

股权分置改革试点公司方案的综合分析

卢兴前
86-755-82943295
luxq@ccs.com.cn

主要内容

- 第一批试点公司方案的共同特点是：4家公司均通过持股结构的调整改变流通股与非流通股的持股比例，也均没有金融创新的内容。首批4家公司按试点方案实施后，非流通股股东的持股比例平均下降了11.3%。
- 第二批试点公司支付对价形式主要有4种形式：（1）送股；（2）送现金；（3）权证；（4）缩股。42家公司中有40家采用了送股的形式，其中有34家公司把送股作为唯一的形式！
- 从流通股股东获得对价的水平来看，42家公司流通股股东每10股获送股数平均水平为3.3847股。流通股股东每10股获送股数在3股-4.5股的最多（共有32家），占全部公司的76.19%。
- 从非流通股股东付出的对价水平来看，第二批试点公司股改方案实施后的非流通股占总股本的比例平均下降了11.04%，同第一批试点公司股权下降的比例非常接近。
- 国有上市公司平均对价水平为10股流通股获送2.75股，而民营上市公司平均对价水平为10股流通股获送3.37股。民营上市公司支付对价水平明显高于国有上市公司支付的对价水平。
- 中小板公司方案简单明了，对价方案较优厚。主板公司支付对价水平低于中小板，采用“捆绑”方式的公司支付的对价更低。
- 第二批试点公司中共有21家公司22次修改了“股改”方案或配套方案，占第二批试点总数的50%。股改方案的修改以提高对价为主。在21家修改方案的试点公司中，提高支付对价的共15家。
- 通过对两批股改试点公司方案的分析，我们可以得到以下一些启发：（1）由于送股方案简单明了，又深受流通股股东的欢迎，我们认为在股权分置改革全面推进阶段，送股将成为绝大多数上市公司支付对价的主要形式，甚至是许多公司支付对价的唯一形式。（2）投资者不会把非流通股股权下降比例的多少作为衡量对价的标准，而是把流通股股东获送的多少作为衡量对价的标准。即他们不是关心别人失去多少，而是关心自己能够获得多少。（3）在股权分置改革全面推进阶段，“每10股流通股获送3-4股”将成为大多数公司支付对价的参考标准，也将成为投资者的合理预期。

目 录

一、第一批股改试点公司方案分析

- 1、第一批 4 家试点公司方案的特点
- 2、第一批 4 家试点公司支付对价的水平

二、第二批股改试点公司方案分析

- 1、支付对价形式的分析
- 2、流通股股东获得对价水平的分析
- 3、非流通股股东付出对价水平的分析
- 4、民营上市公司流通股股东获得的支付对价高于国有上市公司
- 5、主板和中小板对价方案及对价水平各不相同
- 6、股改方案的修改以提高对价为主

三、试点公司方案对我们的启发

表目录

- 表 1：第一批 4 家公司股改方案要点汇总
- 表 2：第一批试点公司支付对价水平比较
- 表 3：第二批试点公司流通股获送股数分类统计
- 表 4：第二批股权分置改革试点公司方案汇总简表
- 表 5：第二批股权分置改革试点公司非流通股付出的对价水平

图目录

- 图 1：第二批试点公司流通股获送股数分类统计
- 图 2：非流通股股东因支付对价而降低的股权比例

一、第一批股改试点公司方案分析

1. 第一批 4 家公司方案的特点

第一批试点公司方案的共同特点是：4 家公司均通过持股结构的调整改变流通股与非流通股的持股比例，也均没有金融创新的内容。在法律程序方面，基本上可以做到合法合规，不需要在现有规定上寻求突破。

表 1：第一批 4 家公司股改方案要点汇总

公司简称	改革方案	所支付股份的来源
金牛能源	流通股股东每 10 股获送 2.5 股。	存量股份
三一重工	流通股股东每 10 股获送 3 股股票和 8 元现金(修存量股份，大股东支付现金订后)流通股股东每 10 股获送 3.5 股和 8 元现金	存量股份
清华同方	相当于流通股股东每 10 股获送 3.56 股。	公积金转增股份
紫江企业	流通股股东每 10 股获送 3 股。	存量股份

资料来源：招商证券研发中心

2. 第一批 4 家公司支付对价的水平

非流通股东在股权分置改革中所支付的代价主要是所支付的股份以及相应的持股比例的下降。首批四家公司按试点方案实施后，非流通股股东的持股比例平均下降了 11.3%，详细情况如下：

表 2：第一批试点公司支付对价水平比较

	非流通股股东名称	对价前		对价后		支付对价（持股比例 %）
		持股数量	(%)	持股数量	(%)	
三一重工	三一集团有限公司	17,380.93	72.42	15,642.84	65.17	7.25
	非流通股股东合计	18,000.00	75	162,000.00	67.48	7.52
清华同方	清华控股有限公司	28,962.52	50.4	28,962.52	34.17	16.23
	非流通股股东合计	30,158.18	52.49	30,158.18	35.6	16.89
紫江企业	上海紫江（集团）有限公司	52,915.06	36.83	41,641.36	28.98	7.85
	非流通股股东合计	84,011.01	58.47	66,112.23	46.02	12.45
金牛能源	邢台矿业（集团）有限责任公司	52,000.00	66.1	45,333.05	57.63	8.47
	非流通股股东合计	52,000.00	66.1	45,333.05	57.63	8.47

资料来源：招商证券研发中心

注：三一重工支付对价还包括大股东支付的现金

二、第二批股改试点公司方案分析

1. 支付对价形式的分析

支付对价形式主要有 4 种形式：（1）送股；（2）送现金；（3）权证；（4）缩股。我们认为大股东的一些承诺（包括大股东售期减持价格、是否有增持社会公众股计划、是否有股权激励机制）并不能作为支付对价来考虑，这些承诺只是为了增加流通股东的持股信心，争取他们支持股改方案的通过。所以在本报告中我们一律没有把大股东的一些承诺折算成支付的对价。

42 家公司中有 40 家采用了送股的形式（其中有 34 家公司把送股作为唯一的形式！），有 6 家公司采用了送现金，有 2 家公司采用了权证（如果把农产品方案看作是一种特殊的期权，就有 3 种），有 1 家公司采用了缩股。送股形式是被采纳最多的形式，很显然它被市场认为是股改支付对价的主要形式。

2、流通股股东获得对价的水平分析

第二批流通股股东获得对价的水平有以下两个特点：

（1）42 家公司流通股股东每 10 股获送股数平均水平为 3.3847 股。

（2）42 家公司流通股股东每 10 股获送股数在 3 股—5 股以下的最多（共有 32 家），占全部公司的 76.19%。

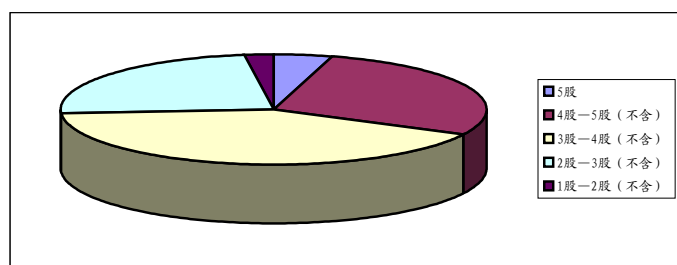
为了比较流通股股东获送对价的水平，我们把四种主要形式统一折算成送股形式，结果如下：

表 3：第二批试点公司流通股获送股数分类统计

获送股数（每 10 股获送股数）	公司家数
5 股	2 家
4 股—5 股（不含）	13 家
3 股—4 股（不含）	19 家
2 股—3 股（不含）	11 家
1 股—2 股（不含）	1 家

资料来源：招商证券研发中心

图 1：第二批试点公司流通股获送股数分类统计

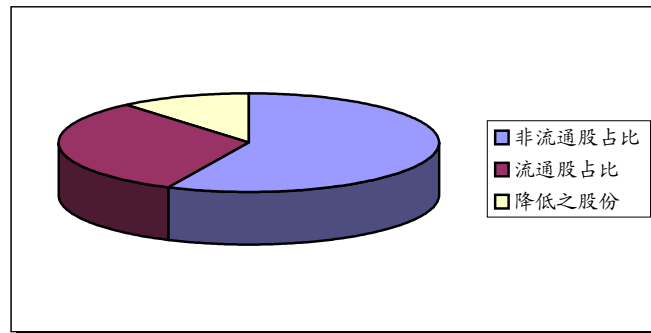


3、非流通股股东付出的对价水平分析

非流通股股东在股权分置改革中所支付的代价主要是所支付的股份以及相应的持股

比例的下降。第二批 42 家公司股改方案实行前的非流通股占总股本的比例平均值为 67.85%，股改方案实行后的非流通股占总股本的比例平均值为 56.81%，平均下降了 11.04%。同第一批试点公司股权下降得比例非常接近。（详细情况见表 5）

图 2：非流通股东因支付对价而降低得股权比例



4、民营上市公司流通股东获得得支付对价高于国有上市公司

我们把第一大股东性质为国家股和国有法人股的上市公司定义为国有上市公司，第一大股东性质为一般法人股和自然人的上市公司定义为民营上市公司。42 家试点公司中，民营的 23 家，国有的 19 家。国有上市公司平均对价水平为 10 股流通股获送 2.75 股，而民营上市公司平均对价水平为 10 股流通股获送 3.37 股。民营上市公司支付对价水平明显高于国有上市公司支付的对价水平。

5、主板和中小板对价方案及对价水平各不相同

试点的 42 家公司中，主板公司占 32 家，中小板公司占 10 家。

1. 中小板公司方案简单明了，对价方案较优厚。10 家中小板公司股改方案毫无例外地把送股作为唯一的支付对价形式。同时，10 家中小板公司平均支付对价的水平为 10 股流通股获送 3.78 股。除苏宁电器每 10 股流通股获送 2.5 股以外，其他的中小板公司每 10 股流通股获得的对价均在 3 股（含）以上，其中有 3 家公司每 10 股获送 4.5 股。

2. 主板公司支付对价水平低于中小板，采用“捆绑”方式的公司支付的对价更低。

主板 32 公司支付的对价平均为每 10 股流通股获送 3.26 股。主板公司采用“捆绑”方式的有 7 家，采用“捆绑”方式的公司支付的对价并高，平均为每 10 股流通股获送 2.56 股。由此可见，这些公司采用“捆绑”方式的目的是降低支付对价水平，所以流通股东对“捆绑”方式并不十分感兴趣。

6、股改方案的修改以提高对价为主

至 7 月 27 日止，第二批试点公司中共有 21 家公司 22 次修改了“股改”方案或配套方案，占第二批试点总数的 50%。在上述 21 家修改方案的试点公司中，提高支付对价的共 15 家，单纯增加或修改承诺的 6 家。

15 家提高对价的公司中,对价提高幅度在每 10 股多送 0.2 股至 1.5 股之间,伟星股份除每 10 股提高 1 股对价外还增加股份追送条款,即业绩达不到一定水平,大股东将额外向流通股股东每 10 股支付 1 股对价。除增加送股外,提高对价还包括增加现金支付、赠送认购权证等。

三、试点公司方案对我们的启发

通过对两批股改试点公司方案的分析,尤其是第二批股改公司的深入分析,我们可以得到以下一些启发:

1.由于送股方案简单明了,又深受流通股东的欢迎,我们认为在股权分置改革全面推进阶段,送股将成为绝大多数上市公司支付对价的主要形式,甚至是许多公司支付对价的唯一形式。

2.投资者不会把非流通股股权下降比例的多少作为衡量对价的标准,而是把流通股东获送的多少作为衡量对价的标准。即他们不是关心别人失去多少,而是关心自己能够获得多少。

3.在股权分置改革全面推进阶段,“每 10 股流通股获送 3-4 股”将成为大多数公司支付对价的参考标准,也将成为投资者的合理预期。

附：

表 4 第二批股权分置改革试点公司方案汇总简表

分 类	代码	公司简称	所属行业	第一 大股 东性 质	送股 (流通股每 10 股获送)	送现金 (流通股 每 10 股 获送)	权证	缩股	大股东的承诺			其他承诺	折算成 送股 (流通 股东每 10 股获 送)
									大股东售 期减持价 格	是否有增 持社会公 众股计划	是否有 股权激 励机制		
深圳 主板	000061	农产品	食品、饮料	国有	——	——	方案实施之日起 的第 12 个月的最后 5 个交易日内， 流通股股东有权以 4.25 元/股的价格 将持有流通股股 票出售给国资委。 (相当于美式卖 出看跌期权。)		——	——	有		3.25
	000623	吉林敖东	医药	民营	——	每 10 股获 4 元现金 (税前) 【修改前的 方案为每 10 股获 2 元现 金(税前)】		非流通股按 1: 0.6074 的比例进行 缩股。					2.208
	000717	韶钢松山	钢铁	国有	10 送 3.5 股 【10 股送 3 股】	——	——		——	有	有		3.5
	000830	鲁西化工	化工	国有	10 送 3 股	——	——		不低于 5.20 元/ 股				3
	002001	新和成	医药	民营	10 送 3.5 股 【修改前 10 送 3 股】	——	——		连续 5 个 交易日不 低于股权 分置改革 的董事会 公告前 30 日收盘价 平均值的 115%。				3.5
	002003	伟新股份	其他制造 业	民营	10 送 4 股，【修 改前为 10 送 3 股】	——	——		不低于 8 元/股	——	——	增设股份 追送条款	4
	002010	传化股份	化工	民营	10 送 4.5 股	——	——		不低于 25 元/股	——	——		4.5

	002014	永新股份	造纸包装	民营	10 送 4 股	---	---		不低于 8.6 元/股	---	---		4
	002019	鑫富药业	医药	民营	10 送 4.5 股 修改前为【10 送 3 股】	---	---		---	---	---		4.5
	002021	中捷股份	机械	民营	10 送 4.5 股	---	---		---	有	---	至少在 24 个月内不上市交易或者转让。	4.5
	002023	海特高新	机械	民营	10 送 3.8 股	---	---		---	---	---		3.8
	002024	苏宁电器	商业	民营	10 送 2.5 股	---	---		---	有	---		2.5
	002029	七匹狼	纺织服装	民营	10 送 3 股				不低于 7.63 元/股。修改后将流通股股东出售权改为“股价差额现金支付，股权追送”。	---	---		3
	002023	苏泊尔	家电	民营	10 送 3.5 股	---	---		不低于 13.5 元/股。	有	---		3.5
上海	600018	上港集箱	航运	国有	10 送 2.2 股 【修改前为 10 送 1.5 股】	每 10 股获 10 元	---		---	---	---		2.9
	600019	宝钢股份	钢铁	国有	10 送 2.2 股	---	每 10 股获 1 份认股权证(行权价为 4.50 元, 存续期 378 天)		不低于 5.63 元/股。	有	---		2.378
	600030	中信证券	金融	国有	10 送 3.5 股 【修改前为 10 送 3.2 元/股】	---	---		---	---	有		3.5
	600069	银鸽投资	造纸包装	国有	10 送 4 股 【修改前为 10 送 3.8 股】	---	---		不低于 4.5 元/股。	---	---		4
	600079	人福科技	医药	民营	10 送 2 股	---	---		---	有	---		2
	600098	广州控股	电力	国有	10 送 2.5 股	---	---		---	---	---		2.5
	600121	郑州煤电	煤炭	国有	10 送 3.3 股	---	---		不低于 4.6 元/股。		---	定向回购	3.3

主 板	600143	金发科技	化工	民营	10 送 3 股	每 10 股获 2 元	——		不低于 16 元/股。	——	有，	另有股份 追送承诺。	3.1374
	600247	物华股份	房地产	民营	10 送 5 股	——	——		连续 5 个 交易日收 盘价不低 于 4.5 元/ 股。	——	——		5
	600325	华发股份	房地产	国有	10 送 3 股,向发 行后三年可上 市流通的内部 职工股股东按 每 10 股送 0.7 股。	——	——		连续 5 个 交易日收 盘价不低 于 9.62 元 /股。	有	——		3
	600352	浙江龙盛	化工	民营	10 送 4 股	——	——		——	有	——		4
	600361	华联综超	商业	民营	10 送 2.3 股	——	——		不低于 10 元/股。	有	有		2.3
	600398	凯诺科技	纺织服装	民营	10 送 3 股 【修改前为 10 送 2.5 股】	——	——		不低于 10 元/股。	——	——		3
	600469	风神股份	汽车及配 件	国有	10 送 4.2 股	——	——		连续 5 个 交易日收 盘价不低 于 7.5 元/ 股。	——	——		4.2
	600487	亨通光电	通信	民营	10 送 4.5 股 【修改前为 10 送 3.5 股】	——	——		——	有	——		4.5
	600500	中化国际	化工	国有	10 股送 1.75 股 【修改前为 10 送 1.5 股】	每 10 股获 5.58 元	——		——	有	有		2.76
	600507	长力股份	汽车及配 件	国有	10 送 3.5 股 【修改前 10 送 3 股】	——	——		不低于 3.39 元/ 股。	——	——		3.5
	600521	华海药业	医药	民营	10 送 2.5 股	流通股东 每 10 股获 现金对价 为 4.643 元【修改前 为 3.714 元】	——		不低于 20 元/股。	有	——		2.7911

[illegible]

表 5 第二批股权分置改革试点公司非流通股付出的对价水平

分类	代码	公司简称	所属行业	实施前非流通股占总股本比例 (%)	实施后非流通股占总股本比例 (%)	非流通股付出的对价水平 (股份降低%)
深圳主板	000061	农产品	食品、饮料	38.61	38.61	0
	000623	吉林敖东	医药	46.38	34.44	11.94
	000717	韶钢松山	钢铁	55.83	42.58	13.25
	000830	鲁西化工	化工	71.16	62.5	8.66
深圳中小企业板	002001	新和成	医药	73.69	65.8	7.89
	002003	伟新股份	其他制造业	71.92	63.49	8.43
	002010	传化股份	化工	75	63.75	11.25
	002014	永新股份	造纸包装	74.95	64.93	10.02
	002019	鑫富药业	医药	71.43	58.57	12.86
	002021	中捷股份	机械	69.77	56.16	13.61
	002023	海特高新	机械	69.38	57.75	11.63
	002024	苏宁电器	商业	73.16	66.46	6.7
	002029	七匹狼	纺织服装	70.59	61.76	8.83
	002023	苏泊尔	家电	74.89	66.1	8.79
上海主板	600018	上港集箱	航运	76.72	73.23	3.49
	600019	宝钢股份	钢铁	77.86	72.99	4.87
	600030	中信证券	金融	83.88	78.24	5.64
	600069	银鸽投资	造纸包装	60.82	45.15	15.67
	600079	人福科技	医药	42.52	31.02	11.5
	600098	广州控股	电力	74.21	67.77	6.44
	600121	郑州煤电	煤炭	73.33	64.53	8.8
	600143	金发科技	化工	74.29	66.57	7.72
	600247	物华股份	房地产	57.27	35.91	21.36
	600325	华发股份	房地产	70	61	9
	600352	浙江龙盛	化工	74.89	64.85	10.04
	600361	华联综超	商业	60.18	51.02	9.16
	600398	凯诺科技	纺织服装	48.28	32.76	15.52
	600469	风神股份	汽车及配件	70.59	58.24	12.35
	600487	亨通光电	通信	72.25	59.76	12.49
	600500	中化国际	化工	67.8	62.97	4.83
	600507	长力股份	汽车及配件	60	48	12
	600521	华海药业	医药	65	56.25	8.75
	600550	天威宝变	电气设备	72.23	61.82	10.41
	600570	恒生电子	软件及服务	75	65	10
	600580	卧龙科技	家电	67.92	56.69	11.23
	600595	中孚实业	有色	52.29	47.52	4.77
	600642	申能股份	电力	77.08	69.74	7.34
	600817	宏盛科技	元器件	86.38	79.56	6.82
	600832	东方明珠	传媒	77.2	68.08	9.12
	600886	国投电力	电力	61.91	52.01	9.9
	600900	长江电力	电力	70.39	66.84	3.55
	600973	宝胜股份	机械	62.5	49.38	13.12
平均				67.85	56.81	11.04

重要说明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券所有。