

整体上市？板块上市？分拆上市？

子公司上市、集团公司不上市，这是我国资本市场历史形成的特殊现象，近几年，随着股权分置改革的完成，国内资本市场掀起了一股整体上市的热潮，但整体上市在今天的中国究竟是否是最佳的选择？北控等一批窗口企业的案例向我们证明，现阶段我国业务庞杂的集团公司整体上市并不是一个明智的选择，群组上市+分拆融资可能是更优的选择。

整体上市之惑

其实整体上市并不是今天的产物，在历史上我们也有很多整体上市的企业，如北控、粤海、上实、深圳控股等，这些地方性窗口企业曾一度将地方资源中最优秀的部分打包上市，但结果并不理想。以北控为例，1997年北控作为首只中国“窗口红筹公司”，以北京市八项优质资产组合登陆香港交易所。上市后，北控确立了基建、消费品、旅游零售、高科技四大业务板块，并在1997年到2001年期间进行了大量的并购活动，除了基建板块的首都机场高速、深圳石观高速和一间自来水厂外，在消费品板块以燕京啤酒为旗舰，拓展了葡萄酒、乳业和其他食品加工产业，在旅游零售板块则收编了王府井百货、长城饭店、建国饭店、假日酒店、八达岭旅游、龙庆峡旅游等资产，而高科技板块更是囊括了国际交换系统业务（与西门子合资）、智能卡、全球定位系统、磁悬浮列车、生化工程、地热系统等多项业务。上市后，北控的股价曾一度从12.48元的发行价冲到60元，但好景不长，从1997年到2003年，股价一路下跌，最低时股价只有6港元，较发行价还低50%，市值也从最高时的300多亿港元跌到30亿港元，缩水10倍。究其原因，就是北控旗下纷繁的业务间出现了严重的现金流冲突：

尽管公司的水务、啤酒、高速、零售等业务均能够产生正现金流，但其多元化进入的房地产、高科技和乳业等行业却是典型的负现金流业务。其中，地产行业由于重资产、慢周转特性，每家上市公司每年平均要追加1.7亿资金，大型地产商的资金缺口更大，每年融资前的现金流达到负的十几亿元，甚至几十亿元；乳品行业也由于竞争日趋激烈，逐步由正现金流行业转为负现金流行业，平均每家上市公司每年在融资前的现金流为-4000万元；至于高科技产业，由于行业成熟度低，处于负现金流的投入阶段。这些业务本应该借助外部资本市场力量来推动成长，但北控却将其长期置于集团内部，结果是负现金流业务消耗了啤酒、零售、旅馆等竞争性产业的正现金流，使正现金流业务也因投入不足而严重萎缩，最终拖累集团整体业绩表现。

为了让这家北京市的窗口企业重获新生，2006年北京市政府将燃气集团的资产置换入北控股份，同时，将竞争性产业逐步分拆：集团先是将燕京啤酒分拆上市，后又在2003年将三元乳业分拆上市，并在2004年进一步出让了三元食品55%的控股权，出让了西式食品95%股权；在零售方面于2001年将王府井集团与香港新鸿基集团旗下的东安集团合并重组，并于2006年将王府井集团资产全面转让给了北控集团；在旅游方面，先是将建国饭店、八达岭旅游及北京龙庆峡旅游注入了与和记黄埔及首都旅游集团共同组成的北京旅游发展有限公司，然后减持了八达岭旅游75%的股权，未来龙庆峡旅游也将待机出售；在高科技业务方面北控于2004年出售了与西门子合资的国际交换系统公司股权，并将旗下北京发展公司分拆在香港创业板上市，2006年12月北京发展增发后，已由北控的附属公司降为联营公司。

将所有竞争性产业分拆、剥离后，北控开始专心从事公用事业及基建方面的垄断性业务，这些业务都具有稳定现金流的共同特性。

除了北控，遇到同样问题的还有深圳控股，集团将房地产、高速路、港口、电力、运输服务、有线电视、信息网络、建材和其他工业制造企业都打包整体上市。但庞杂的业务并没有给集团带来好处，集团的资讯科技和运输业务一直处于微利状态，制造业时有亏损，其他业务（包括建筑等）则长期处于亏损状态，这些亏损或微利的业务占据了集团总资产额的40%以上，从而拉低了集团整体的净资产回报率；而房地产业务的发展则占用了大量金融资源，使净负债资本比上升到70%以上。2003年以后公司开始逐步剥离制造业和高科技资产，2006年更明确提出了聚焦房地产的新战略，先后砍掉了电力、有线电视和其他制造业务，并于2007年12月以9~14亿元出售了华银交通51%的股权和深业深港80%股权，以6300万元出售了深业运输，其他高速路、港口产业也将择机出售，出售所得的资金全部用于购置土地，专心做大房地产业务——与北控相同，深圳控股在整体上市后也陷入了业务间现金流争夺的困境，只是最终公司选择了单一做大房地产业务的发展方向。

“板块上市”不能解决内部现金流冲突

北控和深控股的案例说明，鉴于我国当前企业集团复杂的业务结构，整体上市并不能给企业带来好处，相反，不同金融特性业务的混杂更有可能使集团整体陷入现金流争夺的困境中。在这一背景下，有些集团提出了“板块”上市的概念，即，将经营上相关的业务作为一个“板块”打包上市；但经营相关并不能解决现金流冲突的问题，因此，我们更主张“群组”上市，即，将具有特定金融特性的业务打包上市，这些业务可以是经营上毫不相关的，但只要它们具有相似的金融特性，即，平均现金流为正且波动不是很大，就可以“组团”上市。

以华润集团为例，旗下的华润创业就是一个群组上市的典范，它将食品加工、啤酒、零售等业务群打包上市，尽管集团打出的是“消费”概念，但选择上述几项业务“整体上市”的根本原因是因为这几项业务都能够产生相对稳定的现金流。与之相对，医药、地产等与消费相关的资产却并没有进入华创内部，原因就在于这两项业务都处于高投入、高耗现金流的阶段——实际上，华润接管的华源、三九两大集团都是被医药业务的高投入拖垮的。

群组上市+分拆融资

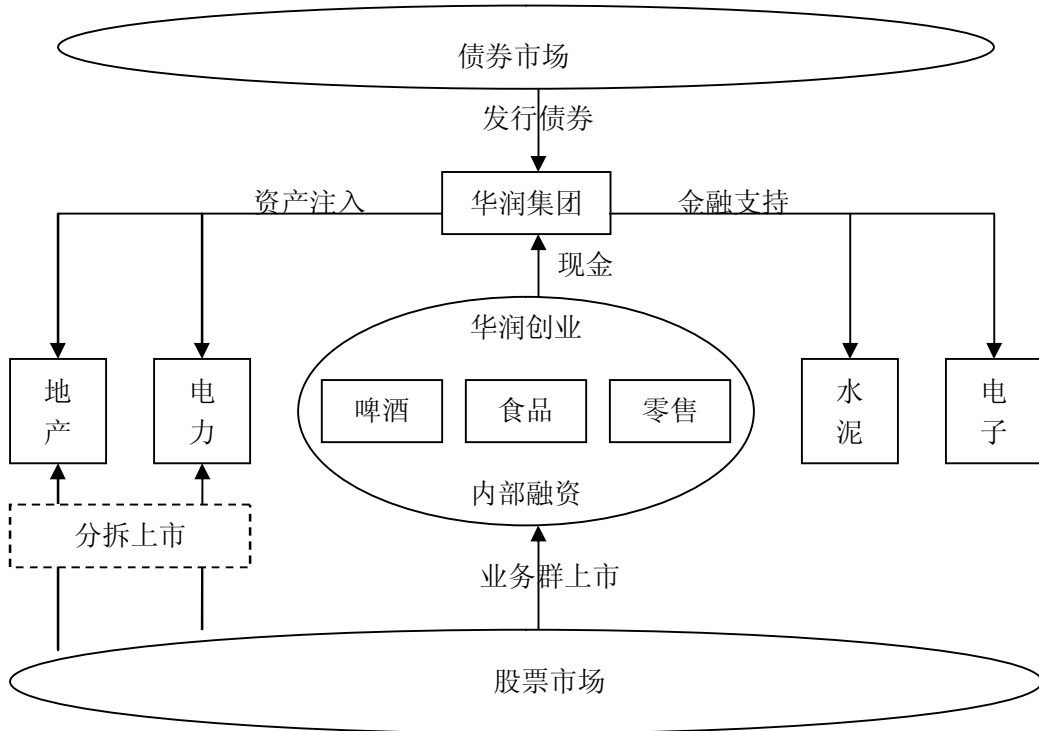
将相对稳定的能够产生正现金流的业务“组团”上市了，那么，负现金流和高波动的业务怎么办呢？

在华创之外，华润又努力将一些高耗现金流的业务分拆，如华润置地、华润电力、华润水泥、华润励致等——电力行业上市公司，过去五年平均每年每家公司融资前的现金缺口达到5.8亿元，而房地产上市公司，过去五年平均每年每家公司融资前的现金缺口达到1.7亿元，水泥行业平均的现金缺口是1.3亿，电子行业是4000万——这些业务如果放在华创旗下，必将导致对啤酒、零售等业务的现金流消耗和投资不足；此外，地产、电力、水泥等行业的周期性波动也将影响消费产业的估值和融资能力。在此背景下，分拆成为更优的选择。

当然，这里讲的分拆不仅局限于公开市场分拆融资，也包括私募市场的分拆融资（引入战略投资人），如水泥等因过度竞争而导致资本回报率低的业务，私募市场基于产业整合理念的扩张可能是更好选择。

集团公司：看得见的手

总之，只有那些具有相似金融特性、相对稳定现金流的业务才适合群组上市，并通过多业务组合来平抑上市公司的整体波动性；而那些高耗现金流的业务或者高波动的业务，则适合在公募或私募市场上分拆融资。在这一过程中，不上市的集团公司起到了一个金融资源配置的作用，并可利用资产规模优势对债权市场进行深度挖掘。



但是，未来，随着资本市场的发展，集团公司金融资源配置和债务融资能力挖掘的作用在弱化，集团公司自身作为一个非上市部分，存在的意义也在减弱，到那时，中国的资本市场将呈现真正意义上的整体上市，即，每个业务群组或每个分拆公司作为一个独立个体来进行单独融资——这正是欧美等国家资本市场的现状；但是，现时，群组+分拆可能是很多集团企业更优的选择。