

# 并购基金风云再起 火爆背后暗藏隐忧

□本报记者 张昊



CFP图片 合成/苏振

在IPO暂停、新股发行改革的背景下，众多中小企业上市无门，开始寻求通过被并购进入资本市场。这为众多并购重组基金提供了机会，并购退出成为未来VC、PE们最重要的退出渠道。

不过，随着近期成长股公司股票被持续爆炒，成长类公司的估值被进一步推高，加之新型产业还存在其他诸多不确定因素，也给并购重组基金的发展带来了一些隐忧。

## 天堂硅谷大康的养猪梦

湘西怀化，雪峰山脉和武陵山脉逶迤蜿蜒，沅水自南向北贯穿全境，森林覆盖率达65.3%。在普通游客眼中，怀化是一座距离旅游胜地凤凰古城半小时车程的湘西小城；在养殖从业人员眼中，怀化拥有南中国发展生猪养殖的优良环境——怀化多山、多植被的自然环境，为发展养殖业提供了天然的屏障，怀化的养殖业自古以来很少受到瘟疫灾害的影响。

大康牧业，主营业务为生猪、饲料及屠宰肉制品的生产和销售，是怀化第一家上市公司。凭借着怀化的地理位置和自然条件，大康牧业实现了上市之前的发展。如今，上市后的

大康牧业正在通过并购基金，大举扩张公司的养猪版图。

与天堂硅谷合作的机构是知名创投——硅谷天堂，天堂硅谷大康产业发展合伙企业（下称：天堂硅谷大康）是大康牧业与天堂硅谷合作成立的并购基金，以畜牧业及相关领域企业项目为主要投资方向，对畜牧行业上下游产业领域大力开展收购兼并、资源整合、资产重组等活动。大康牧业董秘严芳对中国证券报记者表示，天堂硅谷大康目前由大康牧业的团队进行业务管理，硅谷天堂则主要在战略规划、行业研究、资源整合以及投资管理等方面

发挥优势。

成立两年以来，天堂硅谷大康已经收购了三家生猪养殖企业。”严芳介绍，未来收购来的生猪养殖企业将以何种形式装入上市公司，目前还不能确定。根据协议，这些收购过来的生猪养殖公司有5年的整合期。

养殖行业是目前国内集中度比较低的行业之一，随着经济的发展，未来生猪养殖行业的集中度会越来越来高。”硅谷天堂并购重组中心副总裁杨应昊表示，这不仅有利于优势企业发挥规模效应，也有利于政府的监管。”

在大康牧业看来，近年生

猪价格持续波动，猪周期”的影响越来越大，这为整合行业提供了合适的环境。生猪养殖行业还处在粗放发展的阶段，作为实力较强的上市公司，如果利用行业周期扩张规模，更能发挥上市公司的资金优势，”严芳说。硅谷天堂也看好通过并购退出的前景，虽然收益比不上传统的PE业务，但是并购重组是行业的发展方向，这也是一笔更加稳定的收益。”

事实上，资本市场也看好大康牧业的发展，大康牧业今年的股价已经实现了翻倍，和天堂硅谷合作的并购业务是投资者们看好大康牧业的重要原因之一。

## 并购退出或成未来主流

7月末的一天，深圳高新园总裁创新俱乐部，深圳中小企业并购重组高级培训班，吸引了来自深圳100多家中小企业以及中介机构的人士参加，偌大的教室已经难以容纳热情的学员。负责承办此次课程的深圳市体制改革研究会秘书长石玉宝表示，参加人数大大超出了我们之前的预期。”他介绍，参加课程的中小企业人员不仅来自非上市公司，十几家上市公司的股证部门人员也前来学习。

今年年初至今，创业板成为A股最为火爆的板块，资本市场对于成长股的关注也

上市公司的并购重组提供了窗口期。目前，医药、纺织、建材、食品饮料行业的集中度较低，并购重组有着巨大的空间，”硅谷天堂并购重组中心副总裁杨应昊是到会的授课老师之一。

作为积极参与并购重组业务的创投机构，硅谷天堂看好未来这一市场的发展。在国外的资本市场，并购基金是规模最大的参与者，随着国内资本市场的成熟，并购也将成为国内资本市场的最终方向，”杨应昊说。并购早已不是财经文学作品中描述的资本运作阴谋，并购是上市公司做大做强的主

要渠道，也是众多中小企业退出套现的最佳渠道，”杨应昊对台下的学员们介绍了未来并购发展的广阔空间。

当然，硅谷天堂这样的创投机构也是未来并购发展的受益者之一。德邦证券在研报中表示，在2012年，由于IPO退出持续受阻，VC/PE机构退出方式也开始向并购退出倾斜。长远来看，并购将成为VC/PE最重要的退出方式。”德邦证券认为，对于很多无能力延长基金清算期的中小型投资机构来讲，在新股发行监管趋严、IPO退出渠道逐步收窄、新三板流动性未完全释放的背景下，并

购重组逐渐成为这些机构越来越倚重的退出方式。

2012年中国市场并购重组达到历史高峰，对于创投机构而言，宏观经济环境及资本市场的持续低迷，让其面临较大的退出压力，进而促使其主动寻求并购出售。如捷科技在上市未果后，于2013年1月被成飞集成收购，进而使得中科远东、达晨创投、上海中路实业有限公司、创东方投资等11家PE机构实现退出。对买方企业来讲，宏观市场的低迷，正好可以以较低的价格获取自己想要的资源。

## 火爆并购背后暗藏隐忧

业内人士预测，随着中小板、创业板的估值不断提高，以及新股发行制度的愈严格，未来并购重组领域将更加火爆。与此同时，也有越来越多的市场人士对于当下并购重组的火爆提出质疑，他们认为，如此火爆下去，刚刚走出襁褓的中国并购基金未来难免会遭遇风险。

曾经供职某公募基金的王平(化名)如今服务于某国外并购基金，这家并购基金的主要业务是，帮助国内买家寻求收购国外矿产资源。虽然国内并购市场日趋火爆，但是这

并没有为王平提供更多的商机。因为目前的国内并购市场对于传统行业少有关注，资源类上市公司的现金流也不及成长类公司充裕。王平认为，国内并购在很多方面还不够成熟。”

参与国内资本市场多年，使得王平对于目前并购市场保持着一分谨慎。对于我们这种专注于矿产收购的并购基金而言，对于国内的新兴行业还比较陌生。更主要的是，国内的很多中小企业都不是很规范，它们的财务报表有些都难以令人信服。现

在创业板公司的估值一下子变得这么高，把被收购的标的公司的估值也炒了上去，谁知道这场资本盛宴有没有泡沫？”王平表示，短时间内他所在的公司并不会参与他们还不熟悉的行业。

某券商策略分析师也对中国证券报记者表示，估值是否合理是并购市场的最大风险所在。国内资本市场的炒作风气依然很重，很容易将一些热门行业公司的估值炒高到不合理的水平。如何正确判断行业的发展预期，将长期考验参与并购的上市

公司和并购基金。很多公司为了扩张规模，都在尝试向上下游产业链延伸的收购，很多收购甚至是跨行业的，这中间有很多环节需要厘清。在并购市场火爆的背景下，很多公司的考虑都不够全面，当热潮退去，其间的风险就会慢慢暴露出来。”

中信证券也在研报中列出了并购市场潜在的风险因素，主要包括：宏观经济复苏不及预期、支持政策落地时间早晚的影响、并购的整合成效不及预期，以及换股并购导致高估值泡沫等。

国内趋热 海外转冷

## 并购市场重心由海外转向国内

□本报记者 黄莹颖

尽管从数据看今年上半年海外并购和外资并购仍比较活跃，不过如果分季度看，二季度海外并购和外资并购的表现并不令人乐观，整体的交易规模明显下降。这较之火热的国内并购市场形成明显反差。

分析人士指出，在流动性有所趋紧、大宗商品持续弱市、美欧资产价格回升等背景下，2013年中国并购市场的重心将由前两年的海外并购向国内并购转移。

### 海外并购转冷

清科研究中心数据显示，2013年上半年，海外并购共完成34起，并购总额达178.90亿美元，虽然活跃度不及2012年同期的数据中处于历史第二的高位；外资并购共完成13起，活跃度同样下滑，但是其半年97.12亿美元的并购总额仍高居历史首位。

然而，单纯从二季度的数据来看，海外并购和外资并购的表现却并不令人乐观。二季度，海外并购共完成16起，虽然活跃度并未显著下滑，但是整体的交易规模却明显下降，交易总额仅为12.40亿美元，金额占比由一季度的53.3%大幅下滑至13.7%；外资并购的情况更差，其二季度完成的交易数量仅为4起，2起披露金额的并购仅涉及2.622.05万美元的交易额，不管是活跃度还

是并购总额都跌至近年来的最低点。

背后的原因，清科研究指出，主要是因为今年二季度国内的流动性有所趋紧；大宗商品的持续弱市令资源型并购的热情下降；美、欧资产价格的回升令抄底机遇逐渐消失。目前只有国内企业“走出去”的需求仍然较强，但是，仅凭企业的国际化需求，难以令中国企业的海外并购行为持续火爆。

清科研究中心认为，2013年中国并购市场的重心将由前两年的海外并购向国内并购转移。2013年上半年中国并购市场共完成交易406起，同比减少10.6%，环比下降24.4%；披露金额的并购案例总计383起，共涉及交易金额403.42亿美元，同比提高24.1%，环比涨幅高达121.0%，是中国并购市场历来交易总额最高的半年。其中，国内并购359起，产生交易金额127.40亿美元。

对于外资并购而言，国际资本对中国经济发展的信心非常重要。然而，进入2013年以来，随着一季度宏观经济的表现未达预期，国际上不断出现唱衰中国的论调，这在一定程度上折射出国际资本对中国经济的信心有所下降，并反映为外资并购的趋冷。短期来看，这种情况难以得到显著的改善。

### 集中资源领域

据投中集团统计，2008年至

今，中国企业出境并购交易活跃，逐年增长趋势明显，累计公布出境并购交易1145起，交易规模4545亿美元，平均单笔交易规模达4亿美元。其中，2012年出境并购交易规模达1413亿美元，为近5年最高值。

近5年国内企业出境并购较多的集中于资源领域。从中国企业出境并购行业分布来看，融资规模方面，近5年国内企业对资源领域的出境并购，达1393.93亿美元，占比71%，居各细分行业之首，其次分别是金融行业和公用事业，交易规模分别为131.73亿美元和127.33亿美元，占比分别为6%和5%，居于二、三位。从出境交易数量来看，资源、制造、IT行业分别以244、182、77起案例，占比28%、21%、9%，位于前三位。

在资源领域，大型巨额交易频现。如：2008年，中国铝业联合美国铝业140.5亿美元收购英国矿业巨头力拓12%股份；2009年，中石油500亿美元收购埃克森美孚持有的澳大利亚Gorgon液化天然气项目；2013年，中海油151亿美元现金收购尼克森。

投中集团指出，巨型交易的收购主体多以国企为主，更多反映的是国家层面的并购需求。此类交易多拥有充足的现金流和强大的资金筹措能力，其并购交易的支付方式多以现金支付或国开行提供贷款等方式来完成。

文化传媒并购活跃

## A股市场闻风而动

□本报记者 张莉

今年以来，文化传媒行业并购活跃，已经成为创业板并购浪潮的主流；手游、移动互联网、智能手机等诸多概念也一度受到市场资金的疯狂追捧，相关个股纷纷逆势上扬。

业内人士指出，文化传媒行业具有范围经济、规模经济等属性，具备并购创造价值的天然基础，不少文化传媒公司的业绩增长空间也值得市场期待。预计下半年行业并购浪潮仍将继续。

### 文化传媒成“并购集中营”

伴随国内文化传媒产业的高速发展以及一系列利好行业的政策出台，国内文化传媒行业的并购无疑进入了“加速期”。仅在今年二季度，传媒文化行业便产生多起巨额交易规模的并购案例，成为创业板并购浪潮中的主流。不少涉及并购公司或标的公司股价也持续飙升，引来整个板块的看涨。

7月16日，百度斥资19亿美元收购91无线，被视为年内最大并购案。此前，5月，阿里巴巴先后入股新浪微博和高德，交易金额分别达到36亿元和18亿元人民币。同月，百度以23亿元人民币收购PPS并于旗下爱奇艺的视频业务进行合并，引起业内震动。4月，蓝色光标连续完成两项并购交易，交易总额

接近20亿元人民币。

通过并购，实现低成本成长性行业的整合、高成长性行业的布局，成为文化传媒公司的重要选择。中信证券研究报告指出，并购能够为投资者带来长期的高额回报，中国传媒业具有规模增速高、行业集中度低的特点，并购的价值创造在这类行业凸显。目前在互联网、影视和整合营销行业领域的并购相对活跃；互联网行业通过并购优化行业资源配置和布局成长性领域；影视娱乐行业通过横向并购打造全产业链平台；整合营销行业“内生+外延”成为企业扩张的动力来源。

除此之外，IPO市场的停滞也在一定程度上催生了文化传媒行业的并购热潮。据一位参与并购文化传媒公司的创投人士表示，在IPO停止阶段，并购无疑能够为投资带来高额回报，并提供有效的退出渠道。据投中集团数据显示，今年上半年，包括阿里巴巴、百度、掌趣科技、世纪佳缘等在内的并购进程中，便出现包括IDG资本、深创投、盛大资本、创新工场等VC/PE机构在内的身影。

### 市场热炒并购题材

文化传媒行业并购风起云涌，也随之刺激了市场的活跃程度。以华谊兄弟收购为例，7月23日晚间，华谊兄弟公告拟以6.72

亿元收购银汉科技50.88%的股权。7月24日复牌后的华谊兄弟股价已经连续拉出了3个涨停板。同时，受该并购事件影响，文化传媒板块本周涨幅靠前，多只文化传媒个股涨幅均超5%。

从机构投资者到散户，市场资金对沾上并购题材的文化传媒概念股都表现出极大的热情。市场人士分析指出，从网络与传媒个股的走势来看，多数机构投资者对文化传媒行业未来的估值空间均保持乐观的态度。由政策和行业整合驱动下的并购投资活跃，将会在未来持续支撑和拉动整个文化产业板块。

申银万国TMT行业分析师表示，以TMT为代表的成长性行业，经过近两年对业绩和估值泡沫的消化之后，现在迎来最好的阶段，文化传媒、网络服务等行业未来增长的潜力很大。

渤海证券也表示，文化传媒板块的上涨主要受益于手游概念、信息消费政策以及并购题材，因此，“并购+手游”的题材组合更加值得关注。

具体到A股上市公司，一批新媒体龙头以及转型的传统媒体值得投资者关注，其中包括：近期参与多起并购的蓝色光标、全产业链发展的娱乐集团华谊兄弟、布局大视频行业的百视通、以内容与平台为核心竞争力的掌趣科技，以及践行新媒体转型的博瑞传媒、中南传媒以及凤凰传媒等。

## 今年以来文化传媒公司并购游戏企业案例

并购方	被并购方	被并购方知名游戏	是否完成	并购金额	股权
百视通	起凡	三国争霸	接洽	27亿元(传言)	
华谊兄弟	银汉科技	西游Online	正商谈		
掌趣科技	玩蟹科技	大掌门	传言	20亿元	
掌趣科技	动网先锋	醉红颜	已完成	8.1亿元	100%
浙报传媒	浩方在线	魔狱军团	已完成	3.1亿元	100%
浙报传媒	边锋网络	连连看	已完成	31.8亿元	100%

制表:王荣 数据来源:清科