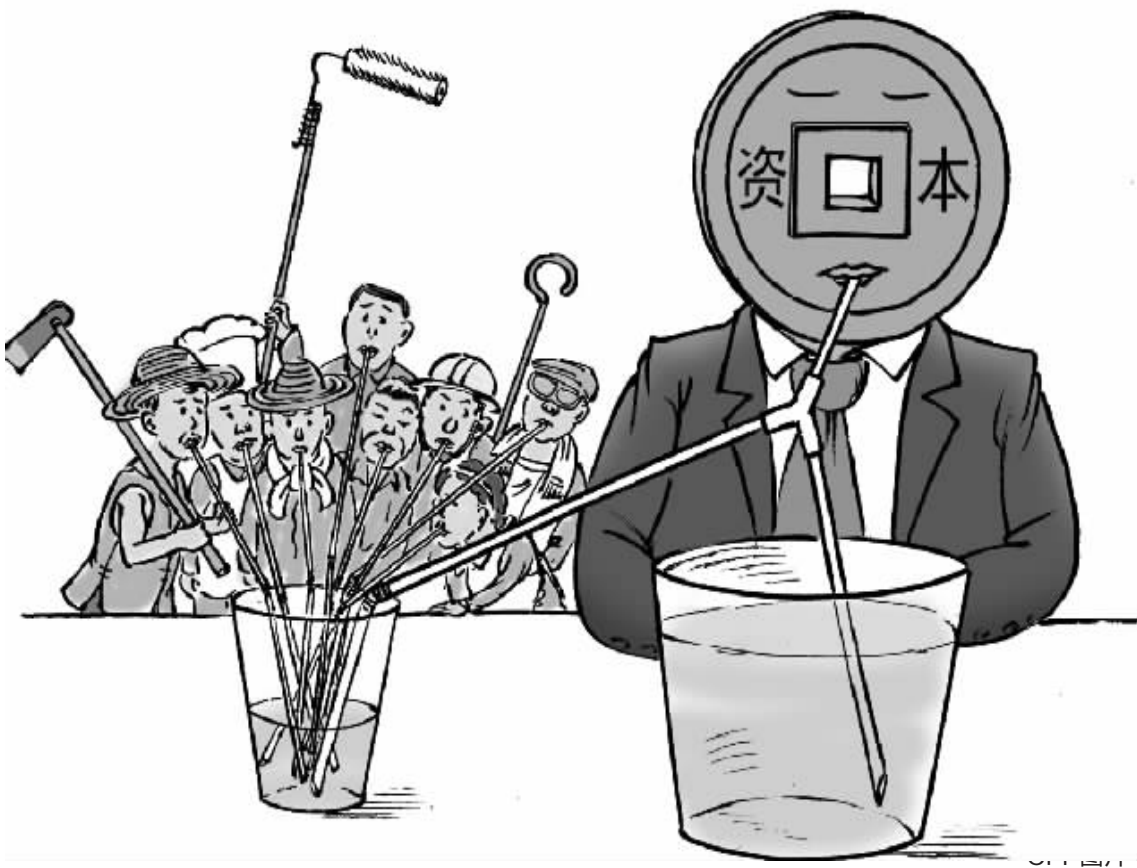


# 潜伏股飙涨 资本系“点石成金” 风险重重

□本报记者 张莉



## 大显神通 资本系频演“点石成金”

早在A股市场走势颓靡、各类机构看空基调盛行之时，一批资本圈内低调行事的神秘大佬已经开始利用手中的资金及融资杠杆能力，以直接或间接控股的方式渗透到一些业绩平平甚至债台高筑的上市公司之中，并通过成立并购产业基金、转变主营业务模式等方式进行资产整合。随着定增项目、并购方案以及热门题材概念的涌现，上市公司逐渐吸引市场各路资金涌入，资本系所持股票价格狂飙案例比比皆是。如今，这些沾上资本运作的公司股票个个化身为A股市场的“明星牛股”，资本系族的“点石成金”效应逐渐被市场知晓。

以“当代系”而言，自2010年资本人主以水泥为主业的“ST大水后”，控股股东便有意向文化产业领域发展。2011年，当代东方子公司宣布开展数字电视业务，公司股价随即启动上涨。今年4月，一项25亿元收购影视公司100%股权的定增消息刺激股价以涨停开盘。5月，当代东方确认拟收购影视公司与韩国影视公司联合制作电影作品。6月，当代东方继续深耕互联网电视市场，将国广东方作为其合作伙伴。同月当代东方宣布与华安未来资管联手，设立规模达50亿的文化产业基金。

持续不断的资本运作令“当代系”文化产业版图日益清晰，而被市场持续认可的影视文化题材，也令当

代东方股价持续飙升，屡屡触及涨停板，据统计，当代东方从年初至今，累计涨幅超过85%，若从公司转型后的股价最低点计算至今，当代东方累计涨幅高达5倍以上。除此之外，与“当代系”相关的其他个股也出现了明显的超额溢价，比如国旅联合从年初大股东进驻至9月22日，累计涨幅超过70%；被市场视为存有“当代系”影子的厦华电子自股权转让后股价从340元飙升至9月22日的890元，累计涨幅达162%。

无独有偶，曾经淡出公众视线的“涌金系”也因潜伏重组概念上市公司并获得高额投资回报而令市场惊叹。今年8月，蓝宝石生产商奥瑞德拟通过西南药业重组进行借壳上市。消息公布后，西南药业复牌涨停，并出现连续8日一字涨停，且上涨最高至21.47元，较停牌前股价上涨近两倍。资料显示，奥瑞德的大股东上海泓诚、祥禾投资均为涌金系旗下投资平台，占股比例分别为17.681%、9.472%；按照西南药业最新收盘价计算，上述两家投资平台通过重组，账面资产超过25亿元，而其原始出资仅为4141万元。以小额投资换得巨额回报，“涌金系”强大的资本控制能力再次得到验证。

资本系族及其所潜伏的上市公司为什么会选择在今年早些时候集中爆发出力量呢？有接近资本系的相关人士透露，一方面市场化趋势大环境正在形

成，企业通过并购扩大全产业链布局的需求强烈，政策红利也无疑给各种资本运作提供有利空间。与此同时，资金价格的不断走低，令市场出现系统性风险的几率下降，适时通过定增项目的发布、引入战略投资者、吸纳热门资产的动作，对市场而言都会是巨大利好的刺激，股价也会毫不意外出现稳步上升。此外，越来越多的资本运作模式的创新和设计的精粗，既可以帮助简化环节、提高资本运作效率，同时也能迅速实现明显的股价溢出效应和市值管理目标，这也鼓励着这些技巧高超的操盘者们在安全的心理边界内不断进行资本试盘。

有游资人士认为，梳理资本系战略图谱、跟踪与资本系族利益捆绑紧密的上市公司动作，等待合适的交易机会进场布局，已成为新的投资思路。以硅谷天堂为例，由于引入PE进行产业链并购，令大康牧业股价从2012年底5元多涨至目前接近15元，涨幅超过300%。若跟随硅谷天堂的资本运作轨迹，其合作的上市公司股价均会有长期良好表现，预计“一年平均收益率超过80%，两年是170%左右，三年是300%。”在上述游资人士看来，参照资本系动作选择上市公司作为投资标的，既可以规避内幕交易风险，也可以准确把握产业资本动作，从长期来看，投资收益将非常可观。

## 提前布局 多线运作玩转上市公司股权

不难发现，这些资金实力雄厚、行事低调的系族大佬们，往往会选择以产业资本作为切入点，来参与二级市场投资，在市场投资者还未意识到行情来临之际，他们已经率先进行资本的扩张，并针对上市公司自身的资产能力、股权关系安排一一进行切割或者整合，通过不断循环放大的资本运作、边缘模糊的混业经营方式，搭建起其庞大的“金融+产业”帝国，而真正的控制人，往往退居幕后，多线操控整个缜密而复杂的棋局。

以高杠杆并购上市公司，并借助资本整合产业，这类在数年前被投资人熟知的资本运作方式如今依然活跃在市场之中，并频频获得“掌声”。2013年7月，伊立浦发布实际控制人变更公告，北京市梧桐翔宇投资有限公司将以3.08亿元受让3846.34万股份，而后者仅是此次收购交易前新成立的一个资本运作平台。随后，梧桐系资本撤换伊立浦高管、两次质押公司全部限售股股份、注入新资产，一系列动作令梧桐系股价迅速飙升，股权质押所获资金也远超原始收购公司的自有资金额。今年5月，伊立浦再次公告，审议通过拟收购欧洲通用航空发动机公司和共轴双旋翼直升机技术资产及样机的方案。资料显示，梧桐系资本实际控制人刘长乐热衷将海外技术型专案引入中国方案，而其倚重的专业管理团队多来自德隆系的旧员，借助资本整合产业的手法隐

约可见德隆系当年运作的痕迹。

而曾被视为资本运作新手的鹏欣系，近年来玩转多家上市公司的股权收购，其资本运作和掌控的能力可见一斑。2008年12月，鹏欣集团董事会通过决议，收购中科合臣（现为鹏欣资源）控股股东合臣化学70%股权，间接控制中科合臣34.24%股份。2011年，中科合臣抛出14.4亿元投向非洲刚果铜矿的增发方案，并于2012年5月完成。2012年8月，鹏欣集团以241亿港元认购国中水务间接控股股东国中控配的配售股7.09亿股。2013年7月，鹏欣集团收购国中控股16.99%股权。同年7月，大康牧业公告拟向鹏欣集团在内的股东定增50亿元用于牛羊鸡奶粉业务。今年开始，鹏欣系集团3家上市公司大康牧业、鹏欣资源、国中水务密集推出定增融资计划，合计定增规模达74亿元。

据熟悉鹏欣系的私募人士分析，鹏欣系资本在热门资产的收购动作上往往相对积极，从入主鹏欣资源开始，控制人便将矿产资源注入到公司之中，并在稀缺性资源行业进行率先布局，利用海外市场的资源储备扩大上市公司平台的价值。近期鹏欣资源与光启科学签订合作，拟在非洲空间服务市场方面有所拓展，其资本部署的战略高度非普通人所能及。与此同时，鹏欣系旗下几家上市公司反复增发、除权、再增发、再除权，令上市公司股价在业绩增长表

## 多方混战 激进式扩张融资暗藏风险

模式，则远胜一筹。

一位参与资本系运作的圈内人士透露，与以前相比，现在的资本系运作实际上更为隐蔽，但其资本的逐利性并没有改变，无非是为了融资，扩大集团企业自身的战略布局。流行的做法已经转变为通过先成为上市公司的大股东或控股股东，然后再对上市公司进行包装，高价卖掉或者运作上市公司股票，这也形成多个公司并行的格局。很多市场参与方为了加快融资、规避审核环节，往往会通过先定增后并购、设立并购基金或者以其他自然人名义收购，这种融资创新模式以后还会越来越多，预计更多人都会加入到这种资本系运作的队伍之中。

不过，在当下派系林立的资本混战格局之中，既有新兴资本系多元化的创新融资模式的演变，同时也隐现出杠杆融资、循环扩张等隐含风险的手法，此前德隆系融资链条断裂、操盘股票断崖式下跌的惨烈至今仍值得市场引以为戒。据上述私募人士分析，

在资本系通过循环扩张的方式控制过程中，最大的风险莫过于不断加大杠杆融资，比如循环质押融资、控制大量上市公司，但也可能造成资金链条紧张；或者收购的项目经营失败、资产价格暴跌；或者海外引入的热门资产存在难以把控的市场与政治环境因素，这些都会成为上市公司股价暴跌的导火索。

另有分析人士认为，目前尽管新兴资本系族的资本运作往往和改造传统行业、拓展战略性新兴产业挂钩，但不少涉足跨界并购，资产整合难度较大，企业内部文化、人才及制度之间的融合也需要一定时间，快速和激进的并购可能也会引致负面影响；同时，不少资本系旗下的上市公司涉猎新兴产业板块，股价弹性和溢价空间都非常大，一些仅有资本系概念且涨幅过大的上市公司，难免存在泡沫化风险，若业绩支撑不到位，后市回调的可能性将会很高，此时若盲目进场围猎资本系运作的标的公司，将会承担高位接盘的风险。

## 并购市场活跃 PE扎堆定增

□本报记者 张莉

A股并购重组浪潮持续汹涌。其中，跨行业并购、买壳上市、新兴领域定增正在成为此轮并购热潮的重要特征。在二级市场，上市公司一旦涉及并购重组概念，无论重组最终是否顺利完成，几乎均会出现连番上涨。

在此轮并购热潮中，PE机构频频现身上市公司定增预案中，“PE+上市公司”模式迅速流行，并购渐成PE机构除IPO之外的重要退出通道。在业内人士看来，PE机构正在成为当下A股并购重组潮流的重要力量，不少PE机构热衷通过一二级市场联动，直接参与上市公司定增计划、推动并购重组项目以谋求收益，这也折射出当下PE盈利模式转型的格局。

### 上市公司热衷并购

今年以来，在经济转型升级、政策利好等各方因素的共同刺激下，上市公司并购重组案例激增，目前近200家上市公司先后筹划重组停牌。普华永道日前发布的数据显示，2014年上半年中国内地并购市场交易总金额为1830亿美元，环比增长19%，创近三年新高，其中有30宗并购交易单笔交易金额超过10亿美元。

根据目前并购重组方案，多数上市公司并购主要是同属一个行业以提高规模、市场份额为目的的横向并购；同时，向上下游延伸产业链，以实现生产经营一体化、覆盖全产业链的纵向并购也屡见不鲜。从并购案例的行业分布来看，上市公司并购行业仍然集中在传媒、信息技术、生物医药等新兴行业。中信建投证券研究显示，信息技术、医疗保健、房地产并购交易数量位居三甲。其中，信息技术行业完成的交易数量大约占整个市场的18%。

清科研究中心调查显示，目前上市公司热衷于通过并购重组进行市值管理，利用一二级市场联动进行资本运作。5月9日，《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》明确提出，鼓励上市公司建立市值管理制度。基于此背景下，今年多数上市公司倾向于选择生物医药、TMT、清洁技术、互联网等二级市场概念较热的项目进行并购。调查称，上市公司股东会先增持股权，再通过并购推动股价上涨。而传统行业上市公司，面对产能过剩和激烈的

市场竞争，也选择通过并购新兴行业来实现跨界转型，从而实现业绩和市值的增长。

不过业内人士也认为，有些上市公司的主营业务业绩增长潜力不够，或者传统过剩产能消化不足，急于通过并购重组来对主营业务进行转型，或者寻找大股东资金的战略入局，以找到合适的资产标的，实现跨界并购。一些跨界收购案例往往集中在市场热点，比如影视、互联网等，但若行业间差异过大，这类跨界并购可能后续会出现整合不顺利、利润大幅度下滑的问题。

### “PE+上市公司”模式火热

值得注意的是，在全民并购时代，凭借独特的资源优势及对新兴行业专业的判断，PE机构逐渐成为此轮并购热潮中的中坚力量，不少上市公司定增项目也频频闪现PE身影，或者直接通过与PE机构合作，成立并购产业基金，以推动上市公司并购相关的资本运作。

目前由于IPO发行数量有限，曾将大笔资金押注拟上市公司的PE/VC机构不得不面临投资回报大幅下降的生存困境，有些机构选择通过介入上市公司的并购项目来实现退出通道的多元化。据私募机构人士分析，参与上市公司重组的模式主要是通过入股公司项目，推动其与上市公司的重组来最终实现二级市场的退出。由于并购重组的审核条件相对IPO简单，审核周期也较为简短，整体收益回报由于缺乏上市渠道而连续下滑时，并购成为一种相对有吸引力的投资退出方式。

与此同时，由硅谷天堂首创的“PE+上市公司”的并购方式也在资本圈中日益火热，成为时下PE和上市公司陆续复制的模式，相关的案例层出不穷，比如恒泰艾普近日披露与元石资本签署框架协议，成立规模20亿元的并购基金；乐普医疗、凤凰传媒等数家A股公司先后发出消息，计划与PE机构联合设立并购基金。尽管PE机构积极践行一二级市场热情不减，但在业内人士看来，“PE+上市公司”本身仍属于新生事物，并购追逐热点题材估值过高，存在一定的泡沫风险；与此同时，PE与上市公司推动并购过程中涉及市值管理的目标，若没有很好的隔离清晰界限，难免存在内幕交易嫌疑。

### ■ 记者手记

## 生命人寿的“激进”逻辑

□本报记者 梅俊彦

近期，中石化引资名单出炉，生命人寿赫然在列，拟以55亿元认购中石化销售公司1.54%的股权。据了解，中石化混合所有制改革共有4家险企参与，生命人寿的认购规模排在中国人寿的100亿元之后，位居第二。

生命人寿在能源领域早有布局。今年3月份，生命人寿第一次举牌中煤能源，截至3月7日生命人寿合计持有中煤能源5.05%的股份。9月4日，中煤能源再发公告称生命人寿及全资子公司通过二级市场增持中煤能源的股份累计总股本达10.014%。

除此以外，生命人寿还通过关联交易布局能源领域。去年12月份，生命人寿全资子公司深圳市福德资源投资控股有限公司通过信托渠道以不超过45亿元人民币受让深圳市福德控股（集团）有限公司持有的深圳市前海福德能源投资控股有限公司100%股权对应的股权收益权。8月29日生命人寿公告称拟和福德集团对前海福德能源进行增资，生命人寿拟认缴新增注册资本92亿元，本次增资后生命人寿将持有前海福德能源46%股权。

近日，生命人寿相关人士对中国证券报记者透露了生命人寿的投资逻辑，能源领域只是生命人寿财务投资中的其中一个方向。生命人寿在股票市场的举牌均遵循着一致的投资逻辑，其自我定位是财务投资者，所投资的金地集团、农产品、北京旅游、中煤能源等公司均为基本面较好的优质蓝筹股，且目前股价存在低估，未来的财务收益可期。另外，这些公司均属国家政策支持的行业，并契合消费升级发展趋势。

生命人寿的财务投资，将能推动

能源、农业、养老地产、影视文化等行业的发展。”上述人士说，公司切实承担股东义务，市场操作合法合规，获得市场及监管机构的认可。相信各界能客观积极看待保险资金的正常资金运用及其举牌行为。”该人士认为，在投资品种选择上，生命人寿的每个投资决策都坚持统筹考虑 收益性、安全性、流动性、匹配性”的原则。同时，公司在保证保险资金投资安全的前提下，合理提升投资收益。

不过，市场对此的观点与上述人士的有所分歧，有不少业内人士认为生命人寿的投资风格过于激进。一位保险行业分析师对中国证券报记者表示，生命人寿在A股市场的激进风格会给偿还能带来一定的不稳定性，增加了客户的风险，风险有多大关键要看投资收益能否覆盖保障成本。

在与被举牌上市公司关系上，上述生命人寿人士认为，生命人寿作为财务投资者，未曾干预上市公司的战略规划和日常经营，并与上市公司保持着良好的沟通和合作。

对于市场关注的房地产领域，生命人寿除了举牌金地集团等上市公司以外，从2009年新《保险法》允许保险资金投资不动产以来，还在一线城市以及部分省会城市的优势地段配置了一定比例的商业、办公不动产资产。

对于未来市场的判断，上述人士认为，从行业发展中长期趋势及国家宏观经济政策来看，房地产行业稳定增长的“基本面”没有发生根本性改变，市场仍然存在投资发展机遇。我公司在不动产投资方面会主要关注交通网络、产业转移、人口流入等“三受益”类潜力区域和地段，以及以养老地产为主的不动产类别。”上述人士说。