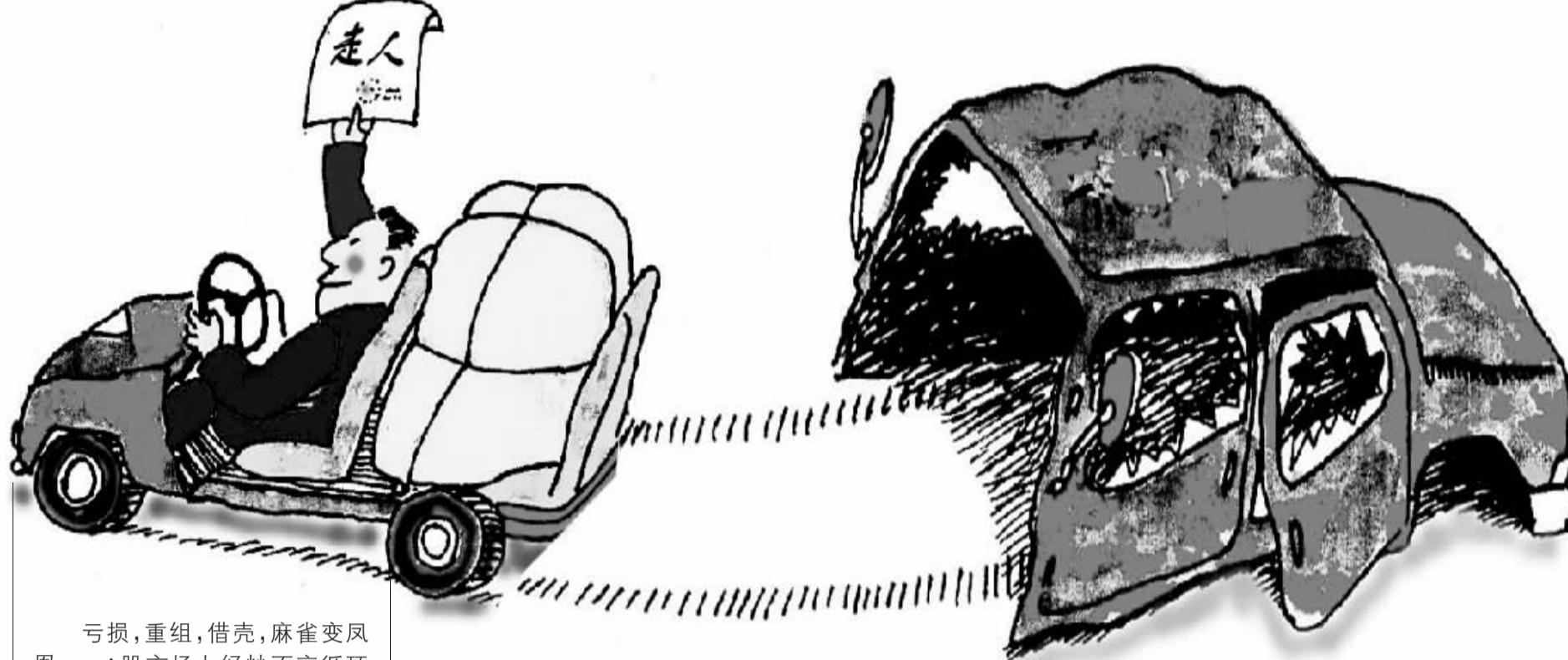


资本游戏走进完结篇

A股“隐形退市股”有滋生之势

□本报记者 李若馨



IC图片

亏损、重组、借壳，麻雀变凤凰——A股市场上经炒不衰循环往复的故事，恐怕终于要在某些公司身上演绎不下去了——股本过大、大股东持股比例过低、主业包袱沉重等多种因素的纠结，令一些上市公司在众多手握上市资源的投行人士眼中成了碰都不想碰的“隐形退市股”。

目前，A股公司各式借壳故事仍在上演，在资本玩家手中，作为筹码的股权被一次次沽售，A股市场上的“弃壳”数量有逐渐增加的趋势。有投行人士悲观地认为，市场上这种丧失融资能力又无法给投资者以回报的隐形退市股有蔓延之势，在缺乏有效退市制度的环境下，或将发展成为顽疾。

“隐形退市”样本

“死壳！”——在ST梅雁 600868 9月份连续公告遭第一大股东减持后，有投行人士这样形容他们眼中ST梅雁的“价值”。事实上，在大股东广东梅雁实业投资股份有限公司历时多年的减持过程中，ST梅雁一直难入投行人士的法眼。

这样一个壳，装什么样的资产都撑不起来，而且，真正好的资产也根本不会考虑这样的壳资源。”有投行人士对于ST梅雁未来依靠借壳华丽转身的前景释出悲观。

事实上，ST梅雁确实有太多的硬伤拖累其被借壳的前景。这家1993年成立，1994年就上市的“元老”级上市公司，总股本高达18.98个亿。公司最后一次行使上市公司在二级市场的融资权是在2001年4月，当时公司以每10股配售3股的比例募集到了8.7亿元的资金；更早前的1998年、1996年和1995年，公司曾经连续进行配股再融资，也正是在这一阶段，公司股本快速扩容。在此之后，2003年，公司曾计划配股，但终告失败；2007年，公司曾计划定向增发1-1.5亿股，募集不超过7亿元用于归还广西红花水电项目的银行借款，同样，这次再融资计划最终也未能成行。上市之初的几次配股及2006年进行的送转，让ST梅雁拥有了“超级”的股本体量。

以最新的收盘价计算，ST梅雁目前市值接近50亿元，若以常见的“资产置换或股权转让+定向增发”的方式借壳重组，需要找到一个与之50亿元总市值相匹配的置入资产。“一般来说，如果上市公司总股本在3亿股以上，就对借壳上市的资产体量要求很高了，总股本5亿股以上的上市公司基本上没有‘壳’价值。”有投行人士表示，由于A股市场对于借壳的预期普遍强烈，主业不力的公司股价反而因重组预期而保持高位，这无形中抬高了借壳的门槛，使有意借壳上市的资产更青睐于小盘股。

ST梅雁的另一死结在于第一大股东的持股比例低得惊人。从2009年开始，第一大股东广东梅雁实业投资股份有限公司的持股比例逐步从10.6%降至最新的2.2%，上市公司俨然成了大股东的提款机。从借壳方的角度来说，对借壳后上市公司的持股比例直接影响其原持有资产股权被稀释的程度，拿下ST梅雁2.2%的股权，即便后期再做定向增发，对原资产的持股比例也将被大大稀释，对于借壳方来说这是不能接受的。

因此，有券商人士指出，目前A股市场上的“弃壳”普遍有类似ST梅雁的特点——上市早、股本大、大股东持股比例低。

同花顺iFinD数据显示，两市2301家上市公司中，股本超过5个亿、第一大股东持股比例在15%以下的共有56家，其中21家上市公司第一大股东的持股比例不足10%。中国证券报记者进一步筛选后发现，股本在5亿股以上、实际控制方合计持股比例低于10%的上市公司共有13家，除ST梅雁大股东以持股2.2%稳居控制方持股比例末席外，四环生物 000518 、中科英华 600110 、TCL集团 000100 等一批A股市场上曝光率颇高的“弃壳”股也赫然在列。

控制方合计持股比例低于10%的上市公司

证券简称	总股本 (亿股)	收盘价 (元/股)	总市值 (亿元)	大股东名称	大股东持股 比例 (%)	控制方持股 比例 (%)	首发上市日期	今年前三季 净利润(万元)	三季报净利 润同比增率 (%)
ST梅雁	18.9815	2.57	48.7824	广东梅雁实业投资股份有限公司	2.2	2.2	1994-09-12	2235.06	-89.4833
*ST广夏	6.8613	7	48.0294	浙江长金实业有限公司	3.64	3.64	1994-06-17	-619.7825	70.4996
四环生物	10.2956	5.36	55.1842	广州盛景投资有限公司	3.885	3.885	1993-09-08	556.5433	-19.0209
海通证券	82.2782	7.91	650.8207	光明食品(集团)有限公司	5.87	5.87	1994-02-24	272859.6405	-0.9089
南玻A	20.7584	10.42	216.3022	中国北方工业公司	3.62	6.41	1992-02-28	111008.674	6.5804
金路集团	6.0918	7.6	46.2979	四川宏达(集团)有限公司	5.14	7.2	1993-05-07	-2018.9635	-164.7291
中科英华	11.5031	4.91	56.4803	郑永刚	7.45	7.45	1997-10-07	753.2804	-40.6101
海欣股份	12.0706	8.72	105.2553	上海松江洞泾工业公司	7.51	7.51	1994-04-04	5123.7081	114.6412
山鹰纸业	7.5525	3.83	28.9259	马鞍山山鹰纸业集团有限公司	7.83	7.83	2001-12-18	4501.9317	-44.5487
金地集团	44.7151	4.4	196.7464	深圳市福田投资发展公司	7.85	7.85	2001-04-12	47984.0643	-64.1863
爱使股份	5.57	5.41	30.1338	天天科技有限公司	9.09	9.09	1990-12-19	371.9355	-68.7725
胜利股份	6.4923	4.87	31.6176	山东胜利投资股份有限公司	9.23	9.23	1996-07-03	915.3079	-43.6753
TCL集团	84.7622	2	169.5244	惠州市投资控股有限公司	9.8	9.8	2004-01-30	82597.1763	322.526

被“弃”路径

虽然说不幸的“弃壳”各有各的不幸，但它们却有着相似的发展路径。新股上市，分红送转，再融资扩张，再分红送转，期间伴随着理不清的绯闻，股东减持，最终沦为鸡肋般的“弃壳”。

时下市场上争议极大的四环生物就是沿着这样的脉络一步步沦为“弃壳”的。

这家1993年上市的公司，上市之初公司的总股本只有1.01亿股，上世纪90年代中期公司连续配股，至1995年，公司股本扩张到了1.34亿股。从2001年开始，四环生物开始了连续再融资扩张，2001年9月，公司获准公开增发4500万股，总股本提升至1.79亿股；次年3月和8月，公司两度进行分红送转，先是2002年3月每10股送0.3股并转增5.7股，同年8月又以资本公积金转增股本每10股转增8股，这让四环生物的股本一举增加到5.15亿股；2003年，公司继续高送转，每10股送2.3股并转增7.7股，公司总

股本也跨上了10亿股大关。其后，四环生物进行了股改，作为第一大股东的江阴市振新毛纺织厂承诺，所持有的原四环生物非流通股股份自获得上市流通权之日起，在两年内不上市交易或者转让；在上述锁定期限届满后，其通过证券交易所挂牌出售的价格不低于6元，其股改限售股可流通日期定在2010年7月28日。

解禁上市一个月后，振新毛纺开始了它的减持之路，首批减持2910万股，彼时四环生物的股价刚刚迈上大股东减持承诺底价——6元/股，当时振新毛纺对减持的解释是因业务发展需求。在2010年的下半年里，振新毛纺抛售了6828万股，持股比例从此前的12.46%锐减至5.83%。

在大股东减持的这段时间里，四环生物开始不再满足于只干本行，一面涉足清洁能源领域，冠上了新能源概念，另一厢又增资北京山海经投资控股

有限公司，意图整合影视动漫产品，套上文化传媒的光环。最近被发现是一场骗局的专利合作案，也是在2010年9月份启动的。尽管有了新能源、文化传媒、医药专利三大概念，四环生物还在2010年底、2011年初澄清了华东有色借壳重组和赣州稀土借壳传闻。相应地，自2010年6月份至今年3月底，公司股价上涨了1.4倍。

直至今年6月份，四环生物在2010年的投资相继出现问题，对北京山海经的投资被转卖出手，医药专利合作也被认定为上市公司在合作中被骗。9月6日公司公告，原大股东振新毛纺将持有的4000万股四环生物以2亿元的价格出让给广州盛景投资有限公司。这也最终造就了仅持股4000万股的盛景投资以3.89%的持股比例成了四环生物的第一大股东。而这家号称看好四环生物未来发展的新大股东，未来将如何玩转这个“弃壳”，恐怕还需回天之术。

“跑路”前兆

如果不能顺利将壳资源脱手，那么减持套现，将成为资本玩家兑现收益的最后一环。而在这“惊险的一跃”之前，不少公司都做了相同的事——高送转。

根据同花顺iFinD数据显示，2010年年报和2011年中报两个财报期，利用资本公积进行转增比例超过“每10股转增8股”的上市公司共计228家，其中，2009年首发上市重新开闸后上市的公司共计164家，2009年前上市的“老”公司有64家。

上市融资让公司资本公积充盈，高送增不难理解，而一些上市已久的公司突然高送转，则应引起注意。经中国证券报记者统计，在前述64家“老”公司中，有15家公司的第一大股东在上市公司提出分配方案后进行了减持。

其中，去年转增比例仅低于梅花集团 600873 的迪康药业 600466 的第一大股东四川蓝光实业集团有限公司，在公司今年3月3日抛出以资本公积金每10股转增15股的分配方案后，大股东四川蓝光则开始了其大手笔的减持。先是3月3日-18日间，四川蓝光通知上市公司累

计减持851万股，占公司总股本的4.85%；4月15日至6月10日间，四川蓝光又抛售了2107万股，占公司总股本的4.8%；8月24日，大股东再抛88万股，占公司总股本的0.2%。迪康药业最新公告显示，四川蓝光在10月26日至11月2日期间又抛售了上市公司2187万股，占公司总股本的4.98%。短短8个月的时间，四川蓝光对迪康药业的持股比例从年初的29.9%锐减至如今的14.92%。

伴随大股东减持的，则是迪康药业上半年在二级市场上的强劲表现和不间断的“绯闻”。上半年，迪康药业先后被传出蓝光集团重组迪康药业近期将有新动向，四川某金矿开发有限责任公司有望注入上市公司、迪康药业谋划收购广东南雄稀土矿、公司正在筹备成立锂动力电池项目……虽然公司正面澄清，四川蓝光也表示并无重组事宜，但股价仍然坚挺。

有投行人士认为，如今迪康药业大股东的持股比例已经被稀释至14.92%，且总股本也从此前的1.76亿股一举扩容至4.39亿股，其壳资源价值显然已经大

打折扣，未来投资者期待其能一飞冲天的可能性不大，而作为控制方的四川蓝光似乎也认准了减持套现才是“正途”的道理。

高送转本身只是一个概念，无论是对公司的业绩，还是股东回报，理论上都没有实质的意义，A股投资者偏爱炒作高送转预期，也与预期未来股东存在套现意愿的猜测有关。”前述投行人士认为，高送转后上市公司成股东提款机的先例不在少数，在投资者还在憧憬一个个故事支撑的填权行情中，“做局者”恐怕早已抽身而退。

同花顺iFinD数据显示，以今年三季报数据为依据，两市每股资本公积在5元以上的共242家，单纯从送转能力来看，上述242家公司都有在年报期高送转的可能，除一些新上市公司外，世茂股份 600823 、彩虹股份 600707 等一批上世纪90年代的老牌上市公司亦在名单之中，不知明年送转期，又会有哪家上市公司步上迪康药业的后尘，在成为高送转排头兵的同时也扮演着股东“弃壳”的角色。

业内人士建议

回避业绩下滑创业板公司

□本报实习记者 张怡

《关于完善创业板退市制度的方案》向社会公开征求意见，令不少业绩下滑创业板上市公司的投资风险凸显。有业内人士提醒投资者，今后要更加重视上市公司净利润等财务方面的指标，尽量回避那些业绩下滑、濒临亏损的创业板上市公司。

据中国证券报记者统计，在上市流通的276家创业板上市公司中，今年前三季度净利润负增长的有78家，占比达到28.26%，其中部分公司已经濒临亏损。

在业绩下滑的创业板上市公司中，当升科技 300073 的净利润同比下滑速度最快，其今年前三季度净利润仅为98万元，同比下滑了95.6%。此前的财务数据显示，公司2008年至2010年的净利润同比增幅分别为124.29%、17.37%和-13.69%。更应警惕的是，对公司业绩形成冲击的，恰恰是公司内部无法控制的原材料价格上涨、新技术威胁及市场竞争的激烈。方正证券研究报告更称，由于当升科技的终端客户诺基亚等的传统市场受到苹果等智能手机、平板电脑的冲击，且所处行业过度投资、竞争加剧，公司的毛利率还将进一步下滑。

而受油价高企、原材料和人工成本上升等因素影响，身处物流行业的新宁物流 300013，正面临着成本高企导致的业绩危机。公司的净利润虽然在2009年保持了27.3%的增长，但2010年大幅下滑了35.7%，今年前三季度更是下滑了63.95%。此外，公司的净资产也下滑了2.08%。公司规模的扩大、物流成本的上升，都在侵蚀公司利润率。

同样濒临亏损的还有荃银高科 300087，公司今年前三季度净利润仅为153.65万元，同比下滑82.65%。2008年至2010年，公司的净利润同比增幅分别为71.01%、38.04%和-3.13%。资料显示，公司自上市以来进行了7次收购。

净利润增速逐步放缓乃至负增长的上市公司还有中青宝 300052 、南都电源 300068 、天龙集团 300063 、宝通带业 300031 、恒信移动 300081 、华伍股份 300095 和康耐特 300061 等。

11月30日，上述业绩下滑的创业板公司中，荃银高科、当升科技、中青宝跌停，其他几家公司的股价跌幅也多在6%以上。

■记者观察

治本须严格退市机制

□本报记者 李若馨

从投资者口中津津乐道的优质壳资源，到久传不衰的重组预期，一轮轮借势减持之后，经历了A股市场近20年的跌宕起伏，市场上终于出现了连谙熟于资本运作的玩家也玩不转的上市公司了。

这些公司自身实际业务恐怕已经很难再迎来一次新生，只能静静地躺在几块钱的股价上，等待着新的故事、新的庄家、新的资金的光顾。作为资本市场上“弃壳”，它们的未来将像浮萍一样难以自持。

多年前风光一时的*ST广夏 000557，如今的命运恐怕就是这些“弃壳”的前车之鉴。2010年1月18日，*ST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。同年9月，银川中院裁定*ST广夏重整，公司就此踏上了9年来的第三次重组之路。即使作为潜在重组方的宁夏宁东铁路股份有限公司承诺向*ST广夏注入净资产不低于40亿元的优质资产，并承诺重整完成后连续三个会计年度净利润不低于10亿元，但该方案仍遭股东和债权人的双双否决。负责该重组事宜的律师事务所人士认为，重整方案获得通过的难点主要在于股东层面。

资料显示，*ST广夏6.86亿股本掌握在6.55亿户股东手中，第一大股东浙江长金实业有限公司持股比例仅3.64%，其余股东的持股比例均不足1%，股权分散成为掣肘重整方案通过的要害。破产重整方面的法律专家称，在过往的案例中，破产重整的公司第一大股东持股比例都在10%以上，这让中小股东在股权转让渡中的压力并不大。造成*ST广夏股权高度分散结果的是其原第一大股东——中联实业，轮番抛售清仓*ST广夏，最终使公司的破产重整走进了死胡同。

ST梅雁 600868 、四环生物 000518 等境况相似公司，要想避免走上*ST广夏的老路，恐怕只能看公司自己的造化，大股东出手力挺的可能性似乎微乎其微。

A股市场上越来越多的“弃壳”公司，是将之视为最终影响市场良性循环的“癌细胞”，还是将其视为在缺失退市机制下市场的一种自我修复？市场人士看法不一。