

# 公司并购风起云涌 并购基金欲享“盛宴”

□本报记者 高改芳

在经济面临下行压力的时候,上市公司的优势却在慢慢显现:由于上市公司融资方便,通过设立并购基金等方式,上市公司可以在行业不景气的时候并购不少好的企业,实现跨越式发展。在这个过程中,并购基金发挥了不可忽视的作用。

由于二级市场的波动,众多资产管理公司已经把业务重点放到了与上市公司合作成立并购基金上面。预计到今年年底,今年新成立的并购基金规模将突破1000亿元。

“二级市场机会少了,所以大家都在发掘一级市场的机会。”上海一家资产管理公司的合伙人介绍。



本报资料图片

## 掘金重组失败股

□本报记者 高改芳

兴业证券研究指出,在1996年-1997年和1999年-2001年两波上涨区间内,重组股表现优异。即使是在牛市休整期(1997年-1999年)、大盘指数箱体震荡之下,重组股的炒作也依然火热,上演了“指数熊、重组牛”的分化格局。而上市公司重组失败,反而能激起市场对上市公司再次重组的预期,因此,投资者可以寻找并购重组股中的“折翼天使”的研究报告,表达了对重组失败的上市公司的关注。

国泰君安研报也指出,并购失败并非一无所有。因为有持续并购意愿的上市公司可以在并购失败后的“空窗期”内寻找下一个并购重组目标,在承诺期结束后立即发起第二次并购交易。“空窗期”是指一般情况下,上市公司并购失败后至少3个月内将不再进行并购,具体时间应当以上市公司披露中的承诺时间为准。

### 经济转型催生并购

兴业证券指出,多个传统行业目前面临着需求不振、产能过剩的阵痛,而代表创新创业的新兴产业将在整体经济结构中扮演更为重要的角色。此消彼长之下,越来越多的上市公司有动力通过并购重组向新兴行业转型。

例如原本从事乳制品生产的皇氏集团(002329)在2014年发布收购兼并预案,拟通过收购御嘉影视100%的股权进军影视新兴产业。汽车零部件生产商世纪华通(002602)2014年收购了上海天游软件有限公司100%的股权和无锡七酷网络科技有限公司100%的股权,实现了汽车零部件和互联网游戏双主业发展,进军互联网。原本依赖于运营商、主营增速下滑的朗玛信息(300288),利用上市公司平台完成了对广州启生信息技术有限公司的收购,进军互联网医疗和移动医疗领域。

兴业证券整理了近年来被收购资产的行业分布,数据显示,上市公司的并购标的主要集中在传媒、医药生物、计算机、电子等新兴行业中。在以实施多元化战略为目的的并购(即跨行业收购)中,传媒、非银金融、电子、计算机占被收购资产的45%。

而且,新兴行业中的多个子行业目前已经完成了从萌芽期向成长期的过渡。行业处于成长期的一个显著特点是并购频繁,有先发优势的企业能够利用资本市场给予的较高估值,进行产业并购以迅速扩大规模和市占率。

在经济转型的大背景下,管理层正在逐步拆除限制并购重组的条条框框。

此外,随着人民币连续多年的升值,特别是在人民币国际化战略的鼓励下,越来越多的产业资本开始迈出国门,将并购的“触角”伸向海外,利用人民币的汇率优势和上市公司的估值优势并购海外标的,快速实现资源与技术的国际化。

### 关注并购失败股

随着并购市场的日益火爆,并购失败案例也加速上升。统计数据显示,A股并购失败数量已自2012年的15起上升到2014年的53起,失败数量占整个并购总数的比例也从2012年的11.45%增长到2014年的18.28%。2014年以来,A股市场并购活跃度明显提升。2015年,并购重组延续火热态势:2015年前4个月的交易数目与交易金额均超过去年同期,每月发布的定增预案也更为密集。

上市公司发起并购的目的各异,主要有:产业整合中的大企业横向并购同行业小企业以获得更大的市场份额;产业链纵向并购获得更多产业链利润;卖壳产生的并购交易;企业已有业务较差,急需转型;多元化战略布局,投资其他行业;财务投资等等。

国泰君安指出,从原因看,并购失败可以归为两大原因:由于并购双方原因构成的主观失败原因和由于证监会或国家政策限制导致失败的客观原因。统计数据显示,由于并购双方主观原因导致的并购失败占大多数。

国泰君安曾经发表研报指出,上市公司重组失败激起了市场对上市公司再次重组的预期。买壳类、转型类公司与客观原因中断并购失败公司倾向再次重组,因此建议投资者关注重组失败的股票。因为在乐观的行情下,关注重组失败股往往能发掘“二次上车”的机会。

兴业证券也认为,投资者可将目光集中在已公告并购重组失败或未通过证监会审核的标的上,这样能大大提高并购重组股定位的“精准度”,同时节约了长时间在一只股票中埋伏等待的时间成本,从而更为有的放矢地捕捉并购重组的投资机会。因为这些重组失败的公司已明确显露了公司的并购重组意图,后续再次启动资本运作的概率较高。尤其是那些重组失败后做出3个月或6个月不进行重大资产重组承诺的标的,也可利用“承诺期”到期这个时间窗口提前进行布局。

## 并购风行

“经济不景气的时候其实是收购的好时候。因为这时能够捡到‘便宜货’,我们甚至考虑收购欧洲的一家企业。”浙江一家大型户外用品公司的总经理周浩(化名)告诉中国证券报记者。

周浩介绍,目前浙江民营企业的日子普遍不好过,尤其是温州等地的民营企业。因为温州人的脑子活,他们不满足于传统的皮鞋、打火机、箱包制造等传统行业,渴望转型升级。

前几年什么行业来钱快他们做什么:转型做房地产、造船、挖矿等等,但现在看来,盲目转型反而害了他们。

“楼造好了卖不出去的,船造了一半没钱的,钱投到矿上打了水漂的……比比皆是,不少企业主都是负资产了。”周浩说。

周浩所在的公司以外贸为主,目前的情况还不错,现金流充足。由于很多年前就发起设立了小贷公司、民营银行等,公司的融资能力

也比较强,但企业没有上市还是周浩等管理人员最大的遗憾。“如果早点登陆资本市场,收购欧洲的那家企业就会更加轻松。因为通过收购会做大公司市值,直接抵消收购成本。”周浩觉得。

实际上,上市公司也早已发现了眼下是并购的好时机。

截至8月22日,沪深两市有216只股票处于停牌之中,其中涉及并购重组的达208只。

## 机构的“盛宴”

所不同。此类并购基金存续期相对较长,平均4-5年,相对的基金的回报率也比一般债权类产品的回报高出很多。

“专注于设立并购基金的投资机构其运作模式有点类似PE(私募股权投资)、VC(风险投资)等,一般出资人数量比较少,要求单个出资人的出资金额比较大。这些出资人相对比较成熟,不会像二级市场的投资者那样急于赚快钱。”该人士介绍。

从今年7月份开始,IPO暂停,这使得有望上市的公司又开始了重新等待。对于并购基金来说,IPO的暂停相反带来了更多的机会。

上海一家资产管理公司的一位合伙人解释,上市公司并购基金主要是通过外延的方式整合企业的上下游资源来帮助企业转型升级,所以上市公司并购基金需要优质的项目和企业。而IPO暂停使得这些优秀企业和项目会选择被并购的方式来登陆资本市场,这对于上市公司和被并购企业来说,是一种很好的合作共赢的模式。

对于上市公司而言,采用上市公司并购基金的方式进行企业的整合、产业的布局,不需要占用上市公司太多的资金,并且由于有了投资机构的合作,上市公司在项目上的选择也更有保障。

而且,目前IPO暂停了,但自7月10日至今,并购重组类定增一直处于正常审核状态。不仅如此,证监会还表示将完善相关措施,促进上市公司并购重组。证监会新闻发言人邓舸8月14日在例行发布会上介绍,近期证监会完善了相关措施:扩大配套募集资金比例,由不超过交易总金额的25%提高到不超过拟购买价格的100%;完善审核分道制;协调推动财税部门完善并购重组税收政策。下一步证监会将继续取消和简化行政许可事项,强化事中事后监管,优化审核流程,更好发挥资本市场服务实体经济的作用。

证监会的上述表态也进一步激发了上市公司的并购热情。截至8月22日,沪深两市更有高达216只股票处于停牌之中,其中涉及并购重组的达208只,占全部上市公司比

## 并购提升估值

告。报告指出,并购重组热度与行业性机会息息相关,并形成“热度上升——股价上升——增发——并购——业绩上升——热度进一步上升”的正反馈之中。

而且,与市场平均估值水平相比,兼并重组样本的估值显著更高;传统低估值行业发生并购的公司估值基本上高于这个行业的平均估值;新兴高估值行业,发生并购的公司估值基本与行业平均估值持平甚至略低。

从绝对数量上看,主板发生并购重组的事件数量稳居第一,中小板次之,创业板最少。但如果统计相对数量,即发生并购重组事件除以当年该板块上市公司家数,会发现创业板公司并购重组率逐年上升,2014年接

近30%。其次是中小板,主板公司并购重组率最低。

通过财务观察,国泰君安发现,绝大部分公司的并购重组都是以现金作为支付手段。从2007年至今,有86.86%的公司并购时采用的支付方式是现金,只有7.6%为股票支付。

值得注意的是,今年以来并购失败的个股也不在少数。统计显示,今年以来宣告重组失败的公司就有近50家。8月18日,就有科大智能、龙生股份、兔宝宝等公司同日宣布终止相关重组事项。

究其原因,双方就谈判议价等未能达成一致、并购重组事项涉嫌违法违规以及监管部门未批准等多因素均可导致并购重组失

而并购基金的退出方式大致有四种:IPO,上市公司并购,股权转让和管理层回购。资产管理公司与上市公司合作成立并购基金的话,第二种“上市公司并购”退出是指,标的企业被上市公司并购后完成并购基金的股权退出。

并购基金的存续期一般为6年,即2年投资期,3年退出期,1年清算期。“好的并购基金会运作得更短。”上海小村资产管理有限公司董事长冯华伟表示。

而并购基金的项目投资实际可达到的收益率,即内部收益率(IRR)一般会高于25%。

国泰君安日前发布并购重组系列研究报

# 上市公司并购的路径选择

□本报记者 高改芳

分析人士指出,上市公司并购主要有几种模式:以上市公司作为投资主体直接展开投资并购;由大股东成立子公司作为投资主体展开投资并购,配套资产注入行动;由大股东出资成立产业并购基金作为投资主体展开投资并购;由上市公司出资成立产业并购基金作为投资主体展开投资并购,未来配套资产注入等行动。而这几种模式各有优缺点。

## 上市公司出面

由上市公司作为投资主体直接展开投资并购。这种模式是直接由上市公司进行股权并购,无需使用现金作为支付对价;利润可以直接在上市公司报表中反映。但这种方式的缺点是在企业市值低时,对股权稀释比例较高。而且并购后业务利润未按预期释放,影响上市公司利润。

以上市公司作为投资主体直接展开投资并购是最传统的并购模式。如果被并购的企业业绩出色,能直接有效驱动上市公司业绩增长。

如蓝色光标(300058),自2010年上市以来,其净利润从6200万元增长至2013年的4.83亿元,4年时间利润增长约7倍,有相当一部分的利润来自并购。

第二种模式是由上市公司出资成立产业投资基金作为投资主体展开投资并购,待子业务成长成熟后注入上市公司。

这种模式的优点是可以利用上市公司的品牌力、影响力、信誉等撬动更多社会资本与政府资本,更容易募集资金。而且上市公司的资金比较充裕,便于启动基金。此外,不直接在上市公司层面稀释股权,也可以通过股权比例和结构设计将投资的子公司业绩纳入股份公司合并报表。

但缺点是,我国资本市场环境与国外有很

大不同,上市公司大股东或实际控制人很少是基金投资人,因此能够依托大股东力量与上市公司形成产融互动模式的公司非常少。而伴随我国私募基金以及并购市场的不断发展壮大和成熟,越来越多的上市公司选择与私募基金合作成立并购基金,展开对外投资和收购,由并购基金扮演上市公司产业孵化器的角色,提前锁定具有战略意义的优质资源,待培育成熟后再注入上市公司。

这种模式目前被越来越多的公司采用。例如大康牧业(002505)与浙江天章硅谷资产管理集团有限公司合作成立产业并购基金。

## 大股东出面

由大股东出面的第一种模式是由大股东成立子公司作为投资主体展开投资并购,子公司业务成熟后注入上市公司。

这种方式的好处是不直接在上市公司层面稀释股权。未来如果子公司业务发展良好,可将

资产注入至上市公司。通过此结构,在控股股东旗下设立一个项目“蓄水池”,公司可根据资本市场周期、上市公司业绩情况以及子公司业务情况有选择地将资产注入上市公司,更具主动权,但缺点是规模有限。如成立全资子公司或控股子公司则需要大股东出资较大金额,如非控股则大股东丧失控制权。此外,子公司或项目业绩不能纳入股份公司合并报表,使得并购后不能对上市公司报表产生积极影响。

第二种是由大股东出资成立产业投资基金作为投资主体展开投资并购,待子业务成熟后注入上市公司。优势是大股东只需出资一部分,撬动更多社会资本或政府资本展开产业投资并购,还可以通过与专业的投资管理公司合作,解决并购能力问题、投后管理问题等。但缺点是,大股东品牌力、信誉、影响力等与上市公司相比较弱,可募集资金规模可能受限,而且前期需要大股东出资启动,对大股东的出资有一定的要求。