沿海投资入主 全方位重组否极泰来

——SST 丰华(600615)投资价值分析报告

上海世基投资顾问有限公司(机构编号:0070)
执业证券分析师 徐方

要点:

■公司对价方案优厚,比其它重组与股改同时进行的 ST 公司方案更合理、更具实际意义。

■重组完成后公司将转型为主营住宅地产开发。置入的全资子公司沿海绿色家园发展(鞍山)有限公司近年来开发的新项目将在 2006——2008 年兑现收益,成为公司主要的利润来源。公司新大股东沿海投资是沿海绿色家园的子公司,实力雄厚,沿海集团有可能借助 SST 丰华这一内地上市公司平台对其内部资源进行整合,以促进其在大陆地区住宅地产业务的发展。

■公司通过司法程序追讨原大股东占款,连续两次获得巨额占款返还并收回原大股东未支取红利,沿海投资主动代替汉骐集团履行对公司的还款义务,累计金额达到 8949.4 万元,清欠全部完成。由于这些占款已全额计提坏账准备,计提冲回之后可大幅提高每股收益。

■清欠与剥离不良资产后公司将获得大量的现金,将为公司后续发展创造条件。

■资产重组和清欠完成后公司的历史遗留问题得以全部解决,实现脱胎换骨的变化,我国住宅地产尤其是二线城市住宅地产仍处于高速发展阶段,在实力雄厚的大股东扶持下,公司的新主营业务具有良好的发展前景。目前该股正处于发展的拐点,未来业绩具有较大的增长潜力。

一、重组的迫切性

1、传统业务持续亏损萎缩

上海丰华(集团)股份有限公司(以下简称"SST 丰华")前身为丰华圆珠笔厂,1992 年 9 月 10 日,公司 A 股在上海证券交易所上市交易,股票代码 600615。目前 SST 丰华总股本为 15041.6406 万股,其中流通 A 股为 4650.048 万股。

公司的原主营业务制笔生产成本居高不下,陷入生产越多亏损越大的恶性循环,在 2006 年 2 月已被迫实行停产。汉骐集团入主后注入的涂料资产也由于所处市场竞争激烈、原材料价格不断上涨、环境保护要求提高而陷入困境。

2、实际控制人几番更替无法扭转经营不利的状况

尽管 SST 丰华多年来名称始终是上海丰华(集团)股份有限公司,但公司的实际控制人却在 8 年内走马灯似的更换了上海轻工控股、上海冠生园集团、上海烟草集团、汉骐集团、三河东方科技(上海久昌实业)、沿海地产投资(中国)有限公司(以下简称"沿海投资")6 个,其中汉骐集团是造成 ST 丰华一度巨亏以及目前经营困难的原第一大股东,而沿海投资是今年 6 月 12 日通过司法拍卖成为公司第一大股东。

从实际控制人的变更情况来看,SST 丰华的控制权虽多次易手,但之前的几任实际控制人都未能向公司置入真正有较强盈利能力的资产。冠生园受让公司股权后注入的食品资产盈利能力不高;冠生园划归上海烟草集团后,上海烟草集团并未重视 SST 丰华;考虑到通过本地国企重组效果一般,SST 丰华开始考虑向外引资,可汉骐集团获得公司控制权后,却并未扭转公司的经营困境,反而占用公司大量资金;三河东方科技神龙见首不见尾,极为神秘,考虑到当时股权变更的时机和方案,极有可能是汉骐集团的关联企业,为了规避 30% 持股的要约收购底线而成立。在汉骐集团持有股份被司法拍卖后,三河东方科技失去联系,第二大股东上海久昌实业积极主导 SST 丰华的重组清欠,却由于无法获得相对多数的控股地位,没有对 SST 丰华进行实质性资产重组的意向。

根据 2006 年经审计的中期报告,截至 2006 年 6 月 30 日,SST 丰华总资产为 77608 万元,股东权益为 20759 万元,2006 年上半年,公司亏损 303 万元。如果公司的基本面没有重大改变,SST 丰华极有可能再次被证监会暂停交易,甚至面临被摘牌的危险。

二、新大股东实力雄厚

由于 SST 丰华与公司原控股股东汉骐集团有限公司之间存在债权债务纠纷,山东省济南市中级人民法院依法裁定:拍卖第三人淄博三河东方科技发展有限公司持有的 SST 丰华 31,775,602 股。2006 年 4 月 6 日,沿海投资参加竞拍,最终获得该 31,775,602 股股权,从而成为 SST 丰华新的控股股东,持股比例为 21.13%。**(见表 1)**

沿海集团是总部设在香港的著名地产集团,先后成功开发过厦门香江花园、凌志大厦、鹭江新城;上海金桥大厦、金桥花园、丽水华庭;武汉的赛洛城、丽水佳园、华中万商广场;北京的赛洛城、丽水佳园;深圳的聚龙大厦;东莞的丽水佳园;南昌的丽水佳园;福州豪庭等项目。目前沿海集团在北京、上海、武汉、鞍山、深圳、东莞、福州、厦门等十几个城市拥有独资、合资及合作公司 20 余家,年开发量达 100 万平米,资产净值二十多亿港币。自 1997 年沿海国际控股旗下之沿海绿色家园有限公司(1124.HK)于香港联交所挂牌上市以来,经过十余年的发展,沿海国际控股已发展成为跨房地产、能源事业、金融信托三大产业相互支撑的经营格局。沿海投资是沿海集团下属的沿海绿色家园的全资子公司。

中国房地产市场竞争模式的发展轨迹,从地产掌控,到销售为主,到设计为王,再发展到今天的品牌制胜,从一个侧面反映出消费者更注重楼盘个性化,精神寄托等附加价值的追求。目前房地产发展的趋势表明,房地产业的竞争,已经进入了品牌竞争时代。著名品牌所承载的高超设计水平、完备的配套设施和个性化服务的无形资产价值不断提升。只有拥有品牌的房地产企业才有可能打破地域之间的壁垒,轻易地由一个地域跨入另一个地域,而没有品牌的房地产将付出沉重的"入场费",甚至可能面临生死存亡的压力。**(见图 1)**

沿海绿色家园有限公司一直将"赢得顾客心是企业立足之本,共同价值观是永续经营之源"作为企业的经营哲学,同时力创知名品牌,树行业典范;以优秀的工程质量、高速度的建设周期、良好的物业经营和社区服务满足顾客价值取向的需求,构筑人们的生活艺术空间。沿海绿色家园的主营业务为房地产开发、物业管理等,旗下独资、合资及合作公司达二十余家,资产净值约二十亿港币。开发及管理的物业项目遍布中国各大中型城市,具有年开发规模 100 万平方米建筑面积的能力,并储备有 500 余万平方米的土地面积以供持续发展。沿海绿色家园拥有熟谙中国房地产市场的、一流的地产项目策划专家和高级建筑师、高级工程师以及各类专业人才,已在国内成功地策划了多个地产项目,多次名列国内最具发展潜力的房地产公司 Top10 和最具知名度的地产品牌 TOP10。在绿色社区建设方面,沿海绿色家园集团成为最早加入美国绿色建筑协会的中国房地产开发商之一。同时,也是中国第一家引入美国绿色建筑 LEED-ND 体系对社区进行绿色认证的开发商。沿海绿色家园集团在北京的超大型项目北京沿海赛洛城成为中国第一个按照 LEED-ND 绿色建筑体系进行设计,并第一个申报绿色建筑 LEED-ND 的项目,同时,该项目也成为美国绿色建筑协会在全球的示范项目。

10 月下旬,深圳控股有限公司(0604.HK)宣布将以总代价约 6.57 亿港元收购沿海绿色家园有限公司的可换股债券和股份,若债券悉数兑换,深圳控股在沿海绿色家园的持股量将为 22.8%,公司称,虽然收购事项代价较沿海绿色家园的综合资产净值及市值均出现溢价,但根据公司的对後者的土地储备价值及管理质素的内部评估,认为其於未来产生高回报的潜力,有关溢价属合理。深圳控股还表示与联营公司将由收购协议日期起计三年期间,不会于任何时间在事先未获沿海绿色家园的书面同意下,直接或间接持有其超过 30%的股本,同时,这次收购的债券和股份有一年的禁售期。显然,深圳控股的目标是成为沿海绿色家园的战略投资者,双方将组成战略联盟,优势互补,拓展内地房地产市场。深圳控股今年以来一直在积极退出包括运输、有线电视及工业等非核心业务,于八月底出售深圳妈湾电力股权,套现 8.4 亿元,公司并计划陆续以将资源集中房地产和基础建设。获得深圳控股的青睐,沿海绿色家园有望实现快速扩张。

沿海绿色家园雄厚的实力和丰富的经验将有助于 SST 丰华重组为房地产公司之后保持主营业务盈利能力。

三、股改方案分析

1、对价水平较高

SST 丰华的股改方案难产主要是因为三河东方科技"人间蒸发",随着这部分股权归属尘埃落定,公司开始积极推动股改。经与流通股股东协商,公司确定了如下方案:实施资本公积金转增股本,对全体股东每 10 股转增 2.5 股,沿海投资将所获转增股份保留,久昌实业、海港兴嘉、上海信融投资有限公司及上海豫园(集团)有限公司将所获全部转增股份送给流通股股东,其他非流通股股东将每 10 股所获转增 2.5 股中的 2.3 股送给流通股股东。**(见表 2)**

流通股股东获得的非流通股股东送出的转增股份总额为 1754.04 万股,平均每 10 股获得送股 3.77 股。加上流通股股东自身获得的转增股份,流通股股本将增加 2916.56 万股。流通股股东实际增加的股份为每 10 股 6.27 股。以转增股本后支付对价前的股本作为基数计算,流通股股东获得的对价相当于"送股模型"下每 10 股流通股获得非流通股股东支付 3.02 股股份的对价。

2、实质性资产重组

沿海投资没有送出转增股份而是以半价向 SST 丰华注入优质资产作对价。原资产重组方案为:将所持沿海绿色家园发展(鞍山)有限公司 100%的股权全部转让给 SST 丰华(协议价格人民币 11,129.26 万元,沿海投资同意 SST 丰华实际只需要支付 5600 万元,以下简称鞍山公司);另外,SST 丰华将所持有的红狮公司 90%股权、位于上海市浦东新区东方路 3601 号房产作价出售给深圳尔泰投资有限公司,并由尔泰公司承接 SST 丰华所欠冠生园(集团)有限公司债务人民币 61,080,154.30 元。本次资产重组同时构成 SST 丰华股改方案的重要内容。

上海市东方路 3601 号房产自 2004 年 4 月起一直处于司法冻结状态,法院计划于 2006 年 11 月 30 日拍卖。由于政府有关部门对上海市东方路 3601 号房产所属地段规划可能作出调整,法院通知 3601 号房产的拍卖会暂缓进行,使得现方案的实施存在较大不确定性。为保护广大流通股股东利益,SST 丰华董事会计划对上述资产重组方案进行优化。优化以后的最新方案为:SST 丰华将根据原《股权转让协议》购买第一大股东沿海投资所持有的鞍山公司 100%的股权,向尔泰公司转让公司持有的红狮公司 90%股权。解除向尔泰公司转让 3601 号房产,解除由尔泰公司承接冠生园债务。公司承诺将来仍然处置 3601 号房产和冠生园的债务。无论该房产进行拍卖或由政府收归储备,大股东沿海投资的控制人沿海国际控股有限公司承诺,拍卖所得款项或政府补偿款如低于冠生园债务 6108 万元,差额部分由沿海国际控股补偿给本公司,以保障股东利益不受损失。

沿海投资转让鞍山公司少收的价款 5529.26 万元相当于其支付的对价,按转增后的每股净资产计算,沿海投资保留的转增股份总额 794.39 万股价值只有 826.16 万元。公司转让涂料资产红狮公司股权,收购鞍山公司股权,将获得现金 8800 万元,这将有助于公司扩大房地产业务规模。

3、置入资产优良

鞍山公司成立于 1993 年,为沿海投资的全资子公司,一直以房地产开发为主业。公司 1997 年 12 月 9 日被辽宁省科技委员会授予高新技术企业,2003 年 7 月、2006 年 1 月连续被辽宁省科技委厅授予高新技术企业。鞍山公司及其所开发项目曾多次荣获中华人民共和国建设部、中华人民共和国科学技术部、中国房地产协会、辽宁省建设厅、鞍山市人民政府等部门颁布的荣誉奖项。目前鞍山公司正在开发的楼盘为绿色智慧城六期,该项目将主要在 2006 年底、2007 年和 2008 年产生收入。

4、重组优化公司资产状况提升盈利能力

本次重大资产重组较好地解决了所属控股子公司盈利能力较弱的问题,公司的盈利能力将得到显著提高,对公司的财务状况和未来发展将产生重大影响。

鞍山公司截至 2006 年 6 月 30 日预收账款为 5285 万元,全部为绿色智慧城六期 A 项目销售实现,六期 A 已于 8 月底完成土建工程、10 月 20 日完成配套工程、11 月 12 日完成内部验收,预计 12 月底将交房并实现销售。根据经审计的盈利预测,2006 年度公司可实现主营业务收入 13413 万元,主营业务利润 2669 万元,净利润 1305 万元。2007 年 3 月绿色智慧城六期 B 住宅将交房并实现销售,根据经审计的盈利预测,2007 年度公司可实现主营业务收入 10589 万元,主营业务利润 3275 万元,净利润 1737 万元。另外鞍山公司经过测算,在 2008 年有望实现净利润不低于 2000 万元。

根据实际交易支付价格,重组的结果将使 SST 丰华产生 8800 万元的结余。重组以后,公司的资产负债率将有一定的下降,长、短期偿债能力都得到提高,财务将更为安全。

如果 SST 丰华能够成功地将重组产生的结余资金投入到新的房地产项目,将能够使上市公司实现持续健康发展。

四、重组后发展前景分析

1、地产新政有利于房地产龙头企业扩大行业优势。

2005 年以来政策力度明显加大,大多由国务院直接发布,较大的提升了行政约束力和执行力度。从新、老国八条,七部委意见的内容看,重心在于稳定住房价格。要求各地政府制定普通住宅标准,向社会公告和在建设部备案,同时要求增加普通住宅和经济适用房用地供应和上市供应量。从这一点看,中央正努力恢复商品房消费商品的属性,使价格更多地反映商品房的消费属性。

但是,在 2006 年宏观调控政策密集出台效果一般,结果是政府越调控、房价越上涨。主要是因为调控方向越发偏离房价泡沫而是改向土地供应量、调控固定资产投资增速,导致三季度后市场预期 2007 年土地供应量、住宅可销售面积将进一步趋缓而激发短期购房需求迅速溢出、房价实际处于加剧上涨状态。实际上,2006 年一线城市实际房价涨幅高达 40%。这是政府调控方向偏离、导致短期供应不足现象加剧使得房价将进一步大幅上涨得预期不断被强化的结果,当然 35 岁人口高峰孕育近年住宅消费的潜在需求相对旺盛也支撑了新建住宅的实际支付能力。小幅加息、征收二手房的增值税、限制外资购房等措施对于流动性过剩诱发的资产泡沫所起到的抑制作用相对有限,短期还难以起到预期的房价调控效果(并非指宏观调控效果)。

近年来,随着我国国民经济的快速发展,中国的城市化进程也在快速推进。据统计,中国的城市化水平已经从 1990 年的 19%提高到 2005 年的 41.8%,并且预计到实现"全面小康"的 2020 年,我国城市化水平将达到 55-60%,城镇居民将增长到 8 亿至 10 亿。在此期间约有 3-3.5 亿左右的新增城镇人口需要解决住房问题。2006 年前三季度,39 家房地产开发上市公司主营收入合计 318.3 亿元、同比增长 7.6%,净利润合计 41.2 亿元、同比增长 19.83 %。其中万科净利润增长 55.9%。显然宏观调控对于实力雄厚、处于行业龙头地位的房地产上市公司而言影响有限。

2、人民币升值提高房地产行业估值。

汇改一年多,人民币汇率累计升值达到 5.21%,尤其是今年 11 月份以来升值步伐有加速迹象、近日已经突破 7.81。在 2005 年下半年、2006 年上半年、2006 年 7-11 月三个时间段的人民币汇率升值幅度分别为 2.56%、0.93%、1.99%,数据表明 2006 年下半年开始升值步伐有加速迹象。美国经济走弱与中国经济助长强劲形成反差,使国际资本更加青睐人民币升值的历史性机遇。中国经济增长强劲、贸易顺差快速上升和外汇储备的急剧增长导致人民币升值预期短期被进一步强化,中国经济未来增长潜力为人民币长期升值趋势奠定了坚实的经济基础。外汇储备的高速增长,释放基础货币、加剧了货币流动性过剩问题,间接推动房价等资产价格上涨。我们预计,2006 年末汇率可能升至 7.80 左右,全年升值幅度约为 3.46%。

3、二线房地产市场更具发展潜力。

房产作为标的大、流通性差、个体差别很大的商品,不同地域间房地产的发展有很大的差别。比较一个城市的房地产发展水平,通常我们参考当地常住人口数量、人口密度、人均可支配收入、人均 GDP、商品房均价、人均居住面积等多项指标。大体上看来,以广州深圳为代表的珠三角房地产市场发展比较成熟,以上海、杭州为代表的长三角房地产市场短期看涨幅偏大,但是远未成熟;二线城市中差别比较大,除了个别城市房价偏高外,大部分还处于高速发展的初期。随着大城市市场竞争激烈,趋于饱和,房地产发展重点将转向二线城市。**(见图 2)**

4、鞍山市场房地产需求旺盛。

鞍山市经济经过几年持续、快速增长,2003 年至 2005 年期间,鞍山人均 GDP 平均每年达到 25000 元以上,在东北地区名列前茅。据统计,2005 年鞍山城市居民人均可支配收入为 8262 元,比上年增长 11.1%;人均家庭总支出 8550 元,其中消费性支出 6859 元,比上年增长 7.6%。鞍山经济的发展带动了城市居民消费能力的提高,也促进了鞍山市房地产市场的发展。2005 年,鞍山城市居民消费性支出中,居住类支出增幅较大,为 10.4%。与国内其他一些城市相比,鞍山市房地产业并没有出现过度投资、市场过热的严重问题,房地产市场发展整体处于比较健康的状态。

2005 年 9 月,鞍山市政府提出目标要用 2-3 年的时间完成鞍山市棚户区和危房改造任务。改造总拆迁面积为 155 万平方米,居民 4.5 万户,13.6 万人,预计总投资 39.4 亿元,以此测算 2006-2008 年鞍山市平均每年都会产生 1.5 万套、150 万平方米的刚性住宅需求。

5、新的主营业务形成良性循环。

鞍山公司目前开发的绿色智慧城六期项目在 2006 年 -2008 年将形成稳定的收入。

此外,鞍山公司与鞍山市高新技术开发区管理委员会有继续合作的意向,双方曾在 2004 年 10 月 20 日签订过《魏家屯新区总体开发建设协议》,在条件成熟时,鞍山公司将可能获得新的位于魏家屯新区土地储备(总规划面积达 77 万平方米,其中现有可利用土地 35 万平方米,其余土地目前为集体土地,有待鞍山市高新技术开发区管理委员会征为国有地后方可按国有土地管理有关规定转让给鞍山公司进行开发)。如果获得新的土地储备,凭借在鞍山地区已经形成的品牌优势,鞍山公司有望实现长期稳健发展。

经过本次重大资产重组,SST 丰华将产生较大金额的现金流入,SST 丰华计划将该部分资金继续用于房地产投资与开发。

SST 丰华将以鞍山公司在辽宁地区的房地产开发为基础,同时积极在全国范围内发展以住宅地产开发为主的新业务,创造全国知名的房地产品牌。目前,SST 丰华已经开始对一些具体项目开始前期调查与分析工作,将在其中选择最适合 SST 丰华的优质项目作为 SST 丰华未来的投资重点。

6、大股东推进产业整合,与母公司明确分工,协调发展。

资产重组之后市场最担心的恐怕是上市公司与大股东之间是否会因同业竞争产生新的经营难题。据了解,沿海投资在收购 SST 丰华之后,为了从根本上避免和消除沿海投资及其关联企业可能的侵占上市公司的商业机会和形成同业竞争的可能性,计划不与 SST 丰华在同一地区、同一城市开展房地产业务;沿海投资可能计划将对地产开发项目进行业务整合及战略调整,现有的住宅项目优先考虑通过定向增发等方式转入 SST 丰华,沿海投资计划用 3 年左右的时间逐步转型为专注商业地产开发的公司,SST 丰华则成为以住宅地产开发为主的公司,从而形成业务上的明确分工。如果沿海投资及其实际控制人履行承诺,本次重大资产购买完成后,沿海投资、沿海投资及其实际控制人控制的其他关联人将不会与 SST 丰华形成同业竞争。

五、资本运作可能性

经过本次资产重组,将 SST 丰华原有不良资产剥离出上市公司体外,并注入在最近两到三年会产生大量盈利的鞍山公司全部股权,SST 丰华的基本面已经得到根本性改变。但这很可能是 SST 丰华一系列资本运作的前奏,其大股东及实际控制人将很可能借助 SST 丰华这一内地上市公司平台对其内部资源进行整合,以促进其在大陆地区房地产业的发展,采取对 SST 丰华进行定向增发就是一种可能的选择。基于房地产行业的广阔发展空间,大股东在房地产行业的雄厚实力及其倾力支持上市公司发展的意愿,本次资产重组暨股改无疑已拉开 SST 丰华后续资本运作、持续快速发展的序幕。

六、盈利预测

SST 丰华原控股股东汉骐集团及其关联企业的非经营性占用资金为 15939.38 万元,早在管理层严令之前就在通过司法程序追讨占款。公司通过法律诉讼共胜诉确认了对汉骐集团及其关联企业债权,5 月和 8 月,法院执行公司与汉骐集团、济南润嘉借款合同纠纷一案,公司已陆续收到两笔执行款共计 6241.71 万元,近期公司又获得法院许可收回原大股东未支取红利 376.88 万元,加上之后沿海投资替汉骐集团垫付的还款,累计金额达到 8949.4 万元,由于这些占款已全额计提坏账准备,计提冲回之后可大幅提高每股收益。而重组完成后 SST 丰华将轻装上阵,通过新的具有较强盈利能力的资产实现内生性增长,重组进行时正是公司业绩出现拐点之时。与该股股改后"自然除权"每股股价仅为 5.77 元,与同行业具有较高品牌知名度的上市公司相比,价值明显低估。

风险提示:

房地产行业依然是宏观调控的主要对象,央行对于货币流动性过剩的持续调控对公司的成本控制有一定影响。

后续项目的选择开发仍有较大的不确定性。

图 1:大股东以及实际控制人关系

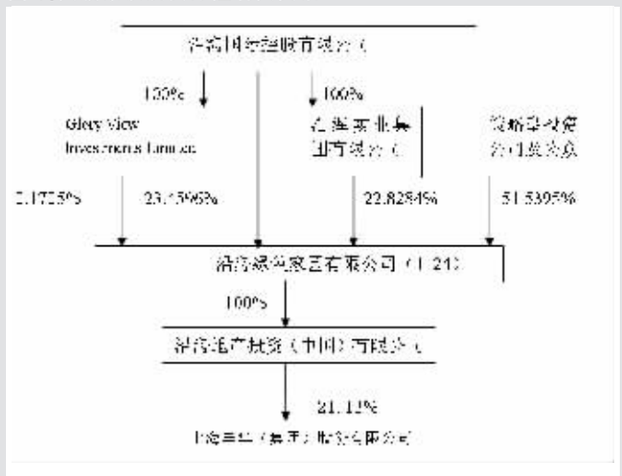

图 2:国内房地产市场区域化发展差异

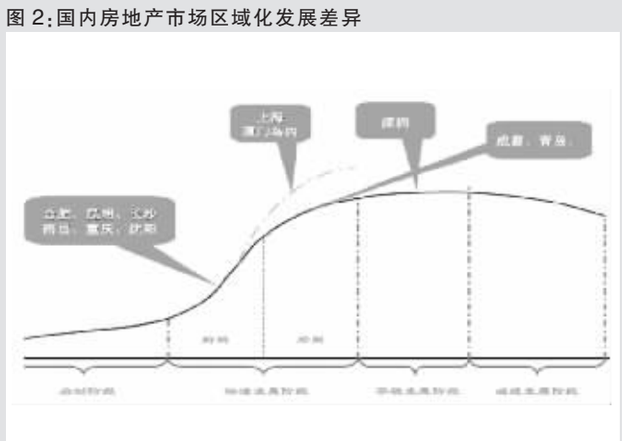

表 1:拍卖后股东持股情况

股东名称	持股数量(股)	持股比例(%)
1.沿海地产投资(中国)有限公司	31,775,602	21.130
2.上海久昌实业有限公司	31,000,000	20.610
3.上海海港兴嘉物贸有限公司	6,500,000	4.320
4.上海信融投资有限公司	6,120,758	4.070
5.上海豫园(集团)有限公司	3,790,000	2.520
6.上海第十七棉纺织总厂	3,168,000	2.110
7.上海国际信托投资有限公司	2,073,600	1.380
8.申银万国证券股份有限公司	1,947,400	1.290
9.上海市泰康食品有限公司	1,626,900	1.080
10.百联集团有限公司	1,442,900	0.960

资料来源:公司公告

表 2:公司非流通股股东送出对价列表

股东名称	持股数量	获得转增股份数量	送出数量
1.沿海地产投资(中国)有限公司	31,775,602	7,943,901	0
2.上海久昌实业有限公司	31,000,000	7,750,000	7,750,000
3.上海海港兴嘉物贸有限公司	6,500,000	1,625,000	1,625,000
4.上海信融投资有限公司	6,120,758	1,530,190	1,530,190
5.上海豫园(集团)有限公司	3,788,900	947,225	947,225
其他非流通股股东	24,730,700	6,182,675	5,688,061
合计	103,915,960	25,978,701	17,540,476