

海外半导体掀回归潮 A股公司“蛇吞象”组团竞购

证券时报记者 阮润生

经过前期中资高歌猛进式收购,近期二级市场上开始了密集资本运作,海外半导体回归已掀起热潮,按照wind口径,2018年半导体行业(买方)董事会预案已披露的交易总价值,已超过1400亿元。与以往上市公司定向参与收购不同,本轮这些“海归”半导体标的遇到多元追逐,无论是安世半导体还是豪威科技,这些巨型半导体标的都引发了上市公司组团竞购,产业基金领投配合国内龙头企业落地成为主流模式,而在政策严监管和市场波动背景下,产业资金还需要严控实际控制权不易主,小心设计交易架构,应对二级市场以及供应链等风险。

上市公司抢拼份额

本轮“海归”半导体标的资本运作有些不太寻常。证券时报·e公司记者梳理发现,面对行业龙头标的,收购主体从“私人定制”变成了多元参与,上下游、行业内外企业都会角逐,并且上市公司往往会与产业基金“组团”,参与竞价收购。

以长电科技为例,2014年公司杠杆收购集成电路封装测试同行新加坡星科金鹏时,就联合了国家集成电路产业基金(简称“大基金”),从私有化到后续整合全程参与,通过收购一举跻身全球集成电路封装测试环节第一梯队。

相比,近期风起云涌的半导体收购先由中资财团私有化,然后由产业基金配合拿下,上市公司接棒运作,原资方退出,而这也为“全员”竞标留有余地。最明显案例莫过于闻泰科技拟收购安世半导体。

2017年2月,建广资产所组成的中国财团斥资27.5亿美元完成收购恩智浦剥离的标准产品业务,成立了安世半导体。据介绍,安世半导体处于半导体产业链上游,为世界一流的标准器件供应商,专注于逻辑、分立器件和MOSFET市场,客户有博世、华为、苹果、三星等公司。

这笔国内半导体史上最大一笔海外并购,首次“征婚”在今年3月15日,合肥芯屏在安徽合肥公共资源交易中心挂牌转让所持合肥广芯49.37亿元财产权额,相当于所持合伙权益的7成,对应持有安世半导体部分股份,拍卖底价70亿元。

为了完成收购,建广资产和Wise Road Capital Ltd(智路资本)作为基金管理人、普通合伙人,发起设立多个专项投资基金、有限合伙企业,构建了三级架构,通过境内的合肥裕芯控股有限公司,以78.39%持股比例控制设在香港的SPV裕成控股有限公司,从而控股最新安世半导体,即对应恩智浦标的。

从股权关系来看,合肥广芯主要资产是所持有的合肥裕芯42.94%股权,也是合肥裕芯的单一大股东,而合肥裕芯持有裕成控股78.39%股份,对应后者进而持有安世半导体全部股权。

这次转让引发了诸多产业资金组

成联合体竞相角逐。

东山精密最早公开表态,甚至在“征婚”发布前,即2月28日,东山精密就公告准备组成联合收购主体,其中上市公司出资额预计不超过1.5亿美元。之后,东山精密还拉来了上海集成电路产业基金等外援,共同成立总规模约为40亿元的产业基金,着手购买挂牌的合肥广芯合伙权益。

不过,本轮竞标却是闻泰科技成功“迎娶”安世半导体。4月闻泰科技全资孙公司合肥中闻金泰半导体投资有限公司(简称“合肥中闻金泰”)与云南省城市建设投资集团有限公司(简称“云南城投”)、上海矽胤企业管理合伙企业组成的联合体,受让上述合肥广芯项目转让。

5月,双方签署产权转让合同显示,联合受让体将以114.35亿元对价出资受让合肥芯屏持有的合肥广芯约49亿元财产权额。据推算,这个出价较原始股东出资溢价1.32倍,而安世半导体估值更是高达约334亿元。经营层面上,闻泰科技实际控制人张学政已在合肥裕芯担任董事。

作为A股手机ODM龙头,闻泰科技方面采取增资和股东借款、债券出资方式,分步置入标的资产。即上海中闻金泰与云南城投向合肥中闻金泰出资、提供股东借款方式,支付了首笔价值57.17亿元转让款;9月,上海中闻金泰再采用现金和债权结合增资合肥中闻金泰58.53亿元,完成第二笔转让款。

目前,张学政还通过合肥广讯持有裕成控股12.22%股份,交易完成后,按照持股比例折算,闻泰科技将合计持有裕成控股34%股份,成为第一大股东。

集邦咨询半导体分析师张琛琛向证券时报·e公司记者表示,闻泰算是下游ODM企业往上游并购IC厂商模式。如果能并购成功,将提升上市公司附加值和核心价值,横向拓展业务,进入高速成长的汽车电子领域。

除了合肥裕芯,持有裕成控股21.61%的JW基金也着手了合伙份额转让,引发了银鸽投资和旷达科技竞相争夺。旷达科技一度胜算在握,今年1月13日收到智路资本的邮件确认,公司披露所提交方案遴选排名第一,当月两次机构调研中也表示看好标的在汽车电子等行业领先地位,切合公司聚焦优势产业、实现转型升级的长期发展思路。但是,最终花落银鸽投资联合投资方,其中上市公司持有安世半导体最多2%的原始份额权益。

对于终止原因,旷达科技表示,针对投资境外基金份额的境外直接投资审批具有较大的不确定性,为保证投资安全和规避合规风险,决定终止。不过,证券时报·e公司记者发现,按照出资额与交易价格粗略估算,银鸽投资给出的方案溢价率几乎是旷达科技的2倍。

寻求全面控制

从收购方式来看,闻泰科技通过

排名	年份	收购方	被收购方	产业类别	金额(万美元)
1	2015	紫光集团	长江存储	制造	300,000
2	2015	建广资产	恩智浦标准产品业务	设计	275,000
3	2015	中资财团	豪威科技	设计	190,000
4	2016	建广资产	恩智浦RF Power部门	设计	180,000
5	2017	奥瑞德	Ampleon集团	设计	113,700
6	2015	武岳峰资本	芯成半导体	设计	73,000
7	2016	四维图新	杰发科技(合肥)	设计	60,000
8	2017	华芯投资	Xcerra	设备	58,000
9	2016	山海昆仑资本	硅谷数模	设计	50,000
10	2015	东芯半导体	Fidelix	设计	38,000

数据来源:集邦咨询顾问



近期海外半导体回归已掀起热潮,与以往上市公司定向参与收购不同,本轮这些“海归”半导体标的遇到多元追逐,都引发了上市公司组团竞购,产业基金领投配合国内龙头企业落地成为主流模式。

彭春霞/制图

收购并购基金上份额,从而实现间接注入标的资产,后续还需要进一步运作才能实现有效的实际控制。闻泰科技表示,第二笔转让价款不足部分,将在保证保持上海中闻金泰对合肥中闻金泰控制权前提下,以引入投资人增资等方式筹集。

相比闻泰科技,上市公司更为普遍的做法是通过发行股份等方式直接收购标的资产。而面对体量数倍于上市公司的“海归”标的,上市公司在整合消化中如何保证实际控制人不会易主,避免形成重组上市已成为重要课题。

在豪威科技收购上,就经历了两家上市公司发起的前后三轮攻势。2015年4月,豪威科技由华创投资、中信资本和金石投资通过北京豪威完成私有化。据介绍,豪威科技是位于索尼、三星之后的全球第三大CMOS图像传感器供应商,产品定位中高端智能手机市场,以及安防、汽车用图像等领域。

2016年12月,A股半导体设计公司北京君正率先出动,拟发行股份及支付现金的方式合计126.22亿元购买北京豪威等三家标的全部股权,同时向上市公司实际控制人刘强、李杰等配套融资。其中北京豪威作价120亿元,几乎是当时上市公司总资产的11倍,原大股东股权面临大幅稀释,隐藏了“易主”隐忧。

交易结束后,如果不考虑配套融资,北京君正实际控制人合计持股比例将降至10.3%,低于交易对手方奥视嘉创及关联方(中信资本)持股;即便考虑配套融资,双方持股比例差异也不足1%。这

也引发交易所问询,要求说明是否构成重组上市。

去年4月,北京君正表示,由于证券市场环境、政策等客观情况发生了较大变化,上述重组事项终止。

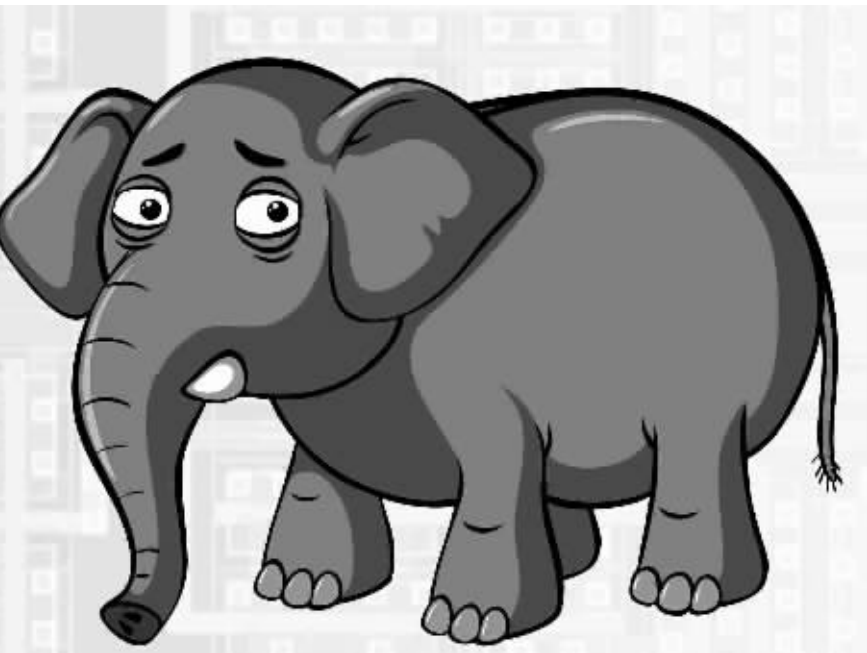
没有等太久,同年9月,韦尔股份便公告拟购买北京豪威约86%的股权;但半路杀出程咬金,北京豪威股东珠海融锋股权投资合伙企业明确反对,当月收购又宣告终止。进一步穿透来看,珠海融锋背后最大出资人正是闻泰科技实际控制人、董事长张学政。

面对竞购局面,韦尔股份并未作罢。时隔近1年,今年8月韦尔股份再度出手,拟发行股份以及现金收购豪威科技等标的股权,且将收购比例提至96.08%,并配套募资不超过20亿元,用于标的公司建设项目及支付中介机构费用。

而彼时投反对票的珠海融锋也退出了主要股东。业内人士透露,韦尔股份给出了一个不错的价格。

证券时报·e公司记者查询方案发现,去年11月24日,北京豪威召开董事会并作出决议,同意珠海融锋、深圳测度分别将所持北京豪威1.53亿美元和2249万美元出资份额,转让给青岛融通,相当于每1美元注册资本11.18元。进一步穿透发现,青岛融通的有限合伙人海丝民合,也正是去年同月韦尔股份联合耐威科等发起的30亿元产业投资基金。

相比前次北京君正收购,韦尔股份发起的二次收购中北京豪威估值提升,从北京君正报出的117亿元提升至141亿元,而标的全部股权几乎是韦尔



股份总资产的5倍。根据预案披露,能否顺利拿下北京豪威直接决定全盘交易成败。

从股权结构来看,“蛇吞象”收购也会稀释韦尔股份大股东持股比例,但相比前次北京君正收购,韦尔股份安全边际较大。若不考虑配套融资,第一大股东虞仁荣直接持有韦尔股份股权从61.30%大幅降至31.10%,加上绍兴韦豪间接持股,虞仁荣将合计持股40.05%,仍为上市公司控股股东、实际控制人,相比之下新入驻的股东单一持股比例均小于10%。

据最新公告显示,韦尔股份进一步加强了对收购标的把控,9月19日晚间公告称,拟参与芯能投资和芯力投资全部股权公开挂牌转让,对应资产主要是北京豪威的股权。此次若成功完成竞买,公司将新增间接持有北京豪威10.55%股权,并新增北京豪威一席董事委派权,有利于公司顺利推进收购北京豪威股权的重大资产重组交易。

集邦咨询半导体分析师张琛琛表示,韦尔股份如果能成功并购豪威科技,将补充CIS领域的技术布局,同时双方客户资源将发挥到最大化,形成协调效应。

与张学政类似,虞仁荣也坐镇了标的资产,直接担任了美国豪威董事、首席执行官,兼任北京豪威董事、总经理兼首席执行官,从管理层面上加强把控。

遭遇严监管

总结来看,上市公司在消化吸收那些数倍自身体量的海归半导体标的时,往往会提前介入标的的管理经营,加强把控,同一个标的在二次收购往往会估值提升,上市公司需要小心设计交易结构,平衡实际控制权不会“易主”的前提和发行股份比例不超过总股本20%红线。另一方面,去年颁布的再融资规定取消锁价发行,也让这些“蛇吞象”类资产重组将直面二级市场价格波动的冲击。

万盛股份也是一例。

去年5月,万盛股份拟向嘉兴海大、大基金等7位股东发行股份收购匠芯知本,对应标的为美国高性能数模混合芯片公司硅谷数模。这项跨界收购交易作价37.5亿元,并配套募资。

资料显示,匠芯知本2016年9月成立时,嘉兴海大持股70%,在上市公司收购前持股比例降至55%,而标的资产总额超过上市公司2倍以上(调整后)。交易完成后,嘉兴海大将持有上市公司18.17%股权,上市公司实际控制人保持不变。

对此,监管部门询问是否存在突击打散股权占比、规避重组上市,并说明停牌重组前6个月,嘉兴海大在标的资产持股比例下降的原因和合理性。不过,从股份占比来看,上市公司实际控制人高献国家族与嘉兴海大持股比例差距将会较大,方案调整后,高献国家族依旧控制上市公司34.01%股份。

在收购匠芯知本过程中,上市公司

先后三易方案,包括先后下调估值、业绩补偿等,在今年大盘震荡寻底背景下,万盛股份股价跌破了发行价格。从7月开始,上市公司收购宣布中止。

最新动向是万盛股份于9月9日拟共同投资设立高盛通微电子(苏州)有限公司。新公司注册资本为3500万元,万盛股份将持股59%的股权。据接近上市公司人士介绍,新成立的公司将会接手部分拟收购标的公司的研发业务。

严审核下,是否存在规避重组上市、股价倒挂等都是上市公司消化海归标的需要面临的风险。而相比其他行业收购,半导体产业链配合也成为一收购风险要素。兆易创新就遇到了。

作为国内NOR Flash存储器芯片龙头,兆易创新去年2月拟158.3元/股价格发行股份及支付现金结合购买北京矽成全部股权,同时配套募资。交易作价65亿元,几乎是上市公司净资产5倍。

这笔收购对应标的为芯成半导体(SSI),主要业务是DRAM/SRA芯片,此举将使兆易创新扩充DRAM和SRAM等易失性存储芯片,升级为国内首个全品类存储芯片自主研发设计、技术支持和销售平台。

但受到再融资新规影响,兆易创新也多次改动了方案,定增对象、募资规模均大幅减少。

不过,最终卡住兆易创新的并非新规,而是供应链风险。据介绍,标的公司主要供应商认为兆易创新与ISSI重组后将成为其潜在的有力竞争对手,要求终止相关供应合同。兆易创新评估风险,认定该事项将对经营业绩造成较大不利影响,去年8月决定终止收购。

在后续投资者说明会上,兆易创新高管介绍,ISSI主要业绩来源是DRAM产品,但目前国内没有可以进行DRAM产品代工的代工厂。同时ISSI的产品认证周期较长,不能在其他逻辑代工厂代工,即使是同样生产DRAM的代工厂,也需要两年以上的时间才能通过客户认证,逐步切换。

值得注意的是,ISSI也掀起了一轮竞购。

就在当时兆易创新应对供应商之际,交易对手方武岳峰通过上海承芯举牌了电力设备商思源电气,当前持股比例已增至9.08%,位居第三大股东,并在去年提名了两位独立董事。

9月4日,思源电气公告称,子公司上海集岑企业管理中心(有限合伙)拟通过上海承裕资管间接收购北京矽成41.65%的股权,预计交易对价不超过31.25亿元。此举有望助力公司进入存储芯片公司第一梯队,而交易对手方正是武岳峰,北京矽成全部估值也从前次65亿元升至75亿元。

在接受机构调研中,思源电气董秘林凌表示,对上海集岑投资是使用公司自有资金,从财务角度考虑是对公司现有经营风险的分散,并帮助公司寻求新的利润增长点。

(证券时报记者孟庆建对本文亦有贡献)

出海收购降温 半导体标的估值将趋于理性

证券时报记者 阮润生

作为半导体史上最大一笔收购,高通440亿美元收购恩智浦在今年正式告终后,整个行业大型并购陷入相对沉寂。

数据也印证了这一点。据IC insights统计,今年上半年半导体市场收购案的总价值约为96亿美元,不到2015年交易总额的9%,行业前八大收购也集中发生在过去三年。由于半导体企业并购的高额成交,大型企业合并融合的复杂度以及更严格的审查等因素,IC insights预计,未来大规模半导体并购的可能性将会越来越小。

在行业收购降温大环境下,今年中资出海收购也呈现了大面积收缩。盘点来看,大型半导体海外收购集中在前三年。彼时海外上市的优质半导体普遍估值较低,收购后置入国内资本市场有利可图,加上国家出台政策

大力鼓励集成电路发展,就催生了一波收购热潮。

集邦咨询顾问统计显示,2015至2017年,中国半导体产业并购件数共42件,总金额约为194.4亿美元,整体仍远远落后全球近三年约2857亿美元的并购金额,但呈现逐年增加态势。从产业链来看,半导体设计环节并购项目占比近6成,比如建广资产收购恩智浦标准器件业务(即安世半导体)、中资财团收购豪威科技等,均在十亿美元量级以上。

据业内人士介绍,相比集成电路制造、设备等环节,从设计环节赶超、切入新市场的成本相对较小,也更容易受到资本青睐。

不过,这一投资情况在逐步改变。随着海外高强度、大规模收购宣告尾声,可选的优质标的趋发缺乏,加上投资政策环境收紧,也增加了收购难度。

今年年初,美国方面就曾考虑打

击中国投资美方敏感科技行业,包括动用国家紧急情况适用法律。不过,后来美方态度软化,表示会放弃限制,而增设机构负责审查外国投资是否对国家安全构成威胁。

上市公司方面高管表示,美国收购难度增加了,下一步会寻找欧洲市场的细分行业龙头标的。但有产业投资人表示,好的标的在变贵,有家非欧美的半导体公司,本来谈妥了价格,看到中国如此发展集成电路的热潮,就坐地涨价,最后只能作罢。

国内半导体投资在政策的催生下热情高涨,也引发专业投资者担忧。中芯聚源总裁孙玉望近期表示,现在一些半导体标的受到资金热捧,估值抬高,但财务无法支持,势必影响到下一步融资计划,如果面临资金短缺再融资,只能被迫降低估值融资,那样对企业的影响会更大。

除了标的竞争激烈,估值虚高,另一个不容忽视的问题是市场上的钱不

再容易拿了,募资难成为股权投资一个越发普遍的困境。

清科研究中心近日发布数据显示,今年上半年中国私募市场共有1021只私募股权投资基金完成募集,同比下降8.8%,其中披露募集金额的978只基金共募集到位2967亿元,募集到位的资金规模较今年上半年下降较为明显。

而这背后,资管新规被认为是一个主要政策因素。毅达资本总裁尤劲柏也表达过类似观点,资管新规出台之后,银行资金出不来,对股权投资行业带来了严峻影响。

参与多笔海外半导体收购的华山资本董事总经理陈大同日前在集微网半导体峰会上表示,新规导致银行的股权投资受到了非常大的限制,从源头上把各种VC、PE的资金链去了相当大一块。像前几年比较大金额的投资难了,想融资的公司就不会有那么多钱。不过,陈大同也预计半导体行业估值会逐渐地趋于理性。