

企业重组案例丛书

Cases of
Companies Reorganization
in China

中国企业

重组案例

中央企业专辑

丁友刚 ◎ 主编

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

企业重组案例丛书

Cases of
Companies Reorganization
in China

中国企业

重组案例

央企企业专辑

丁友刚 ◎ 主编

FE 东北财经大学出版社
Dongbei University of Finance & Economics Press

大连

© 丁友刚 2009

图书在版编目 (CIP) 数据

中国企业重组案例: 中央企业专辑 / 丁友刚主编. —大连: 东北财经大学出版社, 2009. 5

(企业重组案例丛书)

ISBN 978 - 7 - 81122 - 653 - 9

I. 中… II. 丁… III. 国有企业 - 企业合并 - 案例 - 中国
IV. F279. 241

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 060514 号

东北财经大学出版社出版

(大连市黑石礁尖山街 217 号 邮政编码 116025)

总编室: (0411) 84710523

营销部: (0411) 84710711

网址: <http://www.dufep.cn>

读者信箱: dufep@dufe.edu.cn

大连北方博信印刷包装有限公司印刷 东北财经大学出版社发行

幅面尺寸: 170mm × 240mm 字数: 262 千字 印张: 14 插页: 1
2009 年 5 月第 1 版 2009 年 5 月第 1 次印刷

责任编辑: 李智慧 劳 硕

责任校对: 贺 鑫

封面设计: 冀贵收

版式设计: 钟福建

ISBN 978 - 7 - 81122 - 653 - 9

定价: 30.00 元

前言

摆在大家面前的这套“企业重组案例丛书”是由多年来我在教学过程中积累的案例汇编起来的。最初的目的是通过让同学们自己编写和讲解这些案例，学会收集资料、整理资料、讲解案例以及点评别人的案例。

随着不断的教学积累，案例越来越多。于是我萌发将其汇编成辑，以便与国内其他同仁交流分享的想法。这个想法得到了东北财经大学出版社的支持——东北财经大学出版社多年来致力于中国财经学术和教育类图书的出版工作，并且不遗余力。

中国经济目前仍然处于高速发展阶段，企业重组事件异常活跃，几乎每一天都有企业重组的事件在上演。我们根据现有的案例，出版了这套“企业重组案例丛书”。本套丛书包括七辑：第一辑主要汇编了2007年以前的中央企业的重组案例；第二辑和第三辑主要是2007年以前制造业的重组案例；第四辑主要是2007年以前第三产业的重组案例；第五至第七辑是按年划分的，其中第五辑主要是2007年我国企业的重组案例，第六、七辑是2008年我国企业的重组案例。

希望这套丛书能对中国经济发展过程中所发生的大量企业重组事件做一些记录。因为这套丛书来自于教学实践，所以更希望这套丛书能够为教授和学习企业并购重组课程的师生提供一份可资参考、交流和讨论的资料。

这些案例主要出自学生之手，书中引用诸多资料，已经尽可能做到在参考文献中加以注明，仍恐有疏漏之处，敬请谅解！

参与这套丛书编辑整理工作的还有许晗瑜、蔡诚、古捷、蔡磊、邹双娟、宋颖、曹振昌、陈坚宁、关韵琴、黄尉伦、施志君、王振峰、文宝英、张小冰、许建宁、徐达伟等同学，在此一并感谢！

丁友刚
2009年4月

目录

案例 1	中石化 143 亿元收购 4 个子公司	1
案例 2	中石化集团 33 亿元收购北京化二	14
案例 3	中石化集团收购 Udmurtneft 达成协议	24
案例 4	中海油收购里海油田股份	34
案例 5	中石油集团收购哈萨克斯坦石油	42
案例 6	中国神华 11.17 亿元并购国华国锦	50
案例 7	华能收购粤电部分股权	64
案例 8	中燃气收购鼎发 38.69% 的股权	74
案例 9	中铝 2.19 亿元收购遵铝	83
案例 10	中铝重组抚铝	92
案例 11	中国移动集团资产收购	102
案例 12	中国电信收购母公司 6 省(市)电信资产	115
案例 13	中国网通 360 亿元收购母公司 4 省业务	125
案例 14	中国移动 33.8 亿港元收购华润万众	135
案例 15	中国移动收购凤凰卫视部分股权	149
案例 16	中信信投收购小天鹅	159
案例 17	中信银行 19.9% 股权易主	168
案例 18	光大集团入主申银万国	176
案例 19	中国建材 9.6 亿元收购徐州海螺	185
案例 20	华源集团联姻北药集团	195
案例 21	华润集团重组华源集团	206

案例 1

中石化 143 亿元收购 4 个子公司

2006 年 2 月 15 日，中国石油化工股份有限公司（以下简称“中石化”）董事会通过了以现金要约方式收购齐鲁石化、扬子石化、中原油气和石油大明四家 A 股上市子公司的决议。截至 2007 年 3 月，中石化完成了这一系列的收购行动。中石化现金要约收购四家子公司，是继中石油对旗下上市公司进行整合的又一次产业整合的标志性事件。这两大石油公司所开展的要约收购，是我国资本市场首次以终止上市为目的的要约收购，是首次同时涉及中国内地、中国香港和美国三个证券市场的要约收购，也是首次国内高溢价要约收购。因此，这是一次真刀真枪的要约收购，标志着其必将成为我国控制权市场发展过程中新的里程碑。



1. 行业背景

进入 21 世纪以来，全球石油化工业已经形成了美亚欧三足鼎立的局面。截至 2005 年的数据表明，在全世界的炼油能力中，北美、亚太和西欧地区分别占总炼油能力的 24%、26% 和 18%；在世界乙烯生产能力中，北美、亚太和西欧地区分别占总生产能力的 30%、27% 和 21%。这三个地区同时又各有优势，亚太地区的五大通用合成树脂、合成化纤和合成橡胶的产量已超过北美地区居世界第一位。未来亚洲将成为世界最大的石化市场，包括中国在内的亚太地区将成为全球炼油和石化产能增长最快的地区。

我国石油化工业经过 30 多年的迅速发展，技术水平有了很大提高，石油化工产品在学习能力、产量、品种和技术水平上都已具有相当的规模和水平，已成为我国国民经济的支柱产业。1998 年中国石油和石化工业完成了行业管理体制改革和行业内最大的国有资产重组，按照上下游、内外贸和产销一体化的原则，分别组建了中国石油天然气集团公司和中国石油化工集团公司。重组后的两大集团公司分别拥有一定比例的上游勘探开发和原油加工业务，并且控股一些负责进出口业务的原油及成品油外贸公司。省市石油销售公司划转两大集团公司后，进一步强化了集团公司的产销一体化优势，形成了遍布全国的成品油批发、零售网络。由此，我国石化业取得了长足的发展，成为国民经济的支柱产业。我国经济目前处于稳步快速发展阶段，国内对石油石化产品的需求增长较快。专家预计，到 2010 年我国汽油、煤油、柴油需求总量将为 1.85 亿吨 ~ 1.89 亿吨，乙烯需求总量将达到 2 500 万

吨~2 600 万吨。巨大的石油石化产品需求潜力，将为我国石油石化企业进一步拓展市场、做大总量提供难得的战略机遇和良好的市场条件。

然而，我国的石油石化企业同时也正面临着来自国内外全方位的竞争。被《财富》杂列入“世界 500 强”的大型石油石化公司几乎已全部在我国投资建厂或设点，埃克森美孚、壳牌、BP、道达尔、巴斯夫、杜邦、拜耳、道化学等跨国公司，大多已全面进入我国石油石化行业，渗透至除批发以外的上中下游各个领域。随着技术进步和行业竞争的不断加剧，世界石化工业的发展趋向于大型化、基地化和炼化一体化，产业集中度越来越高。世界石油行业在 1998 年后出现了以巨型石油公司整体合并为主要特点的兼并、重组和联合浪潮，油气资源集中度不断提高。炼油和石化行业则表现出资金和技术集中度不断增强的特点，炼厂、化工厂的规模和装备规模进一步扩展，炼化一体化、基地建设已成为一种趋势。面对这一形势，中国大型石油企业进行内部整合以应对同业竞争，已是大势所趋。由此可见，中国石油石化业需要在改革重组中逐步做大做强。



2. 企业背景

2.1 中石化

中石化是一家致力于石油、天然气的勘探和开采，石油产品的炼制与销售及化工产品的生产与销售的上、下游一体化的能源、化工企业。它是由中国石油化工集团公司（以下简称“中国石化集团”）依据《中华人民共和国公司法》，以独家发起方式于 2000 年 2 月 25 日设立的股份制企业。现有全资子公司、控股和参股子公司、分公司等 80 余家，经营资产和主要市场集中在中国经济最发达、最活跃的东部、南部和中部地区。中石化以 167.8 亿股 H 股股票于 2000 年 10 月 18、19 日分别在香港、纽约、伦敦三地交易所成功发行上市；2001 年 7 月 16 日其在中国上海证券交易所成功发行 28 亿股 A 股。截至 2005 年底，中石化总股本达 8 670 243.9 万股，其中，中国石化集团公司持有的国有股占总股本的 67.92%、未流通的其他国有股和法人股占 9.50%、外资股占 19.35%、国内公众股占 3.23%，资产总计 5 205.72 亿元，股东权益合计 2 156.23 亿元。

该公司是中国最大的能源化工一体化公司之一，主要从事石油与天然气勘探开发、开采、管道运输、销售；石油炼制、石油化工、化纤、化肥及其他化工产品的生产与销售、储运；石油、天然气、石油产品、石油化工及其他化工产品、技术的进出口、代理进出口业务；石油开采技术、信息的研究、开发、应用。同时，该公司是中国最大的石油产品（包括汽油、柴油、航空煤油等）和最大的主要石化产品（包括合成树脂、合成纤维单体及聚合物、合成纤维、合成橡胶、化肥和中间石化产品）的生产商和供应商，也是中国第二大原油生产商。

中石化参照国际模式构筑了公司架构,实行集中决策、分级管理和专业化经营的事业部管理体制。通过不断地改革与发展,其能源化工一体化的资产结构和资产质量明显改善,经营规模和盈利能力明显提高,市场竞争力显著增强。其营业额由2003年的4 490亿元上升至2005年的8 325亿元,经营收益由2003年的388亿元上升至2005年的982亿元,每股收益由2003年的0.259元/股上升至2005年的0.472元/股。以中石化为核心资产的中国石化集团在《财富》杂志“2006年世界500强”排名中位居第23位。

2.2 齐鲁石化

中国石化齐鲁股份有限公司(以下简称“齐鲁石化”,股票代码:600002)是由原中国石油化工集团齐鲁石油化工公司,经中国石油化工总公司[1997]资字465号文和国家体改委体改生[1997]198号文批准,独家发起及组建的以募集方式设立的股份有限公司。1998年4月8日在上海证券交易所挂牌上市。

齐鲁石化是我国主要的石油化工生产企业之一,是全国最大的聚氯乙烯和丁苯橡胶生产基地,是国内唯一的塑料——氯碱型石化企业。公司主营业务为石油制品和化工产品的生产、加工、销售、仓储、运输及科研开发和综合技术服务,现有58种主要产品,涵盖合成树脂、有机化工原料、烧碱、合成橡胶四大类。公司业绩优良,经营情况良好。

2.3 扬子石化

中国石化扬子石油化工股份有限公司(以下简称“扬子石化”,股票代码:000866),于1998年4月24日经中国石油化工总公司[1997]资字322号文、国家体改委体改生[1997]200号文及中国证券监督管理委员会证监发字[1998]34号文批准,独家发起及组建的以募集方式设立的股份有限公司。1998年5月12日在深交所上市。

扬子石化是我国特大型石油化工企业,年产聚烯烃塑料、聚酯原料、橡胶原料、基本有机化工原料、成品油等5大类44种商品700多万吨,可广泛应用于轻工、纺织、电子、食品、汽车、航空以及现代化农业等各个领域。长期以来,该公司十分注重在传统产业中注入科技含量,通过科技开发和技术改造降低成本,提高效益,增强企业核心竞争力。近年来,该公司对主导产品的生产装置进行了大规模的技术改造,乙烯产能从每年的40万吨提高至65万吨,聚乙烯和聚丙烯年产能从20万吨扩大到40万吨,丁二烯年产能从10万吨扩大到20万吨,炼油能力也从每年的550万吨大幅提高到800万吨。

2.4 中原油气

中国石化中原油气高新股份有限公司(以下简称“中原油气”,股票代码:

000956)，于1999年3月8日经国家经贸委国经贸企改[1999]156号文批准，由中原石油勘探局作为独家发起人，以募集方式设立的股份有限公司。1999年11月10日在深圳证券交易所挂牌交易。

中原油气属于石油和天然气开采业，其主营范围包括：石油天然气资源的勘查、开采、综合利用和产品销售，天然气管道运输，轻烃产品、石油天然气精细化工产品的生产与销售（按国家有关规定）等。2005年上半年度其每股收益0.377元，每股净资产5.55元，其前10大流通股股东均为证券投资基金、社保基金、券商。从该公司基本面来看，原油期货价格不断创出新高，一度突破每桶140美元，对公司直接构成利好。

2.5 石油大明

中国石化胜利油田大明（集团）股份有限公司（以下简称“石油大明”，股票代码：000406）于1992年12月经山东省东营市体改委批准，并经山东省体改委和山东省人民政府批准确认，由胜利石油管理局等3家单位共同发起设立的我国石油系统首家股份制试点企业。随后，经中国证券监督管理委员会证监发审字[1996]88号文件审核通过及深圳证券交易所深证发[1996]173号文审核批准，于1996年6月28日该公司3000万股股票在深交所正式挂牌交易。

石油大明拥有众多优质油田，市场大环境促其高速增长。公司现管辖济北石油、商河石油、滨海石油和滨东石油等四家石油开发有限公司，并拥有7个区块和油田，石油地质储量为5610万吨，年生产能力35万吨。更值得一提的是，公司子公司济北石油开发有限公司所拥有的曲堤油田和江家店油田，其区块含油面积11.3平方公里，已探明地质储量1847万吨，年产原油25万吨。该区块石油储备丰富、开采难度小，是公司石油开发的主力油田，也是公司最优质的资产，具有极大的挖掘潜力。



3. 并购过程

中石化收购旗下A股上市公司的过程中，采取了主动要约收购方式。

2006年2月8日

中石化旗下4家子公司——齐鲁石化、扬子石化、中原油气、石油大明同时颁布停牌公告。公告皆称，应大股东中石化的要求，公司将有关重大信息进行披露，公司股票自2006年2月8日起停牌，直到发布有关重大信息的公告。中石化、齐鲁石化、扬子石化、中原油气和石油大明2月7日收盘价分别为5.1元、8.18元、11.05元、10.71元和8.81元。各家子公司的相关人员都不同程度地证实中国石化将对这几家子公司进行整合。截至收购前，中石化持有齐鲁石化82.05%股份，持有扬子石化84.98%股份，持有中原油气70.84%股份，持有石油大明26.33%股

份。根据此前中石油要约收购的实际价格以及镇海炼化被收购的实际价格来看，收购价格预计大约在四家 A 股目前股价的 110% ~ 113% 之间。

2006 年 2 月 15 日

中石化召开董事会，审议通过了以现金要约的方式，收购齐鲁石化、扬子石化、中原油气、石油大明等四家 A 股上市子公司全部流通股和非流通股的相关决议。

2006 年 2 月 16 日

中国石化公告关于本次收购的《董事会决议》和《要约收购报告书摘要》。根据《要约收购报告书摘要》，本次收购的要约价格为齐鲁石化 10.18 元/股、扬子石化 13.95 元/股、中原油气 12.12 元/股、石油大明 10.30 元/股。按照这个价格，如果这四家目标公司的流通股股东全部接受要约，则流通股部分的现金对价总计约 143 亿元。截至 2005 年底，中石化总资产 5 205 亿元，总负债 2 756 亿元，净利润 396 亿元。此要约收购价格对齐鲁石化、扬子石化、中原油气及石油大明的历史交易价格均有可观的溢价，比停牌前一交易日收盘价分别溢价 24.4%、26.2%、13.2% 及 16.9%，比前一个月平均收盘价分别溢价 18.0%、19.3%、19.1% 及 19.4%，比前一年最高收盘价分别溢价 12.6%、10.0%、11.7% 及 14.1%。

2006 年 2 月 17 日

四家子公司复牌并齐封涨停，不过成交量却大相径庭，其中中原油气 7 541 万元的成交量显著大于其他三股。以该星期五收盘价计算，齐鲁石化、扬子石化、中原油气、石油大明距被收购价还有 13.11%、14.72%、2.89% 及 6.30% 的空间，这应该也是中原油气成交量明显大于其他三股的主要原因。

2006 年 3 月 6 日

中石化宣布，已获得了证监会对其要约收购四家 A 股上市子公司的无异议函，并披露对旗下四家 A 股子公司的《要约收购报告书》等文件，要约收购期从 3 月 8 日开始至 4 月 6 日（30 个自然日）结束。根据收购报告书，如四家公司达到《中华人民共和国证券法》规定的退市条件，即齐鲁石化、扬子石化和中原油气的流通股股东不超过总股本的 10%，石油大明不超过总股本的 25%，四家公司将于 4 月 7 日终止上市交易。

2006 年 3 月 8 日

全面启动要约收购进程，开始接受预售登记。

2006 年 4 月 5 日

中石化发布公告，向齐鲁石化、扬子石化、中原油气、石油大明的全体流通股股东宣布全面要约收购的要约期将于 4 月 6 日届满。截至 4 月 3 日，前三家公司的预售股份数已超过收购预期。截至 4 月 4 日收盘，石油大明也已达到收购预期。至此，中石化要约收购四家 A 股子公司获得成功。

2006年4月6日

中石化进行要约收购的最后一天。

2006年4月10日

股份交割手续完成后，中石化将持有齐鲁石化1 932 199 784股股份，持有扬子石化2 318 612 282股股份，持有中原油气853 705 130股股份，持有石油大明329 695 057股股份，分别占四家公司总股本的99.09%、99.51%、97.61%和90.57%。

2006年4月21日

中原油气、扬子石化和石油大明也同时公告，经深交所批准，三公司的流通股票将自4月21日起终止上市交易。

2006年4月24日

上证所公告，自4月24日起，将依法终止齐鲁石化股票在上证所上市交易。至此，中国石化要约收购的四家子公司全部退出A股市场。

2006年5月24日

根据证券登记结算公司的统计数据，齐鲁石化、扬子石化、中原油气和石油大明的余股东申报出售的余股数分别为1 007万股、454万股、1 085万股和1 763万股，分别达到了这四家公司余股总数的57%、40%、52%和55%，除扬子石化外，其余三家公司的余股收购进程均已过半。

2007年3月4日

中石化设立壳公司吸收合并退市公司的做法在A股市场尚属首次，四大壳公司的设立最终解决了退市公司的余股问题。

截至2007年2月9日，四个退市公司的余股数目总共超过两千多万股。其中，齐鲁石化其他股东持有公司股份4 698 736股，约占总股本的0.24%，该公司壳公司名为捷续化工。扬子石化其他股东持有扬子石化股份4 403 346股，约占总股本的0.19%，该公司的壳公司名为扬子有限。另一家退市公司中原油气，其他股东持有中原油气股份5 725 101股，约占公司总股本的0.65%，该公司的壳公司名为中濮油气。石油大明其他股东持有公司股份8 331 992股，约占公司总股本的2.29%，该公司的壳公司名为昊盛石化。

根据吸收合并协议，中石化设立的壳公司将最终以现金合并对价解决余股问题，而现金合并对价将等同于中国石化2006年的现金要约收购价格。

2007年3月13日

中石化2006年以现金要约收购的四家退市子公司和各自的壳公司分别公告，称合并对价现金将于3月19日通过证券公司直接划入余股股东的资金账户。



4. 动因分析

中石化整合旗下子公司的行动实际上早已开始。2002 年，中石化以资产置换方式整合湖北兴化（A 股上市子公司）；2004 年—2005 年，中石化以吸收合并方式整合北京燕化和镇海炼化（H 股上市子公司）；2005 年，中石化启动了通过资产置换方式整合中国凤凰（A 股上市子公司）的工作。在 H 股市场，中国石化分别在 2004 年底、2005 年底启动对北京燕化和镇海炼化的流通股吸收合并，分别耗资 38 亿港元、77 亿港元。前者已顺利注销，后者正顺利实施。其动因有两点：第一，五年前中石化海外上市时曾经向资本市场承诺要整合旗下子公司；第二，国内资本市场股改进程快速推进，中石化面临子公司股改的压力。中石化此次整合四家子公司的行动，可以说也是势在必行。

4.1 协同效应

对中国石化来说，整合子公司可以说是一种双赢的策略。在整合之前，中石化各子公司财务状况参差不齐，关联交易比重过高，管理层级过多，管理体制不顺。通过整合，可以减少管理层次，理顺管理体制，提高运营效率，进一步加强内部的统一管理。此外，整合之后可以减少关联交易，避免同业竞争。这样有利于发挥战略决策、资金使用、投资管理、营销网络等方面的协同效应，提升公司的综合竞争力。通过整合，将便于中石化在对抗中石油及外资石油公司中采取更为灵活的市场策略。这符合中国石化建设具有国际竞争力的一体化能源化工公司的战略目标。对于目标公司来说，整合也具有重要意义。四家公司在中石化体系中的业务价值较高、盈利能力较强，并购将使中国石化上、中、下游产业链关系得到进一步理顺，大幅减少关联交易及其成本。整合完成后，目标公司可以融入中国石化一体化业务结构，有利于其长期发展。齐鲁石化和扬子石化可以利用中国石化的原料供应和销售体系，形成完整的业务链，增强抗风险能力。中原油气和石油大明可以利用中国石化的技术优势勘探、开发资源，有利于其长远发展，规避行业风险，解决后续资源不足、稳产基础薄弱等问题。

4.2 股改动因

股权分割问题一直是中国资本市场的一块心病。进入二十一世纪之后，股权分置改革的呼声一浪高过一浪，已成迫在眉睫之势。对于中石化这样的大型 A 股上市公司来说，旗下拥有十家上市子公司，除此次收购的四家外，还包括 A + H 股上市公司上海石化、仪征化纤，A 股公司石炼化、武汉石油、泰山石油和鲁润股份。中石化下属上市公司数量众多，且股权结构复杂。如果不溢价收购的话，这些子公司一旦进入股改，中石化所需付出的代价将更高。

公司将其子公司进行整合的决定因素是子公司价值和市场时机，原则是挑选化工业务或炼油业务比例较低、低 PB、低 PE 的子公司优先进行整合。但是股改的要求则加速了中石化对旗下子公司的整合过程。申银万国证券研究所的一份研究报告显示，若不先行回购整合子公司，按照目前国企上市公司股改平均 10 送 3 的对价支付水平，中国石化将会因为股改损失大约 6.3% 的净利润和 5.7% 的净资产。事实上，作为在 A 股市场上直接上市的中国石化来说，此前国资委主任李荣融曾对中国石化股改表态“先整合后股改”，因此中国石化出巨资完成对旗下上市公司的回购势在必行。完成对旗下 A 股上市公司整合后，中国石化的股改将顺利展开，股权分置改革的进程将大幅提升，中国股市的转折进程也将大大加快。

股改棋近中盘，大盘风向标中石化仍未进入股改程序，中石化系整合提速很可能预示着中石化股改迫在眉睫。有分析人士甚至认为，股改迫使中石化加快了整合过程，而整合完成也就意味着中石化股改时机的成熟。

就中石化而言，现在面临的约束条件是，按照 H 股上市承诺和业务整合本身的需求，需完成对旗下子公司的整合；同时，A 股子公司又需要通过支付对价来完成股改——如果这些公司在 A 股市场存续的话。直观上看，以退市为目的的全面收购既能完成整合，又绕开了股改的问题，实现了两个问题一次性解决。较之先支付对价完成股改、再选择时机进行收购的模式，这应是中石化的最优选择。



5. 结果评价

此次收购将带来多赢的结果。从长期的角度看，通过整合子公司资源，不仅能进一步理顺中石化上、中、下游产业链关系，可以进一步加强内部的统一管理、充分发挥战略决策、资金使用、投资管理、营销网络等方面的协同效应，提高管理效率，使中石化增强了应对国际石油巨头竞争的能力，这符合中石化建设具有国际竞争力的一体化能源化工公司的战略目标。中石化较高的收购溢价保证了目标公司流通股股东的利益，还将有效地解决关联交易和同业竞争的问题。从股改的角度看，在完成本次整合后，中石化的股改将顺利展开，从而促使股改进程大大加快。当然，作为一家 A + H 股公司，而且旗下拥有众多控股公司和参股公司的“巨无霸”，股改问题非同小可，全面收购将为中石化下一步股改奠定基础。

从短期财务的角度来看，四家公司都是中石化控股的全 A 股公司，齐鲁石化和扬子石化的流通 A 股都为 3.5 亿股，中原油气和石油大明则分别有 25 500 万和 26 583 万股流通 A 股，流通股规模基本属于中石化系子公司的平均水平。从各方面看，收购这四家子公司将提升中石化业绩。

暂不计算资金使用成本，以中石化 2006 年 2 月 16 日公布要约收购价为准，那么此次收购四公司全部流通股所需支付的资金为 142.66 亿元，减去四家公司 2005 年前三季度的净资产总额，那么溢价总金额为 80.81 亿元，如果该项溢价在

十年内摊销，那么中石化每年的摊销金额约为 8 亿元。

以 2005 年前三季度季报中的数据为准，收购的四家公司将使中石化净资产增加 63.88 亿元，总资产贡献率为 3.05%，使其资本实力增大。从财务状况上来看，如果私有化方案得到落实，中国石化 2006 年底的负债率将由 50% 升至 55%，财务风险也在正常范围内。从利润贡献来看，由于此四家公司的业绩相对不错，四家公司 2005 年前三季度实现净利润 312.5 亿元，其中少数股东收益为 10.43 亿元，而在中国石化对其整合后，中国石化将享有全部的收益，每股收益贡献率为 3.95%。石油大明是中石化上游子公司，总资产 36 亿元，2005 年上半年实现净利润 9 750 万元，上年同期净利润为 8 000 万元，增加了近 2 000 万元。其原油销售额为 4.99 亿元，成本为 1.32 亿元，毛利率达 73.4%，同比增长 10%，是中石化获利最多的企业代表。齐鲁石化 2005 年上半年实现净利润 12.5 亿元，同比增长 55.36%，齐鲁石化是我国主要的石油化工生产企业之一，也是国内目前最大的合成橡胶、烧碱和合成树脂生产基地之一。

但也有人认为，以今后十年为考察期，中石化的此次并购称之为“鸡肋行动”。因为并购后，中石化固然可以获得两块收益：少数股东权利可以独享，整合带来的效率提高和成本降低。但是成本也有两块：收购溢价摊销和收购资金的资本成本。而由整合带来的效率提高的可能，被光大证券研究员裘孝峰称为“不敢抱太高期望”，因为原本核心子公司就控制在中石化手里，并且原料的采购和产品的销售都受中石化的控制。因此，他认为中石化对于下属子公司的整合既不像有些市场人士认为的“是中石化价值损毁的过程”，也不像有些同行认为的“是增厚利润的过程”。在十年内起码是个“鸡肋”，在这个过程中对于中石化股东价值的创造并不明显。



6. 问题探讨

6.1 子公司的选择问题

在此次整合之前，中石化共有九家上市子公司尚未整合。在中石化完成对齐鲁石化、扬子石化、中原油气、石油大明的产业整合后，目前仍有五家公司（上海石化、石炼化、仪征化纤、泰山石油、武汉石油）需要进行整合，其中上海石化属于综合类石化，石炼化属于石油炼制业，泰山石油、武汉石油属于石油销售业，仪征化纤属于化学纤维制造业。市场普遍预期上海石化应该进入此次整合名单，包括里昂证券在内的市场分析师一致认为，上海石化将会在名单之内，因为扬子石化、中原油气、齐鲁石化和上海石化一直被认为是中石化的核心资产，中石化持有上海石化 55% 股权，对其余几家公司的持股量分别为扬子石化 84.98%、中原油气 70.85%、齐鲁石化 82.05%。但最终上海石化等公司为何没能进入名单，相反，

石油大明却出人意料地入选。中石化仅持有石油大明 26.33% 的股权，该公司一向被认为是中石化的非核心资产。

个中原因，市场人士认为，中石化是按照先易后难的顺序在进行整合，齐鲁石化等四家公司占中石化整体资产规模较小，而且盈利能力较强，所以率先进入整合名单，而上海石化、仪征化纤等公司同时存在 A 股和 H 股，在进行整合时存在一定难度。石炼化、泰山石油等公司业绩较差，中石化对其整合对于公司自身的业绩增长贡献不大，况且整合这些公司获得通过的可能性也较低。这次整合的四家公司股权结构简单，都是纯 A 股上市公司，近几年业绩优良，和其他子公司相比对中石化净资产和净利润的贡献较大，属于第一梯队。如齐鲁石化在 2004 年完成乙烯扩建后，主要石化产品产能大幅增加，业绩也有大幅增长；扬子石化具备 800 万吨的炼油能力，随着成品油定价机制的改革，公司炼油业务盈利状况将大为好转，同时该公司还持有扬巴项目部分股权，扬巴项目已投入商业运营并产生收益；中原油气和石油大明属于油气开采类公司，随着原油价格高位运行，公司价值有望继续提升。考虑三月份“两会”期间将讨论已上报国务院的成品油定价体制改革方案，因该项改革对炼油业利好较大，公司可暂时不用对石炼化和炼油业务较多的上海石化进行整合，该类企业也将能得到较好的利润恢复；而仪征化纤因处在产业链最下端，受高油价影响最大，因巨额亏损将面临退市风险，应最先整合；至于泰山石油、武汉石油两家石油销售类公司，考虑竞争实力应先整合泰山石油更为有利。

此外，2006 年中石化一直谋求在上游——勘探石油资源方面发展。2006 年，中石化预计炼油 1.6 亿吨，但是油源中只有 20% 是中石化自己供给，70% 要依靠进口，其余 10% 需要从中石油等国内企业购买。因此，中石化的谋略正是加大石油勘探投入，四家上市公司中的中原油气和石油大明的主业是勘探和开采石油，且拥有规模不小的油田。从目前进程来看，中石化的整合明显体现出了先易后难，兼顾收益的特点。

6.2 收购价格问题

股权收购最核心的问题还在于定价。在此次收购之前，市场人士从多方面对收购价格进行了估算。按照惯例，回购价的确定一般要参照停牌前的收盘价和前 30 日的均价。扬子石化、齐鲁石化、石油大明、中原油气都是全 A 股上市公司，其流通 A 股股份分别为 35 000 万股、35 000 万股、26 583 万股和 25 500 万股。按四家公司停牌前一交易日收盘价计算，全面现金收购需要的资金量分别达到 38.68 亿元、28.63 亿元、23.42 亿元和 27.31 亿元，合计约 118 亿元。

海通证券分析师邓勇以停牌前一交易日（2 月 7 日）的收盘价为基础，假定以停牌前收盘价的溢价 10% 为收购价，那么此次收购中国石化所需支付的资金为 129.73 亿元。也有市场人士估计齐鲁石化的收购价格在 9.9 元左右，扬子石化在 13.2 元左右，与停牌前价格相比，溢价幅度均在 20% 上下。同时估计，中原油气、

石油大明的收购价格也会比最后一天收盘价高出 10% 以上。

光大证券研究员裘孝峰认为，以上次中石油回购旗下 3 家子公司为例，最后收购价格基本上是在前 30 个交易日均价基础上溢价 15%。因为扬子石化和齐鲁石化资质优良，所以这 4 家公司可按前 30 个交易日均价基础上溢价 20% 计算。

招商证券分析师董兴武认为，出价主要出于两方面考虑：一是出价不能过高高于中石化目前交易的市盈率，否则可能被中石化的流通股股东反对；二是出价也不能过低，要能够使目标公司的多数流通股股东接受。和以往股价的历史市场表现对应，业绩越好的公司，支付的市盈率可能越低，因此他预计 EPS 最高的扬子石化可能为 8 倍，业绩最低的中原油气可能为 10 倍，齐鲁石化介于两者之间，也许为 9 倍左右。

申万研究所的黄美龙认为，如果采用现金收购方式，其定价原则估计是 2 倍净资产价格附近或 6 个月内最高价格略有溢价。根据上述定价原则计算，中石化本次收购大约需要 130 亿元的资金。

事实上，在中石化 15 日召开的董事会上，其董事会批准齐鲁石化现价 8.18 元，回购价 10.18 元，溢价幅度 24.45%；扬子石化现价 11.05 元，回购价 13.95 元，溢价幅度 26.24%；中原油气现价 10.71 元，回购价 12.12 元，溢价幅度 13.17%，涉及资金 30.906 亿元；石油大明现价 8.81 元，回购价 10.30 元，溢价幅度 16.91%，总的收购成本为 143 亿元。很显然，中石化的最终出价都高于市场预计的价格。之前，4 家上市子公司股价已经突飞猛进。而中石化公布的收购价，比 4 家上市子公司停牌前一交易日加权平均价格足足高出 21.2%，突破了证券行业预测的 10%~15%，也比中石油之前进行私有化时给出的溢价高。如果与前 6 个月的收盘平均价对比，中石化给出的上述 4 家上市子公司的回购价，比加权平均价格高出 44.6%，其中中原油气更是高出 51% 以上。

在股改前进行旗下公司整合，中石化避免了向齐鲁石化等公司的流通股股东支付对价。相对于 20%~30% 的对价水平来说，交易对价对双方股东而言是公允的，既保护了上市目标公司流通股股东的利益，又兑现了中国石化对资本市场和投资者的承诺，对流通股股东也有相当的回报。收购可以使目标公司融入中国石化一体化价值链，有利于目标公司的长期发展，也符合中国石化的发展战略。这么高的收购溢价既为流通股股东提供了一次性变现的机会，也实现了中石化自身的目的，是双赢的方案。

6.3 收购资金来源的问题

143 亿元对中石化而言也并非小数目。据有关资料，2004 年中石化总资产 164 亿元，总负债 49 亿元，净利润 46 亿元。对于收购资金，中石化方面表示，将从 2006 年的年度资金预算中作出安排，会通过正常的途径来筹措资金。2005 年 10 月，中石化以簿记建档贴现方式在银行间债券市场成功发行了 2005 年第一期短期

融资券，规模达到100亿元。大型企业短期融资券利率为2%~3%，中石化完成此次回购年增支付利息3亿~8亿元，每股收益减少不到1分。年底，中石化集团获得财政部补贴100亿元，中石化从中分得94.15亿元。尽管中石化方面表示，上述资金与中石化私有化没有任何关系，但在实际效应上国家一次性补偿款的确充实了中石化的现金流，为收购进程清除了收购资金短缺的障碍。



主要参考文献

1. 佚名：《中国石化全面启动子公司整合进程》，载上海证券报，2006-02-28。
2. 佚名：《中国石化要约收购四家A股子公司全面启动》，载京华时报，2006-03-07。
3. 王磊：《中国石化四子公司复牌齐涨停，复牌G股贴权趋势加剧》，载中国证券报，2006-02-18。
4. 崔莱：《能源公司并购再掀风潮》，载中国石油报，2007-11-01。
5. 佚名：《中国石化获赠百亿“红包” 成品油饥荒魅影难脱》，载证券市场周刊，2006-01-16。
6. 佚名：《正确看待和认识中国石油行业的垄断问题》，博客网，<http://yerenmin.bokee.com>，2006-07-16。
7. 封智勇、余来文、陈明江：《中国石化企业国际化经营研究》，美国通用咨询公司，<http://www.gci-corp.com/Article/qyzt/200612/64557.html>，2006-01-06。
8. 佚名：《齐鲁退市[600002]》，股城网，<http://www.stockcity.cn/%B9%C9%CA%D0%D0%D0%C7%E9%BE%AD%D3%AA%B7%D6%CE%F6/600002.htm>，2006-5-11。
9. 佚名：《国外石油跨国公司并购动因及启示》，中国论文中心网，<http://www.wenlun.com/lwcs/article.asp?id=36398>。
10. 佚名：《媒体关注中石油收购旗下三公司》，中国石油物资装备网，http://www.cpmec.com.cn/yjdt/t20051102_38704.htm，2006-11-01。
11. 佚名：《2006年—2007年中国石油行业兼并(并购)重组决策分析报告》，中华商务网，<http://www.chinaccm.com/48/4821/482103/news/20070428/164854.asp>，2007-04-28。
12. 佚名：《扬子石化(000866)业绩优良 成长蓝筹》，TOM财经，<http://finance.news.tom.com/1008/1011/2004820-86293.html>，2004-08-20。
13. 邓汉学：《中原油气(000956)：将随国际油价飙升而上涨》，全景网，<http://www.p5w.net/stock/hydx/ggdp/200508/t168253.htm>，2005-08-31。
14. 佚名：《石油大明(000406)：石油黑马底部井喷》，天下财经网，<http://www.21our.com/readnews.asp?id=559577>，2004-10-29。