

上市公司破产重整AB面:

共赢的密码与多输的启示

编者按:2020年以来,A股共有近60家上市公司完成了破产重整,注册制实施后,进入破产重整程序的上市公司数量迅速攀升,破产重整已成为上市公司风险出清、重获新生的重要途径。不过,完成破产重整只是上市公司“活下去”的第一步,长远来看,重整方案是否兼顾了各方利益、各类治理风险是否出清、引入的产业投资人管理水平高低、新注入资产的盈利能力强弱,是决定公司能否“活得好”“活得久”的关键。

通常,上市公司在重整后至少需要两三年才能完成基本面修复。在这一过程中,有的公司成功甩下包袱,逐渐回血;有的公司始终困于泥淖,业绩迟迟不见好转;也有的公司在重整完成后迅速遭遇“黑天鹅”,再次走向了退市的命运。

A面涅槃重生,B面黯然离场,回头审视当初的重整方案,不难发现命运齿轮的转动早已埋下伏笔。其中的启示与反思值得总结。

A面:逆境重生

B面:黯然离场

据统计,2020年以来完成破产重整的上市公司中,有14家完成重整至今已逾3年。除去已于2022年6月退市的德奥退,剩余13家公司中,与重整完成时相比,8家公司市值上涨,5家下跌;2023年前三季度8家公司扣非后盈利,5家亏损。同时满足市值上涨、最新季报和2023年业绩预告盈利的公司有中南文化、永泰能源、盐湖股份和莲花健康四家。

其中,永泰能源和盐湖股份属于资源型上市公司,核心资产变现能力强,重整过程中并未引入新投资人。相比之下,莲花健康和中南文化通过破产重整引入了新投资人,探讨这两个案例更具代表性和借鉴意义。

莲花健康:老牌国货重获新生

昔日“味精第一股”,1998年便已登陆资本市场的莲花健康,一度因行业竞争白热化及多元化转型失利而陷入债务危机。2017年和2018年,莲花健康连续两年亏损且资不抵债,并于2019年被交易所实施了退市风险警示。

2019年7月,莲花健康债权人国厚资产向法院申请对莲花健康进行破产重整,同年10月,重整申请获法院受理。协商阶段,上市公司引入了莲泰投资、润通贰号和项城市国控集团三家重整投资人,合计支付5.4亿元投资款,获得3.18亿股股票,持股比例占转增后总股本的23.04%。

莲花健康引入的三位投资人均实力不俗。莲泰投资背后是知名院系AMC国厚资产,国厚资产是参与上市公司破产重整的常客,在随后几年ST中安、*ST明诚、ST康美、中南文化等上市公司的破产重整中均可见到其身影。润通贰号是国企华润设立的投资基金,国控集团则是隶属于当地政府的国资平台。

几家实力投资人的入场,为莲花健康重整成功提供了保障。除了受让股权支付的5.4亿元投资款外,莲泰投资、国厚资产和国控集团还通过借款、土地收储等形式向莲花健康提供额外资金支持。

重整完成后,莲泰投资成为莲花健康控股股东,直接参与公司生产经营,新的经营方案保留了公司味精、鸡精、面粉等主营业务,剥离了低效资产,解决了公司的债务危机。

重整完成后,莲花健康的资产结构、盈利能力和营运效率均显著改善。2021年莲花健康资产负债率降至50%以下,扣非净利润自2020年起转正并持续至今,2022年莲花健康的存货周转率和应收账款周转率较三年前分别提升了9.35%和25%,期间费用率由2019年的23.49%大幅下降至8.29%。

从二级市场表现来看,莲花健康重整完毕至今市值累计增长了78.75%,股价上涨了51.57%,以最新股价计和投资人人股价计,投资人投资收益率为165%。

*ST贵人:新进实控人被立案

2024年3月29日,昔日鞋王贵人鸟因触及面值退市标准而被正式摘牌,结束了10年上市之旅。此前,上交所向公司下发了监管函,并对上市公司及实控人予以通报批评,明确上市公司隐瞒大额关联交易,且公司控股股东、高管、实控人等尚有义务未履行。公司实控人、董事长已被证监会立案调查。

贵人鸟2014年上市后便开启了疯狂扩张模式,2015年巅峰时期市值超过400亿元。2018年起,公司业绩急转直下,连亏三年,深陷债务危机。2020年8月,身处退市边缘的贵人鸟被债权人申请破产重整。

贵人鸟共引入了五位重整投资人,泰富金谷出资4.2亿元,受让了公司20.36%的股份。泰富金谷实控人是李志华,其麾下产业均为农业相关公司。而除泰富金谷外,其余四名参与贵人鸟破产重整的投资人均均为自然人。重整完成后,贵人鸟控制权未发生改变。

根据重整计划,重整完成后,贵人鸟仍将聚焦运动鞋服的设计、研发、生产和销售等主营业务,公司承诺2021年至2023年实现扣非净利润不低于1亿元、1.5亿元、2.5亿元。

2021年7月贵人鸟重整完毕,但仅仅过了一年,因原控股股东贵人鸟集团(香港)有限公司持有股份被司法拍卖,导致泰富金谷成为新控股股东,泰富金谷控股股东李志华成为上市公司实控人,随后成为上市公司新任董事长。

李志华入主后,贵人鸟的主营业务由运动鞋服调整为粮食贸易,然而公司经营依然脱困无望。2021年短暂扭亏后,2022年,贵人鸟扣非净利润0.69亿元,下滑22.82%,盈利金额不到重整时承诺一半;2023年前三季度贵人鸟亏损0.61亿元,股价持续下跌,长期被质疑利益输送,最终走向了退市的结局。截至目前,公司仍存在控股股东及董事增持计划未完成、实控人控制企业未向公司返还大额款项等事项。

中南文化:国资纾困化解债务危机

中南文化前身为中南重工,2014年起公司主营业务由金属制品业转向大文化产业,并更名为中南文化。在向文娱赛道转型的过程中,中南文化大举负债发起并购,以此提升市值和营收规模。然而随着2018年后影视业监管政策趋紧、行业遇冷,公司前期收购的资产业绩变脸引发大额减值,公司陷入经营危机。而此时,公司还存在大额违规担保和资金被占用问题,进一步加重了财务负担。

2020年5月25日,中南文化向无锡中院申请重整,并在无锡中院的指导下启动预重整,由中南文化聘请的法律顾问担任预重整引导人,开展债权申报、资产审计评估、招募投资人等工作,这也是江苏省首例上市公司经过预重整进入重整的成功案例。近两年,预重整作为庭外重组和司法重整的衔接程序,已越来越多地应用于上市公司解困。

通过招募与遴选,中南文化以资本公积转增股票的形式引入了江阴澄邦、招商平安资管和国厚资产三位投资人。其中,江阴澄邦的主要股东为江阴国资,招商平安资管与国厚资产为财务投资人。投资人合计出资8亿元,并需对部分违规事项承担补足责任或偿付义务。

2021年3月30日,中南文化完成破产重整,正式成为江阴国资控股的上市公司,以重整为契机,中南文化化解了债务危机,主业重新回归制造业板块。在重整方案中,中南文化预计公司2021年至2023年分别实现营业收入5.4亿元、6.5亿元、8亿元,净利润分别为5000万元、6000万元、8000万元。

从业绩表现来看,中南文化2021年和2022年营业收入稳步增长,2022年扣非净利润实现扭亏,达到6400万元,营业收入达到6.56亿元,实现了重整方案中的预测水平,业绩修复速度快于同期完成重整的上市公司。

*ST博天:飞出财务造假“黑天鹅”

2024年2月2日,*ST博天公告称,因连续多年财务造假,上交所对股票作出终止上市决定,目前,公司已进入退市整理期。

*ST博天2017年登陆A股,2019年业绩便开始急转直下,3年累计亏损23.64亿元,并走向退市边缘。2022年4月,债权人申请对*ST博天进行破产重整。

预重整阶段,*ST博天的股价曾在3个月内上涨265%,被不少投资者看好。*ST博天的重整投资人为深圳高新投、海南每天新能源和招商平安资管,三家投资人均均为财务投资人,分别支付1.8亿元、1.65亿元和1.35亿元,合计受让了1.6亿股股票,

重整完成后分别成为公司第三、四、五大股东。*ST博天的破产重整过程中未引入产业投资人,也未引发公司控制权变更。

2022年底,*ST博天完成破产重整。然而,在破产重整完成仅4个月,公司便因自上市以来连续5年财务造假被证监会立案调查,成为首家重整成功后被追溯退市的上市公司。

*ST博天被曝自2017年上市以来连续5年财务造假,性质十分恶劣。2017年至2018年,*ST博天虚增营业收入14.45亿元,虚增利润6.19亿元。2019年至2021年虚减营收0.29亿元,虚减利润4.59亿元。

A面启示

实现共赢的五大因素

莲花健康和中南文化虽然身处不同地区、不同行业,但复盘两家公司破产重整的动因和过程后,不难发现其中的诸多相似点。

其一,公司走向破产重整的原因在于原实控人经营管理不善、大股东违规占用资金、资金链断裂等,公司的主业仍具有重整价值。

其二,引入国资和专业投资背景的重整投资人,公司控制权变更至更具实力的投资人手中。优秀的重整投资人不仅给上市公司带来资金支持,更重要的是能带来更多产业、融资资源,提升公司治理水平,制定更科学的经营策略。

其三,合理的经营方案有助于维持破产重整效果。在莲花健康和中南文化的重整案例中,

上市公司的重整经营方案看起来相对保守,实则是帮助公司更好地聚焦主业,同时投入更多时间和资源完善公司治理。当公司业绩逐步好转时,再考虑发力新业务,寻找新的业绩增长点。

其四,地方政府在不少上市公司破产重整过程中扮演了举足轻重的作用。例如,对于莲花健康的破产重整,当地政府承诺对预计偿债资金不足部分协调提供贷款支持,并利用土地收储政策,将收储资金用于保障职工的合法权益和债权清偿。

其五,主投资人提早布局,有利于充分了解标的的质量。莲花健康虽然在2019年7月才开启重整,但国厚资产在2018年便开始收购莲花健康债权,2019年又以债权人身份对公司提出破产重整,介入重整早有计划。中南文化在2018年首次披露公司控股股东及实控人存在资金占用及违规担保问题时便已积极寻求政府机构帮助,当地政府在破产重整开始前便已逐步参与了企业管控与风险处置。

B面反思

加强风险意识,强化双向尽调是关键

上市公司破产重整后再次走向退市,或是由于新引入的投资人实力不强,注入资产难以盈利,或是由于重整被当作某些大股东或投资人谋取私利的工具,抑或是上市公司标的自身存在较大风险,此时投资人尽调不充分往往会造成重大投资决策失误。

从投资人的角度看,重整后爆雷退市的,大多缺乏产业投资人的参与。产业投资人通常对行业前景、公司财务真实性等有更专业的判断。但不少财务投资人以争抢投资份额、实现套利目标为投资理念,缺乏对尽职调查的重视。

从控制权的角度看,重整后实控人不变的公司更容易遭遇危机。上市公司走向破产重整,大多伴随着违规担保、资金占用等问题,若控股股东可能

存在侵占上市公司利益的行为,即使通过破产重整得以喘息,也难保上市公司不会重蹈覆辙。对于这类重整公司,辨别公司经营失利走向破产的原因,实控人是否有扭转困境的方式,实控人是否有通过破产重整实现逃废债的目的等尤为重要。

从参与热度来看,不少重整后爆雷的公司在投资人遴选阶段报名者就寥寥无几。随着重整不被受理或重整后走向失败的案例增多,投资人在选择标的时也更谨慎。

据《证券时报》范璐璐文