

央企战略转型背景下 并购重组与海外上市的分析

——以中国建材为例

陈智 田园

2006年到2011年,中国建筑材料集团公司(简称中国建材)利用5年时间完成并购重组与海外上市,主营业务收入增长9倍,利润增长19倍,其间通过重组300多家水泥公司,水泥产能从1100万吨快速增加到3亿吨。可以说,在央企战略转型浪潮中,中国建材通过海外上市与并购重组,取得了较好的成效。笔者通过分析中国建材在战略转型背景下并购重组与海外上市的历程,得出几点启示。

一、中国建材的战略转型分析

(一) 背景回顾

中国建材的前身是中国新型建筑材料集团公司(简称中新集团),当时除拥有已经在国内A股上市的“北新建材”之外,集团下属200多家小企业分散于全国各地,整体来看摊子大、业务杂、规模小、管理松散,而且很多企业已濒临破产。2003年3月,国务院国资委成立,中新集团被列入国资委直接管理的196户大型央企集团之一。国资委明确提出央企今后的方向就是围绕主业调整结构,把企业做大做强。随后,中新集团更名为中国建材,开始其战略转型之路——回归建材行业主流,进入水泥等大宗建材市场。

彼时的中国建材仅有1家水泥公司(中国联合水泥),水泥年产能仅300万吨,且发展资金匮乏。在2003年的水泥投资热潮中,中国建材通过资产划转的方式,先后接手了山东、河北、江苏的几家水泥厂,然而形成的规模与产能比起行业几大巨头还微不足道。

(二) 并购重组的关键点分析

借鉴西方发达国家的水泥行业重组历程,并购重组是水泥行业资源整合、提高集中度、形成稳定性的必由之路。2004年年初,中国建材确定了区域联合重组的水泥业务发展方式,即选取核心战略区域,对区域水泥存量进行联合重组,取得区域市场控制权,以增量投入技术提升和产业升级,以管理整合创造效益,追求一种社会资源充分利用的资源重组和行业整合的扩张路线。

中国建材的并购重组之路离不开海外上市募集资金的支持。笔者认为,海外上市是在并购重组框架之下进行的服务于转型的融资活动。因此笔者根据时间发展顺序,剖析中国建材战略转型的内在逻辑,重点分析并购重组的关键点。

步骤一:选取核心区域——中国建材根据市场半径(250—300公里)的限制条件,合理规划水泥行业布局。首先着眼于各行政大区内的重点企业,进一步定位在区域优势明显的淮海经济区。水泥行业的并购重组是以调整存量为主,资金缺口成为中国建材的最大软肋,因此在确定并购重组后中国建材就开始海外融资。

步骤二:公司改制——中国建材以下属公司中国建筑材料及设备进出口公司为壳,剥离其现有资产和业务,通过股权划转注入北新建材、中国玻纤两家A股上市公司的核心优质资产,以及中联水泥、国际工程等公司分立出的有利润的业务,将中国建筑材料及设备进出口公司改制为中国建材股份有限公司。2004年11月,国资委在征求了中国证监会、国家工商总局、国家发改委、财政部、国家税务总局和商务部六部委的意见后,正式批准了中国建材的改制方案。

步骤三:海外上市——2005年11月,中国建材股份有限公司正式向香港联交所递交上市申请文件。2006年2月,中国证监会批准了中国建材股份有限公司境外发行外资股的申请。中国建材股份有限公司首次公开募股(IPO)共发行股票7.5亿股,占公司总股份的36.3%,实现融资21亿港元。海外上市初战告捷,资金到位以后集团就开始进行并购转型。

步骤四:选定首家并购企业——徐州是淮海经济区中心,中国建材旗下的中联水泥在徐州海螺集团的冲击下地位岌岌可危,中国建材决意收购徐州海螺集团的全部股权。在行业协会的协调下,中国建材将9.61亿元注入中联水泥,溢价1.5倍收购了安徽海螺创投及台湾水泥集团所持徐州海螺集团52.5%及47.5%的股权,重组徐州海螺集团。中国建材凭借此举取得徐州市场主导权,将鲁南、苏北区域布点的“棋子”连成一体。

步骤五：逐渐连“点”成片——战略重组第一步成功后，中联水泥又先后重组泰山水泥、德州大坝水泥、洛阳黄河水泥等42家企业，产能从2006年的1100万吨增加到2011年的8000万吨，成为淮海经济区最大的水泥企业，实现了“控制中原，辐射京津，沿陇海一线成片形成大区域控制”的战略布局。

步骤六：资本与重组双管齐下——2007年8月，中国建材股份有限公司增发1.5亿H股，募集资金27亿港元。9月，中国建材正式组建南方水泥有限公司（简称南方水泥）。南方水泥成立后的短短3年时间，迅速联合重组150家水泥企业，成为东南经济区具有影响力的大型水泥集团。

步骤七：战略转型布局全面完成——在拥有淮海和东南水泥市场后，中国建材将联合重组布局到了东北和西南区域。2009年2月，中国建材股份有限公司向全球配售近3亿股H股，募集资金23.4亿港元。3月，中国建材与辽源金刚水泥、弘毅投资产业基金共同成立北方水泥有限公司，先后重组佳木斯鸿基水泥、宾州水泥等10余家水泥企业，至此东北地区整合完成。2011年12月，中国建材旗下的水泥产业集团——西南水泥有限公司（简称西南水泥）在成都正式挂牌成立。中国建材投资50亿元，其他战略投资伙伴投资50亿元。西南水泥涵盖的市场区域为四川、云南、贵州、重庆，至此，中国建材在全国水泥市场的战略布局基本完成。

上述七个步骤概括了中国建材的并购重组之路，也是其海外上市融资之路，是资本运营与战略重组的高效融合。

（三）并购重组的绩效评价

从理论上讲，并购绩效表现为两个方面：一是并购双方的股票市场价值变化，即市场绩效；二是并购双方的财务绩效。经过大规模联合重组和市场布局，中国建材的水泥产能快速提升。同时，其率主导的存量资源整合促进了相关区域水泥集中度的有效提高，使中国水泥产业集中度从15%增加到30%，企业间的无序竞争得以矫正，水泥价格和行业价值理性回归，中国水泥行业逐步走向了成熟和健康发展。与此同时，中国建材在香港联交所挂牌上市以后股价表现强劲，虽然经历了2008年国际金融危机的冲击，但公司上市以来经市场调整的股价月度累积超额收益率（CAR）持续为正，表明投资者对中国建材完成大规模兼并重组后的长期业绩增长和价值提升持乐观态度。

二、思考与启示

（一）央企战略转型的思考

1. 顺应宏观背景，审时度势。国资委成立后，明确提出央企今后的方向就是围绕主业调整结构，把企业做大做强，做行业的排头兵。此后，196家大型央企先后面临转型困境。

央企虽具有得天独厚的优势，但是在市场环境下贸然转型往往心有余而力不足，且长期以来大型央企均存在管理松散、覆盖面广、下属企业竞争力不强的问题，因此企业转型势在必行，却也不能轻举妄动。本案例中，中国建材在转型时审时度势，是在宏观经济调整发展框架之下进行的战略性转型。可以说，中国建材进军水泥行业既符合当时宏观环境和行业环境的要求，同时水泥作为建材行业的中中之重，也是集团做大做强的必由之路。

2. 多元化战略的灵活运用。企业实行多元化经营战略，就是尽量增加产品大类和品种，跨行业生产经营多种多样的产品或业务，扩大企业的生产经营和市场范围。多元化战略主要包括水平多元化战略、垂直多元化战略、同心多元化战略和整体多元化战略等。对于本案例中的转型战略，笔者认为更倾向于用有限多元化战略来概括。中国建材选择水泥行业逐步转型，既跳出了集团传统经营的框框，又与集团业务有所关联。对于其他大型央企来说，多元化战略是实现企业战略转型的重要途径之一，但是不必拘泥于目前理论上主流的四种类型，要充分考虑企业自身特点，灵活运用多元化战略。

3. 合理布局，注重并购重组的战略顺序。央企作为国民经济的命脉，往往牵一发而动全身，且央企本身通常在全国范围内均有下属公司，因此央企的战略转型是循序渐进而非一蹴而就的。那么，在转型过程中如何开始、如何推进和如何收官的战略顺序就显得极为重要。选定淮海经济区、控制中原地区、进军东南各省、最后辐射东北和西南两大板块，这是中国建材并购重组的战略顺序，也是其转型成功至关重要的前提。这对其他央企转型具有重要的借鉴意义：只有合理布局，分析目标行业的集中度，遵循战略顺序步步为营，才能够实现稳步转型、持续发展。

（二）并购重组的启示

1. 借助多方力量推动并购重组。央企较之于其他类型的企业，在承担社会责任的同时，也会得到相关部门的支持和帮助。本案例中，中国建材并购重组第一步——收购徐州海螺集团时，就借助行业协会穿针引线，推进并购顺利完成。除此之外，国资委、财政部等对中国建材改制时的大力支持，也奠定了集团并购重组的坚实基础。如前文所述，央企转型虽然面临着多重困难，但是也拥有中小企业不可比拟的优势——能够借助多方力量、加快并购重组进程、减少政策阻力，因此，央企并购重组要充分借助外界力量，平衡各方关系，合理利用政策优势，以推动并购重组的顺利进行。

2. 灵活运用资本运营方式。大多数央企资产分散，多经过国资委划转整合，优质资产在总资产中比例并不高，因此在并购重组过程中现金收购往往占据绝对优势，这就需要庞大的资金支持。在本案例中，中国建材选择海外上市融

收入确认会计处理及信息披露问题分析

中国证监会会计部

收入确认是涉及会计专业判断较多的领域,也是投资者广泛关注的项目,我们在对上市公司2012年年报进行分析的基础上,结合日常监管工作中关注到的问题,对收入确认相关的会计及信息披露问题进行了梳理。

一、收入确认会计政策披露过于原则化

目前,我国上市公司关于收入确认会计政策的披露过于原则化,不能反映相关业务的特点。大多数公司对收入确认会计政策的披露千篇一律,缺乏个性化的分析,只简单照抄会计准则所规定的收入确认条件等原则性条款。部分公司披露的收入确认会计政策尽管对会计准则的原则性规定进行了补充说明,但未能体现公司自身业务模式的特点。例如大多数房地产公司在商品销售收入确认一般原则的基础上,补充说明了房地产销售收入确认条件,如房地产项目完工并完成竣工验收;已签订销售合同;以一次性付款或分期付款方式的,已收讫全部房款;已收到首期款且已办妥银行按揭审批手续;按照销售合同约定的要求办妥了入住手续等。然而在实际经营中,房地产公司的业务模式多样化,如股权合作建房、合资建房、信托建房、BT(建设-移交)项目等,不同模式下的收入确认、计量也不尽相同;房地产公司产品开发周期较长,收到预售款至收入确认之间间隔时间也较长,甚至跨几个会计年度,相关会计政策的描述较为笼统,未能针对不同业务模式明确相应的收入确认标准和时点。

二、复杂业务模式的收入确认问题

资的原因在于公司的资产负债率偏高,致使公司难以通过银行借款和发行债券筹资。由于集团的核心子公司“北新建材”已经在A股上市,而中国证监会要求拟上市公司需要做到避免同业竞争,因此中国建材的A股融资困难较大,最终只能选择海外上市,运用资本市场支撑并购重组成功。笔者认为,央企不能够被“央”字所束缚,资本市场不是自身所

(一) 光伏行业收入确认问题

2012年,光伏行业整体低迷、全行业经营风险上升,行业内大多数公司发生大额亏损。光伏行业部分公司采用了特殊的销售模式,相关收入确认的合理性值得商榷。

1. 与海外合作方共建项目。部分光伏公司与境外合作方共同投资设立电站项目,并向境外合作方供应建电站所需的太阳能电池组件。在这类销售模式下,出售给境外合作方的产品通常需待境外电站建设完成并对外出售或抵押取得贷款后才能收到货款,然而公司却在相关产品发货时即确认了销售收入。实务中,我们已经注意到某些公司在以前年度发货时确认了大额销售收入之后,由于后期货款无法收回又计提了大额坏账准备,从而导致业绩的大幅波动。事实上,虽然赊销带来的信用风险并不一定意味着以前年度收入确认有问题,但考虑到光伏行业整体情况,以及向境外合作方催款的难度,因此在判断此类业务收入确认条件是否满足时,应充分考虑货款的可回收性和回收时间,在判断相关经济利益是否很可能流入企业时应更加审慎。

2. 销售给子公司的产品收入通过子公司股权处置得以实现。还有部分光伏公司设立海外子公司从事电站建设业务,建设所需的电池组件由母公司直接销售给海外子公司,电站建成后以处置海外子公司股权的方式将电站对外出售,从而实现收益。实务中,对于此类业务有两种不同的处理方式,一种观点认为,出售海外子公司股权的收益中包括前期向海外子公司销售电池组件的收益,而销售电池组件是公司的主营业务,因此将股权处置收益分为投资收益和主营业务收入两部分确

能利用的工具。恰恰相反,央企在充分的市场竞争之下,必须打破固有观念,灵活运用资本运营方式,为企业并购重组保驾护航。■

(作者单位:山东工商学院会计学院)

北京工商大学经济学院)

责任编辑 刘黎静