

# 重组卡壳“倒壳”频现“如意算盘”频频落空

■ 任明杰

刚买来的“壳”还没捂热乎,一些上市公司新控股股东却又筹划起卖“壳”来。据日前步森股份(002569)公告,新控股股东刚刚入主一年多后,公司控制权再次易主。去年以来,上市公司控制权转让如火如荼,但新控股股东入主后,通过重大资产重组“借尸还魂”的如意算盘却频频落空,深陷“卡壳”泥潭的不少新控股股东不得不将手里的控制权进行二次倒卖。

业内人士表示,新控股股东入主后,收购第三方资产本身就困难重重,而一度被认为可以绕过重组新规的“三方交易”更是受到监管层从严监管。在此背景下,新控股股东在入主后能否“玩得转”,一方面取决于新控股股东的实力和产业背景,另一方面取决于交易结构,特别是在“三方交易”中。

## 从“买壳”到“倒壳”

去年以来,已有近80家上市公司通过股权转让的方式易主。但是,一些还没把“壳”捂热乎的新控股股东已谋划起卖“壳”来,像步森股份这样再次易主的案例逐渐增多。

9月26日晚间,博信股份(600083)公告称,公司控制权转让完成过户,苏州晟隼取代炬卓发展成为公司新的控股股东。实际上,这已是博信股份控制权近两年来的第二次转让。2015年11月25日,炬卓发展通过股权转让的方式从原实际控制人杨志茂手中取得博信股份控制权。

“倒壳”频频出现,很大程度上是由于新控股股东深陷“卡壳”泥潭。实际上,“壳”市场上纯粹的“二道贩子”极少,绝大多数新控股股东入主后,通常的打算是通过收购第三方资产推动上市公司转型,再伺机减持。但是,从实践来看,去年以来很多控制权易主的上市公司均进行过重大资产重组的尝试,但多数以失败告终。

以步森股份为例,去年8月上海睿鹭入



主后,步森股份于当年11月确立了金融科技行业的转型方向,并于今年4月19日起停牌筹划收购第三方支付和金融科技信息服务资产。不过,9月29日晚间,步森股份宣布终止上述重大资产重组。在无法“玩转”的情况下,上海睿鹭只好倒手卖掉了步森股份控制权。

不过,“倒壳”看起来潇洒,实则困难重重。“倒壳”的难度是很大的,因为“一手壳”的取得就是溢价收购,“二手壳”要实现获利退出的话,势必要在此基础上有更高的溢价,这样一来,它的成交难度相对于“一手壳”是成倍增加的。”华泰联合证券董事总经理劳志明对记者表示。

## “如意算盘”频频落空

取得上市公司控制权,把上市公司作为资产整合平台,通过并购重组提升上市公司价值后,伺机减持获利——这是一些新控股股东入主上市公司的最初设想。但是,这样的“如意算盘”为什么会屡屡落空,乃至变为“倒壳”呢?

“如果自己已有资产,只是不符合借壳条件,等符合借壳条件了再借壳还可以。但是,如果本身没有资产,而是向第三方购买资产,作为外行买到的资产很可能质量一般。而且,

小体量的资产对股价的影响不大,没必要折腾;大体量的资产要么想借壳,要么对股比的影响很大。所以,大也不行,小也不行,很容易陷入两难境地。”劳志明表示。

控制权转让中一度流行的“三方交易”已经受到从严监管。去年重组新规发布后,“规避借壳”的交易几近绝迹,“三方交易”随即流行起来。这种交易的特点是:向一方转让上市公司控制权,同时或随即向第三方收购,特别是“跨界”收购大体量资产。这样的交易结构,一度被认为可以绕过重组新规。

不过,今年3月24日,证监会发言人在例行发布会上针对前段时间4起类似方案被否事宜表示,在这样的交易结构中,上市公司在很短的时间内不仅变更了实际控制人,还对原主业做了重大调整,在控制权稳定、持续经营能力等方面存在重大不确定性,比典型的重组上市更复杂多变,需要从严监管。

在此背景下,“壳买卖”变得更加谨慎,利益博弈也更加复杂。今年10月,中超控股(002471)原控股股东中超集团在将控制权转让给深圳鑫腾华的时候,竟罕见地作出了5年的业绩承诺。并购专业机构“并购汪”对此表示,通过业绩承诺,深圳鑫腾华将自己与中超集团紧紧联系在一起,不会出现还未进行完重组,原控股股东/实控人就减持退出的局

## IPO的审核依然“严格把关”企业没真本事想过会很难

■ 朱宝琛

新一届的发审委开工以来,对IPO的审核依然是“严格把关”。统计显示,近日,发审委审核了19家公司的首发申请,其中,3家被否,2家暂缓表决,14家获得通过,通过率为73.68%。

对此,一位投行人士在接受记者采访时表示,仅从一周多的审核来判断通过率过早,应该再观察一段时间。但不可否认的是,通过这几场发审会上发审委的问询情况来看,发审委委员的问询确实是更加细了。

据《证券日报》记者观察,截至10月26日,新一届的发审委已经审核了19家公司的首发申请,除了暂缓表决的两家公司没有公布具体问询的问题,其余的17家公司,发审委提出的问题涵盖4个到5个方面,每个方面往往又包含了若干个小问题,加起来多则14个,少则7个,着实考验发行人和保荐机构的应变能力。

以被否的湖北威尔曼制药股份有限公司为例,发审委指出其在报告期内存在四方面的问题:无实际销售活动的发票开具行为;实际销售收入确认与招股说明书中描述不符;发货指令单上无发货人、储运部主管、出纳签字,产成品出库单上仅有制单人名字,无复核人、发货人、主管签字审核,原材料采购入库环节原始单据无编号,车间到仓库的产成品入库环节原始单据无编号;报告期内现金交易金额较大,相关的资金管理制度对现金的提现标准与现金使用无明确规定等。

对此,发审委要求公司进一步说明在开票、产品发货和出库、原材料采购、资金管理等方面的内部控制制度及实际执行情况,如何保证相关制度的有效实施;申报材料有关销售收入确认原则前后披露不一致的原因,发行人实际执行的收入确认原则是否符合企业会计准则的要求。

市场人士表示,在新股发行常态化以来,市场对新股的关注点集中在信披的准确性、真实性,以及是否具有持续的盈利能力,是否合规可控等,而此前所关注的“三高”问题,即“高发行价、高发行市盈率、超高的募集资金”有所弱化。因此,在新一届发审委深挖细节的审核风格下,任何细枝末节的问题都可能被提问,因此企业没点“真本事”,试图糊弄过去,那是绝不可能。

值得关注的是,日前,奥飞数据、博拉网络的IPO申请,发审委给出的审核结果为“暂缓表决”。据了解,这两家挂牌转IPO的企业均在不久前清理了三类股东。

在对两家公司的审核之前,有业内人士预计,总体来看,这两家公司的质地均不错,又都清理了“三类股东”,过去可能性较大。两家公司如果过会,会坚定其他类似企业清理“三类股东”的意愿。

## 多家上市公司重点布局 IAB 相关产业有望获益

■ 万宇

近日,广州市印发《广州市建设“中国制造2025”试点示范城市实施方案》(简称《方案》),广州将围绕创建“中国制造2025”试点示范城市,聚焦IAB(新一代信息技术、人工智能、生物医药)重点产业行动计划,围绕八大重点领域加快实施八项重点工程。海格通信、赛意信息、高新兴、佳都科技、白云山、金城医学等围绕IAB布局的广州上市公司有望获益。

### 重点发展 IAB 产业

《方案》显示,广州提出了创建“中国制造2025”试点示范城市的八大重点领域及方向:智能装备及机器人、新一代信息技术、生物医药与健康医疗、智能与新能源汽车、新材料、新能源、都市消费工业和生产性服务业。

IAB是《方案》中聚焦的重点产业。在新一代信息技术方面,广州将引进上游半导体、集成电路,下游移动终端、液晶电视制造企业,打造千亿级平板显示产业集群;围绕移动智能终端、存储器、光电、照明、传感网、物联网等应用领域,引进和培育一批具有自主知识产权、具有国际影响力的集成电路设计龙头企业;大力发展互联网核心技术,推动互联网应用服务创新,在新型显示、集成电路、互联网等领域发力。

在人工智能领域,广州将建立健全人工智能领域产业链,培育以大数据和云计算为支撑、具有广州优势的人工智能产业集群和产业生态。瞄准人工智能核心技术突破,着力加快基础硬件、核心算法开发、语音及语言理解、机器视觉、认知智能、脑机接口技术、机器翻译和智能技术应用等重点领域发展。推进智能产品创新,促进人工智能在制造、家居、汽车、软硬件终端、可穿戴设备、虚拟现实和服务业等领域的推广应用。

在生物医药方面,广州将重点发展中药有效成分的提取、纯化、质量控制新技术,加快新型中药饮片等新技术开发和应用,发展新一代基因测序技术以及基于基因信息和分子标志物的精准治疗技术,开展癌症、高血压、糖尿病、出生缺陷和罕见病的精准防治,推进化学合成创新药和现代中药生产及研发。并重点发展分子诊断、即时检验以及生物材料3D打印装备、高通量临床检验设备、肿瘤治疗器械及设备、高性能医学影像设备、康复工程技术装置等高性能医学检验医疗装备及器械。

### 相关上市公司有望受益

今年年初,广州发布“IAB”计划,将围绕新一代信息技术、人工智能、生物医药等战略性新兴产业构建广州未来的产业蓝图。广州市商委的数据显示,今年上半年就有总投

面。

### 实力成关键因素

虽然大多数控制权转让后筹划的重大资产重组以失败告终,甚至把“壳”倒卖掉,但是通过控制权转让和重大资产重组使“壳”公司成功“借尸还魂”的案例也有不少。业内人士表示,能否成功,一方面取决于股东实力和产业背景,另一方面取决于交易结构。

“具有相当实力的产业资本在收购上市公司控制权后更容易在资产整合上取得成功。因为他们懂产业,所以不但具有价值判断能力,而且还具有资产的整合能力。相反,很多收购方实力薄弱,收购资金甚至是杠杆资金,这样一来,对后期重组和股价的诉求就会很高,压力是非常大的。”劳志明表示。

以万福生科为例,在联想控股旗下的佳沃集团取得上市公司控制权并将之改名为“佳沃股份(300268)”后,不但使上市公司通过收购国垦水产“脱虚向实”,还通过向上市公司派驻董监高改善了公司治理结构,以及为上市公司提供担保等方式提升了融资能力,最终使上市公司走上了健康发展的轨道。

与之相反,前段时间因为控股股东内斗而闹得沸沸扬扬的科融环境(300152),其原控股股东在去年6月将上市公司控制权转让给天津丰利后,不但没有因为新控股股东获得提振,反而陷入高管离职、业务停滞不前的泥潭。公司在收购永煤环保70%股权后,又因迟迟不交付收购款收到交易对方的律师函。

而在受到严格监管的“三方交易”中,交易结构至关重要。

今年8月,因“三方交易”停牌一年多的\*ST爱富(600636)发布交易修订稿并回复交易所三次问询后宣布复牌。“并购汪”认为,\*ST爱富复牌的关键在于通过中国文发20%股份锁定60个月、上海华谊11.6%股份锁定60个月、奥威亚股东增持上限9%并锁定60个月等安排解除了重组上市的嫌疑。

资达千亿元的24个IAB项目落地广州。华为、腾讯、思科、冷泉港实验室、赛默飞等国内外知名企业纷纷落子,全球IAB产业创新高端要素资源正加速集聚。

海格通信、赛意信息、视源股份、高新兴、佳都科技、白云山、达安基因、香雪制药、冠昊生物、万孚生物、金城医学等广州本地上市公司也相继围绕IAB进行布局。此次《方案》印发,上述公司有望从中受益。

有“北斗导航装备研制专家”之称的海格通信是广州新一代信息技术代表企业,公司建设了北斗产业园项目,聚集上下游企业,发展起了较为完备的北斗产业布局,形成了“芯片—模块—天线—整机—系统及运营”的全产业链。

在人工智能领域,佳都科技已经掌握动态人脸识别核心算法。该技术突破了静态人脸识别的限制,人脸识别准确率从20%提升到了70%以上,成为了人工智能视觉领域的领头羊。

在广州大力发展IAB战略性新兴产业的背景下,传统医药制造企业白云山也加速布局。上月,广药白云山国际医疗器械创新园落户广州开发区,创新园将着力打造医疗器械技术高地、产业高地、服务高地。近日,白云山又与科大讯飞签署战略合作协议,双方将在医药健康、医疗服务、人工智能等六方面进行深度合作,探索建立我国“医药+智能”发展新模式。

## 证券业转型升级初见成效

证券行业始终扮演着投资者与融资者之间、投资者与市场之间、政府与市场之间的桥梁作用,责任重大。

近几年,证券公司的队伍不断发展壮大,据中国证券业协会统计,截至2017年8月底,证券公司数量达到129家,比2011年新增了20家;证券营业部达到9385家,5年间新增4388家。另有统计显示,2013年以来,证券行业为总计11万亿股票、股权和债券融资提供投行服务,为累计800余家企业A股上市、11400多家中小企业登录新三板市场提供了专业化金融服务。

与此同时,其自身实力也在不断增强——业务范围逐步扩大,盈利模式转型升级,资产质量明显提高,综合服务能力与国际化程度持续提升。

目前,经纪业务占据“半壁江山”的格局和证券行业“靠天吃饭”的窘境正在被打破。业内人士告诉记者,证券公司在持续拓展传统业务的广度和深度的同时,还积极推进业务创新和产品创新,证券公司的收入结构逐步优化,经纪业务营收占比明显降低,投资银行业务稳步增长,资产管理业务大幅增长,创

新类业务快速成长,盈利模式的转型升级初见成效。

事实上,证券行业在加强合规风控管理的前提下,积极探索业务创新和战略转型,综合服务能力持续提升。据业内人士介绍,传统经纪业务正从单纯的交易通道服务向新型财富管理服务转变,资产管理业务快速增长,资本中介、衍生品、FICC等创新业务从无到有,逐步探索发展,信息技术建设的不断加强为传统证券业务注入了新活力。

在国际化进程方面,随着我国开放型新经济体制的加快构建和人民币国际化有序推进,近几年来,证券行业国际化进程明显加快,证券公司国际化业务发展取得了明显进展。

据了解,证券公司海外分支机构建设提速,已形成了以中国香港地区为桥头堡、辐射亚太、迈向欧美的海外分支机构格局。同时,证券公司海外业务比例持续提升,国际化业务范围不断扩展,投行业务占国际业务的比重持续提升,资产管理业务增长迅速。QDII、RQFII业务、海外并购及财务顾问业务、跨境债券承销等业务也得到一定发展。

而发挥着政府与证券行业间“纽带”“桥梁”作用的证券业协会,近年来在证监会的监督指导下,认真贯彻落实党中央、国务院关于进一步促进资本市场健康发展的一系列重要决策和部署,秉承“自律、服务、传导”的职能定位,在多个方面取得了较为突出的工作成绩。如推动行业创新发展,行业核心竞争力显著提升;建立了全面的合规和风险管理体系,行业合规风控能力得到明显改善;推动私募市场规范发展,为建设多层次资本市场作出积极贡献等。

2011年以来,证券业协会秉承创新发展与合规风控动态平衡的理念,积极引导行业建立全面风险管理体系,加强压力测试组织和指导,督促落实合规风控各项要求,多项管理条例、规范发布。

在引导行业防控风险、自律发展方面,相关资料显示,证券业协会发布实施了《证券公司全面风险管理规范》等10余个自律规则,建立起完善的合规风控自律规则体系。组织和指导证券公司开展压力测试,定期排查机构系统性风险,加强风险监测、分析和预警。发布了《证券公司另类投资业务子公司管理

## 紧盯两大方向 沪港深主题基金仓位提升

■ 王炯业

随着基金第三季度报告陆续披露,基金在港股上的布局日渐清晰。

上证报记者统计发现,多数沪港深主题基金三季度末的港股仓位继续上升,个别主投港股的次新基金短短数月便将港股仓位提升至九成以上。此外,统计还显示,上述基金似乎更偏爱大金融及新兴科技两类板块,同时,名车分销商、国企改革概念也成为其布局的重点。

### 港股仓位继续提升

嘉实沪港深回报混合近日披露的三季度报告显示,其境内股票投资组合的公允价值为8.49亿元,占基金资产净值比例为33.12%。港股通投资股票投资组合的公允价值约14.7亿元,占基金资产净值比例为57.39%,两者合计比例占基金资产净值比例超九成。对比第二季度报告持仓情况,该基金三季度末的港股仓位相较于二季度末的48.29%,足足提高了9.1%。

据上证报记者统计,类似的案例非常多,同时,多只沪港深主题基金都已将港股仓位增至50%及以上。比如,交银沪港深价值精选将二季度末37.97%的港股仓位提升至三季度末的49.54%,嘉实沪港深精选提升后的港股持仓比例为59.84%,泰康沪港深价值优选提升后的持仓比例更是高达80.48%。

高仓位运作反映出基金对港股后市较为乐观。今年以来,恒生指数牛气冲天,至今已累计上涨30%,地产、汽车、保险、半导体等各类板块轮番大涨。在此背景下,投资港股的基金净值屡创新高,赚钱效应也不断吸引着各路新资金涌入。

记者注意到,一些主投港股的次新基金建仓更为凶猛。泰达宏利港股通优选是一只主投港股的股票型基金,成立于5月17日,此后便开始大量买入港股。据该基金最新披露的第三季度报告显示,其投资港股的市值已占基金资产净值比例的93.26%,前三大重仓股分别为腾讯控股、汇丰控股和工商银行。

### 瞄准两大方向

业内更关心的是,港股仓位大幅提升的沪港深主题基金的调仓布局。据上证报资讯统计,基金对大金融、新兴科技两个板块偏爱有加。

在大金融方面,中国人寿成为鹏华沪港深新兴成长基金前十大股票的新晋者,同时还获得泰康沪港深精选增持。中国平安分别被南方沪港深价值主题、泰康沪港深精选大举增持,前者将中国平安的持股量提高了2倍。此外,中国人寿、工商银行等也多次获得基金增持。

科技板块方面,舜宇光学科技分别被恒生前海沪港深新兴、泰康沪港深精选等基金大举增持,前者将该公司的持股量提高了近3倍。另外,腾讯控股、瑞声科技等公司也多次获得基金增持。

记者注意到,除了上述两大板块之外,中国粮油控股、广汇宝信也多次被基金增持。前者从事油籽、大米、小麦及啤酒原料的加工及销售业务。在国企混合改革的背景下,中粮集团旗下中国粮油控股近期动作不断。广汇宝信是以经营中高端、豪华品牌及超豪华品牌为主的汽车销售服务商,并已成为宝马在全球的最大经销商。

梳理汇总沪港深主题基金的投资逻辑,大金融仍是其认为的低估值品种,而以新能源汽车、新型通信网络、高端制造设备、泛半导体、新药研发等为代表的科技创新领域,也存在不少能保持较快增长的龙头企业。

规范和《证券公司私募投资基金子公司管理规范》,督促证券公司规范各类子公司及相关业务。据了解,目前证券行业建立了较为完备的自律规则体系,截至目前,证券业协会共有自律规则110项。

业内人士表示,未来监管部门将督促证券基金经营机构突出主业、稳健经营、诚实守信、勤勉尽责,强化资本约束和合规风控,不断深化改革开放,规范引导创新发展,促进证券基金行业全面提升服务经济社会发展的能力。

(据《金融时报》)

