

Companies · value

揭秘ST股重组操作内幕 暴富背后风险不可小觑



郭晨凯 制图

年底的一场轰轰烈烈保壳运动随着 2009 年的落幕戛然而止。S*ST 恒立、*ST 铜城忙着转让债务,*ST 欣龙完成债务协商,ST 波导变卖家产……为保壳,各家公司可谓“八仙过海,各显神通”。而一旦完成保壳、借壳的工作,这些个股都有可能一飞冲天:2009 年,*ST 九发以 30 个涨停成为“涨停王”;2008 年,ST 长运因西南证券借壳连续 45 个涨停成为当年之最;2007 年,大名鼎鼎的 *ST 金泰涨停神话不仅至今让人难以忘怀,其负面影响也足以警示后人。2010 年,“涨停王”会是谁?暴利诱惑背后又藏有多少风险?可以肯定的是,这是一种胜利者属于少数局内人的博弈。且让我们细解那些在公告中无法看到的 ST 公司借壳故事。

◎记者 应尤佳 编辑 全泽源

借壳初衷 两种需求与“先打底仓”

矿产主小莫手中有一个每年盈利数千万元的矿,虽然盈利稳定,但是他还是感到现金流紧张,于是便在各地四处搜寻壳公司以求借壳上市摆脱困局。在近两年时间里,他遍寻 ST 公司,却最终没有找到合适的壳资源。然而令他意外的是,由于一年多来的找寻,他对国内的那些壳公司都有了不同的了解,使得他个人对 ST 股的投资精准无比。结果,虽然他的公司毫无收获,但是他本人却在二级市场上赚了一大笔。

小莫是具有代表性的。虽然 2009 年 IPO 空前加速,创业板如期而至,数十家大盘的、小盘的公司先后上市,但是依然有许多像小莫这样的人在为自己旗下表现不错的资产寻找壳资源。

“会通过借壳的途径上市的公司大多是些高不成低不就的公司。”一位业内人士向记者表示,“虽然也有不少例外,比如海通证券借壳都市股

份可能主要是出于对上市速度的考虑,但是更多的公司选择借壳上市不是因为 IPO 的过程过于漫长,也是因为 IPO 的要求远高于资产重组的审批要求。”

算上暂停上市的公司,两市 ST 公司超过百家,其中将重组定为公司战略的或将过半,这几十家公司的壳资源目前仍然是稀缺资源。因此,目前的事实是,几乎每个壳公司都能引来众多有意向的企业来洽谈。*ST 九发在找到南山集团之前,谈了不下 50 家,而 *ST 华源在最终确定重组方之前也谈了二三十家。

“借壳是有一整套玩法的。”这位业内人士告诉记者。他表示,一般来讲,借壳的目的是两种,一种是要真的把企业做大,一种就是为了套利。目的不同,操作手法也会完全不同。在定向增发制度实施之前,绝大多数的借壳上市出于后一种目的,因为当时无法再融资,难以通过资

本市场的手段将公司做大,很多公司便沦为控股股东的担保、借贷的工具。但是在定向增发制度实施之后,这一局面逐渐发生了变化,有不少公司借壳上市确实出于将企业做大的愿望,这对繁荣资本市场无疑有很大帮助。但由于上市的投资回报率太高,要杜绝纯粹为了套利而借壳是非常难的。

从操作上讲,如果重组方与上市公司大致确定了借壳的意向,便可先在二级市场上“打个底仓”,收集到足够的筹码后,再开始推进重组工作,这样可以保证重组方在赚一笔借壳钱的同时,在二级市场上再赚一笔。”他向记者介绍。

由于重组方和原实际控制人利益正好相反,所以谈判的过程往往非常艰难,这个时候就看双方的议价能力了。而这个议价能力一方面取决于重组方诚意,另一方面也取决于上市公司壳资源本身的价值。

买壳关键 债务重组与评壳标准

“一个完全干净的壳,能值四五亿元甚至七八亿元。”一位长期从事 ST 股投资的市场人士向记者表示。但实际上,在现实案例中,很多壳资源无法卖到那么高的价格。

小莫在寻找壳的过程中曾经碰到过一个各方面相对优质的“壳”,仅因为原股东无心恋战资本市场而匆匆出让,因此最后折算下来,壳资源也就以几千万成交,原股东提出的条件就是要重组方将此前公司的一切“外尾巴”收拾妥当。

而这一点正是壳资源交易中非常重要的一点。*ST 三联在易主之后,原东家三联集团过去的旧账不断翻查出来。实际上,对于一家绩“优”公司而言,其中隐情不足为外人道,因此,“遮阴”挡雨有的时候会成为旧东家对新东家提出的重要要求,而对于新东家来说,若无需增加太多重组成本,那么何乐而不为?

无论是对于买壳者还是投资者来说,对于 ST 公司的取舍,在业内都有一套完整的评价模式。壳资源好坏的首要评价标准就是债务水平。债务越少,壳就越好,这是毋庸置疑的。”前述业内人士告诉记者。

ST 公司借壳上市无外乎债务重组、资产重组两个部分,债务重组是一切的前提。”他告诉记者,在 ST 公司借壳过程中,债务多是件非常麻烦的事情,要面对各种各样的债主,有时需要一个个谈,有时需要集体开会谈,开会的时候有一个债主不答应后面的事情就会很难办。”

自新的破产法颁布之后,上市公司的债务处理方式多了破产重整这条路。在那之前,真正身负重债的公司债务问题几近无解,而在破产重整方式出台之后,很多重债公司都通过重整计划得以完成债务重组。万方地产在完成重组前称 *ST 中辽,因债务沉重主营无力早在 2004 年就暂停上市,在那之后几年内一直无法完成债务重组的工作,公司一直耐心等待新破产法颁布,才完成破产和解,获得重生。在此之后,很多公司通过破产重整完成了债务重组获得新生,而且现在破产重整模式几乎成为 ST 公司重组的灵丹妙药,但大多数走破产重整道路的公司的共同点是债务总量惊人。

实际上,破产重整是一条非常繁琐的道路,虽然在清偿率和资产

重组的定价方式上有优势,但如果可以找到不需要破产重整就能完成债务清偿的公司,自然更好。”小莫认为。

据介绍,在债务负担之外,买壳的人更倾向于股本小的公司,而且最好股权集中度高,这样受让的股权量大。上文提过,买壳的公司多有“高不成低不就”的特征,每年几千万元到几个亿的利润在重组意向方中比较常见。

小莫给记者算了这样一笔账,若以年净利润 8000 万元来测算,而上市公司是股本为 1 亿的小盘股,则每股收益可以做到 0.8 元/股,根据资源类估值来算,20 元以上的股价没问题。但是如果拿了一个 10 亿元的盘子就玩不转了,0.08 元/股的收益不仅太寒酸,而且定向增发也变得非常艰难了。所以大多数的意向方都中意小盘股。

但是,如果以此倒推,就会发现,对那些欲重组大盘 ST 股的重组方而言,可谓没有金刚钻不揽瓷器活。因此,盘子较大的 ST 公司找重组方难,但如果顺利找到,重组方则不会很差。

风险多多 只有少数胜利者

ST 股因重组成功制造暴富机会的神话简直不胜枚举。ST 松江(原名 *ST 天香)于 2009 年 10 月恢复上市,首日最高涨幅 153.42%;ST 春兰于 2009 年 11 月 13 日恢复上市,首日高点达 11.6 元,而其暂停上市前的股价则多在 5 元至 6 元的区间震荡……虽然这些公司在复牌之后表现已是不俗,但在 ST 族公司中,这些涨幅只能算是“小儿科”。三安光电(原为 S*ST 天颐)在 2007 年暂停上市前最低价为 1.81 元/股,而到了昨日,三安光电已经超过了 60 元;西部资源前身是 ST 绵高,借壳前不过是个几元钱股价的“忧”股,而如今复权价格已在 60 元以上,还有延长化建、ST 有色均有数倍回报……上述所列还不过是 ST 公司中一些“温和”上涨的例子,还有更多激进连续涨停在 ST 公司中数不胜数。

从种种迹象看来,ST 公司似乎都是价值不菲的金矿,因为这些公司重组的预期确定,股价在资本市场中又偏低,只要挑个“股本小、负债低、政府保”的个股应该就可以暴富,可是事实真的如此吗?

以 2009 年涨停王 *ST 九发为例,该公司创造了 2009 年资本市场上最迅猛的 30 个涨停。但据记者了解,在 *ST 九发中真正赚到暴利的投资者并不多。由于 *ST 九发早在 2007 年因重组概念被游资关注,因此该公司股价的历史性高点出现在 2007 年爆炒重组概念之际,若在当时的上涨行情中被套住,其后哪怕 *ST 九发连续 30 个涨停也无法解套。

ST 股的问题正出在这里。哪怕知道 ST 公司必定重组,普通投资者也无法知道重组的实际进展和重组方实力。对于一般投资者来说,这一切就是一场赌局。虽然豪赌 *ST 春兰的人可以见证这一快得让人咋舌的恢复上市过程,拿住三安光电的人可以分享惊人的上涨,但是还有很多 2006 年暂停上市,至今尚未恢复上市的公司;还有很多停牌数年,至今仍没有复牌迹象的公司……

虽然自 *ST 联谊之后,两市已鲜有退市公司,但这并不意味着这场豪赌没有代价,至少,对于普通投资者来说,时间成本很难控制,而且由于重组失败的概率高,因此结果也难以预料。

实际上,豪赌 ST 也许是一场属于局内人的游戏。据相关知情人透露,在个别 ST 公司的重组案例中,有些知情人可以通过掌握整个重组过程的各个环节来研判甚至影响上市公司股价的走势。这些人身居其间,了解每一步节奏,然后顺理成章地成为最后的赢家。

多方博弈 并非重组成功才能赚钱

还有一些因素与借壳有着微妙关系,例如地方政府的态度。据介绍,上市公司数量较少的省份会相对更重视壳资源的保护,有些省份甚至会将“保壳”提到政治任务的高度,使得各个方面下大力气全力“保壳”。

“各个省份对壳资源的态度差别很大的。”上述业内人士称,有的地方限定只允许省内的公司对省内的壳进行重组,有些地方则无所谓什么地方的公司来重组,但是要求将注册地留在当地,保证当地税收。还有些地方对这些都无所谓,只要顺利完成重组就可以了。”

实际上,在业内,这一条已经成为投资者挑选 ST 公司的重要依据,不少投资者仅将目标限定在少数省份的国企 ST 公司中。例如陕西、山东等地对保壳工作的重视在业内有口皆碑。

除此之外,还有一些更为敏感的问题,比方说股价。在二级市场上,ST 公司几乎无一股无重组消息,而任何一点或

真或假的重组消息都可以成为爆炒的目标。特别是 2009 年度,ST 公司从 2008 年底廉价的垃圾股面目中解脱出来,2009 年中经过一番爆炒,个个身价不凡。某家 ST 公司早在 2009 年年中时便筹划重组,但至今没有进展。原因很简单,因为这些 ST 公司的重组预期明显,又早有游资浸淫其间,股价居高不下,重组方不愿承担或无法承担高昂的资产重组成本,重组就此一拖再拖。这是一场重组各方与二级市场投资者之间的博弈,股价高了重组方可以放弃重组直接在二级市场上获利走人,股价低了重组方不仅可以逢低吸纳,还可以低价增发再赚一笔。

虽然小莫兜兜转转一年多仍然没有寻到合适的壳资源,但有别的收获。他告诉记者,有一次,他找到一家 ST 公司,对方一听他的公司一年才赚这么多利润很是瞧不上眼,连与他商谈的兴趣都没有,于是他判定这家公司的壳资源一定非常抢手,便建仓买入,果真大赚了一笔。

典型案例 *ST 国祥之轻与 ST 东碳之重

一位长期从事并购重组业务的业内人士向记者表示:“每一个 ST 公司的问题都是完全不一样的。壳与壳之间的差别实在是太大了。”

在一般人看来,借壳往往是上市公司过去主营无以为继的无奈之举,但其实并非如此。有的 ST 公司早在危机露头之后马上选择离场,这样留下的壳资源负担轻,议价能力就强。

以 *ST 国祥为例,该公司原为台资企业,2007 年、2008 年实现销售收入分别为 3.06 亿元、3.02 亿元,实现净利润分别为 -3117.21 万元、-3853.09 万元。2009 年 1 月至 4 月,上市公司净利润为 -1234.04 万元。2009 年 5 月 4 日,被上海证券交易所实施退市风险警示处理,公司股票简称由“国祥股份”变更为“*ST 国祥”。

然而,虽然公司连续亏损,但是从年报数据来看,公司负债并不多,而且据家电业内人士分析,国祥的家电资产状况尚可。公司主营中央空调主机,在市场上有一定的竞争力。而且,公司 2008 年正是金融危机爆发之机,全球家电需求骤降,国祥的亏损发行行业影响很大,假以时日未必没有翻盘的可能性。实际上,上市公司重组以后,公司的制冷资产完整地剥离下来,仍然可以退出上市公司继续发展。

因此,稍加分析便可发现,*ST 国祥并不是传统意义上因为维持不下去而易主的公司。实际上,*ST 国祥的台商董事长陈天麟在退出上市公司之后还将继续经营制冷业务。

不论如何,这样的轻负债公司在与重组者的谈判中无疑能获得相对更大的谈判余地,而实际上,借壳的地产商华夏幸福也确实给出了比较优厚的条件并签署了《盈利补偿协议》,承诺其注入资产京御地产 2009、2010、2011 年实现归属于母公司所有者的净利润分别不低于 24571 万元、31635 万元、44129 万元。若京御地产实际盈利低于上述业绩承诺数,则由华夏幸福以现金等合法方式向公司全额补足。

但是大多数 ST 公司的问题是不容易解决的。举 ST 东碳为例,该公司的历史包袱相对沉重,公司对于壳资源的清理就是一个比较复杂的工程,于是重组不确定性较高。

据相关媒体报道,截至 2008 年 12 月 31 日,ST 东碳累计欠费、欠税情况严重:欠缴各类社会欠缴费 1.52 亿元,能源欠费约 500 万元,欠税 3200 万元。

而到了去年 10 月,公司披露的重组方案显示,截至 2009 年 6 月 30 日上市公司拟出售资产的账面净值约为 -3434.91 万元(未经审计),预估值为 -3434.91 万元。在重组方案中,公司表示,公司长期亏损,同时因公司仍存在逾期贷款造成的罚息及计提坏账准备金,财务负担相当严重。根据公司 2008 年年报,公司实现归属于母公司净利润 -2360 万元,基本每股收益为 -0.20 元/股。截至 2009 年 6 月 30 日,累计亏损已达 20366.43 万元。

在这种背景下,双方选择先签订托管协议再行重组之事,而托管协议的代价是由重组方之一的湖南湘辉先出 3000 万元垫资,但数月之后,托管双方翻脸,使得 ST 东碳的重组面临不确定性。

重组的风险是很大的。对于不少 ST 公司来说资金都是首位的,但注资之后能不能解决原有问题,却是未知之数。托管这种方式就是双方相互试探的结果。但这种所有权和管理权暂时分离的情况其实非常脆弱,ST 东碳的最终翻脸就是一例。”一位市场分析人士如是说。

债务问题是困扰大多数 ST 公司最大的问题。ST 东碳虽然也背着比较沉重的债务,但是与另一些公司的债务相比则是小巫见大巫。像 *ST 朝华、*ST 九发、*ST 华源等公司负债都是数十亿的级别,这些公司的重组推行起来其实非常艰难。*ST 华源此前在进行破产重整时便遭遇时间考验,为了实现扭亏,公司需在短短几个月时间内完成债务重组并确定重组方,而时间的限制就对当时公司的议价能力产生了巨大考验。

连续两年亏损 2010 年有暂停上市风险的公司一览 (单位:元)				
名称	2008 年度净利润	2007 年净利润	2006 年度净利润	2009 年前三季度净利润
*ST 白猫	-35561251	-9279578	4050831	-15192397
*ST 国药	-278683822	-445112576	11013524	-18919283
*ST 偏转	-58853889	-58579013	39264308	-28180199
*ST 张铜	-512014469	-178750681	50434813	-140718145
*ST 琼花	-129229936	-26652970	10292956	-40180319
*ST 宏盛	-2813558898	-209862711	59008099	-11071953
*ST 能山	-311982962	-126489105	19543112	-55804496
*ST 甘化	-48205433	-27825582	10447288	-14173812
*ST 国农	-11122441	-9267271	698896	-2118466
*ST 中冠 A	-25957333	-116356882	28992654	-261603
*ST 武钢 B	-353934338	-480602219	12748932	-295850605
*ST 皇台	-58807078	-50828147	3483048	-36129861
*ST 雷伊 B	-105566994	-79704337	15141538	-28459689
*ST 欣龙	-132774669	-54244626	1015508	-5904094
*ST 中农	-23223405	-54225299	14664469	-59443348
*ST 汇源	-120499277	-54044817	2016546	-4988375
*ST 工新	-54392874	-16956396	13956131	-3051375
*ST 科苑	-101208262	-238356106	11208333	-34588568
*ST 华光	-36807038	-155105209	4800309	-27558075
*ST 波导	-167294585	-593640188	33627322	-40252264
*ST 国祥	-38819198	-32181894	7059263	-12100435
*ST 东电	-69112495	-340874098	29529237	-11913278
*ST 中房	-26577186	-57292936	34251334	-10264428
*ST 三联	-94322068	-11669181	1639528	-10168177

数据来源:Wind