

分拆上市催动另类资本盛宴 多家知名公司“为子引战”

证券时报记者 李映泉

2019年12月,证监会正式出台《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》,在政策上为A股公司分拆上市铺平了道路。据不完全统计,2020年内,已有超过60家上市公司公告披露了有关分拆上市的计划。

2021年1月7日,生益科技(600183)宣布,控股子公司生益电子在科创板首次公开发行股票获证监会注册,该公司有望成为首单A股分拆上市的成功案例,开启A股市场一个全新的分拆上市时代。

在分拆上市得到监管层支持鼓励的背后,一股另类的投资模式蔚然兴起。证券时报·e公司记者注意到,最近一年时间以来,A股上市公司为子公司引入战投的行为明显增多。放眼前几年的A股市场,战略投资者相中某家上市公司,大多通过参与定向增发或协议转让等方式入股,但直接投资于上市公司子公司的案例则并不多见。

如今,分拆上市政策的推出,让不少栖身于上市公司体内的优质资产有了崭露头角的机会,另一方面,也能够让精明的战略投资者从上市公司“整体”和“局部”的取舍之间寻求最优解。

“战投式定增”的B选项

2020年6月,国瓷材料(600285)公布了一份定增预案,公司拟向公司实控人兼董事长张曦、高瓴懿成定增募资不超过15亿元。此次定增拟采取锁价发行,高瓴懿成作为战略投资者拟认购6.45亿元,该公司是高瓴资本旗下企业。

此后,深交所向国瓷材料下发审核问询函,其中特别要求公司结合目前股权结构、委派董事和参与管理的最低持股门槛等情况,说明高瓴懿成的认购比例是否符合《注册办法》关于“持有上市公司较大比例股份”的要求。

紧接着,到了2020年9月,国瓷材料修订了定增预案,高瓴懿成不再参与本次定增,8.55亿元的定增额度也由张曦全部包揽。公司同时与高瓴懿成终止了股票认购协议,原因系“目前相关监管政策及资本市场环境发生变化”。

就在高瓴懿成退出定增的同一时间,国瓷材料又披露一份公告,公司全资子公司爱尔创拟引入高瓴资本和松柏投资两个战略投资者,并签署投资框架协议。各方拟通过以不超过5亿元增资爱尔创、不超过2亿元受让爱尔创股权的方式进行投资。

公告称,高瓴是松柏管理的投资平台的主要股东,与松柏在医疗健康消费领域(包括牙科领域)是独家战略合作伙伴关系,双方在相关领域内有着广泛深入的商业以及股权合作。

值得一提的是,国瓷材料旗下业务主要分为电子陶瓷材料、催化材料、生物医疗材料(牙科材料为主)及其他材料几个板块,其中牙科材料业务最高瓴看好。

在当初披露定增公告的同时,国瓷材料就宣布与高瓴懿成、松柏投资三方达成战略合作,有意共同在牙科修复领域展开紧密合作。高瓴拟协同松柏投资,运用其全球业务网络和产业链协同能力,助力爱尔创提升医学创新、打开国际合作网络、建立国际牙科品牌,推动爱尔创向牙科修复领域的综合性平台方向发展。

不久前,高瓴还在美股重仓布局了牙科设备龙头企业艾利科技(NASDAQ:ALGN),而此次参股爱尔创则被视为高瓴在国内牙科领域的重磅落子。

失之东隅,收之桑榆”的故事不仅仅发生在高瓴身上。2020年5月,碧桂园创投拟以战略投资者的身份,认购蒙娜丽莎(002918)定增的5亿元份额。但到了2020年8月,基于市场环境变化,蒙娜丽莎终止了此项定增。

到了2020年12月,蒙娜丽莎宣布,为子公司桂蒙公司引入战略

投资者,碧桂园创投将以2亿元入股桂蒙公司13.50%的股权。天眼查资料显示,桂蒙公司成立于2018年,是蒙娜丽莎集团位于广西藤县生产基地的运营主体。

蒙娜丽莎董秘张旗康此前在做客证券时报·e公司微访谈时表示,广西藤县生产基地是蒙娜丽莎首个走出广东的投资项目,建成后产能相当于蒙娜丽莎当前两大基地的产能总和,相当于“再造一个蒙娜丽莎”。同时,广西藤县生产基地还将成为蒙娜丽莎旗下自动化、智能化最高,以及运作效率最高的生产基地。

碧桂园创投称,蒙娜丽莎是产业链上游优秀企业,也是碧桂园集团长期的良好合作方。本次战略入股其子公司,有助于碧桂园集团优化供应链体系,与产业链伙伴在原有合作基础上,形成长期稳定的产业协同,合作共赢。

由此可见,在直投上市公司受阻后,部分资本通过转投上市公司子公司的方式,也能够间接甚至更好地实现投资目的。

知名公司“为子引战”

相比上述企业在定增受阻后选择“退而求其次”的B选项,2020年内更有多家知名上市公司大张旗鼓地为子公司引入战投,而且毫不讳言目的就是为分拆上市。

比亚迪(002594)继2020年的5月为控股子公司比亚迪半导体引入红杉资本中国基金、中金资本等战略投资者后,当年6月再度以增资扩股的方式为比亚迪半导体引入新的战略投资者。完成战投后,韩国SK集团、小米、中芯国际、上汽、北汽等30多家知名企业主导的投资机构,成为比亚迪半导体的股东。

2020年12月30日,比亚迪正式发布公告宣布,董事会同意比亚迪半导体筹划分拆上市事项,并授权公司及比亚迪半导体管理层启动分拆比亚迪半导体上市的前期筹备工作。事实上,此前引入战投时的公告中,比亚迪已经表态,让比亚迪半导体“积极寻求适当时机独立上市”。

特锐德(300001)旗下从事新能源汽车充电业务的控股子公司特来电则是另一大经典案例。特来电在2019年底曾经进行过一次轮融资,2020年11月,特锐德董事会授权管理层启动分拆特来电至境内证券交易所上市的前期筹备工作。

今年1月8日,特锐德再次为特来电引进战略投资者,GIC、久事集团、铁发基金等国内外知名、强资源的战略投资者通过其投资工具公司入股特来电,共计增资约3亿元。值得一提的是,由于特来电已有分拆上市预期,此次融资估值得到大幅跃升,从一年前的投后估值78.5亿元到本次投前估值约为130亿元。

同样是今年1月8日,迪安诊断(600244)也公告宣布,控股子公司凯莱谱拟增资1.5亿元引进3个财务投资人,其中,作为高瓴资本旗下的珠海高瓴悠恒股权投资合伙企业(有限合伙)拟增资8000万元。

在引入相关战投的背后,凯莱谱同样有着分拆上市野心。据公告称,凯莱谱计划在中国境内证券交易所上市,且上市之前的发行前市值不少于20亿元估值。若凯莱谱在本次增资交割完成后第56个月届满时仍未能合格上市,或提前明确表示或以其行为表示不会或不能预期上市的,可能须以年化9%的利率回购本轮投资人的股权。

而宗申动力(001696)为了推进从事航天发动机业务的子公司宗申航发公司顺利分拆上市,在2020年内为其引入了两轮战略投资者,第一轮为包括陕西航空云海创投基金在内的六家机构合计1.25亿元的增资,第二轮则是近日引入由中国航空发动机集团发起设立的首只航空发动机产业基金5000万元资金投入。

事实上,在近两年多的时间内,还有包括苏宁易购(002024)、天齐锂业(002466)、德赛电池(000049)、纳思达(002180)、上海临港(600848)、中钢天源(002057)、中来股份(600393)、山鹰纸业(600567)、奥佳华(002614)、广电运通(002152)、中国核建(601611)



周靖宇/制图

防范分拆上市中的灰色套利

证券时报记者 李映泉

上市公司分拆大戏的开启,势必带来一幕幕精彩的财富盛宴。但在这背后,也将不可避免地滋生游离于监管之外的灰色“套利”空间。

中航证券投行部业务董事罗时道表示,拟分拆上市板块集中在实行注册制的科创板和创业板。从实际审核来看,监管部门主要关注上市公司分拆上市是否满足分拆条件、同业竞争、关联交易、独立性、信披一致性。未来政策需要在防止母公司业务“空心化”、利益输送和保护中小股东利益方面细化相关规定。

等在内的多家A股上市公司推出了子公司引入战投的方案。

“战投式定增”监管趋严

对于这一现象,证券时报·e公司记者采访了多位资本市场专业人士,在业内人士看来,导致上市公司子公司引入战投现象普遍出现的原因,主要包括三个方面:一是战投式定增监管趋严;二是分拆上市打通退出通道;三是上市公司自身意愿增强。

香颂资本执行董事沈荫在接受证券时报·e公司记者采访时表示,参照如今的监管规定,上市公司以定增的形式引入战略投资者,将面临较为严格的审核,监管层对战略投资者的身份认定也有着苛刻的条件。

证券时报·e公司记者注意到,证监会于2020年3月20日发布的“发行监管问答”中明确指出,战略投资者是指具有同行业或相关行业较强的重要战略性资源,与上市公司谋求双方协调互补的长期共同战略利益,愿意长期持有上市公司较大比例股份,愿意并且有能力认真履行相应职责,委派董事实际参与公司治理,提升上市公司治理水平,帮助上市公司显著提高公司质量和内在价值,具有良好诚信记录,最近三年未受到证监会行政处罚或被追究刑事责任的投资者。

同时,战略投资者还应该符合两个情形之一:其一,能够给上市公司带来国际国内领先的核心技术资源,显著增强上市公司核心竞争力和创新能力,带动上市公司的产业技术升级,显著提升上市公司的盈利能力;其二,能够给上市公司带来国际国内领先的渠道、品牌等战略性资源,大幅提升上市公司品牌拓展,推动实现上市公司销售业绩大幅提升。

这一规定的出炉,很快起到了立竿见影的效果。除了前述的国瓷材料、蒙娜丽莎外,包括新天药业、奥翔药业、药石科技等多家上市公司纷纷终止(或修订)了引入战投的定增计划。市场认为,这一规定相当于监管层对再融资新规“打补丁”,“战投式定增”

将面临更加严格的监管。相比之下,上市公司为子公司引入战略投资者,则受到的监管约束相对较少。如果某家上市公司的子公司的资产、营收等财务指标在母公司占比不大,引入战投)甚至可以不用经过股东大会的审议,直接由董事会就可以进行决策,很快就能进入实施阶段。决策效率高,实施流程短,有着不小的优势。”沈荫表示。

承洛资本创始人徐洪德也认为,倘若上市公司为子公司引入战投时的定价过低,则可能稀释上市公司在优质资产中的股份,对上市公司股东特别是中小投资者不利。不过,在这一领域进行监管的难度也不小。“因为一级

市场本身的估值弹性、估值波动范围就很大,不像二级市场可以直接参考近期股价表现,如果监管层过度关注定价环节,那么也容易引起“干预市场”的争议。”

资本市场观察人士杜坤维指出,分拆上市并不意味着对上市公司就是“天大利好”,也要避免损害母公司利益。“面对利益诱惑,在处分偏轻下,高管还是有很强的的动力,利用上市公司经营管理有利条件,操纵上市公司与分拆上市公司之间关联交易、资金占用进行利益输送,很有可能利用母公司资源进一步做大做强分拆公司,损害上市公司利益。”

但在多年的孵化成长中,得到了母公司层面不少资源倾斜。有母公司比亚迪这个靠山,比亚迪半导体的经营更加稳健,财务也更加安全,在半导体的一级市场项目中,显然更受投资人的青睐。”

不仅如此,前述投行人士还向证券时报·e公司记者指出,过去投行较少关注上市公司体内的资产项目,还有一个重要原因,即上市公司层面的“惜售”。

以前分拆上市这个通道没有打开,上市公司不太愿意让渡旗下优质子公司的股份,因为这会在财务层面摊薄企业盈利。除非是公司确实遇到资金紧张的情况,整体或部分出售子公司的股权,但这种情况并不多见。而且上市公司为了保住财务指标,往往会优先出售质量不佳的资产,优质的资产反而更倾向于保留在体内。”

对于这一观点,一位不愿具名的上市公司董事也表示认同,其所在的上市公司近期也抛出了为子公司引入战投的方案。如果没有分拆上市的政策,公司确实没有太大意愿(为子公司引入战投)。但如果能通过分拆上市的方式把蛋糕做大,那么让渡部分子公司股权也成为了可以接受的选项。”

因为分拆上市对股东结构也有要求,子公司的运作“一股独大”,并不利于后期上市的发展。适当引入战略投资者,虽然会稀释一部分股权,但在优化股东结构、完善子公司治理机制等方面都能够起到重要作用,而且未来分拆上市成功,对公司、公司股东,以及引入的战略投资者而言都是多赢的局面。”该董事向记者表示。

上海交大上海高级金融学院会计学教授陈欣向证券时报·e公司记者表示,允许A股公司在境内分拆上市,将促进多元化企业的价值发现,快速拓宽子公司的融资渠道,加强子公司激励、改善治理,进而在市场中创造巨额价值。其中,A拆A“有助于挖掘上市公司原有被忽视的业务价值。分拆上市还有助于引入战略投资者,改善子公司层面的治理,该项益处对于大型国有控股上市公司以及多元化上市公司尤为重要。

沈荫也在采访中指出,脱胎于上市公司体系的资产,其资产、财务质量相比非上市公司体系的标的更有优势。以比亚迪为例,比亚迪半导体并不算其主业,而是一项辅助业务。

烘焙原料第一股 冲刺创业板

证券时报记者 康股

疫情冲击下,居家自制蛋糕面包的烘焙热传导到资本市场。好利来、桃李面包,元祖股份,甚至烘焙小家电的九阳股份、小熊电器和新宝股份等均获二级市场追捧。

去年底到今年初,一众烘焙行业公司陆续登陆资本市场。在“乳品+烘焙”的一鸣食品(605179)登陆沪市,“奶油一哥”海融科技(600915)登陆创业板后,烘焙原料第一股“立高食品”日前也提交上市注册申请,即将冲刺创业板上市。

烘焙原料企业冲刺创业板

1月14日,立高食品提交上市注册稿,冲刺创业板。

立高食品成立于2000年,总部位于广州,是一家集烘焙食品原料研发、生产、销售于一体的公司。立高食品的主要产品包括奶油、水果制品、酱料、巧克力等烘焙食品原料、冷冻烘焙半成品及成品和休闲食品。公司产品规格众多,奶油、水果制品、酱料和冷冻烘焙食品的规格分别有32种、241种、69种、187种。终端客户包括烘焙门店、饮品店、餐饮、商超和便利店。

烘焙业的快速增长,立高食品也享受到了红利。2017年到2019年,立高食品营业收入分别为9.56亿元、13.13亿元、15.84亿元,复合年均增长率高达18.32%。2017年到2019年,立高食品净利润分别为4399.42万元、5230.86万元、1.81亿元,复合年均增长率高达60.35%。招股书显示,公司2020归母净利润预计将在2.38亿元到2.48亿元区间内。

收入构成看,立高食品收入以冷冻烘焙食品、奶油、水果制品和酱料为主。报告期合计收入占比为88.19%、88.75%、89.65%。冷冻烘焙食品增速尤为突出,收入占比由2017年的37.57%升至2019年的46.66%。

招股书显示,立高食品上市募集资金约13亿元,用于三水生产基地扩建项目中,此项目达产后年产6万吨奶油、2.7万吨水果制品、0.81万吨冷冻烘焙食品;同时募集资金也将用于长兴生产基地建设及技改项目和辉辉冷冻西点及糕点面包食品生产基地建设项目中。

烘焙企业陆续上市

在烘焙行业持续发展的大背景下,烘焙食品原料与冷冻烘焙食品也迎来新的机遇。一众烘焙公司也纷纷瞄准资本市场,上市融资扩大产业规模。去年底,两家烘焙企业海融科技和一鸣食品先后登陆A股。

2020年12月2日,海融科技正式登陆创业板,由于ROE堪比茅台,海融科技被称为“奶油界茅台”。

海融科技自成立以来一直以植脂奶油、巧克力、果酱等烘焙食品原料的研发、生产、销售为主营业务。其中,植脂奶油系列产品为公司的主要产品,且公司植脂奶油产品分为含乳植脂奶油、不含乳植脂奶油两个类别,广泛应用于蛋糕、西点的表面装饰及夹馅。

招股书显示,海融科技2017年至2019年主营业务营收分别为4.69亿元、5.37亿元和5.80亿元;净利润分别为6959万元、7293万元和7671万元;毛利率分别为50.99%、51.38%、52.70%。其主营产品植脂奶油收入分别为4.29亿元、4.87亿元、5.23亿元,呈上升趋势。

上市首日,海融科技暴涨149%,但随后高开低走,距离最高价172元已经跌至78.06元,最新市值46.84亿元。

紧随其后,去年12月28日一鸣食品登陆沪市主板,目前最新市值达75.55亿元。

一鸣食品是一家从事新鲜乳品与烘焙食品研发、生产、销售及连锁经营业务的公司。与其他乳制品或烘焙企业不同的是,一鸣食品以“一鸣真鲜奶吧”连锁门店为基础,向大众销售“乳品+烘焙”组合食品。

业绩方面,一鸣食品2017年营收15.16亿元,净利润1.58亿元;2018年营收增长至17.55亿元,净利润1.95亿元;2019年增长至19.97亿元,净利润2.2亿元。2017年到2019年,一鸣食品业绩实现稳定增长,公司年复合增长率达14.79%。

近年来,烘焙行业发展迅速,我国烘焙食品零售额由2013年的1223.82亿元增长至2019年的2317.13亿元,年复合增长率达到11.23%。但烘焙行业还存在巨大的发展潜力,我国人均烘焙食品消费额仅为24.6美元/人,与发达国家和地区还有较大的差距,有着良好的发展前景。市场预期,未来将有更多烘焙行业企业进入资本市场。