

聚焦股权分置改革试点

申能股份 1.5亿募集法人股承诺支持股改

□记者 黄俊峰 上海报道

经过申能股份控股股东申能集团的努力，目前又有接近5000万股募集法人股对推进公司的股权分置改革事宜作出了相关承诺，从而使作出承诺的该类股份达到了1.5亿多股，占所有募集法人股的37.5%。

今日(26日)申能股份就此进行公告说明。

五公司今起开始网络投票

□记者 杨丽 高晓娟

根据股权分置改革进程安排，卧龙科技、宝胜股份、国投电力、金发科技、恒生电子等5家上市公司从今日(26日)起开始进入流通股股东网络投票程序。

卧龙科技(600508)今日发布第三次催告通知。从今日(7月26日)起至8月1日为网络投票时间，投资者可通过网络形式的投票平台对公司股权分置改革方案进行投票，现场股东大会将于8月1日召开。

宝胜股份(600973)今日发布召开2005年第一次临时股东大会的第二次催告，提示流通股股东行使投票权利。

厦门证监局要求上市公司拿出改革时间表

□记者 周沪 上海报道

上海证券交易所日前联合厦门证监局在厦门举办“厦门市上市公司股权分置改革座谈会”，厦门证监局要求各上市公司拿出股权分置改革时间表。

参加会议的上市公司代表就股权分置改革中涉及的持股比例、方案设计、支付能力、流通股分布、与国资管理部门的关系等问题进行了探讨。

据悉，继此前在北京、河北等地进行股权分置改革动员之后，上证所近期还将派员参加新疆、宁波和重庆等地证监局举办的辖区上市公司股权分置改革动员座谈会，对改革中涉及的信息披露和对价方式等操作层面问题进行讲解。

公告表示，为尽量避免公司股价非理性波动，经申能集团与部分募集法人股股东友好协商，部分募集法人股基于看好公司未来发展前景，为支持公司本次股权分置改革工作，自愿承诺在上述12个月锁定期满后，通过证券交易所挂牌交易出售现持有股份，出售数量占其现持有股份总数的比例在12个月内不超过三分之一，在24个月内出售数量不超过现

持有股份的三分之二。截至2005年7月8日，上述自愿承诺的募集法人股总数为10213.19万股。其后，又有4835.25万股募集法人股做出上述承诺。截至7月25日，共有20家募集法人股股东，总计15048.44万股，自愿承诺支持公司股权分置改革。

根据申能股份的股改方案，公司的4亿股募集法人股既不支付对价也不获得对价，获

得流通权后的这些股份在锁定期满后，可以上市流通。由于这部分股份数量庞大，如果锁定期满便集中套现，势必对申能股份的股价带来压力，因此申能股份及申能集团一直在做募集法人股股东的工作。据介绍，申能股份的募集法人股股东超过1100家，这20家作出承诺的募集法人股股东都是持股量位居前列的。

两公司调高对价水平

郑州煤电调高对价至10送3.8 新和成提高对价至10送3.5

□记者 张莲娜 李宇

郑州煤电(600121)、新和成(002001)今天分别发布公告称，修改公司股权分置改革方案提案，对价水平分别调高至10送3.8股和10送3.5股。

郑州煤电公告称，公司董事会审议通过了修改公司股权分置改革方案的提案：支付对价由最初的流通股股东每10股可获付3.3股调整为每10股可获付3.8股。同时，追加了非流通股股东的承诺事项：在本次股权分置改革实施完毕后，郑煤集团无论实施定向回购、向战略投资者转让股份、或在24个月锁定期满后通过交易所挂牌交易出售股份，其持有的公司股份占公司总股本的比例均不低于51%。

公告显示，此次方案调整后，郑煤集团作为郑州煤电唯一的非流通股股东，将向流通股股东共支付8208万股获权对价，支付完

成后，郑煤集团的持股比例将由73.33%下降至63.20%。公告称，上述提案尚需经2005年8月15日召开的公司2005年度第一次临时股东大会审议通过后方可实施。

郑州煤电董事长兼郑煤集团董事长牛森营表示，此次公司将支付对价提高到10送3.8股，是郑煤集团在方案公布后与广大流通股股东充分沟通的结果，是在充分兼顾大股东、投资者和上市公司三方利益的基础上，经过严格审批程序后作出的调整。他认为，这个方案充分考虑了各方面的利益，尤其是中小投资者的利益。

新和成董事会日前决议，将股权分置改革方案的对价水平由10送3提高到10送3.5。同时，第一大股东还新增了两项特别承诺。

修改后的股改方案规定，非流通股股东为了获取其所持非流通股的上市流通权，作为对价，向公司实施股权分置改革股份变更

登记日登记在册的流通股股东支付总计1050万股公司股票，即每持有公司流通股股东10股获付3.5股。

公司第一大股东新昌县合成化工厂承诺，其持有的公司非流通股股票自获得上市流通权之日起24个月内不上市交易或者转让。此承诺期满后，通过深交所挂牌交易出售股份，出售数量占新和成股份总数的比例在12个月内不超过2%，在24个月内不超过5%。

除此外，新昌县合成化工厂对满足上述承诺后12个月内的减持行为提出了两项特别承诺：其一，只有公司股票连续5个交易日的收盘价不低于16.18元时，才可以通过深交所挂牌交易出售股份。其二，如果公司前一年(2006年)扣除非经常性损益后，以目前总股本11402万股计算的每股收益达不到1元，即使公司股票达到前述第一项特别承诺的条件亦不上市交易。

稳定增值。

工银瑞信基金管理公司总经理郭特华介

绍，公司已建立起科学规范的公司治理结构和管理架构。合资方瑞士信贷第一波士顿拥有丰富的投资管理经验和强大的研究实力，而控股股东中国工商银行的强大支持更为公司的长远发展奠定了基础。

据悉，中国工商银行、中国银行将同时发售该基金。投资者还可以通过中信、国泰君安、银河、华夏、招商、兴业等券商基金销售网点购买。

首个银行系基金产品今起发售

□记者 王泓 北京报道

由首家银行系基金公司工银瑞信基金管理公司发行的第一个基金产品——工银瑞信核心价值股票型证券投资基金今天正式发售。

拟任基金经理江晖表示，我国经济将持续

增长，经济内部结构的改善给诸多企业的发展

带来生机，股权分置改革正在以较快速度推

进，市场系统风险也将降低，优质公司的投

资价值逐步显现。工银瑞信核心价值基金将挖掘

经营稳健，具有核心竞争优势、价值被低估的

大中型上市公司股票，以实现基金资产的长期

稳定增值。

工银瑞信基金管理公司总经理郭特华介

绍，公司已建立起科学规范的公司治理结构和

管理架构。合资方瑞士信贷第一波士顿拥有

全流通背景下的长江电力价值中枢

广发证券 杨景辉 章早立

红利贴现模型(GORDEN稳定成长模型):9.45元

长江电力具有稳定成长的现金流量和较为明朗的股利分配政策，因此也适合采用GORDEN稳定成长红利贴现模型进行评估：

$$V = \frac{Dividend}{r - g}$$

其中：

最近一期红利支付额:0.21元/股，不含税金额为0.189(2004年)

必要报酬率:r:12%

红利增长率:g:10%

根据以上数据计算得出，长江电力的当前价值为9.45元。

全流通假设下以市场平均市盈率为基准进行估计:6.69元

从上证综合指数成分股和长江电力的历史市盈率数据可以发现

长江电力存在明显的市场溢价。我们对2005年1月4日——长江电力股改停牌日的上证综指成分股上市公司的平均市盈率及长江电力市盈率数据进行回归，得到以下回归模型：

$$PE_{\text{长电}} = 6.8896 + 0.7540 \times PE_{\text{上证综指成份股}}$$

以总价值不变论的全流通条件下定价理论为前提条件，辅以必要的假设条件，我们计算出整个市场全流通后的平均市盈率将下降到12倍左右，代入上式可计算出未来长江电力的均衡市盈率水平约为15.94倍。若以2005年0.42元的预计每股收益计算，则长江电力在全流通条件下基于行业溢价假设的市场价值中枢应为6.69元。

长江电力内在价值应为未来市场价格中枢的核心基准:9.27元

股权分置改革将可能引发市场价格中枢的整体下移。但从本

质上看，上市公司的原有经营循环和盈利能力并不会受其直接影响。

换言之，企业的内在价值的稳定预期才是决定其长期股票价格中枢的根本因素，全流通预期引发的短期波动最终也会回复至市场公认的长期均衡价格水平。

为此，我们采用国际通行的自由现金流量(FCFF)贴现模型对长江电力的内在价值进行评估。公司自由现金流量是企业所有权利要求者——包括股东及债权人——所拥有的现金流量总和。在我们的分析过程中，自由现金流量采用了标准普尔的定义，即：

FCFF=税前利润-资本性支出

我们预测了从2005年至长江电力剩余经营期间内的自由现金流量序列值，并根据以下公式进行折现：

WACC= 税前债务成本×资本结构中的债务比例 + (无风险收

益率+β×风险溢价)×资本结构中的普通股比例

$$FCFF = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$$

因此，在长江电力总股本785,600万股为计算基数，此评估期内加权资本成本为[12%, 9%]的区间内，长江电力内在每股价值应为[7.83, 10.71]元，取平均值为9.27元。

长江电力超额市盈率溢价估计模型——行业基准:8.48元

从国内电力上市公司(除长江电力以外)和长江电力历史市盈率数据来看，长江电力存在着明显的市场溢价。我们对2005年1月4日——长江电力股改停牌日的电力上市公司平均市盈率及长江电力市盈率数据进行回归，得到以下回归模型：

$$PE_{\text{长电}} = 5.7295 + 0.9184 \times PE_{\text{行业}}$$

我们认为，长江电力未来价值中枢的确定原则应为：以内在价

值作为核心价值基准，其他全流通环境下的相对估值结果作为辅助参考，市盈率估计优先于市净率估计。从上表数据可以看出，长江电力内在价值10.71元比其它相对估值模型预测出来的数值要高，因为内在价值模型充分体现了长江电力作为水电行业龙头企业以及资本市场蓝筹公司的特色与优势。而相对价值模型的参考指标大多属于火电行业，简单以其估值水平作为价值中枢的基本尚无法完全体现长江电力在行业、市场、盈利能力、成长性等诸多方面拥有的独特优势。在这些独特背景下，应用相对估值模型应该给予长江电力一定的溢价。长江电力上市以来，其市场表现无论较大盘还是其他电力上市公司都明显强劲，表明市场已充分认同长江电力的独特优势溢价。关于溢价因素的分析将在后文详细论述。此外，根据总价值不变理论建立的全流通环境预测模型由于忽略了行业特性，而且其计算结论是基于市场最悲观情况的假设，仅作为辅助参考。

综上所述，我们认为，全流通环境假设下长江电力当前合理价值中枢估计区间为[8.47, 9.27]元。

资本观察

后股权分置时代催生全新思维



债券市场可能异军突起。在全流通之后，上市公司资本结构将发生重大变化，无节制的股权转让行为将大幅减少，多层次资本市场有望加速建立。

其次，价值投资理念将被真正深化，而不是现在简单地做PE、PB比较，相对投资价值将逐渐走向绝对投资价值，实业投资与股票投资会不断走向融合，并可能打通实业投资与股票投资之间的渠道。中国资本市场将出现不同的投资者结构，因此必然对应不同的投资理念，投资理念必将多元化，市场可能会重现几年前的股市风景线，只不过一切都将围绕价值投资展开。

其三，公司治理理念将改变流通股利益与非流通股利益对立的局面。在全流通之后，上市公司治理结构将趋于优化，非流通股股东与流通股股东对立的局面将消失，被叫停的管理层MBO、上市公司高管股权激励有可能被解禁，管理层与股东利益将更加趋于一体化。

其四，股票定价理念发生根本性变化，定价将以市净率为标准，发行价与每股净资产相当接近。好的公司，其发行价会比发行前每股净资产略高，新股定价不再是高高在上。预计正常情况下，新股首发的市盈率不会再轻易超过20倍。

其五，市场将形成真正的创新思维和理念。

全流通环境，为上市公司的收购兼并、资产重组提供了创新的条件，市场将产生真正的股权转让等收购方式，那种只有现金才能收购的思维将不再延续，对上市公司的收购将从融资性收购转为产业链整合收购，公司并购将会有新的突破。

首先，全流通并不意味着抛售股票。优质公司往往从求得长远发展的角度来寻求股权分置的解决，全流通反而为产生真正的百年老店解决了激励制度上的难题。如果将全流通视为洪水猛兽，就会导致我们过于贱卖优质上市公司股票，失去与中国股市和中国经济共同成长的机会。

其次，以原罪的思维方式将对价看得过重，是条行不通的死路。证券市场的参与者都是机智的博弈者，如果着眼于未来发展而不是眼前的蝇头小利，就不会有目前这种过于短期的博弈行为和思维方式。

再次，总是希望股市能够全面上涨，总是希望参与股市就能获利，这种不切实际的期望将带来更大的失望。全流通的股票市场将真正发挥资源配置的基础性作用，优化资源配置成为市场发挥作用的最有效手段，优质上市公司更能获得发展壮大的外部条件，公司业绩进一步两极分化的结果必然导致股票价格大幅度结构性调整的继续，而真正的优质公司业绩将依然坚挺。

暂时的迷雾不能长久，恢复资本市场的本来面目不可避免，全流通带来的将是理念与思维方式的深刻变革：

其一，上市公司的融资理念将出现根本性变化，股市融资热在理性中可能退潮，而企业

必须对一些观念上的问题有清醒的认识。

其二，券商的经营模式将发生革命性变化，券商将真正恢复为市场提供服务和产品的本来面目。这里具有重大意义的是，券商经纪业务的思维方式必须发生革命性变化，由争夺现有客户转向争夺上市公司非流通股股东。目前所有的

国有股和法人股是托管在中国登记结算公司，而没有像流通股一样二级托管在券商。在全流通的过程中，这些公司的非流通股必将成为券商，券商经纪业务格局不可避免将发生深刻变化，成为上市公司全流通后股票交易的开户单位，率先分享到经纪业务佣金收入。如果未来经纪业务仍然以托管市值和交易总量衡量市场地位的话，一旦某家券商能托管类似中国石化这样的公司(市值超过3000亿元)，无疑能迅速改变自身的市场地位。

后股权分置时代不是困境，而是机遇，至少是在酝酿着历史性的机遇，我们必须具有战略的眼光、全球化的视野，以全新的理念和思维方式才可能赢得全流通时代。

宝胜、国电、传化股改方案获国资委批准

卧龙科技获省国资委批准

□实习记者 陈健健

宝胜股份(600973)于7月25日获得国资委有关批复，原则同意宝胜集团有限公司控股的股份公司股权分置改革试点方案。

同日，国投电力(600086)收到了国资委有关批复，同意其非流通股股东在股权分置改革中涉及到的国有股转让行为。

目前，国投电力股改方案已获浙江省国资委批准，正在国务院国资委审批之中。

深交所携手辽宁促股改

□记者 建兴

日前深交所和辽宁证监局联合在沈阳召开股权分置改革座谈会，要求上市公司对股权分置改革“高度重视，抓住机遇，积极行动，不拖后腿。”

深交所副总经理陈鸿桥表示，深交所将

组成若干小组，制定进度表，明确责任制，一家一户地进行跟踪指导，为上市公司股改提

供帮助。

辽宁证监局副局长杨叔竟介绍，辽宁证监局

将全力支持股改工作，确保股改顺利进行。