

# 卖方折价买方“卡壳” 花式卖壳年末斗法

□本报记者 王兴亮

临近岁末,除了多种利润调节手段轮番上演外,上市公司“卖壳”方式也逐渐增多。中国证券报记者梳理发现,近期A股频频上演“花式卖壳术”:有拍卖式,也有仲裁式;有清仓式,也有分步式;有主动式,还有被动式。不过,随着监管的进一步趋严,壳交易的暴利行情已然出现转折。虽然仍有溢价,但往常少见的折价卖壳逐渐增多。业内人士指出,未来壳交易分化趋势仍将持续,部分资产较差、难以装入优质产业标的的壳股会被逐步挤出,纯粹炒壳的行为在严监管下将愈加寸步难行。

## 协议转让成卖壳首选

由于一些ST公司因为保壳需要,部分实控人出于资金周转、业务布局等考虑,年末往往成为上市公司卖壳的旺季,各种形式的壳交易也风生水起。以今年以来颇受青睐的“股权转让+表决权委托”方式为例,11月24日,\*ST德力发布公告称,控股股东、实际控制人施卫东先生拟将其持有的4138.645万股\*ST德力股票以3.875亿元价格向杭州锦江集团有限公司(简称“锦江集团”)转让,同时将其仍持有的7615.95万股\*ST德力股票所对应的表决权委托给锦江集团。若前述权益变动事项最终完成,锦江集团在上市公司中将拥有29.99%的表决权,将成为上市公司控股股东。受此消息刺激,\*ST德力27日复牌后一字涨停。

值得注意的是,此次拿下\*ST德力控制权的锦江集团,此前相中的是采取一次性公开协议转让25%股权的哈空调。11月26日,哈空调公告称,此前公司控股股东工投集团拟采用公开征集方式协议转让所持哈空调25%股权,并确定中标方为杭州锦江集团。但在后续的协商中,由于锦江集团未能按照约定就股权转让相关条款和投标承诺的相关事项与工投集团达成一致,工投集团终止此次股权转让事项。与\*ST德力表现恰好相反,哈空调27日开盘后一字跌停。在实控人采用分步式先期转让部分股权之外,还有上市公司遭遇了第一大股东的清仓式转让。11月20日,荣华实业披露关于股东股权转让的公告,第一大股东武威荣华工贸集团有限公司拟将其持有的约1.09亿股公司股票

协议转让给上海人和投资管理有限公司,转让总价款为14亿元。本次股权转让后,人和投资将持有公司股票108976734股,占公司总股本的16.37%;武威荣华工贸将不再持有公司股票。以14亿元的总价计算,荣华实业股票本次转让作价12.84元/股,较停牌前的收盘价5.12元/股溢价超过150%。

据记者粗略统计,10月份以来,已有绵石投资、汇冠股份、江泉实业、金莱特、步森股份等多家公司相继通过协议转让方式实现“易主”。此外,中超控股、博信股份、华菱星马、希努尔等多家公司的股权协议转让事项也涉及到控制权变化。

深圳某大型券商分析师认为,今年以来股权转让成为壳交易首选方式的原因在于:随着监管进一步趋严,不少壳买卖先通过股权转让甚至是表决权委托等方式取得上市公司控制权,再伺机谋求以注入资产的“类借壳”模式大行其道,“今年以来,已有数家上市公司通过这样的模式成功‘借壳’,而这种模式后续也可能被更多壳主效仿。”

## 实控人被动变更频频

与上述\*ST德力实控人、荣华实业第一大股东直接转让上市公司股权的方式不同,通过控股上市公司母公司而成为上市公司实控人的间接式“买壳”也屡见不鲜。

11月10日,海虹控股发布详式权益变动书,海虹控股的控股股东中海恒实业发展有限公司的股权发生变更。中国国有资本风险投资基金股份有限公司将增资5亿元成为中海恒实业的控股股东,从而成为上市公司的间接控股股东。上市公司的实际控制人变更为中国国有资本风险投资基金的实际控制人中国国新控股有限责任公司。

除了间接控股,美丽生态的实控人变更还明显有被动的味道。11月24日,美丽生态公告披露,2013年7月,嘉诚中泰和中建投协议约定将合计50.98%的五岳乾坤股权转让给盛世泰富,但嘉诚中泰和中建投收到全部股权转让款后,却未按约定协助盛世泰富履行工商变更登记手续。现据北京仲裁委员会裁决,确认盛世泰富为公司控股股东五岳乾坤的股东,持有其50.98%股权。由此,五岳乾坤的第一大股东将

变更为盛世泰富。

除了因仲裁可能导致实控人变更,还有公司可能因拍卖更换控股股东。11月3日,\*ST东数公告称,华夏银行大连分行请求处置、拍卖、变卖第一大股东大连高金科技持有的公司5000万股股份,占公司总股本的16.26%,并在被担保的主债权及实现债权费用合计约4.24亿元范围内优先受偿。公司表示,上述事项可能会导致公司第一大股东发生变化,也可能导致公司控股股东及实际控制人发生变化。目前,股票拍卖事项处于暂停阶段,但大连高金科技已被大连市中级人民法院裁定进入重整程序,该事项仍可能会导致公司控股股东及实际控制人情况发生变化。

北京某私募机构负责人告诉记者,因为不涉及上市公司股份变动,通过控股上市公司母公司通常要比直接控股上市公司简单便捷,这也是部分产业资本热衷间接“买壳”的原因之一。而被动卖壳的背后,往往存在很多复杂的程序和原因,真实情况和目的往往难以判断。

## 分化趋势或持续

壳买卖花样繁多的背后,也透露出在监管从严的现状下,炒壳、借壳正变得越来越难。前述私募人士认为,一方面当前IPO稳速进行,另一方面重组上市仍处于收紧状态,壳市场整体下行、两极分化趋势将进一步显现。“分化的一个显著特点就是壳买卖的暴利行情已然出现转折,虽然仍有高溢价借壳,但折价卖壳也逐渐增多。”

事实也是如此,如前述\*ST德力4138.645万股股票作价3.875亿元,均价约9.15元/股,较停牌时的10.18元/股折价超过10%。此外,步森股份控股股东睿睿资产将所持有的16%上市公司股权作价10.66亿元转让给安见科技,协议转让价格约合47.58元/股,较步森股份停牌前52.88元/股的收盘价折价约10%。除此之外,10月份以来,还有金莱特、元力股份及中超控股大股东也曾折价用卖股权。

此外,壳市场分化还呈现另一个特点:不少壳买家深陷“卡壳”泥潭,不得不将手里的控制权进行二次倒卖。如2015年11月成为博信股份控股股东的炬卓发展,今年9月底将控制权转让给苏州晟隼;去年8月入主步森股份的

部分公司控制权变化情况				
公司代码	公司简称	变更方式	前实控人	变更后实控人
002571	*ST德力	股权转让+表决权委托	施卫东	斜正刚、尉雪凤夫妇
000010	美丽生态	仲裁变更	郑方	蒋文
002569	步森股份	股权转让+表决权委托	徐茂栋	赵春霞
600311	荣华实业	股权转让	张严德	郑建明
000503	海虹控股	控股股东增资	康乔(女)	中国国新控股
600319	亚星化学	财份额转让	宋晓明	/

注:根据上市公司公告整理,部分公司控制权变更并未全部完成。

## 利润调节行为引发监管关注

□本报记者 王兴亮

监管层对年末利润调节的关注度不断提升。中国证券报记者梳理发现,沪深交易所近期频频就相关事项问询上市公司,包括资产出售的交易动机、会计处理的合规性等,进一步强化上市公司监管。业内人士指出,监管部门将进一步加大对上市公司和会计师事务所等中介机构关注和问询力度,强化风险提示、督促勤勉尽责、保证审计质量。

### 出售资产调节业绩

临近年末,通过出售股权、厂房、土地、使用权等资产是上市公司调节业绩的常见手段,目前这一现象已引起监管层关注。

11月17日,因拟向关联方以5512.47万元的价格出售土地等相关资产,并预计产生净利润约1963万元,\*ST圣莱收到深交所问询函,要求公司说明本次交易是否会对公司已披露的2017年度业绩预告产生影响。11月24日,公司在回复深交所时表示,因该资产长期闲置,通过转让可以减少折旧和摊销,盘活公司资金,有利于改善公司业绩,维护全体股东的利益。

除\*ST圣莱外,群兴玩具的资产出售也被问询。此前,群兴玩具披露重大资产出售预案,拟通过向社会公开征集受让方的形式,以约1.56亿元的价格出售持有的广东粤科融资租赁20%股权。11月17日,深交所发出问询函,要求群兴玩具补充披露出售粤科租赁20%股权的目的及对公司财务状况的具体影响,并结合本次交易对公司财务状况的影响程度,补充说明公司2017年业绩预告的准确性及合理性。

与上述两家公司不同,易联众被交易所明确询问是否存在年末突击进行利润调节的情况。易联众此前公告,拟以8000万元的总价转让部分子公司股权等资产。而今年前三季度,公司归母净利润为亏损5253.05万元,同比下降442.05%。对此,深交所不仅要求公司说明本次处置资产是否可能对公司2017年度的盈亏性质产生重大影响,还要求说明公司在三季度净利润同比大幅下滑的背景下进行本次交易的动机,是否存在年末突击进行利润调节的情况。

11月22日,公司回复深交所表示,上述交易都是基于交易双方实际的业务需求而进行的,具有合理的商业实质,并非为了在年末突击进行利润调节。交易回收的资金将主要用于补充公司流动资金,支持公司战略核心业务的发展,提高公司资产流动性,进一步聚焦与战略核心更为紧密的业务服务,符合公司发展战略需要。

### 会计手段增厚利润

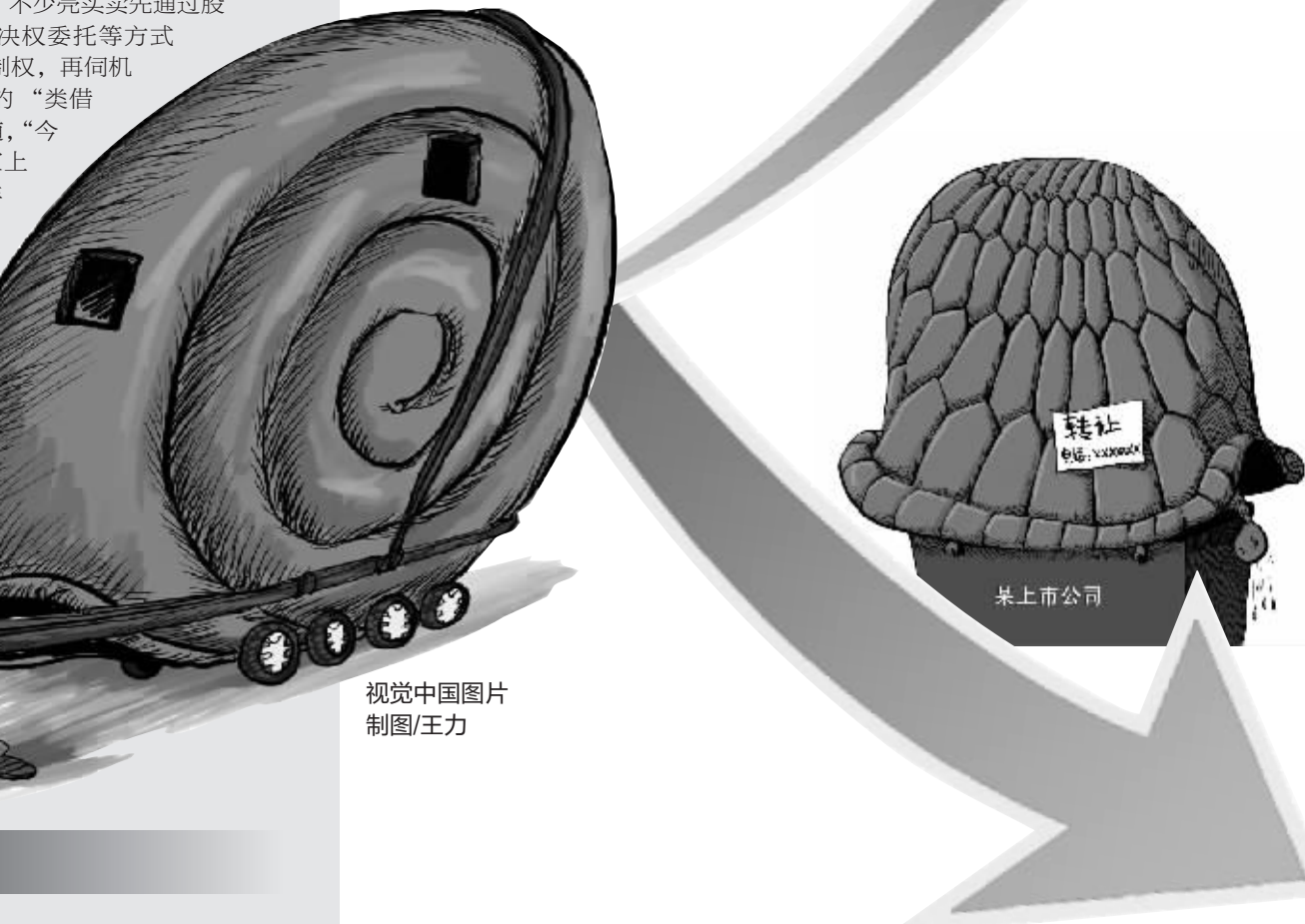
通过会计手段实现利润增厚的情况也不少,方式也多种多样,如调整合并报表范围、调整收入确认节点等,不过这些举动也受到监管层重点关注。

11月18日,云天化公告称,云南金鼎嘉软工贸有限公司拟以2亿元现金出资,向公司全资子公司金鼎云天化增资。增资扩股完成后,嘉软工贸将持有金鼎云天化55%股权,金鼎云天化不再纳入公司合并报表范围。预计本次交易将增加公司2017年净利润约1.5亿元。对此,上交所发出问询函,要求云天化说明协议引入嘉软工贸增资并放弃金鼎云天化控股权的具体原因,是否通过会计政策运用确保本年度盈利。

11月23日,莲花健康收到上交所问询函。今年9月30日,莲花健康披露公告称,与霍尔果斯中新云投创业投资有限公司签订股权转让协议,拟以2.44亿元转让全资子公司河南省项城佳能热电100%股权。11月23日,莲花健康披露进展公告称,中新云投同意将付款义务提前,即今年12月31日前完成支付转让价款的60%。由此,莲花健康预计本次交易将增加2017年度母公司收益1.23亿元,增加合并报表收益3.52亿元。

根据前期信息披露,莲花健康今年前三季度亏损1.09亿元,同时季度末净资产仅为2840.47万元。上交所所在问询函中要求公司明确说明本次交易是否具有商业实质,是否存在通过资产处置操纵利润以避免公司年度净资产为负戴帽的交易动机。

深圳一位私募人士表示,年末往往是上市公司进行利润调节的高发季节,但随着监管的进一步强化,未来利润调节乱象有望改善,这对保护中小投资者的利益,维护资本市场长期稳定健康发展具有重要意义。



视觉中国图片  
制图/王力

## 资金布局“脱帽摘星”潜力股

□本报记者 张晓琪

目前ST公司保壳进入冲刺阶段,一些上市公司借助重组、出售资产、卖地等积极实现扭亏。东方财富choice数据显示,截至11月27日,已有25家ST公司发布业绩预告,其中13家ST公司宣布扭亏,另有8家上市公司续亏或增亏。目前资金积极布局ST板块,近期个股表现出现明显分化。分析人士表示,从目前市场情况来看,资金布局更为看重个股的业绩,尤其是依靠主营业务或转型成功而具备“脱星摘帽”潜力的股票,而无望扭亏或者经营没有起色的个股将遭到抛弃。

### 保壳压力倍增

临近年末,ST公司保壳压力倍增,积极使出各种手段实现扭亏。一般来看,当上市公司无法通过自身经营改善盈利状况,多会采用包括重组、出售资产、卖地等方式实现扭亏。

东方财富choice数据显示,截至11月27日,共有25家ST公司发布业绩预告。其中,包括\*ST重钢、\*ST普林、\*ST锐电在内有约13家ST公司宣布扭亏。如\*ST重钢在业绩预告中指出,今年钢材市场回暖,预计至下一报告期末累计净利润可能为盈利;\*ST三泰预计今年归属于上市公司股东的净利润在26,000万元-34,000万元,主要系转让让我来啦公司部分股权取得投资收益,子公司维度金融业绩增长及上年末转让了亏损子公司三泰电子股权所致。

另有8家上市公司无法实现扭亏,大概率“脱帽摘星”无望。\*ST沪科预计2017年1-12月归属于上市公司股东的净利润可能为亏损,公司在业绩预告中指出,公司产品产销量及毛利同比有所增加,但由于原材料价格上涨以及市场价格竞争激烈,公司仍未扭转经营性亏损的局面。

### 市场表现分化

有业内人士表示,出于对公司扭亏和未来发展的预期,ST股“脱帽摘星”行情通常从四季度持续至次年4月。在11月27日大盘下跌情况下,ST板块涨幅达到0.23%,在各板块中涨幅居前。\*ST昌鱼、\*ST中绒、\*ST德力三只个股更是强势涨停,涨幅分别达到5.06%、5.17%、5.01%,达到5%的涨跌幅限制。其中,\*ST德力开盘即封死涨停板;\*ST中绒在早盘也已获得资金抢筹,早早登上涨停板;\*ST昌鱼开盘后持续震荡上行,一直到尾盘才突然封死涨停。

与之形成对比的是,\*ST河化、\*ST众和、\*ST天成三只股票遭资金大幅甩卖,纷纷跌停,跌幅均超过5%。其中,\*ST众和已经预告今年将增亏,预计2017年1-12月归属于上市公司股东的净利润亏损20,000万元至25,000万元,主要原因系纺织板块全面停工导致停工损失及资产减值损失加大,同时由于未到按时还本付息,金融机构违约金大幅增加。

“从目前市场表现来看,资金布局更为看重个股的业绩,积极关注依靠主营业务或转型成功而具备‘脱星摘帽’潜力的股票,而无望扭亏或者经营没有起色的个股将遭到抛弃。”一位券商分析师告诉记者。

有业内人士指出,公司扭亏原因可分为两类,一是公司主营业务盈利能力得到改善,二是依靠政府补助、售卖资产等手段扭亏为盈。相比之下,第一类情况公司股价后续上涨动力较为强劲,上涨可持续性较强,而第二类扭亏为盈的公司极有可能在脱帽后再度重回跌势。