

“并购重组活跃资本市场”系列之九:

政策暖风烘热“并购大时代” 新型交易结构渐次现身

近期筹划重大资产重组部分案例



证券时报记者 王小伟

“对于并购重组,此前我们普遍认为需要让‘子弹’再飞一段时间,但从10月开始,我们越来越坚信:并购重组的大时代正在敲门了。”民生证券保荐代表人吴超对证券时报记者表示。

从新“国九条”到“并购六条”发布,从交易所并购重组座谈会召开,到国家发改委和工信部等部委表态支持,并购重组政策“甘霖”不断。一方面,资本市场资产重组案例近期有如雨后春笋般不断涌现;另一方面,包括券商投行、风险投资、咨询机构等在内的整个链条,都在调整步伐,服务并购重组的节奏明显快起来了。

市场创新英姿勃发,跨界并购、“类借壳”“蛇吞象”式并购等交易模式进入“春醒时刻”,同时以“一鱼两吃”“负商誉”等为代表的交易设计亮点也频频闪现。业内普遍预期,高包容度下的更多创新有望持续出现。

但估值、整合等掣肘性因素依然存在,也有被访者对于“纾困并购”等模式保持谨慎态度,这些都成为影响并购大时代案例落地数量的因素。徐徐暖风吹开画布,作为最典型的资本运作方式,并购重组会展现出怎样的新画卷,依然有待所有参与者共同勾勒和描绘。

“节奏快起来”

“近期,我们受到上市公司、国有企业和专业机构邀请,提供并购重组内训服务的次数明显增多;向我们找寻并购标的、委托并购需求的上市公司相比去年大幅增加30%以上。虽然这些交易落地仍需时日,但我们明显感觉到并购需求热起来了。”并购专业咨询机构普利康途合伙人罗辑一边不停接电话,一边向证券时报记者介绍。

骤然忙碌起来的还有券商等机构人士,并购团队节奏快起来成为共性感受。有券商人士介绍,10月以来已经跑了6家公司,覆盖三四五省,连长假都没有休息。“现在,我们投行团队办公室工位基本见不到人,大家基本都在出差中。以前投行聚焦合规性保荐,以后要提高撮合能力。”

吴超就是投行忙碌大军中的一员。此前他以IPO业务为主,后来越来越多的时间在做并购。他对证券时报记者表示,投行对于IPO和并购的操盘方式差别很大。IPO需要做好尽调、辅导、财务核查等合规性保荐工作,关键点之一是满足监管要求;并购的本质是交易,关键是实现买卖双方利益博弈的平衡,一是撮合双方,二是合规审核,未来还需要资源整合能力。“以后我们不仅要精通卖方的合规思维,还要掌握真正的卖方推介和买方识别技能,构建撮合综合能力。”

影响还在向一级市场浸润,风险投资圈参与并购重组的预期拉满。有私募股权投资人士对记者表示,在被投企业中,凡是有千万元左右利润规模的公司,都已经发出号召,希望能够抓住机会,尽快跟上市公司等合作,通过并购等方式把自己的创业果实资本化。“‘并购六条’发布后,A股市场并购重组活跃度明显提升,秦川物联、富乐德、光智科技、电投产融、远达环保等多家上市公司都于近期陆续披露了重大资产重组计划。”

“整个链条都兴奋起来了,期待并购业务的

新机会,并为此做准备。”罗辑对证券时报记者表示,上市公司一侧,原来有并购发展规划的企业,现在获得了流动性的支撑,更加踊跃;原来没有规划的企业,现在也开始观察和考虑,进行一些咨询和准备。

跨界并购与“类借壳”携手回归

热闹喧嚣之下,一些沉寂多年的并购范式,进入“春醒时刻”。

百微化学全资子公司芯微华正筹划7亿元增资苏州芯微华半导体,拿下后者46.67%股权,并控制54.63%表决权,这成为“并购六条”发布后,纯粹意义上跨界并购的首单。此外,双成药业准备接手实控人科创板IPO撤回项目奥拉股份,跨界“蛇吞象”也在上演。

“这几年,上市公司对跨界并购其实是非常审慎的,不同板块上市公司存在差别。”华北地区某上市公司董秘对记者介绍,对于跨界并购,业内的一贯做法是,科创板不做,创业板谨慎,主板偶尔考虑,但会同步统筹规避多重风险,比如通过全现金收购等方式进行。

“类借壳”也开始现身。汉嘉设计收购伏泰科技51%股权,实现了实控人变更的同时主业变更。与A股相呼应,嘉和生物通过合并方式收购亿腾医药,成为港股18A规则下首起反向收购案。

允许收购优质未盈利企业,不少业内人士将这一轮并购重组新政视为对并购运作的松绑。这首先意味着,传统产业转型迎来重要机遇期。北京金长川资本管理有限公司董事长刘平安表示,政策正在回归并购重组的本源,同时尊重市场规律。“跨行业并购一定程度上有望打破原先对非相关性行业并购的限制,给予传统行业企业更多机会。”

更重要的影响在于,利用上市公司各类优势对未来产业形成支持。例如,对未盈利资产收购的松绑,支持上市公司结合自身产业发展需要,在不影响持续经营能力并设置中小投资者利益保护相关安排的基础上,收购有助于补链强链、提升关键技术水平的优质未盈利资产。这被业内认为打开了资本市场“纾困收购”的大门,能够起到支持战略性新兴产业发展和未来产业发展的作用。

不过也有业内人士不完全认可松绑的说法。罗辑认为,虽然“并购六条”有松绑意味,但难以用松绑来概括主要政策导向和内涵。“基本立足点和政策依据是新‘国九条’,即促进资本市场高质量发展,这至少包括持续发展和健康发展两层含义。”

有些公司的谨慎态度与这种判断相呼应。以“类借壳”为例,部分收购方就被认为有避免“借壳”的考量。例如,维信诺60亿元收购计划中,就专门强调不会改变实控人状态。有投行人士拆解交易方案时认为,这在客观上避开了借壳上市,以免触碰更严格的监管审核。

多数受访者认为,这种谨慎性非常必要。罗辑以跨界并购举例说,监管类似拧水龙头。

关上水龙头,是因为上市公司和标的方的产业协同价值可能较低,跨行业经营管理挑战可能会超过管理层的经验和能力;但有些细分行业的冠军,发展遇到天花板,如果不开展转型并购又难以经历风浪,也难以持续健康发展,它们确有跨界并购发展的需要。

“一方面是监管不搞一刀切;另一方面,上市公司跨界并购也要谨慎评估资源和能力,不同行业技术产品和市场周期的差异。”罗辑表示。

高包容下的创新

并购重组星光闪耀,一些此前难以见到的创新点,开始点亮光彩。

“负商誉”概念罕见出现在近期的并购案例当中。9月28日,江天化学披露重大资产购买报告书,拟以现金2.85亿元收购三大雅100%股权,以构建工业消费型和民用消费型化学产品双翼。与一般并购会形成商誉不同,三大雅评估基准日所有者权益账面值5.58亿元。在吴超看来,这意味着并购日会产生超2亿元“负商誉”,大概率会计入上市公司的营业外收入。

“上市公司并购通常会伴生商誉,而负商誉也代表了一部分并购案例的真实现象。”吴超指出,当收购价格低于标的资产可辨认公允价值时,将会导致负商誉的出现,负商誉产生的原因,一般包括企业亏损、急于转让公司、老板偿债压力大等。

交易设计方面的创新也迸发而出。在百微化学7亿元收购芯微华55%股权的交易中,目标公司芯微华被分拆,这在以往并购中非常少见。

具体来看,芯微华业务一拆为二。涂胶显影机、光刻机等黄光制程设备保留在芯微华,并由百微化学并表收购其46.67%股权、54.63%表决权。其余企业注入新设立的芯微华新,融资独立发展。这一设计巧妙之处在于,既避免了百微化

学“啃不动”整个芯微华,又把其中高价值且协同性较低的设备产品剥离出来单独发展,未来可以单独上市或并购出售,实现“一鱼两吃”。

罗辑认为,从方案公布后的信披情况来看,监管对不少交易设计的巧妙持包容和认可态度。“与其说是监管放松,不如说是更加尊重市场,更加实事求是。”

有接近监管的人士对证券时报记者表示,并购重组新一轮周期内,首单、首单案非常重要。“有些不是很明确的事项,首单做得好,可以推向全市场。有些未必有好效果的做法,首单过了,后面可能就无法照例参考了。”

估值再平衡

任何并购交易的实现,估值都是核心之轴,它既关乎交易的达成,也与中小投资者保护密切相关。

吴超对比了这一轮并购重组与此前多轮热潮之间的差别。他认为,相较于过去,目前并购的估值回归非常好。“标的资产通常都不再报过高的价格了,这有监管意志的原因,更重要的原因在于,上市公司对于并购重组更加理性。上一轮并购热潮中的‘三高式’并购,大概率将一去不复返了。”

对于这一判断,从拟IPO企业被上市公司收购的案例中能够看得更为透彻。例如,嘉好股份以16亿元估值IPO未果,最终以4.83亿元估值委身硅宝科技。

有市场声音将此看作估值的失衡。罗辑对此并不认同。他认为,价格都是供求双方在当下的理性决策,其本身是动态的;更重要的是,IPO是融资估值,并购是退出估值,两者在企业资本发展中的顺序不一样,估值逻辑也不在同一层次。不少案例中的并购退出本质上属于IPO前的投资退出方式,自然要比IPO的估值水平低。

活跃并购≠放松监管

证券时报记者 王小伟

历史规律显示,每隔七八年,资本市场就会出现一轮相对活跃的并购浪潮。面对这一轮活跃周期,上市公司及投行、风险投资机构等整个产业链条,都充满热情。与此前从规模经济论、资源基础论、产业组织论等多个维度来观察不同,这一轮并购重组热潮的驱动力,更多表现为转型赴新,这与实体经济的高质量发展主浪潮是一致的。

相较于产业逻辑和商业逻辑而言,无论是“蛇吞象”式并购,还是跨界并购,抑或是“类借壳”,这些都是外在表现形式或交易模式,不能将它们作为并购成功与否的评判标准,而需要以其是否有助于上市公司和实体经济的高质量发展作为更核心的考量要点。

每一轮并购重组活跃期,一方面会有创新型交易的出现,另一方面往往也会伴有投机案

例的偶发。这就如同开窗通风,往往就会伴随着苍蝇飞入一般。

例如,以往并购重组活跃期,会存在个别上市公司盲目收购、并购标的业绩变脸、上市公司对标的整合管控不力等问题。尤其是盲目跨界收购和“三高”收购,不仅短期存在较大的炒作风险,长期更蕴含着后续整合管控失效、业绩承诺无法实现等风险,它们也往往会成为导致并购重组最终失败的主要原因。

这一轮并购热潮所诞生的监管环境与以往不同,注册制全面铺开和合规严监管常态化是两大关键词。面对可能出现的新的活跃周期,需要厘清的是,活跃并购重组不等于放松监管。

从监管指向看,所鼓励的方向是上市公司聚焦主业实施并购重组,提升投资价值,支持传统产业企业并购新质生产力资产转型升级。对于规范程度相对较差、交易执行能力较弱的“壳

公司”,盲目跨界并购交易从严监管,严厉打击“借重组之名、行套利之实”等市场乱象。同时,“高承诺、高估值”的定价模式,也需要交易各方摒弃、改变。

这种指向更像是一根平衡木。一端是鼓励与包容,发挥并购重组作为企业外延式发展的作用,成为实体经济发展的“助推器”;另一端是防范可能出现的乱象,尤其是对于“炒壳”“玩概念”“忽悠式”重组的紧盯和打击。

热情之外,也需理性。比如,市场的不确定性、文化整合挑战等因素都可能影响并购的成功率。而不当的并购决策,也可能导致资源浪费和效率的下降。在并购热潮初起之际,此类风险也值得提前作出预判。

收益是风险的对价。在新一轮并购重组活跃期,乐观者容易抓住机会;谨慎者容易规避风险。无论何种选择,产业逻辑与运作合规,永远是这一轮并购重组“赶潮者”的底线。

证券时报 中国上市公司协会 联合推出

并购重组 活跃资本市场 系列报道