

# 股权争夺硝烟弥漫 产业资本“夺宝图”浮现

土地储备丰富、现金流充足、经营不善但仍具核心竞争力的公司成热门标的

□本报记者 王小伟

A股持续低迷反而成为产业资本“争食”上市公司股权的良机。从股权争夺标的公司来看,具有丰富土地储备、拥有充足现金流、当前经营不善但仍拥有核心竞争力是主要特征,这或许揭示出各路资本争夺上市公司股权的路径。

## 稀缺资源陷入“三国杀”

随着李嘉诚长系的撤退,长园集团近来成为产业资本争夺的“带头大哥”。先有沃尔核材及其一致行动人的举牌,后有郭广昌旗下复兴集团半路杀出,再加上公司管理层加紧谋划接管方案,长园集团的股权之争大有“三国杀”开打的态势。

6月以来,根据沃尔核材最新公告,公司以及一致行动人以竞价交易方式从二级市场购买长园集团股份1481万股,正式成为长园集团第一大股东;复星集团也通过竞价系统买入及受让长和投资股权,持股数达到5%的举牌线;同样受让长和投资股权的还有深圳藏金壹号。与此同时,长园集团现任高管队伍借道PE“创东方”的MBO计划也在加紧布局,一众高管已经表态有意入伙深圳藏金。“三国杀”如火如荼,鹿死谁手尚难判断。

市场人士对中国证券报记者表示,多路资本对长园集团的争夺,表面上看是因为长和系退出这个导火索,但实际上是各方资本看中了长园集团在上市公司中属于资源稀缺型公司。“长园集团是国内热缩材料、电网设备、电路保护元件三大领域的龙头,本身质地较为优良,近年来经营业绩更是平稳增长,这为各方敢于大打出手奠定了底气。此外,长园集团土地使用权储备较为丰富,这块‘宝藏’也有待开掘。”

此外,以土地为代表的资源也是多方资本竞逐

股权的重要因素之一。今年上半年,包括生命人寿、金地集团、安邦保险举牌金融街等产业资本举牌房地产公司的案例多有发生,其中有些还引发了原控股股东与最新举牌方的激烈对决。市场人士认为,其重要原因就在于产业资本看重这些房地产上市公司丰富的土地储备及产业链条。

以市场表现“凶猛”的生命人寿为例,今年以来,生命人寿相继举牌金地集团、农产品、中煤能源等公司,加之以前的举牌动作,其动用资金达百亿之巨。

市场人士认为,看重土地资源或是由于可以通举牌参与相关公司持有土地的开发经营。“目前来看,多数并购方最看重的并不是整体业务能否产生整合效应,而更看重通过多种方式带动土地资源较快升值。”

该人士分析说,以生命人寿此前举牌农产品为例,除了公司股价本身估值偏低,农产品背后的土地升值潜力也是重要因素。“农产品旗下农批市场和储备项目总计土地面积超过1000万平方米,公司土地价值被严重低估。以深圳为代表,农产品的许多农贸市场都在很多城市的核心地段、位置优越,外界通过公开市场很难拿到类似的好地块。一旦搬迁,公司的批发市场地价将实现大幅升值。”

## 举牌方筹划拓展业务

部分上市公司虽然也具备优质的资源禀赋,但其资源的独特性和稀缺性不足。产业资本虽然重视被举牌公司估值、长远获利空间等因素,但显然这些不是最终目的,增持方的新业务拓展和转型或许才是其真正的“醉翁之意”。

以生命人寿举牌中煤能源为例,最新数据显示,继数月前生命人寿举牌中煤能源之后,如今的持股比例已经超过8%。由于AH股之间存在价差,生命人寿增持的主战场一直是选择在H股。在经济增速放缓、环保压力加大、煤炭价格持续下跌的背景下,抄底中煤能源实际上存在很大风险。那么为什么生命人寿还要做这桩看似不挣钱的“买卖”?

随着非上市保险公司2013年年报的出炉,最新财务数据显示,全年生命人寿实现净利润53亿元,在所有非上市保险公司中位列前三甲,总资产则接近2000亿元。值得注意的是,生命人寿在2013年年报中表示,一项关于焦化公司洗煤厂的在建工程已经开始建设。业内人士表示,中煤能源作为中国最大的独立焦炭生产企业之一,显然生命人寿与中煤能源之间存在很大的合作潜力。

市场人士对中国证券报记者表示,实际上险资

作为举牌方跨界拓展多元化业务,与近来不少上市公司跨界收购影视娱乐等传媒公司的案例本质是一样的。随着保险资金投资领域的放开,今后还将有更多低估值传统能源公司进入险资的视野。

“从另一个角度看,倘若各路资本频繁增持乃至举牌上市公司股权,一旦控股后,不排除其注资乃至借壳的可能。”上述人士介绍,意在借壳的公司通常有两大特征:首先,标的公司基本面一般,经营业务并不向好;其二,公司流通股本较小,流通市值不高,通常在20亿元之内。

以东方银星为例,豫商集团曾自2013年6月5日首度举牌东方银星,此后不足3个月又闪电般地连续三次举牌。截至去年8月,豫商集团的持股数量已经占到公司总股本的20%。由于东方银星自身业务并无任何亮点,近年来经营业绩也一直在盈亏线徘徊,举牌动作一度曾引发市场对豫商集团有意争夺控股权进而重组或借壳的猜想。

“试图注资、借壳或重组与举牌方筹谋业务拓展有关。”业内人士表示,在当前实体经济融资难的大背景下,借助资本市场的力量,无疑是举牌方将经营业务做大做强的最佳途径之一。

## 部分标的被重估

此外,借助股权争夺拓展业务范围也是一个不少产业资本频频举牌的目的。以中百集团为例,继4月29日大股东武商联主动增持中百集团,持股比例达到25.01%后,5月29日中百集团再度发布公告,武商联及其关联方武汉华汉投资管理有限公司合计持有中百集团2.04亿股,持股占比增至29.99%。

业内人士认为,武商联此举剑指永辉超市。此前,作为福建民企的永辉超市通过三次举牌,增持中百集团的股权,比例一度达到15%。业内人士认为,同样作为零售行业,永辉超市近几年快速崛起,不仅深耕本土市场,在跨区域发展方面也做的很好,但相比之下中百集团走出去却没做出什么成绩。因此有不少业内人士猜测,永辉超市此举是为了有计划的进军中部市场。

“除了扩充地盘之外,零售行业拥有较为充裕的现金流。成为中百集团的重要股东,对于正在扩张的永辉超市来说,将是一个不错的选择。”有零售行业专家表示。

不过,也有市场人士猜测民企对中百集团的增持或有国资改革的意味。实际上,不仅中百集团,在近来举牌公司中也出现了一些民营资本举牌国企背景上市公司的现象。如4月中旬,中科创持有的新黄浦股权比例达到15.07%,因此构成举牌。虽然中科创声称举牌新黄浦目的是为了获取投资收益,但有

市场猜测,在目前上海国资改革大背景之下,其举牌新黄浦或有更深层的考虑。有市场人士表示,部分活跃的民营资金或将借此机会参与介入国企改革,参与后端整合,谋求新的投资机会。

从近期A股市场股权争夺的案例来看,“现金为王”的铁律仍受推崇,充足的现金流储备也是各路资本渴望得到的“猎物”。商业零售无疑是A股现金流较为充沛的行业之一。

“虽然不少举牌方都宣称自己看好标的公司的长远发展,增持的主要原因是财务投资,但实际上,倘若果真是财务投资的话,没有必要短期内密集建仓乃至频繁触及举牌红线。整体来看,越来越多的大资金积极主动地去争取实现自己的股东利益,试图进入董事会影响公司决策,改变公司运营从而提升其公司价值的动机越来越强。”某券商分析师表示,其间会有进退成败,但从资本市场角度看,目前市场上不少品种已被低估,因此容易成为保险资金和产业资本集中抢的行业。

“但对于同业扩张的公司则应区别对待。”该人士提示说,同行业公司借道股权争夺来进行快速扩张,即使股价没有明显低估的时候也会增持。倘若新进入者整合两个公司的资源,发挥协同效应,带来增持公司与被增持公司之间的价值提升,对于股东来说也是一个不错的选择。

## 2014年以来部分上市公司股东增持情况

代码	上市公司名称	所处行业	增持主要相关方
000402	金融街	房地产	安邦保险、大股东金融街集团
600638	新黄浦	房地产	新华社、中科创等
000061	农产品	农业	生命人寿、深圳国资委
000759	中百集团	零售	武商联、永辉超市
600525	长园集团	电气设备	沃尔核材、复星集团、公司高管

据公开资料整理 制表:王小伟



制图/韩景丰

## 记者观察

### 谨防“无主致乱”

□本报记者 王小伟

今年以来A股一些上市公司爆发了股权争夺战,且多发生于原大股东和新晋股东之间。二者为争夺对上市公司的控制权竞相增持股份,演绎了一场场举牌大戏。

从被举牌者的角度看,不少公司的股权较为分散。以长园集团为例,由于公司目前的股东结构“群龙无首”,为产业资本乘虚而入创造了条件。不少机构认为,股权分散也是另一家公司中国宝安的一大软肋。虽然该公司过去几年在多元化转型方面比较成功,但由于股权相对分散,未来有可能发生股权之争。

Wind最新数据显示,截至6月9日,沪深两市无实际控制人的公司数量增至96家,较去年同期的50余家大幅上涨。在无实际控制人上市公司中,多家公司的大股东为自然人,且这些公司多为高科技公司;而大股东控股比例最小的是南玻A,其第一大股东仅持股3.62%。

有专家认为,两大因素导致一些公司缺乏实际控制人。一是“天生无主”。比如不少创业板公司在创业时期多采用合伙制,出资人与出技术的股东在公司发展中地位同等重要,因此在股权结构安排中,无法确定实际控制人,股东间有的只是互相制衡的契约关系。也有一些企业的股东为了避免上市后的股票交易锁定期,故意不确定实际控制人,这点在创业板公司中是常见现象,不少股东可以借此及时套现。

二是因为重组或大股东减持等“后天”原因使公司陷入“无主”地步。比如有些上市公司的原第一大股东被执行了破产重整程序,将所持有的公司股份全部用于破产清算。部分债权人虽然因偿债股份成为公司第一大股东,但并不实际参与公司经营或管理,也不参与公司重大事项的决策,因此公司没有实际控制人。

从96家“无主公司”运营情况来看,能够维持现状的企业,通常都是体量较大、经营相对稳定,难以通过二级市场的举牌撼动其股权架构的公司,如银行、国内一线房产企业等。但随着金地集团等公司被险资盯紧,这种状况或出现微妙变化。

对于大多数“无主公司”尤其是创业板公司来说,被举牌甚至控制人变更几乎是普遍的结果,尤其是大股东所持股权低于10%、总股本不大、债务清晰的上市公司容易成为被举牌对象。以四环生物为例,公开资料显示,该公司目前实际控制人为江阴市新桥镇集体资产管理委员会,而其旗下的江阴市振新毛纺织厂持有的公司股份比例仅为5.83%。上市20余年来,四环生物已经6次更换大股东,可谓饱经沧桑。

“无主之城”最易引来商家“觊觎”。这些公司被举牌收购、“小股东篡权”随时可能发生,无实际控制人企业背后的利益争夺,将随时影响企业发展。从过往事例来看,多数情况是,股权结构分散往往使单一股东缺乏积极性参与公司治理,导致公司治理机制失效,产生管理层内部人控制问题,形成公司管理层强、外部股东弱的格局。

正是由于股权分散,股东之间难以形成抵制恶意收购的措施,多家股东签署一致行动协议是无主公司保持现状时通常采用的安全策略。但有业内人士指出,这种协议只是从表面上稳定了现有团队,如果未来一致行动协议解除或出现几个股东任意组合、左右公司决策,表面上稳定的团队就很容易形成派系,从而影响到公司整体运转。

对于其他没有实际控制人的公司来说,从公司治理的层面上来讲,股权争夺很容易导致控制权不稳定,从而影响公司经营。尤其是在现行的公司治理环境下,大股东往往对公司管理层的控制力较强,倘若出现频繁更换,则极容易造成管理层人事震荡,管理层很难把注意力集中在如何搞好经营这一问题上。

因此,在股权争夺战争硝烟弥漫之际,管理层更要打起精神维护公司的正常运转和股东的正当权益,谨防股权争夺使部分上市公司“无主致乱”。相关部门针对中小股东的保护措施也应到位,谨防中小股东成为争夺战的“炮灰”。

## 融资客冷对举牌热门股

□本报记者 王威

今年以来,一些A股公司笼罩在股权争夺战的硝烟中。分析人士指出,举牌事件短期对公司股价刺激十分明显,但从二季度以来的融资数据情况来看,地产股的融资净偿还格局说明举牌概念并不能抵消融资客对地产下行风险的担忧,投资标的的基本面因素更受重视。

### 概念股价格波动

近期,A股市场上最为人所津津乐道的莫过于产业资本频繁举牌所引起的股权争夺战。

据中国证券报记者不完全统计,今年以来,有包括长园集团、金地集团、金融街、中百集团、新黄浦、万科A、农产品、深振业A、阳光城、ST天业、精伦电子、ST商城、华夏银行、力合股份、西藏药业、青松建化、天目药业、中兴商业、中煤能源、工大首创、特尔佳、集成电子等众多股票成为股权争夺战的战场。

除涉及的股票数目众多外,举牌概念涉及的行业也非常广,包括有商业贸易、房地产、金融、医药生物、建筑建材等行业。再加上日前出台的新“国九条”等政策对并购重组的支持与鼓励,股权争夺战也呈现愈演愈烈的态势。从4月份的金地集团、金融街和农产品遭险资举牌到5月以来新黄浦、中百集团和长园集团的股权争夺战就可见一斑。

举牌效应也引发了被举牌公司股价的大幅波动。以1个月内三度变更实际控制人的新黄浦为例,3月以来,新黄浦的区间涨幅高达27.85%,而同期的申万房地产行业指数仅实现了7.27%的涨幅。此外,在上海中科创与上海华闻投资股权争夺战上演的同时,筹码稀缺性溢价也使得新黄浦的成交额水平较年初出现了成倍增长。

此前被举牌的金地集团,仅4月22日至25日四天,该股股价涨幅就高达31.70%,但随后该股又迎来了快速跳水,4月29日以来该股最大跌幅一度接近18.10%,吞噬了前期近一半的涨幅。

### 部分股票融资遇冷

举牌事件短期对于股价的刺激效果十分明显,但这是否能让其吸引那些对市场敏感度更高的融资客?就目前的情况看,该迹象并不明显。

在前述列举的举牌股中,仅金融街、金地集团、万科A和农产品是两融标的股,且除了农产品外,其余3只均属于地产板块。

Wind数据显示,4月1日至6月5日,金融街的融资余额为5.91亿元,期间融资买入额为26.32亿元,期间融资偿还额为27.40亿元,期间融资净买入额为-1.08亿元;金地集团的融资余额为3.70亿元,期间融资买入额为28.18亿元,期间融资偿还额为38.26亿元,期间融资净买入额为-10.08亿元;万科A的融资余额为14.85亿元,期间融资买入额为28.35亿元,期间融资偿还额为32.93亿元,期间融资净买入额为-4.58亿元;而农产品的融资余额为12.18亿元,期间融资买入额为25.13亿元,期间融资偿还额为20.92亿元,融资净买入额为4.20亿元。

分析人士指出,除了农产品外,其余3只地产板块的两融标的股都呈现融资净偿还的格局,这表明对于融资客来说,举牌概念并未抵消其对地产行业下行风险的担忧。说明事件性机会或许能够带来短期的投资机会,但中长期看融资客依然比较关注投资标的的基本面因素。