

另类定增 频频举牌 淘金一级市场

资本玩家施展“遁地术” 费尽心思规避监管“红线”

□本报记者 黄莹颖

“PE+上市公司”模式风靡

□本报记者 张洁

随着资源整合并购时代到来，股东积极主义推动“PE+上市公司”模式在A股市场火速蔓延。5月22日友阿股份发布公告，拟出资1000万元参股设立“农银（湖南）一号股权投资有限合伙人”（简称“农银并购基金”）。

今年以来，A股沪深两市公布成立并购基金的上市公司已不下十家。清科研究中心高级经理姬利对此表示，随着中国经济增长势头趋缓，单纯靠主业驱动的逻辑发生改变，并购创新成为不少公司重振企业雄风的重要抓手。

日趋风靡

据友阿股份公告，农银并购基金注册资本为10亿元，公司作为有限合伙人（LP）对农银并购基金以货币方式认缴出资1000万元，占出资总额的1%。公告称，投资农银并购基金是公司资本运营方面的重要举措之一，将有利于公司丰富资本运营领域，提高公司资本运作能力。同时通过农银并购基金积极探索与公司业务相关的其他优质项目资源，巩固和强化公司业务战略构架，有助于公司做大做强，为投资者提供更高的回报。

同在5月份，就相继有两家上市公司公布并购基金计划。5月17日，玻璃器皿供应商德力股份公告，公司将和深圳国金纵横投资管理公司成立并购基金，用于收购或参股符合公司发展战略需要的以轻工、TMT类为主的目标企业。这是继5月14日硅谷天堂牵手通威股份后A股市场上又一“PE+上市公司”案例。

4月底，新亚制程公告称，公司拟于深圳市前海地区与上海巨潮资产管理有限公司共同出资设立深圳市巨潮嵘坤投资管理有限公司，注册资本为人民币2000万元，双方各出资1000万元，各占巨潮嵘坤50%股权。据公告，新设立公司的业务范围为股权、债权及证券投资、投资管理、投资咨询等。公司表示，通过与巨潮资管合资设立投资管理公司，可以借力社会资源，进一步优化公司产业布局，有效发掘投资机会，创新商业盈利模式。此前，昆明制药、莱美药业、爱尔眼科等宣布参与设立并购基金。

中国证券报记者翻阅资料了解到，“PE+上市公司”首次在国内资本市场上亮相是在2011年9月。大康牧业发布公告，公司拟和浙江天堂硅谷股权投资管理集团有限公司共同发起设立天堂硅谷大康产业发展合伙企业（有限合伙），作为公司产业并购整合的平台。天堂大康的出资总额为3亿元，公司作为天堂大康的有限合伙人出资3000万元，占天堂大康出资总额的10%。而此后，硅谷天堂又相继与博盈投资、齐星铁塔、长城集团等6家上市公司达成了类似的合作。

成立并购基金在上市公司日趋风靡，业内人士对此称，这不仅反映资本产业的融合提速，而且PE牵手上市公司提高了并购的效率，PE锁定了退出渠道不确定的风险，可谓是双赢之举。

资源整合提速

资本市场人士对风生水起的“上市公司+PE”模式给予了较高的预期，认为资源整合的并购时代已经到来，A股股东积极主义也开始有抬头之势。

分析人士介绍，此前上市公司并购模式为一对一收购，中间不涉及过多环节。但如今上市公司选择并购标的难度越来越大，而优质的卖方资源却变得稀缺。在上市公司加PE的并购基金设计架构中，上市公司在并购基金中扮演的角色已不是传统意义上单纯出资的LP（有限合伙人），而是在投资决策中占有很大的话语权，其目的在很大程度上就是为了上市公司做并购，只是先由并购基金出面而已。而且，PE在项目的挑选、培育和跟踪上要远超投行，所以资本市场上效仿者蜂拥而起。对PE来说，通过与产业资本的专项合作，可以直接锁定投资的退出渠道。PE业内人士认为，这其中同样是经济的周期性波动释放到公司层面所带来的必然结果，也与国内上市公司管理层对资本运作接受度越来越高有关系。

记者梳理发现，携手PE成立并购基金的上市公司，不仅局限在并购多发的TMT领域，环保、食品、农业、消费、机械等领域也多有涉及。“现在的经济周期已经使得一些细分龙头看到了并购的机会，但其自身没有经验也没有团队来打理这一业务，这时候联手PE可以起到事半功倍的效果。”上述人士表示。

“捕鼠风暴”持续保持高压，从上市公司、公募基金圈刮向证券公司、私募人士，因内幕交易、输送非法利益而被调查、被处罚者屡见不鲜。监管“风暴”的范围仍在扩大，不少机构人士更是草木皆兵。

不过，在一些涉事的机构及个人疲于应付“洗白”时，一些思路“超前”的人士早已开始了新的打法，利用一些巧妙的结构设计和规则，如定增、举牌，甚至将投资迁移到一级市场等，想方设法规避现行监管“红线”。



IC图片

“有心人”利用定增“做文章”

行签订对赌协议。

第一种方式的两次增发中，第一次增发主要是现金增发，增发获得的资金用于补充流动资金，这也是主力资金的建仓期。第二次增发，则是在现金增发完成之后，利用第一次增发的现金再加股权，实施并购，构成重大资产重组。

“利用定增来做文章，主要是手法干净安全，符合规定，虽然程序复杂很多，但是总体上不会出事。”深圳一长期参与定增项目的私募人士说，利用定增规避内幕交易，一般有两种方式：一是做两次增发，二是先

行签订对赌协议。

保底协议是定增交易中公开的“秘密”，上市公司大股东或实际控制人对参与定增对象承诺保本或者一定的收益率，主要通过大宗回购、抵押担保、预付收益等设置来保证保底收益。而对赌协议，其主要是参照PE行业的潜规则，既可以对赌股价，也可以对赌业绩，以放大收益水平。这种做法可以增加股价弹性、增加机构持股时间。

在第二种方式中，资金方先与上市公司签订定增对赌协议或者保

底协议，并且在定增快要解禁的时候，进行相应的资本运作。待到快解禁时，相应的动作就自然而然地发生了。

保底协议是定增交易中公开的“秘密”，上市公司大股东或实际控制人对参与定增对象承诺保本或者一定的收益率，主要通过大宗回购、抵押担保、预付收益等设置来保证保底收益。而对赌协议，其主要是参照PE行业的潜规则，既可以对赌股价，也可以对赌业绩，以放大收益水平。这种做法可以增加股价弹性、增加机构持股时间。

频频举牌有玄机

圳另一私募人士认为，部分公司举牌动作实际上也是为了规避监管“红线”。“主力资金举牌之后，通常要锁定半年时间。在这半年时间里，他们可以向公司派驻董事，也可以影响公司的决策。对于一些壳公司来说，一些有实力的主力资金进驻，往往能帮助他们快速获得新生机会，获取好的资产。这样一来，举牌资金也就巧妙地规避了监管。”根据现行规定，一旦战略投资者增持某家公司股权超过股本的5%，就将面临比较严格的权益披露规定，且举牌后在6个月内不可以卖出股票。

当然，举牌之后，作为资金方的

机构明显可以更深入介入上市公司，比如徐翔的泽熙在3月20日工大首创的股东大会上，与泽熙“同源”的上海泽添推崇的徐峻当选工大首创的董事长。这是泽熙首次掌控一家上市公司的董事会，这种情况未来可能会更多出现。统计显示，今年一季度，徐翔的泽熙总共进入6家上市公司前十大股东，包括特尔佳、国际实业、七匹狼、宁波联合、黔源电力、工大首创。其中持有公司宁波联合约1507万股，占总股本4.98%；持有黔源电力约1014万股，占总股本4.98%；持有特尔佳约1005万股，占总股本4.88%。

转向一级市场淘金

“简单管理可以收取数十万元服务费。而深度介入资本运作，除服务费以外，还可以分享千万元级别的股权超额利润。”深圳一PE人士举例说，2012年以2000万元参股一家上市公司，经过两年，目标公司股价上涨超过两倍，利润超过4000万元。

值得注意的是，在整个过程中，参与的机构担当“牛股”的主要推手，通过并购运作刺激公司股价，而购买的资产在二级市场的估值大幅提升。目前已有的交易数据充分证明，将公司卖给上市公司比卖给非上市公司更划算，交易后股价通常会大幅上涨，这进一步放大了交易中取得上市公司股份的投资人的退出收益。此外，如果上市公司关联方参与对并购基金的出资，也可充分享受重组收益，尤其是当并购基金取得上市公司股份时，重组收益极有可能进一步放大。

“在资产运作之后，再通过增发

等方式融资，在实质性的题材面前，市场也比较认账。”上述深圳私募人士表示。现有的案例中，以硅谷天堂参与的项目最为典型，截至目前，硅谷天堂已与大康牧业、京新药业、万马电缆、齐星铁塔、长城集团、华数传媒、沃森生物等10余家上市公司有着类似的合作，在多数并购案中，并购主体均是PE/VC机构硅谷天堂。

这种典型的“PE+上市公司”并购基金模式中，根据上市公司的出资金额、所处行业、溢价能力的不同，每个并购基金的出资方式、权利分配、退出渠道、管理费收取方式等都各不相同。上市公司的出资比例通常为10%以上，可担任有限合伙人，也可与PE共同担任普通合伙人或基金管理人；上市公司的关联方可参与对并购基金的出资，也可充分享受重组收益，尤其是当并购基金取得上市公司股份时，重组收益极有可能进一步放大。

“在资产运作之后，再通过增发

PE/VC扎堆行业成并购热土

□本报记者 黄莹颖

时间中国的并购发展将呈现出以下特征：一是大规模并购事件仍将主要发生在传统行业，尤其是金融和能源业，其主要方式仍以横向并购为主，并购目的不外乎行业整合、规模效应、化解过剩产能等；二是新兴产业在并购数量上将显著超越传统行业，尤其是信息技术和医疗保健业，其并购方式也由横向并购向垂直和多元化发展；三是并购区域主要关注长三角、珠三角和京津冀地区，无论是传统行业的横向整合、新兴产业的并购，还是市场关注度极高的国企改革，上述地区都走在市场的前列。

在并购的趋势中，有两个新的趋势也值得关注。民生证券认为，一是金融对并购的渗入，尤其是在PE/VC快速发展，而以IPO为主的退出机制不畅的背景下，并购退出成为首选；二是政策对并购的鼓励，尤其是2010年以来，国务院发布文件鼓励企业兼并重组，促进非公有制经济和中小企业发展，2014年初这一政策又得到进一步强化。

在两个新的趋势中，信息安全、互联网等新兴产业将有望成为PE/VC角力的主战场。民生证券的研究显示，2000年以来大量PE/VC基金成立，资本投资趋于市场化，有2000笔投资尚未退出。2012年开始IPO暂停，2013年并购作为PE/VC基金的退出渠道开始逐步升温，这一趋势预计在未来将得以延续。

事实上，由并购带来的市场机会，已使得医药板块在过去的5月成为最为强劲的行业之一。今年第一季度，医疗服务、并购整合等主题机会更是使得医药牛股迭出。此前的2月初，双龙股份发布公告称，将以10.8亿元的价格收购吉林金宝药业100%的股份。双龙股份主要从事化工产品白炭黑的研发、生产和销售，2013年年报显示净利润同比下降9.77%。不过，在上述公告披露之后，该股连续刷出8个涨停。

目前，2000点的政策底已是共识，并购题材一定会是全年主线。民生证券的一份报告表示，买壳上市和战略合作对上市公司的股价作用最为显著，前者无需多言，后者一般来讲并购标的溢价较高，对公司业务影响作用大。当前市场最为流行的横向整合中期角度看对股价刺激作用也较为明显，超额收益有5个百分点。而多元化战略和资本运作对股价刺激作用较小。

PE/VC扎堆推动并购

据民生证券分析，未来一段

本公司董监会及全体董事保证公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

近日，公司控股子公司北京歌华有线数字有限公司（简称“歌华有线数字媒体有限公司”）与中国移动通信集团北京有限公司（简称“中移动北京公司”）在北京共同签署了《关于合作共建4G网络框架协议》。

为提高北京地区居民社区及周边区域的移动信号的覆盖，更好地为北京地区移动用户提供服务，双方基于2012年签署的《WLAN网络建设合作框架协议》原则，达成合作共建框架协议。合作期限五年。基于公司的网络基础设施，双方共同拓展4G网络建设、维护及光纤、管道等资源合作。歌华有线数字媒体公司提供移动通信设施和设备的建设、运维及优化等服务。2014年度合作规模预计为北京地区的几个区域，中移动北京公司按照约定的费用标准支付相关费用。

特此公告。

北京歌华有线电视网络股份有限公司
2014年6月5日

股票代码:600037 股票简称:歌华有线 编号:临2014-025
转债代码:110011 转债简称:歌华转债

关于与中移动北京公司签署合作共建4G网络框架协议的公告

本公司董事会及全体董事保证公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

近日，公司控股子公司北京歌华有线数字有限公司（简称“歌华有线数字媒体有限公司”）与中国移动通信集团北京有限公司（简称“中移动北京公司”）在北京共同签署了《关于合作共建4G网络框架协议》。

为提高北京地区居民社区及周边区域的移动信号的覆盖，更好地为北京地区移动用户提供服务，双方基于2012年签署的《WLAN网络建设合作框架协议》原则，达成合作共建框架协议。合作期限五年。基于公司的网络基础设施，双方共同拓展4G网络建设、维护及光纤、管道等资源合作。歌华有线数字媒体公司提供移动通信设施和设备的建设、运维及优化等服务。2014年度合作规模预计为北京地区的几个区域，中移动北京公司按照约定的费用标准支付相关费用。

特此公告。

北京歌华有线电视网络股份有限公司
2014年6月5日

股票代码:600037 股票简称:歌华有线 编号:临2014-025
转债代码:110011 转债简称:歌华转债

关于与中移动北京公司签署合作共建4G网络框架协议的公告

本公司董事会及全体董事保证公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

近日，公司控股子公司北京歌华有线数字有限公司（简称“歌华有线数字媒体有限公司”）与中国移动通信集团北京有限公司（简称“中移动北京公司”）在北京共同签署了《关于合作共建4G网络框架协议》。

为提高北京地区居民社区及周边区域的移动信号的覆盖，更好地为北京地区移动用户提供服务，双方基于2012年签署的《WLAN网络建设合作框架协议》原则，达成合作共建框架协议。合作期限五年。基于公司的网络基础设施，双方共同拓展4G网络建设、维护及光纤、管道等资源合作。歌华有线数字媒体公司提供移动通信设施和设备的建设、运维及优化等服务。2014年度合作规模预计为北京地区的几个区域，中移动北京公司按照约定的费用标准支付相关费用。

特此公告。

北京歌华有线电视网络股份有限公司
2014年6月5日

股票代码:600037 股票简称:歌华有线 编号:临2014-025
转债代码:110011 转债简称:歌华转债

关于与中移动北京公司签署合作共建4G网络框架协议的公告

本公司董事会及全体董事保证公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

近日，公司控股子公司北京歌华有线数字有限公司（简称“歌华有线数字媒体有限公司”）与中国移动通信集团北京有限公司（简称“中移动北京公司”）在北京共同签署了《关于合作共建4G网络框架协议》。

为提高北京地区居民社区及周边区域的移动信号的覆盖，更好地为北京地区移动用户提供服务，双方基于2012年签署的《WLAN网络建设合作框架协议》原则，达成合作共建框架协议。合作期限五年。基于公司的网络基础设施，双方共同拓展4G网络建设、维护及光纤、管道等资源合作。歌华有线数字媒体公司提供移动通信设施和设备的建设、运维及优化等服务。2014年度合作规模预计为北京地区的几个区域，中移动北京公司按照约定的费用标准支付相关费用。

特此公告。

北京歌华有线电视网络股份有限公司
2014年6月5日

股票代码:600037 股票简称:歌华有线 编号:临2014-025
转债代码:110011 转债简称:歌华转债

关于与中移动北京公司签署合作共建4G网络框架协议的公告

本公司董事会及全体董事保证公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

近日，公司控股子公司北京歌华有线数字有限公司（简称“歌华有线数字媒体有限公司”）与中国移动通信集团北京有限公司（简称“中移动北京公司”）在北京共同签署了《关于合作共建4G网络框架协议》。

为提高北京地区居民社区及周边区域的移动信号的覆盖，更好地为北京地区移动用户提供服务，双方基于2012年签署的《WLAN网络建设合作框架协议》原则，达成合作共建框架协议。合作期限五年。基于公司的网络基础设施，双方共同拓展4G网络建设、维护及光纤、管道等资源合作。歌华有线数字媒体公司提供移动通信设施和设备的建设、运维及优化等服务。2014年度合作规模预计为北京地区的几个区域，中移动北京公司按照约定的费用标准支付相关费用。

特此公告。

北京歌华有线电视网络股份有限公司
2014年6月5日

股票代码:600037 股票简称:歌华有线 编号:临2014-025
转债代码:110011 转债简称:歌华转债

关于与中移动北京公司签署合作共建4G网络框架协议的公告

本公司董事会及全体董事保证公告内容不存在任何虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

近日，公司控股子公司北京歌华有线数字有限公司（简称“歌华有线数字媒体有限公司”）与中国移动通信集团北京有限公司（简称“中移动北京公司”）在北京共同签署了《关于合作共建4G网络框架协议》。

为提高北京地区居民社区及周边区域的移动信号的覆盖，更好地为北京地区移动用户提供服务，双方基于2012年签署的《WLAN网络建设合作框架协议》原则，达成合作共建框架协议。合作期限五年。基于公司的网络基础设施，双方共同拓展4G网络建设、维护及光纤、管道等资源合作。歌华有线数字媒体公司提供移动通信设施和设备的建设、运维及优化等服务。2014年度合作规模预计为北京地区的几个区域，中移动北京公司按照约定的费用标准支付相关费用。

特此公告。

北京歌华有线电视网络股份有限公司
2014年6月5日

股票代码:600037 股票简称:歌华有线 编号:临2014-025
转债代码:110011 转债简称:歌华转债

关于与中移动北京公司签署合作共建4G网络框架协议的公告