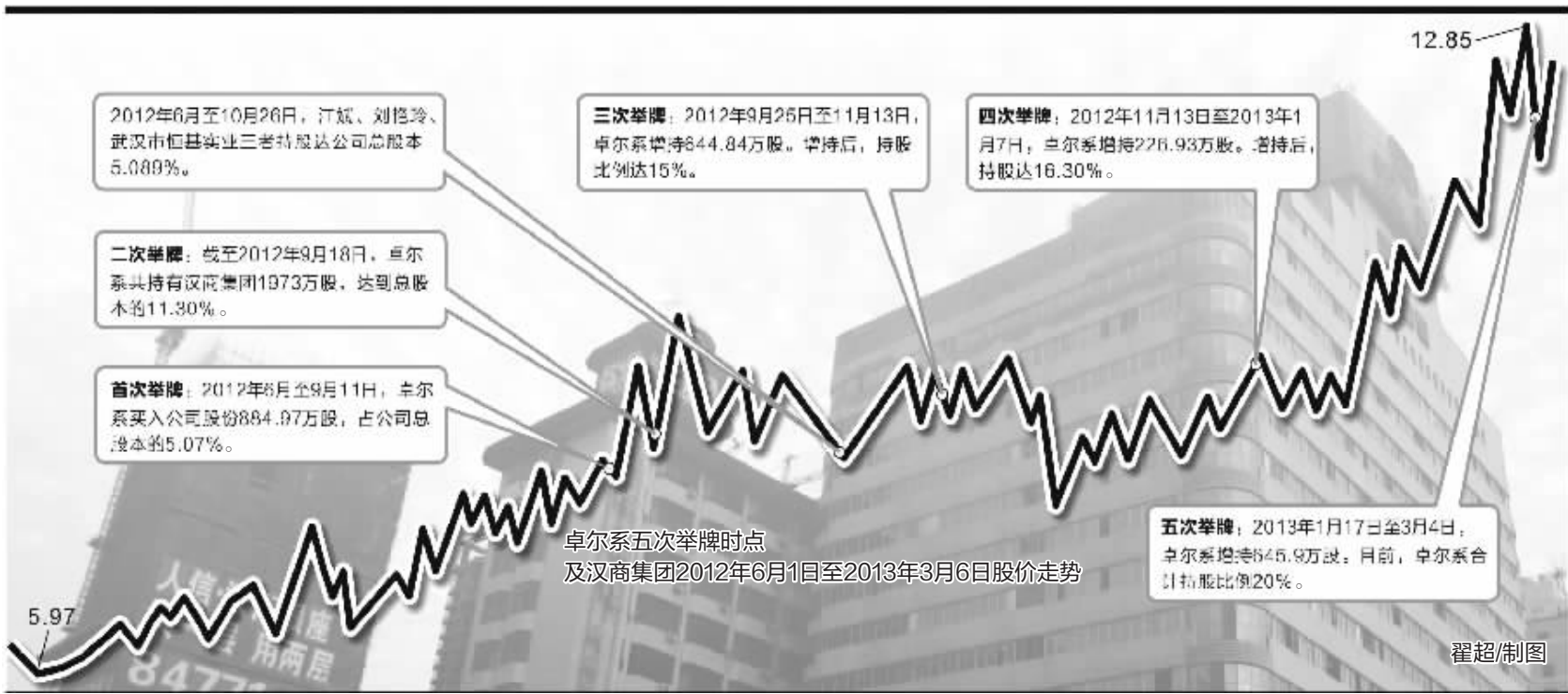


汉商集团举牌案弈至中盘 收购与反收购暗战

卓尔系举牌志在必得,汉阳国资不愿放弃控股权,而另一举牌方江斌夫妇的倒向至关重要



证券时报记者 卢晓利

自去年夏季开始,卓尔控股及其实际控制人阎志着手收购汉商集团 600774 流通股票并不断增持,卓尔方面控股汉商集团的愿望和动作越来越明显,汉商集团股价已从当初的 5、6 元上涨了 1 倍多。而汉商集团实际控制人汉阳国资却始终没有任何显示立场的言语和动作。但证券时报记者了解到,各方幕后的较量已渐露峥嵘。武汉商业重组形势纷繁复杂,上个世纪 90 年代武汉上市公司中曾有五朵商业金花,如今一家退市、一家面临被整合、其余三家均面临第二大股东觊觎控股地位的局面。鄂武商 000501 和中百集团 000759 形势胶着,而汉商集团股本小、市值低、资产价值被低估、控股方决策机制复杂,几乎具备了被举牌收购的一切要素。

沉默背后的较量

与鄂武商和中百集团的控股方武汉国资鲜明的反收购立场不同,面对一个显而易见的外来收购方,汉商集团背后的汉阳国资长期保持沉默。事实上,近十年来关于汉商集团卖壳的传言时有发生,但每有传言之际,公众都会听到“汉商集团是汉阳国资旗下唯一的上市公司,不会放弃控股地位”这样的回应,态度坚决,从无改变。但去年以来,面对卓尔控股的实质性收购动作和另一个举牌者,汉阳国资不同寻常地选择了沉默,以至于有媒体开始猜测这是不是默许。

沉默并不意味着什么都没有发生。证券时报记者多方调查显示,沉默的背后是汉阳国资坚守控股地位的愿望和调和来自上层压力的矛盾。收购方紧锣密鼓,反收购计划也一直在积极酝酿,收购与反收购双方正在暗中默契较力。汉阳国资将如何处理来自一些武汉市高层的意见是整部大戏的关键。

证券时报记者通过武汉政商各界的长期走访,从多个渠道获得了下列类似的信息:武汉市当局目前仍没有形成统一意见,汉阳政府和国资没有放弃控股地位的愿望,汉商管理层有着明显的反收购倾向,而卓尔控股则是志在必得,正通过大量的上层关系活动,争取汉阳政府方面的首肯。可以确认的是,各方势力都在幕后进行大量的游说和反游说工作,在政府态度明朗之前,任何导向性的猜测或透露都是很敏感的事情,汉商集团的控股股东保持沉默的原因正是如此。汉商集团管理层也在努力地保持沉默,因为他们的身份只是上市公司的雇佣者而非所有者。事实上,汉商集团管理层核心人员自上市至今没有太大的变动,如今大多已接近退休年龄。在公司资产质量不断提高和经营规模不断膨胀的背景下,作为国有控股上市公司高管,管理层一直没有得到期盼中的市场化报酬,公司控制权落入民营企业之手,绝非管理层甚至是公司员工所愿。多位熟知内情的当地政府和公司内部人士都不愿接受正式采访,但私下里他们都认同这样的局面:目前不

仅是收购方在积极运作,反收购计划也一直在积极谋划。历时大半年的控股权归属迷局已到了需要一个基本判断的时候了,趋势会很快明朗化。”一位接近公司高层的业内人士说。

形势倒逼汉阳国资

伴随着股价持续上涨,卓尔控股仍在不断增持。3 月 5 日,阎志持有汉商集团股票已达 20%,并高调宣布了控股目标。国资的始终沉默和阎志的持续买入,这两个反常现象其实恰恰说明:汉阳国资没有将控股权转手阎志的打算。为了财务投资的安全性和增值,阎志被逼入了只有继续增持并最终与国资共同制造竞购游戏的死角。单纯依靠从二级市场买入股票实现对上市公司控股的案例非常少见,原因是这种蛮力不符合资本的本性。什么情况下收购方才会持续买入股票?证券时报记者向多位国内并购专家求证这样一个问题。这些专家给出的分析显示了很多可能性,但有一个主要的判断是共同的:收购方骑虎难下而被收购方不肯放弃。事实上,如果汉阳国资稍有转让控股权的愿望,今年 1 月份就持有汉商集团 16.3% 股权的阎志,已完全没有必要在股价上涨之后再买入股票。以目前阎志 20% 的持股比例来看,汉阳国资若要退出,哪怕只将 10% 的股权转让给阎志或卓尔控股,阎志也将触发 30% 的全面要约收购程序。以目前的股价水平判断,阎志可能需要为

收购汉阳国资股权和要约收购准备十几亿现金。且不说卓尔控股的主营业务是资金面不乐观的房地产,就算能够调动足够的现金,问题关键在于,控股和全面要约是两个完全不同的概念,全面要约收购常常是资本运作的下策。项庄舞剑,目前的局面与其说是追求结果,不如说是仍在造势之中。卓尔控股及阎志本人合计持有汉商集团 20% 的股权,与汉阳国资对汉商集团 26.5% 的持股比例相比,虽仍有一些差距,但竞购局面已难避免。棋至中盘,并购大戏的序盘已近尾声,收购方与控股方的持股比例迅速接近,股价不断上涨,局势正在倒逼决策,汉阳国资的立场明朗化已近在眼前。

关键的另一个举牌者

汉商集团并购案中还有一个不可忽视的举牌者,来自宜昌的民营企业主——江斌夫妇。江斌夫妇介入汉商集团较早,但举牌的时间却晚于卓尔,据称卓尔方面已多次与其沟通。根据交易规则,已举牌的江斌夫妇不能在限售期内将所持股票出售,但如果远期发生势均力敌的并购大战,江斌夫妇所持的股权将起非常重要的作用。如果汉阳国资在目前的股价水平下启动反收购计划,收购和反收购的财务成本都已越来越高昂。从卓尔控股和江斌夫妇的高比例持股来看,低廉的持股成本、越来越高的股价和越来越强的话语权,正一步一步演化成现实的资本溢价,未来如何获利了结或许才是举牌老板们要考虑的事情。

尚德董事会任命新董事长 旧当家施正荣称错误且非法

证券时报记者 周少杰 张梦桃

光伏行业风波再起。在尚德电力(纽交所股票代码:STP)宣布由原独立董事 Susan Wang (王珊)接替施正荣担任公司董事长一职之后,施正荣昨日发表声明称:董事会废除我的职务是错误且非法的。” 3 月 4 日,尚德电力宣布,Susan Wang 已被任命为董事会主席,立即生效。而施正荣已经辞去董事会主席职务,但仍作为董事继续留在董事会。在 2012 年 8 月辞任 CEO 之后,施正荣此次再度失去董事长职位,意味着这位光伏产业教父进一步丧失了控制权。

对此,施正荣昨日在个人声明中称,董事会没有法律依据这样做,这个决定是无效的。董事会在这个时间点采取这样的行动,表明他们并不专注于眼下最重要的问题,不代表公司最大利益。作为公司执行董事长,我完全致力于继续服务于公司,尽我所能,并指导公司渡过难关。”施正荣在个人声明中称,将采取一切必要措施以保护公司免受非法行为的伤害。为了解此事,记者多次联络尚德相关负责人,但截至发稿前仍未获得任何回复。公开资料显示,施正荣于 2000 年创办了无锡尚德太阳能电力有限公司。2005 年,无锡尚德在美国纽交所上市,一度成为中国最大的光伏企业,股票市值达到 90 多亿美元。目前,在全

球光伏行业不景气的背景下,无锡尚德陷入困局,股价曾跌至 1 美元以下。有分析人士猜测,施正荣的离职有可能是无锡尚德债务危机的开始。据了解,3 月份无锡尚德即将到期的债务达到 45 亿人民币,其中 3 月 15 日到期的可转债最为迫切,达到 5.7 亿美元。面对这个问题,无锡尚德至今没有拿出解决方案。此前,有媒体报道称,无锡政府意欲通过国企接管尚德电力,以拯救濒临破产的尚德电力,或者购买公司可转债并由施正荣以个人资产做担保,但均遭施正荣拒绝。因而,Susan Wang 此次接任董事长一职,被部分市场人士认为是无锡国资的意志。不过,从 Susan Wang 的履历看,接任者并无国资背景。Susan Wang 于 2009 年 4 月加入无锡尚德。1984 年至 2002 年,Susan Wang 就职于全球电子设备制造服务商旭电公司,任首席财务官兼企业发展执行副总裁。在此期间,她带领旭电,把公司营业额从 1984 年的 4000 万美元提升到 2002 年的 140 多亿美元。在加入旭电之前,其在施乐公司和维实伟科公司担任财务和管理职务。据悉,尚德新董事长上任后将马上面临尚德 5.75 亿美元债务的考验。Susan Wang 在升任公司董事长后公开表示,尚德的董事会和管理团队的责任就是解决关键的债务及资本结构问题,并为公司成为一个行业领先的太阳能产品供应商制定战略规划和重大方针。”



■记者观察 | Observation |

募投项目拖延留财务造假空间

证券时报记者 靳书阳

上市公司募投项目的完成情况是评价企业 IPO 之后运营情况的核心之一,然而据统计,2009 年 IPO 重启以来,大部分新上市企业完成情况并不理想,这给一些公司的财务造假行为留下了灰色空间。根据同花顺数据统计,自 2009 年 7 月 IPO 重启以来,截至 2013 年 3 月 6 日,共有 885 家 IPO 企业登陆 A 股市场。而 2009 年 IPO 重启以来,公布了募投计划及资金使用进度的公司共有 863 家,但是全部完成募投项目的上市公司仅有 29 家,占比仅 3.29%。按照年投资进度(当前总投资进度/上市时长)来看,上市公司的资金使用进度更为缓慢。834 家尚未完成投资计划的公司中,有 742 家公司的年投资进度不到 50%。由于大部分企业的招股书中会将募投项目的建设期设定为 2 年。这就意味着,其当初 2 年建成完工的承诺成为空谈。这种情形的普遍存在,在上市公司财务造假方式更加隐蔽的今天,很可能留下极大的财务造假空间。资深财务专家、注册会计师马靖昊分析,近期因虚增营业收入备受关注的万福生科,极可能利用募投项目套现资金,并以此虚增营业收入及利润。根据万福生科披露数据显示,2008 年至 2011 年,公司的营业收入分

别是 2.28 亿元、3.28 亿元、4.34 亿元和 5.53 亿元,同期年末应收账款则分别为 772 万元、578 万元、809 万元和 3699 万元,应收账款与营业收入之比分别为 3.38%、1.76%、1.87%和 6.69%。马靖昊认为,4 年累计下来,从这一比例来看,万福生科或许并未依靠虚增应收账款这个科目来虚构收入,这些也可以从该公司的主要客户基本上都不是应收账款的前 5 名看出。不过,万福生科 2012 年中报数据显示,公司的在建工程在没有项目转入固定资产的情况下,账面余额从 8675 万元增加至 1.80 亿元,增加近 8323 万元。预付账款账面余额从 1.19 亿元增加至 1.46 亿元,增加了近 2632 万元。马靖昊判断,这些现金极可能是从 IPO 资金中,以各种关联方方式,通过“在建工程”和“预付账款”再据为己有。通过套现募集资金,万福生科的虚假销售本质上是自己销售给自己。马靖昊认为,由于募集资金建设项目还在建设中,加大了审核难度,相比虚增应收账款,虚增在建工程和预付账款项目,也不至于引起过多注意。虽然万福生科虚增营业收入的具体方式尚无定论,但新上市公司募投项目的完成情况普遍远远低于上市前的承诺,也留下了潜在的财务造假空间。这对于市场各方是一种警示,加强对上市公司募投项目的进程监管应成为必要措施。

张裕A转型阵痛 终结连续11年高增长

去年净利润同比下降11%,第四季度环比回升现好转迹象

见习记者 张奇

张裕 A (000869) 近日公布了 2012 年度业绩快报。由于受国内葡萄酒消费需求增速放缓、国外葡萄酒大量涌入、国内葡萄酒市场竞争进一步加剧的影响,公司 2012 年的营业收入同比下降 6.77%至 56.2 亿元,净利润同比下降 11.1%至 16.95 亿元。这组数据终结了张裕 A 上市以来连续 11 年营收和净利润持续增长的历史,但以四季度单季环比来看,却有一定幅度的回升,显示出好转迹象。据一位近期刚去张裕 A 调研的分析师介绍,目前公司内部机制、产品和渠道都在调整当中,业绩的下降自然不可避免,这也是 2012 年公司营收和净利润弱于葡萄酒行业整体表现的一个原因。

弱于行业整体表现

张裕业绩快报显示,2012 年公司实现营业收入 56.2 亿元,净利润 16.95 亿元,基本每股收益 2.47 元。其中第四季度实现营业收入 14.96 亿元,同比减少 7.31%;净利润 5.33 亿

元,同比下降 17.21%;基本每股收益 0.77 元。长江证券分析师周密分析,一方面主要是张裕高端产品比例较高,卡斯特、解百纳系列产品收入占比合计超过 50%;因此公司销售受到宏观经济和需求下滑负面影响相对更显著。另一方面,公司自身也处于产品和渠道老化的调整阶段。从行业来看,2012 年中国葡萄酒行业仍维持了两位数增长。然而在宏观经济和需求下滑、进口酒冲击以及控制三公消费、农药残留等因素影响下,高端奢侈消费受到负面影响相对较为显著,行业吨酒价格回落。中国葡萄酒协会数据显示,去年全年行业实现总产量 138.2 万吨,同比增长 16.9%;规模以上企业实现主营业务收入 438.5 亿元,同比增长 14.4%;平均吨酒价格为 3.17 万元/千升,同比下降 3.5%。第一创业分析师倪岳秀介绍,除了张裕外,国内多家葡萄酒企业的销售情况都不理想。进口葡萄酒 2012 年累计进口量为 42.6 万千升,同比增长仅有 8.86%,远远低于前两年的 30%以上进口量增速。相较进口葡萄酒,国

产葡萄酒有两大问题,一是性价比不高,二是给经销商的利润较薄。全面进入调整期 上述刚去张裕调研的分析师介绍,2012 年第四季度营收同比下滑表明张裕仍处于调整过程中。随着国内需求增速放缓和进口酒放量,2012 年张裕在内部激励机制、产品结构和渠道管理上均出现明显压力。早在 2011 年末开始,经济增速下行导致国内葡萄酒需求明显下降。而近年中国人力成本快速上升,张裕此前营销考核机制较粗犷,并应用于全国市场,故在 2011 年,尤其是 2012 年,底层人员激励出现问题,导致人员流失严重。现阶段,公司正针对变化的环境,重塑机制。从张裕各期的半年报和年报中可以看出,公司以中高档葡萄酒为主,其中卡斯特零售价为 400 多元,解百纳在 100 元~300 元之间,两者合计占张裕营收超过 50%。近年来,进口葡萄酒在零售价 100 元~500 元/瓶市场上对消费者形成很强吸引力,给张裕的主打产品带来了较大