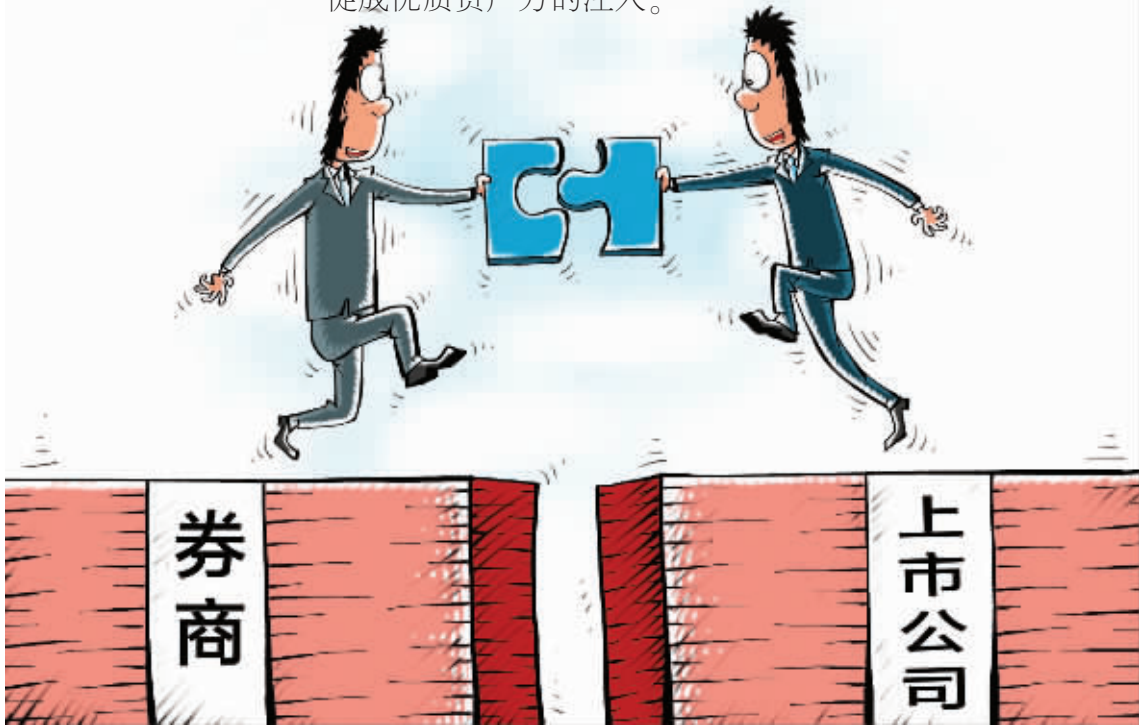


并购重组渐回暖 券商踊跃谋布局

□记者 陈健 黄淑慧

受二级市场持续调整、壳价值缩水,并购重组政策的松绑、相关工具创新等因素影响,并购重组市场正迎来持续回暖。中国证券报记者从多家券商投行部门了解到,正在重点布局2019年并购重组业务,看好在产业并购、借壳上市等方面的机会。

华东某券商投行业务人士表示,预计政策面将继续支持并购重组,提升并购质量。公司正在积极准备,一边摸底上市公司并购重组需求、进行“壳”资源筛选;同时积极寻找项目,促成优质资产方的注入。



视觉中国图片

双向并购活跃

多位投行和并购基金人士对中国证券报记者表示,站在目前时点,更为明显的机会仍在于并购上市公司经历了2018年A股市场估值的大幅下行,上市公司市值缩水严重,并且一些上市公司因股权质押等问题陷入流动性困境,使得并购上市公司成为值得关注的机会。

2019年伊始,上市公司股权转让以及借壳上市公司的案例频频发生,延续了2018年四季度以来的活跃度。据中国证券报记者不完全统计,仅2019年1月以来,就有中化岩土、骅威文化、惠伦晶体、金圆股份、碧水源、南威软件等多家上市公司公告,重要股东与买方签署协议或达成意向,转让所持上市公司股份。其中一些案例将导致上市公司控股股东、实际控制人变更。

碧水源1月11日公告称,公司控股股东、实控人文剑平,股东刘振国、陈亦力、周念云及武昆5人合计拟转让公司10.70%股份给川投集团,转让完成后,川投集团将成为碧水源第二大股东。

同时,借壳案例亦不在少数。1月7日,ST新梅披露重组预案,爱旭科技拟作价不超过67亿元借壳ST

新梅;1月9日,武汉中商发布关于重大资产重组停牌的公告,正在筹划以发行股份购买居然之家100%股权,预计本次交易涉及的金额将达到重大资产重组的标准。而市场人士估测,考虑到两家公司体量悬殊,居然之家借壳上市可能性很大。

某中型券商投行业务人士莫以琛(化名)表示:“目前,上市公司的其他并购重组也在逐步增长,但主要还是以产业上下游并购为主,炒概念、跨行业并购,居然后不管不鼓励,市场也不买账”。

天风证券并购业务相关负责人告诉记者,现在的并购市场,交易双方越来越回归到并购本源上,原有的忽悠式、高估值、高对赌的并购重组数量将会下降到冰点,取而代之的是能够给上市公司和标的公司双方带来业务协同效应的产业并购。

业内人士认为,自2018年下半年开始,监管机构针对并购重组出台了一系列鼓励政策,包括重组配套融资的用途拓展,小额快速并购重组审核的简化,还有对非控股股权资产的交易适当放宽等。对此,广发证券相关负责人表示,监管机构对并购重组的支持态度和政策调整将有利于并购重组市场形成

投行业务重点布局和耕耘的业务之一。

从业务类型看,上述天风证券并购业务相关负责人指出,投行业务应当以产业并购、借壳上市为重点进行突破,例如,围绕有借壳上市资质潜力,半年以上冲击过IPO没有成功的企业以及行业的龙头企业开展合作,把握其中的机会。

“工作方式上,投行应当转变身份定位,从原先的材料制作通道转变为各方资源的整合者。当前,天风证券积极以投行工作为切入口,提供一体化服务满足客户资本市场需求。以天风证券近期作为战略重点工作的纾困上市公司业务来说,公司以实业纾困的方式推动产业重组和资源推动,参与到上市公司整合全行业资源的过程中,加速推动头部聚集过程,和企业共谋发展、共享收益、共担风险。”上述天风证券并购业务相关负责人表示。

有分析人士指出,就上市公司而言,目前自身主导的并购仍然面临一些难题。一方面,在套利模式失效之后,上市公司的并购动能一定程度上消退。另一方面,身处资本市场寒冬,有能力展开外延并购的上市公司数目减少。此外,在目前较为低迷的A股环境中,上市公司并购重组中的配套融资仍然较难寻觅

合效应,那么大于2的部分是交易各方赚的钱。如果实现不了这种整合价值,这样的并购就没必要开展。

一村资本董事总经理刘晶从并购基金的角度指出,完成并购之后,为并购标的“赋能”,才是并购基金更重要的价值所在。帮助所并购标的改善企业治理结构,提升资源整合和重组重建效率、优化业务结构、促进其实现产业升级,方能实现最终并购的价值。这也是此前诸多并购基金所相对欠缺的。无论是

聚焦以产业和实业为基础的并购生态,可有效地挤压套利型并购行为,引导并购交易和投资从虚向实,促进包括二级市场在内的投资理念向更理性的方向转变。

同时,政策也鼓励对并购重组的支付工具也进行多元化尝试。例如,近日,继赛腾股份定向可转债并购之后,市场也迎来了首例(中国动力)定向可转债用于配套融资的案例。

莫以琛指出,在目前募集配套资金采用发行期首日定价规定下,允许使用定向可转债募集配套资金,给了投资方一个选择权,如果认为股价低就可认购股票;股价高,可选择认购可转债,该政策比较市场化,有利于提高投资方积极性,也反映了监管层在想办法提高并购重组市场活跃度。

新时代证券研究所所长孙金钿表示,整体看,并购重组和再融资政策在经历了2014年—2015年的宽松,以及2016年—2017年的收紧之后,2018年三季度开始再次迎来宽松周期。政策持续松绑,将驱动并购重组市场加速回暖。

投资者,这些都对券商投行并购重组业务能力提出了挑战。

广发证券相关负责人表示,随着我国资本市场市场化改革的推进,并购重组类业务从通道型业务向投行型业务转变的速度将会加快,这就要求投行需要从以下几个方面加大能力建设方可把握其中的业务机会:提高价值发现能力;提高资源配置能力;提高在行业和专业上的广度与深度。

此外,针对并购重组后,目前上市公司出现的业绩承诺不达预期、商誉减值等问题,莫以琛表示,现在之所以商誉比较高是因为被并购资产的溢价率比较高。一些上市公司为了做业绩、做市值,太高也迎难而上,这是源头;也有些上市公司此前为了炒作概念,高位套现,明知被并购资产质量不是多好,也并购进来。对此,券商今后在相关并购业务中要更加注重发挥专业能力,寻找优质资产,同时注意理性估值。

“商誉风险积重难解对并购估值合理性提出挑战,商誉虽然是会计处理的技术问题,但是商誉问题的本质是管理能力问题,随着并购驱动因素的变化,并购市场估值合理性预计将面临更多方面的检验。”广发证券相关负责人表示。

控股型并购、参股型并购还是与上市公司合作帮助其寻找并购标的,在并购以外能提供的价值都将愈发重要。而这也是今后并购基金体现核心竞争力的重要方面。

对于目前市场担忧的商誉减值,莫以琛表示,降低商誉减值风险,也需要并购重组之后注意双方的融合,尤其是企业文化、人与人的融合,这是很难的。只有良好的融合才能发挥被并购资产的最大价值。

2018年券商再融资承销逾3500亿 同比下降近五成

□本报记者 陈健

Wind数据显示,2018年券商再融资承销业务方面,共有47家券商合计承销金额3520.51亿元,同比分别下降28.79%、48.10%。与此同时,再融资业务集中度也在提升,2018年再融资承销金额排名前十的券商共计承销2668.10亿,占比高达75.79%。机构分析认为,随着再融资新规等政策的落地,有望提升上市公司募资需求,进一步带动券商业绩改善。

多家券商跻身前十

Wind数据显示,2018年券商再融资业务(包括定增、公开增发、配股、可转债)承销金额排名前十分别为:中信建投(597.12亿元)、中信证券(592.72亿元)、国泰君安(416.16亿元)、华泰联合证券(287.87亿元)、中银国际证券(161.99亿元)、国信证券(158.10亿元)、申万宏源(152.51亿元)、中金公司(140.10亿元)、民生证券(87.15亿元)、招商证券(74.39亿元)。对比2017年,中银国际和民生证券2018年杀入前十名,前者2017年的承销金额为59.43亿元,排名第29位;后者2017年的承销金额为35.47亿元,行业排名第36位。

从2018年再融资保荐承销费用收入来看,有可统计数据的35家券商中,排名前十的分别为:中信建投(2.08亿元)、华泰联合证券(1.26亿元)、国泰君安(1.14亿元)、中信证券(1.01亿元)、国信证券(9346.26万元)、海通证券(8824.75万元)、广州证券(7316.47万元)、东兴证券(7105.21万元)、广发证券(6923.16万元)、民生证券(6740.12万元)。对比2017年,海通证券、广州证券、民生证券2018年新晋前十名,三者2017年的收入金额分别为5905.02万元、1400万元和1882.80万元。

从2018年再融资承销数量排名来看,共有13家券商承销数量在10宗以上,其中排名前十的分别为,中信建投(43宗)、中信证券(33宗)、华泰联合证券

(29宗)、广发证券(26宗)、国泰君安(22宗)、中金公司(21宗)、民生证券(17宗)、海通证券(17宗)、国信证券(14宗)、东兴证券(14宗)。对比2017年,2018年再融资承销数量前十名变化不大,仅民生证券一家为新进入者,其2017年的承销数量为7宗。

集中度提升明显

分析人士表示,从券商再融资业务集中度来看,2018年再融资承销金额排名前十的券商共计承销2668.10亿元,占比高达75.79%;而2017年再融资承销金额排名前十的券商共计承销4138.44亿元,占比为61.01%。具体到券商来看,2017年再融资承销金额排名第一的中金公司,市场份额为13.54%,而2018年再融资承销金额排名第一的中信建投,市场份额则升至16.96%。

与此同时,从再融资承销金额及市场份额来看,再融资业务竞争激烈。相比2017年,券商再融资业务前十名,不仅榜首易主,还有券商被挤出前十名,如兴业证券、高盛高华。

分析人士指出,在当前的市场环境和政策环境下,行业集中度势必加速提升,头部券商优势愈发突出,利好专业能力强、资本实力雄厚的大券商。中长期来看,投行业务实力领先的大型上市券商有望受益于再融资新规落地。

民生证券表示,近期股权融资政策密集出台,科创板、试点注册制和再融资新规对股权融资的长期发展形成助力,预计股权融资规模逐步提升,投行业务领先的大型券商业绩有望率先实现业绩改善。

新时代证券认为,2018年定增市场融资规模下滑到3212亿元,相较2016年巅峰时期的1.13万亿元,下滑超过70%。可转债向下有债底的存在,向上具备股权的弹性,类似于此前的保底定增,定向可转债融资的放开,尤其是对于财务指标的突破,使得可转债有望取代定增成为再融资市场的核心品种。

商誉减值股坚不认 上市公司盲目并购冲动消退

□本报记者 黄淑慧

牛市并购累积的商誉减值风险目前正在逐步释放中,这一并购后遗症也在一定程度上抑制了上市公司盲目并购的冲动。中国证券报记者了解到,一些上市公司认为,在当前环境下并购应趋于理性

并购动力相对减弱

随着2013年—2015年高溢价外延式并购的集中爆发,A股上市公司的商誉快速累积。光大证券统计显示,截至2018年三季度末,全部A股商誉规模共计1.45万亿元,商誉/净资产比例为4.10%,分别较2013年大幅提升了2.93个百分点。板块间比较,创业板公司的商誉问题更为突出,商誉/净资产为19.24%,远高于主板的2.60%、中小板的11.22%。

业内人士表示,牛市并购的后遗症仍在,2018年年报季可能成为商誉减值的高峰。一些上市公司高管在谈到并购时均表示,虽然政策环境暖风频吹,但是前车之鉴不远,一些前期大规模并购的公司,因为标的公司业绩不及预期,如今深陷商誉减值的泥潭。因此,未来面对并购机会,出手将趋于理性。

华泰联合证券董事总经理劳志明表示,在新的市场环境下,并购双方都有各自的心思,对买家上市公司而言,并购带来的股价和市值上涨的效果不明显,并购套利逻辑基本失效,通过并购方式来实现外延式扩张的动力明显减弱。从交易条件来讲,买家对价格非常敏感,担心高估值带来的商誉减值风险。从并购出让方角度来看,基于对后续股价上涨没有乐观预期,交易的静态价格构成了并购商业利益最重要的部分,在出售价格上会开始显得锱铢必较。

申万宏源分析师彭文玉认为,商誉减值风险尚需持续释放。2019年1月8日会计准则委员会声

明对商誉会计处理仍按现行要求,但如果一旦对商誉采取摊销模式,并购带来的业绩增厚的不确定性将加大,一定程度上上市公司的高溢价并购重组积极性会抑制,尤其是轻资产并购,长期而言将促使上市公司在并购重组估值谈判中更加理性谨慎。

估值水分持续挤出

业内人士表示,总体而言,上市公司在当前环境下并购思路趋于务实,对标的估值的合理性、后续整合协同效应等因素考虑更多。

申万宏源统计显示,随着上市公司并购重组趋于理性,估值水分被持续挤出。并购重组估值溢价率呈下降趋势,剔除极端值后,2018年重大重组估值溢价率均值和中位值分别为4.64倍和1.89倍,分别同比降26.3%和38.1%,且位于近五年最低位。收购标的PE中值约为14.67倍,为2015年至今最低位,同时标的PB中值也有所下滑。

此外,不少上市公司越发强调并购中的产业整合逻辑。“国内外多项研究表明,企业并购的失败率高达50%—70%。在2013—2015年的上一轮并购热潮期,真正成功的并购究竟有几成,恐怕企业心知肚明。”一家上市公司高管坦言,此前不少公司的出发点就是“买利润”提升股价,动机不纯,其实并购和恋爱结婚很类似,如果初心就不正确,“婚后”双方的磨合也很可能成为问题。唯有基于产业整合诉求的并购才有更高的成功概率。

多位投行人士指出,并购趋势和资本市场的发展与股市走向有着较为明确的正相关关系。目前A股市场活跃度下降,并购后的股价上涨效应减弱,定增市场投资者的风险偏好和投资积极性都维持在较低水平,上述因素一定程度上限制了上市公司开展并购项目的热情。不过,真正具有产业整合诉求的细分行业龙头仍然会积极寻觅相应的外延式并购机会。