

市值48亿 净资产-2.8亿

# 银广夏沉重空壳生死劫

□本报记者 李少林

光环陨落十载后的今天,银广夏最终还是无可挽回地站到了生与死的十字街头。7月20日,\*ST广夏(000557)重整计划草案被出资人组和债权人组双双否决。最终的命运没有先例可循,未来,无论是法院批准其重整计划,还是裁定其破产清算,银广夏都将在中国资本市场历史上再次写下沉重的一笔。

## 非典型开局

2010年1月18日,银广夏债权人北京九知行管理咨询有限公司以丧失债务清偿能力为由,向银川中院申请对银广夏重整。

当年9月16日,银川中院裁定银广夏重整,并指定清算组担任管理人。银广夏就此踏上了9年来的第三次重组之路。

九知行目前为银广夏最大的债权人,其中申报债权3.18亿元,管理人确认债权1.88亿元,占银广夏已确认债务的52%。

九知行递交的《破产重整申请书》称,银广夏资产长期以来均为负值,截至2009年9月30日,银广夏的净资产为-2.6亿元,早已处在严重资不抵债的状态。

根据后来管理人提供的《偿债能力分析报告》,假设银广夏破产清算,即使银广夏全部资产能够按照资产变现价值约5100万元予以变现,普通债权的清偿比例也将为0。

不过,九知行介入银广夏的动机惹人猜疑。2009年10月29日,九知行与中信银行签订《债权转让协议》,中信银行将其对银广夏的债权(包括1亿元本金及相应利息、罚息和其他应收账款扣除已强制执行款项2000万元的余额)转让给九知行。而在此之前,银广夏已经公布了2009年第三季度财报。这意味着,九知行在接手中信银行债权时就已经知道了银广夏资不

抵债。因此,业内人士认为,正是因为知道了银广夏资不抵债,九知行才接手债权,其目的就是后来的银广夏破产重整。

银广夏债务问题由来已久。2001年8月,银广夏财务造假为媒体揭发而败露。随之而来的是债主上门,资金链断裂。当年10月,包括工商银行、中国银行、交通银行在内的多家银行开始向银广夏追债。期间,银广夏几乎所有的资产都用来抵债,但仍然未能满足债权人的要求。

2007年6月,银广夏各方同意通过“以股抵债”的方式解决债务问题,拟以每10元债务抵偿1.4股银广夏股份,为此,银广夏向特定股东以公积金定向转增股本8112.64万股,用以抵偿8家债权人的债务及连带担保责任。

2008年12月,以股抵债方案实施。2009年1月,转增股份过户至8家债权人名下。公司总股本由6.05亿股增至6.86亿股。这次债务重组解决了公司的主要债务问题,银广夏的资产负债率由2008年年报披露的306.12%下降至2009年年报披露的194.02%。但是,在此之后,银广夏的资产负债率一直保持在200%以上。

中信银行的1亿元贷款债务未参与“以股抵债”,从而直接成为触发银广夏破产重整的导火线。

## 不对称对价

2010年11月4日,\*ST广夏停牌,静待破产重整。停牌前一天,公司股价收报7元/股。

2011年7月15日,管理人公布包括债务人经营方案、出资人权益调整方案和普通债权调整及清偿方案在内的重整计划草案。

根据重整计划草案,银广夏将剥离现有全部资产,引入重组方。宁夏宁东铁路股份有限公司将作为银广夏的重组方,为银广夏提供3.2亿元的重组资金。

同时,重组方承诺通过定向增发等方式向银广夏注入净资产不低于40亿元的优质资产,且重整计划完成后上市公司连续三个会计年度净利润合计不低于10亿元。

作为对价,银广夏全体股东按照一定比例让渡所持股份,全体股东共计让渡100,430,245股股份,由重组方受让。平均让渡比例为14.6%。其中,公司第一大股东浙江长金实业有限公司让渡所持股份的70%,其余股东持股数量50万股以上的部分让渡18%,50万股以下的部分让渡12%。

从重整计划草案公布后的后续结果来看,该方案未得到中小股东的认同。中小股东看到的是自己持股成本的上涨。银广夏停牌前25个交易日的均价为6元/股,考虑到让渡股份,中小股东的持股成本上涨至7元/股左右。

按照宁东铁路三年10亿元净利润承诺以及增发后的总股本计算,银广夏未来每股收益在0.22元左右,按照25倍的平均市盈率计算,每股价格应该在5元左右,与投资者的心理预期相差甚远。

有投资者表示:最好是神华宁煤重组\*ST广夏,把其优质煤化工、煤炭深加工资产注入。宁东铁路目前的利润很难撑起\*ST广夏,而且目前铁路股属于低价股范畴。”

但在重组方看来,总股本高达6.86亿股、市值48亿元的银广夏不是个好壳。

市盈率计算,每年至少要1.9亿元的净利润来支撑48亿元的市值。但重组方借壳自然不可能裸捐。

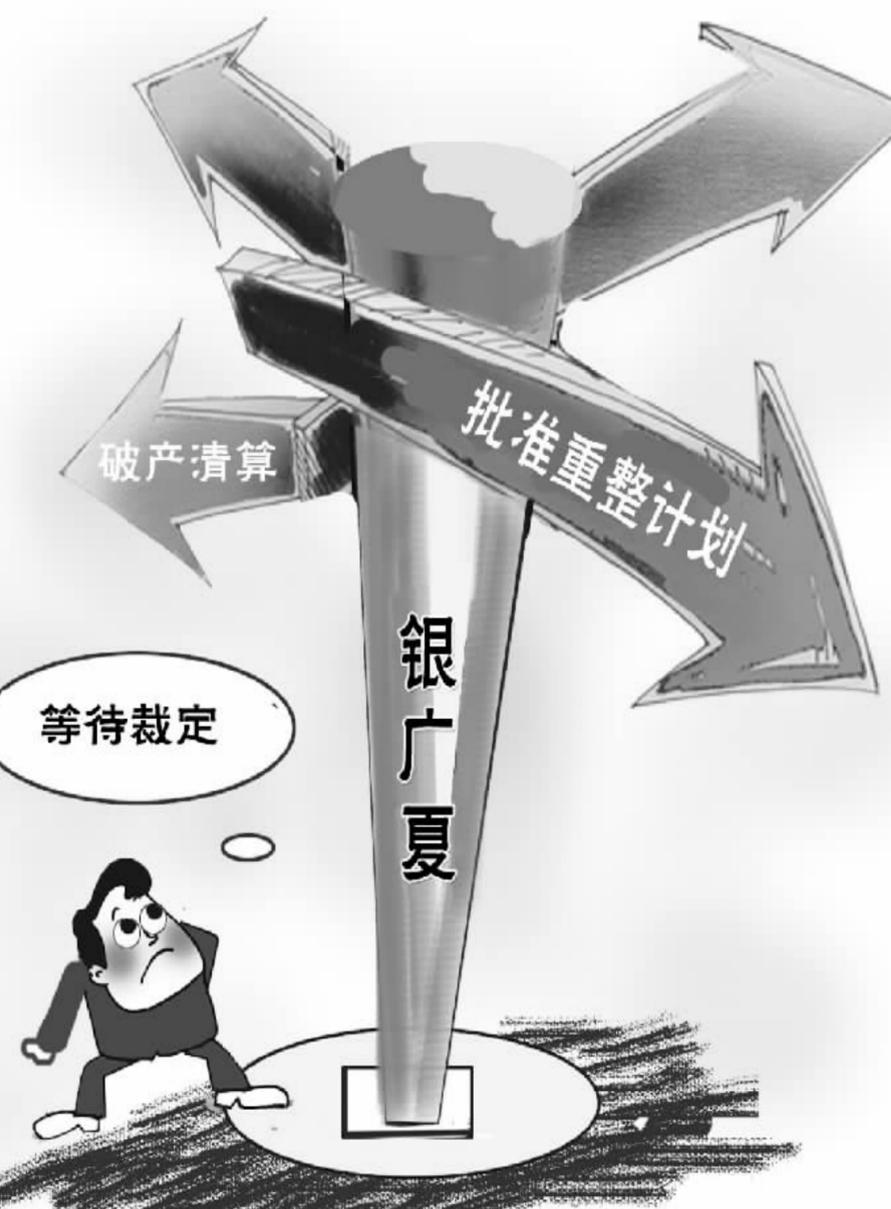
根据以往惯例,重组方将通过定向增发注入资产的方式获得上市公司控股权,如果按照控股51%的比例增发,注入资产的年度净利润至少要达到4亿元,才能拿出近2亿元的净利润来与银广夏的出资人分享。而2010年度全部A股上市公司中,只有金融、交通运输、采掘、建筑业和房地产业几个行业的平均净利润能够超过4亿元。该人士认为,一家净利润能够达到4亿元以上的企业并不缺钱,借壳上市的动力并不足,能达到这种规模又想借壳的公司不容易找。

据银广夏管理人组组长游念东介绍,经过管理人几个月工作后,只有4家潜在重组方提交了方案。其中,有2家公司的资产规模和盈利能力不符合要求;还有1家公司要求原有股东进行高比例让渡股权,超过了原有股东让渡比例不应超过20%的心理预期,而且,对方还要求重组增发价在4元以下,而不是预期的“不低于5元”。

最终参与银广夏重组的宁东铁路也是在做了多方面工作后才愿意的。宁东铁路董事长鲍金彪表示,宁东铁路董事长鲍金彪在接受媒体采访时曾表示,宁东铁路原计划2013年后进行IPO,预计募集资金8亿元,借壳上市并没有在公司的最初考虑范围内,后来由于各种原因,才考虑入主\*ST广夏。

游念东在接受中国证券报记者采访时表示,与其他借壳重组案例相比,银广夏重组的羁绊就是股本大、市值虚高。假设此次重组的是一家市值为20亿元的壳公司,也许就没这么困难。

事实上,已进行破产重整计划并得到法院批准的上市公司中,没有哪一家公司的市值有银广夏这么高。\*ST北亚停牌时的市值约为13亿元,\*ST方向的市值为12亿元。



CFP图片

## 遭双重否决

\*ST广夏停牌9个月,于2011年7月20日在银川中院召开第二次出资人会议和债权人会议,对重整计划草案进行表决。

投票结果显示,赞成出资人权益调整方案的股东所持表决权为64.86%,未超过参加会议有效表决权的三分之二,方案未获得通过。

这已经是出资人连续两次否决重整计划草案。6月29日,同样在银川中院举行的出资人第一次会议上,\*ST广夏股东采取现场和网络投票方式对重整计划草案进行表决,最终以52.53%的股东投出赞成票,未达到方案通过要求的三分之二,重整计划草案遭到否决。

会后,管理人副组长游念东承认,上市公司重整方案连续遭出资人否决的案例此前没有出现过,\*ST广夏是第一例。

在同一天举行的债权人会议上,\*ST广夏重整计划草案同样未能获得三分之二以上的同意票,遭到债权人组否决。

提请破产重整要求的九知行,两次对重整计划草案投出反对票。九知行确认债权占\*ST广夏确认债权总额的52%,只要九知行投出反对票,重整计划草案

就无法获得债权人组通过。

事后,管理人组成员杜律师事务所合伙人郑志斌认为,\*ST广夏股权分散是重整计划未获债权人组通过的主要因素。

近7万名股东持有银广夏6.86亿股股份,银广夏股权之分散,为A股市场所罕见。其中,第一大股东浙江长金实业有限公司仅持有3.64%的股份,第二大、第三大股东华融资产管理公司和信达资产管理股份有限公司更分别只持有0.64%、0.55%的股份。

造成这种局面,与银广夏原第一大股东中联实业脱不开关系。

2002年2月,中联实业股份有限公司与银广夏的3家法人股股东签订《股份转让合同》及《股份托管协议》,无偿获得3家公司共计持有的15.18%银广夏股份,成为银广夏第一大股东。

2007年7月,中联实业持有的银广夏部分限售股开始解禁,中联实业即开始大幅减持公司股份。短短不到10个交易日,中联实业就将已解禁股份抛售一空,持股比例由减持前的9.71%降至4.83%。目前,中联实业已不再持有银广夏股份。

## 无先例结局

比如,按照重整计划草案,普通债权人所获得的清偿比例,不低于其在重整计划草案被提请批准时依照破产清算程序所能获得的清偿比例。

该条法律还规定,出资人组没有通过重整计划草案,但如果草案对出资人权益的调整公平、公正,人民法院可以强制批准。

业内人士指出,此前已经有7例上市公司重整计划草案

被债权人组否决但最终获得法院批准的案例,但目前还没有上市公司重整计划草案在出资人组否决后仍获法院批准的先例。

但条款也规定,如果所有的表决组都没有通过重整计划,则应由人民法院裁定终止重整程序并宣告债务人破产。

\*ST广夏会成为首家破产清算的上市公司吗?投资者可以拭目以待。

## ■ 高端访谈

### 将成破产重整坐标

——访\*ST广夏管理人副组长游念东

□本报记者 李少林

\*ST广夏(000557)管理人副组长游念东日前接受中国证券报记者采访时表示,无论法院是批准银广夏重整计划,还是判决公司破产,对资本市场都有标杆意义。

中国证劵报:\*ST广夏重整计划遭出资人组和债权人组否决,主要原因是什么?

游念东:首先,市值虚高给管理人提出了挑战。假设此次重组不是银广夏,而是一家总市值为20亿元的壳公司,重组不会这么困难。银广夏的市值是48亿元,理论上就必须与这48亿元打交道,要填平。

目前,国内退市制度没有进化到纯粹的市场化阶段,否则,本应该出现1毛钱的股票,至少不会在最后20天内从5元钱涨到7元钱。这种现象本不应该发生,但在中国这种现象比比皆是。最后20天逃跑期,涨的股票占大多数。

其次,股权分散也导致管理人的工作难度加大。银广夏与此前破产重整的公司的最大差别就在于几乎没有一个能够承担责任的控股股东,其他壳的控股股东再怎么也持有10%-15%的股份。我们之前所做的案例,几乎都会让大股东将股份100%的拿出来,这样就减轻了对其他小股东承担成本的压力,也减轻了投票的压力。但这回情况大不一样,最大股东的持股也才3.4%(浙江长金)。我猜测,此次前十大股东都投了赞成票,表决居然没有过,也可以说是罕见的现象。

中国证劵报:\*ST广夏破产清算的可能性大不大?

游念东:法院判公司清算,或者判重整通过,都有意义。如果是判清算,那就是第一次尊重市场法则,司法尊重民意,既然债权人和出资人都反对,那

就清算。相信这种清算对股市未来健康的发展是有好处的。

“银(退市)来了!”喊了多年,终于来了。破产清算绝不是一方对另一方的单方面救赎,实际上是利益平衡的结果。以前大家多不信,现在应该相信了:平衡不了,就只有清算了。这给那些资不抵债、有可能沦为破产清算公司的虚高的市值,敲响了警钟。

中国证劵报:法院批准重整计划,或者判决破产清算,哪个可能性大?

游念东:债权人组目前反对票和赞成票的比例是3票对22票,从人数上看是绝大多数同意的。包括同级别的债权里面,农业银行也是表示同意的。如果九知行吃亏了,农行也应该吃亏了,同债同权,这些债权形成的历史和周期都基本相同。在这种情况下,单谈债权好谈,就是没有明显高于清算状况下的清偿,显然现在这种清偿方式是明显高于的,因为清算状况下清偿率为零,资不抵债。

债权人否决重整方案,而方案最终得到通过的,已经有7例。法院的判断是有定量的,只要清偿比例高于清算状况下的比例,就是事实上保护了全体债权人。不能因为个别债权人的诉求没有得到满足,就让这个公司被迫清算,让全体股东的市值归零。这个理由是很充分的。

股东方面的情况比较难说。这次投票比上次参与的人数多了不少,从5000人增长到6000人。参与的股数也多了,上次是1.87亿股,这次是2.7亿股,高了将近9000万股。同意股份数近65%,接近三分之二的要求。

现在问题的关键是,出资人也没有通过方案,这就让法院的判断增加了难度。好在同意票过了64%,如果法院通过重整方案,也是有理由的。

## ■ 延伸阅读

### 坎坷重组路

银广夏重组之路始于2001年。当年10月15日,银广夏四家法人股股东与深圳市发特实业有限公司签订《股份转让及托管意向书》。四家股东拟将16.04%的银广夏股权转让给发特,过户之前,上述法人股交由发特管理。

但不到两个月之后,发特中止了转让托管协议,退出银广夏重组。

次年,在政府主导下,银广夏开始第一次重组。2002年2月5日,中联实业股份有限公司与银广夏三家法人股股东签订《股份转让合同》及《股份托管协议》,中联实业通过无偿划拨获得银广夏15.18%的股权。

在中联实业入主的7年时间内,银广夏一直疲于应付银行追债,经营状况未曾有所改观。不思进取的中联实业,在所持股份解禁之后,就开始大肆减持套现。

2007年2月开始,中联实业开始减持银广夏,至2010年6月30日,中联实业所持股份从15.18%下降至0.37%。随后,银广夏十大股东名单中已经没有了中联实业的身影,其所持股份应已减持殆尽。

与此同时,中联实业2009年更是通过拍卖得到银广夏旗下核心经营性资产——广夏(银川)贺兰山葡萄酒有限公司62%的股权,致使银广夏再生产经营性资产。

银广夏的灾难并没有就此打住。

2007年6月,银广夏进行债务重组,拟“以股抵债”。

2008年4月底,未关旗旗下的浙江长金与农业银行、广夏(银川)贺兰山葡萄酒有限公司、ST银广夏签订《转债协议》。广夏(银川)贺兰山葡萄酒有限公司欠农业银行1.78亿元债务由浙江长金承担,作为补偿,银广夏用资本公积金向浙江长金定向转增股票2494.47万股。

但事后证实这是一个骗局。银广夏向浙江长金转增的股本在过户第三天就被浙江长金的债权人多次轮候冻结。而浙江长金也未清还广夏贺兰山葡萄酒公司对农业银行的债务。结果是,银广夏丢了股权,留下了债务。对农业银行的债务,目前仍然是银广夏的第二大债务。而在中联实业和众多债权人减持公司股份之后,2009年12月,浙江长金成为银广夏第一大股东。

2009年4月29日,\*ST广夏停牌谋划重组。银广夏曾谋划通过定向增发股份方式购买广西象州新兴矿业有限公司股权及广西象州水晶乡、鹿寨导江乡的矿业资产。

但一个月后,银广夏称,经过充分的调查论证,本次重大资产重组涉及的矿产资源储量在规定时间内无法核实,预估价值难以确定,经与各各方协商,鉴于重大资产重组条件目前尚不成熟,决定中止筹划本次资产重组事项。

至此,银广夏多次重组都成为水中月、镜中花,公司在多番折腾之后,逐渐丧失元气,终致积重难返,病入膏肓。(李少林)