

21世纪经济报道记者 赵云帆 上海报道

跨年之际，苦等救世主的*ST山航B（200152.SZ）投资者，最终没能等来他们的白衣骑士。

2022年12月30日，*ST山航B如约公告了上市公司控制权变更的进展。据披露，中国国航（601111.SH），山东高速集团与*ST山航B控股股东山航集团签订协议，将同时使用增资和受让的方式获得山航集团相应股权和新增注册资本，其中增资金额甚至将达百亿之巨。

不过，控股股东年关获得驰援，并不意味着上市公司山航B脱离苦海。由于未计划对上市公司层面进行增资，连续第二年净资产为负的*ST山航B，大概率将在年内退市。

另一方面，由于涉及30%以上控制权的变更，山航集团的易主此前已然触发了中国国航对山航B的要约收购义务。然而在2022年12月30日同步确认的山航集团评估价格下，中国国航的要约收购价格并未如很多投资者预期得到上调。

退市与要约价格的双重压力下，*ST山航B的投资者将面临一个两难的抉择。

预期中的退市

12月30日，*ST山航B披露了公司实际控制人变更计划一系列的增量信息。

根据新签订的股权转让协议，中国国航拟以2006.49万元的价格受让山钢金控持有的山航集团股份，以1289.84万元的价格受让青岛市企发商贸有限公司持有的股权。两方交易合计约占股2.31%，受让者中国国航则将顺势增持山航集团股份至51.72%，实现对山航集团的绝对控股。

除此之外，中国国航、山东财金、山东高速和山航集团还签署了一份增资协议，中国国航、山东高速拟共同向山航集团增资，中国国航投资66亿元，山东高速投资34亿元，分别认购山航集团等额注册资本。完成后，中国国航持有山航集团66%股权，山东高速和山东财金合计持有山航集团34%股权。

“国航和山东航空并购成功之后，国航系的规模将会超过东航系，甚至超过南韩系成为中国最大的航空集团。但从具体的航线市场上，市场的集中度或者说是垄断性不会有特别大的提升。国航的航线网络和山东航空比较互补，基本没有什么重叠，所以更完善两家公司的基地布局。国航主要是在北京，成都，深圳，山东航空主要

是在济南，青岛，厦门。”民航专家林智杰在接受记者采访时表示。

另一方面，山航集团虽将得到资金驰援，注册资本金将从5.8亿增至104.54亿元，但上市公司*ST山航B仍然“分文未得”，退市风险几乎板上钉钉。

2021年年报显示，*ST山航B当年出现18.14亿元的巨额亏损，上市以来首度净资产录为负值，达-9.18亿元，公司也因此披星戴帽。然而亏损局面在今年仍未改善，截至2022年9月30日，*ST山航B前三季度亏损54.01亿，净资产跌至-62.38亿元。若年报披露后公司净资产仍为负值，公司股票将面临强制退市的局面。

然而，对退市的局面，中国国航方面不仅并未力求避免，甚至是放任使然。

早在2022年5月底，中国国航方面便已经对山航集团发起收购，然而直至12月30日前，收购事项未出现任何实质性进展。另一方面，深交所在2022年6月和12月两次发函关注收购事项进展，其中12月关注函中还要求公司披露收购事项各方的合作意愿、后续正式协议签订及相关义务的履行意愿、规划等是否发生重大变化等。

“对上市公司的增资没有对控股股东增资那么简单直接，而且如此大比例的注资一定会涉及要约收购，B股要约还会涉及大额换汇。短短半年中把这些事做完可能性很低。”一位山东投行人士向记者分析到：“山航退市早在预期之中。”

而国航方面也曾在与投资者的互动中谈及其倾向于令山航退市：“若山航B能够实现退市，则之后无需按照证券监管要求履行山航B的再融资审核程序，提高纾困资金的落地效率。”

“国航不需要再维持山航的上市地位，之前的公告也明确表示希望推动山航的退市。同时我觉得国航也不需要完成全资收购，目前，超2/3的控股已经能够实现实际控制，为什么还要多花钱去买另外的股份呢？”一位机构投资人向记者表达了他的不解。

要约价格惹争议

在退市结局一如预期的前提下，大部分山航B投资者仍寄望于国航将要约价格提高。不过，在山航集团资产评估完成后，投资者的这一期盼也已经落空。

根据12月30日公告，由北京中企华资产评估有限责任公司出具的评估报告显示，山航集团持有山航股份42.00%股份的评估值折算的山航股份每股价值未高于6月披露的初步要约价格2.62港元/股，故要约价格不会基于该评估值进行调整。

截至前述公告前最后一个交易日，*ST山航B股价12月30日收报4.96港元/股。而一周后，在评估价格不及要约价格的“打压”下，*ST山航B连续收得四个跌停，截至1月6日收盘报4.04港元/股，但仍远溢价于2.62港元的要约价格。

“若今年山航B因相关指标不符合深交所上市规则规定而被强制退市，中小股东退出难度更大。借本次纾困背景，国航通过被动触发全面要约亦是希望为中小股东提供一个合理的退出选择权。”中国国航此前在回应要约收购价格时指出。

部分投资者认为，山航B的评估价格基于基础资产价格评估。而由于负净资产的局面由三年抗疫环境导致，短期因素不应作为资产低价评估的理由。

“上市公司股价发生大幅变化等原因，资产评估报告的结论已不能反映交易标的真实价值的，决策机构应对间接转让行为重新审议。”一位山航B的投资者在接受记者采访时表述到：“财务信息显示山航股份一向经营良好、资产优质，仅是疫情期间暂时陷入困难，采用资产基础法予以估值并不适当。”

也有投资者提出，不论从机队数量还是疫情前的收入规模类比，国航的要约价格均未能体现山航股份的实际价值，更应该参照市销率进行估值。

记者发现，截至2022年半年报，山航的机队数量为134架，平均机龄为8.7年，主力机型为波音737客机；与山航机队数量匹配的航空公司，如吉祥航空截至半年报机队数量为111架，机龄为6.13年，主力为波音737与同等载客水准的空客320等。收入方面，山航、吉祥2021年全年收入分别为125.15亿和117.67亿，2022年前三季度收入分别62.33亿和64.88亿。亏损方面，吉祥航空2022年前三季度亏损39.43亿元，亏幅低于山航同期水准。

虽然收入体量相近，但估值上，两家航空公司却相去甚远。参照要约收购价格2.62港元计算*ST山航B总估值仅为9.24亿港元（约合8.12亿人民币）。相比之下，截至1月6日吉祥航空总市值则达到357亿，两者估值相差43倍。

对此，前述投行人士向记者解释到，“破净”的山航难以得到更高的评估价格，国航自身作为国有企业与上市公司，又难以完全基于保护山航投资者的角度抬高要约价格。

此外，山航方面还特别指出，由于存在强制退市风险，包括山航的控制权转让，山航的要约收购计划都存在于今年4月30日前无法完成的可能。因此不论是控制权转让还是要约收购，最终都会因公司的退市而作罢。

退市威胁面前，山航投资者自主选择的空间似乎并不多。

更多内容请下载21财经APP