

作为资本市场重要的炒作点,并购重组历来广受追捧——凯诺科技曾连续8个涨停,天舟文化连续9个涨停,蓝色光标、华谊兄弟……热门个股惊人的涨幅不断挑动着投资者的神经。

# 并购重组, 1+1=?

本报记者 谢慧



清科研究中心数据显示,2013年中国市场完成并购1232起,同比增长24.3%,涉及交易金额93203亿美元,同比涨幅为83.6%,其中,国内并购交易量约占八成。今年1月,并购案例数及总金额虽有回落,但仍远高于历年同期。

“并购重组活跃度提升,与国家的政策支持密不可分。”清科研究中心分析师曹紫婷表示,去年年初,发改委等12部委联合发布《关于加快推进重点行业兼并重组的指导意见》,鼓励汽车、船舶、电子、医药等九大行业加快兼并重组。此后,证监会推行并购重组分道制,在简化审批、提高效率的基础上,加速了上市公司兼并重组的步伐。

## 并购热 vs 冷思考

所谓并购,包括收购和兼并,又分为横向并购和纵向并购。横向并购如同行业竞争对手之间的并购,纵向并购主要是产业链的整合,如供应商和需求商之间的并购,此外还有两种情况兼而有之的混合并购。任何一个经济体和行业,企业要做大做强,并购重组都是极其重要的一环。

“上市公司为了提高业绩,通常选择并购来扩大规模,由内生性增长朝外延式增长转变。”曹紫婷说,从并购资金的来源看,一般自有资金占比较高,其次为银行贷款,很多企业也选择通过发债和“内保外贷”的方式进行融资。

去年,并购市场的一个显著特点是纵向并购大行其道。一些新兴产业如互联网、文化传媒等企业多以纵向并购来增强企业产业链薄弱环节,提升整体产业发展水平,如华谊兄弟定向增发收购银汉科技、建设影院打造娱乐王国、乐视

网并购花儿影视等。纵向整合的成功,为交易双方带来了数倍的企业增值,成为各路资金追逐的对象。

内生式增长加码并购,成为产业新生的重要推手。以蓝色光标为例,上市4年来,公司利用超募资金展开了一系列并购,其间引入业绩对赌、分步解禁、财务顾问资本介入等创新做法,成为亚洲最大的公关公司。统计数据显示,通过大规模的并购,蓝色光标营业收入从上市前的3.68亿元,跃升至2012年的21.75亿元,上涨近5倍,利润也从4845万元跳到2.36亿元,增长近4倍。预计2013年,该公司净利润在41241万元至45954万元之间,同比增长75%至95%。

并购不仅推动蓝色光标呈滚雪球式发展,其股价更是一路上涨。去年2月18日,蓝色光标的收盘价报28.56元,10月8日,其股价高达68.79元。尽管

近几个交易日其股价有所调整,但截至今年2月17日,蓝色光标的收盘价依然在60.27元,相较去年初大幅上涨111%。

然而,一个不容忽视的事实是,并购股高估值层出不穷。比如梅花伞,去年10月公司发布重组公告,拟收购上海游族信息技术有限公司,游族信息净资产为1.14亿元,而收购评估价却达到38.7亿元,溢价率高达约33倍。

如此高的溢价,买了会不会亏损?“文化传媒、互联网等行业本身估值就较高。”英大证券研究所所长李大霄表示,热门题材炒作,再加入新的模式,往往就能受到资金热捧,赢得资本市场的认同。一级市场十几倍的市盈率,放到二级市场就放大至几十倍甚至上百倍。对于股民而言,如果盲目参与并购题材博利,就要面对此类资本运作形成的高风险。

天舟文化过山车般的“A”字形走势让投资者始料不及。去年11月29日,公司突然被稽查立案,并购重组申请被暂停审核,其股价也随之跌停。

除了天舟文化以外,发布并购重组申请被暂停审核的紫光股份、新南洋,其走势也如出一辙。“股价受到重创,最终伤害的还是投资者。”李大霄表示,并购对短期股价的刺激主要发生在首次公告前,而由于信息的不对称,投资者很难提前买入获得超额收益,只能在重组方案公布后,结合方案对公司基本面改善的程度来挑选个股博利。

可事实上,往往在连续几个涨停后,投资者成为击鼓传花的最后一棒。对此,李大霄认为,尽管并购也许会短期内推动公司股票上涨,但能否维持增长还要看后期双方经营战略的整合。否则,一旦整合不当,估值也会很快下来,反而会掣肘其后续发展。因此,投资者需结合公司基本面、重组方案、股价高低等适当参与。

“若想实现增值,企业整合能力是至关重要的一步,此外,并购成败的关键还要看企业战略以及并购流程。”曹紫婷说,企业并购前需谨慎思考该并购是否可以和公司的战略发展结合,要有清晰的规划。经过战略分析之后,如果认为并购是实现公司战略的必要手段,就要制定并购计划,搜集信息、选择目标、设计交易。“并购没有固定的格式和模板,不同的并购对象和目的需要不同的方式,但值得一提的是双方的文化融合和人才保留两个方面。”

“看好市场化程度较高的国有企业以及民营企业的并购行为。”国金证券分析师冯宇建议投资者进行与并购有关的投资时,可将标的锁定为市场化程度高、财务改善概率较大的,如家电、食品饮料、轻工制造、医药等行业中有过多次并购行为的,或选择并购活动高发的,如影视、广告营销、环保设备、新材料、电子信息等新兴行业中的民营企业。



温故

## 难易相成

张忱

老子说,有无相生,难易相成,长短相形,高下相盈,音声相和,前后相随,恒也。这几句在整个《道德经》中都是浅显易懂的,说的是无论是有无、难易还是高下……世间所有的概念,一切的价值判断都是相对的。

在投资中也是一样,比如价值高低,风险大小,都是相对的。在某些人眼中风险很低的股票,在另一些人眼中就是不确定性极高的标的。所谓难者不会,会者不难。真正能搞懂企业,就容易对其股票的价值和风险作估计,若要是一窍不通,做起来就会觉得风险很大。就像前几天有一家上市公司公告说,有一种单抗药即将上市,市场评价是重大利好,可看官要是连什么是“单抗”都搞不明白,只能徒生奈何了。这种公司的股票,即使眼看着人家起高楼,自己住平房,也没什么好懊恼的。因为即使买了也不知道该什么时候卖出,一旦遇上风吹草动,赚钱的可能小,亏钱的风险高。在别人手里是金子,在自己这里却是累赘。

真正能搞懂的行业或者公司,不是和投资者过去的从业经历相关,就是花了很长时间关注研究。纸上得来终觉浅,绝知此事要躬行。自己亲手做过,或者花了很长时间调研,才能看清企业业务的优缺点所在,比如管理文化好不好,管理层是否喜欢夸大其词,将来的业绩增长是否会过早遇到天花板,面对宏观环境的困境,有多大可能逆势而动。也就是说,只有“躬行”,投资者才容易搞懂公司的业务,即使在观望的人看来,公司的业务过于精专,年报写得像天书,也没关系。唯有如此,投资者才能超越市场人士的集体判断。正如前面说的,搞懂之后,才能预判未来,市场人士一般是要等待万事俱备、不欠东风的时候,才会齐声高唱赞歌。

相对的东西就会经常发生变化,只要肯躬行,肯花上一段较长的时间,仔细观察几家自己更容易弄懂的公司,投资者总能在其中看出些端倪,逮到个把机会,把高风险的变成低风险的,把困难的变成容易的。

## 微信红包能否改变腾讯估值

本报记者 温济聪

资本市场上,专业的投资机构会不断调整对投资目标的估值,这种不间断进行的工作中,最能令市场兴奋的是某个发现或者某个事件导致了公司估值方式的变化。他们把这叫做价值重估。典型的例子是茅台的半成品和某些房地产商的自持物业。

在春节期间,火遍全国的微信红包貌似也正在扮演这样一个角色。

在对腾讯的传统投资分析中,它更多地被看作一个游戏公司,因为坐拥8亿QQ用户、6亿微信用户的腾讯,赚钱的主要业务还是网络游戏和其他增值服务。

在游戏营收前10的上市公司中,腾讯的游戏营收超过300亿元,比其他9家公司的总营收还要高,占全国所有游戏类上市公司总营收的三成以上。

但微信红包的诺曼底登陆,一夜间让腾讯具备了网络支付商特征,阿里巴巴多年培育起来的市场优势出现了松动。

“随着智能手机的普及,微信平台在移动互联网时代的优势愈加突出,将对腾讯估值的提升有更多贡献。”国泰君安投资顾问赵斌表示,腾讯已成功打造移动互联网商业模式。

绑定银行卡将会使腾讯获得更多的客户信息数据,增加其他商业活动举办与开展的几率。“腾讯财付通目前约占第三方支付在线交易市场20%左右的份额。”香港胜利证券资产管理部基金经理王冲预计,随着微信支付带来的更多线下支付应用的推出,包括嘀嘀打车、微信红包、微信游戏等,其市场份额有望增长到30%以上。根据一般线下收单机构约0.2%的手续费分成,2014年至2015年支付业务方面预计将给腾讯带来约120亿元人民币的营收增长,约合150亿港元。

由于资金的提取有一天的滞后,因此大量的资金可以产生“沉淀效应”。“这部分利息收入是很可观的。”王冲表示,2014年支付业务方面预计将给腾讯带来约18亿港元的净利润。按照其18亿的股本计算,每股可以增厚1港元的业绩。

与王冲的乐观不同,金融界资深分析师马小东则认为,就目前其股价、市盈率来看,当前腾讯股价距600港元仅一步之遥,其市盈率已经接近70倍。“当前股价已基本反映了后期的增长,在港股成分股公司中属于偏高水平。”



财经书评

## 金融由谁守护

付克华

危机总是被用来作为强化监管的最佳借口。监管不断被强化,危机却一次次发生;作为金融体系的组成部分,或许监管者本身就是危机的缘由之一。那么,谁来监督监管者?这个一直在我脑际挥之不去的疑问,竟然在《金融守护者》中得到了解释。

本书对把金融危机成因解释为偶发性因素的观点嗤之以鼻,认为金融监管失效在当时的制度框架中是必然产生的。尽管大家认为此次国际金融危机是由多种因素引起的,但最重要的、起决定性作用的因素是,监管者实施了诱使金融家过度承担风险的政策;在国际金融危机爆发之前的很多年,他们已经了解到这些政策会破坏金融系统的稳定性,但是他们仍然选择维持不去改变现有的政策。

为何金融守护者不为公共利益服务?本书认为,腐败以及金融机构和监管机构之间的“旋转门”(即金融机构与监管

机构的员工互相跳槽)扭曲了金融监管。监管机构人员非常频繁地从监管岗位跳槽,并在其曾经监管过的机构谋取高管职位。

2010年《多德-弗兰克法案》出台,标志着本轮国际金融危机后金融监管改革的大幕正式拉开。然而,本书认为,这样的改革乏善可陈,并未解决监管的根本缺陷,注定将以失败而告终。以现有制度设计出的政策根本没有以公众利益为出发点。在这种情况下,公众以及民选的官员几乎不可能对金融监管作出明确、公允的评估,更不可能使监管机构切实承担责任。为矫正监管机制的系统性失灵,作者提出了具有针对性的改革措施:引入“人民卫士”,对金融监管作出明确、专业和独立的评估,其唯一的职责就是获取信息,并站在公众——而不是金融业、监管机构等的立场上作出评估。

本书获得了2012年美国出版协会经管类图书专业优异奖,可谓实至名归。

风险提示: 本刊数据、观点仅供参考,入市投资盈亏自负

什么? 跌涨停 志绿

