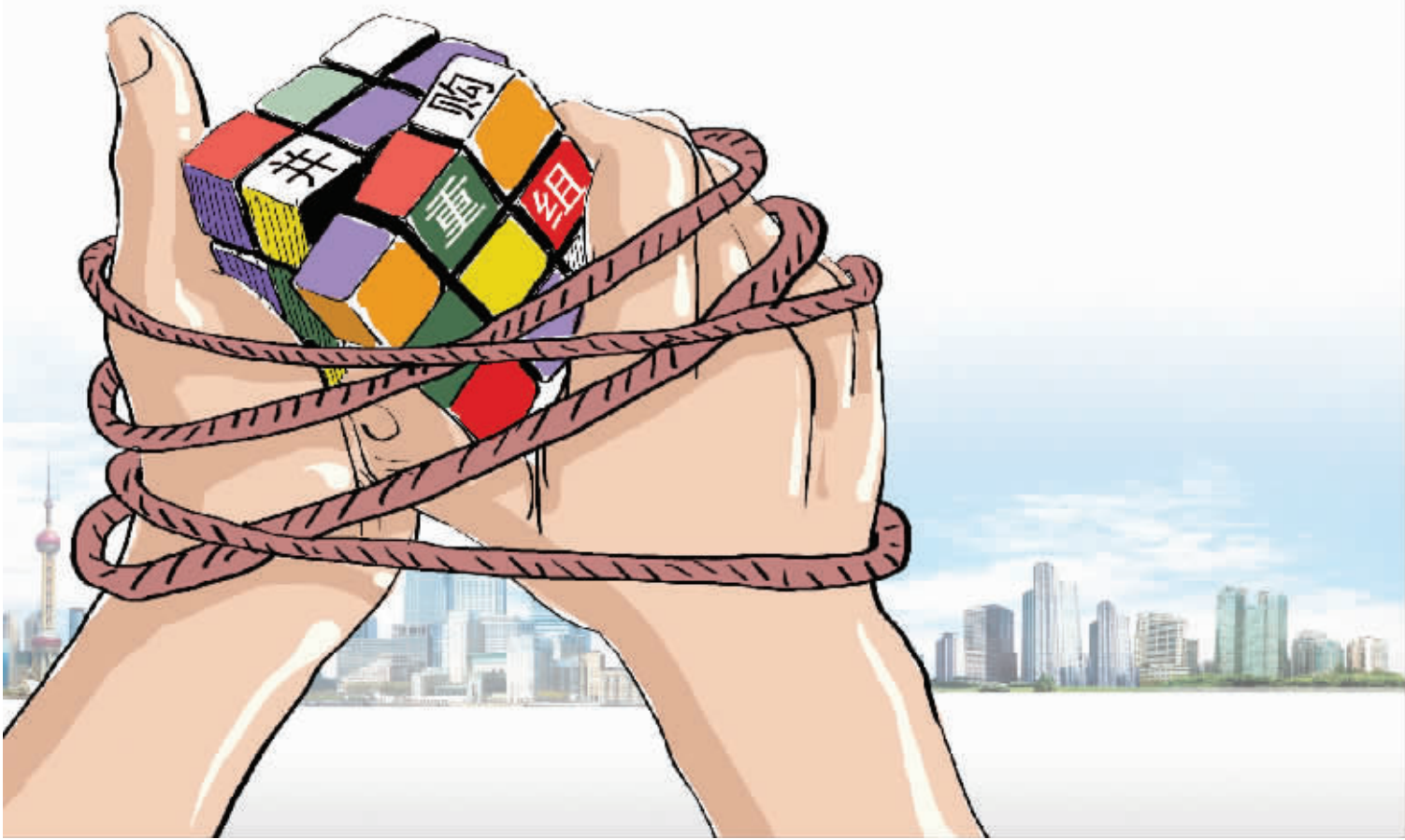


并购重组分化 产业逻辑并购将升温

□本报记者 任明杰



CFP图片 制图/尹建

中国并购市场正发生着微妙的变化:上半年,受二级市场股价高企以及新三板市场空前活跃等因素影响,并购市场活跃度大幅回落;下半年,在经历股价大幅波动之后,国内并购市场进一步分化,伴随着基于证券化套利逻辑的并购日渐式微,基于产业逻辑的并购将逐步升温。

上半年并购活跃度回落

根据清科集团旗下私募通统计,2015年上半年,中国并购市场共完成交易961起,同比提高19.2%,环比下降14.4%;披露金额的并购案例总计883起,共涉及交易金额406.58亿美元,同比下降21.9%,环比减少38.8%;平均并购金额为4604.49万美元,大幅落后于去年同期的7116.18万美元。

上半年二级市场的火爆无疑对国内并购市场产生了很大影响。中信建投基金经理王琦指出,再融资的便利使上市公司可以相对较低的价格去“血拼”那些苦苦徘徊在IPO门外的优质资产,从而增强自身的盈利能力,市盈率也随之下降,然后进入下一个再循环模式并提升估值。在这种模式下,上市公司的高估值成为其并购扩张的利器。

但是,高企的估值也增加了并购交易达成的难度。“从市场的角度来讲,用发行股份的方式进行支付,在上半年大牛市的背景下,卖方的心里其实是打鼓的,因为他怕被套在山顶上。但无论是出于税收还是其他方面的考虑,中国并购市场的特点决定了买方会更多选择通过发行股份的方式进行支付。这样一来,就给并购交易的达成增加了很多难度。”华泰联合证券投资银行部执行董事劳志明在接受中国证券报记者采访时表示。

火爆的新三板市场也对国内并购市场造成很大冲击。长城证券并购部总经理尹中余告诉中国证券报记者,尽管并购市场依旧火爆,但不像以前那么“好玩”了。“由于新三板市场火爆,我们的并购业务受到很大干扰,手头的几个项目本来双方都已经谈好,标的公司的实际控制人也认可了被并购,但因为新三板公司火爆异常,很多企业都转而想上新三板挂牌。作为中介机构,撑死也就是给并购标的10—20倍的估值,但上半年新三板公司的平均市盈率一度突破60倍。”

虽然并购市场活跃度有所回落,但2015年上半年并购市场获得的政策支持力度仍一如既往并有所加强。2015年1月,财政部、国家税务总局发出通知,对兼并重组过程中享受企业所得税递延处理特殊政策的条件进行调整。其中,企业进行股权收购和资产收购时,对被收购股权或资产比例的要求由原来的不低于75%降低为不低于50%;具有100%控股关系的母子企业之间按账面值划转股权或资产,也可适用递延纳税政策,使更多企业兼并重组可以适用特殊性税务处理政策。4月24日,证监会在例行新闻发布会上宣布,将发行股份购买资产中的募集配套资金比例由25%

提升至100%。

基于产业逻辑的并购将升温

在经历6月底7月初的股市大幅波动以及IPO再次暂停之后,2015年下半年国内并购市场势必变得更加复杂。

7月份,中国并购市场共完成165起并购交易,其中披露金额的有140起,交易总金额约为121.90亿美元,平均每起案例规模约0.87亿美元。与上月相比,2015年7月中国并购市场交易总金额大幅增加,上升了107.5%。但反映并购市场活跃度更为真实的指标并购交易案例的数量却下降了3.5%。

一方面,股市大幅波动之后,震荡行情之下,买卖双方就并购交易的达成变得更加谨慎;另一方面,IPO再次暂停之后,VC/PE退出的压力或再次刺激国内并购市场的活跃。在经历了2015年上半年并购市场泥沙俱下的洗礼之后,下半年并购市场进一步分化,随着基于证券化套利的并购逐渐降温,基于产业逻辑的并购将逐步升温。

上半年,跨界并购一度成为国内并购市场的一大景观,影视、互联网等热门行业成为各大上市公司纷纷跨界的首选。但禾盛新材在就2014年度公司业绩变脸进行情况说明时称,其去年收购的影视资产业绩不达标需要计提巨额损失,将上市公司整体业绩拖累至由盈转亏。不仅是跨界并购的问题逐步暴露,基于市值管理的并购更遭受诸多争议。硅谷天堂董事总经理鲍钺在接受中国证券报记者采访时指出,并购需要解决两个问题:第一个问题是并购的整合,如果只是简单地财务报表相加,并购方和被并购方形成不了协同效应,市值可能

昙花一现;第二个问题是并购的持续性,以蓝色光标为例,公司一直在并购,市值增长也非常快,但其并购标的基本与自身行业高度相关,具有较好的协同效应。

此消彼长,基于产业逻辑的并购将逐步升温。“什么是基于产业逻辑的并购?一位上市公司董事长在谈到并购时称,他考虑的是并购对每股收益的影响是否能够通过股东大会,而不是说并购能对公司的股价有多大的刺激作用。这位董事长考虑的并购就是一种基于产业逻辑的并购。当然,基本面上的变化最终还是会反映到股价上来。但基于产业的逻辑展开并购,相对会做得更扎实。”劳志明表示,“真正的产业并购,逻辑是开始于整合,而不是结束于交易。”

跨境并购有望稳步增长

在上半年国内并购市场活跃度回落的同时,跨境并购仍然保持着稳步增长。2015年上半年披露金额的71起案例共涉及金额76.61亿美元,较上年同期的125.26亿美元下降38.8%,环比骤降61.5%。这主要是受2014年几笔巨额跨境并购造成基数过高的影响。从案例数量来看,上半年中国企业海外并购共完成案例78起,同比微增1.3%,环比增长4.0%。

下半年的跨境并购仍然为市场所看好。“从价格的角度来讲,国外的并购标的往往价格更低也更加理性;从支付的角度来讲,A股的繁荣使上市公司的筹资能力进一步增强,从而增强了它的支付能力。另外,跨境并购更加符合产业的逻辑,通过并购国外的技术、品牌和渠道,与国内市场的结合能产生很好的协同效应。”劳志明表示。

近年来,中国企业跨境并购的标的正由原先的大宗商品转向品牌、技术、渠道,并有越来越多的民营企业参与到跨境并购中来。今年3月20日,复星集团宣布以9.58亿欧元收购法国著名度假村品牌地中海俱乐部(Club Med)。同时,复星集团还耗资9185万英镑拿下英国休闲旅游集团Thomas Cook5%的股权,后续还有意继续增持股份至10%。

与国内企业跨境并购标的的转移相对应的是,从全球范围来看,中国企业跨境并购的重心正从美国、加拿大、澳大利亚向欧洲转移。根据彭博社统计,从2011年起,中国企业在欧洲的跨境并购呈现不断上升态势。到2013年,中国企业在欧洲的跨境并购已经与在美国和澳大利亚的跨境并购不相上下,但仍然落后于在加拿大的跨境并购。而到了2014年,中国企业在欧洲的并购已经跃升到首位,并接近在美国、澳大利亚和加拿大并购的总和。

不过,跨境并购的一些障碍仍然有待破解。一方面,兼并收购交易涉及境内和境外多个相关监管机构审批,审批效率和进程影响了海外并购成功率;另一方面,目前国内上市公司支付手段有限,大多采用大股东发起海外并购或上市公司通过小规模现金交易进行收购,制约了国内上市公司海外收购进程。

近期人民币贬值也让市场对下半年国内企业的跨境并购产生了担忧。对此,安永大中华区财务交易咨询服务主管合伙人庞若柏表示,“我们预期近期的人民币贬值不会导致并购意愿减退。汇率的波动已被计入到外商并购国内企业及国内企业并购国外企业的估价当中。”

政策力挺并购市场

□本报记者 任明杰

国内并购市场于2014年达到历史顶峰后,2015年上半年有所回落。6月底7月初,股市大幅波动之后,国内并购市场交易的达成变得更加困难。IPO暂缓以及注册制的临近,也使并购市场充满了不确定性。幸运的是,国内并购市场的政策支持依然延续了2014年以来的强势表现,并有望成为国内并购市场健康发展的稳定器。

一系列利好政策的发布曾极大地刺激2014年并购市场的空前活跃。当年3月24日,《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》发布,就行政审批、交易机制、金融支持、支付手段、产业引导等方面进行梳理革新,全面推进并购重组市场化改革。同年7月11日,中国证监会就修订《上市公司重大资产重组管理办法》、《上市公司收购管理办法》向社会公开征求意见,提出将大幅取消对上市公司重大购买、出售、置换资产的审批,进一步推动并购重组市场走向活跃。

进入2015年,国内并购市场的政策支撑依然强势。早在今年1月,财政部、国家税务总局发出通知,对兼并重组过程中享受企业所得税递延处理特殊政策的条件进行调整。其中,企业进行股权收购和资产收购时,对被收购股权或资产比例的要求由原来的不低于75%降低为不低于50%;具有100%控股关系的母子企业之间按账面值划转股权或资产,也可适用递延纳税政策,使更多企业兼并重组可以适用特殊性税务处理政策。4月24日,证监会宣布对《第十三条、第四十三条的适用意见——证券期货法律适用意见第12号》进行修订,将发行股份购买资产中的募集配套资金比例由25%提升至100%。

在上半年跨界并购沉渣泛起之时,证监会还适时运用行政监管手段,“紧盯”跨界并购,对并购市场的健康发展起到良好的引导作用。

6月中旬以来,市场巨幅震荡,买方和卖方在股份支付方面变得更加谨慎,并购交易的达成也变得更加困难。监管层再次表明支持并购市场健康发展的决心,证监会新闻发言人邓舸表示,证监会推进并购重组市场化改革的具体措施,除了将募集配套资金的比例由25%提升至100%外,还将在公开受理、反馈、重组委审议、审核等审核时点后,公开审核反馈意见,更好地接受社会监督。

邓舸还表示,完善审核分道制,按交易类型分类审核。对市场化程度较高的第三方并购项目,安排批量集中上会,提高审核效率。同时,协调推动财税部门完善并购重组税收政策,降低企业所得税递延纳税标准,允许个人所得税5年内递延缴纳,大幅降低交易成本。

创业板部分上市公司2015年半年度报告主要账务指标一览

证券代码	证券简称	基本每股收益(元)	每股净资产(元)	加权净资产收益率(%)	营业总收入(万元)	同比增长率(%)	归属母公司股东净利润(万元)	同比增长率(%)	收盘价(元)	今年以来股价涨幅(%)	8月26日以来股价涨幅(%)
300443	金雷风电	1.24	14.53	10.13	32043.29	53.19	6272.86	41.78	96.25	109.28	13.09
300471	摩普股份	1.176	18.65	11.15	43751.74	14.61	6632.92	14.16	94.90	22.03	14.19
300485	景升药业	1.17	14.90	15.10	29085.31	6.17	10539.50	5.93	81.22	46.66	12.49
300433	蓝思科技	1.07	14.27	8.05	865937.58	55.64	68491.78	33.85	62.89	89.94	8.13
300467	远拓科技	0.96	10.39	19.39	8466.88	-6.70	3051.52	-0.18	218.89	350.39	
300482	万孚生物	0.89	7.51	12.01	19163.67	8.39	5850.26	13.77	75.43	227.39	10.67
300463	迈克生物	0.88	10.11	13.74	51442.26	13.75	13695.18	13.95	76.80	90.76	14.73
300446	乐凯新材	0.87	6.06	15.45	11734.11	20.39	4463.57	28.72	71.89	464.29	11.47
300436	广生堂	0.8679	6.69	19.54	14416.71	24.27	5265.13	27.31	135.01	336.64	18.21
300473	德尔股份	0.8632	14.49	11.18	39282.49	0.09	8632.16	3.92	50.31	21.49	16.65
300450	东联新材	0.8587	9.45	13.02	19232.27	88.48	4620.88	103.60	142.11	365.32	14.56
300432	富临精工	0.8469	6.87	14.25	43911.38	35.89	8892.13	34.93	69.79	247.94	-6.92
300470	日机密封	0.84	14.22	9.39	16193.65	-3.76	3342.74	-16.50	66.26	33.74	14.28
300384	三联虹普	0.754	4.82	8.79	20316.27	5.01	6434.98	51.25	42.71	69.49	9.37
300426	唐德影视	0.74	10.24	8.34	26875.82	153.67	5445.92	121.18	97.17	195.53	17.03
300208	恒顺众昇	0.7162	3.37	23.27	63083.73	215.47	20405.87	1234.57	43.95	228.97	-0.05
300439	美康生物	0.71	10.52	9.79	31203.93	19.28	6701.09	19.66	90.20	127.72	12.76
300418	昆仑万维	0.7	8.73	8.88	88624.42	-8.47	19482.51	-15.92	89.90	208.05	0.81
300394	天孚通信	0.69	8.36	8.92	11323.99	12.11	4758.82	13.24	54.88	78.92	12.92
300233	金城医药	0.68	9.45	7.48	59053.75	18.22	8634.13	61.56	54.99	42.68	11.11
300428	恒锋工具	0.63	8.99	9.40	8690.42	12.28	3165.59	9.88	52.49	81.25	17.19
300386	飞天诚信	0.63	14.50	4.22	38087.64	-21.43	5993.69	-52.46	37.45	-29.06	4.03
300294	博敏生物	0.62	7.77	8.11	22517.50	18.00	7067.37	58.96	75.46	90.17	
300059	东方财富	0.6153	1.70	43.92	156996.19	684.39	104189.01	3070.31	35.38	77.42	5.93
300072	三聚环保	0.61	3.48	19.02	221393.57	123.25	40285.79	121.25	35.97	93.79	16.26
300295	三六五网	0.59	8.81	6.90	27914.14	26.86	5641.01	-34.89	60.86	-3.65	15.31
300146	海臣信健	0.59	5.95	11.29	117704.84	25.46	41691.69	18.06	29.46	14.63	13.05
300429	聚力新材	0.5845	6.97	9.73	14737.88	19.45	4080.12	35.73	124.23	444.32	
300419	浩丰科技	0.58	12.75	5.01	14923.87	6.87	2369.02	-3.04	98.88	138.52	-9.46
300430	成益通	0.57	9.68	6.75	19151.53	11.54	3039.96	8.08	62.40	129.16	10.50
300476	胜宏科技	0.57	8.05	10.10	57078.68	8.81	6230.01	10.46	34.96	54.35	14.06
300452	山河药辅	0.56	7.31	9.73	13209.48	8.17	2041.08	3.10	59.44	175.95	17.84
300425	长荣科技	0.54	9.29	6.04	14778.23	24.23	3532.66	13.69	68.37	213.46	-2.33
300321	同大股份	0.5099	12.34	4.17	25442.25	0.75	2263.86	37.01	54.48	0.78	14.62
300398	飞凯材料	0.5	6.54	7.78	21886.53	25.62	5174.95	37.56	57.19	24.86	5.85
300144	京城演艺	0.65	6.52	7.76	57309.68	46.68	27684.44	60.09	44.17	46.95	14.02
300403	地尔汉宇	0.4935	8.52	5.74	33023.05	8.84	6613.01	11.79	38.19	-12.27	15.00

证券代码	证券简称	基本 每股收益 (元)	每股 净资产 (元)	加权净资产 收益率 (%)	营业 总收入 (万元)	同比 增长率 (%)	归属母公司 股东净利润 (万元)	同比 增长率 (%)	收盘价 (元)	今年以来 股价涨幅 (%)	8月26日以来 股价涨幅 (%)
300457	赢合科技	0.4932	6.25	10.08	15923.46	45.00	3045.46	14.54	68.90	285.56	21.56
300414	中光防雷	0.49	7.57	10.69	18420.87	-19.45	4115.63	-14.86	54.60	157.18	3.78
300387	富邦股份	0.49	9.63	5.06	17427.72	14.64	2968.66	7.95	43.66	-0.75	-3.51
300435	中泰股份	0.48	7.26	7.44	18598.08	5.85	3365.16	12.96	37.15	75.41	-3.48
300196	长海股份	0.48	6.10	8.15	67074.52	26.53	9262.78	46.35	23.06	-1.60	15.24
300487	蓝晓科技	0.48	8.22	7.25	15020.64	17.45	2852.55	8.97	41.26	93.16	16.88
300447	金信股份	0.4759	6.39	8.88	12435.36	14.81	3212.38	18.01	56.61	204.52	15.22
300428	四通新材	0.47	7.42	7.46	38661.66	25.95	3341.23	10.26	41.26	94.81	12.61
300481	濮阳惠成	0.47	5.04	11.70	18540.89	-8.10	2849.60	8.84	32.40	146.39	20.90
300489	中飞股份	0.469	9.22	6.43	7815.66	-4.52	1595.71	-34.50	64.13	153.58	12.71
300017	网宿科技	0.4615	2.75	18.08	123682.31	41.41	32226.90	66.69	43.65	99.45	22.03
300408	三环集团	0.45	4.41	10.22	119654.63	9.93	38494.55	20.43	29.36	23.16	6.30
300438	鹏辉能源	0.44	9.19	5.38	34425.69	13.72	3075.11	25.89	49.63	131.81	
300392	腾信股份	0.44	6.32	7.13	60864.08	68.22	5670.64	48.19	78.94	51.98	7.05
300360	炬华科技	0.44	3.84	11.63	52403.38	24.92	10554.27	11.23	44.08	97.57	
300440	运达科技	0.4381	9.77	5.63	14717.94	19.84	4089.23	22.39	50.50	61.94	16.52
300180	华峰超纤	0.43	3.78	5.80	57944.50	24.46	8468.14	49.26	12.25	39.30	18.59
300406	九强生物	0.4289	4.15	10.47	26625.23	15.02	10673.28	7.66	33.78	-11.79	12.53
300376	易事特	0.4217	4.62	9.29	141384.54	74.14	10561.03	38.64	34.31	42.07	14.56
300124	汇川技术	0.42	4.51	9.42	111178.99	6.94	33015.47	9.39	38.30	32.92	9.37
300033	同花顺	0.42	2.59	17.22	40585.83	283.62	22444.19	1665.71	45.97	102.77	-1.56
300382	斯莱克	0.42	5.03	8.96	13366.92	-17.06	4872.32	-4.96	34.59	27.99	3.25
300027	华谊兄弟	0.41	4.77	8.61	129304.31	167.26	50389.66	35.41	39.58	50.55	
300115	长盈精密	0.4068	5.55	10.40	179224.57	95.09	21800.72	75.34	31.81	75.87	10.95
300449	汉邦高科	0.4011	10.26	5.65	21457.60	-5.48	2400.56	13.87	63.11	147.13	9.43
300228	富瑞特装	0.4	9.45	4.32	74526.39	-29.75	5474.04	-53.53	43.60	-10.49	-3.99
300462	华铭智能	0.4	7.02	7.45	9033.91	-10.80	2188.83	-24.85	46.30	125.63	13.96
300409	道氏技术	0.398	5.85	6.71	24285.80	15.28	3882.03	6.43	36.15	14.13	-0.71
300458	金志科技	0.39	9.17	5.75	51878.02	-17.57	6264.62	-0.24	71.22	288.54	17.14
300373	扬杰科技	0.39	4.55	8.63	33838.70	6.83	6489.96	12.35	37.62	53.43	12.74
300415	伊之密	0.39	6.15	6.42	60494.03	0.69	4469.80	3.34	32.72	71.84	10.50
300453	三鑫医疗	0.38	6.35	7.95	16133.35	1.44	2389.13	5.78	42.80	130.98	3.48
300195	长荣股份	0.38	6.69	3.82	47351.77	26.17	8655.70	30.58	22.80	47.74	-11.90
300393	中集股份	0.37	6.37	5.87	24219.38	12.57	4436.32	-32.12	37.49	-3.33	2.71
300477	合纵科技	0.36	6.24	5.47	48210.85	28.40	2989.36	10.49	34.00	122.51	13.26
300445	康斯特	0.3593	8.33	5.22	6166.96	20.42	1221.90	35.22	72.85	179.47	12.42
300468	四方精创	0.3561	7.47	6.90	14031.70	-5.35	2818.80	-18.22	51.19	89.52	13.05