

企業分拆業務四大原因

製表：記者 周紹基

1. 體現子公司價值

例子：市場目前估計屈臣氏的市盈率約30倍，但和黃的市盈率卻只有15倍左右，分拆屈臣氏可體現子公司價值。

2. 套現發展新業務或買入高增長資產

例子：港燈增長率不及外國同類型業務，分拆港燈有利體現電能的價值。

3. 公司需要大筆資金

例子：城電出售固網業務套現淨額35.42億元，當中20.22億元用作派發特別股息，餘款用作發展免費電視及多媒體業務。

例子：廣君在06年亦將冠君(2778)以房地產信託基金形式上市，每股派發股息0.05元，同時，每股更派發特別股息高達5元，受派發特別股息的消息刺激，廣君大升。

4. 降低公司負債率

例子：當年電盈(0008)成功收購香港電訊後，隨之分拆各類業務減債，分拆香港電訊(6823)被市場視為減債之舉。

例子：建滔化工(0148)06年分拆建滔積層板(1888)上市，令建滔化工可收取20億元特別股息，使母公司負債率顯著降低。

揭

四大原因 大孖沙賣資產

港企分拆潮 惹看淡前景撤資疑惑

長和系最近動作頻頻，除公布計劃出售百佳、分拆港燈外，早前亦傳出擬分拆屈臣氏。圖為李嘉誠。資料圖片



本港三大富商近期突掀起分拆業務或出售資產潮，首富李嘉誠接連計劃沽出及分拆套現本港及內地共逾千億元資產的舉動最惹人關注，有人憂慮近期的分拆潮可能是「大孖沙」看淡內地或香港前景而「撤資」，言之鑿鑿稱「大孖沙」的撤資行動已引起中方關注云云。權威分析指出，近期的分拆資產潮，主要有四大原因：體現子公司價值；套現以發展新業務或買入高增長資產；公司需要大筆資金；降低公司負債率。而李嘉誠現時分拆業務，相信更主要的是趁市旺儲「彈藥」及減債，並伺機於歐美併購。

香港文匯報記者 周紹基

隨着歐美經濟數據漸見回復增長，全球股市首三季表現回勇，港股也從5月中的約19,000點水平，一直拾級而上，至今已重上23,000點水平，帶動新股市場趨趨活躍之餘，也刺激到本港大型上市企業，掀起一陣分拆業務潮。近日市場焦點包括了長和系擬分拆港燈、出售百佳超市及傳出分拆屈臣氏；新世界(0017)重啟分拆新世界酒店建議；恒地(0012)主席李兆基向恒地悉數沽出私人及家族持有的中華煤氣(0003)，涉資28.84億元；嘉里(0683)亦擬分拆嘉里物流。

長和系折售料套現逾千億

當中單是長和系的分拆(加上出售百佳超市)，套現可以逾千億元，是今年全球矚目的項目，若加上其計劃減持的內地物業的金額，包括上海陸家嘴東方匯經中心、廣州西城都會廣場，套現金額將加多近100億元。

由於李嘉誠在本港政商界的影響力舉足輕

重，他的連串行動，除港人關注外，內地市場人士也甚關注。有人將之與近期本港的政治環境及內地經濟前景拉上關係，認為是「大孖沙」看淡內地及香港前景的撤資行為，更有言論指「大孖沙」的撤資行動已經引起「中方」的關注，惟「中方」在評估後並無特別緊張，有「消息人士」認為，「能賺錢的地方，自然有人來，長和系減少在內地和香港的資產，自然有人填補，不必過分緊張」。

料拓新業務 覓高增長資產

新鴻基金高級分析師李惠嫻分析指，撇開「撤資論」來看，企業分拆業務主要有四大原因，包括：體現子公司價值；套現以發展新業務或買入高增長資產；公司需要大筆資金；降低公司負債率。她舉例稱，如果一間企業下面有三間子公司，每間資產值是100億元，但母公司的市值通常大幅低於300億元，所以企業會透過分拆業務，將市盈率大幅低過同業的業務分

拆出來，減少集團的資產折讓。

她以和黃(0013)計劃分拆屈臣氏為例，市場目前估計屈臣氏的市盈率約30倍，但和黃的市盈率卻只有15倍左右，便可看出和黃分拆屈臣氏的部分原因。事實上，根據瑞信的研究報告指，和黃若分拆屈臣氏，每股估計可增值59元，該行分析員以2012年EBITDA 25倍推算，和黃減持25%屈臣氏，料可套現約630億元，相等於每股14.7元；與此同時，和黃持餘下75%的零售資產約1,880億元，相等於每股44元。

息低資產貴 提供變現良機

信誠證券投資部經理劉兆祥則相信，未來息率向上的機會極高，因此趁息低資產被炒貴的時候變現，是聰明人的行為。長和系過去一直以台大債務來增加資產，以產生更高利潤，但隨着加息周期重來，這策略便應調整，長和系透過出售百佳、分拆港燈及屈臣氏上市，可套現逾千億元，令集團債務大幅下降，加上長和系因上述消息而獲各大行重新估值，股價至今已累升一成，股東在尚未賣資產下，已經獲得一定回報。

另外，歐美業務整合的機會，相信亦是吸引李嘉誠套現香港及內地資產的原因。野村報告指，在過去4年，李嘉誠總計對歐洲的基礎事業公司投入約250億美元(約1,950億港元)，投資對象從英國的水處理和燃氣分銷業務，延伸至歐洲範圍的電信資產。分析師指，在數年的投資後，這些資產已開始帶來回報，尤其是後者。

背後部署：加息前套現減債

香港文匯報訊(記者 陳遠威)「大孖沙」相繼減持旗下資產，原因眾說紛紛，但在投資者的角度而言，更為關注富豪們爽快脫手公用資產，包括李嘉誠計劃從電能(0006)分拆港燈，集資預計最多390億元；「四叔」李兆基向恒地(0012)悉售私人持有的中華煤氣(0003)1.62%股權，套現28.84億元。富豪沽售公用股，或許代表公用股盈利見頂，趕在美國加息前套現減債，並避免將來受政府實行利潤管制對經營造成「雙重壓力」。

電能旗下港燈總負債達360億元，李嘉誠有意分拆港燈在本港的電力業務上市，分析預計可集資達390億元，解決負債問題又不失對港燈的控制權。電能亦表明，所得資金除用以環球收購項目外，亦可能派發特別股息以助大股東長江基建(1038)減少債務。

美若退市 公用股估值降

近年超低息環境持續，李嘉誠被指持續增加負債，故現時連串分拆及出售業務套現，減債意圖明顯，經濟學者林本利曾撰文指，據和黃(0013)年報資料，去年底集團總負債為2,561億元，但計及其他應付賬、退休金及稅項相關負債，粉飾前的總負債達3,653億元，再加上聯營公司的負債，債務負擔高達11,572億元，遠高過和黃的市值。和黃上周五市價為4,137.6億元。

不過，和黃方面則否認集團有過萬億元負債，並指林本利的計算方法誤導。李嘉誠在上月初會見傳媒時則指，長實的負債率約5%，和黃亦只有20%，認為都屬保守水平，不過，由於美國退市的市況難於估計，他已經下令長和系要全面減債。

利潤管制 回報率將受壓

德銀的報告指，港府就公用事業進行利潤管制協議，港燈與政府商討2018年後協議內容時或面對壓力，料電能盈利將在今年見頂，未來增長能力有限。里昂證券(亞洲)亦指，利潤管制可能導致電能2018年的回報率，從目前的10%降至7%或更低。

另外，據FactSet的數據顯示，在伯南克5月未發表的退市時間表講話之前，電能的預測PE一度達到16.5倍，目前為14倍，但仍高於15年平均值11.7倍。一般而言，在低利率時，公用股會因穩定的利潤和高派息而表現良好，若美國開始加息，這類股票的估值將會下調。

藉分拆體現子公司價值

記者 周紹基

撇開「撤資論」，新鴻基金高級分析師李惠嫻指出，企業分拆業務主要有四大原因，包括：體現子公司價值；套現以發展新業務或買入高增長資產；公司需要大筆資金；降低公司負債率。首先是體現子公司的價值，她指出，以一般綜合企業為例，當中必定有部分業務估值較低，以致拖累整體價值，所以企業會透過分拆業務，將市盈率大幅低過同業的業務分拆出來，減少集團的折讓。

第二是子公司現有業務的增長率，及不上新業務的預期增長率，為追逐更高的潛在回報，分拆業務套現去經營新業務很正常。例如電能(0006)分拆港燈，便是因港燈的增長率不及外國的一些同類業務，分拆港燈有利重估電能的價值，並可取得大量資金，部分投資者亦對純收息的公用股有較大興趣。

套現巨款 降低公司負債

第三是企業股東想套得巨款，透過出售子公司或部分業務，讓母公司股東能收到一大筆特別股息。例如城電(1137)出售固網業務套現，一方面發展電視業務，另一方面讓股東獲得大筆現金。廣君(0041)在06年亦將冠君(2778)以房地產信託基金形式上市，當年向股東派發每股0.05元股息之餘，同時派發特別股息高達每股5元，並令股價大升。

最後是為了降低公司負債率，例子有當年電盈(0008)成功收購香港電訊後，隨之分拆各類業務減債，又重分拆香港電訊(6823)也被市場視為減債之舉。另外，建滔化工(0148)06年分拆建滔積層板(1888)上市，令建滔化工可收取20億元特別股息，使母公司負債率顯著降低。



新世界擬重啟分拆新世界酒店建議。

新世界趁高樓價 分拆酒店上市

香港文匯報訊(記者 陳遠威)近月有多達6間公司宣布分拆計劃，其中新世界(0017)亦趁市況好轉，重啟分拆新世界酒店建議。近年樓價位處歷史高峰，收租回報可觀，但外圍加息壓力日漸逼近，酒店作為地產收租物業，其估值已達高峰，故分析認為分拆可反映資產實際價值，並可「母憑子貴」降低母公司負債。

新世界3月首次公布擬分拆旗下3間酒店上市，惟當時股市不穩，令計劃在6月擱置。新世界主席鄭家純曾指，酒店資產定價視乎市況，外圍利率回升將削弱高息產品吸引力。新世界終在上月底再度重啟分拆計劃，市場消息指，分拆項目已開始作上市預路演，大股東更鬆手以7.5厘至8厘股息率吸引投資者，較年初宣布分拆時高出近2厘。

保薦人新例生效前紛趕上市

除此之外，新股保薦人新例生效亦是多家企業考慮分拆上市的原因之一，由於保薦人在本月開始被要求在上市文件內，完整披露董事及高級管理層的背景資料，故不少保薦人為趕尾班車，速速在9月遞交上市申請表。

郭鶴年家族旗下嘉里建設(0683)亦在上月宣布，計劃分拆嘉里物流上市，市場估計可集資5億美元。摩根大通表示，嘉里建設上半年負債比率為36.3%，分拆嘉里物流將有助降低其負債比率。相信分拆物流業務可吸引短線投資者追捧。