需求减弱和未来供应井喷影响，租金在过去两年首次出现增幅收窄。

仲量联行深圳董事总经理夏春毅表示，由于影响经济增速的不确定性增大以及金融市场持续不稳定，作为深圳办公楼租赁市场主力的金融类租户预计短期内需求继续有所减弱。然而，得益于前海利好政策持续释放活力，以及自用比例高的总部大厦将陆续在后台及福田中心区竣工，预期未来12个月甲级办公楼市场入驻率仍然乐观。夏春毅预计，未来12个月租金涨幅将维持在2%~3%之间。

雨润兑付危机迫近 或致连锁反应

证券时报记者 李雪峰

一纸澄清公告，令雨润集团01068.HK一项涉及人民币13亿元的中票兑付危机如箭在弦。若雨润集团及其关联方无法在中票到期之前筹集资金，兑付危机便会坐实，从而或会在雨润系内部产生连锁反应。

上述存在兑付危机的主体系雨润集团全资子公司南京雨润食品有限公司(下称“南京雨润”)，该公司分别于2012年10月17日及2013年5月10日累计发行三年期中票23亿元，其中首期13亿元中票将于10月18日到期。这意味着，南京雨润融资还债的剩余期限仅有不足5天的时间，按照约定的5.49%的固定年化利率，南京雨润至少应筹集15.26亿元资金，而雨润食品今年上半年毛利仅为2.01亿元。

事实上，南京雨润爆发兑付危机只是雨润系危局冰山一角，自雨润系实际控制人祝义财(注：雨润食品及雨润系旗下公司中央商场分别称作“祝义材”、“祝义财”)，本文统称为“祝义财”)3月23日起被检察机关执行指定居所监视居住的强制措施之后，雨润系内部各种矛盾便一一浮出水面。

兑付危机一触即发

雨润集团10月13日午间发布澄清公告，称南京雨润首期13亿元的中票到期日是10月18日，截至目前，南京雨润在偿还中期票据方面并未违约，该公司正在安排资金以作还款之用。在此之前，南京雨润于10月12日在中央结算公司网站及中国外汇交易中心网站披露，上

述13亿元中票到期本息兑付存在不确定性，由此引发外界对南京雨润、雨润食品及雨润系资金断裂的猜想。

公开资料显示，南京雨润系雨润食品16家附属公司中注册资本及销售规模最大的公司之一，其注册资本高达1.9亿美元，在雨润食品内部占有相当的分量。2012年，作为补偿现金流降低财务压力的重要手段，雨润食品主导南京雨润抛出了包括上述13亿元中票在内的总计23亿元票据融资计划，中国银行和中信银行担任联席主承销商。

不过，前后两笔中票融资并未显著改善南京雨润及雨润集团的经营现状。2014年，雨润集团营收同比下滑10.64%至191.58亿元，相当于其主要竞争对手双汇发展同期营收的41.92%；而在2011年，雨润食品年营收高达323.15亿元，彼时双汇发展营收为358.32亿元，二者营收相当。利润方面，雨润食品去年净利润(不含少数股东权益)仅为4479万元，而双汇发展同期净利润为40.4亿元。

今年上半年，雨润食品经营层面仍未得到根本性改善，因受益于猪价上升等因素，其营收同比略上5.23%至75.97亿元，但公司却大幅亏损5.71亿元，去年同期则是盈利1274万元。

证券时报记者注意到，雨润食品旗下大多数公司上半年盈亏平衡或略亏，对雨润食品整体业绩并未形成实质性冲击，而南京雨润同期亏损约4亿元，客观上成为了雨润食品最大的亏损源。根据南京雨润在中国外汇交易中心网站披露的信息，该公司曾尝试冷库售后回租、新增发行债券、寻求战略合作者等途

径补充现金流，以应对10月18日的到期中票本息兑付，但在推进过程中并不顺利。

一位接近雨润管理团队的人士向证券时报记者透露，南京雨润目前通过银行渠道融资的可能性较小，尤其是雨润系掌门人祝义财被司法机关采取强制措施而暂时失去履职能力之后，银行方面对雨润系公司更为审慎。坊间传闻，祝义财被采取强制措施或与南京官场有关，不过该传闻并未得到司法机关及雨润系的进一步证实。

祝义财失去履职能力后，于2015年6月份请辞中央商场董事长职务，随后中央商场副董事长陈新生代行董事长职务。最后雨润系成员吴晓国出任中央商场董事长。至于雨润食品，由于祝义财仍以实际控制人身份担任名誉主席，故雨润食品管理层并未发生大规模变动。

据悉，至少在今年年初，南京雨润即与部分机构有过接触，试图取得银行途径以外的融资。彼时祝义财尚未被采取强制措施。截至目前，尚无明确消息显示，有机构愿意为南京雨润提供融资，据上述人士称个别机构有提供融资的意向，而雨润方面的公开口径则是，补充资金到位时间与中票偿还时间存在错配。

另据业界分析，假若延缓中票兑付期限，不排除南京雨润纠正上述资金与时间错配的可能性。不过，10月18日的兑付日日趋临近，一旦南京雨润无法按时兑付，将造成事实上的兑付危机。实务中，*ST云网、华锐风电、天威集团、二重集团等均曾爆发债券兑付危机，其中华锐风电、二重集团等公司兑付危机

均得到解除，*ST云网、天威英利等公司兑付危机也在应对过程中，真正意义上因兑付危机而被迫破产清算的案例极少。

雨润系危局频现

尽管公司债出现兑付危机后，该公司债权人不一定立即启动清算程序，毕竟破产清算对债权人及债务人都不是最佳解决方案，但是，*ST云网等案例表明，解除直至根本性解决兑付危机往往旷日持久。一方面，陷入债务深渊的债务人无法通过经营层面融得资金；另一方面，潜在资金方观望情绪浓厚，一般不会充当白衣天使的角色，在第一时间出资。

于是，南京雨润的隐忧会再次来袭，这便是公司2013年发行的10亿元三年期中票，本息兑付日是2016年5月11日，尚有7个月时间。换言之，若南京雨润在未来7个月内仍未偿付首期15.26亿元的中票本息，将最终面临高达23亿元的两期中票本金及对应的利息，总计或达27亿元之巨，这还不包括因延缓兑付首期中票本息而产生的滞纳金。

未经证实的消息认为，以南京雨润为代表的雨润系实际上早已出现资金困局，包括但不限于食品、地产等板块，只不过祝义财被检方采取措施而令事态更为复杂。此外，尚无证据表明，若祝义财被检方取消强制措施进而恢复履职能力，南京雨润等雨润系成员公司就一定会顺利本息兑付危机。

据悉，在雨润系目前七大业务板块中，祝义财最为看重地产板块，为此曾辞去雨润系核心板块雨润食

品的所有职务，象征性担任名誉主席，专攻地产板块，还曾制定了雨润地产上市的中期计划。据悉，目前雨润地产业务发展并未如计划或想象中一样乐观，尤其是在祝义财被采取措施后，雨润地产还曾曝出负面事件。

不过，雨润地产作为雨润系的重点板块应无疑虑，目前雨润系商业板块较为成熟，食品板块明显式微，其他物流、旅游、金融、建筑板块发展良莠不齐，不足以独力支撑雨润系帝国。事实上，雨润食品第一大股东Willie Holdings Limited(祝义财实际控制)今年9月份曾与融创中国洽谈股份出让事项，尽管随后双方以审批程序冗长为由而终止该事项，但融创中国实际控制人孙宏斌表示愿意继续合作。

据知情人透露，祝义财与融创中国合作足以说明雨润系资金回笼意图，舍弃食品板块反哺其他板块，而终止合作的真实原因可能是双方在价码或权益方面无法谈拢，孙宏斌愿意以融创中国之外的其他关联主体与雨润食品继续合作则表明此事还有下文。

那么，即便祝义财控制的Willie Holdings Limited将所持雨润食品25.82%股权悉数出让给孙宏斌，又能回笼多少资金？以雨润食品目前的股价测算，并考虑50%以上的溢价收购可能性，该部分股权对应的权益也仅为12.29亿港元，尚不足以支付南京雨润首期中票本息。

不可否认的是，雨润系仍是一个看起来比较雄厚的民营帝国，但除食品板块的雨润食品及商业板块的中央商场，雨润系具体的财务状况，外界仍不得而知。随着南京雨润兑付危机的来临，雨润系更真实的财务状况可能会逐步显现。

*ST金路获大股东无息借款1亿 神秘煤老板刘江东未现身

证券时报记者 唐强

自8月份以来，刘江东凭借强大的资金实力强势入驻*ST金路(000510)，不仅迅速跻身为公司第一大股东，而且还直接夺得上市公司总裁之职，这让金路前期重组充满变数。

与此同时，刘江东却显得颇为神秘和低调，其详尽背景尚不清晰。证券时报记者注意到，刘江东将为*ST金路提供1亿元的无息借款，而神秘人物也继续延续着神秘，他并未出现在股东大会之中。

借款议案获高票通过

近日，*ST金路与大股东刘江东签署了《借款协议》，为支持公司发展，提高融资效率，降低财务费用，刘江东拟向公司及公司子公司提供无息借款1亿元。

目前，刘江东系*ST金路第一大股东、总裁，截至公告日，刘江东持有该公司股份6092万股，占公司总股本的10%，构成关联交易，此次交易占金路最近一期经审计净资产的13.61%。

为审议上述关联交易，*ST金路于10月13日召开2015年第二次临时股东大会，代理董事长伍小泉、董事杨寿军等高管出席会议。在会议现场，证券时报记者注意到，出席会议现场的股东及股东代理人共4人，代表股份5947万股，占*ST金路总股本的9.76%。其中，有两位个人股东专门从北京远到四川德阳参会，他们都特别关心金路未来的发展详情。不过，备受关注的*ST金路新晋第一大股东、总裁刘江东却并未现身。代理董事长伍小泉告诉记者，刘江东已向公司请假。

自8月入股*ST金路以来，刘江东显得颇为神秘且低调，从未接受过媒体采访，也无显赫身家可查。据*ST金路公告，刘江东自2009年6月26日至今担任达州市达县

胜利煤业有限公司(持股51%)执行董事兼总经理，并且自2015年2月2日至今担任四川东芮实业有限公司执行董事兼总经理，而四川东芮控制的核心企业包括达县松开矿产有限公司、达州市兴源煤业有限公司等。

根据最终表决结果，投下同意的股份达到7442万股，占出席会议此次股东大会有效表决权股份总数的99%；反对为72万股，占出席会议此次股东大会有效表决权股份总数的0.96%。其中，中小投资者(除单独或合计持有公司5%以上股份的股东以外的股东)表决情况为：同意票2753万股，反对72万股。

实际上，2015年以来，*ST金路运营资金趋于紧张，截至6月30日，其货币资金为6256万元，而2014年末则为2.2亿元。*ST金路表示，上述借款将用于补充公司生产经营所需的流动资金，借款期限为1年，自上市公司股东大会审议通过该议案之日起计算借款时间。截至公告日，除借款交易外，*ST金路未与刘江东发生其他关联交易。

保壳进入倒计时

根据相关法律规定，上市公司连续两年亏损将被交易所实施退市风险警示的特别处理，而上市公司连续三年亏损则将强制退市。随着时间的推移，A股市场又将临近收尾阶段，对于*ST股来讲，留给它们的保壳时间仅剩最后的两个半月。时不待人，每逢此时，ST股总是各出奇招，拼死活命。

就*ST金路而言，该上市公司因2013年和2014年净利润连续出现亏损，已被交易所披星戴帽。10月13日，*ST金路又披露了第三季度业绩预告，预计7月1日-9月30日期间，公司净利润亏损761万-1761万元；而1月1日-9月30



10月13日，*ST金路临时股东大会现场

唐强/摄

日期间，公司净利润将亏损8000万元-9000万元。*ST金路认为，受氯碱行业产能过剩影响，其主导产品PVC树脂市场竞争激烈，销售价格持续低位运行，且与销售成本倒挂，因而导致亏损。

毫无疑问，今年最后两个多月将是*ST金路生死存亡的关键时刻，如果不能绝地翻盘，那公司将可能被迫退市或暂停上市，这是大家都不愿意看到的。”有中小投资者如是表示。需要指出的是，资产重组是大多数濒临退市公司的救命妙招，对*ST金路也同样如此。今年6月，*ST金路曾发布重组预案，拟引入重组方浙江新光集团，目前重组事宜正由证监会审核。

但就在重组关键阶段，*ST金路却突遭川内资金大佬刘江东的大

举买入，直接夺得上市公司第一大股东之位和新总裁之职。与此同时，*ST金路前董事长张昌德因违纪问题已予立案调查，前董事刘邦洪因涉嫌刑事犯罪已被德阳市公安局刑事拘留，其重组所聘请的财务顾问项目主办人董星被传遭公安机关刑事拘留。

不仅如此，证监会还于9月29日向*ST金路寄出《中国证监会行政许可项目审查二次反馈意见通知书》，要求上市公司补充披露刘江东举牌事项对此次重组及未来公司生产经营的影响。此次重组的推进计划和安排是否发生重大变化等事项。对此，*ST金路常务副总裁、代理董秘彭朗表示，公司已聘请独立财务顾问和律师进行核查，将按照规定进行公告说明。

事实上，这一系列的变动都为*ST金路的重组之路蒙上一层阴霾，各种悬疑待解。一位接近*ST金路的知情人士对证券时报记者表示，目前投资者和媒体都对公司十分关注，这是一个非常敏感的时期。其实，懂法律的人应该都清楚，现在的这种情况之下，要继续实施前期的重组方案困难重重。不过，金路已经到了保壳关键阶段，公司未来的两个月应该会有所行动。

相比之下，投资者或许更为期待神秘人物刘江东的下一步棋！上述投资者认为，刘江东既然敢耗资数亿元狙击*ST金路，显然是冲着壳资源而来，自然也不会眼睁睁看着公司退市。有意思的是，记者在会议现场发现，“深化改革增活力，资产重组夯实力”等标语依旧高高悬挂在会议室。