

## 收购兼并成市值跳升魔法 眼前风光难掩隐忧

见习记者 朱筱珊

收购兼并似乎成了中国企业迅速扩大市值、提升股价的捷径。

蓝色光标在短短四年时间内,通过收购兼并一系列企业,市值从上市之初的30亿元增长至目前的220亿元。

这样推动市值跳升的魔法受到了市场热情欢迎。据统计,截至7月底,国内(不限于A股市场)已经完成的并购交易数目达1017起,交易总金额为4102亿元。仅今年前7个月的交易项目数量已经突破去年全年交易的总量。中国已经成为全球第二大收购兼并市场。

多名专业人士认为当前的资本并购市场呈现出以产业并购为主流,跨境并购交易显著增长的趋势;并且上市公司与私募股权投资(PE)机构实践“一二级市场联动”模式,携手创新灵活多变的并购条款。

### 产业并购成主流 国内企业继续走出去

数据显示,截至2013年底,当年首次披露重组方案的并购交易达180起,其中产业并购高达101起,占总交易数量50%以上。其中,横向并购有51例,多元化并购19起。目前,横向并购已成为产业并购中的主流,多元化并购成为企业业务转型的重要方式。

在产业并购中,TMT行业上市公司最为活跃。中信证券董事总经理范永武认为,TMT公司活跃度有两个原因。第一,从行业发展阶段来看,科技、电信业增长缓慢,频繁高额的并购活动体现了行业内部格局的重塑;互联网、文化传媒行业处于爆发增长阶段,并购是行业巨头抢占先机、弥补短板、实现战略布局的重要手段。第二,从交易主体上看,TMT行业以民企居多,团队相对年轻,机制灵活,理念开放,有利于充分的市场化博弈和后续的调整。

在产业并购中,中国企业“走出去”的趋势越来越明显,跨境收购的规模和数量都稳步提高。大型的跨境收购案如双汇收购美国史密斯菲尔德及联想收购IBM等案,并购涉及资金量巨大。

中信并购基金研究部主管朱元德认为驱动跨境并购的因素有三点,一是国内和国际市场存在一定的估值差异。比如,中信原材料组合指数的市盈率率为37.3倍,而标普500材料组合板块为22.2倍,中信消费组合指数为29.6倍,标普500非周期性消费品为18.3倍,标普500周期性消费品为22.1倍。

二是国内企业较强的国际化内在需求也促进了跨境交易的活跃程度。联想收购IBM低端服务器业务、微创医疗收购怀特骨科是为了国际化的技术资源。中石油并购加拿大尼克森、天齐锂业并购澳大利亚泰利森是为了国外企业的品牌效应。而最近在港交所

挂牌上市的万洲国际收购美国史密斯菲尔德,则是出于技术、资源、品牌及市场等多种因素的综合考虑。

另外一个因素则是外资企业希望进入庞大且快速发展的中国市场。数据显示,2000-2012年间,社会消费品零售总额以高达15%的年均复合增速在增长。社会消费品零售总额由不足50000亿元暴增至250000亿元。

国金证券国际并购部董事兼副总经理吴晓罡认为,中国企业在跨境并购中会遇到多重问题,比如由于海外并购项目需要经过国家和地方政府机构审批,会导致海外并购交易项目花费时间过长,交易的不确定性增加。此外,不同的文化差异及并购后的整合难题都是中国企业决定“走出去”之前需要考虑清楚的问题。但总体政策环境等因素依然为跨境并购提供多重利好消息。

### 上市公司与PE机构联动 开创收购创新机制

推动并购交易的过程中有多家主体参与其中,其中最明显的即是专项并购基金数量的猛增。

据清科研究中心数据显示,2012年仅新增6只并购基金,2013年新增19只并购基金。其中证券公司开始设立券商系并购基金,传统PE公司远致投资、力鼎资本等开始设立专项并购基金并涉足并购市场,部分上市公司也开始携手金融资本设立并购基金大力开展并购重组。今年上半年,上市公司和PE合作成立并购基金23只,上市公司参与的并购占并购总数的50%。

宏观、监管及产业的三重背景促使上市公司发起的并购基金日趋活跃。”范永武认为,IPO退出路径不畅、企业开始进入依靠外延并购扩张的阶段及监管层鼓励并购行为,使并购基金快速发展。

同时,在交易的过程中,为了提高并购成功率,PE机构及券商帮助企业创新多种条款设计包括多元化标的定价机制的创新和业绩承诺方式。

如掌趣科技收购动网先锋时,将财务投资者所持的58.05%股份在评估基础上折价32.93%,以现金支付。管理层股东所持41.95%股份在评估基础上溢价40.76%,以现金支付50%,剩余50%对价采取股份支付。

范永武认为,如掌趣科技一样的公司在差异化定价上开了先河,打破“同股同价”的束缚,便于协调标的公司不同股东之间的诉求。以掌趣科技为例,财务投资者承担风险且更愿意用现金套现,所以股份作一定折价。而公司管理层对公司的运营负有责任,且更关心公司成长,所以股份稍作溢价,且支付方式为一半现金一半股份。

鉴于被收购公司部门股东无法或者不愿履行业绩承诺的障碍,在满足监管要求的情况下,提高标的公司股



东的接受度,而超额业绩奖励、对价调整条款会激发原股东斗志并增加管理层留存率。

作为轻资产典型代表的蓝色光标,在2009-2013年间进行了多次收购活动,将主营业务从公关服务拓展到广告策划、广告发布、财经公关等多个领域。

2013年4月,蓝色光标收购博杰广告时,采用超额业绩激励制度。如果博杰广告实现承诺的利润,蓝色光标会支付16.02亿元。如果超额实现业绩,如1.1倍、1.11倍,支付价格就会相应增加为17亿或18亿元。

同时,为了能够提高并购成功率,公司也会实现多样化的业绩承诺指标。华谊嘉信在收购东沙广告、波释广告及美意互通时,将标的公司的净利润、应收账款、客户、主营业务作为业绩的对赌指标。

### 刀尖上的一二级市场联动

风起云涌的并购市场并非完全

是市值猛增、夯实股价的万能钥匙。部分并购行为可能只是上市公司和PE机构在利用IPO进行套利后的新型套利行为。

据一家PE机构的专业人士介绍,目前中国上市公司并购支付手段单一,大多是使用上市股权换股。但上市公司并购换股,每股收益提升的效应将会逐步降低,并购只是暂时夯实了股价。如果并购未能给公司带来实质性的利益增长,对赌期过后,在上市公司业绩下滑的情况下,PE机构会选择套现走人。

并购市场风起,但背后也有可能乌云堆积。”上述PE机构专业人士认为,上市公司与PE机构携手的“一二级市场联动”模式会存在上市公司的估值虚高和操纵股价的隐患。更重要的是,如果一家PE机构,没有产业运作的资源和背景,不认真协助上市公司规划企业战略,长期认真地深度研究产业,系统性梳理搜索跟踪并购标的,仅仅是根据市场热度全面撒网进行炒作,这样的并购和一二级市场联动不会给上市公司和资本市场带来价值。

案例	超额业绩奖励/对价调整条款
联瑞光电收购 分时传媒	超出业绩承诺期3年累计承诺业绩金额的50%作为奖金以现金方式支付给截至承诺期满依旧留在分时传媒的管理层
乐视网收购 花儿影视	每个承诺年度实现净利润超出该年度承诺净利润部分的50%以现金方式对花儿影视管理层进行奖励,但每年不超过3,000万元
蒙草抗旱收购 普天园林	若业绩承诺期3年平均复合净利润增长率达到或超过25%,普天园林整体作价增加1亿元,由上市公司以现金向原股东支付
宝馨科技收购 友智科技	若业绩承诺期3年完成或超过盈利预测承诺金额,且公司市值较本次交易停牌前增长,则由控股股东向原股东无偿赠与部分股票

案例	灵活的业绩承诺条款
陆化节能收购 中电加美	中电加美原21名股东中,5名核心层股东及其投资公司按持股比例承担业绩补偿责任,若需补偿总额超过上述股东所获对价总额,则由其15名股东补偿
掌趣科技收购 动网先锋	动网先锋管理层股东按溢价获得股票+现金对价,承担业绩补偿责任;财务投资者按折价获得现金对价,不承担业绩补偿责任
新华医疗收购 远跃药机	远跃药机原21名股东中,由5名管理层股东按约定比例(非持股比例)承担业绩补偿责任,其余16名股东对上述5名管理层股东的业绩补偿承担担保责任

资料来源:上市公司公告,华泰联合证券 官兵/制图

## 创投泡沫泛起

证券时报记者 胡学文

经纬创投张颖致被投资企业CEO的公开信《泡沫就在那里》一夜爆红。文章认为,创投圈正在变得无比的疯狂,当前市场泡沫泛起,从“贪婪”转向“恐惧”的关键节点只在弹指之间,警示创业者、投资人可能即将到来

的“寒冬”。

当前和张颖持类似观点的不乏其人。就在几周前,清科集团创始人倪正东在微信朋友圈写道:最近几个月,每周都有我们投资的公司融到新一轮资金,在投资界15年来,从来没见过这么好融资的年份。

不过,这位自嘲“为投资界打杂”的投资人在收获旗下被投资企业不断获得新融资的喜悦时,也深感其中的隐忧。在他看来,投资人似乎患上了投资焦虑症,生怕错过了这一班车。

无独有偶,达晨创投高管一行人两个月前曾前往美国红杉、高盛等创投巨头取经,红杉资本在可以轻松获得融资的情况下严格控制旗下基金规模和投资质量的自律对达晨一行人触动很大。“本土创投的步伐是不是太快了?”——这样的反思萦绕在他们心头。

当这么多巨头、大佬都直接或间接地预感到泡沫泛起的风险时,这样的信号的确值得重视。身处市场一线,且如此直接和频繁地与中小企业交易、沟通时,投资机构本身就具备一家大数据机构的样本,他们对于市场的荣枯反应会更为敏感。

然而,正如张颖所言,即便如此谁也不能准确预知泡沫何时到来。在投资行业中,估值的泡沫一直存在。同时,泡沫又是相对存在的,关键是企业能否将泡沫通过业绩增长逐步消化掉。因此,重视风险信号的同时,似乎更应该反思,泡沫因何而生?如何让泡沫自己消化?

投资界最近刊登的一篇文章或许能一定程度上回答这个问题。文章指出,在今年第二季度,面向处于种子阶段、早期阶段和扩张阶段的创业公司投入的风险资本投资总额环比增长55%,创下自1999年第四季度以来的最高水平,而当时互联网泡沫已经形成。

张颖的上述文章中也同样描绘了当前投融资市场的疯狂——2014年

中国早期的TMT投融资市场中,火爆的现象也非常明显。所有主流基金都在疯狂地投资项目,之前不太常见的几千万甚至上亿美元融资开始变得极其平常,创业项目每轮融资之间的时间差被迅速缩短,甚至上轮刚结束就涨价几倍开始新一轮融资的情况也变得“合理”且频繁起来。

综上不难看出,泡沫泛起最直接的原因,就是进入这个市场的资金太多太快。包括发出泡沫警示的经纬创投,在前3个季度,他们已经签下了45个项目,平均每个月5个项目。对比美国巨头来看,即便是在美国市场以激进而闻名的AH也不过1个月1个项目的投资进度,更不要说红杉资本一年也就投10来个项目。

害怕错过机会而衍生的投资焦虑,让投资机构根本停不下来,一棒接着一棒地投融资,泡沫由此被吹大。

细究下来,进入市场的资金太多太快,又要分两个层面来看:首先是进入资金太多,大量资金涌入无疑是因为投资者看好,尤其是对移动互联网等新兴行业的未来充满期望,最直接的表现就是投入到新经济的资金在几内触网增长。此外,还有一个不可复制的特殊原因,阿里、腾讯两大巨头今年上半年就投下了750亿元狂购企业,他们的大手笔很大程度上助推了估值泡沫中枢的抬升。

其次是进入资金太快,市场资金投资创业企业除了直接参与发起创业外,更多的方式是通过投资机构的渠道流入。这就涉及一个投资机构自主调节问题,如果判断市场过热就可以调整投资节奏和频率,减缓资金流入的速度;如果认为市场依然处于低估阶段,则可以开足马力继续投资。显而易见,投资机构在控制资金进入市场的快慢方面有着一定的主动权。当前投资机构疯狂杀入的原因,一方面是来自出资人被动驱动的压力,另一方面则是缺少自律和盲从的结果,这里又包含创造业绩和做大规模的双重因素,且相比来自投资者的压力更为主要。

当然,也还有二级市场并购火爆等外部环境的原因。近一年来二级市场不断上演并购热潮,资产价格推高迅速传导到了一级市场。

要想泡沫不在自己手中破裂,最好的办法就是让投资慢下来、精细起来,寻找内核足够好的创业公司,在泡沫中绽放出“时间的玫瑰”。

## 3D极客刘美鸿:全息手机只是“第一道菜”

证券时报记者 胡学文

尽管自己的公司受到市场空前关注正是因为一款世界首部全息手机,但深圳亿思达集团董事长刘美鸿极不愿意市场把自己定义为又一个新的手机生产商,我们只是将最先进的全息显示技术运用到了手机终端上,公司定位是一家新型显示技术产业集团,钛客全息手机只是“第一道菜”,未来我们还将基于全息显示技术推出更多革命性产品。”——因为全息手机而爆红的刘美鸿,言谈之间感觉3D极客的标签似乎更符合他的形象。

今年7月以前,深圳亿思达显示科技有限公司虽然在3D显示业内已经足够有名,但是对广大普通消费者而言,尤其是在资本市场上还稍显无名。

改变源于号称全球首款全息手机的发布。7月17日,这款被刘美鸿认为是当前手机行业颠覆性创新产品的手机发布,市场为之震动。伴随而来的还有至今没有定论的“真假全息”之争。

证券时报记者日前探访了这家处于市场关注和争议同样强烈的公

司。在深圳南山科技园的一栋大楼里,坐在记者对面的刘美鸿符合一般人心目中的技术男形象:一身体闲装,语速极快,谈及自己的全息显示技术眼睛发亮。

刘美鸿说,从显示产业角度来看,从最开始的黑白显示,到彩色显示,再到高清显示,进而到目前的4K或者8K,所谓的创新无非分辨率更高,色彩饱和度更好,根本意义还是停留在2D显示,也就是平面显示的时代。

刘美鸿要做的就是最大限度地显示还原到真实看到的场景。刘美鸿的触动来自2009年的3D电影《阿凡达》。尽管这种3D显示效果是通过佩戴特别的眼镜带来的,但是那种画面成像从平面中走出来的感觉太好了。”

如果说显示技术发展过程1.0版本是平面时代,2.0版本就是3D时代,但是3D时代有很多硬伤,比如3D眼镜佩戴起来累赘、有头晕的可能,片源应用源缺少等等,他认为视觉显示未来的发展方向是全息技术。

在推出数字全息手机之前,刘美鸿曾与机构合作开发过裸眼3D手

机,但效果似乎并不理想。刘美鸿把原因归结为时机没到,一项创新技术的成功必须有成熟的技术、丰富的运用以及一定的市场环境和容量。

随着显示技术的积累发展、运用市场的发展壮大以及产业链的完善,刘美鸿认为已经具备在原有的裸眼3D显示技术上更进一步的可能,全息手机应运而生。智能手机单纯从CPU、芯片、显示屏、外壳等的硬件比拼升级逐渐进入同质化、白热化竞争阶段,沉闷的移动端市场亟待真正的变革性新技术。”据亿思达公司透露,未来他们还可能基于全息技术生产PAD、电脑等互联网产品。

全息手机只是基于全息显示技术开了一个头而已,未来凡是与显示有关的产品、运用都可以与全息技术对接,你可以想象一下市场空间有多大。”刘美鸿说。

作为号称全球首款全息手机,不可避免会被拿来与苹果手机做比较。苹果公司也一度传出会在最新的手机中采用全息显示技术,而最终发布的iPhone 6并没有看到这一技术的运用。

不少对国内创新技术素有怀疑精神的业内人士对亿思达的全息手机依然保持着这一态度。

不过,刘美鸿显然不认同将全息手机和苹果手机相互比较的做法,在他眼中,苹果是出色的手机生产商,而亿思达原来并不是手机生产商,而是一家基于显示技术的全产业链集团。

钛客全息手机是亿思达旗下基于全息显示技术在移动终端上的一个载体,我们和苹果手机术业有专攻,对于钛客手机显示技术,我们有足够的信心。”刘美鸿说。

刘美鸿认为,所有的技术都是为了应用服务。为了让钛客手机的全息显示技术发挥最大的威力,目前亿思达正在全力打造“云立方”平台,积极引入诸如3D影视、游戏、购物、娱乐、教育培训等运用方。在亿思达构建的格局中,云立方地位堪称核心。目前云立方已经达成多家内容战略合作伙伴,包括环球数码、爱奇艺、华数、乐视网等。刘美鸿希望构建一个以云立方为核心的全息显示生态圈,实现产业链上下游共同发展,才能迎来全息显示真正跨越式的发展。亿思达的野心还不止于此,如果有可能,未来我们不排除向其他的手机、电视和电脑生产厂商提供全息显示技术,市场的培育需要过程,市场就是最好的检验。”