

Companies

整体还是分拆? 一汽集团上市之路遭遇岔口

■观察

资本市场“跛”行之痛

与其在国内汽车界的地位相比,一汽集团在资本市场的步伐上远远落后于上汽集团、东风集团。这个数年来一直占据中国汽车销量第一宝座的“共和国汽车长子”,明显有点缺陷——产品市场的“腿”长,而资本市场的“腿”短。

“国内三大汽车集团中,上汽集团和东风集团均已整体上市,大家自然将目光锁定在一汽集团身上。毕竟国际著名的企业都是资本市场和产品市场两条腿走路的。”一汽集团总经理竺延风表示,“一汽集团不可能不考虑这个问题,但目前时间表还没有确定。”

在资本市场上,一汽集团已经被上汽集团和东风汽车远远抛在后面。这不能不令竺延风着急。

2005年,东风汽车集团在香港IPO实现整体上市;2006年,上汽集团借壳上海汽车(600104)实现整体上市。而一汽集团虽然拥有4家A股上市公司,但资产证券化率却不高。

以2007年6月20日收盘价计算,一汽集团在资本市场上的市值为510.1亿元。2005年一汽集团总资产约1074亿元。鉴于一汽集团资产处于增值过程,故一汽集团资产证券化率尚不足50%。

竺延风深知资本市场“跛行”的后遗症。但背负着“东北大国”(竺延风戏称:一汽集团为东北、大型、国有企业,此言亦透出一汽集团包袱沉重、关系复杂)这个大名,一汽集团的整体上市一时半会急不来。

一汽集团上市要迈过的坎太多,以致于竺延风无可奈何地表示,希望一汽集团能在2年内实现上市。

一个严峻的现实摆在一汽集团面前。从国际趋势和国内形势看,联合兼并是汽车企业的未来发展趋势,但这一切需要钱,而一汽集团恰恰缺钱。

在政策面上,国家主管部门支持企业的联合兼并。2006年12月18日,国务院办公厅转发了国资委《关于推进国有资本调整和国有企业重组的指导意见》(简称“指导意见”)。在指导意见中,国资委首次将汽车列入需保持国有经济控制力的行业之一。并指出:将国有资本向关系国家安全和国民经济命脉的领域集中,增强国有经济控制力;要通过股份制改造、引入战略投资者、重组上市等方式实现国企产权多元化,增强企业的活力和竞争力。

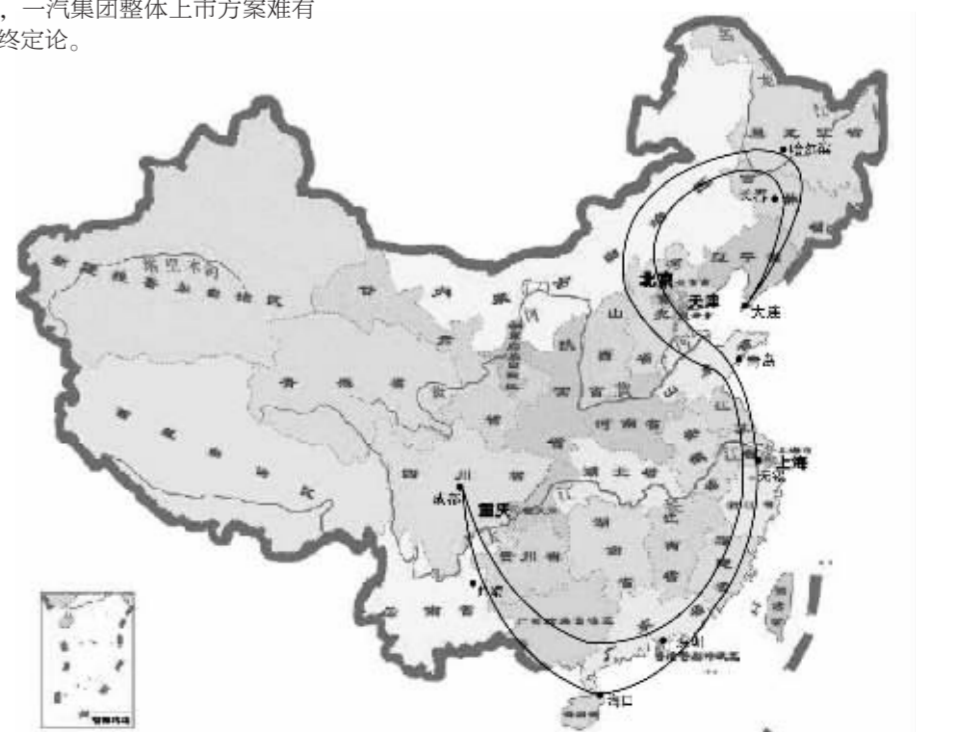
指导意见将汽车业内关注已久的重组提到了台面上。指导意见指出:至2008年,长期积累的一批资不抵债、扭亏无望的国有企业政策性关闭破产任务基本完成;到2010年,国资委履行出资人职责的企业调整和重组至80家至100家。据了解,目前中国数千家汽车企业中,年销量不足千辆者众多,而这些均将成为被淘汰或被兼并的对象。

“十一五”期间,汽车企业将加速重组,“中国汽车工业咨询委员会副主任张兴业认为,“汽车企业将发展快,竞争也更激烈,企业间必然走向联合或兼并。”但重组需要钱,而一汽集团恰恰在现金上捉襟见肘。2006年,一汽集团的总资产为1098.51亿元,流动资产为606.16亿元,流动负债为756.43亿元。按此计算,一汽集团的负债率为68.8%,远高于制造业50%的平均水平;流动比率为87%,远低于业内流动比率的水平。一汽集团过低的流动比率和过高的负债率,反映出一汽集团存在某种程度的资金困境。正是因为这样,在大重组的趋势下,一汽集团在资本市场上并购动作的力度远远小于上汽集团。

一汽集团曾经动过参与收购克莱斯勒资产的念头,但在巧无米难为炊的窘境下,只能选择放弃。而现金相对充沛的上汽集团则在购买了韩国双龙的大部分股权后,又收购了MG罗孚的核心知识产权,从而一举获得了国际产品市场的销售渠道、核心产品的自主研发平台。

第三道坎是如何进行主辅业分离。一汽集团是目前历史包袱最重的国内汽车集团。一旦一汽集团整体上市,如何剥离主业、辅业?如何安排辅业人员?均成为难题。因此,在这一大问题未解决之前,一汽集团整体上市方案难有最终定论。

一汽集团的资产分散在各地:自东北腹地沿大连湾、渤海湾、胶东湾、长江三角洲、海南岛、广西、云南、四川延伸。这个一汽集团引以为傲的S形布局也埋下了麻烦。



张大伟 制图



尽管困难重重,一汽集团仍希望两年内能够实现多数核心资产上市 资料图

上汽集团整体上市之后,国内汽车巨头拟整体上市之声不绝于耳,但一汽集团却动作迟缓。是什么导致这家号称“共和国汽车长子”的汽车集团如此踌躇?一汽集团能够忍受在资本市场上落后于上汽集团和东风汽车集团吗?一汽集团是否做好了整体上市准备?

在采访中,上海证券报发现:由于受层层复杂关系的困扰,一汽集团整体上市举步维艰。但一汽集团总经理竺延风仍将上市作为一个重要目标。只不过限于自身条件,一汽集团希望2年内能够实现多数核心资产的上市。

◎本报记者 吴琼

国内汽车集团整体上市此起彼伏,或在内地或去香港,这一刻一汽集团却显得分外沉寂,甚至没有投资银行选秀的消息传出,但在沉默之下,那座火山正在酝酿爆发。

一汽集团总经理竺延风表示,一汽集团有上市计划,集团内部也正在酝酿上市的各种方案,但离主管部门的审批阶段还有一段距离。

尽管口风很紧的竺延风未透露一汽集团整体上市的进展,但上海证券报仍从其它途径获悉,竺延风所说的“距离”主要有二:一是整体上市方案或如何上市方案未定;二是一汽集团还需要与合资方达成一致。

一汽集团最大的两个合资伙伴为大众汽车、丰田汽车。在对大众中国高层的采访中,上海证券报了解到,一汽集团已经与大众中国进行了上市前的磋商。

记者问及大众中国副总裁苏伟铭:“是否听说一汽集团整体上市之事,大众汽车集团是否支持将一汽大众的中方股权置入(拟)上市公司?”“关于一汽集团所持一汽大众资产置入未来上市公司一事,还没有放到董事会层面讨论。”大众中国总经理苏伟铭对上海证券报表示,只是“财务部门在讨论该事宜。”

整体 VS 分拆

此外,尽管一汽集团仍未确定如何整体上市或如何上市,但数家投资银行已经与一汽集团进行了频繁接触。目前,数家机构向一汽集团提供了不同的资产上市方案,方案的争议也相当大;有坊间盛传的类似于上汽集团的借子公司壳整体上市方案;也有创新模式——以资产证券化率衡量,将一汽集团几项核心业务分拆在不同子公司上市方案。

其中,整体上市方案的思路是,将一汽集团的核心资产置入旗下一家子公司;同时吸收合并旗下另一家子公司的股份。但这一方案甚至在机构内部亦未得到认可。因为股权划转方案并不常见,也很难为主管部门认可。因此,碰壁的可能性较大。

“为什么一定要仿效上汽集团呢?一汽集团完全可以采取另一种上市模式。”接近一汽集团高层的人士

表示,“整体上市是市场上说的。站在国资委的角度,重要的国有资产证券化率,而不是单纯的整体上市。”

按照这一思路,一汽集团及其顾问机构一谈及另一个方案:即分拆一汽集团资产,并将不同类型的资产置入3家子公司,最终形成主业有分工的三家大型子公司。

上海证券报辗转获得分拆上市方案:一汽集团的上市资产由3个平台组成——乘用车平台、商用车平台、零部件平台。未来乘用车资产可能分别注入2家整车子公司、零部件资产则可能注入一汽四环。

“如果更细分,或者做改进,一汽四环也可以调整为金融平台。”接近一汽集团高层的人士表示,“目前一汽集团的财务公司正在做汽车金融业务。按照国际趋势,汽车金融的盈利能力高于整车和零部件。”

陈志武支招

“一汽集团可以考虑按旗下固定资产的性质,将不同业务注入不同的公司,最终实现整体上市。”近日,耶鲁大学金融经济学教授陈志武告诉上海证券报,“但前提条件是:银行、证券市场有能力对不同性质的资产作出合理估值。”

陈志武指出,在市场有效的情况下,按ROE、ROA评判公司价值。固定资产使用效率较高的企业容易获得较高的定价,如可口可乐这样的市场营销型企业。

因此,陈志武提出一个方案:一汽集团可以分拆成生产汽车配件及整车的公司、负责销售和研发的公司;甚至可以再分拆一个房地产或物业公司。对于这三类公司,资本市场按市盈率给出的估值差别相当大。考虑到中国国情,银行对三类资产的贷款力度也有区别。

三类资产中,生产汽车配件和整车的公司在资本市场上青睐度适中(国际市场上市盈率基本在15倍至18倍左右),而在银行系统的青睐度最佳。因为中国的银行只认实物抵押贷款,而这类企业占有较多的生产性固定资产,每年的收益较为稳定。鉴于复合年投资回报率基本上能超过银行贷款利率,因此,陈志武建议可以利用低成本贷款实现企业高速发展。这也是一种合理的“套利”行为。

有13倍至14倍的市盈率,因而,将其分拆上市,旨在获取银行贷款或房产基金,甚至通过上市公司发行债券等方式来融资,以获取该类公司的发展资金。

陈志武最看好的是负责销售和研发的公司。

“负责销售和研发的公司是以现金流为主的公司,其资产负债表会相当漂亮,定价可能更像大众传媒或者美国的可口可乐。”陈志武说,“资本市场给这类企业的市盈率可高达60倍至100倍。”

其理由是:这类公司占有较少的固定资产,甚至办公场所也可以是租赁,但销售所处的售后服务环节是目前汽车生产企业主要利润来源,其利润率高于整车生产制造,资金周转率亦高于整车生产制造。此外,研发公司一旦具备较强的实力后,可以替一汽旗下的整车企业或其他公司开发产品,其资金回报率亦相当可观。

“分拆只是在像美国这样有效的市场上的最佳做法。由于目前A股市场普遍市盈率水平较高,如果一汽集团旗下无A股上市公司,一汽集团不分拆上市亦可获得较高的估价。”陈志武同时强调,“具体对于一汽集团(而言),由于其拥有4家上市公司,在壳资源价值不断提高的情况下,如果放弃掉任何一个壳资源,似乎也有些浪费。”

要过几道坎?



一汽集团总经理 竺延风

一汽集团上市前要过几道坎呢?这是最令一汽集团头痛的事情,也是投资银行在设计上市方案时无法绕过的。

第一道坎是外资伙伴。由于一汽集团旗下盈利能力最强的几家企业均为合资公司,如整车领域的一汽大众、天津丰田;零部件领域的一汽丰田发动机公司、天津丰田发动机公司。

根据上海证券报独家获悉的资料显示:2006年一汽大众的净利润近17亿元,天津丰田的利润近15.6亿元,四川丰田的利润5.6亿元。而一汽集团2006年的净利润为34.9亿元。考虑到一汽集团所持的几家合资企业的股份基本上在50%左右,可见这4家合资企业几乎贡献了一汽集团利润的一半。

“如果不将这几家合资企业的中方股权全部置入上市资产,一汽集团整体上市的价值也无从体现。”CSM的分析师黄哲睿表示。

但一汽集团面临的困难是:没有大众汽车和丰田汽车的首肯,一汽集团无法变更拥有中方股权的持有者。在采访中,记者得

知,大众汽车开始考虑变更中方股权持有者一事。而在另一个重要合资伙伴丰田汽车处,记者却未能获知相应的信息。

“关于一汽集团将持有的一汽丰田股份进行整体上市一事,我暂未听说。”一汽丰田常务副总经理王法长告诉上海证券报。

而正在迅速发展的一汽丰田对一汽集团整体上市至关重要。

平安证券分析师姚宏光指出,目前,天津丰田已有三个工厂:2006年天津一汽丰田的销售收入为320亿元,盈利为15亿元;第二工厂2005年投产,至2007年其利润才会显著增长;第三工厂于2007年5月投产,按照一汽丰田的正常规律,自2008年其盈利将得到体现。

生产卡罗拉即第十代花冠的第三工厂将成为天津丰田未来重要利润增长点。对卡罗拉寄予厚望的天津丰田在全国开始营销巡演,上海13家卡罗拉的经销商自6月18日至7月8日,展开了热火朝天的推广活动。卡罗拉上市伊始,便吸引了中级轿车消费者的眼球,以致于车未出厂、排队等候者众多。

一汽丰田华东分部销售总监杜海洋说:“新COROLLA(卡罗拉)和COROLLA EX(花冠)2007年销售目标分别是6万台和2.4万台,以确保2007年一汽丰田总销售量达27万台。”

如果卡罗拉能按计划销售,那么,在其它品牌的共同推动下,至2010年一汽丰田年销量有望达到50万辆,实现销售收入900亿元,净利润70亿元。届时,占据一汽丰田51%股份的一汽集团也将获得超过35亿元的利润。

第二道坎则是如何兼顾国内各地政府的利益。

一汽集团的资产分散在各地:自东北腹地沿大连湾、渤海湾、胶东湾、长江三角洲、海南岛、

广西、云南、四川延伸。这个一汽集团引以为傲的S形布局也埋下了麻烦:一汽夏利地处天津,另两家企业位于总部长春,如果将原属于天津上市公司的资产放进长春的上市公司(一汽夏利持有30%的天津丰田股权),可能引发天津主管部门和上市公司所在地主管部门的不和谐声音。

此前实现整体上市的上汽集团则无此麻烦。上汽集团旗下两大合资整车企业——上海大众和上海通用,均为上海企业。资产从上汽集团划至上海汽车,仍然在上海主管部门的管辖范畴内。