

集团大股东资产注入对 上市公司价值的影响

——基于中国船舶的案例分析

■ 邓 路 黄欣然

随着股权分置改革的顺利完成,定向增发式资产注入已经成为很多上市公司迅速做强做大的重要途径。在这场波澜壮阔的资产注入浪潮中,最引人注目的莫过于中国船舶工业股份有限公司,2007年年初该公司的股价只有30元左右,在半年之后的2007年10月11日,其盘中价已突破300元,成为中国A股市场第一高价股,从而成为上市公司定向增发式资产注入的典范。本文通过对中国船舶工业股份有限公司资产注入过程的分析,揭示集团大股东对上市公司资产注入产生的经济后果。

一、相关公司基本情况

中国船舶工业集团公司(简称中船集团)组建于1999年7月1日,是中央直接管理的特大型企业集团,旗下聚集了一批中国最具实力的骨干造船企业、船舶研究设计院所、船舶配套企业及船舶外贸公司,共有约60家独资和持股企事业单位。中船集团提出了“五三一”奋斗目标,即在2005、2010年分别进入世界造船集团“五强”、“三强”的基础上,再经过5年的努力,到2015年力争成为世界第一造船集团,从而推动中国成为世界第一造船大国。为实现这一目标,中船集团将重点

建设好中船长兴造船基地和中船龙穴造船基地。到2015年,造船能力将由现在的400万吨提高到1 400万吨,产品涵盖液化天然气(LNG)船、豪华游船等高技术船舶。

中国船舶工业股份有限公司(简称中国船舶)前身为沪东重机股份有限公司,组建于1997年,是由沪东造船厂和上海船厂两家企业联合发起,分别以沪东所属的柴油机事业部和上海所属的造机事业部的净资产投入股份公司,以募集方式设立的股份有限公司。中国船舶于1998年5月在上海证券交易所成功上市。2005年11月30日,中国船舶实行股权分置改革,原非流通股东以10送3.2股的对价实现了全流通。2006年11月3日,经国务院国资委批准,中国船舶控股股东沪东中华造船(集团)有限公司和第二大股东上船澄西船舶有限公司将其各自所持的中国船舶“国

有法人持股”无偿划转给中国船舶的实际控制人中船集团,此次股权划转提升了中国船舶在整个中船集团的地位,为中船集团对中国船舶的资产注入消除了制度障碍。

二、中国船舶资产注入过程

2007年1月29日,中国船舶董事会发布非公开发行股票涉及重大关联交易公告,公告称公司拟向控股股东中船集团等特定对象非公开发行股票用以收购外高桥造船有限公司等相关资产,以实现中船集团核心民品业务的整体上市。方案的具体内容见表1。

本次非公开发行股票的发行价格为30元/股,满足不低于本次董事会决议公告日前二十个交易日公司股票均价的90%,即28.23元。对于本次非公开发行的4亿股新股,中船集团以资产

表1 中国船舶资产注入方案

股票发行数量	向特定对象非公开发行股票总数不超过40 000万股新股。
股票发行价格	非公开发行股票发行价格为30元/股。
收购标的资产	上海外高桥造船有限公司(简称外高桥造船)100%的股权、中船澄西船舶修造有限公司(简称澄西船舶)100%的股权、广州中船远航文冲船舶工程有限公司(简称远航文冲)54%的股权。
标的资产价值	上述标的股权以2006年10月31日为评估基准日,采用收益法评估,评估值为92.6亿元。
认购方式	分为资产认购和现金认购两部分。

(包括外高桥造船66.66%的股权、澄西船舶100%的股权及远航文冲54%的股权)认购不少于本次发行新股总数的59%,宝钢集团及上海电气以资产(其中宝钢集团以其持有的外高桥造船16.67%的股权、上海电气以其持有的外高桥造船16.67%的股权)合计认购不少于本次发行总量的16%,其余部分由包括宝钢集团、中国人寿、中信集团等其他不超过7家的国有大型企业以现金认购。除中船集团、宝钢集团、上海电气以资产认购的部分外,本次非公开发行新股的现金认购部分预计可筹集现金约30亿元,主要用于外高桥造船、澄西船舶的技术改造。

定向增发之前,中国船舶的股权结构如图1所示。由于是非公开发行资产注入,中国船舶原来的中小股东没有获得新发行的股票,因此其持股比例较

原来有较大的下降,而控股股东中船集团由于注入的资产较多其持股比例有所上升,同时宝钢集团和上海电气成为中国船舶新的股东。定向增发完成后,中国船舶的股权结构如图2所示。

通过向子公司注入资产,母公司中船集团将其核心民品主业包括大型民用船舶制造业务、修船业务纳入沪东重机,实现了核心民品造船、修船、核心配套三大业务的整合,新的上市公司形成了完整的产业链,初步成为中船集团核心民品主业整体上市的平台。

三、中国船舶资产注入的经济后果

笔者发现,股权分置改革后,母公司中船集团通过资产注入向子公司中国船舶输送各种优质资产,促使子公司

完成船舶工业中造船、修船、核心配套三大业务的整合,形成完整的产业链,成长为具备国际竞争力的船舶公司。上述资源优化配置的结果使得中国船舶的公司业绩显著增强,中小股东的利益也得到了切实保护。下面从中国船舶历年的财务数据和公司股价波动两个方面来分析其内部资本市场运作的经济后果。

(一) 上市公司财务状况分析

随着世界经济与贸易持续稳定的快速发展以及世界造船业向我国快速转移,我国造船业自2002年开始进入快速发展的“黄金时期”。从表2可以看出,中国船舶作为中国船用大功率柴油机龙头企业,2002年以来无论是资产规模还是主营业务收入都实现了较快增长。截止到2005年年底,公司的总资产及净资产大体稳定在22亿元和7亿元左右。随着股权分置改革的完成,中船集团通过资产注入对中国船舶进行资源整合,使得中国船舶的资产规模迅速膨胀。2006年,中国船舶的总资产和净资产达到203亿元和35亿元,较2005年环比激增817%和393%。究其原因,主要在于中国船舶定向增发收购的外高桥造船、澄西船舶和远航文冲相关资产规模远大于其自身的资产规模。

外高桥造船等优质资产注入到上市公司后,中国船舶的盈利能力显著增强。2005年年底,中国船舶主营业务收入、净利润和每股收益分别为14.23亿元、1.36亿元和0.56元。2006年中国船舶按照合并报表后的主营业务收入和净利润分别较上一年增长725%和798%,净资产收益率也由18.93%上升到34.51%。与此同时,中国船舶还积极利用定向增发的募集资金改造集团内相关资产,最大限度地发挥集团内资源的聚合效应和协同效应。目前,中国船舶已经从一家单纯从事大型船用低速柴油机生产的企业转变为从事造

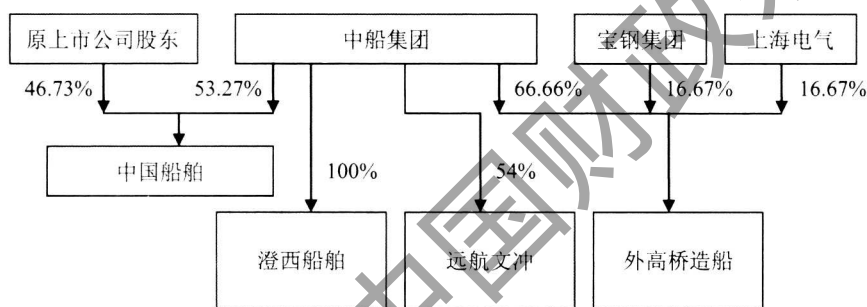


图1 中国船舶资产注入前的股权结构图

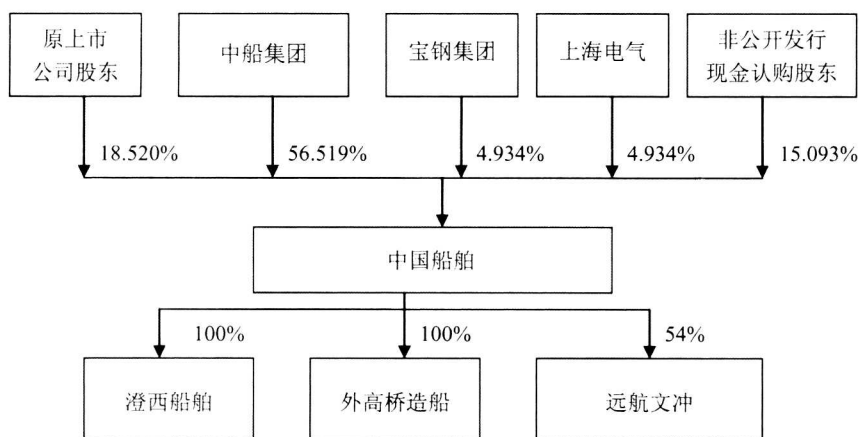


图2 中国船舶资产注入后的股权结构图

表2 中国船舶主要会计数据及财务指标 (2002~2008)

年份	总资产 (百万元)	净资产 (百万元)	主营业务收入 (百万元)	净利润 (百万元)	每股收益 (元)	净资产收益率 (%)
2002	1 131.35	480.98	866.29	9.09	0.04	1.89
2003	1 222.25	526.84	957.79	44.51	0.18	8.45
2004	1 646.76	610.61	1 151.74	82.60	0.34	13.53
2005	2 223.30	716.22	1 423.28	135.56	0.56	18.93
2006	20 389.83	3 528.59	11 741.55	1 217.88	2.63	34.51
2007	38 110.46	10 740.95	18 689.20	2 798.56	5.30	26.06
2008	45 016.04	12 042.54	27 655.90	4 159.62	6.28	34.54

资料来源:根据中国船舶各年年报整理而成。

船、修船、核心配套(大型船用低速柴油机)三大业务的产业链基本完整的上市公司。虽然2008年以来,全球金融危机对船舶行业造成了巨大压力和挑战,但中国船舶前期已经通过一系列内部资本市场运作优化了集团内的资源配置,弱化了行业周期性对上市公司的影响,整合后具备了更好的抗风险能力。截止到2008年年底,中国船舶实现了全年主营业务收入276.56亿元,净利润41.60亿元,每股收益6.28元。

(二)上市公司股票市场反应分析
笔者通过事件研究法考察了中国船舶资产注入的短期市场反应。选择董事会首次公告日为事件日,[-5, 10]为事件窗口期,采用市场调整法,上证综指作为市场指数收益率计算各期的日超额收益率(AR)和累计超额收益率(CAR)。

由图3可以看出,从中国船舶资产注入公告日的第-5天开始,CAR持续为正值,到董事会宣告日,短短五个

交易日市场已有23.80%的累积超额收益率,说明资产注入的内幕消息可能提前泄露。公告日后,公司股价更是一飞冲天,从第-5天到第8天,已经产生98.31%的累积超额收益率,再次说明投资者对资产注入后上市公司的发展前景普遍持较为乐观的预期。中国船舶资产注入给投资者带来的短期正的财富效应,在一定程度上提升了公司价值。

虽然从短期来看,中国船舶资产注入的财富效应非常显著,但是资产注入是否会对上市公司长期市场表现产生影响呢?由图4可以清楚地看到,从股权分置改革完成到2009年3月31日,中国船舶公司股价的累积超额收益率持续显著为正,尤其是在中国船舶资产注入后,累积超额收益率从100%一跃达到250%。虽然进入2008年以后,中国股票市场经历了大幅调整,中国船舶的股价也随之下挫,但其累积超额收益率始终保持在150%以上。而且,中国船舶董事会于2008年8月7日发布公告,称控股股东中船集团对股权分置改革后已解禁获流通权的24 149 312股中国船舶股份,自公告日起两年内,如二级市场价格在120元以下(如中国船舶在此期间实施分红、配股、转增等将进行除权除息处理),不通过二级市场减持上述股份;对根据股权分置改革约定将于2009年5月30日解禁获流通权的115 703 808股中国船舶股份,自解禁日起自愿承诺延长锁定期两年,即2011年5月30日前不通过二级市场减持上述股份。控股股东上述承诺表明其对中国船舶未来发展的坚定信心,也说明了母公司将中国船舶打造成为中船集团核心民品主业的上市平台意在长远。中国船舶公司股价的累积超额收益率持续显著为正,也说明投资者对其长期的业绩增长和价值提升持乐观态度。

(作者单位:中国人民大学商学院)

责任编辑 刘莹

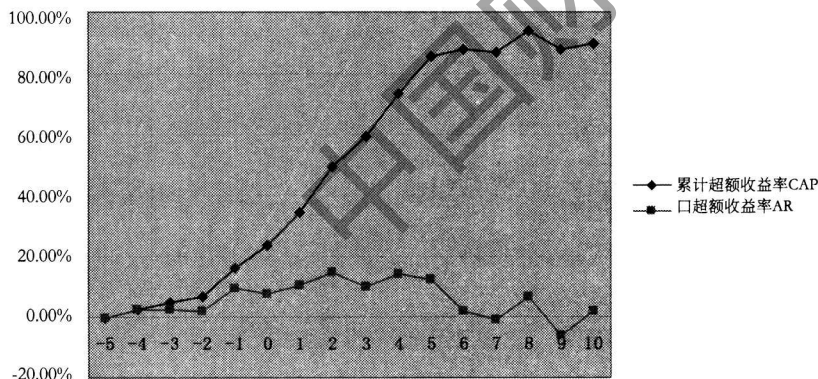


图3 中国船舶资产注入公告的短期市场反应

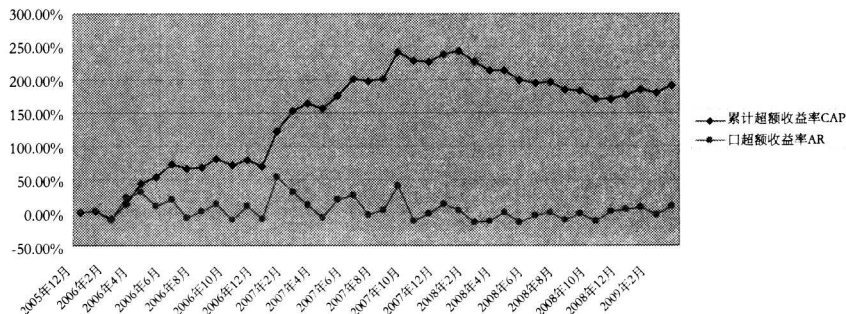


图4 中国船舶股权分置改革后长期市场反应