

宝钢股份换股吸收合并武钢股份

案例简介:在钢铁行业“去产能”、落实供给侧结构性改革的背景下,为深入推进国有经济布局结构调整、深化国企改革、完善现代企业制度,加快产能过剩行业兼并重组,有力支撑供给侧结构性改革的实施,宝山钢铁股份有限公司(以下简称“宝钢股份”)和武汉钢铁股份有限公司(以下简称“武钢股份”)作为我国钢铁行业的领军企业,围绕做强、做优、做大,“瘦身健体”,提质增效的战略目标,决定实施联合重组。交易方案采用宝钢股份向武钢股份全体换股股东发行A股股票,换股吸收合并武钢股份的方式。与此同时,宝钢股份、武钢股份的控股股东宝钢集团、武钢集团将进行联合重组,宝钢集团将更名为“中国宝武钢铁集团有限公司”,武钢集团股权将无偿划转至中国宝武集团。

一、交易的背景和目的

(一) 交易背景

1. 钢铁行业产能严重过剩,市场供大于求的矛盾比较突出

随着中国进入工业化后期发展阶段,中国钢铁

行业的发展日趋成熟。2015年度,中国钢铁行业粗钢产量8.04亿吨,占全球钢铁行业粗钢产量的49.5%,产能利用率仅为67%。自2013年出现钢铁需求峰值7.65亿吨之后,中国钢铁消费量呈现逐年递减趋势。伴随着中国国民经济发展进入新常态,单位GDP耗钢强度进一步下降,钢材消费将总体进入下降通道。产能利用率过低、供需严重失衡将成为未来很长一段时期内中国钢铁行业发展面临的突出问题。

2. 顺应国家供给侧改革的政策导向

2015年年底中央经济工作会议提出,要着力推进供给侧结构性改革,将“去产能”作为2016年全国经济工作的五大任务之一,要求自2016年起,用5年时间压减全国粗钢产能1亿~1.5亿吨。化解钢铁行业产能过剩工作是党中央、国务院主动适应经济发展新常态、妥善应对重大风险挑战而做出的重大战略部署,是钢铁行业脱困、调整、转型升级的首要任务、攻坚之战。

3. 国家鼓励钢铁企业通过兼并重组化解过剩产能

推进兼并重组、提高行业集中度始终是国家对钢铁行业的主要政策导向。国家明确鼓励钢铁企业进行实质性联合重组,尤其要“支持优势钢铁企业强强联合,实施战略性重组”,提出到2025年,国内前十家钢铁企业(集团)粗钢产量占全国比重不低于60%。中央经济工作会议、国务院近期出台的化解钢铁过剩产能的一系列政策,都进一步明确了要更多发挥兼并重组在钢铁行业“去产能”过程中的重要作用,明确鼓励有条件的钢铁企业实施减量化兼并重组,退出部分过剩产能。

(二) 交易目的

1. 提升行业集中度,改善钢铁行业产能利用率过剩

宝钢股份和武钢股份合并重组后,将推进钢铁产业布局优化。我国钢铁行业发展面临着产能过剩、需求下降的突出问题。在中国国民经济发展进入新常态的背景下,钢铁行业单位GDP耗钢强度将会进一步下降,钢材消费将总体进入下降通道。产能利用率过低、供需严重失衡、行业组织分散将成为未来较长一段时期内我国钢铁行业发展面临的突出问题。

2. 推动合并后上市公司提质增效

宝钢股份和武钢股份合并重组后,将推进钢铁产业布局优化、结构

调整以及跨地域协同等变革。合并后上市公司总资产达 3620 亿元,收入规模 1067 亿元,净利润规模 34.8 亿元,未来充分发挥协同效应,实现规模、品种、成本、技术、服务等全方位持续提升,盈利能力有望随之提升。

二、交易方案

(一) 交易各方

1. 合并方——宝山钢铁股份有限公司

公司是中国最大的钢铁企业,主要产品包括碳钢薄板、厚板与钢管等,覆盖炼铁、炼钢、热轧、厚板、冷轧、硅钢、高速线材、无缝钢管、焊管等全流程生产线。截至 2016 年 6 月,宝钢集团资产总额 2662 亿元,1~6 月实现营业收入 780 亿元,净利润 34 亿元。

2. 被合并方——武汉钢铁股份有限公司

武钢是中第一个特大型钢铁企业,产品主要有热轧卷板、热轧型钢、热轧重轨、中厚板、冷轧卷板、镀锌板、镀锡板、冷轧取向和无取向硅钢片、彩涂钢板、高速线材等几百个品种。截至 2016 年 10 月,武钢集团资产总额 958 亿元,1~6 月实现营业收入 288 亿元,净利润 -1.3 亿元。

(二) 交易方案

1. 宝钢股份为吸并方

宝钢股份向武钢股份全体换股股东发行 A 股股票,换股吸收合并武钢股份。宝钢股份为本次吸收合并的合并方暨存续方,武钢股份为本次吸收合并的被合并方暨非存续方。武钢股份现有的全部资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利与义务由武钢股份注销前拟设立的全资子公司武汉钢铁有限责任公司(以下简称“武钢有限”)承接与承继,自交割日起,武钢有限的 100% 股权由宝钢股份控制(如图 1、图 2 所示)。

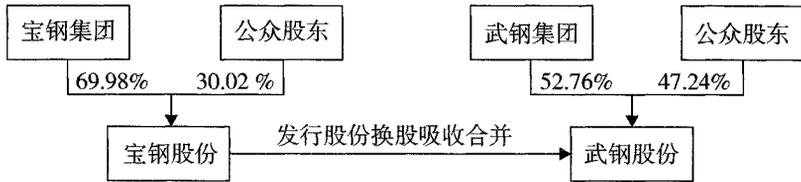


图1 交易前架构

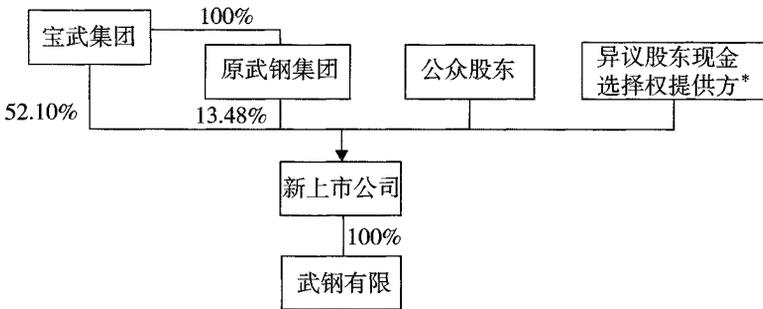


图2 交易后架构

* 宝钢股份和武钢股份的异议股东现金选择权提供方分别由宝钢集团和武钢集团担任,届时宝钢集团和武钢集团持有合并后新上市公司的持股数量可能增加。

2. 换股价格及换股比例

宝钢股份本次换股吸收合并武钢股份的换股价格以宝钢股份审议本次换股吸收合并事项的董事会决议公告日前20个交易日的股票交易均价为市场参考价,并以不低于市场参考价的90%作为定价原则,换股价格确定为4.60元/股;武钢股份的换股价格以武钢股份审议本次换股吸收合并事项的董事会决议公告日前20个交易日的股票交易均价为市场参考价,并以不低于市场参考价的90%作为定价原则,换股价格确定为2.58元/股;由此确定武钢股份与宝钢股份的换股比例为1:0.56,即每1股武钢股份的股份可以换取0.56股宝钢股份的股份。

3. 本次吸收合并构成关联交易

根据《上市规则》的相关规定,未来12个月内,武钢股份将成为重组后的中国宝武集团控制的除宝钢股份以外的其他法人。因此,武钢股份为宝钢股份的关联法人,宝钢股份与武钢股份的本次合并构成关联

交易。

4. 本次吸收合并不会导致宝钢股份的实际控制人变更

本次吸收合并实施完毕后,宝钢股份的控股股东仍为宝钢集团,本次交易不会导致宝钢股份控股股东、实际控制人发生变化。

三、交易的特点

(一)本次重组采用“A + B = A”的吸收合并方式

本次合并采取“更名 + 划转”的方式,宝钢扮演整合者的角色,吸收合并武钢,武钢整体并入宝钢。新成立的集团拟命名“宝武钢铁集团”,原武钢集团成为新集团的子公司,拟更名为“武钢新产业发展公司”。

(二)换股价格按照市场化定价方式的尝试和突破

此次换股价格按照市场化定价方式确定。根据《上市公司重大资产重组管理办法》,上市公司发行股份的价格不得低于市场参考价的90%。市场参考价为本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前20个交易日、60个交易日或者120个交易日的公司股票交易均价之一。交易前两家公司的股价表现均在每股净资产以下,宝钢股份的市净率为0.72,若按照通常的市场定价模式,则宝钢股份发行股份价格低于每股净资产。根据国资委的相关规定和过往案例,国有上市公司发行新股的价格需不低于净资产水平。

在按照每股净资产定价的方式下,换股价格能够满足国资委发行价格不低于净资产水平的要求,但是如果采用每股净资产值确定换股价格,将导致合并双方的换股价格较其二级市场的历史交易价格产生较大幅度的偏离,可能导致股东的逆向选择,增加本次吸收合并的股东大会否决风险,同时显著提高现金选择权风险敞口,增加本次吸收合并的成本。本次交易最终决定选择市场化价格的定价方式,即以双方董事会审议本次换股吸收合并事项的决议公告日前20个交易日的股票交易均价为市场参考价,并以不低于市场参考价的90%作为定价原则。

(三)集团层面的部分持股无偿划转

在停牌期间,宝钢集团将所持部分宝钢股份无偿划转给诚通金控、

国新投资和中石油集团,划转股份分别占宝钢股份总股本的 2.45%、2.45% 和 4.86%,划转完成后,宝钢集团持股比例为 74.84%;武钢集团将持有的武钢股份 4.95% 的股权无偿划转给中远集团,划转完成后,武钢集团持股比例为 57.66%,仍为控股股东。

通过上述交叉换股和无偿划转,有以下三方面好处:一是有助于央企治理结构的改善和转变经营机制。有利于改变央企上市公司“一股独大”局面,有利于“股权结构多元”局面形成,进而有利于改善央企上市公司治理结构、转变僵化的经营机制。二是有助于获得经营资金。央企之间股份互换,可以实现较便捷的间接减持,获得运营资金。三是在大股东需要回避表决的事项上,可由承接无偿划转股本的央企代替表决。无偿划转的股份虽然都不超过 5%,但已经可以在大型央企的中小股民中占据主导。

四、案例点评

(一)通过并购重组推进行业转型升级、提升上市公司质量

1. 提升钢铁行业集中度,淘汰落后产能

国内钢铁行业产业集中度低的问题一直为业内所诟病,产能集中度低也造成了一系列问题,包括重复建设、产能过剩、恶性竞争。据统计,2014 年我国钢铁行业 CR4 和 CR8 分别为 19.46% 和 32.37%,远低于全球其他钢铁大国的产业集中度水平,如韩国、日本、俄罗斯三个国家的 CR4 分别为 90.91%、83.44% 和 82.43%。2015 年宝钢以 3493.8 万吨的粗钢产量位列全球第 5 位,武钢则以 2577.6 万吨的粗钢产量位列中国第 6 位。两者合并后将超越河北钢铁,跃居中国第一、全球第二。

2. 规模效应加大,提升上市公司质量

规模效应具体体现在三个方面:

一是与上游的议价能力得到提升。以原材料的采购铁矿石为例,宝钢股份 2015 年铁矿石采购量为 3688 万吨,武钢股份 2015 年铁矿石采购量为 2952 万吨,两家企业整合之后,每年的铁矿石采购量大约为 7000 万吨左右。而全球三大铁矿石巨头淡水河谷、力拓、必和必拓同期总产

量约为 29,813 万吨,宝钢武钢合并后每年铁矿石的平均采购量占三巨头年产量的 24%,上游议价能力将明显增强,焦煤、废钢、铁合金等原材料更是如此。

二是下游产品的定价权得到提升。从产品结构来看,宝钢的优势产品有汽车板、取向硅钢、镀锡板等,武钢的优势产品有冷轧硅钢、船体用结构钢等,两者合并后,冷轧汽车板、镀锌汽车板、取向硅钢的国内市占率将分别超过 40%、50% 和 80%,话语权极大提升。

三是以往过度竞争情况不复存在。从产品结构上来看,宝钢以及武钢的产品布局多有重合之处,合并后的协同效应将大大提升,并减少在很多产品上的过度竞争。

(二) 吸并方案的可能性探讨

本次吸收合并的企业双方都是上市公司,在钢铁行业的地位、产能规模不分伯仲,其中更是牵涉国资、集团层面的利益安排,因此宝武吸并方案的选择值得进一步探讨。

就上市公司重组方式,大致有以下三种备选方案:一是保留两个上市公司,通过资产置换和整合实现业务划分;二是宝钢股份吸收合并武钢股份,即现行方案;三是武钢股份吸收合并宝钢股份,存续方为武钢股份。

1. 是否可以保留两个上市主体

结合宝武公司的现状,宝钢武钢是否有可能通过对现有资产进行业务条线、或是区域化的整合,最终保留两个上市主体。进一步分析,这种方案可能面临着两个问题:一是通过业务整合将钢铁行业以及非钢铁业务进行整合,将非钢铁业务整合入其中一家上市公司体内。但现状是吸收合并前宝钢股份的市值千亿元规模、武钢股份市值 300 多亿元。而宝钢武钢的主业均为钢铁资产,非钢铁业务的资产无法支撑起当前的市值体量。二是按照产品或区域进行重新划分对上市公司进行重组。但两家上市公司存在较多业务重叠和相关性,难以通过产品、客户、区域的划分取得监管机构关于同业竞争的认可,且以业务划分的形式进行整合无法实现全面整合和业务协同。

2. 吸并方案的合并方往往是实力较强的一方

合并方和被合并方的选择主要是取决于双方的实力和话语权,宝钢

和武钢相较而言,武钢无论是自身实力还是经营业绩都存在一定的差距。钢铁行业史无前例的持续低迷使武钢股份 2015 年成为钢铁上市公司的“亏损王”,全年亏损高达 75 亿元,这是两家钢铁巨头合并方案最终敲定的客观环境,同时也是武钢股份被合并的重要原因。相比较而言,宝钢股份去年虽然也出现业绩大幅下滑的情况,但仍然实现了 10.12 亿元的净利润。在 2016 年上半年钢价强势反弹的背景下,宝钢股份实现净利润 34.68 亿元,领跑全行业,而武钢股份实现净利润 2.7 亿元。

(三) 国有资产市场化定价的尝试

根据国资委的相关规定和过往案例,国有上市公司发行新股的价格需不低于净资产水平。此次宝武合并的换股价格采用市场化的定价方式,并取得了国务院国资委的支持。此次换股的市场化定价方式有以下优点:

1. 市场化原则定价有利于争取合并双方股东的支持

宝钢股份和武钢股份均为 A 股上市公司,其二级市场的交易价格可以公允地反映合并双方的真实价值,已经充分体现了资本市场对于合并双方的价值判断,具有合理性。采用市场化原则定价符合中国证监会的相关要求、符合上市公司换股吸收合并的定价惯例,易于被资本市场接受,有利于争取双方股东的支持。

2. 市场化原则定价保障了国有股东利益

市场化原则定价有利于国有资产的保值增值。首先,本次吸收合并交易为两家上市公司现有股东之间的交易,同一家上市公司所有股东参与换股的价格及接受现金选择权的价格都是一样的,不涉及引入新的股东,不涉及利益输送,不会造成国有资产流失。同时,本次交易不进行配套资金的募集,仅涉及两家上市公司层面原有股东的股份交换。同一上市公司所有股东参与换股的价格都是一样的,也没有引入新的投资者,不会出现国有上市公司以低于每股净资产价格引入投资者的情况。其次,在不考虑协同效应的情况下,即本次交易前后上市公司的市值之和不会发生变化,按照市场化原则确定换股价格,国有股东(宝钢集团和武钢集团)合计持有的上市公司市值在本次交易前后没有发生变化。