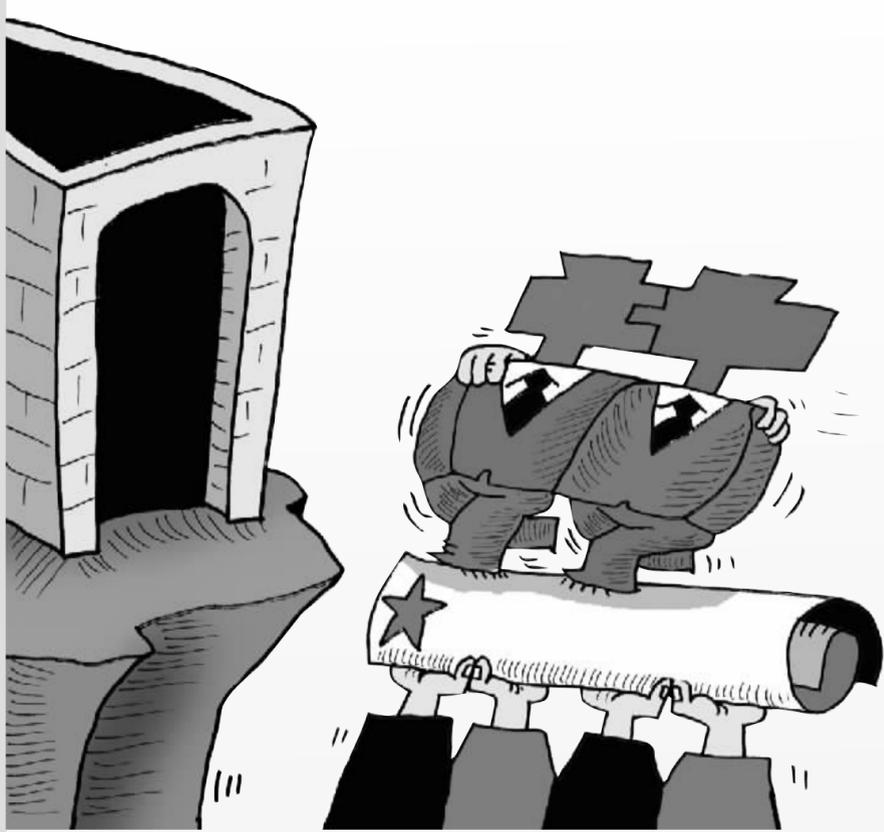


并购重组“松绑” 投行紧扣产业谋增量

□本报记者 陈健 孙翔峰

近日,监管层发布了再融资审核指引、“小额快速”并购重组审核机制等多项政策,大幅放松了并购重组中的部分限制,优化了对重组上市的监管安排。市场人士表示,频频发布的政策显示了监管层对于上市公司并购重组业务的肯定态度。在当前市场不活跃、各方向动能不足背景下,政策暖风有助于调动市场情绪,机构并购重组业务也有望持续转好。

华东地区一位券商投行相关业务负责人对中国证券报记者表示,尽管当前市场波动较大增加了并购重组交易的不确定性,但国内股权资产价格当前整体处于估值底部,也是部分优质上市公司通过并购重组做大做强良机。公司将积极参照国家产业政策指引,快速布局医药、新能源等相关重点行业的并购重组市场,把握发展机遇。



视觉中国图片

政策暖意浓

证监会日前发布修订后的《关于上市公司发行股份购买资产同时募集配套资金的相关问题与解答(2018年修订)》,明确募集配套资金可部分用于补充上市公司和标的资产流动资金、偿还债务。

2011年修订的《上市公司重大资产重组管理办法》中第一次明确了募集配套资金的表述,计算公式为交易总金额的25%。随后几年中,对于配套资金的募资金额以及用途做过多次调整,2016年版本的《上市公司重大资产重组管理办法》对拟购买资产交易价格给出了计算方法,并明确表示“募集配套资金不能用于补充上市公司和标的资产流动资金、偿还债务”,构成借壳上市的不得募集配套资金。

多位市场人士对记者表示,当时这一规定出台有市场环境特殊性的考虑,但是随着市场环境的急剧变化,当前上市公司

并购重组意愿持续降低,有必要适当修改规则。证监会新的监管要求在保持对并购重组业务审慎监管的同时,也在一定程度上迎合了市场的心声。

根据财汇大数据终端统计,2017年全年并购重组通过审核的数量为161家,审核通过率为93.06%。2018年初至今,总共通过审核75家,审核通过率约为84%。并购重组的数量和通过率都明显降低。

新时代证券研究所所长孙金钿表示:“目前上市公司对并购重组的需求仍然很大,但推进过程中存在审批要求严格、周期长、二级市场低迷、股价波动大等问题,发行股份购买资产的方式具有较大的不确定性。因此,更多的上市公司倾向于现金并购。”

9月份以来,随着新政策出台,监管部门积极鼓励对于优质项目的并购,审核速度加快。国金证券担任独立财务顾问的中国天楹88亿元并购西班牙Urbase这一

目前中国最大的环保行业并购项目,从证监会受理到过会只用了50多天。

“放松并购重组监管要求有助于市场‘引流’。”上海交通大学上海高级金融学院会计学教授陈欣告诉中国证券报记者,目前资本市场整体活跃度较低,新的并购重组政策有助于吸引产业资本通过并购重组这一途径进入A股市场。

国金证券投行部门相关业务负责人赵明(化名)对中国证券报记者表示,近期的一系列政策集中体现了监管部门松绑并购重组政策,希望通过简化行政审批、加强灵活的定价机制和解决重组后资金压力等措施,解决在并购重组中各方存在的实际困难,从而为上市公司运用并购工具发展壮大提供了更大的运作空间,进而激发二级市场活力,逐渐带动投资者信心的恢复。

“上述新政策的落实有利于符合国家产业政策发展方向、具备先进生产技术的上市公司通过并购做大做强。”赵

明表示,一方面交易金额小、发股数量少的小额并购交易会增多;另一方面,有利于控股权较低的上市公司进行并购。之前囿于持股比例低,实际控制权可能发生的变化的困扰,部分上市公司只能通过加杠杆用现金进行并购。新政策的实施,减少对实际控制人并购前增持上市公司股份的时间限制,能推动发行股份进行并购的顺利进行,从另一个方面也促进上市公司负债率的下降。同时,新政策拓展了配套资金的用途,提高并购的积极性。

上海海能证券投资首席分析师江涛认为,长期来看,证监会近期不断鼓励上市公司进行并购重组,前期还有鼓励小额并购的快速审核制度,都旨在提高上市公司的并购重组热情。而并购监管的逐步放松,有利于那些抗冲击能力强、资金管理优秀、长期稳定发展的上市公司通过并购重组提高行业市占率,从而提高企业抗风险能力,提高股价的稳定性。

进一步重塑市场生态

业内人士表示,上述政策在“松绑”并购重组的同时,一些方面也加强了监管。例如,并购重组前突击入股投资者锁定期计算标准更加明确严格。此次解答对特定对象认购股份的资产持续拥有权益的时间计算标准给出了更加明确和严格的限定,即“自公司登记机关就特定对象持股办理完毕相关登记手续之日起算”,但足额缴纳出资日晚于相关登记手续办理完毕之目的,自足额缴纳出资之日起算。

“这意味着突击入股投资者在‘持续拥有权益的时间’计算上的操作空间更小,‘快进快出’的难度更大。”申万宏源表示。

一些市场人士表示,监管层也在积极适应市场变化,在政策调整的过程中尽量追求监管效用的最大化,促进并购重组乃至整个A股市场生态的健康化。不过,从当前的市场环境上来看,并购重组市场改善仍需各方持续发力。

赵明表示,目前并购重组市场发展面临着诸多挑战。一方面,通过审核后,如何督促并购主体履行承诺,如何避免上市公司和承诺主体联合损害中小股东利益,仍需要监管部门采取比较有约束力的措施,明确责任,从而提升并购的质量。另一方面,二级市场活跃度大幅下降,影响了并购的活跃度,监管政策仍需要继续放

宽审批条件,在配套资金运用、并购方式选择等方面给并购主体更多的选择权。监管的重点应放在对并购过程中和事后的合规性进行审核,防止通过财务造假等损害中小股东利益的情况发生。

“市场本身确实有一些问题是需要监管的,但是管得太严,对市场本身也会有一定伤害。”陈欣建议,进一步减少形式上的监管,同时加强实质性监管。借鉴海外成熟市场的经验,在并购重组事项上采取备案制等方式,但是在事后发现有操纵市场、利益输送等行为则要给予非常强力的处罚。

江涛表示,在适应监管政策的同时,

上市公司也需要减少资本运作的想法,深耕主业。经历过之前一轮并购潮,可以轻易发现并购失败的案例或者对赌失败的案例比比皆是。成功的案例更多是立足自身行业的发展,旨在提高行业市占率,做大做强主业。虽然从想象空间的角度看并不能在短期内大幅提振股价,但时间轴拉长好像并不坏。

江涛同时建议,投资者理性看待上市公司并购重组,挖掘真正有价值的并购重组,未来对于上市公司的资本运作,需要提高自身判断能力,对好的标的给予溢价,对质地较差的或者发展前景黯淡的“用脚投票”。

投行业务料迎增量

伴随着监管的加强和制度的完善,产业并购正成为上市公司和机构业务共同聚焦的方向。

植德律师事务所上海分所负责人姜涛表示,产业升级和整合还是要围绕上市公司,并购重组是一个重要的方式。此次政策的发布,有利于防止不良并购重组的同时,鼓励有产业升级需求的并购重组。预计上市公司并购重组会进一步活跃,也会给相关机构带来更多业务机会。

对于小额快速并购重组,北方某中型券商投行人士指出,在执行层面能否有效地执行,还有待观察。目前还没有完整走过一遍流程的案例。如果效率比较高,那么预计后续类似案例会越

来越多。

“未来在二级市场趋向稳定的前提下,并购重组业务审核的时间和程序会相应简化,并购重组数量和金额特别是高端装备制造制造业等方面的并购重组将出现比较快速的发展。”赵明表示。

光大证券投行总部并购业务相关负责人张嘉伟对中国证券报记者表示,最近几年来在并购重组审核政策稳定、审核效率较快的大背景下,上市公司小额并购重组数量逐渐增多。新的政策出台后,允许小额快速审核,同时也可以配套募集部分资金,预计小额并购数量还会有所增加。

申万宏源认为,从规模角度来看,不同于2016年推出的创业板小于5000

万元的融资类小额快速定增,此次适用简化审核流程的“小额快速”类定增并购项目融资体量,相比于一般的融资类定增项目,对投行吸引力仍然较大。

并购重组业务历来是各券商的必争之地。从收入角度看,并购重组业务收入在券商业务收入结构中的占比仍很低,尚有较大提升空间。今年8月份,中国证券业协会发布的证券公司2018年上半年度经营数据报告显示,131家证券公司当期实现营业收入1265.72亿元,其中,财务顾问业务净收入为45.16亿元,占比仅为3.6%。

中国证券报记者了解到,各家券商目前正在抓紧布局。例如,国金证券已

运作了多起市场上比较有名的案例,如上述中国天楹的收购案例,以及目前正在进行的天津锂业收购智利SOM的股权项目,均是比较受关注的并购重组案例。

赵明指出,国金证券将继续积极根据国家发展高端制造装备业等产业政策,围绕公司具有优势资本运作经验的医药、新能源、环保、汽车等行业进行布局,为上市公司选择优质的标的企业,服务客户,为中国资本市场并购重组业务发展助力。

张嘉伟介绍,光大证券后续将依托光大集团的强大金融和产业背景,聚焦实体经济,服务产业,快速布局国家重点行业的并购重组市场。

A股公司

并购新三板企业持续活跃

□本报记者 陈健

今年以来,A股上市公司并购新三板企业持续活跃。同花顺iFinD数据显示,截至10月15日,今年以来共有128家上市公司披露拟收购新三板公司股权,交易标的总价值累计超过600亿元(包括正在进行的并购)。随着近日监管层发布一系列“松绑”并购重组的政策,业内人士认为,后续上市公司对新三板挂牌公司的并购有望进一步被激活。

交易金额普遍较小

A股上市公司并购新三板企业近年来力度不断加大。相关机构统计数据显示,2016年上市公司并购新三板公司的交易金额达94.36亿元,2017年达348.76亿元。截至2018年9月30日,A股上市公司并购新三板企业已完成规模达243.62亿元(剔除做市商、剔除重复项)。

安信证券分析师诸海滨指出,对于新三板企业而言,IPO审核趋严、小额快速并购效率提升,或刺激更多优质企业被A股上市公司并购。从A股上市公司方面可以看出,主要是出于公司经营考虑,通过外延并购模式加快业务布局。从被收购方看,多为“小而美”标的,集中在“0-5亿元市值、0-3000万元净利润”这个区间。

诸海滨说,从并购交易金额看,普遍都不大。今年以来,启迪桑德收购普华环保的交易金额为13亿元,交易规模居前。数据显示,截至10月15日,其他已完成的案例交易金额均在5亿元以下。其中,1亿元-5亿元之间的并购案有13例,1亿元以下的为10例。

从并购对价的估值方面看,广证恒生认为,2018年上市公司并购新三板企业的估值水平持续下行,2018年前三季度并购平均有效PE为16.14倍。此前于2018年5月22日发布跟踪报告时,完成并购案例的平均PE为20.78倍。

青睐优质企业

从并购角度看,当前新三板优质企业的价值越来越凸显。国盛证券分析师张俊表示,当前新三板整体市盈率已处于历史低位,优质企业具有较强的投资价值;从部分优质企业定增价高于市价可以看出,市场融资呈现出募集资金向优质挂牌企业聚集的特点,反映出投资者对于盈利能力强、具备长期成长能力的企业、具备潜在转板以及被并购机会的看好。

东北证券分析师付立春认为,在某一方面具有独特性的新三板企业对A股上市公司更具有吸引力。例如,资产总量、行业地位、业务成长性、核心技术、优质团队等等因素。另一方面,很多上市公司原有业务还比较传统,而新三板企业中高科技、新兴行业较多,通过这种方式也有助于上市公司实现业务拓展。

诸海滨表示,新三板被并购公司“小而美”的特征显现,但仍有净利润1亿元以上的优质公司成为上市公司“心仪目标”,多为细分行业龙头。行业方面,信息技术、机械设备、文化传媒、医药生物等领域备受青睐,医药类(行业内整合)、消费类(跨界整合)明显增多。未来新三板新兴产业细分领域龙头优质企业或将受到更多关注。

■ 记者观察

上市公司并购重组回归“初心”

□本报记者 孙翔峰

“我们希望找到一个拥有一定技术实力,能够让我们在相关产品上站住脚的公司进行收购。”近日,上海一家小家电企业上市公司董秘对中国证券报记者表示,公司虽然大股东持股比例较高且现金流充足,但对于并购标的的选择非常谨慎,标的必须和公司主营业务相关,同时必须具有拿得出手的技术基础。

“好的并购能成就公司,但是不合适的并购也能拖垮一个公司,”该董秘在交流中如是说。

从中国企业的并购史来看,该董秘对“坏并购”的担忧并非毫无根据。2012年开启的创业板牛市最大的功臣之一就是上市公司开展的并购重组,通过不断地外延式收购公司并表来呈现靓丽的财务数据,从而带动股价飙升。但随着市场环境的变化,这种“填鸭式”催肥的负面效应逐步显现,一些并购标的估值虚高,带来了高额商誉。市场下行周期中,高额商誉最终成为高悬在创业板头顶的“达摩克利斯之剑”,也为最近两年创业板持续低迷埋下了伏笔。

记者此前参与的一个关于并购重组的论坛上,矽亚投资CEO张兰丁表示,全球的并购失败率为70%,而在中国并购失败超过80%。并购失败20%是交易策略、结构失败导致的,80%是并购整合不力导致的。张兰丁预测,2011年-2020年发生在中国的并购案例将总共超过10万起,涉及8万亿美元,按照80%的失败率估算,未来涉及到8万起的剥离,涉及到6.4万亿美元。这意味着国内因并购失败带来的产业剥离将迎来高潮。

不过,值得肯定的是,和前述上海的小家电企业一样,国内以A股上市公司为主的企业对于并购重组的态度也在逐步转变,产业整合、合理并购成为主流选择。

中国证券报记者统计的近期A股新增的并购重组案例也印证了这一趋势。特别是在近一个月公布的10份上市公司重组方案中,有8份都是围绕着主营业务进行的横向和纵向并购。

10月12日,汉嘉设计在公告中披露了收购杭设股份85.68%股权的预案。汉嘉设计在预案中表示,本次交易完成后,杭设股份将成为上市公司的控股子公司。通过本次交易,杭设股份在燃气热力、市政工程和建筑工程设计与总承包领域的核心技术和现有业务资源,将对上市公司提高综合服务能力形成必要的补充,进一步扩大上市公司的业务覆盖范围,为其工程设计业务及EPC总承包业务的整合和产业链的延伸提供支持。通过收购杭设股份,上市公司将在业务资质、主营业务涉及领域等方面得到进一步完善,有利于提高公司核心竞争力。

“对上市公司和中介机构来说,首要的是要提升并购重组的质量,寻找和收购优质的标的公司来提升上市公司的实力,防止为了股价上涨而进行的‘忽悠式’重组或者‘套利式’重组,只有这样,才能真正实现价值投资。”沪上一家券商的投行负责人表示。正如该投行人士所言,当前市场环境下,无论是外围市场还是内部环境,对上市公司的经营都提出了巨大的考验。在这种重要关口,A股上市公司在并购重组上更要牢记初心,踏踏实实寻找真正能给企业带来资源上、技术上实质性利好的并购标的,踏踏实实做好每一次并购,这样才能渡过漫漫寒冬,在春暖花开时优雅绽放。