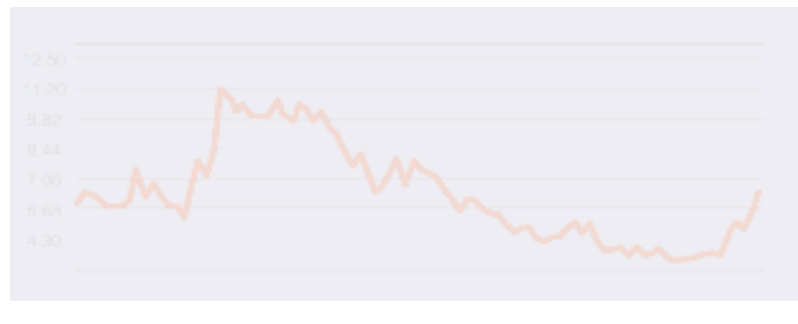


## 百大集团控股权争夺胜负皆为“赢家”



刘伟杰 联合证券并购私募融资总部

由于商业地产业的价值低估、核心商圈的不可复制、较强的现金获取能力,及股权结构分散的特点,零售百货业一直是资本市场并购重组的多发地带。

### 杭州控股综合考虑费思量

杭州控股作为百大集团第一大股东和唯一的卖家,在交易中左右着局势的变化。首先在选择合适的交易对象时,杭州控股肯定对西子集团中彩,可能缘于综合考量的结果。随后,杭州控股在股权转让比例方面又摆下玲珑棋局,声称剩余的1061万股国有股(占总股本的3.93%)另有目的。我们猜测,考虑到双方外究竟有无持股安排及持股多少都是个未知数,也是个变数,因此政府留下部分股权以借此起到少数派关键作用的可能性不大,留下这部分股权很有可能是准备用来进行奖励或激励管理层的。

### 银泰系横向联合大力炒作

从动机上看,银泰系执着追求百大集团的原因,我们判断有两点:一是横向联合的产业动机。银泰百货与百大集团同处杭州,同处于一个商圈,有地缘优势,由此产生横向联合以实现规模和市场优势也属于正常的经营思路。从另一方面来说,两家百货公司又是门对门的竞争对手,即使收购不成,仅仅是参股股东,银泰百货也可以通过股东知情权和表决权达到知晓对方信息,干扰对方决策和经营的目的,即以部分资金参股来换取自己在实业经营和市场竞争方面的有利地位及长远利益。二是基于价值低估的财务动机。价值低估的财务动机容易理解。银泰系作为一家全国性的百货集团,对百货公司的价值有自己的理解。银泰系收购百大集团完全是有可能基于百大集团的价值低估。

有志于产业整合而跑马圈地的银泰系在政府路线走不通后,选择了在二级市场举牌收购流通股的方式。这种做法已有前车之鉴,南京新百,南京商厦莫不如此。我们认为银泰系举牌收购百大集团有两种可能:一是买家得不到卖家认同,买家收购无门后做出的被动选择。二是借举牌收购概念进行二级市场炒作。在经过长时间运作暗中吸纳股票到一定程度后,再把一部分的分仓集中到一起然后发布增持股份的公告,以举牌概念刺激股价,两者孰轻孰重,很难分清。在实践中往往取决于局势的变化。即使是以控制权为目的的举牌收购,在不能获取足够的筹码以实现控制权时,也可以借势在二级市场炒作一把以全身而退。3月8日,杭州控股与西子集团的股权转让协议公告后,银泰系次日即做出回应,公告银泰系以大宗交易方式进行了第8次增持。受此消息刺激,百大集团复牌后当天放量暴涨。在此之后银泰系的高调表现更是给这种炒作意图提供了参考。

### 西子集团政府路线暗渡陈仓

西子集团为追求产业多元化选中百货业,力挺本地百大集团。一方面,百大集团稳定的盈利能力、较小的经营风险,以及富有经验的管理团队对于一个急于拓展新产业实现多元化发展的西子集团来说实属难得;另一方面,百大集团所拥有的优良资产重估后的价值甚至高于永续经营价值,这意味着西子集团即使经营不善也不会因此背上沉重的包袱,收购百大集团的机会风险不大。第三,即使西子集团最终失去了控股权,仅就财务投资而言,西子集团也不吃亏,毕竟其协议收购的价格要远远低于银泰系二级市场的举牌价格,更是低于百大集团的重置价值。

3月8日,杭州控股一纸协议将西子集团送上百大集团第一大股东宝座,百大集团暂落西子。我们认为西子集团胜出对手有这几种情况:一是西子集团出价更有优势;二是西子集团对百货业是外行。西子集团收购百大集团是外行收购内行,收购完成后,百大集团的品牌会保留,管理上短期内也会保持稳定,因而容易得到地方政府和管理层的支持。而银泰系则是百货业的强者,拥有银泰百货的商业品牌,若银泰系收购百大集团后,势必会对百大集团做大的调整,届时百大集团的品牌如何处置、管理层如何安排等等都存在变数,因而阻力相对要大一些。三是西子集团是杭州本土的优势企业,市场起步、财务实力及经营管理能力经得起考验,而银泰系纵横捭阖的光辉记录多在资本市场,其市场形象有可能不符

### 胜负皆为赢家

从公开披露的信息来看,西子集团目前在这场股权之争中略占上风,一是持股数相对多些,二是持股成本相对较低一些,但由于西子集团持有的股份为非流通股,在股改中要支付对价;而银泰系持有的多是含权的流通股,在股改中要获得对价,且持有的流通股数量已经超过了百大集团流通股总数的1/3,对股权分置改革方案有一票否决权,因此百大集团究竟谁主沉浮目前还未可知。况且上述情况仅限于披露信息,并非实际控制的股份数量,股权之争中,借助于一致行动人或关联方暗中持股的情况并不能完全排除。

至于后续的股改对价,完全取决于于后轮的谈判,最终的方案一定是个妥协折中的方案,出现异数的可能性不大。

## 聚焦百大集团国有股转让

# 百大集团国有股是否遭贱卖

本报记者 李少林 北京报道

日前,杭州市投资控股有限公司向西子联合控股有限公司转让其持有的百大集团(600865)70,123,643股国有股,占百大集团总股本的26%,转让价格以百大集团2005年12月31日经审计的每股净资产2.56元为基准,确定为4.4593元/股,总计约3.13亿元。

西子联合的出价以百大集团净资产计无疑是高溢价,但分析人士指出,百大集团的净资产没有反映出公司的商业地产增值,因而,西子联合的出价实际上远远低于这部分股权应具有的市场价格,百大集团国有股转让过程中存在国有资产流失的嫌疑。

### 高溢价VS合理市场价格

根据百大集团2005年第三季度财报显示(年报尚未披露),报告期内公司经营情况良好,实现主营业务收入27,286.63万元,较去年同期增长9.51%;实现净利润748.61万元,较去年同期增长31.98%。财报同时显示,公司每股净资产增加了3分钱,由2.56元增加到2.59元。

而西子联合以约3.13亿元受让杭州控股持有的7012万股,每股转让价格约为4.46元,溢价约170%。

对于西子联合的出价,国资委负责人表示是“比较高的”。甚至在一些从事并购研究的专业人士眼里,该价格也是很少见的,至少近年来很少见到。西子联合是否真的出了高溢价呢?资料显示,截至3月8日,银泰系及其相关资料显示,二级市场购买百大集团股份,已累计持有百大集团57285572股,占公司总股本的21.24%,银泰系购入百大集团股份的交易价格为4.22元至6.52元。2月24日,银泰系曾向杭州市投资控股有限公司递交《关于百大集团国有股回购的函》,提出由百大集团出资3.8亿元回购其所持有的29.93%的股权,这一回购价约为4.7元/股。

### 商业地产价值被低估

上述出价无疑要高于西子联合的出价。而银泰系为什么愿意从二级市场以高价买入百大集团的股份?分析人士认为,百大集团的净资产按现行会计准则则被严重低估了。

多数分析人士将焦点集中在百大集团商业地产上。百大集团是一家集百货业、酒店业、旅游业、进出口贸易为一体的综合性集团,公司坐落在杭州市繁华的武林广场东南侧。根据杭州市市

前地产价格来估算,该地域的地块楼面价格已经高达每平方米2万元。

注册会计师朱德峰就认为,百大集团房屋建筑物的价值被严重低估。其理由是:公司2005年半年度合并财务报表显示其房屋建筑物原值3.71亿元,净额2.82亿元,成新度约为76%。如果不考虑子公司及其他建筑物的因素,仅以公司地处杭州市闹市区武林广场9万平方米的商用大楼资产计算,每平方米房屋建筑物的账面价值大致在3千至4千元的范围。而在2005年10月21日的浙江大学湖滨校区地块拍卖会上,这块位于延安路353号,面积为65,938平方米的“商业金融、办公、市政设施及广场用地”起价就为15亿元,最终由嘉里建设(杭州)有限公司以24.6亿元拍得,根据2.4至2.6规划容积率,该地块的楼面地价为14,349



至15,545元。而与之相比较,百大集团的楼面地价只会比上述地块的价格高,甚至高达2万元每平方米。

这样的差价显然没有被主管机关注意。国资委产权局有关人士接受《中国证券报》采访时表示,上市公司国有股转让不允许进行产权交易所,目前唯一的形式是协议转让。在具体程序上,一般是由地方政府先批准,由省级国资委报送至国务院国资委。在最终环节能否得到批准,具体取决于三个因素:职工是否得到妥善安置、受让方是否具备能力,以及转让价格是否合适。一般会在这三个环节提出疑义。其中,价格是最先考虑的因素。国资委此前曾多次强调,一般国有股转让不得低于净资产,但也不是说只要溢价就没有问题,而是要看溢价多少。比如,上市公司的净资产收益率为5%,这样转让价格一般得溢

价到6%、7%,甚至10%以上;还要看近几年公司的净资产收益率是增长还是下降,如果连续增长可能就要求更高一点。

### 商业地产催生新价值发现

联合证券分析师刘伟杰认为,百大集团所拥有的优良资产重估后的价值甚至高于永续经营价值。而由于商业地产的价值低估、核心商圈的不可复制、较强的现金获取能力,及股权结构分散的特点,零售百货业正在成为资本市场并购重组的多发地带。从兰州民百、长百集团的场下协议转让,到南京新百、南京中商的场上举牌收购,再到银泰系举牌百大集团都是如此。

而东方高圣董事长陈明键则直指,由于百大集团商业地产价值被低估,才

引发了银泰系与西子联合争夺百大集团控制权。而从另一个方面讲,百大集团股权转让和被收购又是C股时代典型的收购案例,其特点是,国有非流通股在流通预期非常明显的背景下,国有股定价常常被低估,这类上市公司也会成为价值发现者的猎物。陈明键认为,全流通之所以为这种价值发现提供可能,是因为股权全部上市流通,故意收购成为可能,让价值发现由原来的可望而不可及变为具有可操作性。而全流通后股价成为最重要的估值依据,一来为价值发现者提供了更大的获利空间;二来也教育股东放弃每股净资产这个底线,有利于交易双方迅速达成共识完成交易;此外,全流通带来支付手段的创新,定向增发、换股合并等方式可以降低价值发现者的并购成本。

# 价值发现与会计计量

## ——从百大集团股权之争看固定资产后续计量

在历史成本原则下,百大集团现有房屋建筑物的账面价值并不能反映其市场价值。此外,由于百大集团现有房屋建筑物大多不符合“投资性房地产”的规定,属于自用房地产;即使在2007年1月1日起施行的新会计准则体系下,也无法采用公允价值模式以全面反映房屋建筑物的增值。

### 中国注册会计师 朱德峰

市场普遍认为百大集团“引人入胜”之处在于:与其不足2亿元的负债和近7亿元的净资产所对应的,不仅是近3.6亿元的货币资金,还有9万多平方米,地处杭州闹市区的商用大楼资产。公司2005年半年度合并财务报表显示其房屋建筑物原值3.71亿元,净额2.82亿元,成新度约为76%。如果不考虑子公司及其他房屋建筑物的因素,仅按上述数据计算,每平方米房屋建筑物的账面价值大致在3千至4千元的范围。而在2005年10月21日的浙江大学湖滨校区地块拍卖会上,这块位于延安路353号,面积为65,938平方米的“商业金融、办公、市政设施及广场用地”起价就为15亿元,最终由嘉里建设(杭州)有限公司以24.6亿元拍得,根据2.4至2.6规划容积率,该地块的楼面地价为14,349至15,545元。

由于百大集团位于延安路546号,与浙江大学湖滨校区地块毗邻,因此其房屋建筑物的价值显然被严重低估。但现行的《企业会计准则》明确规定“企业的各项财产在取得时应当按照实际成本计量。其后,各项财产如果发生减值,应当按照本制度规定计提相应的减值准备。除法律、行政法规和国家统一的会计制度另有规定者外,企业一律不得自行调增或调减资产价值。”

整其账面价值”。因此在历史成本原则下,百大集团现有房屋建筑物的账面价值并不能反映其市场价值。此外,由于百大集团现有房屋建筑物大多不符合“投资性房地产”的规定,属于自用房地产;即使在2007年1月1日起施行的新会计准则体系下,也无法采用公允价值模式以全面反映房屋建筑物的增值。

因此以每股净资产所确定的转让价以及所建议的回购价均不能反映百大集团实际的企业价值。当市净率估值开始成为公理时,其二级市场的股价自然也被低估。现行固定资产的后续计量模式导致投资者无法从财务报表上发现百大集团的实际企业价值。

而改进前的《国际会计准则第16号——不动产、厂房和设备》在将按成本计量作为基准处理方法的同时,还有一种“允许选用的处理方法”——按重估价进行计量。不动产、厂房和设备在被初始确认为资产后,这些项目的账面金额应当为重估金额,即该资产在重估日的公允价值减去随后发生的累计折旧额和累计减值损失后的余额。

重估增值,即高于按成本计量的部分作为重估盈余直接计入所有者权益,增加净资产。但如果这项重估增值是用于转回同一项资产已经计入前期损益的重估减值,则该项重估增值可以计入损益。这与目前投资者已逐渐了解的对投资性房地产在采用公允价值模式进行计量时,将公允价值的变动均计入损益的做法有所不同。而2003年改进后的国际会计准则不再将“重估价模式”仅仅作为一项“允许选用的处理方法”,而是强调如果不动产、厂房和设备项目的公允价值计量可靠属实,企业就可以按重估价计量项目所属类别的不动产、厂房和设备;并将其一致地运用于整个类别的不动产、厂房和设备中。

但无论是现行的《企业会计准则——固定资产》,还是即将于2007年1月1日起施行的《企业会计准则第4号——固定资产》,都只允许企业采用“成本模式”进行后续计量。因此在现行的会计准则体系下,社会公众无法从财务报表中了解到百大集团自用房地产的市场价值及对净资产的影响。即使百大集团对其自用房地产进行资产评估,其增值部分也不能调整其账面价值。国际会计准则则要求企业应当经常地对资产进行重估,使其账面金额不致于与资产负债表日以公允价值确定的该项资产的价值相差太大。而当前围绕百大集团股权争夺的核心问题也正是由其自用房地产的账面价值背离了市场价值,从而导致企业实际价值被严重低估。一旦证券市场上的投资者普遍脱离上市公司的财务报表去进行“寻宝”活动,以发现企业的实际价值,则会计信息的可靠性将会大打折扣,会计准则的有效性及其制定机构的权威性自然也将受到严重挑战。

据了解,国际会计准则理事会正在参与一项国家准则制定机构对不动产、厂房和设备重估价问题的研究活动,该项研究旨在促进准则之间的国际趋同。其中一个最重要的问题就是认定重估价的优先计量属性。考虑到中国企业会计准则与国际会计准则正在实现趋同,相信届时固定资产的“重估价模式”也将被引入。类似此次百大集团财务报表能否反映其实际企业价值的问题将会得到有效解决。

百大集团主要财务数据表	2005年三季度末	2004年末	2003年末
主营业务收入	90,155.05	119,487.95	111,758.11
利润总额	3,962.08	3,785.51	3,602.88
净利润	2,671.22	2,635.73	2,129.05
总资产	89,522.53	93,173.59	90,123.52
股东权益	69,831.99	69,318.42	68,300.93
每股净资产	2.59	2.57	2.53

## 上市公司国有股转让要考虑三因素

本报记者 钟正 北京报道

国资委有关人士昨日表示,上市公司国有股转让是否能得到最终批准,要考虑三个因素:是否安置好职工、受让方是否具备能力以及转让价格。

这位人士解释说,上市公司国有股转让不允许在产权交易所,目前唯一的形式是协议转让。在具体程序上,一般是由地方政府先批准,由省级国资委报送至国务院国资委。在最终环节能否得到批准,具体取决于三个因素:职工是否得到妥善安置、受让方是否具备能力,以及转让价格是否合适。一般会在这三个环节提出疑义。

其中,价格是最先考虑的因素。国资委此前曾多次强调,一般国有股转让不得低于净资产,但也不是说只要溢价就没有问题,而是要看溢价多少。比如,上市公司的净资产收益率为5%,这样转让价格一般得溢价到6%、7%,甚至10%以上;还要看近几年公司的净资产收益率是增长还是下降,如果连续增长可能就要求更高一点。

对于选择受让方来说,同等条件下出价高者优先,但也并非绝对。这位人士说,还要看地方政府对上市公司的将来发展战略规划,从而确定受让方。不是把公司的股票卖出去就完了,而要看什么样的发展战略有益于公司发展。这就对受让方的能力提出具体要求。要看引进新的股东是否也从事这方面的业务,以及新股东的盈利能力如何。如果新股东自己企业的盈利能力比要转让国有股的上市公司还差,进来之后未必能搞好。

如果有第三方报出更高价额,但政府却以更低价格转让给受让方,这种情况怎么理解?对此,这位人士表示,这就要具体分析价格之外的其他条件,有些要素是上市公司的重要条件,但第三方达不到,从上市公司长远发展来说可能就要转给受让方了。

如今围绕上市公司国有股权转让的争夺战越来越多,对此,这位人士认为,这样可以使得上市公司挑选的余地更大,也可以卖出更好的价钱。

### 全流通后

## 价值发现收购将更频繁

东方高圣董事长 陈明键

银泰收购百大集团股份属于典型的G股时代收购,其特点是:一方面由于被收购公司的股权没有足够分散,场外的协议转让仍是主要的收购形式;另一方面国有资产的定价缺乏合理标准,定价混乱。

在全流通条件下,类似于银泰收购百大集团股权这种基于价值发现的收购还会更多地涌现。

全流通为价值发现提供了可能。首先,股权全部上市流通,故意收购成为可能,让价值发现由原来的可望而不可及变为具有可操作性。以前你不卖,我再价值发现也没用,现在你实在不卖,我就故意收购;其次,全流通后股价成为最重要的估值依据,一来为价值发现者提供了更大的获利空间,二来教育股东放弃每股净资产这个底线,有利于交易双方迅速达成共识完成交易;全流通带来支付手段的创新,定向增发、换股合并等方式可以降低价值发现者的并购成本。

基于全流通条件下的价值发现情形主要有:

1、财富的水落石出效应:二级市场低迷,上市公司价值被低估。

2、财富的时间差效应:处于产业周期低谷,公司价值被低估。价值发现者在产业周期低谷买进,等到产业周期高峰时卖出。

3、“企业屠夫”式价值发现:公司产业多元化失败,整体价值被低估,导致上市公司某些有价值的产业也被低估,这类上市公司也会成为价值发现者的猎物。

价值发现者收购公司之后,对公司进行分拆重组,凸显局部价值,这就是西方资本市场所谓的“企业屠夫”的获利方式。前两种情形是价值发现的主战场,后一种情形对价值发现者提出了更高要求。