

央企引領風尚 整體上市在規範中快速發展

2007年是名副其實的整體上市年和整體上市規範年。根據 Wind 資訊統計,今年共有 41 家上市公司發起涉及大股東注入資產的方案,13 家公司完成整體上市。

無疑,集團整體上市已成為全流通時代市場的一大熱點,央企更是在其中引領風尚。業內人士認為,隨著國資改革戰略思路的轉變和監管部門對整體上市的鼓勵及推動,整體上市仍將是未來發展的大趨勢。這不僅因為整體上市可以解決長期存在的關聯交易等問題,更為重要的是,集團整體上市可以給上市公司注入新的增長活力,甚至可能讓某些公司的質地發生脫胎換骨的变化。

但另一方面,今年以來,在指數已處於高位的情況下,股市的熱點開始向重組題材股轉移,其中整體上市更是備受追捧。為防止出現一些不規範行為,有關部門多管齊下,加強監管,使得 2007 年的整體上市工作在發展中逐步得到規範。

本報記者 周 ■

中國船舶整體上市前後資產財務狀況對比

項目	原滬東重機	中國船舶	增長(%)
總資產	36.9億元	305.93億元	729
淨資產	15.6億元	85.53億元	448
淨利潤	3.73億元	27.42億元	448
銷售收入	21.35億元	129.64億元	635
每股收益	1.42元	4.41元	507
每股淨資產	5.94元	12.91元	117



張大偉 制圖

案例 整體上市催生第一高價股

一年之計在於春。今年 1 月 5 日,國資委主任李榮融在央企負責人員會議上開宗明義:2007 年,國資委將積極推進具備條件的中央企業集團整體改制上市或主營業務整體上市;鼓勵、支持不具備整體上市條件的中央企業,把優良主營業務資產逐步注入上市公司,做優做強上市公司。

1 月 24 日,滬東重機停牌,5 日後公布定向增发、整體上市方案。兩會期間,國資委副主任李偉又明確表态:今年中央企業整體上市工作會更積極,成熟一家上市一家。

3 月 17 日,滬東重機重組上市方案獲得國務院批准;3 月 28 日,國資委下達了關於中國船舶工業集團公司重組民品業務並上市的批復。8 月 1 日,中國船舶正式在中國證券市場亮相。兩個月後,其股價觸及 300 元,成為兩市第一高價股。

且不提 300 元的估值對於中國船舶而言是否合理,單從 兩市第一高價股”的出現而言,就足昭示出整體上市對於央企、對於市場和投資者的重要意義。

中國船舶工業集團公司副總經理張必貽表示,整體上市初步實現

了中船集團核心民品業務的重組上市,為進一步打造世界領先的造船旗幟上市公司提供了資本運作平台。通過定向增发,中船集團將大型民用船舶製造業務、修船業務和船用大功率柴油機製造業務整合,形成一個完整獨立業務運作主體。在該主體中,既有協同效應又有價值鏈的延伸,優化了公司的業務結構,增強了公司的行業地位,拓展了公司的發展空間,已初具控股型上市公司的雛形。公司 2006 年造船能力 320 萬噸,造船噸位占中船集團的一半以上;修船業務覆蓋長江口、珠江口,此次技改完成後,均容量將提升至 107 萬噸,為國內第一;年生產柴油機 80 台,147 萬馬力,國內市場占有率超過 60%。未來通過持續的資本運作,進一步做優做強,努力將中國船舶打造成世界領先的造船旗幟上市公司。

此外,整體上市使得中船建立了相對完整的產業鏈,有利於減少關聯交易,避免同業競爭。重組後的上市公司擁有獨立的管理、運營和財務體系,擁有獨立的採購、生產、銷售功能及產品品牌。與此同時,通過整合上下游產業鏈,大幅減少船用配套與造船企業之間的關聯交易,特別是關聯銷售由 2006 年

的 50% 以上下降至 7.2%。公司還通過關聯交易框架協議的方式規範未來的關聯交易。本次定向增发、整體上市完成後,目前在建的長興島項目、龍穴島項目在造船方面與上市公司有一定的潛在競爭,中船集團承諾條件成熟後注入上市公司。至此,上市公司與中船集團及其控制的其他關聯方之間不存在其他同業競爭的情況。中船集團出具了非競爭承諾函,以避免同業競爭。同時,本次定向增发完成後,中船集團(含中船財務公司)持有上市公司的股份由 53.27% 增加到 62.57%,控股地位得到進一步加強,為後續資本運作提供了有利條件。通過定向增发、整體上市,中船集團也初步實現了建立與國際接軌的現代企業制度的目的。

在 12 月 18 日召開的央企負責人員會議上,李榮融重申,鼓勵支持中央企業……具備條件的實現整體上市;不具備整體上市條件的,逐步把優良主營業務資產注入上市公司。據悉,在現有 150 多家央企中,目前已完成整體上市的央企只有 16 家左右,計劃以注資等方式完成整體上市的央企有 27 家。

可以預見,2008 年,又將是一個整體上市年。

■ 記者觀察

主板市場存量公司 調整有望提速

“整體上市”是今年的一個熱門詞匯。其實,作為上市公司重大資產重組的組成部分,未來主板上存量公司以整體上市、併購重組等方式實現調整的規模和力度,將會得到前所未有的提高。

今年 A 股首發融資額超過 4000 億元,我國資本市場 IPO 融資額成為全球第一已無懸念。這多少掩蓋了重大資產重組為代表的存量調整的光彩。但正如業內人士所指出的那樣,如果明年紅籌公司發行 A 股一事得到解決,那麼不出兩三年時間,“大家伙就會完蛋了”。屆時,上市公司增量可能主要體現在創業板和三板市場上,而存量調整可能將在主板市場唱主角。

央企很可能成為存量調整的主力部隊,這是由其體量和行業地位所決定的。截至今年 11 月底,我國企業通過境內資本市場籌資總額 1.8 萬億元,上市公司 1500 多家,而 280 家左右的央企控股上市公司籌資就占三分之一。“央企控股上市公司是上市公司中最重要的力量。”去年以來,央企控股上市公司利用資本市場做大做強的實踐越來越頻繁,實現整體上市或逐步注入資產的央企公司,如中國船舶、中國鋁業、中國建研、中國遠洋、東方電氣等,都屬行業領軍企業。國資委高級官員也曾先後多次表示,將以做強做優固本為目標,加大中央企業併購重組力度。

事實上,資產注入、整體上市很可能只是做優做強央企控股上市公司的第一步,而不斷加強其對市場資源的整合能力將成為第二步,“在實現自身投資主體多元化、壯大經營發展實力的同時,為在更大範圍內更好地進行併購重組創造有利條件。”

與此同時,資本市場已推出和可預見的創新產品和機制不斷出現,更降低了重大資產重組的交易成本,提高了便捷性,這一切都為主板上存量公司的調整提供了更多可能性。

同成熟市場一樣,我國資本市場的運行和調整也遵循通過發現價格引導資源優化配置的一般規律。通過資本市場價格信號,企業重組和資源優化配置得以推動,從而進一步穩固上市公司質量這一市場發展的基石,並在客觀上促進經濟結構的調整,保證國民經濟又好又快發展。

進入存量調整期,將成為市場進一步成熟的一個里程碑。



監管 多管齊下規範重大重組行為

作為上市公司重大資產重組的組成部分,整體上市可以在短期內導致上市公司主營業務、資產、收入發生重大變化,從而對上市公司股價表現產生較大影響,故容易誘發內幕交易、股價操縱和證券欺詐。

應該說,由股改造成的利益格局和

行為機制的調整既突然又劇烈,仿佛在一夜之間,大股東“做多”上市公司的動力就增強了,短期內較多公司的整體上市動議、意向乃至傳聞,投資者短期暴富的心理驅動因素,使得整體上市成為今年最熱門的概念,醞釀出今年最受矚目的掘金機會。

有關部門加強規範

為防止一些不規範行為的出現,有關部門加強了監管,使得 2007 年的整體上市工作在發展中逐步得到規範。

國資委主任李榮融今年初曾表示,國有企業整體上市不能成為股市上漲的泡沫,國企是做實業的,不是投機的。前不久,國資委副主任李偉指出,針對當前部分中央企業上市公司在涉及股份轉讓、改制上市、重大資產重組等相關工作存在信息披露不規範、程序意識和保密意識不強等一系列問題,國資委將抓緊研究制定國有股股東行為規範文件,確保上市公司控股股東行為依法合規進行。與此同時,國資委還將在對國有股股東賬戶進行核查和標識管理基礎上,研究建立國有股股東所持上市公司股份的動態監測體系,建立起對國有股股東所持上市公司股份“事前、事中、事後”監管為一體的動態監管體系。

同一場合,證監會副主席范福春也強調,央企控股上市公司在任何時候、任何情況下都不能進行內幕交易和操縱股價,謀取非法利益。

今年,證監會在規範上市公司包括整體上市在內的重組資產重組行為方面,實施了一系列新舉措。其中,尤

以 9 月份一系列規範市場行為的規則、規範性文件的出台最為引人注目。當月,證監會公布了《上市公司重大資產重組管理辦法》並征求意见,頒布實施了《上市公司非公开发行股票實施細則》,在發審委中設立上市公司併購重組審核委員會,並發出《關於規範上市公司信息披露及相關各方行為的通知》。

在項目審核方面,監管部門也力求迅速、直接,力爭將審核對項目、公司和投資者的影響降到最低。中國船舶工業集團公司副總經理張必貽透露,中船整體上市方案報上報當天,證監會上午聽取方案匯報,下午及時確認方案可行後,即通知上證所第二天對滬東重機實施停牌,避免人為炒高股價,使大股東在合理價位非公开发行。在發審委中設立併購重組委,這一模式繼續演進,成為目前業界熟知的“雙審制”。在中國遠洋定向增发收購集團資產事項中,證監會實行上午由併購重組委審核併購重組事項,如通過則下午由發審委審核定向增发事項,一天內完成對上市公司併購重組+定向增发事項全部審核流程,上市公司只需停牌一天。

上市公司嚴格保密

隨著規則、規範的進一步完善和監管力度的加強,很多上市公司能夠做到在實踐中認真落實相關要求,保證信息披露公平性,維護公眾投資者合法權益。

深圳華僑城控股股份有限公司董事總裁姚軍介紹說,華僑城 A 在 2007 年 10 月 16 日下午臨時停牌,就是基於華僑城集團公司在研究確定擬推進主營業務整體上市後,主動要求公司向深圳證券交易所申請的臨時停牌。

公司在隨後刊登的停牌公告中解釋是因為有重大事項待公告,為避免引起股價大幅度波動才採取的措施。為此,很多投資者都來電諮詢,當得知緣由後對公司的處理方式非常贊賞,都對公司以保護大多數投資者為目的的行為表示理解和支持,並由此增強了對公司的信心。”姚軍表示。

姚軍認為,華僑城集團公司和華僑城 A 對此事件的處理主要基於以下原因:一是集團公司認真領會了國資委和證監會關於加強上市公司信息披露監

管、嚴查股價操縱及內幕交易等違法違規行為的精神,嚴格遵照有關規定,在上市公司申報併購重組等行政許可事項前,按照分階段披露原則及時、準確披露相關事項的進展情況。二是集團公司有非常清晰的保密意識,在整個決策過程中做到了嚴格保密。三是集團公司對股票上市規則非常熟悉,能熟練運用規則,創新地運用盤中停牌來達到穩定二級市場價格的目的。四是決策執行過程中涉及到的管理層和人員均具有良好的保密意識,在整個執行過程中做到了嚴格保密。

據悉,加強對併購重組行為,尤其是对併購重組前後股價形成信息的監管,將成為明年證監會上市公司監管工作的重點之一,以避免相關方面利用相關信息操縱市場,進行內幕交易,散布虛假信息,避免上市公司從併購重組、定向增发等對股價敏感信息形成過程中內幕信息的擴散。

可以預見,明年上市公司整體上市過程中相關行為將更加規範,股價敏感信息的披露也將更加公平。

模式 整體上市路徑不斷創新

整體上市的目标是一定的,但實現的路徑却可以多種多樣。比如,“鞍鋼模式”、“生港模式”、“維柴模式”很大程度上代表了去年以來整體上市的成熟路徑;而今年“東電模式”、“中鋁模式”的出現則為業界提供了新的樣本。

曾幾何時,換股收購對於中國資本市場而言尚屬新鮮。短短一年的實踐中,整體上市模式已經開始更新換代,從支付手段創新的角度來看,隨著公司債等品種的逐步豐富,未來發債收購等方式也將進入市場實質操作階段。

今年 2 月,東方鍋爐公布股改暨東方電氣以換股並配以現金選擇權的方式向東方鍋爐無限售條件的流通股股東發出全面收購要約的方案。

作為東方電氣主業重組方案的一部分,該方案包括東方鍋爐股權分置改革,東方電氣以非公开发行 A 股和延期支付現金結合的方式收購東方電氣以換股並配以現金選擇權的方式向東方鍋爐無限售條件的流通股股東發出全面收購要約的方案。

東電保薦人中信證券錢偉琛表示,東電集團整體上市方案是新的《上市公司收購管理辦法》頒布後設

計的首例換股要約收購案。東電集團的整體上市方案不同於“維柴模式”和“生港模式”,開創了以證券方式支付要約收購價款的先河,而後兩者均屬於集團以自身股份換股收購的模式。

東電整體上市方案的精髓在於“第三方換股收購”,即東電集團用東方電氣的股票與東方鍋爐流通股換股並進行要約收購,並非以東電集團股份換股。具體來說,是東電集團向東鍋全體流通股股東支付 10 送 2.5 的對價,同時承諾在股改完成後將其通過非公开发行方式增持的東方電氣 A 股股票作為換股證券,向 S 東鍋流通股股東發出全面換股要約。東方電氣將收購東電集團持有的東鍋全部限售股以及東方汽輪機有限公司 100% 的股權,作為收購代價,東方電氣將向東電集團定向發行 3.67 億股股份,折合現金 89 億元。東電集團又用增发股票去兌換東鍋的流通股。

不可否認,東電模式”比此前的成熟模式更為複雜,故一度沒有得到投資者的充分認可。然而,經過操作,業內認為“東電模式”股改成本低、審批時間短、市場震盪小,為央企改革提供了新的途徑,也為中國資本市場併購提供了新的范例。本次發行後,東方電氣 2007 年一季度的淨資產從 25.51 億元增加到 67 億元,總資產從 94.62 億元增

長到 308.50 億元,分別增加了 162.64% 和 226.04%;同期主營業務收入從 13.14 億元增加到 58.04 億元,淨利潤從 2.12 億元增加到 5.82 億元,分別增長了 341.70% 和 174.53%。從 2006 年的盈利情況測算,本次發行後公司的每股收益增長約 42.22%。

今年 4 月,中國鋁業的發行上市,則擺脫了“注入”的模式,在整合山東鋁業、蘭州鋁業的基礎上,以 IPO 方式實現整體上市。中國鋁業的 IPO 不募資金,發行股份全部用於換取山東鋁業和蘭州鋁業除中國鋁業所持股份外,未行使現金選擇權的股份及第三方中債信託因現金選擇權的行使而持有的全部股份。

從今年的實踐來看,自新的《上市公司收購管理辦法》允許換股收購這種創新支付方式的實施後,上市公司在實現整體上市過程中,均能夠結合自身實際,在創新支付方式的同時,積極尋求符合客觀需求、爭取達到多贏的路徑。實踐證明,產品創新往往在豐富產品類型和投資者選擇之外,對於市場主體市場化行為具有重要意義。從這個角度而言,今年公司債順利起航,證監會高層亦表示應儘快擴大公司債市場規模,作為一種可能的新的支付手段,公司債將給未來整體上市乃至併購操作提供更多選擇,為平衡財務狀況和股東權益提供更大余地。