

A股没有新鲜事,有多少往事可以重来

# 硅谷天堂并购模式隐现德隆基因吕梁魅影

证券时报记者 靳书阳

华尔街没有新鲜事,A股市场其实也没有。硅谷天堂开创的“PE+上市公司”的并购模式已成为市场关注的焦点,并形成极强的示范效应。不过,证券时报记者通过对既往案例的梳理发现,多年前吕梁运作“中科创业”并做大市值的理念,以及德隆系产业性并购的资本运作手法,与如今硅谷天堂以及其他新型创投型PE的盈利模式如出一辙,只不过操作上后者尽量“去庄家化”。当年的故事只是换了一种讲法。

## 低持股比例 规避吕梁悲剧重演

谈起通过运作概念做大上市公司市值的案例,当年的中科创业无人能出其右。1999年,原上市公司康达尔在吕梁的操盘下重组,剥离原有的运输及发电厂等子公司,并置入符合“高科技+金融”概念的资产。这些资产的类型包括与传统饲料业结合的苜蓿业、新保健品、电子商务、股权投资等,随后康达尔股票名称变更为“中科创业”。

到2000年2月21日,中科创业股价一度上涨至84元。不过,吕梁希望中科创业能成为像当时亿安科技一样的百元股。为此,他放弃套现中科创业获利,继续用中科创业股票做质押,买进其他股票。在拉升其他股票股价套现获利之后,再进一步炒作中科创业。据媒体报道,最高峰时吕梁手中控制了中科创业90%的流通股。暴涨之下,吕梁的合作搭档朱焕良背弃了五年不套现的协议“私卖”掉股票,最终导致中科创业股价崩盘。

与当年中科创业不同的是,硅谷天堂不追求短期盈利,一切只为了以更高的价格将手中的资源套现。硅谷天堂执行总裁鲍毓曾表示,公司并购业务是最主要的业务,投资占比已超过了50%。在现有大量项目排队IPO的局面下,上市公司的重组并购,对PE来说是一个回报更高、退出更快、风险更低的项目。

据证券时报记者初步统计,截至目前,在硅谷天堂持股的近20家上市公司中,遭遇硅谷天堂举牌的仅有立思辰、精伦电子、通威股份、万马电缆、长城集团、浩物股份等数家公司。由于硅谷天堂对大部分存在业务合作的上市公司的持股比例低于5%,在完成与上市公司的业务合作,并履行完合作期不减持的承诺后,硅谷天堂的退出无疑更加灵活主动。

另外,硅谷天堂较低的持股比例无疑也规避了操纵股价的风险。鲍毓曾公开表示,硅谷天堂在入驻这些公司后会帮其做并购业务,但是硅谷天堂不会成为控股股东。

## 产业并购学德隆

市值管理的最终目标不只要做大,更要做强。如果资产收购仅仅是追逐市场热点下的短期行为,在股价短



期上涨之后必然会被打回原形。而上市公司通过对上下游产业链的收购整合,或是对同行业公司的外延式并购来扩大市场份额,都将大概率地实现公司的利润增长,在市值做大的同时夯实基础,最终实现市值上的做大做强。

回顾历史,中科创业的“市值管理”之所以最终崩盘,与其操盘手吕梁执迷于概念植入与炒作,未能切实提高上市公司的经营业绩密不可分。从产业整合的角度来看,德隆集团对旗下上市公司资产收购的整体运作,无疑做到了吕梁所未能成之事。

查阅历史财务数据可以发现,1997年至2000年的4个年度,德隆集团投资的合金股份等三家上市公司的经营业绩明显增长。其中,合金股份和湘火炬A2000年度的主营业务收入较1997年度分别增长了15.78倍和6.05倍,净利润增长了20.25倍和51.1倍。上述两家公司净利润的增长幅度远高于营收增长幅度,业绩增长质量较高。新疆屯河的业务整合起步较晚,即便如此,四年间该公司的主营业务收入和净利润也分别增长了2.39倍和2.41倍。客观地说,上述公司的股价上涨存在经营业绩成长的支持因素,绝非单纯依赖资金的炒作。

对比上述两个案例,硅谷天堂的“PE+上市公司”模式,在市值管理的运作上借鉴了中科创业的模式,在经营管理上则采取了德隆集团的理念,似乎同时借鉴了双方的优点。硅谷天堂旗下浙江天堂硅谷同大康牧业的战略合作,即为后者的典型例子。

2011年9月,大康牧业与浙江天堂硅谷共同发起设立天堂大康。大康牧业与浙江天堂硅谷全资子公司恒裕创投各出资3000万元,各占天堂大康出资总额的10%,剩余80%合计2.4亿元的出资额,则由浙江天堂硅谷向社会自然人与机构投资者募集完成。

浙江天堂硅谷执行总裁梁正介绍,天堂大康成立两年多以来,以3亿元的资金完成了20余万头生猪养殖规模的收购。这一规模等同于大康牧业上市之前20年的总和。

这一模式的流程大致为,通过对上市公司的市值管理实现市值增长,再通过质押股票或配股增发等方式获得资金,用以并购整合上下游产业公司实现业绩增长,最终实现市值的稳定增长。如果成功,这是一个资本链条的良性闭环。

在这一模式下,浙江天堂硅谷的收入主要由两部分组成。一部分是管理费收入,浙江天堂硅谷作为管理人要寻找项目、调研、评估等等,所以要从并购基金的LP(合伙人)处收取管理费。另一部分收入则是入股之后,浙江天堂硅谷获得投资收益作为超额奖励。梁正认为,浙江天堂硅谷并不是单纯的项目运作管理人,同时也是负责的小股东,参与做大做强企业,分享增量。

## 私募创投二合一 更易赚钱

梁正认为,“PE+上市公司”的重组模式风行于世的根本原因在于我国产业结构不合理,产业集中度较低,集中度低自然导致资源配置不合理。而上市公司新设项目周期较长,风险较大,并购整合无疑更为划算。PE+上市公司”并购基金与其他并购模式相比,最大的优势则是即时收购现成项目。

事实上,除了硅谷天堂,“左手资金、右手项目”这一围猎上市公司的投资模式已经被诸多机构复制。从硅谷天堂到和君集团,以及最近风头更盛的蝶彩资产,资本链条前中端的二级市场私募与PE创投机构已然完成了角色的重合。

公开资料显示,与硅谷天堂运作

模式类似的并购方案,今年以来比比皆是。如2014年7月,和君集团通过子公司定向收购了威创股份5%股权,以本次入股为契机,和君集团将为威创股份未来的战略规划和经营发展提供一系列合理化建议和帮助。

10月13日,秀强股份停牌筹划重大事项。就在停牌前二日,公司披露蝶彩资产受让1000万股公司股份并完成过户登记。受让公告披露的一个多月前,秀强股份控股股东新星投资刚刚与蝶彩资产签订战略合作协议。入股协议详尽约定了蝶彩资产所应承担的“职责”,强调蝶彩资产应与新星投资共同协助上市公司制定发展战略,通过兼并收购加速产业布局,延伸产业链,积极拓展战略相关领域,提升公司价值。

对于PE机构而言,无论是潜伏拟IPO企业,还是押宝重组股,其最大的风险便是项目的不确定性。通过二级市场收购上市公司股份,实现利益捆绑之后,PE会利用手中资源优势及丰富的市场运作经验帮助上市公司做大做强,待股价上涨后,PE则可以随时变现退出。

而对蝶彩资产这类原本处于二级市场的私募基金而言,原本买入上市公司股票豪赌重组的不确定性也很大,而且面临触及内幕交易的政策风险。为了增强投资确定性,充分利用创始人投行从业资源,向上游拓展业务,谋求先投资后投行的模式,符合利益最大化的原则。

深圳一位私募基金合伙人总结,类似硅谷天堂这些机构与上市公司的合作模式通常可划分为四大类,即联合设立基金、持股并签署协议、仅增持股份和仅签署协议。四种模式中,仅签署协议及设立基金的形式只有短期交易性机会。相比之下,持股并签署协议这种模式,尤其是上市公司与已初步形成市场示范效应的机构合作,则更具有跟进投资的价值。

记者观察 | Observation |

## 门难进脸难看的股东大会

证券时报记者 杨苏

如何动脑筋拿下股东大会、赢得公司控制权之争,永远有股东们想不到的新剧情。特别在有股东登报指责对手方后,双方更是已经撕破脸。但是,高明的公司管理层总会借助部分股东要求的名义,想出更多更好的办法,就是不让对手所愿,在股东会门前成功狙击对手。

最老套的办法是从地理上设计,公司董事会把股东大会选址在偏远的青角里,但想参会的股东只要铁了心,愿意开上几小时车这个难题就可以轻松破解。所以最有用的办法就来了,公司董事会可以让那些碍眼的股东投不了票,也没资格入董事会,他们也就只能捧着大把股份在门外干着急。

虽然,政策层面、监管机构和监管部门一直在保护公司股东的合法权益。但是,这实在抵不过各种流程规范细节的天然缺失,以及挑战者所遇到文书资质要求的各种意外“惊喜”。

先说一个轰动中国台湾资本市场的股东大会,奇招迭出之精彩,资本市场无出其右。2012年6月27日,台湾地区的中国石油化学工业开发股份有限公司(下称:台湾石化)召开年度股东大会改造董监高,此前公司已有两派股东开战,纷纷指责对方甚至登报将矛盾公开化。

一方股东以台湾石化董事会为代表,另一方股东是公司的客户企业。后者认为公司董事会以少数股权控制公司,违反反比例原则,前者则历数后者的违规记录,讥讽其公司治理不完善。

实际上,想夺权的客户企业股东已经先输一城,败因则是文书。2012年5月14日为受理独董推荐截止日,在当年的5月13日晚上9点,台湾石化以部分股东要求加强治理的名义,要求被推荐的独董必须有个人信用报告、良民证等额外文件。因为一天时间无法取得这些证件,客户企业股东提出的3位独董全部因资格不符被刷下。

另外,老招重老,该用的还是要用的。台湾石化总部位于台北市,但是股东大会选在远离台北市的一个公司厂区。更精彩的故事发生在6月27日的股东大会上,这一次左右战局的不是文书而是“安全问题”,最终客户企业股东们连股东大会的门都摸不着。

当日,台湾石化以接受举报有“黑道”人员干扰会议的理由,安排多名保安维护秩序,严格审核股东身份,厂区门口仅留有只容一个人通过的入口。最终,外来的各位股东排队入场人均

花时20分钟-30分钟,而公司董事会等“自己人”早已安坐会场并投票完成了各项议案。

中国台湾地区证券市场起源于20世纪50年代,早于A股市场几十年。不过A股公司追赶的步伐很快,特别在股东大会上上演的各类故事方面进步很大。

10月20日,沃尔核材被拦在了长园集团临时股东大会门外,无奈的沃尔核材董事长周和平甚至在门外召集记者表示抗议。这两家从事热缩材料行业的企业结怨已久,20年前周和平曾就长园集团,沃尔核材上会前夕遭对方举报违规,目前沃尔核材不断增持股份已成为长园集团第一大股东。

相比较台湾地区公司的案例,沃尔核材使用了登报声明这一办法,内容含有指责、更多的是向其他股东拉票,而长园集团在文书方面好好发挥了一下,以手续不全为由将沃尔核材董事长等想投票的股东拒之门外,最终顺利通过有利于己的公司章程修改方案。

网络投票似乎是输家破解上述败局的绝招。那么,沃尔核材方面为什么不进行网络投票?沃尔核材声明中给出的解释是,在长园集团10月15日发布公告更正有关股东大会事宜后,公司一致行动人周和平等三人无法正常进行股东大会网络投票登记。

无法登记原因尚不明确,但是这次临时股东大会的时间和议案历经多次修改。在国庆长假的前一天9月30日,长园集团公告10月15日召开临时股东大会,审议包括修订公司章程的三项议案,10月8日前在中登公司登记注册的股东有投票权。

10月9日,长园集团推迟股东大会时间至10月20日,原因为“由于媒体报道部分投资者对议案内容有不同看法”。不过,后续公告显示,10月9日长园集团董事会收到持股超3%比例股东的一份议案,并新增至股东大会表决。

从内容上看,新增议案与长园集团董事会自己的议案,都是修改公司章程,内容上几乎没有有什么差异。这些修改对沃尔核材不利,比如设置两名职工董事、限制与公司有同业竞争关系股东的各项议案。

一周前,沃尔核材发布公开信指责这些修改,昨日沃尔核材又宣布将起诉长园集团。从目前来看,这两项举措的宣传意义远大于实质意义。司法途径讲程序、讲证据、耗费时日,法院审理认定后,恐怕早已物是人非,即便挑战者拿到了想要的判决,也实现不了原先的目标。

## 兴蓉投资近20亿 建环保发电及污水处理项目

兴蓉投资(000598)今日公告,计划斥资近20亿元,投资建设彭州隆丰环保发电项目,以及成都市污水处理三、四、五、八厂扩能改造项目。

其中,彭州隆丰环保发电项目总投资估算为8.67亿元,设计日处理城市生活垃圾1500吨,年处理垃圾量为50万吨,预计年均上网电量17815万度。项目将由兴蓉投资下属全资子公司成都市兴蓉再生能源有限公司作为实施主体。

公告称,本次投资事项将进一步促进公司环保业务发展,优化公司的产业结构,有利于公司未来营业收入提升及盈利增长。本次投资符合公司“一主多元”的发展战略,有利于深化公司以水务产业为基石,新兴环保产业共同发展”的产业布局。

同时,兴蓉投资计划进行成都市污水处理三、四、五、八厂的扩能改造。

目前,成都市中心城区第二、三、四、五、八及新建污水处理厂(一期)均已满负荷或超负荷运行。未来,随着水环境治理力度的加大和居民生活用水量的增加,急需对污水处理厂进行扩能。上述项目合计扩建35万立方米/日的处理能力,预计总投资额约为11亿元,改造时间1年。

据介绍,扩能改造工程,将在不停产,不增加污水厂占地的情况下进行。改造后,主要污染物指标将从一级A标准提升至地表水IV类标准。扩能改造的投资收益通过污水处理服务费来体现。扩能工程完工后,根据工程实际投资及增加的运行成本,对污水处理服务费予以重新核定。

此外,兴蓉投资披露的三季度报告显示,公司前9个月实现营业收入18.76亿元,同比增长4.48%;实现净利润6.72亿元,同比增长7.69%。(翁健)

## 成功系豪掷近10亿参与4家上市公司定增

见习记者 胡志毅

近期在A股市场频繁出手的成功系,此番将目标瞄准了智慧城市业务代表企业易华录。至此,在最近不到一个月的时间内,成功系豪掷近10亿元先后参与富春环保、宝胜股份、新华锦以及易华录4家公司定增。时隔五年之后,成功系掌门人刘虹高调宣告着自己的归来。

易华录今日披露的非公开发行预案中,成功系旗下深圳潇湘君亨投资企业赫然出现在了发行对象名单中。预案显示,易华录拟以29元/股的价格发行5500万股股份,募集15.95亿元用于偿还银行贷款以及补充流动资金。成功系出资2.02亿认购698万股股份,大股东中国华录集团出资5.61亿认购1935.45万股股份,认购比例

接近总发行股份的1/3。

易华录此次非公开发行对象中可谓大牌云集,除成功系和中国华录集团外,四大资产管理公司之一的华融资产和中国再保险集团控股的中再四方认购了此次逾八成增发股份。易华录第1期员工持股计划出资2.32亿认购剩余股份。

成功系参与定增的四家上市公司,横跨环保热电、电缆制造、纺织业和智慧工程四个行业,细看之下没有太多的共同点。从认购比例来说,除易华录外,成功系对富春环保、宝胜股份、新华锦3家公司的持股比例都达到了5%以上。

具体来看,成功系旗下深圳潇湘君亨投资企业以8.1元/股认购宝胜股份3704万股定增股,斥资3亿元,

占发行后总股本的6.6%;深圳潇湘君亨投资企业以7.52元/股认购富春环保4600万股定增股,斥资3.46亿元,占发行后总股本的5.09%;深圳潇湘君亨投资企业拟出资2.11亿元认购新华锦2240万股,占发行后总股本的7.92%。算上此次参与定增的潇湘投资,四家企业均为刘虹在今年8月、9月新成立的有限合伙企业,注册资本均为2亿元,注册地同为深圳市前海深港合作区前湾一路1号A栋201室。

资料显示,湖南潇湘资本投资股份有限公司是成功系资本运作的主要平台。在参与定增之前,潇湘资本就在汇源通信和大洲兴业的两次操作中显示出其不俗的投资能力。潇湘资本于今年一季度买入汇源通信100.07万股,登上该公司前十大股东榜,后又于

二季度加仓2.59万股,持股比例增至0.53%。从股价表现上看,汇源通信今年上半年一路上涨,累计涨幅近70%,公司已于8月29日起停牌筹划重大资产重组。大洲兴业一役,潇湘资本再度押宝重组成功。大洲兴业7月宣布并购在扬影视后,股价一路上涨,潇湘资本二季度买入的550万股股票至今浮盈超过40%。

刘虹掌控的成功集团曾入主岳阳恒立和酒鬼酒等上市公司,成功系由此声名远播。但在成功系的控制下,两家上市公司的处境却是每况愈下。公开资料显示,成功集团被指控在岳阳恒立抽走资金1亿多元,从酒鬼酒抽逃4.2亿元。东窗事发后,成功系土崩瓦解,刘虹于2009年被罚市场禁入五年。

5年之后,刘虹卷土重来,成功系的后续动作值得关注。