

2014年度中国上市公司金牛奖 特刊



并购重组成为产业转型与企业成长新动力

□本报记者 任明杰

在中国证券报主办的第17届(2014年度)中国上市公司金牛奖颁奖典礼暨高峰论坛并购重组分论坛上,与会嘉宾表示,近两年来国内并购重组空前活跃,退出压力、经济转型、二级市场高市盈率下的利益驱动等多方面因素,共同点燃了日趋火爆的并购市场。但是,并购并不是终点,并购之后的整合成为并购能否成功的关键。同时,跨境并购将成为并购市场的新热土。



吕雷 摄

并购市场持续火爆

近两年来,中国并购市场持续火爆,并在2014年迎来爆发性增长,交易数量与金额双双冲破历史记录。清科提供的数据显示,2014年中国并购市场共完成交易1929起,较2013年的1232起增长56.6%;披露金额的并购案例总计1815起,涉及交易金额共1184.90亿美元,同比增长27.1%;平均并购金额为6528.35万美元。

并购市场的火爆最直接的原因便是退出压力所致。2012年11月IPO暂停后,此前“全民PE时代”积累的大量项目面临退出的尴尬境地;另一方面,2014年1月IPO重启后,大量排队上市的企业也使IPO的单一

通道显得过于狭窄,并购作为项目退出的另一条重要渠道受到空前重视。对于力推“PE+上市公司”并购模式的原因,硅谷天堂董事总经理鲍钺表示,“当时IPO排队数量已经非常多,而在国家发改委备案的创投企业也超过五千家,要消化这么多企业,压力是可想而知。”

从宏观方面来看,国内经济增速的下滑也使企业发展从“内生性增长”更多地向外延式扩张“换挡”。“国内GDP的指标在2007年达到峰值,随后从10.6%的增长率逐渐回到个位数,直到今年政府把GDP的增

长目标定在了7%。在这种状况下,经济的下滑导致企业的盈利压力很大,原有的内生性增长要持续下去困难越来越大,所以通过并购进行外延式扩张保持企业的发展成为一种必然需求。”中民投中华民恒董事计然表示。

同时,华泰联合证券并购部执行董事劳志明认为,二级市场的高市盈率也使并购成为一种双赢。“A股的市盈率比较高,在高估值背景下,上市公司收购非上市公司买卖双方共赢。基于A股平台证券化的并购对于市值的增加和造富效果特别明显。”

并购重在整合

在空前火爆的并购市场上,跨界并购成为一个重要的方向,也引起资本市场的多方关注。

对此,鲍钺指出,跨界并购需要解决两个问题:第一个问题是并购的整合。简单的并购整合只是财务报表简单相加,这里面涉及“市值管理”问题。传统的办法很简单,股价就是市值;但从另一种意义上来看,市值等于净利润乘以PE估值。净利润好算,PE估值则有两个特性,第一是整合的特性,第二是持续的特性。如果只是简单的财务报表相加,并购方和被并购方形成不了协同效应,到了第二年市值可能昙花一现;第二个问题是并购的持续性。以蓝标光为例,公司一直在并购,市值增长也非常快。从并购的标的看,基本上跟同行业相关性比较大,具有协同效应。

劳志明则认为,未来的并购将越来越符合“产业逻辑”,“真正的产业并购,逻辑是开始于整合,而不是结束于交易。没有协同性,产业整合线路不清晰,这是跨界并购未来存在不确定性的一个原因。”

作为并购市场上的重要买方,复星集团在产业式纵向并购和跨界并购方面的逻辑便十分清晰。复星集团重大项目投资发展部董事总经理石振毅表示,“复星医药去年做了十几起并购,全部是沿着产业链做纵向的并购。另外,我们参股国药控股也是通过产业的纵向并购来提升业绩。通过多年的纵向并购,国药控股从行业的第六名一直做到了第一名。跨界并购也有他的内在逻辑,比如通过跨界并购进行业务转型,复星旗下的南钢股份也是一个很好的例子。”

跨境并购成新热土

在国内市场火爆的同时,跨境并购也日趋活跃。业内人士指出,跨境并购已经成为了日益活跃的国内并购市场上的三大趋势(新三板、国企改革、跨境并购)之一。

劳志明指出,“当证券化套利并购逐渐退出,产业逻辑并购逐渐浮出水面,对传统的制造业来说是一个机会。中国很多制造业目前已经走出去。虽然传统行业在A股估值相对不那么高,但相对于成熟市场价格还是有优势。同时国外制造业沉淀多年的技术和品牌优势,与中国企业协同效应明显。”

在跨境并购方面,复星集团一

直强调“中国动力嫁接全球资源”。石振毅表示,“跨境并购是复星的发展主题,复星这些年来一直在做境外并购。尽管跨境并购通常用现金支付,而不能通过发行股票进行支付,但境内的上市公司可以通过发行股票来融资,然后用资金到境外购买比较好的非上市公司,或者把境外的上市公司私有化。”

致同会计师事务所并购交易合伙人武健勇则指出,“跨境并购确实比较火,我们看到中国企业跨境并购的主体从原来的国有企业变成了民营企业。”

华泰证券劳志明:
产业整合需线路清晰

□本报记者 刘杨

华泰联合证券并购部执行董事劳志明表示,随着近年来并购重组行为的大量出现,中国资本市场的玩家本身也在被推动进步。并购重组主体首先需要懂得整合,产业整合线路需要清晰,如果整合上没有产生协同,那仅仅是形式上的整合。

劳志明强调,制造业是最大的行业。随着产业逻辑并购

逐渐浮出水面,传统的制造业面临机会。

此外,劳志明预计,中国的制造业企业将更多前往海外资本市场实施并购。中国很多制造业目前已经走出去,到德国、日本、美国去做跨境并购。未来国外制造业沉淀多年的技术和品牌优势,与中国企业协同效应会更加明显。中国市场的消费能力嫁接到国外的技术和品牌的优势,将产生很大协同作用。

中民投中华民恒计然:
宏观微观因素叠加推动企业并购

□本报记者 刘杨

中民投中华民恒董事计然认为,除了经济增长放缓导致企业盈利压力急剧增大之外,资本层面的因素同样对国内并购重组市场的火热状态贡献良多。

计然表示,并购重组行为大量涌现,同样存在微观上的动力。从微观层面看,除了核心的经济放缓导致的企业盈利下滑,企业实际控制人的代际更迭也是一个内生因素。市场给企业的第二代控制人提供了一个持股但放弃经营的途径。宏观和微观各种因素叠加,推动了企业由原有的内生性自然生长向外延式并购成长的转型。

针对跨界并购,计然认为这要看企业的战略选择和评

价标准,如果是短期的股价为目标,那么短期的成功无可厚非,但从长期的经营角度,则标准也不同。

计然强调,中国企业海外并购需要根据行业特点来制定有针对性的策略。一方面,国内的大消费行业企业可以到境外寻找优质的技术、品牌和渠道,同时为境外企业带去所需的资金和中国的市场概念。

另一方面,对于传统行业的并购,“寡头逻辑可能更合适”。计然称,传统经济有一个很大的问题,那就是发展到了一定程度就会面临产能过剩问题,除了环保领域比较突出的政策淘汰,实行“寡头逻辑”的并购也是解决之道,中国的传统行业企业可以按照这种策略实施海外并购,“把竞争对手并购,从而完成淘汰。”

中科招商任立殿:
多因素致并购重组市场爆发

□本报记者 刘杨

中科招商集团执行副总裁任立殿指出,2012年以来,A股市场中以中小板、创业板为代表的中小市值公司出现了一波迅猛的市值增长,这其中除了二级市场对上市公司业绩增长的预期外,并购重组交易对上市公司外延式增长也起到了很大作用。

任立殿称,2006年至2007年大牛市后,PE行业逐渐开始爆发,大量资金经过PE进入到创业项目中。而在PE基金到了该退出时,资本市场遭遇了史上最长的IPO关闸期,PE有动力推动已投资项目的尽快退

出,并购重组行为就是在这样的背景下出现了爆发式增长。

任立殿指出,从二级市场的角度看,2012年创业板开始大涨,以光线传媒、华谊兄弟和蓝色光标等公司为例,并购行为对这些上市公司的股票上涨带来很大推动力。在并购重组市场的浪潮中,越来越多的上市公司认识到,并购重组对于企业跨越式发展帮助非常大,A股上市公司的并购意识纷纷加强。

此外,任立殿表示,几年前,很多企业还很低抵触被收购。随着资本市场的发展,创业者被收购的心理门槛逐渐消失,也对大量的收购行为起到了促进作用。

复星集团石振毅:
跨界并购需要“有道理”

□本报记者 刘杨

复星集团重大项目投资发展部董事总经理石振毅表示,2013年到2014年,特别是2014上半年,中国资本市场上并购重组交易大戏频频上演,其中很多都以追逐市场热点为目的。这种现象需要进行深刻的反思。

石振毅表示,跨界并购追逐热点需要“有道理”,这个“道理”与并购对象与并购主题所在行业的产业

链相关。从这个角度来讲,复星集团不是投机者,而是价值投资者。石振毅表示,很多人愿意跨界,就是因为看到了资本市场的高溢价,但这需要更多的理性思考;同时,在具体行为上,应注重从产业实业方面着手。

石振毅称,中国企业利用境内资本市场上高市值融到资金后,到境外去购买质量上乘的非上市公司,或在完成收购后将上市公司私有化,“这是中国企业跨境并购的一个很好的模式”。

致同会计师事务所武健勇:
民营企业成为跨境并购主力

□本报记者 刘杨

致同会计师事务所并购交易合伙人武健勇认为,并购交易双方估值预期差异的减小,是2013年后并购交易市场复苏的原因之一。民营企业正成为跨境并购的主力。

武健勇表示,金融危机负效应传导至我国之后,收购方对估值预期进行了调整,与卖方的估值预期存在一定的差异,双方无法在短期内达成协议。随着时间的推移,交易双方的估值差异逐步接近,越来越多的交易开始达成,这样在

2013年下半年后尤其明显。

此外,武健勇强调,与前些年不同,越来越多的民营企业积极参与跨境并购交易。拥有技术的制造业、拥有品牌与客户资源的快消品企业、医药企业、农业与食品企业都是民营企业关注的标的。虽然在个案规模上,民营企业与国有企业相比还相对较小,但在交易的数量上,民营企业正在成为跨境并购交易的主力。

武健勇还称,跨境并购交易的流程与境内交易不同,中国企业在进行跨境交易的时候,无论从交易流程节奏的控制上还是从交易架构的设计上,都应该遵循跨境并购交易的国际惯例。在有些案件中,企业的决策者由于缺少跨境并购经验,忽视了国际惯例、尽职调查、税务架构与收购后整合的重要性,承担了很大的风险。同时,他还强调企业在并购交易时的估值不要过于激进,支付溢价时要考虑到未来协同效应实现的合理性。

硅谷天堂鲍钺:
并购市场将进入加速阶段

□本报记者 刘杨

硅谷天堂资产管理集团股份有限公司董事总经理、董事会秘书鲍钺表示,从稀缺到过剩的转变,是中国资本市场上并购重组行为在过去几年中加速发展的“基本原动力”。

鲍钺称,中国经济经过30多年的发展,已从稀缺经济过渡到过剩经济,每个行业都拥有成千上万家企业,绝大部分传统行业里面容纳不了这么多企业。这种经济背景下的市场业态,与美国上世纪80年代很相似。鉴于此,鲍钺认为,未来20年,同行业企业将通过市场的自然规律,通过并购整合让大量的中小企业逐步消亡,逐步进入寡头经济阶段。“这意味着中国并购市场才刚刚开始起步,未来将进入加速阶段。”鲍钺

强调,在并购重组大潮中,企业不能为了并购而并购,而要特别注重自身对并购目标的未来管理、整合能力和并购主客体之间的协同作战能力,否则并购行为协同性和持续性达不到预期,并购行为本身会受到市场的质疑。硅谷天堂的经营理念是运用自身的专业能力帮助实体经济改变价值、提升价值。我们在挑选合作伙伴的时候会尤其注重其包容、管理和后续整合的能力,着重帮助合作伙伴做好整合后的融合工作。

