

2006年中国并购季度报告

2006年
第二季度

□上海证券报 全球并购研究中心

二季度并购指数徘徊在 1700 点左右,继上季度攀高到本年最高的 3800 点位置后,并购市场迎来了一波平稳下滑整理,但与去年同期相比仍有较大幅度的提升,可以看出并购市场整体发展情况仍然良好,稳中有升。

一、并购趋势指数

并购趋势指数选取上市公司并购交易规模指标和活跃程度指标,统计整理一定时期内的信息数据,经过技术处理后,计算综合指数,以月为单位制作发布,反映上市公司并购交易的趋势概况。

点评: 本季度并购指数徘徊在 1700 点左右,继上季度攀高到本年最高

的 3800 点位置后,并购市场迎来了一波平稳下滑整理,但与去年同期相比仍有较大幅度的提升,可以看出并购市场整体发展情况仍然良好,稳中有升。最近有消息称,国家即将出台一系列金融法规,该法规的出台能否对金融市场产生利好的影响,让我们拭目以待。

并购事件

1、上海国际集团控股浦发

2006 年 4 月 1 日,浦发银行(600000.SH)公布了其收购报告书,而国资委、银监会、证监会等监管机构都已经批准了上海国际集团对浦发银行股权的收购,上海国际集团控股浦发银行 33.89% 股权一事终于尘埃落定。浦发银行共有 25 个非流通股股东向上海国际集团和上国投转让股份。交易采取 17.721 亿元现金,并加上以上海国际集团的股份换取浦发银行股份的方式支付。

2、中信银行 19.9% 股权易主

2006 年 4 月 1 日,中信国金(0183.HK)宣布,斥资 55.44 亿港元向母公司中信集团收购中信银行 19.9% 股权。按照协议,中信国际金融控股有限公司旗下的中信嘉华银行将成为中信银行的“香港分行”,易名“中信银行国际”。

以资产价值计算,去年得到中信集团 86 亿元人民币注资后的中信银行目前是中国内地第六大银行。

3、三菱参股东南汽车

2006 年 4 月 12 日,福汽集团、台湾中华汽车、三菱汽车在福州联合宣布,相关股权转让已经全部结束,三菱汽车正式直接入股东南汽车。

三菱汽车在直接参股东南汽车之前已间接持有其股权:三菱汽车和三菱商事共同持有台湾中华汽车 13.97% 的股份,而中华汽车又持有东南汽车 50% 的股权。而根据此番合作计划,三菱汽车将以约 5.79 亿元人民币分两年收购中华汽车持有的 25% 股权,收购全部完成之后,三菱将间接加直接共持有东南汽车 28.5% 的股份。

4、A-B 公司收购唐山啤酒厂 36.98% 的股份

5 月 19 日,美国 A-B 公司通过独资公司哈尔滨啤酒集团有限公司收购了唐山啤酒厂。A-B 公司总投资 1470.82 万美元,收购唐山啤酒 36.98% 的中方股份,同时获得企业的土地使用权和商标权,再加上 2002 年 12 月,哈尔滨啤酒集团有限公司收购唐山啤酒厂 63.02% 的股份。至此,原来的国有企业唐山啤酒厂,正式成为外商独资公司。

5、法国圣戈班全资收购徐钢

徐州市国资委透露,近期,外资大鳄法国圣戈班集团完成了对徐州钢铁

总厂的全资收购,并成立了圣戈班(徐州)管道有限公司,收购价格为人民币 5.37 亿元。同时,圣戈班还收购了徐钢在徐州光大新兴铸管有限公司中的全部股份,两者总计收购价为 7 亿元左右。

6、香港新世界收购成功新世纪

5 月 10 日,新世界发展(0017, HK)与旗下新世界中国地产(0917, HK)在香港联合发布公告,新世界发展及其关联公司共出资 7.25 亿元,收购湖南成功开发投资有限公司的下属子公司湖南成功新世纪投资有限公司 100% 股权。根据收购协议,新世界发展旗下控股子公司——新世界中国地产的全资子公司新世界中国投资有限公司出资 6.52 亿元,海南中泓投资公司(新世界中国地产持股 20%)出资 0.73 亿元,总计出资 7.25 亿元,分别收购成功开发投资有限公司及两位自然人持有的成功新世纪 60%、30%、10% 的股权。

7、中石化集团 33 亿收购北京化工

2006 年 6 月 6 日,中石化集团北京燕山石油化工有限公司受让信达资产管理公司与东方资产管理公司所持有的北京化工二控股大股东东方石化的全部股份。北京燕山石油化工有限公司与信达、东方签署了《北京东方石油化工有限公司股权转让协议》。此次股权转让价款约 33.03 亿元将全部由中石化集团以其自有资金一次性支付。此前,信达资产、东方资产分别持有东方石化 77% 和 6% 的股权。本次收购完成后,中石化集团燕山石化公司将透过东方石化控制北京化工二股份总数的 58.1%,成为北京化二的实际控制人。

8、中国铝业 2.19 亿收购遵义铝业

中国铝业股份有限公司(2600.HK)6 月 20 日以 2.19 亿元人民币收购贵州省遵义铝业股份有限公司 66.4% 的股权。公告称,中国铝业已与贵州乌江水电开发有限责任公司、遵义市国有资产投资经营有限公司等九家公司共同签订合作协议,中国铝业将收购乌江水电持有的遵义铝业部分股权及另外八家公司持有的遵义铝业的全部股份,但乌江水电及另外八家公司中的部分公司所持有的遵义铝业的股权,须经上级主管部门最终同意后生效。收购完成后,中国铝业持有遵义铝业的股权比例将达到 66.4%。

行业点评

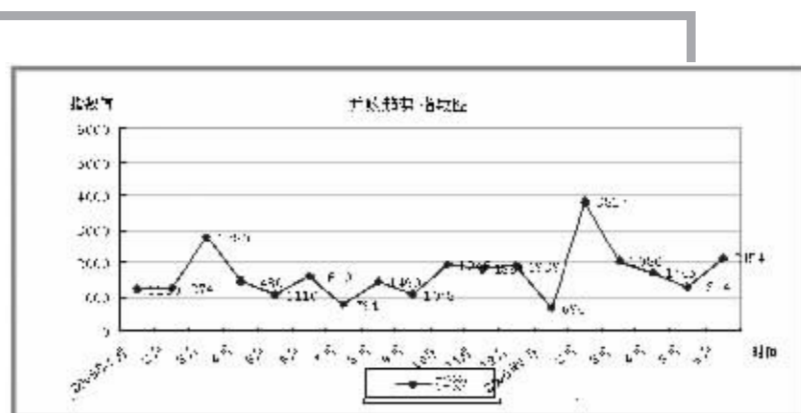
钢铁行业 将迎来新一轮并购重组

在上半年牛市中一直保持沉默的钢铁股,自从在 2003 年跻身“五朵金花”后,整体就一蹶不振。按照以往板块轮动的经验,属于周期行业的钢铁股卷土重来的日子应该渐行渐近了,而且在今年第一季度钢铁行业的利润到达低点后,第二季度钢价开始出现反弹。3 月盈利是 2 月的 3 倍左右,4 月比 3 月增长 45%,5 月比 4 月增长 30%。如此好的业绩,预示着钢铁行业在今年将进入盈利周期,成交量看,更有机构增持的迹象。

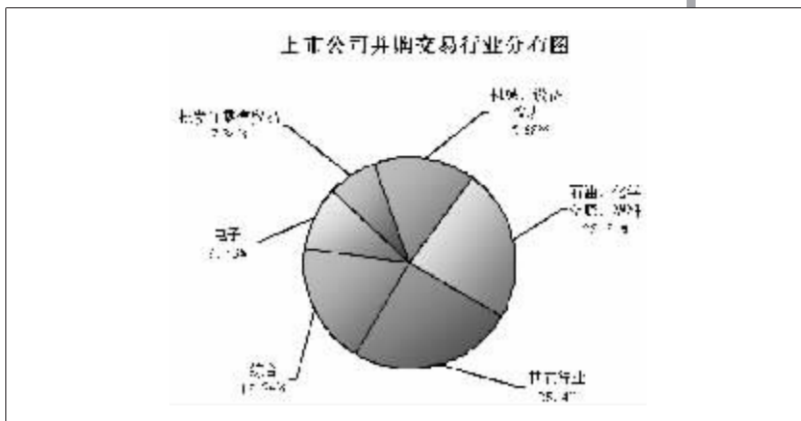
但是,我们还应该清醒地认识到,2005 年钢材市场价格大幅回落,造成钢铁企业利润大幅下降,引起公司经营亏损,有些企业甚至被迫停产。2005 年纳入钢协统计的 66 家中大型钢铁生产企业的利润比去年下降 10.62%。11 月

份当月账面亏损企业达 14 家,亏损面达 20.5%。在企业降低成本已难以挽救微利或亏损的局面下,购并重组已经成为最佳可行的出路。业内人士称,从 2006 年开始,我国钢铁行业的并购重组将会迎来一轮浪潮。目前没有通过并购进行扩张的计划,但正计划全球寻找战略投资者,合作建造一座 200 万吨产能的钢厂。

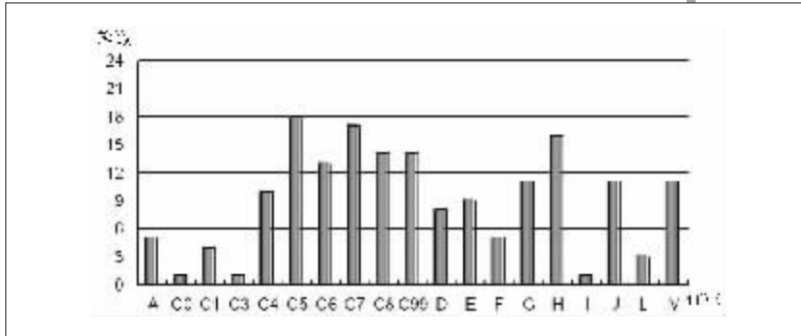
事实上,国际钢铁业已经掀起了并购热潮。2006 年 1 月 27 日米塔尔钢铁集团就以 55% 的溢价收购了阿赛洛钢铁。业内人士认为,在外部竞争和国内钢铁工业出现的供大于求的形势下,国内钢铁公司的并购也将提速,这将使并购概念越来越火,从而提升市场对钢铁股的预期。



二、上市公司并购交易行业分布图



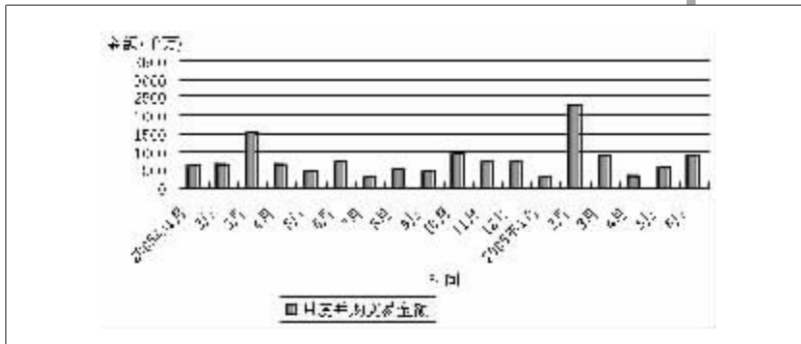
三、上市公司并购交易行业笔数图



说明:

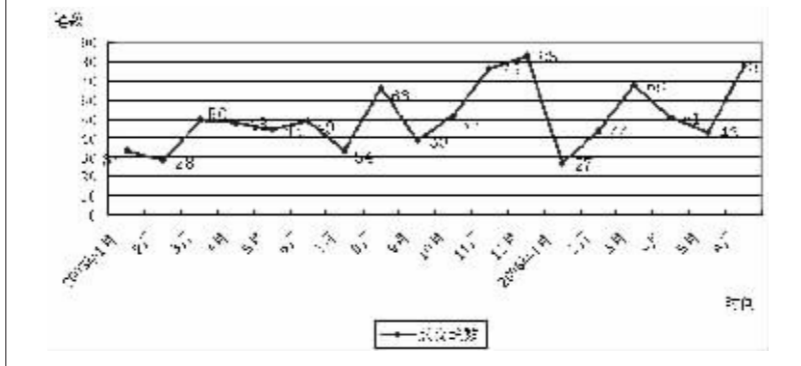
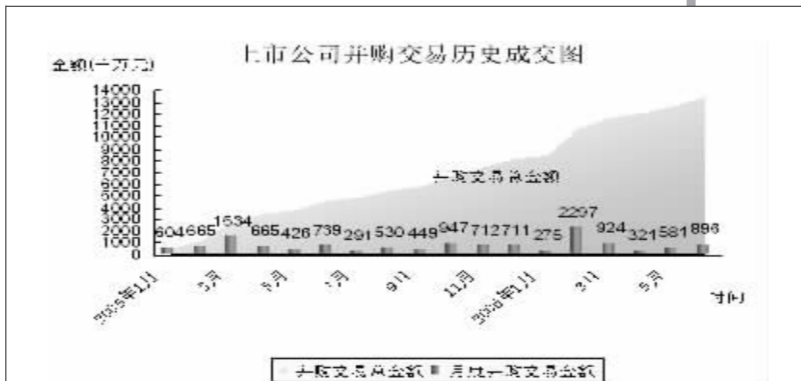
- 1、饼图反映不同行业并购交易金额所占比例;柱图表示不同行业发生的并购笔数。
- 2、行业分类依据证监会公布的上市公司行业分类及行业代码:A 农业, C0 食品、饮料, C1 纺织、服装、皮毛, C3 造纸、印刷, C4 石油、化学、塑胶、塑料, C5 电子, C6 金属、非金属, C7 机械、设备、仪表, C8 医药、生物制品, C99 其他制造业, D 公用事业, E 建筑业, F 交通运输、仓储业, G 信息技术业, H 批发和零售贸易, I 金融、保险业, J 房地产业, L 传播与文化产业, M 综合类。

上市公司并购交易金额



四、上市公司并购交易历史成交图

从 2006 年第二季度并购行业分布来看,机械、医药、化工、电子行业表现较为抢眼。并购交易总金额较上一季度有较大回落,但仍略高于去年同期水平,说明投资者对于并购市场的信心仍然充足。此外与往年份的平稳开局不同,今年从 1 月份开始,并购笔数的变化就比较剧烈,从图面上呈明显的锯齿状,活跃的开局预示着今年的并购市场将给人们带来更多的惊喜。



并购前瞻

全流通控制权市场七点论

全球并购研究中心秘书长 全国工商联并购协会会长 王巍

公司控制权本应当是更为专业的投资者关注的事情,在成熟的西方资本市场上原本都是少数投资银行家、金融家和战略投资人圈中的阴谋活动。直到上个世纪 80 年代,杠杆收购变成公司重组的主导力量。公司控制权的洗牌造就了一代富豪,也淘汰了一代老英雄,因此上市公司并购才成为大众的焦点,延续到今天。

中国市场上的公司控制权一开始就是万众瞩目,没有国有企业的控股,何谈溢价上市或者是上市融资。计划经济的资本市场当然首先关注上市公司的出身和成份。部委、地区或产业的垄断程度,政策关怀力度,对外开放的特权等等指标就是第一批投资者进退抄盘的基本面分析依据。

1990 年代中期,法人股的分化与转让导致第二批公司控制权的炒作。所谓高科技,民营机制,注册地变更(脱离当地政府约束的概念),更换主营业务,提升产业,外资入股等等都成为新的噱头,当然多数公司也的确达到了目的。我们的投资者群体因此也有了对公司控制权进行技术分析的机会。

股权分置改革给了我们第三次重要的公司控制权重组的历史机会。我们如何把握,是否可以如同西方市场一样照猫画虎地推进呢?好像又不能,差别何在?需要哪些条件?这些问题恐怕不能简单说清,需要多方面专家的讨论。提出这样的问题应当是把握了未来十年的资本市场主旋律:公司控制权的争夺与运用。从这个角度看,过去 15 年我们最解决的问题是:本土资本市场的建立。

看上去,这两个命题似乎是小儿科的描述。但以我多年的经验,这是个有重要意义的划分。即本土资本市场的建立是制度安排,政府政策主导历史。没有政策的决断,我们可能还要晚上 N 年才能以股权分置的妥协来取得资本市场的破土诞生。同样基于政策的决断,我们才能在短时间里低成本地实现全流通,从而彻底摆脱各种既得利益群体对资源的掌控和瓜分。到此,我们的资本市场才能参考国际标准,真正考虑塑造资本市场的主体上市公司。公司控制权的争夺与运用是资本市场的主题。它是实现公司治理、公司价值、资源配置、股东利益和社会责任等全部要素的操作过程。我个人认为,关注全流通后的公司控制权市场应当注意这样一些角度:

第一,政府和国有企业对资本市场的整体控制度降低,政府效应大大减弱。尽管大家都在唱公司治理的高调,可以预见一旦全流通解脱了利益集团对政策的影响后,政府中的利益集团将会本能地固守防线,步步为营地把握“执政能力”。另一方面,全流通造就的新一代股东群体将是巨大的压力集团,其中既有长期煎熬在股市中经验丰富的股民,还有能量更大的市场化企业次级股东的觊觎渴望,他们将共同迫使国有股东用企业语言说话,用企业方式经营。同样,日益复杂的所有权体制和国际投资团体的进入,也迫使政府政策必须从国有企业的“家规”提升到恪守公共治理框架的“国法”,这是历史的进步。国有股东从管理层面后退,政府的政策将会更加公共化、公允化。市场多方力量的彼此博弈行为将使政府调控手段的效果复杂化,甚至适得其反。这对政府管制、市场分析和投资者战略都是新的局面。因而,泛泛地谈牛市时代到来,恐怕还不足以忽悠新一代股民。

第二,上市公司的管理者收购将不可避免。新公司法便利了公司结构的重组,财务高手只要控股 30% 甚至更少就可以控制绝大多数目前的中国上市公司。可以预期,股改对价后所有上市公司都将需要重新审视自己的合作者和竞争者,重新定位资本战略和经营战略。公司所有权的改造又会成为新的目标。管理者收购的机会就在面前,用先进的管理者淘汰落后的管理者是公司控制权的题中应有之义,这在企业界是常识的东西。面对国有企业的多元目标和市场化企业的自由度,在日益强大的股东群体支持下,上市公司管理者和投资者投奔市场经济的大趋势是显而易见的。

第三,所有上市公司的价值将由市场重新定价,股东重新洗牌。众所周知,过去我们的上市公司定价与市场脱节太远,基本根据批文来安排上市及配股的市盈率,只是给了一个市场浮动的区间而已。全流通创造了收购的环境,特别是敌意收购的市场。所谓敌意,不是道德意义上的判断,“扫帚不到,灰尘照例不会自己跑掉”。敌意收购一旦启动,我们现存的上市公司就要经历一个重新估值的程序,我们的控制者就要被重新洗牌。所谓的“国有资产流失问题”,“本土产业安全问题”,“中国的特殊国情问题”,“宏观调控问题”等等似是而非的观念在这个洗牌过程中都会原形毕露地体现本来的意图。须知,我们不自己洗牌,国际资本就会帮我们洗牌,好牌就会洗到别人的手上了。

第四,金融制度的突破迫在眉睫,势在必行。中国金融的改革几十年来都掌控在精英手中,强调金融的特殊性,而忽视金融的企业性。每每以通盘战略考虑自居,低级错误连连不绝,却执意扼杀民间金融的巨大活力。这个制度在将一大批志向高远的职业金融家挤压成官僚的同时,倒将更多的草根企业家练就成真正的本土金融家。检视中外金融史,他们的一点也不输给西方同行。全流通在历史上的一个重要贡献就是为这批金融家创造丰富的土壤。并购融资将大行其道,民间金融将浮出水面。杠杆收购和垃圾债券必然成为主流的融资工具,它将以市场的力量推动官方的金融体制改革,用金融技术的突破取代可望不可及的金融战略宏图。从现在起,基金、信托、融资、创投、理财等等工具都已经在公司控制权洗牌过程中重新启动,内容会十分丰富曲折。

第五,中介机构终于可以扬眉吐气地有所作为了。专业视野、定价水平和推广能力一向是全世界金融中介机构安身立命的法器。只有在政府退场之后,普通投资者才能进入竞争的环境,才出现市场的机会和选择的空间,博弈才能成为公平游戏。投资银行中介机构才能成为市场主力玩家,建立一个沟通投资群体和企业群体的市场通道。中介机构不再靠金融特权和政府金融资源进场了,它必须依赖服务能力、视野和技术。全流通市场才可能造就本土真正的投资银行,同样,一大批专业中介机构的崛起才能保证全流通市场的巩固和不可逆转。

第六,全流通时代将凸现上市公司的个性,特别是企业家的魅力。以往我们在大肆渲染并购事件的报道中,在背景、政策、价格、结局等因素外,我们很少了解是谁在策划、操作和完成这样一个过程的。我们习惯了有关部门的安排(国内大多数并购案例确是如此)。许多上市公司高管刻意控制利润和发展战略,采取平庸发展的轨迹,消灭个性,弄得不温不火,软软地长期套牢股东。全流通市场上的股东获得了空前的发言权,他们会与中介机构一起选择喜欢的企业家,选择喜欢的上市公司。可以预见,中国上市公司的差异将大大提高,企业家的个人激情与魅力将成为上市公司的重要价值要素。中国上市公司的领导人还要经受新一轮市场经济的教育。

第七,公司治理的操作将取代理念。在股权分置的时代,公司治理本来就是政府治理的故事,保证步调一致地服从监管指挥,这是大家心照不宣的规则。全流通市场下,上市公司的局部立场各异,总体上也与国有企业的整体利益不一致了。谁来规定公司治理的规则,或者在冠冕堂皇之下,谁来定义实质内容。身在前线的将士在多大程度上要依赖后方参谋的规则。公司治理是公司价值或公司生存的体现,皮之不存,毛将焉附。上市公司的个性化复杂化也将导致公司治理的操作复杂化。判断公司的价值和公司治理水平也不再是简单的监管指标了,必须依赖企业家和专家的判断。