



上市公司并购重组“非诚勿扰”

■赵学毅

随着经济环境的变化以及资本市场深化改革的推进,上市公司并购重组持续活跃。有统计显示,年内并购重组涉及资金规模超9740亿元,与万亿元的规模仅一步之遥。

资产重组的意义不言而喻,既能整合优质资源,加强上市公司核心竞争力,又能提升盈利能力,维护上市公司股东利益,还能在采购渠道、技术开发、客户资源、稳定价格

等各方面产生协同效应。然而,上市公司近期失败的重组案例突增,尽管“市场行为”可以解释一切,但具体原因仍有必要认真分析。

比如有公司从提出重组方案到计划落败仅仅一两个月时间,更有包括三维通信在内的几家公司,从宣布重组到终止仅用了十几天的时间。人们不免质疑,这些公司在环境考察、意向性接触、框架协议签订、尽职调查、审计、评估等方面均有些草率,更谈不上盘活与提高资源利用效率。

突遭变故的重组事件往往引发二级市场股价“上蹿下跳”。诱人的重组方案一旦披露,资金蜂拥而至,股价飙升;但到了重组终止那一刻,资金快速撤离,最终落得一地鸡毛。我们观察到,近日收到交易所问询函的*ST新亿,提出重组方案前股价经历了连续15个交易日跌停,重组方案在一定程度上稳住了股价,但重组失败宣布后,股价旋即急涨急跌。

实际上,随着近年来我国资本市场改革的持续深化,资本市场的

法律制度不断健全,证监会致力于持续推进并购重组市场化改革,促进供给侧存量重组、增量优化、动能转换,提高上市公司质量,服务实体经济发展。公开透明的运行方式、市场化的定价机制,大幅提升了并购重组的效率。然而,仍有少数上市公司把重组当作儿戏,假借重组之名,在股价波动中完成股东套现等一系列隐晦动作。

非诚勿扰。上市公司对每一次重大资产重组应抱以诚意,尽最大责任,既要稳妥推进,又要谨防高

溢价、高溢价减值等风险。

我们注意到,《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》已印发实施一年,并购重组注册制改革扎实推进,上市公司依托并购重组实现高质量发展成果显著。目前,市场活跃度保持较高水平,并购重组市场化改革将持续激发和释放市场活力,上市公司主营业务转型升级为进一步提高经营质量夯实基础,从而有效增强了国民经济各赛道的国际竞争力和企业品牌影响力。

揭秘上市公司并购重组终止六大原因

(上接A1版)

“宏观经济及市场环境变化”则是重组终止的第二大主要原因,今年以来共有17家公司因此而终止重组。其中,*ST安泰在10月30日的公告中披露,受最新产业政策等因素限制,重组的条件暂不完全具备,最终决定终止重组。值得关注的是,此类公司的重组进程一般都历经多次问询、反复问询或财务数据更新,持续时间较长,故时间因素也是造成重组因“宏观经济及市场环境变化”被终止的背后原因之一。

造成重组终止的第三大因素非“审计、尽职调查等相关工作无法按时完成”莫属。85家公司中有13家是便是因此而终止了重组,这其中,9家则强调受到了疫情因素影响。如百傲化学就是因为重组交易核心资产位于美国,受疫情影响,相关尽职调查推进缓慢,不达预期,最终决定终止。

今年以来,有十余家上市公司是因为更换交易方式或调整重组方案的原因终止重组,这类公司或通过其他方式曲线实现既定目标,或调整方案继续推进;但也有多家公司是因为标的资产问题,重组方案未获批准及自身原因导致了重组终止。记者注意到,公司自身原因导致重组终止可谓“千人千面”,有的因诉讼风险未能改善,有的则基于减少关联交易考虑,还有的因公司破产重整,而一些涉及关联交易的并购重组,最终也遭到了股东大会的否决。

全联并购公会信用管理委员会专家安光勇在接受《证券日报》记者采访时表示,近两年,新冠肺炎疫情深刻影响着全球产业链,并成为上市公司重组计划终止的一大主因,尤其是在市场环境变化、中介工作进度或标的业绩等方面,造成的影响最为突出。

重组“告吹”股价两重天

“上市公司并购重组的成功与否会迅速反映到股价上。”安光勇表示。

中国中期11月15日对外宣布终止筹划重大资产出售,吸收合并中国国际期货股份有限公司并募集配套资金暨关联交易事项。《证券日报》记者注意到,重组终止的消息公布后,公司股价复牌当天(11月15日)一字跌停;而复牌后的8个交易日(11月15日至11月24日)里,股价累计下跌11.57%。

还有终止重组公告发布后股价遭遇“过山车”的情形,比如三维

通信。在宣布终止发行股份购买资产事项后,1月6日复牌当日,公司股价开盘被快速拉至涨停,但在涨停板停留了8分钟,随后宽幅震荡;次日,公司股价狂泻,以跌停报收。2021年1月6日至2021年2月5日,公司股票复牌后一个月内累计下跌17.73%。

重大资产重组计划事关企业发展,重组计划戛然而止意味着上市公司此前持续的战略规划被打乱。然而,梳理中记者发现,终止重组消息发布后,股价下跌并非唯一的逻辑。部分上市公司筹划很长时间的重大资产重组计划宣布“告吹”后,公司股价甚至会蹿涨上开。

比如,因重组方案未获股东大会通过的*ST商城,5月31日晚间宣布终止资产重组,随后9个交易日又连续收获9个涨停板。6月1日至11月24日,公司股价累计上涨178.19%。同样濒临退市边缘的*ST松江,2020年4月份宣布筹划重大资产出售并发布重大资产重组方案,历时9个月,被交易所问询,申请13次延期回复问询函后,2021年1月25日,*ST松江宣布终止重组。1月26日,该股跌停,但自2月1日起,公司股价开启上涨模式,2月份15个交易日公司股价累计上涨58.06%。

对于终止重组后股价的迅速回升,香颂资本执行董事沈萌在接受《证券日报》记者采访时表示:“重大资产重组的目的是改善资产结构质量和净资产收益能力,但是如果重组的代价使得标的资产的现值与对价相比为负,说明这个重组并不能在未来给企业带来如预期的好处,也不符合股东利益最大化的原则。所以,这样的重组被终止,如同上市公司保持了现有的净资产收益率不下滑,属于利好。”

东方财富Choice数据显示,85家终止重组的上市公司,二级市场整体表现分化,且有54家,占比超6成的公司股价年内出现了下跌。截至11月24日,*ST商城、*ST百花、东阳光、*ST松江的股价年内实现了倍增,其中*ST商城更是以249.61%的涨幅“笑傲江湖”;而涨跌榜的背后,*ST数知、沙钢股份等7家公司股价年内跌逾四成。

看懂经济评论员王亦坤对《证券日报》记者表示:“并购重组理论上可以为上市公司的业务规模、经营利润和资本能力带来良好预期,属于上市公司的重大利好。如果重组失败,一般来说属于上市公司的重大利空。此外,并购重组涉及多方机构或人员,会耗费巨大的人力

物力。”

跨界并购“虚火”难熄

作为促进实体经济转型升级、上市公司做大做强的重要方式之一,并购重组成为越来越多上市公司的发展战略选择。为了培育新的增长曲线,部分企业会选择布局新兴产业进行跨界整合。

11月22日,江泉实业发布公告称,公司与西安道恒同创企业管理咨询有限公司、李兴民、陕西众鑫同创数字技术合伙企业(有限合伙)、陕西博德恒业能源技术合伙企业(有限合伙)、西安梵迪财务咨询有限公司及绿能慧充数字技术有限公司(以下简称“绿能慧充”)签署框架协议,拟以现金方式收购交易对方合计持有的绿能慧充100%的股权。江泉实业主营业务包括热业务和铁路专用线运输业务。收购标的绿能慧充是集充电、储能产品的研发、生产和销售,充电站投资、建设与运营,充电平台和大数据管理于一体的新能源生态服务商。

这并非江泉实业首次宣布跨界整合。今年1月份,江泉实业连发多个公告宣布拟向北海景安、北海景曜和北海景众定向增发1.535亿股,募集资金约3.82亿元,其中,3.3亿元募资将用于收购北京芯火。通过这一收购,公司将跨界切入金融支付领域。不过,江泉实业的这次跨界并购进行得不顺利。由于定增事项历时较长,且后续完成时间存在较大不确定性等诸多因素,公司此次定增购买资产的计划最终宣告失败。

事实上,热衷跨界并购的上市公司不在少数。除新能源行业外,医美、白酒行业也成为A股跨界并购案例多发的领域。

2020年9月份,*ST园城公告称,拟收购贵州茅台镇圣窖酒业股份有限公司100%股权。根据收购协议,*ST园城拟通过发行股份购买资产的方式购买圣窖酒业不低于60%的股权,同时拟通过支付现金的方式购买剩余股权。不过收购一事宣布两个月后,*ST园城即表示,由于交易双方进行了多轮谈判,仍无法就标的估值达成一致,故决定终止该重大资产重组事项。

同年,主业从事石油钻采自动化业务的*ST宝德也宣布跨界“饮酒”。2020年12月份,*ST宝德发布公告称,公司与南京、上海、济南与合肥的重大资产重组相关事项,拟以支付现金方式购买名品世家酒业连锁股份有限公司控股权。今年11月

份,公司突然宣布拟终止上述重组。理由是因市场环境变化,现阶段继续推进本次重组存在较大不确定性风险,双方协商拟终止此次重大资产重组事项。

记者梳理发现,这已经是近两个月来“夭折”的第三例跨界“饮酒”案例。此前,以跨境电商业务为主要收入来源的吉宏股份宣布决定终止收购贵州钧台贡酒业股权;而以食用菌为主营业务的众兴菌业也发布公告称,将终止收购贵州圣窖酒业股权。

上市公司缘何热衷“饮酒”?有不具名A股上市公司高管在接受《证券日报》记者采访时表示:“由于市场资金大多认为酒作为‘奢侈品’会一直上涨,因此金融资本青睐于投资酒业。”

对于上市公司热衷跨界并购,王亦坤认为,很多企业所在的行业到达成熟阶段后,行业发展红利消失,主营业务增长乏力。企业在有限的存量市场下拼杀,不是共同成长,而是此消彼长。在行业红利消失,竞争异常激烈的情况下,单靠运营已经无力推动主营业务增长,大家纷纷在战略层面展开角逐,实施产品迭代、多元创业或多元并购。

IPG中国首席经济学家柏文喜在接受《证券日报》记者采访时表示,跨界重组需要在投资多元化与经营专业化之间找到平衡,并力争与原有业务形成一定的协同效应,才能提升跨界重组的成功率。

“对于上市公司并购重组,投资者应注意辨别其真实性,着重分析其中可能隐含的风险。不排除一些并购重组其实只是一种操纵股价的手段。”柏文喜补充道。

专家支招提升重组成功率

据《证券日报》记者整理,今年以来,已完成资产重组的上市公司有46家,低于85家。由此,如何提高重组成功率,也成为上市公司高管需要面对的一道难题。

在王亦坤看来,闻道有先后,术业有专攻,生命有周期,上市公司并购重组、跨界布局,应尽量避免自己再创业。“上市公司跨界并购可以把已有的资源、流量、资金战略入股到有相应基因的公司或项目,成人之美,享人之美。”

柏文喜对《证券日报》记者表示,近年涉及并购重组相关法律法规的相应修改,体现了政府及相关监管部门鼓励重组,以盘活与提高资源利用效率,解决部分企业发展困境。上市公司充分利用资本市场规则与多样化的资本手段,利用好

并购重组这一工具,可以推动自身的发展与业绩提升。

新热点财富创始人李鹏岩认为,并购重组对于任何一家公司而言,都是一个复杂又慎重的交易过程,如果前期准备工作不足,如可行性研究进行得不充分,对市场环境变化判断失误,偏离公司战略盲目进行扩张,或对法律障碍考虑不足,对方案设计的不周密,计划的不详细,都可能使重组过程中遇到问题,导致失败。

谈到如何提高重组的成功率时,李鹏岩建议,上市公司首先要从重组的出发点去考虑,即要想清楚为什么要重组?重组后给公司的经营发展战略?重组后给公司会带来什么贡献?不能盲目地追赶热点仓促决策;其次,上市公司要对标的资产与原有资产能不能有效整合、对标的资产未来能不能进行有效控制、重组有没有实质性的障碍等问题也要进行理性判断;最后,上市公司还要做好充分的前期工作,如对重组风险从财务、法律、政策、信用等多个维度进行评估,精心设计重组计划,对资产估值、交易价格、交割细节、业绩保障等关键问题都要事先做好谈判准备。

“并不是重组计划顺利完成就算成功了。”李鹏岩认为,评判一个重组成功与否,关键要看重组有没有给企业带来效益的增长?有没有给企业带来持续经营能力的提升?有没有给企业带来核心竞争力的增强?因此,重组后如何整合资源和人员,理顺管理,形成新的合力,助力企业实现更好的发展才是最要命的。

“我认为并购重组是一把‘双刃剑’,我们公司过去也做过重组,但最终因为标的业绩大幅下滑,最终还是考虑剥离出去了。当然最开始企业做并购时肯定都是希望能借道并购重组,帮助企业做大做强。”江苏某上市公司工作人员告诉记者。

随着多层次资本市场的不断完善,一些原本希望借并购重组得以发展的标的公司,最终选择了冲刺上市。某机械行业上市公司相关负责人在接受《证券日报》记者采访时透露,公司此前也曾筹划过重大资产重组,“前后好几个月的时间,组织相关各方积极推进重组工作,公司也专门聘请独立财务顾问、律师事务所、审计机构和评估机构等中介机构对标的公司开展尽职调查、审计、评估等工作,但最后机缘巧合,赶上上交所设立,标的公司各方面盈利能力等都还不错,最后选择了自己去冲刺,希望能在上交所上市。”

铁矿石价格回暖 只是超跌修复?

业内人士料涨价风潮难再现

■本报记者 肖伟

铁矿石再度表现出自身价格弹性强的特征。继11月23日下午铁矿石主力合约收涨7.81%之后,当日夜盘,又上涨1.97%,报收于594元/吨;截至11月24日收盘,铁矿石主力合约再次上涨5.84%,报收于616.5元/吨,自11月19日最低点509.5元/吨已上涨107元,短短4个交易日内累计涨幅达21%。

以铁矿石为代表的黑色系大宗商品是否又将迎来一轮暴涨?业内人士对记者表示,铁矿石价格回暖主要因为市场超跌修复,海运价格反弹,总体呈现供求两弱的格局,明年行情可能偏弱震荡,类似今年上半年的涨价风潮恐难再现。

超跌修复难有暴涨行情

一位期货公司资深分析师向记者表示:“当前的期货走强主要因为市场超跌修复,近日铁矿石下跌约有40%,期货合约价格明显低于现货价格。市场杀跌的恐慌情绪有所缓解,逐步开启超跌修复行情。随着主力合约换月完毕,期货价格修复到位,预计铁矿石后市将偏弱震荡,投资者不宜对铁矿石期货价格修复行情抱有过于乐观的情绪。”

华泰期货近日发表的研究报告持有相似观点:铁矿石下游回暖预期升温,铁矿短期或宽幅震荡;从供给端来看,本周澳巴发运转增,到港量也出现回升,供给端延续宽松状态,铁矿港口库存已连续8周累库;从需求端来看,上周高炉开工率小幅回落,铁水产量维持低位。

值得一提的是,作为需求端的粗钢生产进入产能压缩环节,总产量持续走低,显然难以支撑铁矿石再度大涨行情。国家统计局最新数据显示,10月国内粗钢产量降至7158.4万吨,同比下降23.3%,创下2018年3月份以来粗钢月产量新低和增速新低。今年4月以来,国内粗钢月产量同比增速出现“七连降”。特别是进入下半年以来,各地限产力度加大。多家机构测算,若11月份、12月份保持10月份粗钢产量水平,全年粗钢产量约为10.2亿吨,将超额完成今年的粗钢压减任务。据中金公司测算,10月份房地产新开工面积、施工面积分别同比下降33%、27%,而钢材表面消费量同比下降约25%,钢材需求弱势程度可见一斑。

运费反弹后市震荡下行

除了市场超跌修复外,近期干散货海运运价反弹,对铁矿石价格也有一定助推作用。今年10月份,波罗的海干散货运价指数曾大幅下跌。进入11月份后,该运价指数一度出现上涨。11月22日,航运界报11月19日该运价指数环比上涨4%至2552点,海岬型船指数环比上涨10.7%至3610点。

湖南远峰国际货运代理有限公司负责人陈远峰向记者介绍:“今年10月份,运费价格跌得很厉害,短短半个月跌了23%左右,主要是海外船只集中到港卸货完毕,短期内运力陡然大增,急需各路货源填补。11月中旬,干散货海运价格有明显反弹,主要是因为国内码头对远洋轮船有防疫措施要求,导致到港船舶排队时间延长。由于卸船后船期不确定因素增加,船主锁舱提价积极性有所上升。当前的运价反弹主要是这一因素导致。”

他对明年运费走势进行了预测:“就我们掌握的情况来看,当前码头的铁矿石累库情况明显,很难说下一班船期集中到来后,运价是否还有反弹的空间。随着疫情消退,防疫措施到位,船队往返速度将有明显加快,干散货运价会出现下降通道里的反复震荡行情。往年四季度是海运物流旺季,国内贸易商要提前补充来年用料,运费价格上涨也是情理之中,但是今年运费前期涨幅过大,往后以震荡回落为主。”

不仅海运物流从业人员看淡后市价格,下游资源回收企业也持有谨慎态度。今年8月份,记者曾走访湖南长沙河西蓝天资源回收店,看到店主江化龙和员工一起通宵加班分拣废钢铁,抢抓铁矿石涨价时间窗口。11月23日,记者再度走访湖南长沙河西蓝天资源回收店,却看到店内只有稀稀拉拉几个人在分拣废品,店内不见废钢铁的库存,江化龙坐在店内和同行们喝茶聊天,显得十分悠闲,和8月份热火朝天工作的状态判若两人。

江化龙向记者介绍:“8月份,铁矿石、螺纹钢价格都在高位上,钢厂时不时打电话给我们,催我们赶紧发货,甚至主动提出先款后货。哪里想得到,仅仅2个月后行情突变,螺纹钢、铁矿石价格下跌幅度都很大,钢厂收货态度也不积极了,还想把以前的订单退掉并收回订金。我们很多同行都不敢大量收废钢铁,生怕收进来以后卖不掉。四季度是我们年底收账时间,既然行情欠佳,我们就只能少做多看了。”对于废钢铁的后市价格,江化龙态度十分谨慎:“废钢铁是铁矿石的替代品,下游产品主要是建筑用钢。现在房地产开发速度慢下来,钢厂对废钢铁的需求上不去,估计明年很难有大涨行情,最多不过是反弹行情罢了。”

第三轮土拍现三个“调整”

■王丽新

11月24日,苏州启动第三轮土地拍卖,8宗地块全部出让,仅2宗溢价成交,总成交价120.64亿元。

截至目前,据《证券日报》记者不完全统计,北京、杭州、上海、深圳等15个城市公布第三轮土地拍卖信息。其中,无锡已完成第三轮土拍,无流拍,总体溢价率为0.05%,平稳收官。整体而言,与第二轮集中供地相比,第三轮集中供地已经从出让细则、供应规模、供应结构三个维度进行了调整。

第一,降低保证金比例,延长土地款支付周期。比如,成都、无锡、济

南、苏州等城市均下调了保证金比例。苏州将保证金比例从第二轮集中出让的30%-50%全部下调至30%,并将土地出让金首付比例由之前的60%降至50%。广州部分地块取消了一个月内一次性付清全款的要求,允许最长六个月内付清。南京、杭州在第三批集中供地规则中明确放宽房企拿地资质,由一级或二级降至三级。深圳在配建要求方面进行调整,将第二批集中供地规则中的“全年期自持的租赁住房”的配建要求调整为“可售公共住房”。

无论是放宽参与土拍房企的资质、调整保证金缴纳比例,还是延长土地款支付周期,聚焦要点都是进一

步降低开发商资金占用成本,缓解房企现金流压力,提升拿地积极性,从源头保持房地产投资稳健。

第二,加大土地出让规模。从历史数据来看,鉴于每年“金九银十”房企回款较高,接下来的两个月一般是土地成交高峰。一是由于各地为了完成年度任务,四季度一般会加大土地供应;二是房企年末在销售端“备粮”丰沛,拿地积极性。地地决定利润以及销售速度,亦是当下房企的投资逻辑。

从目前发布的第三轮集中供地信息来看,多数城市加大了土地供应规模,且扩容供应力度较大。如深圳、苏州、南京、上海、济南与合肥的第三轮集中供地规划建筑面积,与第二轮相比实现100%以上的增长。苏

州的土地供应增长更是高达184.2%。或许,前两轮土地出让过程中,流拍地块及中止拍卖地块相对往年较多,导致最后一轮供应力度加大,预计后续多个城市会大概率提升第三轮集中供地力度。

第三,释放更多优质地块。土地红利时代下,一个城市的核心区优质地块通常都是地王和高价地的“胚子”,更是开发商争相举牌的标的。地地决定利润以及销售速度,亦是当下房企的投资逻辑。

从目前公布的第三轮集中供地信息来看,成都、合肥、苏州、深圳与杭州等城市核心区的供应规模均有明显增加。以杭州为例,最受房企追

捧的拱墅区桥西拱宸桥单元GS0609-12地块,申请勾地的房企达到10家。另有浙江本地房企在第三批集中供地中合计报名10宗土地。

业内人士算过一笔账,即便有些土地按照最高溢价率上限成交,净利润率仍旧有约10%的空间。显然,相比第一次集中拍地,某房企拿地后高呼只有2%净利润率而言,预留了房企盈利空间,自然提高其拿地积极性。

种种迹象显示,与前两次集中拍地不同的是,第三轮土地集中供应进行了细致的调整,适度放松拿地门槛,预计将降低流拍率。但细微变化背后,控制溢价率,防止土地金融化、杜绝炒高地价的主旋律仍未动摇。