

借壳上市的时机选择

——基于山煤集团借壳中油化建的分析

宁永忠 刘然

对于周期性行业的企业来说,借壳上市的时机选择非常重要。时机选择的正确与否不仅关系到企业的借壳成本,更关系到能否与企业的发展战略相契合。山西煤炭进出口集团有限公司(以下简称山煤集团)借壳中油吉林化建工程股份有限公司(以下简称中油化建)成功上市,率先在全国煤炭行业实现了主营业务的整体上市。山煤集团的成功上市不仅得益于其对战略的及时调整和对市场的正确分析,更重要的在于借壳时机的把握。

一、案例回顾

(一) 借壳前双方企业概况

1. 借壳方——山煤集团。山煤集团的上市之路始于2007年,不过当时选择的是IPO(首次公开发行新股)方式。这家成立于1980年的省属国有独资公司,以煤炭生产、加工、运输及内外销为主业,是山西省唯一拥有出口、内销两个通道的大型煤炭企业。然而,山煤集团要想进一步做强做大,自我积累式的发展模式已不符合形势需要。纵观世界500强企业的成长之路,无一不是通过资本市场发展起来的。基于这一认识,山煤集团于2007年11月开始整体改制,谋求首发上市。但随着国际金融危机的爆发,国内股市在2008年陷入低迷,首发上市遇到了诸多困难。2008年9月,山煤集团的“上市列车”果断变轨,驶上成本相对较低的借壳上市之路。

2. 卖壳方——中油化建。中油化建

成立于2000年11月20日,由吉化集团公司作为主发起人,以其所属的吉化集团公司建设公司之主要经营性净资产作为出资,联合吉林高新区华林实业有限责任公司、吉林市城信房地产开发公司、宁波市富盾制式服装有限公司、上海华理远大技术有限公司共同发起设立,于2003年7月31日起在上海证券交易所上市交易(股票代码600546)。中油化建的大股东是吉化集团公司,而吉化集团公司又是中石油旗下的全资控股集团,由于与实际控制人中石油存在关联交易,根据央企整合的要求,吉化集团打算出让所持中油化建39.75%的股份,并置出其经营性资产。

(二) 借壳上市过程及相关问题

2008年11月19日至12月21日,中油化建因重大事项停牌。2008年12月19日,中油化建公告:吉化集团与山煤集团签署了附生效条件的《股份转让协议》,吉化集团将其持有的中油化建119 266 015股股份(占公司股本总额的39.75%)以协议方式转让给山煤集团。随后实施资产置换,山煤集团通过资产注入的方式完成重组。

2009年4月28日,中油化建公告:将于2009年4月30日至2009年5月30日之间,完成对全体股东的要约收购,收购价为5.3元/股,要约定价为2008年11月19日前30个交易日的股票均价。2009年6月6日,股份股权转让完成过户手续。2009年6月9日,中油化建与山煤集团签订《发行股份购买资产协议》。根据《重组管理办法》第四十二条“上市公司发行股份的价格不得低于本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前20个交易日公司股票交易均价”的规定,此次非公开发行价格确定为每股5.94元。2009年6月10日,中油化建发布资产置换及发行股份购买资产摘要。2009年12月19日,中油化建更名为山煤国际能源集团股份有限公司(简称山煤国际),公司的主营业务变更为新能源开发、煤炭焦炭产业投资、煤炭及其副产品的储运出口。整体上市后,山煤集团持有山煤国际75.9%的股份。

回顾其借壳上市的全过程,对于其借壳上市的时机选择,笔者提出以下几个问题:山煤集团选择的时机是2008年11月19日,而到2009年12月29日才完成所有资产注入及置换,历时整整一年,为什么选择在2008年年底就签订协议?时间点的把握给其带来了哪些收益?

二、借壳时机选择

对于周期性行业来说,投资时机的



选择非常重要。遵循一般投资规律，作为周期性行业，山煤集团通过资产置换与资产注入的方式借壳上市的最佳时机应当是在建筑业的低谷时期、煤炭业的鼎盛时期，这时能有较高的估值溢价，投资成本最低，未来的收益率较高。反之，在建筑行业景气度高的阶段进行并购，则要支付高额成本，会导致未来投资回报率相应下降。

(一) 行业分析

中油化建所处的行业为建筑工程业。2008年金融危机对建筑业造成重创，作为衡量建筑业景气度的指标——建筑与工程指数，从2008年1月的3545点跌到2008年11月的1447点。

而对于借壳方的山煤集团来讲，选择低迷行业的企业作为借壳对象会大大降低壳资源的价格，从而降低买壳成本。山煤集团在低价位及时锁定了资产重组的3个交易价格，大大降低了资产重组成本，其借壳对象的行业选择是非常正确的。

(二) 卖壳方——中油化建分析

山煤集团在这样的时机下选择中油化建，而中油化建也乐意卖壳，很重要的一点是中油化建的经营业绩日渐滑落。从表中可以看出，2006~2008年，中油化建的营业收入呈上升趋势，但归属于母公司所有者的净利润却从12197512.79元下降至3594005.79元，每股收益也从0.041元下降至0.012元。

从中油化建的净资产收益率来看，从2001年至2009年也是逐年下降的，尤其是自2005年之后一直低于5%，净资产收益率本身反映的是股东权益的

收益水平，这说明中油化建已陷入财务困境。

综上所述，中油化建近几年的经营业绩的确是在逐渐恶化。对于业绩较差的公司来说，如果不能在未来的经营中实现业绩反转，将会遭遇退市的风险。而在恰当的时点出售壳资源，不仅可以成功退出，而且还能获得不菲的对价补偿，这也是许多濒临退市的上市公司大股东的次优选择。另一方面，当一个公司的经营状况变差时，由于股价较低，使得买壳的费用相对便宜，而且获得上市公司股东和监管部门的批准也相对容易。山煤集团买壳上市主要是为了获取上市资格，而不是为了合并壳公司的业务，所以选取业绩差的行业作为收购对象符合山煤集团的股东利益最大化原则。

(三) 借壳方——山煤集团分析

在山煤集团借壳上市的过程中，由于中油化建所在行业处于低谷且自身股价处于低位，这为山煤集团减少了交易成本，但从另外一个方面讲，此次借壳过程中，山煤集团需以自身资产作为对价进行支付，因此，选择在山煤集团的鼎盛时期进行借壳当然是最佳时机。

但在2008年下半年，山煤集团所处的煤炭板块也处于历史低位，似乎并不符合利益最大化的条件，因为资产注入的评估价值是以2008年9月30日的评估价为基准，而此时，煤炭行业还处在下探阶段。山煤集团为何选择此时进行借壳上市？显然，及时锁定借壳成本是山煤集团实施资产置换的重要原因。

2008年11月，国务院为了应对全球金融危机对国内经济的冲击，重拳推出4

万亿元投资计划，其中一个重要领域就是民生工程，这对于建筑业来说是极大的利好。从建筑与工程指数也可以看出，2008年11月后，建筑与工程指数呈现明显的上涨趋势，股价上升所带来的借壳成本的大幅增加显然是山煤集团所不愿意看到的。山煤集团在2008年股市处于低位时锁定了每股5.3元的要约收购价格，当在进行要约收购时，中油化建的股价已经升至每股12元。正是由于提前锁定了较低的股价，才使得山煤集团能够顺利实现借壳上市。

此外，国家的产业政策导向也成为山煤集团顺利完成借壳上市的重要保障。从2007年起，国资委加快推进股份制改革，积极推进具备条件的国有大中型企业集团实施整体改制上市或主营业务整体上市，这为山煤集团进入资本市场提供了有利的政策空间。另一方面，山煤集团地处山西省，而山西省四大煤炭集团已有三家完成上市，因此顺利推进山煤集团整体上市必然会得到山西省政府的大力支持。正是基于此，山煤集团的借壳上市重组并购之路才会如此顺利。

三. 启示

山煤集团历时一年以借壳方式在国内同行业率先实现了煤炭主营业务的整体上市，被中国证监会评为2009年并购重组经典案例。从这个案例中总结出的经验为很多处于成长阶段的大中型企业开辟出了一条新的上市道路。过高的IPO门槛让许多企业望而却步，而壳资源的流通不仅能够实现非上市公司的上市融资，还能够优化买卖双方的资源配置，实现双赢，尽可能地减少对卖壳企业股东利益的损害。在全流通时代，恰当地选择壳资源，并在适宜的时间实施资产置换与资产注入，将成为中国企业成功实现借壳上市的重要条件。■

(作者单位：中国人民大学
北京航空航天大学)
责任编辑 刘莹

中油化建财务数据对比表

项目	2008年度	2007年度	2006年度
营业收入	2 768 033 289.54	2 927 030 278.03	1 981 153 067.01
营业利润	4 447 673.42	7 114 650.56	20 029 228.15
利润总额	8 105 882.16	14 667 334.20	19 656 669.78
归属于母公司所有者的净利润	3 594 005.79	6 926 335.48	12 197 512.79
基本每股收益	0.012	0.023	0.041