

低位徘徊，市场竞争激烈，同时，燃油价格仍处高位，企业经营面临巨大压力，因此营业收入无显著改善。从营业成本来看，2011年和2012年的成本与营业收入相比，仍然是入不敷出，导致2011年与2012年的连续亏损，这与国际燃油等价格的变化密切相关。当然从2013年成本的降低可以看出中国远洋也在采取积极的措施控制成本，全力减亏。归属于母公司所有者的净利润这一项反映了公司本期的经营成果，从表2来看，2011年与2010年相比，经营效益严重下滑。一方面是受国际干散货航运市场影响，公司干散货业务量缩减，另一方面是由于集团管理层对金融危机的影响估计不足，在船价很低的情况下忽视客观环境扩张船队规模，采取激进的战略，导致运力更加过剩。非流动资产处置损益一项的变化很大，2012年与2011年相比下降56.19%，而2013年与2012年相比上升5709.99%。根据2012年和2013年年度报告，2012年的非流动资产处置损益主要为出售船舶等固定资产的收益，只是小规模资产处置。而2013年的非流动资产处置损益则来自于出售中远物流100%股权、出售中远集装箱工业公司100%股权以及出售青岛、上海等两处物业资产股权项目取得的处置收益。出售股权的原因在于如果2013年中国远洋的经营业绩还是亏损，则要暂停上市。因此，为了扭亏为盈，中国远洋通过资产出售等资产重组方式使归属于母公司所有者的净利润变负为正。

根据中国远洋的财务表现，可以发现此公司采取了积极的态度来应对退市危机：其一方面通过控制成本、开拓市场来提高经营业绩，另一方面通过资产出售等方式增加净利润，双管齐下使其成功渡过退市危机。

(2) 长航油运的消极应对策略。与中国远洋的积极财务重整策略不同，长航油运采取了保守甚至是消极的财务战略。从长航油运报表中可以看出，从2010年开始，其经营业绩愈来愈差。根据退市新规，如果公司2013年度的净利润仍为亏损，公司股票将被终止上市。在这样严峻的条件下，长航油运反而采取了消极的态度来应对。表3中资产减值损失一栏反映了长航油运历年计提的资产减值损失。可以发现，2013年长航油运大幅计提资产减值损失，与上年比增加1339493.78%。正是由于巨额的资产减值损失，使公司的净利润雪上加霜。长航油运给出的解释是由于对未来市场的预期，公司对自有VLCC（超大型油轮）计提了资产减值准备及对长期期租VLCC计提了预计负债。这种做法使投资者纷纷质疑，更加剧了公司价值的恶化。

除了会计手段以外，与中国远洋略有不同的是长航油运持续亏损的一个重要原因出在中东业务。前几年，长航油运高层的重要决策是做大中东生意，扩张市场份额，为了到伊拉克、伊朗拉回大量原油，一口气造了五六条VLCC，但是美国因为核武器问题对伊朗实行金融制裁，冻结了其央行的美元账户，所以伊朗航运订单结算的钱根本没办法打到中国账户上，不得不欠下中国油运企业当然也包括长航油运巨额运费。错误的投资策略不仅使公司业务无法开展，更使得长航油运耗费大量资金造船。根据财务报告，长航油运近三年新建6艘VLCC，花费达39亿元，而就在中东局势急转直下的2010年，长航油运依旧花费共计18960万美元

请中船龙穴造船有限公司打造两艘VLCC，交船时间分别是2013年11月、2014年1月。此外，2011年3月，长航油运还与韩国船东公司签订了一艘VLCC长达5年6个月的期租合同。对于VLCC，国际会计兼航运业顾问公司MooreStephens报告预计，一艘VLCC一天至少需要10780美元才能收回运营成本，而长航油运的十几条VLCC每天要消耗人民币近百万元，这么大的损失使得公司财务状况愈加恶化。

三、启示

1. 临时性的重组措施未必能带来持续的业绩改善。根据中国远洋2014年第一季度报告，其第一季度的财务表现依然不甚理想，营业收入同比下降6.76%，净利润与上期相比虽然有所增长，但依然为负。从财务数据来看，中国远洋虽然摘帽成功，但并不代表经营能力改善，业绩提高。资产重组带来的只是形式上的重组，也可以称之为报表重组。因此，公司应力求达到实质性的重组，优化资源配置，提高市场竞争力。而长航油运2014年第一季度财务状况同中国远洋基本类似，营业收入同比下降，净利润也为负，这是因为整个航运业的“寒冬”还没有渡过，国际航运大环境依然不景气。单从第一季度表现来看，两家公司是否退市对经营状况影响不大，因此不能肯定地说，公司摘帽一定表现优异。比较两种不同的退市应对措施，其他ST公司可以根据自身的情况来选择不同的手段，从而使整个市场健康运行。

2. 投资者对ST股票应该采取组合投资的形式。投资ST股票在证券市场上是个很常见的投资策略。在证券市场不完善时，大多数倾向投资ST股票的投资者基本看重的是ST股票的央企国企地位。通过长航油运退市这个案例可以看出，投资者应该学会不要简单地以企业控股股东属性作为判断投资稳健与否的尺度，还要结合上市公司在企业集团的具体地位以及集团的发展战略方向等方面综合判断股票是否有投资价值。鉴于ST股票大多属于经营绩效较差、陷入财务困境的亏损公司，个别ST股票的投资风险较大。一个较好的改进投资策略是进行ST组合投资，投资者在充分考虑不同ST公司的规模、行业、地域、产权属性等因素差别的基础上，做好投资规模、投资期限、组合分散的规划，来降低风险并实现较高收益。

（《财务与会计》理财版2014.09）

反向购买方式下借“实壳”上市分析 ——以海澜之家为例

市场低迷或IPO暂停时期，为数不少的公司通过借壳方式实现间接上市。迄今为止，借壳上市仍是一个内涵外延不甚明确的概念。我们认为：广义的借壳上市是指非上市公司借助上市的“壳”资源通过收购与兼并方式实现上市的一种产权交易行为，包括买壳上市和整体上市等诸多类型。狭义的借壳上市仅指非上市公司通过反向购买方式（即由上市的壳公司以发行权益性证券交易股权方式合并非同一控制下的拟借壳公司）实现上市的一种产权交易行为。之所以称

表1 凯诺科技资产、负债和权益部分数据 单位：万元

项目	2013年06月30日	2012年12月31日	项目	2013年06月30日	2012年12月31日
流动资产	179 610.43	185 585.21	流动负债	67 831.30	84 654.42
其中：货币资金	117 307.61	123 586.67	其中：短期借款	0.00	0.00
应收账款及票据	11 230.97	11 645.76	应付账款及票据	8 711.27	13 547.40
预付账款	1 333.99	1 455.86	预收账款	42 065.68	48 036.74
存货	48 306.01	45 042.31	非流动负债	140.00	140.00
非流动资产	106 805.38	109 466.26	股东权益	218 444.51	210 257.05
其中：长期股权投资	1 000.00	1 000.00	其中：股本	64 660.41	64 660.41
投资性房地产	34 233.51	34 871.16	资本公积	43 233.60	43 233.60
固定资产	67 492.82	69 149.99	盈余公积	14 037.23	14 037.23
其中：房屋建筑物	49 504.39	50 719.88	未分配利润	91 055.95	82 995.34
无形资产	3 889.26	3 936.81	少数股东权益	5 457.32	5 330.47
资产总额	286 415.81	295 051.47	负债及股东权益	286 415.81	295 051.47

资料来源：凯诺科技2012年年报和2013年半年报。

其为反向购买，是因为合并后上市公司的生产经营决策权由借壳公司股东控制。本文研究的只是反向购买交易下的借壳上市，不包括买壳上市和整体上市。它以控制权发生变更区别于整体上市，以非上市公司资产注入与上市公司控制权转移同时完成区别于买壳上市。

按照壳公司是否内含业务，借壳上市又分为借“净壳”和借“实壳”两种模式。在实务中，借“净壳”上市案例占绝大多数，借“实壳”的公司不多。2009年财政部规范反向购买会计核算规则后，借“实壳”上市更是不多。2014年3月，海澜之家直接借凯诺科技上市，为一则借“实壳”上市的经典案例。海澜之家为什么要借“实壳”上市？借壳上市的性能如何，是否较借“净壳”模式好？这是本文想要分析的主要问题。

一、案例基本情况

海澜之家是一家从事品牌运营、产品设计和供应链管理，生产环节和部分销售渠道外包的知名男装企业，拥有“海澜之家”、“爱居兔”、“百衣百顺”等品牌。其大股东为海澜集团，实际控制人周建平。2012年公司的营业收入为452 850.42万元，净利润为85 374.01万元。

2013年8月31日，凯诺科技(600398)发布资产重组公告：公司将向海澜之家全体股东以每股3.38元的价格发行3 846 153 846股股份购买海澜之家100%股权，原控股股东三精纺将其持有的凯诺科技150 578 388股股份(占总股份的23.29%)以50 895.50万元的价格协议转让给海澜集团。交易完成后，海澜之家将成为凯诺科技的全资子公司，海澜集团将成为凯诺科技控股股东，周建平成为凯诺科技的实际控制人。

根据相关规定，这一交易行为为反向购买。2014年3月15日，反向购买交易完成，海澜之家成功借凯诺科技上市。

2014年4月11日，凯诺科技名称变更为海澜之家。在交易过程中，海澜之家直接借内含业务的壳公司上市，凯诺科技没有被处理成“净壳”，为反向购买方式下借“实壳”上市经典案例。

二、借“实壳”上市的动因分析

海澜之家选择借“实壳”上市与壳公司经营财务状况和借壳公司估值高溢价密切相关。

1. 壳公司财务状况优良，资产价值低估。凯诺科技是一家在上海证券交易所上市的纺织服装公司，总股本仅为64 660.41万股，第一大股东持有15 057.84万股，占总股本的23.29%，其他股东的持股比例均低于1.2%。公司2012年和2013年上半年财务状况如表1所示。截至2013年6月30日，在凯诺科技286 415.81万元总资产中，货币资金117 307.61万元，投资性房地产和固定资产中的房屋建筑物共83 737.90万元，合计占总资产的70.19%，1 000万元的长期股权投资为其持有的江苏银行股份。由于公司大部分房屋建筑物形成于20世纪90年代，且长期股权投资是按成本法核算，因此资产的公允价值高于账面价值。凯诺科技的资产负债率仅为23.73%，67 971.30万元负债全部为经营负债，其中预收账款42 065.68万元，占总负债的61.89%。股东权益合计218 444.51万元，每股净资产为3.29元。然而，在低迷的资本市场上，这样一家公司的股票价格仅为每股3.1元(停牌前一个交易日，即2013年7月11日价格)，停牌前20个交易日的交易均价也只有3.14元，均低于每股净资产，为沪深A股中唯一一家市净率小于1的服装类公司。

2. 壳公司业绩稳定，业务与借壳方关联度高。凯诺科技是一家从事精纺呢绒和高档西服、衬衫、职业服装经营的企业，其精纺呢绒面料的产能和质量在国内均名列前茅。公司近几年盈利较为稳定，2011年、2012年及2013年1~6月营

表2 凯诺科技反向购买财务数据比较(2013) 单位:万元

项目	进行反向收购	不进行反向收购	差异率
资产	1 466 487.83	331 449.07	342.45%
负债	901 084.87	109 762.38	720.94%
股东权益	565 402.96	221 686.69	155.05%
其中:归属于母公司股东权益	559 492.42	215 867.06	159.18%
营业收入	851 398.41	136 544.63	523.53%
净利润	149 376.40	14 662.65	918.75%
其中:归属于母公司股东净利润	148 889.37	14 173.50	950.48%
股数(万股)	449 275.79	64 660.41	594.82%
每股收益(元)	0.33	0.22	50.00%
每股净资产(元)	1.25	3.34	-62.57%

数据来源:《凯诺科技股份有限公司备考财务报表审计报告》和凯诺科技2013年年报。

表3 借“实壳”与“净壳”财务绩效比较(2013) 单位:万元

项目	借“实壳”	借“净壳”	差额
资产	1 466 487.83	1 344 262.33	122 225.50
负债	901 084.87	789 157.69	111 927.19
股东权益	565 402.96	555 104.64	10 298.31
其中:归属于母公司股东权益	559 492.42	549 285.02	10 207.40
营业收入	851 398.41	690 881.71	160 516.70
净利润	149 376.40	121 217.91	28 158.49
其中:归属于母公司股东净利润	148 889.37	121 217.91	27 671.46
每股收益(元)	0.33	0.27	0.06
净资产收益率	10.19%	9.02%	1.17%

业收入分别为139 496.19万元、136 804.51万元和68 664.81万元,归属于母公司所有者的净利润分别为10 301.36万元、10 453.98万元和8 060.61万元。海澜之家则是一家主要从事服装品牌运营、产品设计和供应链管理的企业,主要向广大消费者提供“高品质、中价位”的男士全系列及其他系列服装和配饰,与凯诺科技属同一行业。两家公司的经营业务和资产具有很高的关联度和一定的互补性。凯诺科技的高档精纺呢绒和服装制造对海澜之家产业链纵横延伸可以获得经营的规模效益,降低交易成本。从管理协同效应看,凯诺科技和海澜之家的总资产报酬率分别为3.79%和11.96%,反向收购后凯诺科技的管理效率存在着较大的提升空间。可见,借“实壳”上市,将双方的业务资产整合后,不仅能扩大经营规模、增强财务实力,还能提高管理效率,具有良好的经营协同效应、财务协同效应和管理协同效应。

3. 借壳公司估值高溢价,合并商誉为“负”。会计制度规定,借“实壳”上市需按反向购买法合并报表。在反向购买法下,合并报表上购买方(法律上子公司)的资产、负债以其合并前的账面价值进行确认和计量,被购买方(法律上母

公司)的可辨认资产、负债以其合并日确定的公允价值进行合并,合并成本小于可辨认净资产公允价值的差额,确认商誉或当期损益。

海澜之家的总股本为100 000万元,归属于母公司股东权益的账面价值为265 530.81万元,按未来收益法评估价值为1 348 896.44万元,协商确定的交易价格为1 300 000万元,较账面价值溢价389.59%,按定向增发价格每股3.38元计算,海澜之家的股东合计可获得凯诺科技3 846 153 846股股份(不包括协议转让的壳公司存量股份),占定向增发后凯诺科技总股本的85.61%。反向购买法下海澜之家合并凯诺科技模拟发行股份数为16 808.7840万股(100 000/85.61% - 100 000),海澜之家每股公允价值为13元(1 300 000/100 000),合并成本仅为218 514.19万元,接近于凯诺科技净资产账面价值。而凯诺科技的房地产资产和长期股权投资的增值使凯诺科技可辨认净资产公允价值份额高于合并成本,产生了“负”商誉,说明海澜之家买壳成本为“负”。导致这种状况出现的主要原因是壳公司凯诺科技股东权益的账面价值较高,不仅没有需要借壳方海澜之家填补的

权益“窟窿”，还能大幅增厚重组后公司的每股净资产。

三、借“实壳”上市的绩效测算

1. 借壳上市的总体绩效。从信息公告效应看，凯诺科技股票停牌前20个交易日公司股票累计超额收益率为-6.51%，停牌期间上证综指的收益率为1.17%，借壳上市公司公告发布后首个交易日公司股票的超额收益率达9.94%，复牌后20个交易日的累计超额收益率高达61.25%，反向购买的市场反应极为积极，短期市场反映良好。

从持股收益率看，停牌前公司股票价格收于3.1元，重组信息公告之后股票价格进入上升通道，重组完成日股价已攀升至9.75元，持股收益率达214.52%。同期上证综指收益率为-3.31%，股东持股超额收益率达到217.83%，为股东提供了短线投机交易的机会。

同时，本文通过比较凯诺科技备考财务报表和2013年年报数据，来考察反向购买交易对上市公司财务绩效的影响，相关数据如表2所示。数据表明，借壳上市使上市公司的经营规模和会计利润实现了数倍增长，财务实力也有了较大幅度的提升。只是由于海澜之家支付的对价高达384 615.38万股股份，导致公司股本增长了594.82%，每股收益仅增长50%，每股净资产则下降了62.57%。

2. 借“实壳”与“净壳”绩效差异。由于反向收购交易于2014年3月才完成，本文只对交易完成时的财务绩效进行比较分析。研究方法是假设按账面价值置出凯诺科技全部非货币性资产和负债使其成为只有货币资金的“净壳”，根据2013年年度报告测算出借“净壳”的相关财务数据，与借“实壳”的数据进行比较，结果如表3所示。测算数据表明，海澜之家和凯诺科技双方业务的有效整合、优势互补和资源共享，不仅提高了公司的经营水平和盈利能力，还增强了抗风险能力，提升了公司价值创造能力，较借“净壳”的财务绩效好。

由于无法模拟海澜之家借“净壳”上市的股价走势，难以进行两种模式下市场绩效的比较。根据赵宇龙、王志台研究结论：在中国资本市场上，投资者对上市公司股票估价锁定于公司名义会计收益。表3数据显示，无论是公司的净利润，还是每股收益和净资产收益率，借“实壳”绩效均好于借“净壳”。由此可以推定，海澜之家借“实壳”上市的市场绩效也优于借“净壳”模式。

四、启示

凯诺科技不是一家ST公司，而是一家经营业绩稳定、财务状况良好的公司，且其业务资产与海澜之家资产具有较高关联度和一定的整合价值。因此，选择借“实壳”上市的市场绩效和财务绩效均优于借“净壳”模式。案例在壳公司的定位和借“壳”模式的选择上，值得借壳上市的后来者参考借鉴。

1. 壳公司的定位：ST公司&非ST公司。寻找理想的壳公司是成功借壳上市的关键。通常，借壳方会在连续亏损或陷于财务危机的ST公司中，寻找那些股本规模不大且相对集中、资产关系简单且隐藏陷阱较少的上市公司作为壳公司。海澜之家的案例表明：在长期低迷的资本市场上，拥有

一定规模优质资产的借壳公司，可以将壳公司定位视野拓展至非ST公司。一些股本规模不大、业绩平淡、行业增长乏力，且难以依靠自身力量完成战略转型的非ST公司，大股东可能会基于实现强强联合和获得财富增值的考虑将其作为壳公司出让。而且在市场低迷时期，这类壳公司的市值不大，被借壳后摊薄效应较小，是较为理想的借壳目标。值得一提的是，在中国资本市场上，众多的ST公司由于市场的借壳预期，股价常被过度“透支”，往往高于那些经营业绩平淡、财务状况良好的非ST公司。因此，在“熊市”，一些小市值的非ST公司更多地被借壳。

2. 交易模式的选择：“实壳”&“净壳”。在借壳上市过程中，是否需要将壳公司处理成为不含业务资产和负债的“净壳”，在很大程度上取决于壳公司的状态。如果壳公司存在较大的经营亏损或债务，历史遗留问题较多，应选择借“净壳”以规避反向购买法下合并报表商誉的确认及隐藏的各类“陷阱”。如果壳公司为经营业绩平淡的非ST公司，财务状况良好、经营资产的整合价值较大，以借“实壳”为宜。因为借“实壳”上市，不仅没有需要填补的财务“窟窿”，还能获取壳公司价值低估的财务利益和双方经营业务的协同效应，反向购买法下的合并商誉也不高，甚至可能为“负”。

（《财务与会计》理财版2014.10）

永新股份复合式股权激励计划分析

黄山永新股份有限公司（简称永新股份）创建于1992年，主要经营经营真空镀膜、塑胶彩印复合软包装、药品包装材料、多功能高阻隔薄膜等高新技术产品。自2005年实施股权分置改革以来，永新股份发展迅速，营业收入由股改前的4.9亿元增加到目前的16亿元。公司之所以能够发展迅速，与公司先进的管理技术、创新的制度设计以及员工的智慧是分不开的，而公司实施的股权激励制度就是其中重要的动力之一。本文拟通过对永新股份实施复合式股权激励计划的过程进行介绍，分析其产生的效应，并提出相应的改进对策，以期更好地解决股权激励中的相关问题。

一、背景和过程

1. 股权激励实施的背景分析。随着我国经济的蓬勃发展和人民生活水平的日益提高，包装消费的总量不断增加，人们对包装产品的需求也趋于多元化和健康化，这为包装业的发展提供了良好的契机。但同时，国内包装行业也存在一定的劣势。例如，包装产品种类贫乏，功能单一，技术水平落后，区域发展不平衡等等，这对包装业的发展提出了一定的挑战。面对这种状态，如何吸引高素质的人才并留住他们，成为企业良好发展的关键。为留住员工，尤其是优秀的技术人员和管理人员，永新股份实施了一套符合公司现状的股权激励计划。

2. 股权激励实施状况分析。2006年，公司开始实施首期（2007～2012年）股权激励计划。该激励计划包括首期限制性股票激励计划和首期股票期权激励计划两部分，即复合式股权激励。