

# 壳交易潮涌 产业资本成控制权受让主力

□本报记者 任明杰 欧阳春香

“控制权转让需求越来越旺盛，最近不少公司向我们打听有没有合适的‘壳’。”业内人士告诉中国证券报记者，2018年以来，控制权转让迎来新一轮热潮。与以往群雄逐鹿的局面相比，在金融去杠杆和脱虚向实的大背景下，产业资本成为控制权转让交易中的主力军，新兴产业公司受到产业资本青睐。

## 产业资本成主力

Wind数据显示，经历了2016年和2017年的控制权转让热潮后，2018年以来，上市公司控制权转让热情有增无减。开年以来短短两个月，已有23家公司宣布谋划或完成了控制权转让。

在“二八分化”现象加剧，小市值股票扎堆出现，不少公司控股股东深陷股权质押危机的情况下，控制权转让迎来良机。华泰联合证券并购部董事总经理劳志明对中国证券报记者表示，“在目前的市场环境下，控制权转让方面存在不错的机会，有些公司被迫出让控制权且价格相对不高。”

以猛狮科技为例，公司近日公告，拟通过投票权委托将控制权转让给雪松控股。此前的2月12日，公司复牌后，当天股价跌停。由于控股股东部分质押股票跌破或可能跌破平仓价格，公司再次停牌。2月22日，公司控股股东沪美公司、实际控制人之一陈乐伍进行了补充质押。股价一路下跌、深陷股权质押危机，让雪松控股迎来“接盘”机会。

同时，在IPO审核从严的大背景下，控制权转让需求被进一步激发。“包括IPO被否企业三年内不得借壳上市的规定出台后，我们能感觉到控制权转让的需求更加强烈。最近很多公司在向我们打听有没有合适的‘壳’。”长城证券收购兼部总经理尹中余对中国证券报记者表示。



视觉中国图片

值得注意的是，与以往产业资本、私募机构、牛散竞相逐上市公司控制权的局面相比，在金融去杠杆、脱虚向实的大背景下，产业资本在新一轮控制权转让热潮中优势凸显。“现在单纯的金融资本财务性并购难度较大，有实力的产业资本将得到更多机会。”劳志明对中国证券报记者表示。

观察猛狮科技、众应互联、达意隆等近期进行控制权转让的多家公司，接盘方均具有产业背景。

## 产业协同逻辑凸显

业内人士指出，控制权转让只是第一步，接下来的并购重组才是关键一步。在前两年的控制权转让热潮中，不少热衷“买壳”的私募和牛散在并购重组过程中遭遇“卡壳”尴尬，热情大减。这也助力产业资本成为控制权转让的主力。

“自己有资产，只是不符合借壳条件，等符合借壳条件再借壳，这样可以。如果本身没有资产，而是向第三方购买资产，作为外行买到的资产质量可能不高。且小体量的资产对股价影响不大，没必要折腾；大体量的资产要么想借壳，要么对股比的影响大。大也不行，小也不行，容易陷入两难处境。”劳志明表示。

同时，不少私募或牛散资金实力有限，且收购资金往往来自杠杆资金。通常的模式是通过桥资金收购上市公司，然后将上市公司的股权质押融资后去偿还桥资金。“如此，对后续的重组和股价诉求高，压力当然大。不少公司在重组失败后深陷股权质押危机。”某操作过控制权转让的私募机构负责人告诉中国证券报记者。

于是，难以玩转并购重组的私募和牛散玩起了“倒壳”买卖，不少上市公司甚至短时间内多次经历控制权转让。劳志明认为，“‘倒壳’的成交难度高，因为‘一手壳’的取得就是溢价收购，‘二手壳’要实现获利退出，势必要在此基础上

以猛狮科技为例，公司2017年业绩预告“变脸”，很大程度上在于去年下半年融资不及预期，资金到位进度影响了部分项目建设。雪松控股的入主，获得了上市公司平台，而猛狮科技布局新能源的资金需求有望解决。

在此背景下，控制权转让逻辑从“壳买卖”转向产业逻辑，产业资本在控制权转让中的作用愈发重要。“具有实力的产业资本在收购上市公司控制权后，便于进行资产整合。懂产业，因此具有价值判断能力，同时资产整合能力强。”劳志明指出。

## 新兴产业公司受青睐

产业资本逐渐成为控制权转让市场主力，新能源、通信、软件、大数据、生物科技术、游戏等新兴产业公司成为其重点对象。

“产业资本布局新兴产业加速。同时，新兴产业成长过程中对资本渴求更多，相关公司需要有实力资本。因此，产业资本取得新兴产业上市公司控制权，可以实现资源和资金互补。”上述私募机构负责人表示。

以猛狮科技为例，公司2017年业绩预告“变脸”，很大程度上在于去年下半年融资不及预期，资金到位进度影响了部分项目建设。雪松控股的入主，获得了上市公司平台，而猛狮科技布局新能源的资金需求有望解决。

同时，具有新兴产业背景的产业资本入主新兴产业上市公司后，有望通过产业协同实现“强强联合”。尹中余认为，“产业并购逐渐成为并购重组市场主流，控制权转让同样符合这个特征。产业资本在寻求上市公司控制权时，更加看重上市公司与其原有的产业的协同效应，特别是在新兴产业的协同。”

在众应互联的案例中，新控人李化亮旗下的炫踪网络是游戏出海平台，运营产品覆盖全球超过200多个国家和地区。而众应互联通过连续并购，由传统制造业企业转型为游戏电子商务平台。李化亮入主后，有望通过产业资本和上市平台的结合实现“强强联合”。

# 上市公司频发“红包”

□本报记者 吴科任

截至2月28日，134家公司披露了年度分红派息预案。经初步测算，30家公司现金分红的静态股息率高于当前1.5%的一年定期存款基准利率。

## 分红派息迎高潮

据中证指数公司统计，2017年2438家公司进行了现金分红，占全部上市公司的75.5%，分红总额8050.24亿元，较2016年提升显著。从目前情况看，现金分红增多趋势有望延续。

东财Choice数据显示，在上述134家上市公司中，上市以来派息次数超过10次的公司有15家，包括峨眉山A（21次）、武

汉控股（19次）、雅戈尔（19次）等；另有59家公司上市来派息次数超过5次，占比44.03%。

值得注意的是，33家2017年上市的公司此次准备发“红包”。其中，12家公司有过派息“履历”。奇精机械2017年2月首发上市，2017年半年报实施过派息。公司2017年年报分配预案为“10转4股派2元（含税）”。21家公司为首次“尝鲜”。仅两家公司为单纯派息，其余19家公司均拟以“转股”。

招商证券策略首席分析师张夏对记者表示，“近期公布的上市公司分红情况明显好于上年，主要有两个原因。首先，周期类、地产产业链、蓝筹稳增长类公司盈利好转，部分公司大幅好转，奠定了现金分红基础。其次，监管机构紧

盯没有现金分红的‘铁公鸡’。今年2月，上交所举行了上市公司现金分红专项说明会，鼓励上市公司现金分红。”

## 周期类公司表现突出

从目前情况看，上市公司较往年显得更加慷慨。初步测算发现，前述134家公司的派息预案静态股息率均值为1.12%。其中，30家公司的静态股息率超过了1.5%的一年期存款基准利率。需要指出的是，静态股息率的计算方式为“预案披露的税前每股现金股利/2017年（或2016年）年底时股票的收盘价”，本文涉及的静态股息率指标均按这一口径计算。

方大特钢以12.61%的静态股息率领跑。哈药股份达到8.61%，方大炭素为

6.58%，分居第二及第三位。相较于2016年年报的现金分红情况，在上述30家公司中，剔除3家缺少数据的公司，27家公司中有21家静态股息率超过上年。以回天新材为例，2016年年报期的静态股息率为1.22%，2017年跃升到4.99%。

从行业看，周期类行业公司成为赢家。按申万行业二级分类，在上述30家静态股息率超过1.5%的公司中，近半属于“周期类”公司。以方大炭素为例，公司2017年实现归属于上市公司股东的净利润为36.20亿元，同比上涨5267.65%。公司拟10股派发现金股利19元（含税），共计派发现金股利33.98亿元，占当年归属于上市公司股东的净利润的93.88%。公司2016年年报期的静态股息率不到1%，而2017年上升到6.58%。

# 中国外运拟吸收合并外运发展

□本报实习记者 吴科任

公告显示，本次中国外运拟吸收合并外运发展的换股比例为1:3.8778。为充分保护外运发展全体股东特别是中小股东的利益，本次换股吸收合并将由招商局集团或其下属子公司向外运发展全部资产、负债、业务、合同、资质、人员及其他一切权利与义务，外运发展终止上市并注销法人资格。

# 上海炳通增持绿庭投资

□本报实习记者 吴科任

宣布终止，并于2月27日复牌。绿庭投资2月28日的公告显示，收到股东上海炳通对上市公司临时股东大会发送的书面形式临时提案，提议增加高建、康丽娜、高飞、沈斌四人为公司董事候选人。绿庭投资董事会则认为，该提案提交时间已逾期，不予接收。同日，上交所就上海炳通临时提案遭拒一事发了工作函，要求双方本着对投资者负责的态度，妥善处理该重大事项。

# 深天马A去年净利增逾四成

□本报记者 钟敏

140亿元，较上年同期增长30%；净利润为8亿元，较上年同期增长41%。公司拟向全体股东每10股派发现金红利0.7元（含税）。

# 河钢股份去年净利增近两成

□本报记者 钟敏

亿元，较上年同期增长19.55%。公司表示，2017年，钢材价格上涨幅度较大，行业盈利水平明显提升。受去产能和环保限产等政策影响，公司盈利增长幅度低于行业平均水平。

# 恒立液压拟投资液压铸件项目

□本报记者 王维波

区，新增设备76台（套），主要包括中频无芯感应熔化电炉、静压造型生产线、电磁桥式起重机、水平分型无箱造型线、振动输送机、台车式电阻炉等。项目建设周期1年。

公司表示，本次投资将进一步扩大公司精密液压铸件的生产能力，满足公司液压泵阀对铸件的需求，有利于提升公司液压泵阀产品的市场占有率，增强持续盈利能力。

# 中曼石油拟1亿元设立孙公司

□本报记者 王维波

亿元。资金来源为自有资金。拟设立孙公司经营范围为：石油、天然气应用等。

公司表示，本次投资主要是为了大力开发四川油气工程服务市场，进一步完善公司市场布局。

# 上投摩根孟亮：巴菲特的成功能否复制？中国式长期投资之道

作者介绍：孟亮 博士

上投摩根基金公司高级基金经理、权益动力系列领军人物，12年从业经验，6年基金投资管理经验。目前管理的两只偏股型基金任期内平均年化回报超20%（注释），代表基金上投摩根智选30基金获银河证券五星最高评级（两年期）。

对投资者来说，巴菲特每年的致股东信是宝贵的学习资料。今年的致股东信仍然内容精彩，在此结合巴老的观点，谈一点过去12年在中国做投资研究的感悟。

## 一、巴菲特的选美眼光极其严苛

今年的信中再次提到：“在寻找新的独立企业时，我们寻求的关键品质是持久的竞争优势；有能力高水平的管理层；经营业务所需的有形净资产的良好回报；收益可观的内生性增长机会；最后，一个合理的购买价格。”事实上，在超过半个世纪的投资生涯中，巴菲特的核心选股标准始终如一，包括：

- 1、业务简单明确，具备持续竞争优势；
- 2、高ROE，高毛利率，高净利率，低负债；
- 3、企业具备一定规模，并且能够持续成长；
- 4、可靠的管理层；
- 5、合理的价格。

这几条标准似乎平淡无奇，任何商科毕业的学生都可以在几分钟之内倒背如流并解释得头头是道。但是，在职业投资人的角度来看，巴菲特的选股标准极其严苛，能同时满足所有条件的企业微乎其微。

首先，巴菲特要求标的企业的业务简单明确，投资人容易理解，同样竞争对手和潜在的进入者也容易理解，但是标的公司又必须具备持续竞争优势，意味着竞争对手看得懂又追不上，这要求标的公司在资源禀赋、技术创新、品牌渠道等方面需要建立极强的护城河。

## 二、中国式长期投资：

### 巴式选股标准结合商业模式的甄选

每一个专业投资者心中，都住着一个巴菲特。但也有人要问，巴菲特的选股标准如此之高，在当下A股市场是否适用？我想从我们长期的投资实践来看，答案是肯定的。

我把巴菲特思想的核心进一步浓缩，确立

- （1）高ROE；
- （2）低成本快速扩张；
- （3）大行业空间。

这三条标准保留了巴菲特思想的精华，又

在某些方面适度放松，可供挖掘的标的更多，更加灵活适用当前的A股市场。高ROE和低成本快速扩张能力用非常精炼的财务标准筛选出企业是否具备优质的商业模式，有的企业增长很快，但是需要大量的资本投入，财务上表现为ROE较低，这不是一个好的商业模式；有的企业ROE很高，但是增速很慢，这样的企业看不清未来，也不是我们需要的。

大行业空间保证了企业成长的未来空间，我们见到大量的企业在很小的细分市场做得很

有特色，盈利能力很好，但是小的行业空间限制了他们的发展和市值空间，这类企业往往很快

被迫多元化，内生增长的不确定性上升，同样不是我们需要的结果。

与此同时，我们把企业的商业模式提到一个新的高度进行分析，从理论层面讲，商业模式主要包括三个维度：（1）企业提供的产品和服务；（2）企业所处的竞争环境；（3）企业的内部运营管控。而商业模式的创新则主要通过四个方向展开：

- （1）技术创新；
- （2）收入模式创新；
- （3）企业模式创新；
- （4）产业模式创新。

由于篇幅的原因，我在此不全面展开论述商业模式分析的内容，但是需要强调的是，在全球任何市场，投资者对于企业的商业模式是极为看重的，特别是一些在很大规模上还能够持

续高速成长的独角兽企业，比如腾讯、谷歌、苹果，毫不例外都是在商业模式上取得了重大创新。在二级市场的角度看，商业模式在很大程度上决定了企业未来的财务表现、估值水平以及市值高度。从商业模式角度深入剖析公司，既是对公司过往历史的概括总结，更是对公司未来进行中长期展望，只有从商业模式的高度把握好公司，时间才能成为你的朋友。

同时使用巴菲特式选股标准和商业模式分析两个工具可以非常有效的甄别公司，事实上我们在过往的投资历史中用这套方法行之有效的挖掘到一大批非常优质的公司，创造了非常理想的投资回报。

## 三、对于成功投资的理解

诚如巴菲特所说，投资是放弃今天的消费，以便在以后的日子里获得更大的消费。

优质股票正是达到投资人目标的长期选择。巴菲特用时间来证明，在未来的任何一天，一周，甚至一年，股票将比短期美国债券风险更大——风险要大得多。然而，随着投资者投资期限的延长，假设股票以合理的估值购买，一个多元化的美国股票投资组合的风险要比债券的风险小得多。

对于中国投资者而言，在经济质量长周期向好，权益类资产配置价值提升的背景下，从三年以上的时间尺度来看，挖掘具备巨大成长潜力的优质上市公司，并长期持有，更有望实现较高的投资收益，只要不在高点介入，短期波动不会降低长期赚钱的概率。

巴菲特的经历常被解读为价值投资的成功。在我看来，所谓的“价值投资”与“成长投资”并不对立，而是“一体两面”，其核心理念都是回归企业盈利和估值。有成长性才有中长期投资价值，只不过成长股投资对盈利持续增长的要求更高，也能容忍适度匹配的估值水平。

即使是价值股，企业的盈利增长也不可或缺。成长股投资会面对短期波动的考验，往往也让大家对成长股投资存有疑虑，但拉长时间看，相较于价值股，这些优质成长股仍会带给投资者更高的风险调整后回报——这也是我们追求的目标。

## 注释：

上投摩根智选30基金成立于2013年3月6日，业绩比较基准为沪深300指数收益率\*80%+上证国债指数收益率\*20%，基金在2013年-2017年各年度回报分别为15.50%、-6.23%、68.88%、-18.04%、32.02%，业绩基准回报分别为-3.39%、41.16%、6.98%、-8.16%、17.32%。上投摩根中国优势基金成立于2004年9月15日，业绩比较基准为中证内地企业400指数\*60%+中债总指数收益率\*40%，基金在2008年-2017年各年度回报分别为-57.24%、-80.80%、-3.47%、-25.76%、7.13%、-18.20%、-28.78%、-36.02%、-23.52%、26.18%，业绩基准回报分别为-49.91%、62.29%、-3.71%、-18.94%、-5.47%、-2.37%、37.30%、6.97%、-8.07%、13.41%。

-CIS