

Companies

并购重组:全流通时代最闪亮主线

●未来产业并购将兴起,财务并购加快发展。从并购方式上看,协议收购仍将是主要方式,要约收购和举牌收购将增多。
●以整体上市为基本模式的资产注入将会在全流通后成为并购重组市场上最为闪亮的主线,同时以“保壳”为目标的资产重组仍将继续起伏,证券市场上资产重组将呈现出明显的主动性特征。
●对于并购带来的机会,应该从行业特征等方面来把握。钢铁、水泥、机械、商业等行业将是并购的重要领域。而航天军工行业将是未来整体上市的主战场。

定向增发 “千帆竞发”

□联合证券研究所 戴爽

自去年5月国内证券市场融资开闸以后,定向增发作为上市公司十分钟爱的一种融资方式,一度呈现“千帆竞发”的热闹场面。

从定向增发处于的不同时间阶段来看,截至到2007年1月26日,存在定向增发预案等待提交股东大会审议通过的有42家上市公司,股东大会审议通过等待证监会批准的有102家,证监会批准准备实施的有9家,已经实施的定向增发案例有57家上市公司,另外还有15家上市公司的定向增发方案被证监会否决,晨鸣纸业、丰原生化、新疆天业、中储股份这四家公司出于各种原因停止了各自的定向增发再融资计划。

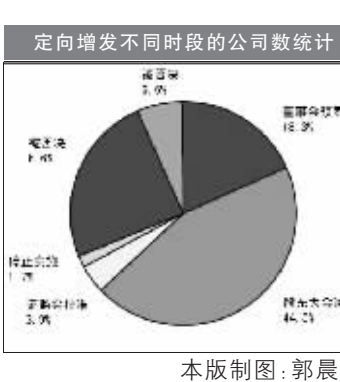
从融资规模上来看,已经实施的57家上市公司累计融资额达到了923.4亿元,存在尚未实施但尚未被中止或否决的定向增发方案的有153家上市公司,预计融资额度在1600亿左右,如果能够全部顺利实施,定向增发的融资额度将达到约2500亿,约占现有全部A股总市值的2%。

由于管理层起初对定向增发实施简易审核程序,而另一方面,认购增发股票资产的质量问题与如何评估、相关当事人对发行价格的操纵问题,以及战略投资者行为动机的不当问题又难以审查,所以,定向增发案例中存在的问题也变得越来越尖锐。
大股东与管理层关系紧密,很容易产生对其他股东权益损害的行为。同时,众多公司股价出现频繁下跌的局面,很难排除相关各方事先共同打压、控制有关二十个交易日的股价,以便相互进行利益输送,即操纵非公开发行价格的行为。

基于这样的状况,证监会已经明显延长了审批通过的时间,再加上大量的定向增发申请一拥而上(有数据显示,现在处于股东大会审议通过,等待证监会批准阶段的上市公司已达到了102家之多,占有存在定向增发的上市公司总数近50%),证监会发审委工作强度猛增,审批周期不断拉长,按照统计,审批时间由最早的2个月左右,延长到了现在的接近半年时间。

中铁二局股东大会去年6月23日就审议通过了定向增发议案,但直到今年1月9日才获得证监会核准,时间跨度半年多;新疆天业的方案去年10月才经股东大会审议通过,要按中铁二局的速度,它得等到四五月份才能正式实施,这可能正是新疆天业中止定向增发计划的一个主要原因。另一方面,从去年8月4日建设能源6亿股定向增发成为首次被否的定向增发案例以来,已经有15家公司的定向增发方案遭到证监会的否决,种种迹象都表明管理层对于定向增发的“闸门”正在收紧。
尽管如此,2007年的定向增发仍将是贯穿全年的一个绝佳的投资主题,建议特别关注“引入战略投资者”类型的定向增发。

尽管如此,2007年的定向增发仍将是贯穿全年的一个绝佳的投资主题,建议特别关注“引入战略投资者”类型的定向增发。



本版制图:郭晨凯

□银河证券 鞠厚林

全流通后证券市场的基本制度将发生转折性变化,在此影响下,市场主体的价值取向和利益驱动也将发生深刻的变化。钢铁、水泥、机械、商业4大行业将成为未来并购的主战场,而航天军工行业将是未来整体上市的重点领域。

全流通对并购重组的影响

国内企业的并购重组起步较晚,作为并购重组主战场的证券市场,2001年以前并购的数量每年不超过50件,2002年以来发展加快,2005年并购的案件数量已达500件左右,涉及金额超过600亿元。

随着2006年6月19日G三一有限条件的1093.69万股流通股上市,中国股市迎来了崭新的全流通时代。从上市公司并购重组的角度看,流通性的获得和同股同价这两大转变,将改变市场主体的价值取向和行为模式,从而使并购市场产生深层次的变化。

为了支持全流通时代下的并购重组,管理层于2006年8月颁布了最新修订的《上市公司收购管理办法》。新的《管理办法》降低了并购重组的操作难度,有利于全流通环境下并购重组的健康发展。

未来并购市场的新格局

全流通有助于推动证券市场的并购活动,无论是产业并购还是财务并购,都将在全流通后得到稳步的发展。

——产业并购将兴起,财务并购加快发展

我国产业并购的内在动力主要来自以下几个方面:

一是部分工业产业接近饱和状态,产

整体上市的三种模式		
模式	内容	案例
定向增发模式	通过向集团公司定向增发全额收购集团公司资产实现整体上市	宝钢股份、武钢股份等
吸收上市模式	现A股公司股票按一定比例置换成拟整体上市公司的股票,或通过上市的集团公司通过现金回购A股上市公司股票后,完成整体上市	百联集团、上港集团
私有化模式	当集团公司和下属子公司均是上市公司时,集团公司通过回购方式将其下属子公司私有化	中国石化

近年重点并购行业	
年度	重点并购领域
2003年	机械设备、石油石化、医药生物和社会服务业
2004年	石化、电力、综合类
2005年	石化、机械设备、食品饮料、电子、批发零售等行业

未来并购的重点行业	
行业	理由
钢铁行业	集中度低;产能过剩;资源具有重要性;产业政策支持并购
水泥行业	集中度低;规模效应明显;产业政策支持并购
机械行业	集中度低;具有国际比较优势;有一定规模效应;产业政策支持并购
商业零售	渠道具有特别的重要性;规模效应强;

央企重组:大动作,大机遇

□东方证券研究所 宁冬莉

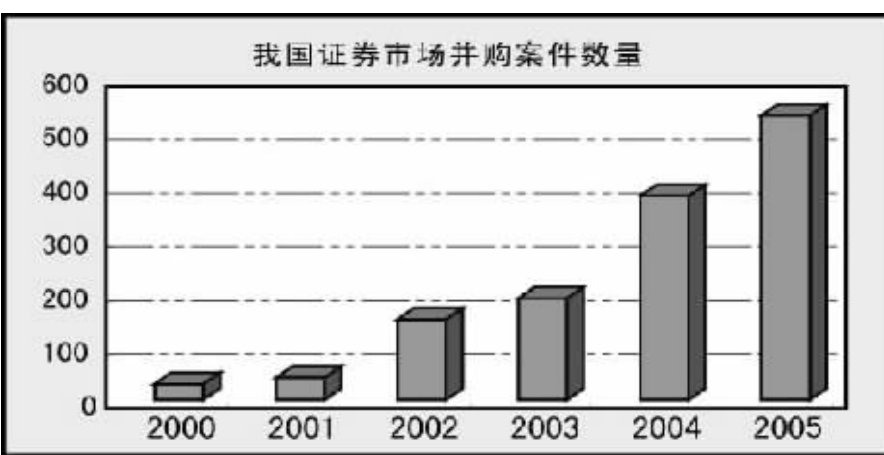
央企的加快重组是股权分置改革成功的必然结果,是宏观经济优化资源配置的客观要求。整体上市场或将在承担2007年资本市场的历史重任。

政策积极支持央企重组

央企资产注入或整体上市得到了政策的极大支持和鼓励,在国资委2006年12月发布的《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》中,明确表示国资委将加快推进股份制改革,积极推进具备条件的中央企业母公司整体改制上市或主营业务整体上市;鼓励、支持不具备整体上市条件的中央企业,把优良主营业务资产逐步注入上市公司,做优做强上市公司。

国资委也在各个不同的场合强化了2007年力推央企整体上市的观点。

这些都可以看出,国资委在“关键领域,做大做强国有企业”的思想指导下,不断加快央企与资本市场接轨的步伐。在当前跨国巨头全面进入、民营经济



业结构必须进行调整。这是我国并购市场发展的基本动力。这种情况下产生的并购主要是以横向并购和纵向并购为主,在钢铁、水泥和机械制造业比较明显。

二是在服务领域,快速发展的一些行业如金融业、商业连锁等,由于市场容量快速增长,市场份额是决定企业发展前景的主要因素,因此,通过横向并购迅速占领市场成为最优选择。

三是一些实力雄厚的企业,出于由于本行业增长空间有限,可能会通过混合并购进入新的领域,实行多元化经营,成为战略投资者。这样,一方面可以提高总收益,另一方面还可以降低单一经营所面临的风险,有利于公司的长期稳定增长。

对财务并购而言,由于全流通提供了按市场价格退出的有效机制,证券市场上财务并购的积极性将大大的提升,预计将会呈现较快的发展势头。同时,由于股份的价格与股东的利益直接相关,以及收购成本提高的原因,预计恶意收购将明显减少。

——协议收购仍将是主要方式,要约收购和举牌收购将增多

全流通之后,流通股与非流通股定价的统一,使得场外按成本价低价协议收购的途径被堵死,协议收购的价格优势不复存在。但目前上市公司原非流通股平均持股比例仍为50%左右,如果主要股东没有出售股份的意愿,收购方仍然很难达到控股的目的。因此,在一定时期内,协议收购主要股东的股份仍将是获取上市公司控股权的最直接的方式,也是最主要途径,其主流地位不会有明显的改变。

根据国外成熟市场的模式,协议收购一般采取“协议收购+大宗交易”的模式,即按照大宗交易的管理办法来协议收购流通股。在全流通时代,“协议收购+大宗交易”将成为协议收购的基本模式。

此外,部分要约收购将在全流通后的收购中得到较多的运用。预计经过一定时期的发展,要约收购有可能成为上市公司主流并购方式。

全流通后,协议收购的价格优势消失了,举牌收购的市场化优势开始显现,对那些股权集中度低,举牌收购的方式将使收购方具有更多的主动性,也更加快捷。而且随着流通股份的增加,收购方在市场上购买股份变得容易一些。因此,对于大股东持股比例在20%左右甚至更低的上市公司,举牌收购将是较为理想的选择。

未来重组市场的新格局

——整体上市将成为最大亮点
整体上市的实现模式主要有三种:定

向增发模式、吸收上市模式和私有化模式,其中私有化模式是吸收上市模式的特殊形式。

近两年来,随着股改的推进和在全流通的预期下,一些上市公司已经开始了整体上市的步伐。从目前已经发生的案例看,定向增发收购集团资产是运用较多的整体上市模式,同时其它两种模式也有发生。

从未来的发展趋势看,在全流通后的3至5年内,国内的上市公司将要完成从分拆上市到整体上市的转换,因此整体上市和资产注入的发展将如火如荼,成为并购重组市场上的最大亮点。

在上述三种整体上市模式中,定向增发模式和吸收上市模式简单易行,涉及面较窄,主要是集团公司与子公司间及其股东间的协调问题,成功的概率较高,将成为我国证券市场整体上市的主要模式。

——保壳式重组仍将持续起伏

全流通后,上市公司的壳资源对于大股东来讲有更大的价值,尤其是对大股东按月比例较高的公司来说更是如此。由于许多公司在股改后大股东的持股比例仍在60%左右或者更高,而从实际控制的角度看,随着市场的成熟,30%至40%的控股比例已经足以保证控制权。在这种情况下,大股东如果通过资产置换等方式成功保壳,不但保留了融资的能力,而且还能在市场上以较高的价格兑现收益。因此,在全流通的市场背景下,保壳式重组仍将持续起伏。

把握并购重组带来的机会

从并购的角度看,应该主要关注行业的以下特征:

一是行业集中度,行业前10家公司市场占有率低于30%的行业属于集中度较低的行业,发生并购的可能性大。

二是行业供求关系,市场接近饱和或已经饱和,产能大于需求的行业,并购动力较强。

三是行业的规模效应,规模效应明显的并购动力较强。

四是资源及渠道的重要性,资源和渠道的重要性特别突出的,容易发生并购。

此外,还要考虑国家的产业政策、国际比较优势等因素。

根据以上要素,钢铁、水泥、机械、商业4大行业将成为未来并购的主战场。

而在以整体上市为代表的资产注入上,航天军工行业将是未来整体上市的重点领域。此外,钢铁、电力、交通运输领域也值得重点关注。

带来的业绩的不确定和不稳定性。

而超强的盈利能力,成为看好央企整体上市后的坚实后盾:过去的三年内,央企主营业务收入增长78.8%,年均递增21.4%;实现利润增长140%,年均递增33.8%;国有资产保值增值率达到144.4%,而仅代表央企部分权益的上市公司完全不能反映其经营业绩,这就造成了上市公司不可能完全反映整体经济的发展趋势,投资者不能分享央企成长的价值增值,同时大多数央企也因脱离资本市场而不能得到更充分的发展。

在167家央企中,目前有83家旗下有A股上市公司。具有一家上市公司的央企,其未来的发展平台相对好判断;而拥有2家甚至3家上市公司的央企,最后会选择哪一家作为资产注入平台,需要根据市场信息进行判断。另外,上市公司背后的大股东实力以及资产注入的意愿,也是重要的考量因素;其次,整合方式要考虑二级市场流通股股东的利益,即大股东收购的价格越高、比例越大越好。因为市场化的定价方式对于流通股股东利益的进一步保障。

■行业点评

零售业:重组引爆超预期业绩

随着零售行业景气度的持续,市场已经对零售行业的增长有着良好的预期。资本市场基本上消化了零售业未来行业成长的业绩。因此,零售业2007年的投资机会不在于零售行业带来的高景气预期,而是零售行业超过预期的业绩增长,重组与整体上市将是其超预期业绩增长的推动力之一。

零售公司除了能够通过持续成功开店和不断提升内部管理效益实现收入和盈利的持续增长以外,还可以通过收购整合的方式实现裂变式的成长,这主要体现在:

——收购整合。随着零售公司规模扩张的需要,一些公司开始通过收购区域性的零售企业来实现扩张,如物美商业收购新华百货等。收购带来的正向效应为:有效弱化已有的激烈竞争;形成规模经济效应,有效降低采购和配送环节的成本。

——整体上市。整体上市则

可以带来更加明晰的增长。由于许多上市公司大股东拥有良好的资产,为了改善公司治理,消除关联交易,上市公司大股东将逐步将优质零售资产注入上市公司。

关注公司:重庆百货(600729)

在当地政府的大力撮合下,2005年,重庆商社通过受让股权成为重庆百货的第一大股东,由于重庆商社旗下的新世纪百货,若重组合并为一家公司以后,不仅会带来采购成本的降低,还会在一定程度上实行错位经营,消除原来的相互竞争,提升毛利率和降低经营费用。预计可能会采取由上市公司向大股东定向增发的方式注入资产。(长江证券)

汽车业:整体上市提升价值

目前汽车类上市公司(特别是整车类公司),大多是其所属集团的边缘资产。上市公司并不能切实代表行业发展水平。通过资产注入等方式向上市公司注入集团的优质资产,上市公司未来的发展动力更大,产业链更加完善,上市类公司在集团中的地位将进一步加强。同时减少关联交易,提高盈利能力,给投资者更多信心,促进股价的上扬。

美国一份联合研究报告指出,预计2007年中国的汽车原产量将超过德国,成为世界第三,到2015年,中国将超过美国,成为世界上规模最大的生产国。目前中国汽车的总产量还不到美国通用一家公司的产量,未来国内市场将迎来一个产能扩张的高潮。另外,自主品牌的研发和生产也需要大量的资金。这样巨大的资金需求量,仅凭企业自身的营运资金是

无法解决的,从A股市场募集资金将成为一个必然的选择。

汽车行业的整体上市机遇更成为市场关注的热点。集团优质资产整体上市后将大幅提升公司投资价值。

关注公司:东风汽车(600006)

作为央企,在政策推动下,东风汽车集团存在以东风汽车A股整体上市的可能。东风汽车集团与东风汽车之间的关系部分类似于潍柴与湘火炬,因此,东风集团回归A股有可能采取与潍柴类似的换股吸收合并的方案,实现上规模最大的整体上市。

预计未来,如果东风集团通过东风汽车实现在A股的整体上市,东风汽车的资产规模将急剧扩大,产业链更为完整,市场份额和盈利能力都将得到进一步的提升。(兴业证券)

港口业:资产重组阻止业绩下滑

近年来,我国港口扩容势头强劲,新增产能陆续投产运营,但其中属于上市公司的部分占比较低,导致上市公司所占市场份额相对下降,发展停滞。从长远来看,资产重组将成为港口行业上市公司充分享受行业增长果实,不断推动发展的最佳途径。

在以后的一个时期内,资产重组正在成为中国港口行业发展的一个新特征,同时也是解决上市公司缺乏成长性、业绩增长滞缓的有效方法。

一般而言,通过资产重组解决港口行业上市公司业绩增长乏力有两种方式:

——资产收购:上市公司收购母公司建成的泊位,避免内部竞争。通过资产收购可以立即带来上市公司的业绩增长,从而避免了泊位投用初期的市场培育过程。但是考虑到母公司可能会不断有新产能投放,一旦上市公司不能及时收购母公司相关资产,势必在业绩上受到不利影响。

——整体上市:母公司通过上市公司实现整体上市。采用整体上市将一劳永逸的解决资产收购过程中所遇到的问题,从而更有利于公司享受行业增长所带来的

的业绩增长。但相对于资产收购,其不利之处在于上市公司要承担未来新建泊位所需巨额的资本支出,以及新泊位投用初期市场培育过程中可能导致的业绩下滑的不利影响。

此外,相邻或相近的港口实现一体化运营,以及沿海和内河港口之间的联姻,也是实现资产重组整合的有效方式。

目前,上港集团已经实现集团整体上市,营口港目前大股东的优质资产也已基本确定注入上市公司,而浙江宁波、舟山港也已经完成了一体化整合工作。此外,天津港、深赤湾、盐田港和南京港等公司也都具备了整体上市和区域整合的概念。

关注公司:天津港(600717)

公司在股改时已明确表示了大股东天津港集团借壳A股整体上市的目标,但由于天津港集团改制时非经营性资产剥离不彻底,因此预计整体上市将分步实施。同时,天津滨海新区的建设、东疆保税区的优惠政策、大股东对港口具备更强的控制力,都使其整体上市后的市场发展前景更值得期待。(招商证券)

钢铁业:宝钢引领并购重组潮

国内钢铁行业企业众多,市场集中度偏低,规模最大的也不过2000多万吨,国家钢铁产业发展政策已明确将提高行业集中度作为目标;到2010年排名前10位的企业集中度达到50%,2020年达到70%,而目前的集中度为2010年的要求还差15个百分点。

去年以来,从宝钢集团高层就透露出信息:到2012年公司要达到5000万吨的产能,实现的手段将不再主要依赖于新建项目,而是通过资本市场的运作来实现。并购八钢只是宝钢集团兼并重组的第一步,在不远的将来,还会有更多的国内钢铁企业纳入宝钢集团麾下。宝钢集团并购八

钢更大的意义在于开创了国内钢铁行业跨区域并购重组的先河。

同时,基于我国经济高速增长带来的钢铁巨大需求以及产业集中度的特点,国外钢铁巨头也对国内钢铁行业虎视眈眈,一直想通过各种渠道参股或控股国内钢铁企业。如米塔尔参股华菱管线、阿萨德入股莱钢、浦项有意太钢不锈钢等。

未来国内中小型钢铁企业中具有区位优势、资源优势、资产质量优良的钢铁企业,都将面临着国内钢铁龙头和国际钢铁巨头的并购重组机会,而其中上市公司将是这出重组大戏的主角。(兴业证券)