

2007年各大产业、产业内上市公司的基本面将发生什么样的重大变化?促成这些变化的因素又有哪些?这无疑是新年伊始,投资者们判断上市公司投资价值的重要参考因素。

在我们看来,2007年,央企和外资并购上市公司将成为一出大戏;H股的回归仍将潮涌依旧;新会计准则的实施,特别是公允价值模式的引入,又将对很多上市公司的估值起到“颠覆性”影响。同时,在更为宏观层面的产业领域,金融、电信、地产等行业依然将成为2007年投资热点;钢铁、汽车、消费类产业则面临更多的可能性,这将为投资者在投资品种和投资方向的选择上提供更多的参考。

## 清欠困难户 或受益新会计准则

□本报记者 何军

截至2006年12月31日,17家上市公司没能在限日之前完成清欠任务。根据中国证监会一手抓责任追究、一手抓持续清欠的部署,这17家公司今年仍然需要继续追偿大股东欠款。由于从今年1月1日起,上市公司率先执行新会计准则,而债务重组准则规定,债务重组收益可计入当期损益,这一新规可能会给17家清欠钉子户带来一定的积极影响。

《企业会计准则第12号——债务重组》规定,以非现金资产清偿债务的,债权人应当对受让的非现金资产按其公允价值入账,重组债权的账面余额与受让的非现金资产的公允价值之间的差额,计入当期损益。债权人已对债权计提减值准备的,应当先将该差额冲减减值准备,减值准备不足以冲减的部分,计入当期损益。但冲减后减值准备仍有余额的,应予转回。

而原《企业会计准则——债务重组》规定,以非现金资产清偿债务的,债权人应按重组债权的账面价值(账面余额减已计提的坏账准备)作为受让的非现金资产的入账价值。

由于上述17家公司大股东以现金全额偿还欠款的可能非常小,因此通过以资抵债等方式进行债务重组成为一种可能的选择。再加上17家公司基本上都对大股东欠款计提了比例不等的坏账准备,而且有的已经全额计提,所以进行债务重组时,坏账准备的转回就可以冲减当期的管理费用,进而增加当期利润。

以2006年11月D公司大股东推出的以资抵债方案为例,大股东拿出7宗土地使用权(评估值15897万元)及部分固定资产(评估值1993万元),抵偿对D公司17890万元债务(已计提7156万元坏账准备)。按照原企业会计准则,该抵债方案的账务处理不会对D公司的当期净利润产生影响。

而如果D公司是在今年推出上述以资抵债方案,那么根据新企业会计准则,D公司转回的7156万元坏账准备可以计入当期收益,将会对净利润产生积极影响。

据统计,上述17家上市公司大股东占用金额共计92亿元,其中,仅S三九一家占款就达37亿元,占未清欠额的40%,S\*ST新太、S\*ST屯河等公司已全额计提坏账准备。如果17家公司因债务重组可转回占款额一成的坏账准备,那么就可给这些公司带来9.2亿元收益。

### 17家“清欠钉子户”名单

序号	股票代码	公司名称	占用余额(万元)
1	000999	三九医药	374158
2	000583	*ST托普	81716
3	600608	S*ST科技	60205
4	000688	*ST新华	59136
5	000321	*ST科龙	53620
6	000732	*ST三友	48944
7	000981	星光科技	48393
8	600155	宝硕股份	43488
9	600728	*ST新太	37612
10	600737	*ST屯河	37597
11	000925	*ST海纳	25379
12	000592	*ST首旅	22129
13	600338	ST珠峰	15565
14	000517	*ST凤科	7207
15	600510	中国劲刚	2300
16	600313	ST中教	2749
17	000699	*ST桂电	1588
合计			921387

## 公允价值冲击上市公司“估值”

□上海证券报首席会计研究员 朱德峰

与原会计准则相比,新会计准则对上市公司的重要影响之一便是,其在金融工具、投资性房地产、生物资产等领域谨慎地引入了公允价值计量模式。

### 一、交叉持股

根据《企业会计准则第2号——长期股权投资》应用指南的有关规定,其规范对子公司投资、对合营企业投资、对联营企业投资以及对被投资单位不具有控制、共同控制或重大影响,且在活跃市场中没有报价、公允价值不能可靠计量的权益性投资。而除上述情况以外,企业持有的其他权益性投资,应当按照《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》的规定处理。

因此上市公司持有的其他上市公司的权益性投资,首先需要依据所产生的影响选择适用的会计准则进行确认、计量和报告。对子公司的长期股权投资,应当采用成本法核算,并在编制合并财务报表时按照权益法进行调整。

## 企业并购引领估值新浪潮



徐汇 资料图

## 央企与外资将成并购市场主力军

第一代上市公司实际控制人面临重新洗牌

□本报记者 岳敬飞

随着越来越多“小非”的解禁,2007年中国上市公司并购市场将变得更加活跃。一场上市公司实际控制人的重新洗牌大戏,在金融资本与产业资本的虎视眈眈之下,即将上演。

这些金融资本与产业资本的代表者主要有两个:一是拥有行业整合实力的央企,二是继续秉持“投资中国”理念的海外。东方高圣投资管理公司董事长陈明健认为,2006年所发生的关于如何看待外资并购的争论,在今年仍将持续进行下去。但在争论进行的同时,中国并购市场的国际化仍将进行下去。所谓国际化,也就是说,外资产业投资者和财务投资者将在中国展开更多更大的并购交易。

陈明健说,2006年的上市公司并购,从数量上讲,外资参与不到5%;从交易金额上讲,却占了20%。他强调,国际化是一个方向,今

年将会出现更多的外资并购交易。外资收购的对象,将包括更多的民营企业。在过去数年中,中国上市公司并购市场一度曾由民营企业来主导,比如德隆、格林柯尔、复星,等等。现在,民营企业成了被并购的目标,而不再是一个主导者。

除了外资之外,一个更大的收购者,将是具有产业整合能力的央企。陈明健表示,2006年,因为产业整合而导致的上市公司并购,已经占了整个交易量的一半。2007年,这个比例还会扩大,无论是交易的数量,还是交易所涉及的金额。

一个明显的例子是,在2006年,中国石油、中国石化、中国铝业、宝钢股份在各自的行业内通过并购进行整合,其相关动作将持续到2007年。此外,随着央企正规军数量的减少,众多央企旗下的上市公司,也将在并购市场上迎来各自不同的命运。陈明健认为,由此引发的

并购交易,将会催生出生一些并购方式、并购手段上的创新。

全球并购研究中心秘书长王巍认为,1400余家本土上市公司以及相关上下游企业集群,即将或者正在经历一个股东全面调整的时机。从2007年开始的两三年内,第一轮股东洗牌将会完成,依靠市额度而形成的第一代上市公司不得不将命运交给金融资本和产业资本。

此外,一位不愿透露姓名的券商投行部门负责人表示,由于股改和清欠即将完成,2007年关于并购的法律、法规还将发生变化,以适应更加市场化的并购需求。同时,为消除关联交易和同业竞争而引发的整体上市浪潮,也将成为2007年上市公司并购市场的一道风景;这些整体上市的公司,可能会选择上港集团的换股吸收合并,也可能选择上海汽车的“以小吃大”的定向增发模式。

## 实施股权激励公司 数量平稳增长

□本报记者 何军

随着股指连续拉升,不少上市公司股价已经处于历史高位,市盈率水平也大大提高。这给尚未推出股权激励方案的上市公司造成了很大压力。

“我们做方案的一些公司,已经打算暂时放弃推出股权激励计划了。”上海荣正投资咨询有限公司董事长郑培敏告诉记者,“因为成本太高,激励对象担心手中股票期权到时变成一张废纸。”

激励对象的担心是有道理的,根据《上市公司股权激励管理办法》,股票期权的行权价格不得低于董事会公布激励方案前一个交易日公司股票收盘价和前三十个交易日股票平均收盘价的较高者。因此,如果上市公司股价迭创历史新高,甚至透支未来的盈利能力,势必对以后股价的持续增长造成很大的压力。在这种情况下,如果上市公司推出股权激励方案,激励对象要想以后行权获得收益,就需要公司股价涨得更为疯狂。

统计显示,2006年推出规范类股权激励方案的公司共40家。郑培敏预计,考虑到股指处于高位,今年推出股权激励方案的上市公司家数不会出现爆发式增长,可能会有60-70家左右。

另外,由于国务院国资委直到2006年12月才对外颁布《国有控股上市公司(境内)实施股权激励试行办法》,因此,2006年推出股权激励方案的40家公司中,国有上市公司比重偏低,只占35%。

郑培敏预计,今年推出股权激励方案的国有控股上市公司可能会较去年出现一定幅度的增加,占整个推出股权激励方案的上市公司比重也会有所提高。

国际知名咨询机构美世咨询2006年12月对52家上市公司作了一次问卷调查,结果显示,86%的上市公司尚未实施长期激励计划。该调查表明,国内上市公司实施股权激励的空间还很大。

美世咨询华北区HC咨询总监郑伟博士接受记者采访时表示,由于新会计准则规定期权费用化,因此如果激励成本过高将影响公司的经营业绩,这在一定程度上会形成观望气氛,只有等2006年实施股权激励的公司年报出来后,根据账务处理的实际情况,才有可能改变这一局面。

## H股海归 开启换股上市通道

□本报记者 陈建军

潍柴动力以换股方式通过湘火炬在A股上市,开启了H股海归的一扇全新大门。随着这个范例的成功实施,已经有中国铝业等H股控股同一路径进行了推广。由于H股以换股方式在A股上市可以达到事半功倍的效果,以中央企业为代表的H股公司竞相效仿已经拉开序幕。

整体上市的途径一般包括三种模式:换股IPO、换股并购、增发收购。所谓“换股IPO”模式,即集团公司与所属上市公司公众股东以一定比例换股,吸收合并所属上市公司,同时发行新股。TCL集团2004年1月吸收合并子公司TCL通讯案例,就是这个模式的典型;所谓“换股并购”模式,即将同一实际控制人的各上市公司通过换股的方式进行吸收合并,完成公司的整体上市。第一百货2004年11月通过向华联商厦股东定向发行股份进行换股以吸收合并,由此产生百联股份,就是这个模式的典型;所谓“增发收购”模式,即集团所属上市公司向大股东定向增发或向公众股东增发股份融资,收购大股东资产以实现整体上市。

在这三种模式之中,H股以换股到A股上市,最为值得期待。平安证券研究所蔡大贵研究员说,由于换股并购模式没有新增融资,比较适合用于集团内的资源整合,便于集团内部完善管理流程,理顺产业链关系,为集团的长远发展打下基础。

从目前的情况来看,以换股方式到A股上市,H股将以中央企业最为普遍。由于中央企业的资产远远超过旗下上市公司,因而选择换股方式实现整体上市最为事半功倍,而向所属的中央企业母体实施定向增发,估计很多会因公众持股比例太低而触发退市条件的。联合证券刘晓丹研究员说,上港集团以前的总股本为18.04亿股,而上港集团的总股本则多达185.69亿股。只有通过换股,才能让上港集团“蛇吞象”。东方高圣首席执行官陈明健说,关联交易和同业竞争关系复杂的企业,选择换股模式较好。

中国铝业正在操作之中的换股还没有结束,而中国东方电气集团已经启动了类似模式。因此,其他在A股和H股有上市公司的中央企业很可能也会采用换股模式实现海归。比如说,中国海洋石油总公司旗下现有中海油、中海油服、中海化学3家H股和中海油工程1家A股公司。中海油总经理傅成玉对记者表示,中海油服和中海化学回归A股已经不存在法律障碍,现在只有申请程序的排队问题。从这种角度看,中海油如何处理它们登陆A股时和中海油工程的相互关系,无疑值得期待。

未来租金净收益价值的变动两部分组成。公允价值可以看作是以市场为基础代表了未来租金净收益的价值,而不论企业是否可能在不久的将来出售该项房地产。因此这一模式可以提供与为租赁而持有的房地产相关的有用信息。但考虑到我国的房地产市场还不够成熟,交易信息的公开程度还不够高,本次并未完全采用公允价值模式,而是以成本模式作为投资性房地产后续计量的基准模式。因此也只有在采用了公允价值模式后,才会对相关上市公司造成重大影响。

### 三、生物资产

对有生命的动物和植物,《企业会计准则第5号——生物资产》也是以成本模式作为后续计量的基准模式,在有确凿证据表明生物资产的公允价值能够持续可靠取得的情况下,方可对其采用公允价值计量。此时不仅有关生物资产需要有活跃的交易市场,上市公司还应当能够从交易市场上取得同类或类似生物资产的市场价格及其他相关信息,从而对其公允价值作出合理估计。

投资性房地产是指为赚取租金或资本增值,或者两者兼有而持有的房地产,其应当能够单独计量和出售。主要包括已出租的土地使用权、持有并准备增值后转让的土地使用权以及已出租的建筑物。但不包括为生产商品、提供劳务或者经营管理而持有的自用房地产,以及意图出售作为存货的房地产。《企业会计准则第3号——投资性房地产》提供了成本模式与公允价值模式两种后续计量模式,成本模式要求企业对建筑物比照固定资产计提折旧,对土地使用权则比照无形资产进行摊销,因此与现行按期摊销“出租开发产品”成本的核算方法并无本质区别。而在公允价值模式下,企业并不对投资性房地产计提折旧或进行摊销,而是在期末以其公允价值为基础调整账面价值,两者之间的差额,即公允价值的变动则计入当期损益。

《国际会计准则第40号——投资性房地产》也是国际会计准则理事会首次对非金融资产采用公允价值模式,这是因为投资性房地产的经济业绩应该是由当期赚取的租金收益和