

## 并购重组唱响全流通时代主旋律



◎本报记者 彭友

随着股权分置改革的渐次完成,2007年可谓全流通环境下崭新的一年,流通性的获得和同股同价两大转变,改变了市场主体的价值取向和行为模式,从而导致了资本市场并购重组的大爆发。

银河证券总裁肖时庆指出,股改以后,A股市场解决了非流通股的流通问题,通过二级市场实现并购将更为简便,成本更为低廉,上市公司并购重组活动将越来越频繁。

业内人士表示,谋求企业控制权、实现产业整合、增强协同效应等,都将作为收购行为的出发点,中国证监会上市公司有关负责人认为,在全流通的市场环境下,并购模式将由原来的题材性并购转变为战略性并购,由财务性并购转

变为产业性并购。

华远地产借壳SST幸福、海通证券借壳都市股份、沪东重机更名中国船舶、高盛三次收购均告失败、赛家龙旗下资产第拍拍卖、黄光裕被中关村……多少变幻莫测的资本手法,放到全流通的背景下来看,显得如此顺理成章而又意义非凡。

2007年表现最为猛烈的,莫过于房地产行业大举借壳上市。2月,华远地产拟与SST幸福换股吸收合并,虽然几经波折,但终于得以成功过会。资料显示,截至2007年底,在沪深两市约100家房地产企业中,真正通过IPO上市的约40家,原上市公司更改主业变身房企的约10余家,其余基本上是通过借壳上市。

同样,证券公司借壳终于实现突破。2007年6月,海通证券借壳都市股份上市方案获批;随后,

东北证券借壳锦州六陆、元元证券借壳S\*ST化二、长江证券借壳S\*ST石炼也接踵而至。券商板块在A股市场风起云涌,成为市场走势的一大风向标。

全流通的环境,给上市公司带来了价值重估,这样一来,对于中国企业觊觎已久的外国战略投资者,也只得大幅提高原来协议的收购价格。中最为坎坷的莫过于高盛,由于增发价格过低,高盛入主美的电器、福耀玻璃、阳之光的梦想均告破灭。

随着全流通的开始,拍卖型重组也逐渐大行其道。浙江产权交易所董事长颜春友说,重组方以竞拍的形式获得上市公司股份,进而获得壳资源,将是未来的一大发展模式。2007年11月,上海舜元企业投资发展有限公司夺得\*SST天发25.99%股份,预计2008年将实现借壳上市。



全流通新形势也带来了新问题,2007年7月,国务院国资委、中国证监会颁布《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》等一系列文件,明确了国有控股股东转让上市公司股份的比例、价格问题,严控国有资产配置。

市场人士指出,从未来的发展趋势来看,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,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。

此外,全流通后,上市公司的壳资源对于大股东来讲具有更大的价值,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,保壳式重组也将此起彼伏。

例如,截至去年12月26日,\*ST得亨收到大股东辽源市财政局拨付的财政补贴款共9000万元,从而得以保证公司继续运营,化解可能出现的退市风险。

全流通时代的并购重组,已不需再像股权分置时代那样一定要与大股东费力地周旋,而是可以从二级市场直接收购。对于股权比较分散的企业,获得其20%以上的股权,也许就可以拥有控股权。这样一来,市场上那些低估值企业,很可能直接遭遇市场中的“并购狙击手”。而那些基本面良好的企业,也将成为众多资本追逐的对象。

一位资深市场人士指出,股改对并购重组市场的最大作用,是使得股票成为和现金一样的硬通货,以资产换股权成为无数大企业整体上市上的捷径和上市公司壮大的利器。

## 房地产企业借壳风起云涌

◎本报记者 彭友

2007年以来,不断攀升的楼价、屡被刷新的地价,以及各种房地产调控措施,无不使房地产企业对于融资尤为迫切,也大大激发了它们的上市热情。

业内人士指出,由于IPO的手续比较复杂,在此情况下,借壳上市便成为房地产企业登陆资本市场的捷径。据了解,随着股权分置改革的完成,非流通股的流通问题得以解决,房地产企业装入上市公司的资产可以自由流通、及时变现,提高了融资能力。

2007年,曾被誉为“山东第一民企”的\*SST万杰步入困境后,山东省商业集团总公司对其进行了重组,\*ST万杰也脱胎换骨为山东商业集团旗下的一家房地产上市公司。正是通过这种借壳上市,使得过去没有一家房地产上市公司的山东省有了天业股份、园城实业、\*ST东泰等多家。

沪深股市设立以来,曾掀起过

两轮房地产公司的借壳潮,但目前渐近尾声的第三轮房地产借壳浪潮,则远比前面两轮激烈。从2006年下半年以来,已经有几十家房地产公司通过借壳上市。有资料显示,目前在沪深约100家房地产企业中,真正通过IPO上市的约40家,原上市公司更改主业变身房企的约10余家,其余基本上是通过借壳上市。

1993年至1994年,沪深股市第一轮房地产借壳浪潮出现,前后共出现十几个案例;第二轮借壳浪潮发轫于2002年,2003年和2004年是高潮期,但前后也只有近20家公司被借壳。也就是说,第三轮房地产借壳上市的数量已经远远超过了前两轮的总和。

去年表现得最为一波三折的,则是华远地产借壳SST幸福。年初,双方签署协议,准备借壳,但却被中国证监会否决。再度修改之后,借壳方案终于成功过会,这也大大鼓舞了开发者的借壳士气。

有分析师指出,目前市面上合适的壳资源比较多,再加上房地产企业的有融资需求,可谓“一拍即合”。一位研究员表示,在人民币升值之初抢先完成房地产资产的证券化,可以为借壳房地产企业将来实施资本运作构筑空间。

值得注意的是,被房地产企业借壳的,多数都是ST类公司。房地产企业批量借壳ST公司的主要原因,系ST公司原来的大股东无力拯救陷于困境之中的公司,而只能将控制权拱手相让给急于进行资产证券化的房地产企业。通过“资产重组+增发”借壳ST公司上市,是大型地产集团参与ST公司股改的主要动力所在。

东方证券研究所房地产行业研究员王树娟认为,从另一个角度来看,房地产作为各级政府普遍拥有的资源,将其注入ST公司成为其最可行、甚至是唯一的保障选择,这也是国资控制下的那些ST公司被房地产企业借壳的主要原因。

## 再融资3500亿元创出新高

◎本报记者 彭友

2007年A股市场的井喷,极大地引发了上市公司再融资的热情。根据聚源数据统计,去年A股上市公司通过包括公开增发、定向增发、配股、可转债、分离债、可转债等6种方式,共实现再融资3538.73亿元,在历年来的再融资金额中稳居第一位。

股票市场具有三大功能:融资、发现价格、优化资源配置。股改完成后,市场投资者信心大增,在轰轰烈烈的牛市中,伴随着投资者对未来的良好憧憬,A股市场的融资功能也随之明显提升。2006年6月19日,中工国际作为IPO重启后的第一单,标志着股权分置改革后,市场融资功能的恢复。在此之后,IPO和再融资都如火如荼。

聚源数据显示,2007年全年共有190余家上市公司实现再融资。

其中,增发融资3025.91亿元,配股融资232.54亿元,债券融资280.28亿元,总额接近2006年再融资金额的4倍,也超过了前6年之和,创下了沪深股市的历史最高记录。

从2007年的单月再融资情况来看,11月的再融资金额最大,达到924亿元;其次是12月,为856亿元;3月份的融资金额最少,为65亿元。

而2008年以来,短短两个多月时间内,已有60多家上市公司密集出台再融资预案,涉及资金高达2000多亿元。

聚源数据统计还显示,2007年A股IPO募资达4466.94亿元,是2006年1642.56亿元融资金额的2.7倍有余,超过之前6年IPO融资的总和。

市场人士指出,去年A股再融资功能的大幅提升,除了受股改、居民投资理财理念的转变、市场规

模提升及流通性过剩等因素影响外,还和股指的运行趋势高度相关,从历史数据看,牛市期间,市场的融资和再融资规模也同步上升,而当股指转弱,市场的融资功能也同步转弱。

然而,业内人士同时提醒,2007年二级市场的良好表现,A股市场规模提升以及流通性过剩,在提供了良好融资承载能力的同时,也埋下了过度融资的隐患。

中国光大集团党委书记、董事长唐双宁则认为,再融资怎么融、融多少,这里面不仅有利益的问题,更有一个“度”的问题。再融资不仅有利于上市公司,而且有利于投资者,更要有利于股市的健康发展。此外,上市公司再融资还需要把握好市场的“火候”,要考虑市场的承受能力,顾及广大投资者利益。否则,再融资就很难得到投资者的响应和市场的认可。

### 2007年上市公司再融资明细

融资区间	增发A股(万元)	A股配股(万元)	发行业债(万元)	发行可转债(万元)	总计(万元)
2007-12	6722983.62	232070.69	1611000	1080000	8566054
2007-11	4614738.51	26646.18	4600000	88000	9241385
2007-10	2604782.46	1783859.94	170000	195000	4558642
2007-09	2731398.77	148057.92	1350000	257000	4229457
2007-08	5515828.6	134817.95	660000	0	6310647
2007-07	2304669.82	0	1090000	200000	3394670
2007-06	2124222.84	0	1880000	0	4004223
2007-05	824910.84	0	1050000	109000	1874911
2007-04	690598.56	0	250000	0	940598.6
2007-03	597875.3	0	56000	750000	653875.3
2007-02	819855.84	0	800000	153800	1619856
2007-01	707304.2	72037.11	0	120000	779341.3

### 历年上市公司再融资一览

年度	增发(亿元)	配股(亿元)	可转债(亿元)	合计(亿元)
2007	3025.91	232.54	280.28	3538.73
2006	739.06	11.52	138.57	889.15
2005	269.8	1.42	0	271.22
2004	168.71	102.87	182.03	453.61
2003	89.24	67.83	133.5	290.57
2002	191.57	53.71	41.5	286.78
2001	156.16	367.37	0	523.53
2000	180.21	539.83	28.5	748.54
1999	59.75	287.77	15	362.52
1998	55.56	363.77	3.5	422.83
1997	0	261.42	0	261.42
1996	0	71.41	0	71.41
1995	0	58.06	0	58.06
1994	7.68	47.7	0	55.38
1993	0	83.87	0	83.87
1992	0	4.51	5	9.51
1991	0.23	3.7	0.3	4.23

### 暂停上市公司2007年业绩情况

公司代码	公司名称	净利润(万元)	扣除非经常性损益后的净利润(万元)	基本每股收益(元)
600745	S*ST天华	4602.7	-1923.1	0.38
600734	S*ST实达	6366.9	-7101.2	0.18
600705	S*ST北亚	32458.8	-65132.3	0.33
600703	S*ST天颐	34867.1	-5404	0.92
600259	S*ST聚源	202	-5705.6	0.0095
600248	*ST秦丰	745.1	-6087.7	0.05
600242	S*ST华龙	720.32	-3646.42	0.04
600225	S*ST天香	4893.3	-9762.7	0.22
000863	*ST商务	3037.3	-1290.6	0.17
000787	*ST创智	4322.6	-1707.6	0.12
000757	*ST方向	1754.4	-3504	0.06
000732	S*ST三农	2437	2118.1	0.1127
000688	S*ST朝华	106910.7	-11445.5	3.0979
000672	*ST铜城	3042.8	-3152.6	0.1412
000670	S*ST天发	7144.9	-19872.9	0.26
000506	S*ST东泰	7012.2	-795.2	0.2815
000403	S*ST生化	3460.8	-3670.4	0.16
000038	S*ST大通	1614	-1381.3	0.178
600656	S*ST源药	13144.9	-10946.4	0.88

## 恢复上市路漫漫 几家欢喜几家愁

◎本报记者 应尤佳

年报工作进入尾声,各个暂停上市公司为恢复上市所做的努力浮出水面。目前为止,2006年暂停上市的16家公司中,有9家已递交了恢复上市的申请,等待着交易所的批准;而在2007年暂停上市的20家公司中,也有不少公司今年实现盈利,符合了申报复市的硬性条件。

但是,这些等待复市的公司中究竟有几家能够“回头是岸”呢?近日,已经暂停上市4年的S\*ST中辽的重组加股改的方案通过了相关股东会议审核,这意味着,走向复市的公司可能又多了一家。

今年排队等着恢复上市的公司为数不少。S\*ST天颐、S\*ST天华、S\*ST朝华等公司都在去年底之前搞定了债务重组,并计划实施实质性的注资,而像S\*ST中辽则已经扫除了重组加股改路上的诸多关卡,只等相关部门的最后评定了。

但是,虽然2006年有15家公司提交了恢复上市的申请,而在2007年仅4家公司实现了恢复上市。这些上市公司究竟有几家能够获得交易所的青睐完成“从地狱到天堂”的过程,尚未可知。

如今,要恢复上市是越来越不容易了。去年年底,上交所判定\*SST联谊终止上市就曾引来不少唏嘘。因为当时\*SST联谊已经完成了股改,而此举意味着重组方已经为恢复上市付出了一定成本。但是,完成股改显然不足以打动评审委员们。业内人士分析,\*SST联谊的退市意味着交易所的审核日趋严格,而之后的情形也不断在证实这一点。

今年第一家恢复上市的公司\*SST昌源的复牌成本相当之高。该公司不仅完成股改,并注入林业资产,而且还出具了深圳证券交易所认可的金融机构出具的保函,由金融机构向\*SST昌源提供不可撤销连带责任保证,保证公司今后三年的净利润数额。这实际上意味着,此后三年的净利润已板上钉钉。如此硬性规定公司未来三年的业绩水平,在资本市场绝不多见。

连续亏损,暂停上市,恢复上市之后继续亏损,这样的事情在资本市场已是屡见不鲜。”一位市场分析人士向记者表示,交易所这样做,是希望恢复上市的公司是真正具有持续盈利能力的公司。”

事实上,交易所的这一态度已经表现的非常鲜明。近日,去年申请恢复上市但至今未被批准的S\*ST嘉瑞引入了战略投资者对公司进行全方位重组。公司此举也是希望通过对上市公司的全面调整来彻底改变公司的面貌,以博得重新上市的机会。

## 暂停上市公司数量锐减

◎本报记者 应尤佳

随着年报披露工作的结束,又将有一批上市公司因连续三年亏损而面临暂停上市。据聚源统计,截至昨天已有4家上市公司将很难避免这样的厄运。从今年的情况来看,暂停上市的公司呈现出两大新特点,一个是数量上大为减少,另一个是一些公司早披露年报早暂停上市,藉此早点整顿、早点恢复上市。

2006年共有16家上市公司暂停上市,2007年这样的公司还有20家,很显然,虽然今年依然又有4家公司将暂停交易,但是与以往相比,暂停上市的公司数量已大为减少。

其实,2005年、2006年连续两年亏损,2007年前三季度又亏损的公司并不少见,大约有27家左右。经过连续两年多的亏损,许多公司已经很难通过主营业务来完成最后的逆转。因此,此类公司最后逆转多是通过债务重组或者财政补贴来完成的。

例如,\*ST宝龙获得债务重组收益1400万元,S\*ST星美债务豁免近7000万元。而政府补贴一向是债务重组的重要来源,赶在2007年年底前,不少公司获得当地政府的“红包”,比如\*SST大水、\*ST惠天、\*ST得亨、\*ST新天……还有些公司选择出售部分资产或股份,获得一些非经营性收益来解燃眉之急,例如\*SST赛格。

正是各地全力保壳使得今年面临暂停上市的公司数量大为减少。对于这一现象,业内人士分析认为,在全流通的行情里,壳的价值更加突出,而且大多数获得补贴的公司是国有企业,经过股改,这些企业的国有股也可上市流通;而这些股权的收益可能将远远超过那笔补贴。

另一方面,对于不少未股改的公司来说,暂停上市的成本更高。因为一旦暂停上市,要想再恢复上市,还需要通过股改这一关,这些上市公司自然不希望处境更加艰难,因此选择全力扭亏保壳。

从今年的情况看来,除了暂停上市公司的数量有所减少之外,还有一个新特征就是暂停上市的公司率先发年报,加速暂停上市。S\*ST鑫安就是例证。该公司虽然2007年亏损,而且被会计师事务所出示“非标”,却早在1月份就第一批披露年报,大有“早歇早起”的架势,而且公司股价也没有因为将被暂停上市而下滑,反而在最后的几个交易日内大幅拉升,这极为少见。业内人士分析,这可能是因为公司希望早点暂停交易,早点开始公司重组,而股价的异常波动正是反应了这样的预期。

业内人士表示,从今年年报披露的情况看,上市公司的流通性越来越受到重视。无论是积极避免暂停上市,还是希望早点整顿、早点恢复上市,体现出来的都是在全流通市场下,对流通股权价值的重新认识。