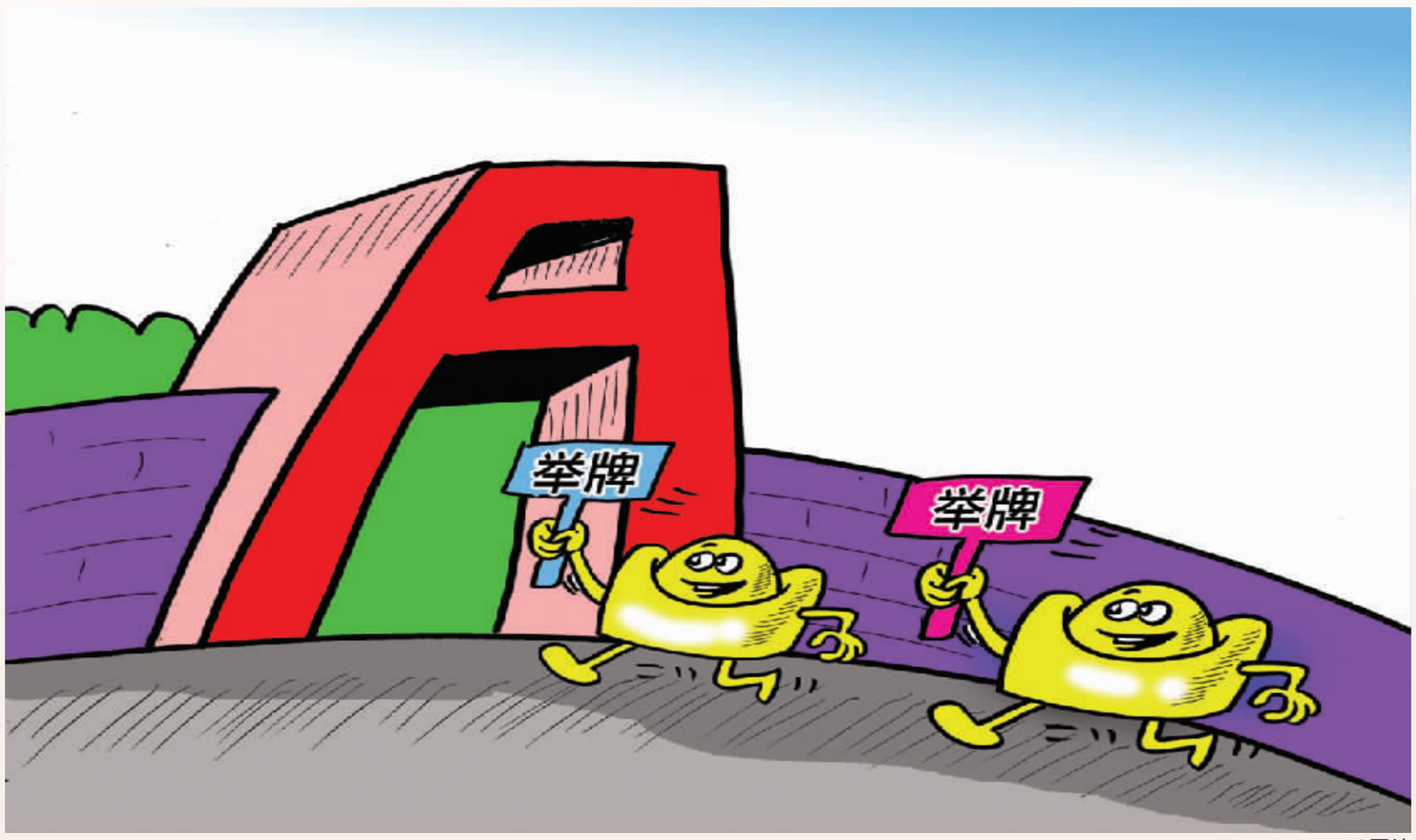
举牌资金大举潜伏 并购重组暗潮涌动

□本报记者 任明杰

9月25日晚间，丽江旅游公告称遭自然人张一卓举牌。这成为9月第10家被举牌的上市公司。去年三季度以来，二级市场举牌日渐活跃，特别是今年三季度，已有30余家上市公司遭遇举牌。随着举牌资金大举潜伏，并购重组市场暗潮涌动。“下半年并购重组市场遇冷，但随着二级市场举牌的日渐活跃，无论是举牌方主动推动上市公司重组，还是上市公司控股股东被迫通过重组进行反击，举牌都有可能成为激活并购重组市场的重要力量。”北京某大型投行人士对中国证券报记者表示。

在各路举牌资金中，意在“博重组”的私募和牛散仍然是最为活跃的一支力量。特别是私募，在举牌上市公司后，很多私募不仅仅满足于“等风来”，而是联合起来共同主导上市公司重组。更有私募通过多次举牌进而控股上市公司，强势主导上市公司重组。在推动上市公司重组的路径上，意在一二级市场联动的“PE+上市公司”模式愈发受到市场关注。今年以来，随着并购重组市场的变化，“PE+上市公司”的模式也逐渐蜕变。



IC图片

并购重组暗潮涌动

9月25日晚间，丽江旅游公告称，公司收到张一卓的《简式权益变动报告书》，5月30日至9月22日，张一卓通过证券交易所集中交易系统累计购买丽江旅游2113.5万股股票，占公司总股本的比例为5.0002%，增持价格区间为11.70元/股-15.32元/股。由此，丽江旅游也成为了9月第10家被举牌的上市公司。

去年三季度以来，二级市场举牌日渐活跃，特别是今年三季度以来，已有30余家上市公司被举牌，更有多家上市公司被多次举牌。9月25日晚间，被长金投资举牌的武昌鱼再次公告称，自前次增持之日起6个月内，长金投资拟通过在二级市场择机增持上市公司股份，增持股份不少于2543.05万股。“二级市场举牌的活跃，一方面与去年三季度以来不断蔓延的资产荒有关，一方面也是由于二级市场低迷。”上述投行人士表示。

在被举牌后，不少上市公司立刻展开反击，而并购重组正是反击的重要选择项之一。以万科A为例，在被宝能多次举牌后，万科A旋即宣布停牌重组。今年6月万科A披露交易方案，公司拟以发行股份的方式支付全部交易对价，购买深圳地铁持有的前海国际100%股权，初步交易价格为456.13亿元。同时，万科A宣布，除了深圳地铁，公司正与一潜在交易对手方进行谈判，并有意以现金支付的方式收购该潜在交易对手所持有的部分与公司现有业务相关的资产或股权。

除了上市公司被迫通过并购重组等手段反击举牌方外，很多举牌方在举牌后也会主动推动上市公司进行重组，特别是私募。在险资、产业资本、私募、牛散等各路举牌资金中，私募和牛散仍然是最活跃的一支力量。与险资举牌的主要目的在于资产配置，产业资本举牌的主要目的在于产业协同相比，私募和牛散举牌的主要目的在于“博重组”，因此受到市场的格外关注。而与牛散往往选择耐心潜伏相比，私募更喜欢主动以出击的方式推动公司踏上重组进程。今年以来，多家被私募举牌的上市公司已纷纷宣布停牌重组。

“今年下半年以来，受监管趋严等因素的影响，并购重组市场遇冷。但随着二级市场举牌的日渐活跃，无论是举牌方主动推动上市公司重组，还是上市公司控股股东通过重组进行反击，举牌都有可能成为激活并购重组市场的重要力量。”上述投行人士对中国证券报记者表示。

私募强势主导并购重组

对于举牌的私募而言，其策略或是跟大多数牛散一样选择耐心潜伏，或是主动出击推动上市公司重组。如果选择潜伏，重组预期便是其考量的重要因素。不少有过重组失败经历的上市公司，由于重组预期凸显而颇受私募的青睐。而重组失败后股价回调过程中形成的黄金坑，往往成为举牌的最佳时机，从而引来大量资金潜伏其中。今年三季度被举牌的上市公司中，武昌鱼、步森股份、宏磊股份、威尔泰等均有过重组失败的经历，步森股份更是经历过三次重组失败。

部分私募不仅仅满足于潜伏，而是通过多次举牌乃至控股上市公司，以此主导公司重组。7月12日晚间，*ST亚星公告称，自7月1日-7月11日，长城汇理买入公司股票1578.27万股，占公司总股本的5%，持股比例由18.6%上升为23.6%。这已是今年5月以来，长城汇理第四次举牌*ST亚星。与前三次举牌不同的是，长城汇理在第四次举牌后提交的权益变动报告书里除了继续表示出于“投资需要”外，同时表示“将发挥控股股东作用，通过产业并购、整合等方式改善上市公司经营情况、提升上市公司资产质量”。

值得注意的是，在第三次举牌之前，长城汇理已经凭借13.6%的持股比例晋升为公司控股股东。但其仍然不敢放松，通过第三次和第四次举牌进一步巩固了控股股东地位，以为将来的重组未雨绸缪。与之形成鲜明对比的是，长城汇理虽然持有*ST新都11.50%的股权，为公司第一大股东，但由于*ST新都持股比例分散，其在主导公司重组的问题上步履维艰。9月13日，*ST新都举行董事会，投票否决了长城汇理就注入光伏资产召开临时股东大会的提议。

另外，很多私募虽然持股比例只有5%多一点，凭自身力量难以主导公司重组，但这并不意味着只会甘心“等风来”。“特别是很多股权分散的上市公司，往往会招来多方资金方举牌。他们虽然不是一致行动人，但利益和意图一致，所以关键时候往往会联合起来，共同主导公司重组。当年，泽熙举牌康强电子后，就是先联合其他举牌方控制了董事会，然后一起主导了上市公司的重组。”上述投行人士告诉中国证券报记者。

“PE+上市公司”模式蜕变

在私募推动上市公司并购重组的路径中，“PE+上市公司”的模式一直备受瞩目。“在‘PE+上市公司’模式中，私募首先取得上市公司股权，然后与上市公司成立并购基金，推动公司展开外延式并购，且很多并购标的直接来自于该私募旗下。通过这种方式，该私募在享受一级市场溢价的同时还能获得二级市场股价上涨的收益，形成一二级市场的联动。在取得上市公司股权方面，除了定向增发、大宗交易、协议转让，举牌也是一种重要方式。”上述投行人士对中国证券报记者表示。

在此背景下，有“PE+上市公司”背景的举牌私募尤其受到市场的关注。以瑞莱嘉誉为例，9月6日晚间，ST慧球公告称，瑞莱嘉誉完成对公司的二次举牌，持股比例已达10%，成为公司的第一大股东。资料显示，瑞莱嘉誉的执行事务合伙人为前海瑞莱，前海瑞莱目前发行的产品主要有契约型股债类、有限合伙类、并购重组类三种形式。其中，清源瑞莱新三板1号、星锐一号资管计划、鑫安瑞莱私募股权及以有限合伙模式发行的股权投资基金投向均为新三板。目前，前海瑞莱已经在新三板进行了大量布局，并急需一个稳妥的退出方式。其是否会通过举牌上市公司，然后主导上市公司并购所投资的新三板公司引人遐想。

今年以来，随着并购重组市场环境的变化，很多私募在“PE+上市公司”模式中采取的策略也在发生变化。以“中植系”为例，今年4月25日晚间，大名城公告称，全资子公司名城金控拟作价25亿元，以支付现金的方式收购“中植系”所持中程租赁100%股权。紧接着，4月29日和5月10日，“中植系”从二级市场先后两次举牌大名城，耗资逾20亿元。

“中植系”操作“PE+上市公司”模式以往的路径一般是：上市公司通过发行股份与支付现金相结合的方式收购“中植系”旗下标的资产，“中植系” 在取得上市公司股权的同时，与上市公司成立并购基金，协助上市公司展开新一轮的并购，达到一二级市场的联动。而在大名城的案例中，大名城先以现金收购“中植系”旗下标的资产，后者通过二级市场完成举牌。分析人士指出，“中植系”的上述策略变化或许与监管收紧背景下现金支付不需要证监会审核有关。同时，举牌也比发行股份购买资产的锁定期要短，操作起来更加灵活。

“蒙面”举牌引关注

□本报记者 蒋洁琼

*ST山水因日前被吴太交等四自然人举牌再次受到市场关注。值得注意的是，该四位自然人在触及举牌线之前就向公司披露了股份变动情况。而在今年年初，*ST山水便因自然人钟安升增持超过举牌线却未披露，受到监管部门关注。近年来，“蒙面举牌”事件频发，举牌线上上市公司股权争夺战暗潮汹涌。

“马甲”账户分散持股

近来，举牌方利用多个“马甲”账户分散持股，隐藏在举牌线下暗度陈仓的案例在A股市场频频上演。

以*ST山水为例，公司的控制权之争一直备受市场关注。2月23日，*ST山水披露简式权益变动报告书。钟安升于2月1日至17日购买*ST山水股票共1103.36万股，占公司总股本的5.45%。钟安升称，对于上市公司无控制意图，且此次购买公司股份的过程中没有一致行动人。但在交易所发出问询函后，钟安升等5人的一致行动人的关系得以曝光。

3月10日晚间，*ST山水公告披露了钟安升等5名一致行动人的持股明细，5人共持有3652.18万股公司股票，占公司总股本的18.04%。

此外，上交所8月3日向昌九生化发出的问询函指出，公司股东周勇、赵海月与赵平3人合计持股比例已达公司总股本的6.269%。上述3人均在同一证券营业部交易公司股票，交易时共用同一IP地址，周勇和赵平的身份证件地址相同。上交所要求公司向周勇、赵海月、赵平核实，他们之间是否存在关联关系或一致行动关系。

不过，上市公司不配合举牌方披露持股情况变动的情况也有发生。上交所8月1日向慧球科技发出的问询函指出，深圳市瑞莱嘉誉投资企业近日向上交所反映，其已通过二级市场增持公司股份1973.96万股，持股比例为4.999978%，且已通知公司发布相关权益变动报告书，但公司一直未予以配合披露。

监管趋严规范发展

按照《上市公司收购管理办法》的规定，投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到一家上市公司已发行股份的5%时，应当在事实发生之日起3日内编制权益变动报告书，向证监会、证券交易所提交书面报告，通知上市公司并予以公告，并不得在上述期限内买卖公司股票。

对于不按规定执行的相关人员，监管部门严格予以惩处。3月15日晚间，*ST山水发布公告称，受到监管部门处罚，钟安升等五位股东将把短线交易所得收益在五个工作日内上缴公司。

也许是总结了“前辈”的教训，此次*ST山水举牌方甚至在触及举牌线之前就主动“坦白”。公司在9月21日晚间发布公告称，截至9月21日，通过大宗交易及二级市场交易，吴太交、周晓艳、赵明贤、林宁耀合计买入公司1012.22万股，占公司总股本的4.999954%；其中，吴太交持有262.22万股，占公司总股本的1.29526%；周晓艳、赵明贤、林宁耀各持有250万股，均占公司总股本的1.234898%。

8月4日下午，有媒体报道称“恒大买入万科或达2%股份”。随后公司股价开始大幅拉升。万科晚间发布公告进行了确认，截至8月4日，中国恒大通过其附属公司在市场上收购5.17亿股公司A股股份，持股比例约4.68%。因为消息提前泄露，恒大在还未触及5%举牌线的情况下便不得不公告持股变动情况，在A股历史上少见。

业内人士表示，举牌方利用多个“马甲”账户分散持股的手段，暗地里举牌上市公司的原因很复杂。有的举牌方有此举的动机是想谋求控股权，不想提前暴露意图而导致股价上涨，抬升增持成本；同时，贸然举牌也容易招致上市公司反击。也有短线投资者，采用此手段隐蔽持股情况，方便操纵股价，避免越过举牌线后的交易限制。

多家餐饮旅游公司被举牌

□本报记者 蒋洁琼

近期西安旅游、丽江旅游等多家餐饮旅游公司先后被举牌。分析人士表示，餐饮旅游上市公司被举牌有多种原因驱动，在政策红利及消费升级的大背景下，餐饮旅游行业迎来快速发展时期；同时，部分餐饮旅游上市公司股权较为分散，因而受到资本青睐；此外，餐饮旅游上市公司现金流通常较好。

举牌餐饮旅游公司

根据公告，张一卓通过证券交易所集中交易系统累计购买丽江旅游5.0002%股份。张一卓出生于1988年6月，金融学学士，现任华邦汇医投资有限公司总经理、莱茵健康科技股份有限公司董事长、重庆华邦医亿科技有限公司执行董事兼总经理，且持有华邦健康1.92%股权。

资料显示，张一卓为华邦健康董事长、总经理张松山之子。张松山是华邦健康实际控制人，其个人产业布局涉及医药、酒店、旅游、金融等多个领域。

分析人士表示，本次举牌后，存在旅游资产注入的可能。张一卓及一致行动人直接和间接共持有公司股份8.18%；同时，华邦健康旗下拥有丰富的旅游资源，包括控股华邦酒店、山水会餐饮、华邦国旅、大友旅游等多家旅游服务公司；此外直接持有20.21%丽江玉龙雪山旅游开发有限责任公司股权；而玉龙雪山是丽江旅游大股东，持股比例为15.73%。

此前，9月21日晚间，西安旅游发布的权益变动公告显示，赛石集团有限公司和一致行动人杭州三石股权投资管理合伙企业日前买入公司合计1186.83万股，占公司总股本的5%，已构成举牌。

多种原因驱动

近年来，餐饮旅游行业快速发展，旅游投资加速。统计数据显示，2014年全国旅游业实际完成投资7053亿元，同比增长32%；2015年全国旅游业完成投资10072亿元，同比增长42%；今年上半年完成投资4211.5亿元，同比增长约30.5%。

分析人士表示，餐饮旅游上市公司被举牌有多个原因驱动，一方面，在政策红利及消费升级的大背景下，餐饮旅游行业迎来快速发展时期；另一方面，餐饮旅游上市公司现金流通常较好。此外，部分餐饮旅游上市公司股权较为分散，举牌后在控制权方面具有较大的想象空间，因而更为受到资本青睐。

以大东海A为例，Wind数据统计，根据半年报，在公司股权结构中，持股比例在5%以上的股东为3名。其中，第一大股东为罗牛山股份有限公司，持股数量为6151.54万股，持有上市公司股份比例为16.9%；第二大股东为自然人潘国平，持股数量为3087.98万股，持股比例为8.48%；第三大股东为广东新价值投资有限公司证券投资基金，持股数量为1829.39万股，持股比例为5.02%。

此外，三湘股份中报显示，公司持股5%以上的股东有四名。其中，上海三湘投资控股有限公司的持股比例为23.75%；自然人黄辉的持股比例为11.98%；自然人黄卫枝的持股比例为10.92%；Impression Creative Inc.的持股比例为6.49%。