

# 中银等实力机构护驾 南方汽车香港IPO只欠东风

中国南方工业汽车股份有限公司香港上市渐行渐近。南方汽车总裁尹家绪看似不经意的一句话透露端倪:“南方汽车上市是万事俱备,只欠东风。”此前,其仅表示争取在两年内上市(2007年至2008年)。

一旦南方汽车上市,内地汽车销量4强中,排名第三的东风汽车集团和排名第四的南方汽车将“相会”香港资本市场。一意超越东风汽车集团的南方汽车,未来将在香港资本市场下出怎样的棋局呢?

□本报记者 吴琼

尽管南方汽车香港上市的具体细节被遮盖得严严实实,但上海证券报仍独家获悉:中银国际已成为中国南方工业汽车(简称“南方汽车”)香港上市的承销机构。此外,有消息显示,瑞银也是该承销团队的一员。

## 只欠东风

在这2家知名投资银行的协助下,南方汽车总裁尹家绪毫不掩饰境外上市志在必得的喜悦。面对上海证券报一再追问,其谨慎地表示,“南方汽车上市,万事俱备,只欠东风。”

与此前南方汽车的种种表现相比,尹家绪的这种谨慎被解读为南方汽车上市迫在眉睫。果然,在记者追问尹家绪后不久,国防科工委传出消息:已批复同意中国兵器装备集团公司所属中国南方工业汽车股份有限公司将其所拥有的全部汽车整车、零部件类业务,资产赴香港发行上市。

那么,欠缺的“东风”是什么?按照上市程序规定,该“东风”很可能是最关键一个环节——国有资产管理部门的批准。因为按照正常

程序,境外上市需要企业主管部门、国有资产管理部门等部门层层审批,并将相关材料报送中国证监会,符合条件后才能获准至境外开展上市活动。

国有资产管理部门应出具“对南方汽车资产评估的确认文件、国有股权管理的批复”。这与2005年国务院下发的《关于对中国南方工业集团公司发起成立中国南方工业汽车股份有限公司资产评估予以核准的批复》并非一回事。

已经将资产和企业运营架构搭好的南方汽车,显然并不着急。“东风”或许在不久之后就会随之而至。于是,精明的尹家绪在得到国防科工委的批准后,出言更为谨慎。

## 上市筹备

“南方汽车的成立,是转换经营机制的需要,是做大做强汽车及零部件业务的需要。”尹家绪表示。而南方汽车上市,则有利于进一步贯彻这一想法。

为了境外上市一事,中国兵器装备集团及相关部门准备了近2年。

2005年9月,国资委与证监会联合上报《关于兵器集团重组设立股份有限公司并到境外上市的请示》,该请求获得国务院的批示。2005年12月19日,国资委下发《关于对中国南方工业集团公司发起成立中国南方工业汽车股份有限公司资产评估予以核准的批复》,中国南方工业集团公司以2004年12月31日的评估资产出资,并按100%比例折成南方汽车的股权。在中国兵器装备集团的子公司,中国南方工业集团公司也顺理成章地成为南方汽车的唯一股东。

中国南方工业集团公司开始着手筹备汽车资产海外上市一事。上市也成为中国兵器装备集团的“龙腾虎跃”项目:龙腾工程即为通过资产重组,实现南方汽车的海外上市;虎跃工程即组建兵器集团财务公司,以搭建汽车金融服务平台。

当整体思路确定后,南方汽车从一个概念变成实体。

2005年12月22日,在南方汽车的原注册地——北京市海淀区车道沟10号院内,南方汽车召开了创立大会,这也是南方汽车的首个股东大会。

在第一次股东大会上,南方汽车高层班底敲定。中国兵器装备集团党组书记、总经理徐斌担任南方汽车的董事长,长安汽车党委书记兼总裁尹家绪担任总裁,徐留平担任高级副总裁,邓智尤、王廷伟担任副总裁,王晓翔担任副总裁(财务负责人)。与此同时,徐斌、尹家绪、李守武、徐留平、邓智尤、王廷伟、邓腾江、周舰、白忠泉、赵鲁川一行10人任南方汽车的董事,王树山、何世斌、王振山、刘志岩一行4人任监事。

“车道沟大会”奠定了南方汽车上市的主架构和高层团队。不久,即2005年12月26日,南方汽车正式成立。2006年,南方汽车将注册地迁至北京市西城区大红门广街。

当南方汽车的组织架构基本搭好后,中国兵器装备集团开始了人事方面的具体运作。其第一子就是调任尹家绪,由尹家绪全面负责南方汽车上市之事——2006年2月,徐斌向重庆长安集团宣布了国务院国资委关于兵器装备集团内部人事调整的决定:原长安汽车党委书记兼总裁尹家绪升任中国兵器装备集团党组书记,南方汽车总裁。

据记者了解,中国兵器装备集团之所以调任尹家绪,原因较为复杂。但最重要的3个原因是:在尹家绪执掌长安汽车期间,长安汽车迅速由一个偏居西部的汽车公司发展成全国

第四大汽车集团,资本市场较为认可尹家绪的实力;第二个理由则是,南方汽车实为一个控股公司,其旗下最重要的整车资产为长安汽车,尹家绪在长安汽车的人脉极深,若南方汽车进行汽车资产方面的重组,必涉及长安汽车,尹家绪较为容易理顺其中的关系;其三,尹家绪有丰富的资本运作经验。在经历了长安汽车A、B股上市到长安民生物流香港上市的一系列资本运作,尹家绪比较清楚在满足境内外资本市场投资者需求的同时,如何将公司卖个好价钱。

但尹家绪所具有的优势,并不能抵消南方汽车上市的困难。这也是南方汽车多次对外表示没有上市时间表,但南方汽车内部却将2008年作为上市最后期限的最重要原因。2008年这一时间表犹如利剑,悬在尹家绪的心头,也高挂在中国兵器装备集团每个高层的心上。于是,在尹家绪走马上任后,中国兵器装备集团的汽车类资产相继注入南方汽车。



南方汽车总裁 尹家绪

2006年8月23日至8月30日,重庆长风转向器公司、成都宁江减振器公司、重庆青山变速器公司、湖南江滨活塞公司、四川建安车桥公司相继被纳入南方汽车的分公司;2006年9月,四川建安车桥4大分公司(重庆建安车桥分公司、定州建安车桥公司、成都建安车桥公司、柳州建安车桥公司)也完成了并入南方汽车的工商登记手续。

在调整内部资产结构的同时,南方汽车开始招兵买马。2007年,证券业及熟悉资本运营的人才一度蜂拥至南方汽车的大本营。而这一切旨在为南方汽车上市出谋划策,以铺平其上市道路。

其间,也屡屡从尹家绪处传出南方汽车海外上市的消息,“南方汽车希望在境外上市,可能是香港,也可能是美国,我们已经进行了筹备工作。接下去,我们会将优势的汽车资源集中到一起,并在资本市场上有所作为。”尤其是在2006年和2007年的“两会”期间,尹家绪也对南方汽车上市作了相应表态。



## 最好时机

与其它汽车集团选择上市地的左右摇摆相比,南方汽车成立之前就盯上了境外资本市场。尹家绪对上海证券报表示,南方汽车希望在资本市场和产品市场均能两条腿走路,既走在境内资本市场上,又走在境外资本市场上;既走在国内产品市场上,也走在国际产品市场上。

虽说早起的鸟儿有食吃;但在资本市场上,来得早不如来得巧。

尽管南方汽车上市迟于东风汽车,熟悉资本市场的尹家绪心明如镜;这一次“迟到”可以做成一笔合算的“生意”。因为无论对于南方汽车旗下资产而言,还是从香港资本市场对中国汽车资产的热度看,2007年至2008年将是最好的上市时机。

东风汽车香港上市给南方汽车上了一课。在如何选择时机和出售资产上,尹家绪毕竟吃过“猪肉”。

2005年12月7日,东风汽车(0489.HK)香港上市引起轰动:东风汽车共发行2.48326亿股,当时认购数达4.9007亿股,认购数为公开发售数的1.97倍。起初,东风汽车的招股价区间定在1.45港元至1.65港元,在东风汽车的争取下,其发行价最终取了中值——定在1.6港元。以2.48326亿股公开发售股和3.3862亿股超额配售股计算,东风汽车共募得45亿港元。东风汽车由此成为2005年首家在香港上市的内地汽车公司。

但热闹之后,国人发现东风汽车被“贱卖”了。东风汽车股价在香港市场急速上涨;短

短3个月内,其股价由上市日收盘价1.74港元最高升至3.45港元,涨幅超过98%。“东风汽车吃了两个亏。一是当时国内A股市场低迷,香港资本市场对内地公司估值不高。”国泰君安汽车分析师张欣分析认为,“另一个亏是吃在投资银行身上,投资银行没有正确预估东风汽车的内在价值,是导致事后东风汽车低卖的最大原因。”

东风汽车海外上市确实生不逢时。除了A股市场低迷外,国内汽车市场也正处于波动期。经历了2002年至2003年的井喷行情后,一场突如其来的寒流袭击了2004年的中国汽车市场:整个轿车市场均价降幅超过9%,以中国轿车市场平均价格15万元计算,则每款车型平均降价超过1.3万元;大量的轿车积压,一些汽车企业在2005年的最主要工作变成了清理库存。与此同时,汽车企业的利润被迅速挤压。

处于资本市场和产品市场的两个低谷中,再加上投资银行缺少慧眼,东风汽车自然难在海外卖出好价钱。但今时今日,南方汽车显然不会“重蹈覆辙”。无论外部环境,还是南方汽车核心企业的增长势头均较为强劲。2007年,中国轿车市场持续高速增长。中国汽车工业协会统计数据显示:今年1月至5月,中国国产轿车销量高达190.25万辆,同比增长25.66%。南方汽车正迅速分享着中国轿车市场的“蛋糕”。南方汽车既看中市场占有率,又看中利润。南方汽车的利润基本上来自其孙公司长安福特马

自达;南方汽车的核心整车企业为长安汽车,而长安汽车的利润基本上来自长安福特马自达,长安福特马自达贡献的利润填补了长安汽车其他子公司的亏损;2006年,长安福特马自达汽车贡献了85.1亿元的主营业务收入、25.5亿元的主营业务利润和10.8亿元净利润;而长安汽车的这三项数据分别为257亿元、43亿元和6.47亿元。2006年,长安福特马自达共销售135586辆轿车,较2005年增长115%,远高于行业36%的平均增长水平。

“2007年,长安福特马自达的增长率仍将超过行业平均水平。”福特汽车中国总裁许国桢表示,“今年下半年,长安福特马自达南京工厂将投产,长安福特马自达的产量将进一步增长。”

除长安福特马自达之外,长安福特马自达发动机公司也将成为南方汽车的新利润增长点。中金公司的一份研究报告显示:2007年4月发动机正式投产后,2008年长安福特马自达发动机的配套量将快速上升。2008年,长安福特马自达发动机有望实现38亿元的销售收入,净利润约为4亿元。

如果说其利润主要来自长安福特马自达,那么,南方汽车不断增长的销量则是“百花齐放”的结果;合资企业长安福特马自达、长安铃木继续开拓国内市场;自主品牌项目上,长安汽车和江铃控股合作,共同做大国内市场占有率。2006年,长安汽车集团的汽车销量为70.8737万辆,较2005年增长12.29%。

## 南方汽车上市猜想

□本报记者 吴琼

尹家绪操盘下的南方汽车估值几何?较先一步的东风汽车,南方汽车又可以多收几斗“米”呢?这成为南方汽车上市前的最大悬念。

从上海证券报获得的信息分析,南方汽车明显将以更少的股权换得远远多于东风汽车当年的资金。

上海证券报独家获悉,2005年,南方汽车的总股本为4582373700股。2006年,南方汽车的净资产47亿元。

如南方汽车总股本未发生任何变化,2006年其每股净资产约为0.9165元。目前东风汽车在香港的市净率为2.39倍。若南方汽车发行价以东风汽车的市净率为准,则其每股发行价约为2.19元;如果以东风汽车市净率打八五折计算,则其每股发行价约1.86元。

“如果一定以市净率作为发行依据,则2倍的市净率较为可行。”关注香港上市的另一大型汽车集团高层表示。按其说法,即南方汽车发行价在1.86元较妥。

但资深投行人士认为,市净率作为发行依据的可能性较小,因为很难评估出资产中的水份,故而很可能仍用东风汽车发行依据——市盈率。如果以市盈率作为发行依据,南方汽车每股的价钱将高出1倍以上。

上海证券报获悉,2006年,南方汽车共实现了410多亿元的整车及零部件销售收入,利税30多亿元。如果以所得税率15%计算,南方汽车2006年的净利润约为25.5亿元。若目前南方汽车的总股本仍为4582373700股,则南方汽车的每股收益约为0.55元。

“在目前的市场情况下,发行市盈率在10倍左右。”国泰君安汽车研究员张欣表示,“如以10倍市盈率计算,假设南方汽车发行后总股本增至60亿股,则按摊薄每股收益计算,其每股发行价约为4.25元。”

若以此计算,南方汽车23.6%的股权约14亿股将换得60余亿元,且南方汽车工业集团公司仍为南方汽车的控股股东。而2005年,东风汽车28亿股仅卖了45亿港元。

在不考虑南方汽车和东风汽车盈利能力的情况下,南方汽车显然用更少的股权卖出了更高的价钱。因为,毕竟东风汽车是国内第三大汽车集团,目前其盈利增长情况不输于南方汽车。

如果确以市盈率原则定价,14亿多股南方汽车在香港市场筹得60余亿元。那么,南方汽车日后在香港资本市场运作将更为得心应手。南方汽车二次资产注入也将大有文章可做。

最引人关注的一点是,南方汽车未来是否会注入摩托车资产?因为,目前整合进南方汽车的资产中并不包括摩托车资产。但这显然有违南方汽车成立的初衷。在南方汽车成立之初,中国兵器装备集团确实打算将旗下的汽车、摩托车及相关零部件资产整合入南方汽车。

上海证券报独家信息显示,南方汽车的资产包括5家整车汽车为首的整车资产、6家中外合资汽车零部件、12家全资子公司及控股公司。整车企业为重庆长安福特汽车股份有限公司、重庆长安铃木汽车股份有限公司、南京长安公司、河北长安公司、江西江铃控股有限公司,亦即长安汽车股份旗下全部整车资产;中外合资零部件企业分别为南方天合底盘系统有限公司、成都宁江和汽车变速器有限公司、重庆汽车空调器有限公司、南方英特空调有限公司、重庆长风基铨机械有限公司、纳铁福(重庆)传动轴有限公司;全资子公司及控股公司分别为南方汽车四川建安车桥分公司、南方汽车重庆青山变速器分公司、南方汽车成都宁江减振器分公司、南方汽车湖南江滨活塞分公司、湖南天雁机械有限责任公司、成都华川电装有限责任公司、南京长安公司、重庆建设摩托车股份有限公司、洛阳北方企业集团有限公司和济南轻骑摩托车股份有限公司等知名企业。但目前无任何迹象显示这些企业已纳入南方汽车资产中。

尹家绪也曾经表示,摩托车资产未放入南方汽车中。“摩托车资产目前未纳入南方汽车旗下,应该更有利于南方汽车卖出好价钱。”张欣认为,“无论是嘉陵还是济南轻骑的利润率都很低,在重庆的竞争力比不上力帆这样的民营企业。一旦打包进南方汽车,只会拖累南方汽车的盈利能力。”

以中国嘉陵为例,其2006年摩托车收入为20.79亿元,但毛利率仅6.35%。自2002年以后,中国嘉陵始终在亏损和微利之间徘徊。而长安汽车的微型车、轿车的毛利率分别为15.12%和24.57%,远远高于摩托车的盈利能力。

但记者目前尚无法得知南方汽车将如何对待摩托车资产。对于中国兵器装备集团而言,未来做大摩托车业务的最佳途径有二:或待南方汽车上市后,以发新股方式换取中国兵器装备集团旗下摩托车资产。或者中国兵器装备集团改变初衷,不再将摩托车资产注入上市公司,或另行成立公司包纳摩托车资产,寻求其它融资渠道。

第一个途径可能会招来南方汽车现有股东的反对。毕竟,摩托车业务的盈利能力和成长空间并不能让投资者满意。