

# 起底花式保壳术 退市新规下59家\*ST公司谁能成功?

■本报记者 谢岚 肖艳青

临近年底,又到一年保壳冲刺时。12月1日晚间,\*ST众泰、\*ST金刚、\*ST浪奇等多家上市公司披露重整进展公告,加快保壳步伐。

在监管趋严、退市规则升级的背景下,仍有公司试图钻空子。《证券日报》记者注意到,今年以来退市风险股拉长保壳战线,从年初便有公司开始策划保壳,例如通过并购重组、签订经营合同、设立新公司开展新业务等多种途径改善经营业绩。那么,这些公司能保壳成功吗?

## 59只\*ST股 面临退市风险

11月19日晚间,沪深交易所分别发布营业收入扣除指南,进一步细化营收扣除的执行标准,新增“扣除非经常性损益前后净利润孰低者为负且营业收入低于1亿元”的组合型退市指标。这也意味着\*ST股保壳难度进一步加大。

香颂资本执行董事沈萌在接受《证券日报》记者采访时表示,“营业收入扣除指南”的出台,是为了细化财务指标退市规则,减少不确定的灰色地带,让上市公司和市场都有更明确的判定标准,防止上市公司或游资利用模糊地带进行侵害投资者权益的操作。”

据东方财富Choice金融终端统计显示,A股共184只风险警示股,其中,“其他风险警示”ST股77只,“退市风险警示”\*ST股107只。

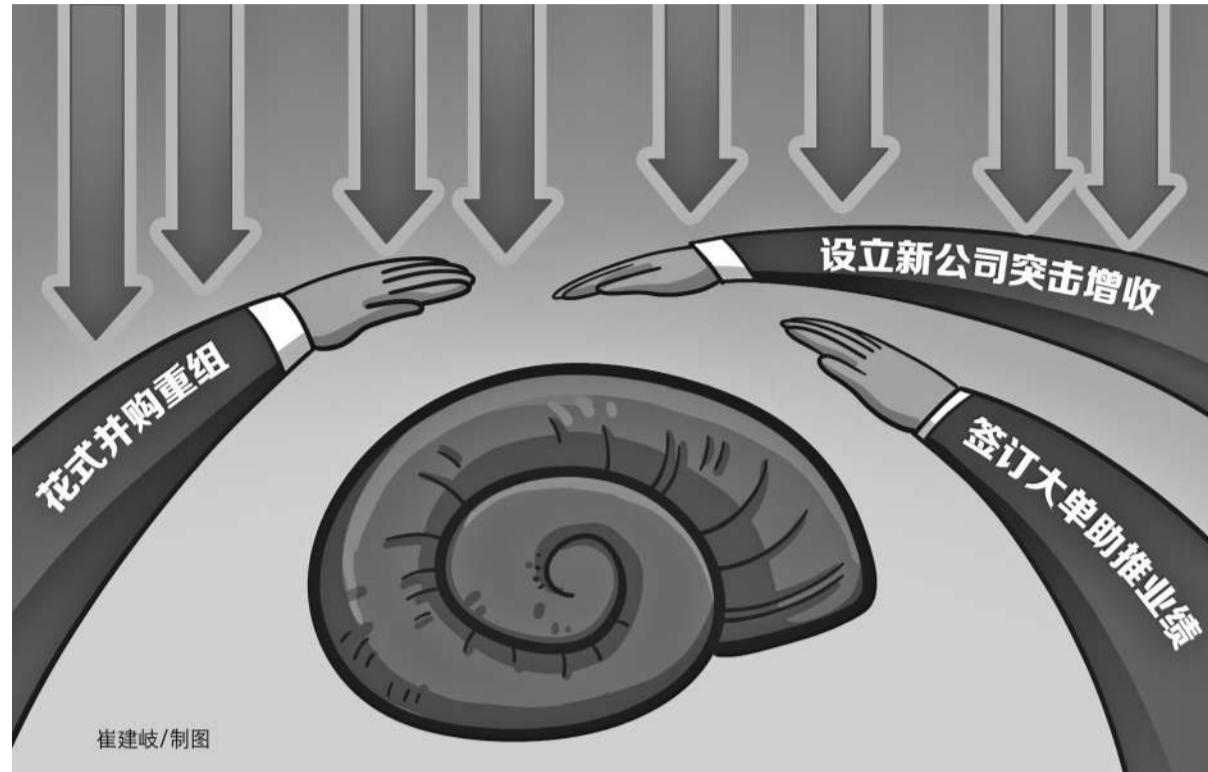
根据三季报数据,以“前三季度扣除非经常性损益前后净利润孰低者为负且营业收入低于1亿元”和“净资产为负”的财务指标进行筛选,在上述107只\*ST股中,有59只触及该情形。若其第四季度主营业务不能有大幅改善,将面临直接退市风险。

## 保壳术一: 花式并购重组

作为提高盈利能力、优化资产结构的重要方式之一,并购重组成为亏损公司保壳的选择。据《证券日报》记者不完全统计,今年以来半数以上\*ST公司发布过资产重组公告。

例如,\*ST当代11月底以1元挂牌转让全资子公司霍尔果斯当代东方院线管理有限公司持有的四家公司股权,四家公司股东权益评估值合计数为-6092.76万元。

清晖智库创始人宋清辉向《证券日报》记者表示,“如果没有外部战略合作伙伴的帮助,也缺乏可以迅速变



崔建岐/制图

现的资产,并购重组是部分退市警示股“保壳”的希望所在。”

不过,为防止上市公司通过受托表决权、受赠子公司或业务等方式突击“并表”增大营收以规避退市,交易所营业收入扣除指南中明确,将“以显失公允的对价或非交易方式取得的企业合并的子公司或业务产生的收入”进行扣除。

然而依然有公司顶风作案。10月23日,\*ST新亿0元受让子公司亿翔源41%股权一事引发上交所下发问询函,要求公司说明取得亿翔源股权付出对价是否显失公允,产生的营业收入是否否符合营业收入扣除相关标准。

川财证券首席经济学家、研究所所长陈雳在接受《证券日报》记者采访时表示,“0元购资产或者赠资产,这种方式并不能给公司的持续经营带来很大的正向改变,更多的是财务调节行为。由于这种方式不具有持续性,还是要看未来公司业绩是否会持续向好,这直接关系到未来投资者对公司投资价值 and 估值的判断。”

截至发稿,依然有多只ST股的并购重组正在进行中,距离年底仅剩一个月,要想通过并购重组保壳须与时间赛跑。

## 保壳术二: 签订大单助推业绩

记者注意到,一些ST股为了保壳,会通过签订大额经营合同快速扭转经营业绩,但这样的业务模式往往

不具有持续性。而此次沪深交易所发布的营业收入扣除指南,也将“未形成或难以形成稳定业务模式的业务所产生的收入”作为“与主营业务无关的业务收入”的兜底条款,彻底堵死了欲通过突击签订大额合同规避退市的行为。

以\*ST罗顿为例,公司11月19日公告称,拟与腾讯科技(深圳)有限公司签订2.5亿元的合作协议,交易金额占公司最近一期经审计净资产的50%以上。这张突然出现的大额合同引发市场质疑,上交所火速下发问询函,要求公司说明双方合作协议项下的相关业务是否具有稳定的业务模式。

当然,也有部分\*ST上市公司努力改善盈利能力,积极拓展业务,连续签订经营合同。据不完全统计,今年有十余家\*ST公司披露了年内签订的大额经营合同情况,比如,\*ST绿景为改善经营业绩,通过开拓业务,自今年6月份至今共签订7份工程施工合同,金额合计1.55亿元。\*ST丰华10月份披露其控股子公司签订产品定制合同总金额约为4418万元,占公司2020年度经审计营业收入的比例约为74%,若合同能顺利履行,预计将对2021年度财务状况产生积极影响。

陈雳对记者表示,“监管层对保壳的态度非常明确,如果公司围绕主业经营,提升自己的经营效率和水平,那么签订大额经营合同的行为是值得鼓励的。如果虚构经营业绩,刻意进行财务造假、编造营收,是要受

到严惩的。”

## 保壳术三: 设立新公司突击增收

为了保壳,今年以来还有20余家\*ST公司通过设立子公司整合资源、开展新业务等方式来寻找新的利润增长点。对于此类保壳动作,此次营业收入扣除指南也明确了金融和贸易业务收入扣除标准,打击想通过贸易以及金融等业务突击增收的保壳行为。

例如,\*ST科林为打造新零售、新经济业务平台,推进公司新业务的发展,自筹资金1000万元设立全资子公司有乐优选(海南)商贸有限公司,从事贸易经纪、销售代理、国内贸易代理等业务。

而如果贸易业务收入最终扣除,这些为保壳设立贸易公司提升业绩的公司或许面临着“竹篮打水一场空”的局面。不过,也可以看到,有多家公司设立了与主营业务相关的子公司来促进公司盈利能力提升,比如\*ST景谷及其子公司与周大福(关联方)共同出资设立有限合伙企业,进行林业相关产业投资。

对此,沈萌表示,“除了通过并购重组改善优化资产结构和质量、恢复盈利能力外,提升业绩表现也是保壳的重要方式,如果能够扩大业务或开辟新的利润增长点,同样是对全体股东权益的保护。”

## 聚焦房地产融资

# 前11个月房企发债融资8466亿元 年底前尚需还债800亿元

■本报记者 王丽新

尽管11月份债券市场融资开闸,但房企整体融资规模仍处于相对紧缩状态。根据贝壳研究院统计,2021年1月份-11月份,房企境内外债券融资累计约8466亿元,较2020年同期下降19%,规模减少1990亿元。其中,11月份,境内外债券融资共发行48笔,较上月增加17笔,发行规模折合人民币约473亿元,环比增加55.6%,同比减少43.4%。

“信用债融资明显转暖,政策边际调整效果正在显现,但此前融资补血主要渠道之一的海外债融资环境还在持续恶化。”中指研究院企业事业部研究负责人刘水向《证券日报》记者表示,未来几个月,随着国内融资环境改善及房地产市场恢复,海外债融资环境或许会逐步改善。

## 境内债修复速度快于境外

根据贝壳研究院统计数据,从境内外融资具体情况来看,11月份境外仅成功发行2笔债券,发债规模2.58亿美元,发债数量与规模均为年内单月最小值,规模环比下降83.6%,同比下降94.3%;境内债券共发行46笔,发行规模约457亿元,环比增加125.1%,同比减少17.7%,境内债券发行规模占比约97%。

此外,11月份,地产境内债具有较强的结构性特征,46笔债券中有44笔发债主体为中央或地方型国有企业,占比约96%,其余两笔发债主体为万科旗下的印力集团,优质发债主体优势愈加显著。

“境外美元债市场低预期持续走高,结合年末房企美元债余额不足,预计12月份境外债维持低温。”贝壳研究院称,但受国内房地产行业宽信用预期影响,房企多笔到期债务成功获得展期,部分房企短期流动性得到阶段性缓解,境内债修复预期明显超过境外债。

“从区域市场看,境外投资者对于中国房企的投资信心还有待恢复,相对来说,境内投资者的信心恢复要更好,也使得此类境内发债的工作更容易推进。”易居研究院智库中心研究总监严跃进向《证券日报》记者表示,接下来,预计房企

资金状况会得到适当改善。

## 12月份到期债务约800亿元

事实上,四季度历来是房企还债的集中期。自10月份花样年等房企债务违约后,11月份以来,多家房企积极寻求解决短期流动性的策略,比如提前与金融机构谈判,协商是否能将债务展期等。

而自11月初阳光城ABS和美元债成功展期后,越来越多房企以展期或要约交换来处理即将到期的信用债。

11月24日,据上海产权交易所信息显示,债券规模为15.43亿元的花样年“20花样02”,利息展期议案通过;11月25日,佳兆业公布了2021年12月7日到期4亿美元债券的要约交换方案,根据方案,投资人每1000美元本金可以获得1000美元新票据、25美元现金回报及资本化利率,新票据于2023年6月6日到期;11月份,中国奥园三笔共计15.16亿元境内债成功展期。

同时,11月份,房企股权、资产等交易保持活跃,房企短期流动性处于积极修复过程中。

“投资人与发行人的目标是一致的,一旦违约将引发房企经营层面的危机,这让房企和投资人更头疼。”某机构人士向《证券日报》记者称,如果房企旗下资产属性较好,发行主体尚有谈判筹码,但背后仍涉及追加抵押、优先支付比例等关键条款,这类谈判往往会让发行人付出更大代价换取暂时喘息的机会。

据贝壳研究院统计数据,预计12月份房企到期债务维持在800亿元规模,房企偿债压力仍然较高。

“民营房企之前的融资主力战场——海外债融资环境仍持续恶化,‘借新还旧’计划多数落空,这对部分海外融资占比较高的房企造成很大压力。”某不愿具名分析师向《证券日报》记者直言,即便债务得到展期,面临的将是多笔债务集中兑付的压力,短期流动性之外,房企寻求更多自救之路。

“距离今年结束仅剩1个月时间,房企将会加速出清存货,或将延续下半年以价换量的策略,通过销售市场的资金回笼等操作,更好地改善现金流。”严跃进表示。

# 保利发展30天抛243亿元融资案 是为“储粮”还是为偿债

■本报记者 王丽新

11月下旬,保利发展接连抛出两宗融资方案。11月30日晚间,保利发展发布公告称,公司拟发行租赁住房资产支持证券化产品,发行规模不超过100亿元。而就在不久前的11月22日,保利发展称拟发行不超过98亿元的公司债券,期限不超过10年(含10年)。

此外,仅11月份单月,保利发展就成功发行两笔中期票据,合计规模为45亿元。以此计算,30天内,保利发展总计抛出243亿元融资案。

频繁输血背后,是“储粮”发力还是偿还债务?

“近期,部分央企、国企及大型房企在公开市场发债融资,说明融资端政策正在向宽松方向逐渐回归正常的方向发展。”同策研究院资深分析师肖云祥对《证券日报》记者表示,通过融资输血,利于缓解企业资金压力。同时,能够增强企业市场竞争力,可抓住拿地窗口期备货,投资布局更具优势。

## 抛百亿元融资大单

“三道红线”之下,截至9月30日,保利发展剔除预收账款资产负债率65.62%,净负债率67.62%,现金短债比2.32。净负债率及现金短债比情况较上半年有所弱化,不过依旧处在绿档,融资输血动作较为频繁。

据《证券日报》记者不完全统计,今年以来,保利发展在短短11个月内发债8项,票据4项,总规模已达181.9亿元,发行利率水平在3%-4.5%之间,若加上已经抛出的两宗合计198亿元的拟融资方案,发债规模和频率都远胜以往。

据11月30日公告显示,保利发展资产支持证券化产品拟发行规模不超过100亿元,拟直接或间接认购次级资产支持证券化产品,认购比例不超过资产支持证券化产品规模的10%,初步选定广州天悦养老公寓、长沙麓谷林语、长沙保利国际广场、重庆林语溪、沈阳溪湖林语、天津大都会、汕尾金湾湾、成都198拉斐等项目作为首次资产标的,首期发行规模约10亿元(具体根据发行情况确定)。

对于发债目的,保利发展称,为提升公司自持物业的运营效率,探索创新型资产运作。除却该笔融资计划,其他已

经发行或拟发行的公司债及中期债券,用途多是偿还债务、补充流动资金及其他用途。

“近期债券市场融资开闸,主要对象是央企、国企和地方城投平台,主要目的是在城市更新、老旧小区改造、区域开发基础设施、公共服务等领域补短板,需要这些企业去落实。”广东省住房政策研究中心首席研究员李宇嘉向《证券日报》记者表示。

## 拿地势头颇猛

进入行业规模前三的目标仍在,保利发展在土拍市场频繁举牌。根据中指研究院2021年前11个月房企拿地排行榜显示,保利发展仅次于碧桂园和万科,位列第三位,拿地金额为1119亿元,紧随其后的是中海地产、华润置地、绿城中国等国资房企。

而在土拍市场遭遇寒流的当下,保利发展拿地成本并不高。根据评级机构测算,今年上半年,在保利发展拿地金额中,集中供地占比42.6%,第一轮集中供地中拿地平均溢价为15%,与22城基本持平。第二轮集中供地新增地块六成底价成交,平均溢价为12%。第三轮集中供地还在进行中,保利发展已在南京等城市有所斩获。

“部分民营房企暴露信用风险后,多数融资陷入停滞,央企国企在融资端和拿地端的实力提升,这将改变未来房地产市场竞争的格局。”李宇嘉直言,如若重启并购贷,且并购贷不计入“三道红线”融资规则要求,有实力的房企将会加大兼并弱房企的力度,部分央企国企地位将得到进一步提升。

“信用债市场的存在,给予大中型房地产开发企业以长期限、低成本、用途限制较少的增量资金,使得大中型企业在土地市场具备极强的竞争力。”中信证券在一份研报中称。

换言之,谁能率先以低成本获得融资输血,便可低成本斩获土地,将在未来市场中抢得更大话语权。不过,中信证券在上述研报中也提示了风险,比如大多数大中型地产在未来一段时间都要面临或大或小的、以经营性现金流流入净偿还债务的情况。而鉴于楼市遇冷,项目层面面向总部层面的现金“逆流动”并不顺畅,则增加了大企业的挑战。

# 重组并转型锂电池行业 新力金融停牌前涨停 私募提前“入场”引发内幕交易质疑

■本报记者 张志佳 见习记者 余俊毅

计划放弃金融业务投身锂电池赛道的上市公司新力金融,近期却被质疑涉嫌内幕交易。

往前追溯,11月10日,新力金融股票突然涨停,当日晚间,公司披露了筹划重组停牌公告,于11月11日开市起停牌。此后公司股票在11月25日复牌,截至11月30日,连续4个交易日涨停。在此期间,有私募机构提前精准“埋伏”,这也使得新力金融此次重组被质疑内幕交易。

12月1日开盘后,早盘新力金融股价涨幅超5%,创下一年以来新高。不过,截至当日收盘,其股价下跌0.30%,报收13.37元,当日主力资金净流出2.11亿元。

据了解,新力金融是一家金融服务公司,主营业务为融资担保、小额贷款、典当、融资租赁和网贷信息中介服

务。11月24日晚间,公司正式披露重大资产重组预案,拟将其持有的主要从事融资担保、小额贷款、典当和融资租赁等金融业务的公司股权置出上市公司,同时置入比克动力75.62%股权,差额部分由新力金融以发行股份的方式购买,同时募集配套资金。上述交易完成后,比克动力将成为新力金融控股子公司,新力金融的主营业务也将转变为锂离子电池研发、生产及销售。

记者了解到,比克动力成立于2005年,主要从事锂离子电池的研发、生产及销售。虽然公司所属锂电池赛道目前十分火热,但公告显示,比克动力存在持续亏损风险以及未决诉讼风险。因此,有不少投资者认为该公司并非优质标的,甚至有投资者表示,强烈要求监管严查该股是否存在内幕交易。

随后,上交所对公司下发问询函,要求其补充披露停牌前筹划重大事项的具体过程,包括接触、协商、签订协议

等关键环节和参与知悉的相关人员,说明是否存在内幕信息泄露的情形。

11月29日晚间,新力金融发布股票交易风险提示公告称,因上市公司股价的异常波动或异常交易可能涉嫌内幕交易,重组双方可能无法就估值达成一致,拟置入资产质押、冻结事项无法解除等,导致本次重组存在被暂停、中止或取消的风险。

事实上,部分投资者质疑机构提前获得内幕消息并入场“埋伏”。记者查阅上市公司公告发现,11月25日,新力金融披露关于截至重大资产重组停牌前一个交易日前十大股东和前十名流通股股东持股情况公告,对比三季报披露的股东情况来看,截至11月10日,新力金融前十名股东中新增两位,均为上海通怡投资管理有限公司旗下的投资基金。两只私募基金分别为通怡麒麟5号私募证券投资基金、通怡麒麟6号私募证券投资基金,持股

数量分别为300.14万股、287.29万股。

记者以投资人身份就公司是否存在内幕交易行为致电新力金融证券部,相关人员表示,目前公司一切正常,公告内容只是股价波动的例行风险提示,而所谓的私募提前入场一说也属于虚乌有。

那么,对于私募基金在重组公布前集中买入,公司股价在停牌前后连续涨停的情况,是否存在内幕交易的可能?

对此,京沪律师事务所律师张立文在接受《证券日报》记者采访时表示,内幕交易的一大特点就是获取信息的渠道和掌握信息的人数特定,数量少、信息隐蔽。对于上述情况是否存在内幕交易,还需要相关机构进一步查证。

天同律师事务所合伙人、中国法学会证券法学研究会理事何海峰也表示,随着民事责任的健全、行政执法力度的加大和刑法的完善,相信未来内幕交易行为会得到更严厉的制裁。

(上接A1版)

北京利物投资管理有限公司创始合伙人常春林对《证券日报》记者表示,专业机构积极布局北交所投资机会,能够给北交所带来充足的投资者后备力量,提高北交所价值发现的效率,提升资本市场服务创新型中小企业能力。

粤开证券研究院副院长、首席宏观研究员罗志恒在接受《证券日报》记者采访时表示,“不止公募基金,未来社保、险资等长期资金也会将北交所标的纳入投资范围。此外,预计时机成熟时,北交所将推出北证相关指数和ETF,投资端的产品也将越来越丰富,这

有利于为投资者构建更加丰富的投资生态,促使投资者更深入参与市场。”

## 明年上市公司数量有望冲刺150家

投资端准备好了,北交所融资端准备好了吗?

根据上市规则要求,在全国股转系统连续挂牌满12个月的创新层挂牌公司可申请到北交所上市。罗志恒对《证券日报》表示,创新层挂牌公司的容量和质量决定了未来北交所上市公司扩容的速度和空间。

为契合中小企业发展阶段和经营

特征,北交所设置了四套差异化上市标准,涵盖市值、营收、研发等指标,在门槛设置上包容性更强、覆盖面更广。根据统计,截至12月1日,创新层挂牌企业为1224家,过半数企业满足北交所基本上市条件。

此外,北交所的后备队伍正在稳步、有序壮大。据北交所官网数据显示,截至12月1日记者发稿,有60家企业处于发行上市审核阶段,包括12家已受理、38家已问询、9家中止以及1家通过上市委会议。

北交所开市后,多家创新层公司发布公告,计划冲刺北交所。据东方财富Choice数据统计,截至11月30

日,北交所拟申报企业家数增至209家,其中206家上市辅导中,1家通过董事会决议,2家通过股东大会决议。

罗志恒表示,预计明年北交所上市公司将冲刺150家,加速形成一个庞大的市场生态,有力支撑中小企业的创新发展。

在常春林看来,北交所赚钱效应初步显现,交易资金规模增加,流动性持续改善,提升了市场化定价的功能,投融资两端相互促进、相辅相成,形成“双赢局面”,投融资两端后备力量源源不断的良性循环,有利于营造良好市场生态,满足投资者财富管理需求,提升投资获得感,支持中小企业创新发展。