

A股“全民并购”背后泡沫泛起

□本报记者 张莉



制图/王力

资金争食 题材炒作 掮客横行

“有没有人要买壳,有没有人要卖壳?谁帮我们找一个好项目?”在资本圈人士的微信群上,时常看到这样通过社交媒体来寻找业务的吆喝。同时,越来越多的上市公司近期发布公告,计划通过引入PE等机构投资者、设立产业并购基金来实现战略布局,参股式并购基金数量直线攀升。资本市场正在兴起一股“全民并购”风潮。

并购能造就市场奇迹,其中隐匿的巨大风险却不容忽视。“这几年金融圈不少人都转行玩并购,可真正懂行的人并不多。有些交易资产溢价过高,一旦过了承诺期,没有人能够保证稳定的业绩,这里面难免会有很多陷阱和泡沫。”在深圳管理一家并购基金的严生指出,尽管不少行业巨头都是通过并购快速扩张,但目前市场炒作氛围浓厚,企业快速扩充遭遇瓶颈、资本运作形成估值泡沫的情况并不罕见。

随着越来越多PE系并购基金、创投机构、资本掮客等角色的介入,并购重组业务也催生了一些新鲜玩法,其中的利益链条错综复杂,标榜市值管理进行并购题材包装、推高股价做减持套现的“圈钱游戏”此起彼伏,各方攫取暴利背后难排除内部人控制的嫌疑。

资金争食并购蛋糕 市场流行新玩法

最近两年,资本市场并购交易高潮迭起,越来越多的上市公司热衷通过并购重组方式完成自身的战略扩张布局,而在二级市场,一旦涉及并购重组概念的公司,股价连番飞涨的不在少数。“如果将目前A股的并购重组概念股做一个指数的话,毫无疑问,这个指数已经处于牛市的行情之中。”在不少投资界人士看来,并购市场的热潮已经来临,并且未来的空间还在不断放大,各路资金都从中嗅出了机会。

“现在行政监管层面的审批政策开始放松,大量拟上市公司希望借助并购重组通道上市,加上新兴产业领域投资加码、上市公司自身的市场战略布局以及规模扩张需要,未来的并购案例将会越来越多。”深圳中信证券财富管理中心总经理李且认为,并购活跃成为资本市场的一大趋势,不少存量资金及增量资金也开始转战并购领域,形成并购市场庞大的需求方。“目前创业板估值过高的风险已经出现,以往投资创业板的资金及投资机构联盟已然解体,市场资本迫切需要通过并购为自己寻找好的出路。同时,一些现金流充裕的大市值公司,无疑也开始考虑积极推动并购,这些都会

刺激并购市场活跃。”

在不断升温的并购市场中,PE等投资机构的角色开始日益凸显,多家上市公司牵手机构的消息也见诸报端。7月9日,齐心文具对外宣布,公司和融通资本、和君集团共同成立5亿元齐心和君产业基金;7月3日,东阳光科公告称,公司拟与深圳市九派资本共同发起设立并购基金,规模不超过3亿元。除此之外,天舟文化、当代东方、蓝色光标、中恒集团、迪安诊断、昆明制药、莱美药业、爱尔眼科等企业也先后发布公告表示将参与投资并购基金,其中动辄几十亿的并购基金规模令市场各方咋舌。

业内人士分析,这种“上市公司+PE”的模式正是目前并购市场中非常流行的新玩法,起初由创投机构天堂硅谷创设,即PE联手行业集中度低的上市公司设立并购基金,进行控股型并购,由基金出面收购项目,然后等待项目孵化成熟后转手给上市公司,或变现退出,或参与换股收购退出。实际上,这类并购玩法可以实现多方共赢:对于资金实力有限的上市公司而言,并购基金的介入既可以通过杠杆化操作撬动较大的收购资金金额,也可以利用PE机构的金融资本优势筛选项目,降

低并购的不确定风险。对于PE机构而言,通过参与并购基金可以提前锁定退出渠道、享受上市公司收购完成后股价上升的增值收益。

相关数据统计显示,由上市公司联手PE机构合作共同设立或主导发起的产业并购基金,正在成为推动并购市场高歌猛进的活跃力量,数量呈现出直线上升的态势。清科研究中心报告显示,截至2014年上半年,清科集团旗下私募通收录中国股权投资市场LP数量增至9589家,其中披露投资金额的LP共计7738家,可投资本量增至8344.97亿美元。LP数量较本年一季度增加了590家,增速为6.6%。

不过,并购基金的过度蔓延也开始令人担心。一位券商投行人士指出,目前中国的并购式基金还缺乏专业的职业经理人和完善的公司治理文化,收购股权后可能难以进行专业的管理和整合,未来资产流转的效率也会受到影响。“很多原来在银行、信托等从事和投行业务无关的人士也开始转行加入并购基金,但糟糕的是,很少有人能够专业和精准的选择项目并进行调研,一拥而上的结果就是把并购基金给玩坏了。”

热门资产受到追捧 高估值风险积聚

在各路资本、机构及上市公司裹挟并购题材狂奔之际,围绕新兴产业投资、科技创新以及政策利好等领域的产业并购大案不断抛出,以数倍溢价率成交的并购交易成为市场关注焦点。业内人士认为,在天价并购和不断飙升股价的背后,凸显的正是当下并购市场难以根治的“发烧”症状:吹涨业绩、粉饰资产、透支盈利前景,高估值泡沫风险将为企业后续发展埋下隐患。在A股市场,部分涉及并购题材的上市公司股票,一旦未来业绩无法支持此前高估值预期,泡沫破灭,股价将出现断崖式下跌,最终由投资者埋单。

一位近期获得千轮融资的某团购网负责人透露,现在不少传统行业不惜斥巨资将资产整合的目标转向收购移动互联网、TMT、文化传媒等热门资产,类似移动APP应用等创业型公司也借此轮并购风潮而卖出不错价钱。“今年年初,以BAT联盟为代表的资本方开始在电商、金融、社交、旅游、视频等诸多行业进行大手笔并购,并购价格越谈越高,这也导致上市公司对上述领域资产的争夺。”

Wind统计数据 displays,今年上半年,约有165家公司发布并购重组公告,其中有114家公司溢价率在100%以上,还有部分上市公司在收购资产时溢价率超过1000%。当越来越多高估值的并购事件出现,也让人担忧这波并购潮是否会重蹈过去一些稀土资产、手游资产等案例的覆辙,在A股掀起巨大泡沫,最后业绩下调、利润难以维持、股价跌幅惊人,以稀土资产收购为例,2011年大量公司曾先后筹划高价收购稀土资源,A股稀土概念股也借此暴涨,多家涉及稀土资产的公司市盈率甚至超过300倍。但随着2012年稀土价格一路下跌,稀土行情遭遇雪崩,不少收购计划流产,一些投资者损失惨重。

实际上,梳理过去并购市场的资本流动脉络,不少并购重组的标的往往高度迎合二级市场的炒作热点,由此制造出以手游、互联网为代表的行业估值高峰。一位私募人士透露,很多接口市值管理做并购交易,迎合市场热门题材装入资产,往往旨在通过做高利润、拉升股价。“我知道最近一家创业板的上市公司正在积极推动并购某移动互联网

平台,其中一个目标正是为了做市值维护。”

另一方面,一些上市公司如果脱离产业实际盲目并购,或者忽略企业发展速度过度扩张并购,最终会给企业带来不良影响。上述投行人士表示,过于激进的跨行业并购尽管在短期内会做高市值、赢得市场关注,但长期来看企业文化、管理制度的相互融合,市场布局、规模扩张和业绩增长是否符合预期,都存在不确定因素。“如果一些公司股价的市值抬升过快,利润又没法跟上,在市场上就会很被动了。”

业内人士指出,中国式的并购普遍存在盲目跟风、炒作题材的氛围,也有不少是玩概念、玩运作,“在热门资产流行的时候,很难判断并购交易的价格是否过高,但未来过于激进的盈利预测如果无法兑现,收购的资产可能会成为拖累,对公司本身的发展未必是好事。”在严生看来,很多估值过高的并购交易,到最后上市公司无法保证业绩增长,从事并购业务的中介机构也会面临退出困境。“很多并购过于急功近利,只专注于引入资本进行扩张或跑马圈地,对风险并没有考虑很多。”

资本掮客穿针引线 内幕交易更隐蔽

日前,证监会公布了《上市公司重大资产重组管理办法(征求意见稿)》以及《关于修改〈上市公司收购管理办法〉的决定(征求意见稿)》,其中提出对现金支付的非借壳上市并购重组,完全取消事前审批,对于发行新股支付的并购重组,实行分道制审核,并丰富并购重组的支付方式。政策的宽松无疑对新一轮并购浪潮起到推动作用。有私募人士认为,并购重组的事件日益频繁,其中出现的违规、泡沫或者不实资产收购的问题自然会夹杂其中。

此前,一则在微信朋友圈的传闻开始在私募圈流行,曾公开宣布牵手PE机构、借道并购加码产业整合的某上市公司股价近日跌幅较大,知情人士认为其“上市公司+PE”设立产业并购基金的盈利模式可能涉嫌违规,不排除上述并购平台既在二级市场买卖股价,又在一级市场推动并购相

关事宜。不过,上述传闻的真实性并没有得到证实。有私募人士分析:“如果平台运作并购项目的时间过短、题材包装过度、资金面不干净,就会出现问题。”

据了解,目前流行的“上市公司+PE”模式,尽管可以利用上市公司和PE机构双方的优势互补,促成并购高效的完成,但仍存在内部人控制的问题。如果上市公司实际控制人的关联方参与对并购基金的出资,实际控制人则有机促成收购,待股价上涨后套现,这类以关联交易掏空上市公司的戏码并不少见。严生指出,普通的并购交易就有上市公司、银行、投资机构甚至有人脉关系的资本中介,利益链条很长,有些控制人也可以通过设立离岸公司控制PE以规避审核或者满足标的资产条件,进而实施控制。

除此之外,在并购游戏中还有一批专职为并

购业务牵线搭桥的中间人充当资本掮客,间接介入上市公司并购重组方案的筹划之中,使并购游戏愈加扑朔迷离。据深圳某私募人士分析,这类资本掮客并不像一般的财务顾问,他们通过上市公司、资金方、操盘手的多方面配合来做高溢价,提前释放利好,形成可以顺利实行的并购方案。在并购概念热炒后,大股东在解禁后大幅减持套现,而资本中介方也获得了高于成本数倍的溢价收益。

一位接近监管层的人士坦言,如何界定上市公司市值管理和内幕交易,对于监管方面而言仍是一个巨大的难题。一方面在市场化并购时代,上市公司需要通过资本市场做大做强,另一方面内幕交易手法日益隐蔽,上市公司高管及相关知情人也有利益动机做内幕交易。未来需要完善事后监管和惩罚力度,严打内幕交易,保护投资者利益。



机构深耕并购重组题材

□本报记者 张莉

近期,越来越多的上市公司开始选择牵手PE等机构设立并购基金,或筹划重大资产调整以投身并购重组市场。不少机构认为,目前中国并购市场在经济转型、技术进步和政策宽松的诸多利好下飞速成长,加上产业并购基金等新的市场中介出现,新一波并购浪潮必然兴起,市场各路资金也会追随并购重组大潮进行投资布局。

相关概念股表现抢眼

今年以来A股并购重组热度持续升温。Wind统计显示,今年上半年完成并购重组的案例多达885起,交易总金额为3667.92亿元,未完成案例为1122起,涉及交易金额为9038.48万元。

对于资本市场而言,并购重组热潮汹涌正在不断吸引各路资金进入,在多家上市公司宣布启动并购重组计划之后,二级市场新一轮的并购重组主题投资热潮也随之启动。今年股价累计涨幅超过200%的多只个股,均因并购重组股价飙升。业内人士认为,由于新修订的并购重组规则旨在提升上市公司提升参与并购的积极性,并购重组概念股有望进一步活跃。

目前不少私募机构、公募基金均注重深挖并购重组题材,经济转型、上市公司行业布局、PE机构转型等因素促成资本市场并购重组活跃。工银瑞信中小盘基金在2014年第二季度报告中指出,经济转型环境下,并购、转型公司明显增加,部分并购整合、产业转型的主题性个股可适当参

与。另有私募人士指出,近期广东、福建、上海等地国企改革在积极推动国资整体上市、资产置换等,这无疑给并购重组概念股带来机会。

多维度寻找投资机会

业内人士认为,目前上市公司并购重组动作频繁,新兴产业、环保、文化传媒等领域板块的资产整合需求旺盛。不少券商机构发布报告指出,医药、零售、军工等行业蕴藏较大的并购机会,跨界并购案例日益增多,吸引各路市场投资资金的关注。

深圳圆融方德投资高级研究员尹国红认为,不少行业的并购交易伴随着相关公司股价不断上涨。未来A股市场并购公司会日益增加,对市场的正面影响非常明显。今后不仅可以看上市公司自身的业绩增长,还可以看打通上下游并购的状态会不会给公司带来市值变化,从中挖掘投资机会。

市场人士建议,投资者可以更多关注上市公司并购重组的相关动态,进而挖掘其中的投资机会。安信证券研究报告指出,根据并购投资机会的大小,未来有四个方向可以持续关注:一是战略性新兴产业的并购;二是通过海外并购提升整体研发实力,完成产业升级的投资机会;三是混合所有制改革和传统产业的整合蕴藏国企改革投资机会;四是被产业资本举牌的上市公司投资机会。

国泰君安研究报告梳理出两条主线寻找并购重组浪潮中的机会:一是寻找具备并购潜力的上市公司;二是挖掘在并购公告披露后,市值仍被低估,协同效应没有被市场充分反映的公司。

政策松绑 程序简化 上市公司并购热情高涨

□本报记者 黄莹颖

今年上半年,并购市场异常火热,完成并购案例数量同比大幅增加近八成,上市公司参与的并购案例更是频频发生,上市公司参与并购的热情高涨。分析人士指出,随着近期监管层对上市公司并购重组活动出台多项鼓励政策,并购重组热潮料将延续。

政策扶持加码

证监会近期发布了《上市公司重大资产重组管理办法(征求意见稿)》和《关于修改〈上市公司收购管理办法〉的决定(征求意见稿)》。中信证券认为,在大量IPO企业排队背景下,证监会修改上市公司并购重组管理办法有利于促进上市公司开展并购重组,并购重组有望常态化。由于IPO进度缓慢,相当一部分企业可能失去耐心,进而转向并购重组。

政策松绑使并购重组程序得以简化。海通证券指出,A股市场将掀起新的并购重组浪潮。首先,经济亟需转型是推动并购重组的主要内在动力。2014年以来,国内经济“新常态”特征凸显,经济步入稳定中速增长、调结构的重要保障手段,经济结构转型阶段恰是并购重组事件的高发期。其次,并购重组市场的外部大环境更加成熟完善,包括审批速度不断加快、并购融资手段不断丰富等。此次征求意见稿的发布,也是落实新“国九条”鼓励市场化并购重组的重要举措。

并购交易活跃

从今年上半年情况来看,并购案

例频发,上市公司参与并购的热情亦前所未有高涨。

清科研究中心统计显示,2014年上半年,中国并购市场共完成国内并购687起,较2013年同期大涨79.8%,环比微降3.5%,在2014年上半年全部完成的并购案例中占比87.6%;披露金额的636起案例共涉及交易金额340.85亿美元,同比激增158.70%,环比涨幅为19.3%,占全部交易金额的66.8%。从季度来看,二季度国内共完成并购案例390起,环比一季度增长31.3%,涉及的交易总额高达220.43亿美元,较一季度大幅增长83%。

值得注意的是,在并购层面,上市公司手握的筹码亦相当丰厚,2014年上半年依然是中国股权投资市场最大的资金来源,并保持较快增长趋势。清科研究中心统计显示,上市公司可投资本量以2176.15亿美元继续领跑,占比为26.1%。公募基金和主权财富基金居于其后,可投资本量分别为1668.97亿美元以及1542.75亿美元,占比分别为20.0%以及18.5%。紧随其后的是FOF、投资公司、企业年金以及企业LP,可投资本量分别为522.90亿美元、352.35亿美元、327.11亿美元以及307.57亿美元,占比分别为6.3%、4.2%、3.9%以及3.7%。

从运作方式来看,目前上市公司主要通过PE机构合作共同设立或主导发起设立并购基金。清科研究中心认为,通过合作设立基金的模式,一方面上市公司可以借助PE机构资本运作的优势助力公司的战略投资或资产重组,另一方面,上市公司也为PE机构提供了丰富的资金来源。