

美的集团整体上市：“转型策划”加速财富增值

■ 陈欣 报道

美的集团在整体上市前精心策划了“战略转型”，使之可以加强对渠道经销商的铺货及去库存的控制，从而来影响美的电器及小家电业务的营收指标。一方面，集团在2011年下半年起对大家电渠道持续实行去库存，使美的电器营收下降，打压其股价。另一方面，使小家电业务在高杠杆及延迟渠道去库存的影响下获取超额利润。其目的是增加小家电等非上市资产在整体上市后所占集团股权比例。

4月1日美的电器(000527.SZ)复牌交易，并公布了酝酿已久的重组方案，引发股价大涨。美的集团计划通过吸并换股的换股方式实现整体上市，方案中美的集团的A股发行价为44.56元/股，而美的电器的换股价为15.96元/股，每股美的电器股票可以换取0.3582股美的集团A股股票。此次换股重组实质上是美的集团将美的电器大家电业务之外的小家电、机电以及物流等资产注入上市公司。8月15日起美的电器的股票将停牌直至实施换股转换换美的集团股份，公司的整体上市完成正式流程进入最后倒计时。

公司实际控制人何享健及其儿媳卢德燕在美的控股分别拥有94.55%及5.45%的股权，因此何氏家族在重组前通过美的集团间接持有美的电器24.64%的股份，通过开联实业或直接持有美的电器1.77%股份，共计26.41%。按分红调整后的换股价15.36元计算，何氏家族通过美的控股及开联实业等途径共持有美的电器的股权市值约137.3亿元。重组完成后将持有美的集团36.19%的股份，其持有流动性较好的上市公司股票市值增加至270亿元以上，增加了1倍。何氏家族如何实现其财富迅速增值的“中国梦”呢？

“劣质资产”翻身

八年前的2005年3月，美的电器向佛山日电增资22亿元，并以佛山日电为平台整合了旗下15家与小家电业务相关的子公司。仅2个月后，美的电器发布公告将小家电业务剥离，所持佛山日电85%的股权以2.49亿元的价格转让给美的集团，扣除22亿元增资后的实际转让价格仅为0.29亿元。在此次剥离中，美的电器以15家子公司净资产正负相抵后的余额作为转让计价基础，当时引发了大量对公司损害投资者利益的质疑。从当前整体上市披露的数据来看，能够比较清楚地理解美的集团的财富增值“路线”。

八年后的重组重新，上市公司又将此前剥离掉的业务重新收入囊中。按照重组方案，小家电、机电以及物流等注入上市公司的资产在此次换股中并未直接定价，而是通过美的集团与美的电器的整体定价之差来体现。美的电器在2012年向关联企业采购商品为33.81亿元，销售商品仅为2.58亿元，所占公司业务比例较低。

因此，忽略合并报表调整带来的偏差，直接使用美的集团数据减去美的电器数据来估计非上市资产的营收及净利润



水平。整体上市方案对拥有268.4亿元总资产和57.7亿元股东权益的非上市资产的估值为223.3亿元。美的集团按各业务板块在2013年的预测利润确定了10倍整体发行市盈率。即使用2012年的数据测算，非上市资产的市盈率和市售率都不高，仅分别为11.1倍和0.65倍。考虑到2012年集团对高管团队授予了3%的股份，因而一次性增加5.25亿元管理费用，该项费用分摊至集团公司各部门导致当年利润偏低，剔除该影响非上市资产的市盈率还会更低一些。粗一看，感觉重组方案对其定价合理。

然而，非上市资产的市净率高达3.87倍，接近上市公司1.97倍水平的两倍。主要原因是美的集团的非上市资产以57.7亿元的净资产能创造20.1亿元的净利润，其ROE(产权收益率)高达34.9%，对比美的电器的ROE仅为15.1%。

杠杆撬动小家电业务

为何美的集团非上市资产的ROE这么高呢。美的非上市资产中营业利润的主要来源是小家电业务的16.9亿元，约占三项业务营业利润总额的2/3。对比来看，美的电器的大家电上市资产中营业利润主要来自空调业务，其37.3亿元的营业利润占公司大家电业务营业利润的91.4%。与大家电中盈利最好的空调业务比较，小家电业务的毛利率、营业利润率及营业ROA(资产收益率)水平均略低一些。

然而，小家电的加权营业ROE却高达67.3%，大大高出空调业务25.1%的水平。此处ROE的异常是由于小家电的行业特殊性所致吗？我们再来看看小家电行业的苏泊尔，其2012年的营业收入为68.9亿元，营业利润为5.75亿元，对应营业利润率为8.3%，较美的集团小家电业务的水平要高出1.9%；苏泊尔的加权营业ROA为27.5%，也远大于美的小家电的8.1%；其加权营业ROE也较高，达到35.3%，但仅为美的小家电业务67.3%水平的一半多一点。

由此，可以判断美的小家电业务超高

股东回报率并非缘于其较强的资产盈利能力，主要是其高达7倍以上的负债权益比所导致，远高于美的空调业务的1.56和同行业苏泊尔的0.49。

分析美的集团的2010-2011年数据发现，美的小家电的超高ROE现象并不是仅在2012年独有。小家电业务在2011年的加权营业ROE为62.8%，2010年的营业ROE更高，达到74.6%，对应使用了7.47倍和6.33倍的财务杠杆。而2011年和2010年美的大家电盈利最好的冰箱业务的营业ROE分别为31.8%和35.3%，仅约为小家电业务水平的一半。

这说明美的电器低价剥离增长前景看好的小家电业务后，后者长期以高杠杆运营迅速扩大资产规模，以获取超额利润。这恰恰是8年前低价剥离出上市公司的“劣质资产”小家电业务能迅速成长为拥有264亿元销售额的超强盈利资产的关键所在。

规模增长到利润增长

在2011年下半年，白电行业销售疲软，青岛海尔与格力电器的季度营业收入分别2季度的205亿元和228亿元下滑为4季度的169亿元和194亿元。

美的集团从8月份开始提出要进行战略转型，要从注重规模增长转变为注重利润增长。2011年10月25日的三季报美的电器仅报告了198亿元营业收入，不久后的11月就有消息传出公司开始大规模进行组织架构调整并裁减各地销售公司的人员。2012年3月10日公布的2011年度财报更是披露，公司4季度的营业收入为11.2亿元，仅占一、二季度水平的1/3左右。公司股价在2011年三季度报告公布后一路下跌至12月份的11元左右，在年报披露后更是持续下跌至8月份停牌前的9.05元近期低点。

美的电器在2011年下半年后面临的销售形势果真如此之差吗？

事实并非如此。2011年全年美的电器营业收入同比增长24.9%，介于格力电器的37.6%与青岛海尔的21.9%营收增长之间。

公司下半年的营业收入大幅下滑很大程度上仅仅反映的是上半年对渠道铺货过多后去库存的结果，市场终端的真实销售形势并未有如此大的波动。美的电器董事长方洪波在2012年中报披露时确认美的从2011年下半年开始压缩渠道库存，并宣称“现在美的电器的库存处于历史最低水平”。经过两年多的大幅波动，美的电器在2013年1季度的营业收入达到219亿元，与青岛海尔及格力电器的水平再次接近。

美的电器在2011年上半年对渠道的大肆铺货以及在下半年的大幅压缩渠道库存，除了应对行业疲软外，恐怕还有更深层次的动机——即在年初保障定向增发顺利进行，在年末打压股票价格，为集团整体上市做好铺垫。

一方面，美的集团利用股价低迷的时机增持便宜的上市公司股份。集团公司于2011年11月23日至12月29日期间，以11.84元/股的平均价格在公开市场增持了2%美的电器A股股权，共计67571513股。另一方面，何氏家族在集团公司引入私募股权投资者，既可谋划集团公司的整体上市，又可套现大量现金。在2011年11月至2012年3月期间，美的控股向珠海融睿、鼎晖等私募股权机构先后5次共转让了21.15%美的集团股权，出售价格共约111亿元。美的集团引入私募机构后不久，美的电器就停牌进入了重组程序。

渠道库存调整

美的电器的季度营收增长变化较同行业的青岛海尔及格力电器要剧烈得多，而且公司营收增长的季节性也与同行业公司不同。美的电器环比增长最快的季度似乎总是在每年的1季度，而增长最慢的季度往往是下半年的3、4季度。对比起来，同行业公司的营收环比增长峰值一般出现在每年的2季度，较美的电器要慢一拍；尽管增长的低谷也往往出现在4季度，但变化幅度要远小于美的电器。

这样的数据显示美的电器在年底的4季度和年初的1季度可能进行了较大幅度的盈余管理来操纵当期营业收入。较可能的做法是利用年底消化渠道库存以及在年初对渠道铺货来控制收入的确认，进而影响资产的盈利能力。

美的集团在对2013年盈利预测的相关披露中表示，空冰洗产品在2012年度采取了有效措施消化渠道库存，造成2012年销售量大幅度减少；同时集团公司对小家电产品渠道库存的消化措施实施晚于空冰洗产品，因此小家电产品销售量的减幅小于空冰洗产品。由于渠道库存的消化阶段不一，预计2013年小家电产品销售量增长幅度将小于空冰洗产品。

尽管公司将对小家电产品实行去渠道库存晚于空冰洗产品的解释归于市场原因，但不能否认正是这样的做法造成了上市公司的大家电业务在过去的两年中业绩大幅下滑、估值低迷，而相对来说非上市的小家电资产盈利能力仍然较强，大大增加了非上市资产在重组后所占美的集团股份的比例。

贵州百灵新药战略悬念待解

■ 陈时俊 报道

从毒胶囊事件、胶原蛋白无用处一直到今年6月香港监管部门对银翘片的质疑风波，每一轮都未能幸免的苗药第一股贵州百灵(002424.SZ)急需一剂猛药重振市场信心。

贵州百灵最近公布的2013年度半年报数据显示：营业收入达6.348亿元，较上年同期增长13.61%。其中归属于上市公司股东的净利润为1.184亿元，较上年9499万元增长24.65%。

主打产品银丹心脑通软胶囊今年上半年实现快速发展，实现销售收入1.67亿元，同比增长34.89%。而经过“维C银翘片”事件，公司产品维C银翘片销售情况有所下滑，实现销售收入1.18亿元，同比减少6.82%。

但下半年的任务依旧沉重。被外界标签为“重啤第二”的乙肝新药和慢病降糖药这两大新药研发，已在资本市场掀起多轮概念的反复炒作。被明显调高预期的贵州百灵新药战略，能否顺利落地变现成为公司下一步发展的重大悬念。

跨界专业户的风险

“制药八爪鱼”贵州百灵在包括地产、金融、体育、饮料、餐饮、白酒、航空航天等多个分支均有涉足。即使与云南白药、片仔癀等同行相比也属相当激进。

母公司和各大全资子公司中，只有贵州百灵、天台山药业(已投入资金3.0262亿元)、世禧制药、正鑫药业与仁堂药业这五家公司主做制药业务，其余资源纷纷另为他用。

从其收入构成中可以看到，公司药品销售的贡献占比为96.39%，而中药材、肥料销售、饮料销售等三大业务则分别贡献了2.21%、0.9%和0.42%的收入。尤其是后两者在启动不足两年的时间内便已遭受了各界多轮的质疑。

去年下半年隆重召开发布会，宣布进入胶原蛋白饮料和口服液的贵州百灵，在爱透战略上一路发展不顺。渠道布局方才进入正轨便遭遇了声势巨大的“胶原蛋白无用处”质疑。

贵州百灵副总经理、董事会秘书牛民接受记者采访时回应称，“爱透一直处于培育期，目前还未能增加投入。其实公司也饱受压力，土地问题还没有完全解决，短期内还无法交给我们。是否要继续做、如何做都需要董事会新决策，相信今年下半年前肯定会有定论。”

数亿元的胶原蛋白推广资金会否就此打住，牛民坦言：“公司各个部门还在论证新募集资金是否要转向其他项目。毕竟公司在土地及资金的运用上还有其他计划，我们不是没有项目要上，急需要做的仓库、GMP认证后自建饮片厂的需求以及软胶囊生产线的产能扩建都排上了日程。”

谈及多元化的波折，公司方面也提出了反思。“市场推广”的阻力很大，我们也意识到公司在队伍建设、营销策略的确定和掌握上市上有缺陷。未来对这类产品，坚持小投入范围内“以点带面”的去，点要做扎实。”

押宝两大新药

而贵州百灵跨界进入市场巨大、外溢云集的慢性病用药领域，刚刚宣布降糖药产品的有效性成果，便在二级市场上掀起一波浮涨。

8月29日贵州百灵发布公告披露：“今年4月15日公司与杨国顺、杨爱龙签订《苗药合作开发协议》。公司签署《苗药合作开发协议》后随即开展了糖尿病方剂的临床前研究工作，依照该秘方制成胶囊制剂，并委托中国医学科学院药用植物研究所和贵阳中医学院实验中心基础医学实验室对药效学项目进行试验。”

新药的计划关乎公司未来全新处方药产品线的设立，以及能否一举攻入糖尿病市场。

“毒理试验要到年底才能完成。目前公司仍在继续做新药临床前的工作，确立了走医药制剂这条路。未来需要寻找找到糖尿病专科医院这样的申报载体。”牛民透露。

被二级市场寄予厚望的乙肝新药替芬泰则是公司全力进入处方药领域的另一大押宝项目。

2009年3月，贵州百灵便高调宣布介入了该项目，与贵州省中国科学院天然产物化学重点实验室、天津药物研究院、解放军302医院签订了《技术合作开发合同》。据悉，单是承担Y101项目临床前研究及相关专利技术转让费这一先期投入便高达3000万元。此后的相应研发成果(约定项目专利、获得的新药证书和生产批件)均将归贵州百灵所有。

然而，四年时间已过，“乙肝概念”的具体成果能否最终过审仍存在不确定性。这是由于苗药提取物做成的全新化合物用药在国内实属罕见，加之此前这一知识产权方面的纠纷令得贵州百灵的“乙肝项目”推进迟缓。

贵州百灵学术部部长夏文告诉记者，此药属于11类新药，即国内原研并首次在国内申报的全新药，国家相关部门对此审查非常谨慎。7月23日药审中心刚就此召开了专家咨询会，现在还处于审评期。

公司方面对此依旧信心满满。“审批结果无非过审、否决或者退回发补三种。据我们预估，毕竟是全新高化合物和靶点，这一新药被发补的可能性较大，未来可能需要进行一补充实验和相关临床材料。目前公司正在积极的等待回复结果的消息。”

27家资不抵债公司保壳倒计时

■ 周少杰 报道

9月初，*ST宝硕、*ST金泰、*ST祥龙多家公司公告重组。仔细研读这些公司财报不难发现它们的共同之处——资不抵债。

2012年新版退市制度规定，连续两年净资产为负公司将予以暂停上市，而2012年年报为实施新规首个财报年。半年报显示，沪深两市已有27家公司截至6月底净资产为负。其中，2012年年末已经资不抵债的公司有23家。

眼下，距离2013年结束不足4个月，上市公司筹划重大资产重组或非公开增发事项，从预案到证监会批复最快也要3个月，对于尚无保壳方案的公司来说，时间所剩无几。

重组重生

目前资本市场上，收购溢价多以绩优企业为主，这为资不抵债公司带来了难题。

9月2日，*ST祥龙公告，公司与有关方正正在协商涉及公司的重大资产重组事项，为避免股价波动，股票停牌。这已是该公司今年以来第二次筹划保壳事项，此前，公司股东武汉葛化集团拟出资与*ST祥龙合作对公司热电厂进行燃气炉改造，但由于原料和市场存在不确定性，武汉葛化集团终止了该项目。

目前，*ST祥龙重组方向尚无从知晓，公司将在一个月內披露重大资产重组方案，若期限内未能披露方案，将在股票恢复交易后三个月内不再筹划重大资产重组事项。这意味，一旦此次重组不能成行，*ST祥龙被暂停上市可能性大增。与此同时，公司目前仍处于全线停产状态，若无相关措施解决，公司2013年仍将亏损，将会出现暂停上市风险。

实际上，*ST祥龙并不是孤例。*ST宝硕日前公告，大股东新希望化工正在筹划重组事项，公司股票停牌。而*ST东热的重组方案于8月26日获得国务院国资委批复，9月3日也获得股东大会的通过，待证监会审核。如不出意外，中电投集团将完成对*ST东热的债务重组。

已经暂停上市6年多的*ST聚友缺席今年2月8日的暂停上市“重生秀”。在去年退市新政下，20余家暂停上市多年的公司冲刺保壳最后机会，部分公司年中恢复上市，11家公司在今年2月8日复活，*ST创智和*ST炎黄两家公司退市至三板，而仅有*ST聚友等4家公司既未退市也没有重生。

不过，*ST聚友也将迎来复活曙光，证监会最近批复了该公司重组方案。而*ST北生可就没有这么好的命运，经历多方重组之后，*ST北生最近又宣布重组失败，公司称因航运业不景气，放弃德勤集团

的借壳方案。

破产重整

一些负债累累的公司则寄望于司法程序，通过破产重整，一次性解决债务问题。目前，负债额度最高的几家公司均走破产重整的路数。

*ST铨业今年1月31日开始重整，目前申报的债权人424家，累计债权达到688.8亿元。该公司已于今年5月8日因连续两年亏损暂停上市，目前仍处于重整程序中。而*ST中华自去年末就启动破产重整，至今仍未完成。*ST科健要快一些，该公司已于今年7月18日宣告重整完毕，正启动重组，按照规定最快将有可能在今年10月份复牌。

*ST贤成日前才刚刚启动重整程序，9月3日，各地债权人纷纷赶赴西宁申报债权。不过相对于上述几家公司，*ST贤成情况稍好，时间并没有那么紧迫，公司财务数据在去年年末净资产显示为正，今年半年报才转负。

一般而言，上市公司破产重整之后就变成一家净壳公司。新版退市制度还将营业收入低于1000万元也列入退市财务指标，因而这些公司去年经历一番资产重组才能保壳。例如，去年净资产为负的*ST盛润在破产重整之后，通过重组汽车零部件

公司富奥股份得以保壳成功。

股东注资

应付净资产为负的硬性退市指标最简便的手段，莫过于直接拿钱给上市公司。目前，*ST金泰等多家企业已经推出定增方案，向控股股东或其一致行动人增发股份募集资金用于偿债或补充流动资金。

国美系的*ST金泰向黄俊钦(黄光裕之兄)旗下的北京润润杰投资管理公司增发股份募集15亿元，其中27亿元用于偿还债务。该定增方案日前已获证监会受理。*ST兴业向第二大股东(同时也是公司实际控制人)大洲控股增发股票募集2.17亿元，其中过半用于还债。*ST国药也复制上述公司思路，近日出台的定增预案，所募集资金全部用于补充流动资金。

另外，还有几家公司去年末没有出现资不抵债的情况，但今年半年报曝出净资产为负，这些公司保壳没有连续两个报告期资不抵债的公司那么紧迫，但仍然值得投资者注意。

例如，西藏珠峰、上海科技、昌九生化等公司，均是历史上一度被*ST(退市风险警示)的公司，近期不利消息连连。西藏珠峰和上海科技今年年初脱帽摘星，但昌九生化控股股东股权近期遭到司法拍卖。