

长航油运重新上市启示录

□本报记者 任明杰 欧阳春香

1月8日,四年多前退市的长航油运将在上交所再次敲响上市钟声。ST长油1月7日晚间公告,公司股票将于1月8日在上交所重新上市交易。重新上市首日,公司股票价格不设涨跌幅限制,开盘参考价为重新上市前在转让系统最后交易日的收盘价,即4.31元/股。

从“央企退市第一股”到“重新上市第一股”,从盲目转型、激进扩张导致连续亏损、黯然退市,到通过剥离亏损资产、进行债务重组促使连续盈利、重新上市,长航油运的涅槃重生留给市场众多启示。企业如何选择转型方向,如何把握转型节奏?在质量、效益、规模的权衡中该如何排序?同时,长航油运的案例给眼下的市场化债转股带来哪些启示?对于完善退市制度带来哪些借鉴?

反思转型与扩张

驱车沿着中山北路前行,远远就能望见高耸的长航油运办公大楼。作为南京市西北城区的地标性建筑,这座褐色建筑在立交桥前交通信号灯映衬下显得十分醒目。红灯和绿灯的交错似乎成为长航油运多年命运的写照。

在重新上市前夜,长航油运相关业务负责人李刚(化名)接受中国证券报记者采访,回顾公司这些年在资本市场上的曲折历程时感慨颇多,“从‘央企退市第一股’到‘重新上市第一股’,可以说是‘时也,运也,命也’。”

“1993年成立后,公司一直从事长江流域的油运业务,市场很稳定。但2002年起,中石化开始沿江建设‘三江管道’,建成之后我们80%-90%的内河油运业务一下子没了。”李刚告诉中国证券报记者,市场巨变逼迫长航油运不得不转型。

当时,两方面原因决定了长航油运选择了“由江入海”,由长江油运向远洋油运进行转型。

首先,鉴于国内每年50%的石油靠进口。其中,80%通过外轮运输。为减少石油运输的对外依存度,2005年提出了“国油国运”战略,鼓励国内航运企业建造大型油轮。而国际油运产业当时正处于景气周期。这让长航油运看到了机会。

同时,长期跟踪长航油运的某大型券商研究员王明(化名)告诉中国证券报记者,“当时国资委正推进央企整合,甚至流传‘三年内做到行业前三,否则国资委给找婆家’的说法。而建造VLCC可以迅速做大做强。这是长航油运转型远洋油运的大背景。”

于是,长航油运一方面通过资产重组,获得了实控人长航集团的全部海上运输资产。2007年底,资产重组完成。中国证券简称则于2008年初由“南京水运”更名为“长航油运”。更重要的是长航油运通过建造和租赁VLCC,迅速扩张运力,做大做强。

据统计,2005年至2008年,长航油运签订了至少36艘船舶的建造合同。其中,6艘是VLCC。此外,长航油运签订了20艘油轮的长期期租合同,其中一半是VLCC。截至2008年年底,长航油运总运力达58艘、182万吨载重,是2005年总运力的3倍左右。

国际油运行业处于景气周期,规模效应立竿见影。2008年,长航油运实现营业收入31.92亿元,归母净利润5.96亿元,达到历史顶峰。但规模也是一把“达摩克利斯之剑”,一旦国际油运行业进入下行周期,长航油运的命运也发生了变化。

2008年,美国次贷危机演化成国际金融危机,原油需求疲软,运力严重过剩,运价调头向下。“我们的VLCC船队盈亏平衡点在TCE(等价期租租金)3万美元以上,但那时TCE一下子跌到1万美元以下,亏得很厉害。”李刚告诉中国证券报记者。

此时的长航油运已是“船大调头难”。伴随长航油运规模迅速做大,债务急剧膨胀,资产负债率大幅飙升。2005年到2008年,长航油运的债务规模从6.7亿元膨胀至73亿元,资产负债率从31.94%飙升至61.69%。其中,绝大多数负债来自于银行贷款。

特别是造价高昂的VLCC成为长航油运不能承受之重。“每艘VLCC的建造成本都在1亿美元以上。国际油运市场陷入低迷时,我们恰迎来交船高峰期。运价和成本倒挂使得运力越大亏损越大。这导致公司2010年到2014年连续四年亏损而退市。”

即便如今重新上市在即,李刚回想起当年情景仍然心有余悸。“当时转型太激进,VLCC一下子就造了19艘,没有充分考虑到行业周期波动的风险和债务负担过重的风险。虽然现在重新上市,但转型的方向如何选择,节奏如何把握需要我们长期反思。”

王明则指出,“不光是长航油运,很多国企和大型民企,由于具备融资优势,都或多或少有扩张的冲动。特别是近两年陷入流动性危机的大型民企,很多都是拼命加杠杆,盲目转型,激进扩张,大把花钱最后把日子过穷。”

退市后,长航油运首先做的就是剥离VLCC资产。“2014年,中国外运长航集团与招商局集团成立合资公司China VLCC,把我们的VLCC船队全部接了过去。这等于堵住了我们的‘出血点’,让我们能够轻装上阵。”李刚表示。

王明认为,“剥离掉VLCC资产后,虽然长航油运的资产规模一下子缩水了,但资产质量大幅提高。特别是公司这几年一直加码的MR船队,市场波动小,效益稳定,成为公司业绩增长的‘压舱石’。”

长航油运旗下MR型油轮“大庆453轮”船长陶大强告诉中国证券报记者,“拿我们这艘MR船来说,即便前几年公司亏损,我们的效益也一直很稳定。很少抛锚等候,客户都是海内外大型企业,货源也比较稳定。2018年我们已经跑了快40个航次,频率非常高。”

除了提高资产质量,长航油运这几年通过内部改革,采取了一系列降本增效措施。陶大强举例说,“以前我们修船、除锈都是交给船厂搞,现在都是自己搞。包括船上的物料供应,以前是有需求就提供,现在要求工装什么的多洗洗能用继续使用。”

李刚表示,“这些年我们也在反思企业发展过程中的规模、质量、效益顺序问题。以前追求规模-效益-质量,现在则要把质量放在首位。在保证质量的前提下追求效益,在效益增长的前提下保持适度规模。”



长航油运旗下MR型油轮“永和”轮,5万吨级。

本报资料图片

给债转股带来启示

“公司重新上市了,总算给了股东一个交代。”长航油运董秘曾善柱对中国证券报记者表示。

长航油运退市之时,约12万户股东选择了坚守。除了散户和游资,长航油运的前十大股东尤其值得关注。其中,除了第一大股东中国外运长航集团,其他九大股东均为以建行江苏省分行为代表的金融机构,均由债转股而来。

根据长航油运发布的公告,截至2014年11月3日,共有95家债权人向管理人申报债权,经管理人初步确认的债权总额约为115.51亿元。其中,23亿元债务用处置资产的价款清偿,约30亿元为留债。而剩下的62亿元的债务,便是通过债转股进行化解。

而除了剥离亏损资产,长航油运能够重新上市的另一大关键因素就是债转股。“当时通过剥离VLCC资产,清偿了23亿元债务,但这只是小头,还要依靠债转股才能真正降低财务杠杆。这是整个重组的关键。”李刚表示。

近两年来,市场化债转股大力推进,签约规模不断扩大,但落地率不高。长航油运在债转股后扭亏为盈并重新上市,对于当前的市场化债转股的推进无疑是一针强心剂。而长航油运债转股的过程和经验也给市场带来启发。

2014年11月20日,长航油运召开出资人会议,审议了权益调整方案。权益调整分

长航油运重新上市,其意义不止于公司和公司股东,对于整个资本市场制度建设,都有着“牵一发而动全身”的意义。“往大了讲,作为A股第一个吃螃蟹的,也算是给重新上市立下了一个标杆。”李刚表示。

11月2日,上交所在同意外航油运重新上市后的《答记者问》中表示,“这次长航油运重新上市,是重新上市制度实施以来的首单实践,对市场具有一定的积极意义,打通了公司上市、退市、重新上市的通道,有利于形成比较明确的制度预期。”

“这意味着长油不会是最后一家重新上市的公司。”某大型券商前保荐代表人、知名投行人士王骥跃对中国证券报记者表示。

实际上,长航油运重新上市让老三板不少公司摩拳擦掌。如果仅仅以“最近3个会计年度扣非净利润为正,且累计超过3000万元”作为重新上市的基本条件,截至2017年底已有10家公司符合标准。

不少老三板公司已迫不及待地推进相关事宜。天创5表示,正与有关方面积极开展重新上市相关工作;南洋5公告称,正与中介机构积极推进重新上市工作。“主动退市第一股”国机重装则表示正在积极争取重新上市。

业内人士认为,继长航油运之后,国机重装有望成为下一家重新上市的公司。此前,国机重装董事长陆文俊接受中国证券报记者采

为两部分:一是以资本公积转增股票,共计转增约16.29亿股;二是全体股东让渡10.85亿股。两者合计27.14亿股,全部用于抵偿部分债务。

在股东让渡部分,第一大股东南京油运让渡其持股总数的50%,其他中小股东让渡其持股总数的10%。这引起了很多中小股东的不满。当天参加出资人会议的很多中小股东在现场抱怨,“亏损是决策层失误所导致,为何重整要我们普通股民来让渡偿还?”

通过计算可以发现,如果接受这一让渡方案,债权人账面上亏得更多。当时股票抵债的价格为2.30元/股,而股票停牌前的价格为0.83元/股。如果债权人接受重整方案,意味着账面上马上就将浮亏63.9%。

中国证券报记者了解到,刚开始债权人要求小股东让渡得更多,经过反复博弈才达成这样的结果。李刚称,“当时我们与债权人进行了多轮谈判,形成一个基本意见,最后才通过司法途径进行了债转股。但方案基本上是双方协商的结果。”

长航油运的债转股在当时创造了多个“最”。进入程序时间最短,涉及债务规模最大,清偿率最高,债权人会议和出资人会议表决通过率最高。长航油运的债转股为什么能够最终落地?关键是重新上市预期。

2014年退市之初,长航油运就明确了重新上市的目标。李刚表示,“接受债转股的很

多都是银行,他们愿意按照2.30元/股的抵债价格进行转股,主要因为对重新上市抱有预期。这也是重组能够最终推进下去的重要因素,否则根本做不下去。”

该案例入选了2014年度最高法院十大经典民事案例。中国政法大学教授李曙光认为,通过债转股,如此复杂的央企退市重整案件最终取得了成功。债权人的全额受偿和公司的扭亏为盈都得以逐步实现。归结起来,主要经验有如下三点:

第一,市场化的方式。南京中院将尊重市场规律和严格依照法律规定作为提掣案件审理过程的两大主线,充分发挥市场机制在资源配置中的决定作用,合理平衡各方利益,最终制定出灵活、公允、高效的重整计划,最大限度地实现法律、经济、社会效果的有机统一。

第二,法院的主导作用。南京中院进行了诸多颇有价值的创新尝试。其在破产案件综合协调、管理人选任、债权人自主协商、破产债权平等保护、部分重整资产先行处置、出资人组表决方式、股权划转方式等多个方面的创新举措,均取得了较好效果。

第三,管理人团队的努力。本案的管理人团队是基于全国范围内公开竞争的方式遴选而来,其产生就体现了市场的作用。在法院的统筹安排下,管理人内部形成了分工合理、优势互补、权责明确的工作机制,最大限度地发挥了团队工作的优势。

退市与重新上市思辨

访时表示,“下一步要尽快回归A股,重新上市的方案在推进。这也是我们当时对股东的承诺。”

但并非所有“老三板”企业都能重新上市。比如,从创业板退市的欣泰3,创业板没有重新上市制度安排,且其退市原因为欺诈发行,具有违法不可纠正、影响不可消除特征。在目前的制度框架下,欣泰3无法重新上市。

财务数据达标并非就能重新上市。值得注意的是,2018年6月4日,长航油运和创智科技分别向上交所和深交所提交了重新上市申请,长航油运最终以重新上市,但创智科技此后便杳无音讯。

上交所表示,重新上市制度主要是支持退市公司在恢复持续经营能力、健全治理结构,真正达到上市公司规范运行要求后,再回到主板市场。相应地,退市公司必须专注主业、努力改善经营,真正恢复“造血”能力,才能满足规定的重新上市条件。

如果只是通过变更实控人、主业等手段,在形式上、数字上达到部分重新上市申请条件,但主业不够扎实,缺乏持续经营能力,未建立有效的公司治理制度,其在实质上仍不符合重新上市条件。

以长航油运为例,接近上交所的人士表示,与其他谋求重新上市的已退市公司相比,长航油运的“底气”来自于“三无一

有”,即长油的主营业务没有发生变化、实际控制权没有发生变更、经营管理层没有发生重大变动、主营业务具备盈利能力和持续经营能力。

重新上市的通道打开后是否会留下制度套利后门?对此,上交所表示,将坚决杜绝制度套利行为。对于一些经营空壳化、僵尸化,主营不突出的公司,将依法依规不予受理或者不予同意其重新上市。

2018年12月27日,长航油运宣布将于2019年1月8日挂牌上交所成为“重新上市第一股”。同时,中弘股份则走完了在A股的最后一个交易日,成为“面值退市第一股”。这样的“擦肩而过”意味深长。

上交所表示,重新上市制度“主要目标是要建立起能上能下的市场机制,为已退市的公司,在其持续经营能力和公司治理水平显著改善后,提供重新上市的路径。这是一项支持资本市场健康发展的基础性制度,有利于疏通退市渠道,保护中小投资者利益。”

“既然交易所放开了一个口子,允许已经退市的长油重新上市,就更要加大对对应退市的公司的清理力度。如果该退的不退,就失去了重新上市机制的本意。”王骥跃表示。

他进一步建议,当前交易所的退市标准还是太高,应当进一步降低退市标准,提高退市力度,让更多的烂公司和僵尸公司退

出市场。“希望退市制度能执行到位,清退一批经营空壳化、僵尸化、主业不突出的上市公司。”

武汉科技大学金融证券研究所所长董登新接受中国证券报记者采访时建议,“对于一些僵尸企业以及常年混迹A股的垃圾股,建议应该由第三方独立审计机构加强对这些公司的审计,并由监管机构进行抽查,该清退的要坚决清退。”

他同样认为要降低退市门槛。“比如,从财务指标上说,A股年年都上演‘保壳大战’,通过非经常性损益粉饰财务报表。建议连续四年亏损这一退市指标不要看净利润,还要看扣非后净利润。这样能够进一步加大退市力度。”

实际上,自2001年A股确立退市制度以来,一直在不断完善的过程中。2012年,沪深交易所发布了新的退市制度方案,并于2014年进行修订。2018年3月2日,证监会宣布就修改《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》公开征求意见。

2018年11月16日,沪深交易所发布了修订后的退市规则,明确了重大违法强制退市的具体违法情形和实施程序,新增社会公众安全类重大违法强制退市情形。同时,深交所启动对长生生物重大违法强制退市机制。而长生生物成为第一家在退市新规下退市的公司。