

创新支付工具 并购重组市场回暖

□本报记者 孙翔峰



视觉中国图片

产业升级成主线

华东一家工程机械类上市公司董秘赵明（化名）近日对中国证券报记者表示：“公司在本行业内已经处于领先地位,通过并购重组加强行业整合,建立更深的企业‘护城河’,已经是公司决策者现在最关心的课题之一。”

这并不是一家企业的心声。从国际企业发展史来看,产业转型升级与资本并购重组相伴相生,在美日欧等国的经济发展过程中,几乎在每一次产业的转型升级进程中,资本市场上都必然会发生一系列的并购重组案例。

业内人士认为,上市公司作为我国经济的主体力量,在通过资本运作推进产业转型升级的进程中具有独特优势。上市公司通过资本市场开展并购重组,不仅可以获取收购方的技术和团队,弥补企业技术研发实力的不足,同时还可以快速

加入新兴产业,拓宽企业经营范围,提升企业的市场竞争力。

事实上,经历过2013年到2015年中小创公司热火朝天的外延式并购之后,国内企业正将并购重心转向产业整合。据中国证券报记者不完全统计,今年以来,在27家新发布重组预案的上市公司中,有12家企业的重组目的为横向整合,占比将近44.44%;5家企业的目的为多元化战略,占比为18.51%。

中国证监会并购重组委员会公布的数据显示,2018年全年发生的并购重组案例中,42.87%的上市公司进行并购重组的目的为横向整合,34.03%的上市公司则是出于多元化战略,增加新产品、布局新行业、开拓新市场,减少单一经营的风险。对比今年以来的数据,为推行多元化战

略而并购重组的企业明显减少。

光大证券投行总部并购融资业务相关负责人张嘉伟认为,并购重组是基于企业发展战略的商业行为,这一市场的显著活跃说明更多的企业希望通过并购重组的方式吸收更多的优质资产,将企业做大做强,完成企业的战略布局。同时,也表明越来越多的优质资产愿意选择通过被并购的方式,依托于更大更强的企业平台,将自身的业务发展壮大,从而长远地利于并购双方的发展。

“随着IPO审核趋严及企业转型升级压力增加,上市公司急需并购具有核心竞争力的标的公司,而非忽悠式重组,并购将回归产业本质。”德邦证券投行部相关负责人莫以琛（化名）对中国证券报记者表示。

支付方式创新

分析人士指出,从当前的并购重组市场案例来看,现金支付比例逐步降低,股权支付比例明显提高。Wind数据显示,当前的并购重组案例中,股权支付方式占比从去年的13.25%提升到30%以上。同时,上市公司通过“股份+可转债+现金”进行支付的案例也逐步增加,为市场提供了更多选择。

长春高新2月24日公告称,公司正筹划发行股份、定向可转换债券及支付现金方式购买长春金赛药业股份有限公司30%股权,同时拟向不超过十名特定投资者非公开发行股份及/或定向可转换债券募集配套资金。

从2018年四季度至今,市面上一共只有3单通过这种支付方式的并购重组案例,分别为雷科防务、中国动力和赛腾股份三家企业的相关收购。其中,赛腾股份和中国动力均于去年年底披露了相关预案,雷科防务于今年1月份披露相关

预案。这三个案例在并购重组的购买方式上都是发行可转换债券、发行股份以及支付现金三个方式的结合。长春高新案例的出现,无疑为市场提供了更多的可能性。

业内人士认为,定向可转债是介于发股和现金支付之间的支付工具。简而言之,上市公司发行定向可转债购买资产时,交易对方在股价上涨时可换股来赚取交易差价,当股票下跌时可以行使债权来规避风险。这可以大大增加交易方案的弹性,有助于消除交易的分歧而使得并购重组更容易达成。

“定向可转债具有诸多优势,未来可转债支付并购重组对价将有很大的市场空间。”莫以琛表示,定向可转债给予交易对手远期选择权,兼具股债特性,增加了交易弹性,更有助于交易达成,也有利于交易对手控制风险;同时,可转债降低了上市公司当期的现金支付压力,增强了上市

政策提供制度保障

并购重组市场的回暖离不开政策的支持。莫以琛对中国证券报记者表示,近年来,监管层修订完善了一些制度,旨在遏制忽悠式、跟风式重组,提高发审效率,为优质上市企业的并购重组项目提供完善的制度保障。

张嘉伟认为,积极的政策引导是并购重组市场活跃的助推器,2018年10月以来,证监会逐步推出各项关于并购重组的支持政策,如“小额快速”审核机制、并购重组配套募集资金用途范围的放宽、IPO被否企业筹划重组上市的间隔期从3年缩短为6个月、试点定向可转债用于并购重组支付手段、简化并购重组预案信息披露要求等,均旨在鼓励优质企业参与上市公司并购重组。

“目前,90%以上的并购交易已无需证监会审核,即便是需要审核的并购交易,审核效率也明显提升。在发审效率提高的同时,证监会还通过加强直接监管、与交易所等部门协同监管等方

式完善穿透式监管,进一步规范市场参与者的交易行为,提高了市场的风险防范能力和资金容纳能力。”莫以琛表示。

值得注意的是,在鼓励合理并购的背景下,张弛有度仍然是监管的重要导向,对于并购重组中的违规行为监管从未放松。证监会强化了对上市公司并购重组内幕交易违法行为的防控,证监会要求上市公司于首次披露重组事项时向证券交易所提交内幕信息知情人名单;此外,上市公司首次披露重组事项后股票交易异常波动的,交易所将视情况要求上市公司更新内幕信息知情人名单。证监会派出机构可根据需要对辖区上市公司重组过程中的内幕知情人登记管理制度执行情况等防控工作实施专项现场检查。

在这样的背景下,进退有据的高效并购重组市场趋势渐渐明朗。据中国证券报记者不完全统计,截至2月28日,今年已有30余家上市公

司的并购能力;此外,可转债还可以吸引中低风险偏好的资金方加入交易。

赵明认为,定向可转债支付方式的推出,一定程度上反映了政策对于支付方式创新的鼓励,在合法合规的前提下,上市公司可以采用更灵活的方式来促进交易达成。

企业对于定向可转债的支付适用范围正在积极探索。在雷科防务的交易案例中,可转债及股份募集配套资金中的2.27亿元用于支付本次交易中的现金对价,1.44亿元用于补充上市公司及其子公司流动资金,2500万元用于支付本次交易相关中介机构费用。公司因此成为A股市场上首家发行定向可转换债券及股份同时用于支付交易对价及配套融资的并购重组案例。有意思的是,长春高新在重组方案中迅速“借鉴”了此方式,市场创新积极性可见一斑。

公司并购重组事项失败。多家上市公司表示,二级市场大幅波动、资本市场环境发生较大变化,重组进展无法达到双方预期,是重组失败的重要原因。从相关公司的具体案例来看,并购标的质量低、盲目跨界、并购行为得不到监管和市场认可等因素的影响,也不容忽视。比如证监会此前否定两家上市公司重组方案时,都提及了“标的资产未来盈利能力的稳定性具有重大不确定性”这一因素。

“以前市场对跨界重组认可的时候,企业一个重组方案就可以让市值增长几十个亿,但是现在一些并购标的不佳的重组方案公布之后,企业往往复牌就是几个跌停,一些企业因此丧失了并购的动力。”赵明表示。

赵明进一步表示,在当前的监管背景下,投机性的并购行为空间越来越小,上市公司必须不忘初心,立足主业,才能通过并购重组做大做强。

市场各方积极“寻机”科创板

□本报记者 孙翔峰 陈健

科创板准备工作已进入最后冲刺阶段。中国证券报记者日前了解到,各地政府密集摸排、走访、支持科创板潜在上市企业,PE等投资机构也在为参与科创板投资积极准备。业内人士分析,变中寻机是市场参与者当前最重要的任务。

加速冲刺

对于科创板的推出,各地表现出极大的期待与热情。据中国证券报记者不完全统计,目前已有17个省市发布过相关信息,并积极进行科创板企业资源的摸排工作。同时,为鼓励本地企业赴科创板上市,多省市出台多项补贴政策。上海市最高补贴达到2000万元,补贴最低的省市也有100万-200万元的奖励。

从目前了解到的信息来看,各地所谓的“储备企业”都具有了一定的规模,各项筹备工作也进入冲刺阶段。“最近市里密集走访企业,了解上市筹备情况。”上海一个大型产业园区的高层对记者表示。

中国证券报记者了解到,在最近的走访中,上海市的针对性非常强,走访对象主要集中于大概率前几批有望登陆科创板的头部企业,且对于企业上市筹划准备工作的了解事无巨细,甚至会现场对企业和中介机构进行一些协调指导。

“对地方政府而言,鼓励属地企业登陆资本市场一直是一项大事,而科创板携注册制改革之风,属地企业上市不仅是代表着对资本市场发展的支持,更是各地科教经济实力的集中体现。”华东地区某地级市金融办的工作人员对中国证券报记者表示。

事实上,为了支持属地企业登陆科创板,一些地方政府甚至通过召开专项会议、“立军令状”等方式推动。2月19日,江西省召开企业上市“映山红行动”推进会,其中提到“要抢抓机遇,加强调度,确保科创板开板有江西企业的身影”。江西省在会议上直接提出,重点会同招商证券做好南昌金达莱环保的推进工作,确保成为首批科创板上市企业;会同华泰证券做好赣州孚能科技的

推进工作,力争年内上市;积极推动晨光新材料、悦安超细等一批企业做好准备工作。

积极卡位

业内人士表示,科创板将给资本市场各个行业带来系统性的变化,变中求机是市场参与者当前最重要的任务。

“设立科创板及试点注册制,将会为创投机构带来新的退出渠道。这一制度的推出将有助于减少行政审批环节,有效地为各参与主体形成股权投资领域的闭环,让优秀的创新型企业可以在国内资本市场上获得发展所需资金支持。”德景投资合伙人刘万清对记者表示。

新鼎荣盛资本管理有限公司董事长张驰表示,科创板推出之前,国内缺乏有效退出渠道,导致人民币资金对科创企业缺乏足够的关注,很多优秀企业得不到国内创投资金支持。同时,一些头部企业的投资也只能被美元基金所垄断。

“科创板的推出,最大的行业变革就是人民币资金可以投创业项目。这将为国内科创企业发展带来良机。”张驰表示,在行业变革产生的时候,更多的投资机会已经来临,现在的头等大事是发一只科创板基金。

“大量的私募都在抢这波机会。”张驰告诉中国证券报记者,为了快速完成发行,他的私募科创板基金计划首批募资金额只有2亿元。他说:“先发2亿投进去,后续可以滚动发行,再发再投。”

和张驰一样,很多PE机构目前正在抓紧发行科创板相关基金。一些机构明确表示,科创板真正推出之后,一级市场价格还会水涨船高。当前市场累积了过去20年中国诞生的科创企业,未来标的可能会减少,要通过积极“抢跑”占住最好的投资机会。

不过,这种抢跑的方式并不被投行等大型机构认可。“科创板不是一锤子买卖,随着制度确立,中国会有更多优秀企业在科创板支持下快速发展,目前抢跑有一定的套利机会,但是只关注短期机会显得目光不够长远。”华南一家大型券商的投行人士对记者表示。

商誉减值高峰已过

成长板块配置价值显现

□本报记者 陈健

并购重组对于上市公司而言,带来快速发展的同时也可能埋下商誉减值的隐患。随着2018年年报季的到来,上市公司特别是中小创公司的商誉减值问题日益受到市场关注。分析人士表示,预计2018年是A股上市公司商誉减值高峰期,而2019年商誉减值风险将大幅下降。随着商誉减值的集中出清、业绩预期修复以及美联储加息缩表节奏放缓,成长板块的配置优势正阶段性显现。

部分行业商誉减值较大

近日,天神娱乐、中文在线、久其软件、华谊兄弟等多家上市公司公告计提大额商誉减值准备。例如,游戏公司天神娱乐2月27日公告称,经公司及下属子公司对2018年末可能存在减值迹象的资产进行全面清查和减值测试后,2018年度拟计提各项资产减值准备合计63.98亿元,其中仅商誉减值一项就计提超48亿元。

天神娱乐称,2018年度,由于宏观政策及市场环境的变化,以及公司部分游戏产品研发进度未达预期、游戏产品未能及时上线等原因,各子公司业绩在2018年度集中大幅下滑,导致当期商誉减值计提金额较大。

有机构表示,发生商誉减值的原因多为“并购标的业绩亏损”或者“并购标的业绩承诺不达预期”两种。风险最大的仍是那些涉及大量外延并购的公司,尤其是带有业绩承诺的并购。

据中信建投统计,截至2018年第三季度,A股商誉突破1.4万亿元,占上市公司净资产的比重为3.7%。从商誉总额来看,传媒、医药和计算机行业居前,传媒、餐饮旅游商誉占净资产比重超20%;从商誉减值损失来看,机械、传媒、石油石化行业居前,商誉对业绩影响较大。

国海证券指出,中小板、创业板

2018年业绩大幅下滑主要出现在2018年第四季度,业绩的明显变化与大幅商誉计提有明显关联。

新时代证券表示,中小创目前已经全部披露2018年业绩预告,从业绩预告来看,中小创2018年商誉减值规模将再创新高。商誉减值可能成为拖累2018年中小创业绩的首要原因。

今年商誉减值风险料大降

不过,随着2018年商誉减值的洪峰过去,机构预计2019年商誉减值风险将大幅下降。

新时代证券表示,外延并购对中小创的业绩贡献有望在2019年由负转正。2019年,外延并购有望在政策持续放松背景下加速回暖,对业绩正向贡献的比例增加;同时,商誉减值风险大幅下降,业绩的负向贡献大幅减少。

广发证券认为,从2019年涉及业绩承诺的并购数量及期限分布来看,2019年商誉减值的数量很难超过2018年;从2019年创业板内生及外延业绩增长趋势来看,2019年创业板商誉存量减值的比例也很难超过2018年。可以预计,2019年创业板商誉减值风险将继续释放,但压力最大的时段可能已经过去。

招商证券指出,在诸多上市公司主动在2018年年报阶段计提商誉减值的背景下,预期会有更多拥有较高商誉的企业竞相效仿,一次性出清虚高的商誉资产,为未来几年围绕主营业务发展的业绩成长营造良好的基础。

分析人士认为,在当前经济下行周期中,随着商誉减值的集中出清、业绩预期修复以及美联储加息缩表节奏放缓,成长板块的配置优势正阶段性显现。

西南证券指出,虽然2018年相当多公司经历了商誉减值,但是公司的主营业务并未受到相应的影响,甚至有所增长。在商誉减值的风险冲击过后,这些公司有望轻装上阵,股价得以重拾恢复性上涨。