

2010重组攻坚战完全手册

编者按:

近期,中国正在加大经济结构调整的力度,而并购重组作为重要手段被政府高度重视,中央有意推进跨区域及行业重组及结构性的“民进国退”。而对投资者而言,重组,并不是一个陌生的话题。在央企整合目标临近、后续地方国资有望接棒的新形势下,中央和各区域国资正充分发挥其资源优势,积极促进重组整合和证券化率提升,这势必带来又一场资本市场盛宴。下半场的重组大戏更好看吗?其看点在哪里?投资者又该如何掘金呢?

离央企整合 2010 年要减少至 100 家内的最后期限很近了,而很多前期已经预沟通并做了较多铺垫工作的央企单位,后续会有实质的重组动作。央企及地方国资万亿资产注入上市公司正在待命。2009 年底央企资产规模已超过 21 万亿元,控股的境内外上市公司 307 家,80%的优质资产已经进入上市公司,而央企也已掌握了 A 股市场三成的市值。尽管大部分优质央企资产早已注入上市公司,但预计至少尚有近万亿资产待注入 A 股上市公司中。而事实上,由于地方国有资产的总量大于中央企业,因而可供注入上市公司的地方国资潜在数量更加惊人……

投资重组股是否完胜市场?

海外并购套利策略基本都是关注公开信息,在上市公司发布公告后进行操作,并购套利策略是以合并和收购公告期股票价格上升的非有效性为前提。一般来讲,并购交易的支付方式主要有现金交易型、股票对换型(固定比例股票互换、可变比例股票互换)、现金股票混合型等,针对不同的并购交易方式可以采取不同的套利策略。很多海外多样化的股票组合中都会嵌入并购套利组合,不仅能有效地降低风险,更能够取得更好的超额收益。而国内市场目前对于并购重组股票的投资基本还是以挖掘潜在重组股和内幕消息,博取投机收益为主。

并购重组组合整体来看是能够战胜市场的——市场繁荣时能远远取得超越市场平均水平的超额收益,市场低迷时不能免于下跌,但相对跌

幅有限。我们研究的组合近 4 年的累计绝对收益率为 322.48%,而同期开放式基金 2006 年 6 月前成立的基金 的复权净值增长率只有 135.72%。

对并购重组股进行投资时,如何操作才能获得超额收益?我们分析发现,如果把重组股投资分成三个阶段:重组公告前、重组审批中、重组完成后。平均来讲重组进程中股票的涨幅最高,即在重组公告后和重组完成前的一段时间内更能分享重组事件给公司股价带来的超额收益。

在我们对并购重组股票进行跟踪分析时发现,实际上并购重组股票有两波较大的上涨趋势,第一波即是在公告前介入,在上市公司发布并购重组预案后,股票价格大幅上涨,使得投机的套利者获取较为丰厚的超额收益;第二波即是在股东大会公告后介入,在证监会核准公告日退出,此波段也能获取较高的超额收益。(华泰联合证券)

央企重组路线图

央企作为我国国有企业的主要组成部分,自 2003 年 4 月国资委成立时共有 196 家,经过国资委 6 年的重组及整合,截至 2010 年 7 月底,已经减少到 125 家。纵观从 2003 年开始的央企重组大潮,已经有 69 家各类型央企进行重组。通过对上述重组央企性质的分析,我们发现自 2003 年以来重组的所有央企都可以归纳为如下 6 种类型的重组中:

1. 科研院所并入产业集团;
2. 对外承包出口(窗口)公司并入相关集团;
3. 亏损央企重组入专业集团;
4. 非主营业务剥离;
5. 相关的产业集团“强强联合”;
6. 相关中央企业“产业链”整合。

在 2003 年以来重组的所有央企中,1/5 左右是以对外窗口公司并入相关集团的方式进行的,而最终上述央企大多数采取了 IPO 上市的方式实现资本资产化;1/5 左右是以产业链整合方式进

行的;1/10 左右的相关央企是以“强强联合”方式进行的。

真正具有投资价值的公司都集中在第五大类和第六大类的央企重组的过程中,即重组“产业链”整合和强强联合式重组。为何以上案例中上市公司股价走势明显强于大盘呢?它们都同时具有两个共同特点:其一,在央企“产业链”整合和“强强联合”的重组中受益明显;其二,公司在行业内具有明显竞争优势,且所属行业为国家政策鼓励、加速发展的行业。从“并购类别+行业属性”角度选股将是一个最优的选择路径。

依据上述标准,我们按照前述“规模+并购类别+行业属性”的排序,从机械、航天、医药、保障房建设、电信等国家鼓励发展、前景良好的行业中,如下股票可重点关注:轴研科技、林海股份、中航精机、华润三九、南岭民爆、大唐电信。

(中信证券策略部)

重组股自上而下选股

自上而下探寻并购重组的投资机会。央企整合目标临近,后续地方国资有望接棒掀起新高潮。不妨从自上而下的角度分成 3 个维度进行分析:央企整合、地方国资整合及产业链整合。产业链整合早已开始并将贯穿并购重组始终,军工、医药、零售、电信等行业都值得期待,而其中军工板块最吸引人,建议关注哈飞股份、银河动力、中航重机、北方创业、贵航股份等;医药行业建议关注万东医疗、双鹤药业、天坛生物等;电信电网电力方面建议关注葛洲坝、中卫国脉、上海贝岭、许继电气等;机械行业建议关注常林股份、南方汇通等;零售行业建议关注重庆百货、南京新百、开元控股等。央企整合中科院院所及“小央企”大概率下将被优先整合。建议关注有研硅股、北矿磁材、大唐

电信、高鸿股份、现代制药等。而地方国资整合意愿强烈,后续有望接棒掀起新高潮。

地方国资整合意愿较强,国内很多省市地区已制定通过资本市场整合地方国资的文件。自上而下梳理盘活国有资产将是未来国资整合的主基调,地方政府整合当地国有资产的意愿较强。按照国资委的构想,到 2010 年央企家数减少至 100 家以内。而到 2013 年,中国国资体系将实现大洗牌,央企缩减至 30-50 家,地方国企总数亦不超过 1000 家。目前,上海、河南、黑龙江、浙江、安徽、江西、云南、山西、山东、广东、陕西等省市国资部门下发了相关文件,涉及通过资本市场整合地方国资,以此迅速做大做强地方国有企业。

(华泰联合证券)

“秒杀”重组公告后的洼地

在进行重组股投资的时候,大家往往都把精力花在寻找那些短期内有较大可能性启动重组的公司,我们称之为“潜在重组”类型的投资;而对于已经发布重组预案或者草案的公司弃之如敝屣,认为后续的投资机会已经不大。但从我们观察结果看,重组已启动公司也不乏好的投资标的。

筛选重组公告标的。随着近期重组市场的转暖和新发预案的增多,对重组公告进行二次挖掘来寻找新的投资标的成为了可能。我们对已发布重组公告的个股进行了重新的筛选,并且进一步优化了筛选的逻辑。1.根据重组公告中的业绩承诺或者盈利预测,计算各公司按照重组后的股本摊薄

后的 EPS 数据;2.按照最新的收盘价数据计算对应的市盈率数据;3.选择 2010 年预测市盈率低于重组后行业整体水平并且 2011 年维持正增长的公司;4.剔除少数长期停牌无法交易的上市公司。

我们重点推荐安全边际强大,想象空间广阔的重庆百货;转型化纤产业、盈利大幅增强的*ST 光华;蛟龙出海、借基生财的*ST 汇通;广州日报社“整体上市”、未来发展可期的粤传媒 A。

(华泰联合证券)

上海:进入整合攻坚期

上海国资重组动作已进入实质化。今年是《上海市“十一五”国有资产调整和发展专项规划》的最后一年。目前上海的国资证券化率只有 25.4%,距离目标还相差较远。粗略估算,2010 年应有超过 200 亿元的国资资本通过各种方式实现上市,整合正进入攻坚阶段。

从重组案例来看,上海国资旗下资产的重组整合大致可以分为三类:一类是整体上市,集团规

模较大而上市公司相对较小,母公司将优质资产注入上市公司做大做强;第二类是合并同类资产,解决同业竞争;第三类是借壳上市,通过剥离上市公司原有资产,使其成为壳资源,再注入优质资产。除以上重组整合外,区国资委所属上市公司也是重点关注的对象。但目前上海国企旗下 80% 以上的优质资产已注入旗下上市公司,后续待注空间有限。(华泰联合证券)

重庆:有望突破央企和地方企业合作

年初重庆市国资委主任崔坚曾宣布,除少数特殊行业外,2012 年前将推动包括港务物流集团在在内的 21 家国有企业整体上市,预计将通过资产证券化杠杆撬动“近万亿国资”。

重庆国资整合将通过股权增值、资产注入、借壳上市三种方式影响相关上市公司。如重庆百货作为重庆商社集团整体上市的注资平台,重庆商社向其注入新世纪百货已获商务部批准;重庆港九资产置换及非公开发行股份。重庆路桥参股重庆银行、重庆信托,股权增值将是最大看点;南光集团资产注入已成定局。上海三毛控股股东

重庆轻纺控股(集团)公司不排除借壳上海三毛的可能。涪陵电力同样筹划重大资产重组事宜而停牌,后因故取消。

央企和地方企业的合作有望在重庆实现较大的突破。央企有着雄厚的资本实力和较为先进的技术,而地方企业拥有市场优势和灵活的体制结构。因此,央企和地方企业合作,实现资源整合、优势互补,提高经营效率。中国嘉陵和长安汽车同属于中国南方工业集团公司即中国兵器装备集团公司。

(华泰联合证券)

广深国资:整合正显山露水

广东省国资监管企业资产总额达 15775 亿元,归属于母公司所有者权益 4310 亿元,在各省级国资委中位居前列;旗下 A 股上市公司近 70 家,资本运营平台资源丰富;完成上市准备的储备企业众多。据不完全统计,省、市各级的拟上市企业集团多达 20 余家。

广东省属国资整合主业定位清晰单一的集团通过向上市公司定向增发,推进整体上市;其二,多主业集团通过借壳获得某一主业运作平台,通过定向增发实现各主业分别整体上市;其三,多主业集团仅获得一个资产运作平台,分步注入全部主业最终实现集团整体上市;其四,积

极培育上市资源,实现 IPO。

深圳国资整合的主要思路是“归核化”。同一主业有多家上市公司、资产整合平台、壳资源、关系公益民生和基础设施属性的,则将集团资产逐步“归”于核(唯一上市平台)。盈利能力低下的轻工企业,或实施战略转型,培育其他新兴业务,采取资产注入或置换方式实现上市公司主营业务变更或成为壳资源;尚未上市的优质公司积极推进 IPO 等。

看好资产注入:粤高速、广弘控股、星湖科技、盐田港、东方宾馆等;潜在壳资源:ST 甘化、ST 春晖、ST 三星、广州浪奇、深深宝。(东方证券策略部)

广西国资:北部湾全面崛起

目前广西国资旗下的上市公司重组的机会大致集中以下三种:一是现有壳资源的利用。自治区国资委尽量保住壳资源,再通过并购重组将其它资产装入;二是历史上启动过重组但重组一度搁浅的。三是与广西北部湾经济开发区以及东盟自贸区相关的公司,例如北海港以及五洲交

通,其中北海港曾在 2008 年 8 月发布过重组预案,于 2009 年 2 月中止。五洲交通的重组方案目前还在审批过程中。

综合来看,广西国资旗下值得重点关注的公司有:*ST 南化、柳化股份、南宁百货、北海港。(华泰联合证券)

江苏国资:6 大集团整合拉开序幕

4 月江苏省国资委下发了其下属 6 家外贸类集团公司重组的通知,汇鸿集团和开元集团进行重组、弘业集团和丝绸集团及纺织集团重组、舜天集团则被国资整合平台江苏国信重组。

根据重组计划,开元集团和汇鸿集团重组之后有望成为江苏省内最大的外贸企业,目前开元集团直接控股江苏开元和间接控股光华控股。开元和汇鸿集团的外贸资产以及占比较小的房地产业务,未来很可能被分别整合到这两家上市平台中去。弘业集团、丝绸集团及纺织集团三家公司中,仅弘业集团拥有一家上市公

司弘业股份,因此完成集团层面整合之后,弘业股份有望成为三家外贸国企主业的整合平台。

舜天集团和江苏国信集团的重组则不仅仅是简单的合并同类项。舜天集团旗下控股的上市公司仅有一家江苏舜天,其地产业务已经借壳 ST 琼花,集团内还有电力资产尚未完成上市。舜天集团被整合进江苏国信集团以后,江苏舜天究竟是仍作为外贸业务的整合平台还是会剥离原有业务重新注入其它资产,目前还不得而知,不过后者可能性较大。

(华泰联合证券)

冲浪 ST

在目前两市 130 多只 ST 股票中,有一批已经是完成重组,只等年报公布后走摘帽流程的股票,此类股票的股价已经得到了合理的反应。其次,还有不少 ST 公司不确定性较多,风险较大,对于此类 ST 股,投资者要谨慎对待。对于重组线索相对清晰,或者已进入重组步骤的个股,可给予关注。

一、恶劣的历史遗留问题相对较少,且公司治理发展前景可期的。二、

拥有国资背景,尤其是央企背景的公司。三、地方之间出现干部交流相互扶持发展的。四、地方政府在公开媒体曾表露过保牌信息的公司。五、明确重组预期,重组方势力较强的公司。六、摘帽预期较高,且基本面较有潜力的公司。七、破产重整有可能重组的股票。八、已改变主业,或有明确资产注入表述的公司。九、机构席位增仓的公司。

最后,如果能够提前布局 2010 年业绩有望盈利的 ST,也许是一个相对安全的选择。结合每股净资产看,ST 东源、ST 能山、*ST 新材、*ST 南方和 *ST 春晖等可逢低关注。

(中航证券 张志峰)



官兵 / 图