

清科观察：经济转型期迎并购重组黄金档 解密并购下的投资机会

2013年3月11日 清科研究中心 朱毅捷

中国经济目前已进入了改革开放以来最关键的转型期，未来一段时间经济转型的完成效率，可能将决定中国经济长期的走向。2013年的中央经济会议明确了政府以短期稳增长为主，同时兼顾长期调结构的经济政策。其中六大经济议题中，有三点对产业的影响尤其巨大：分别是夯实农业基础、加快调整产业结构和推进城镇化。这些政策不仅是短期的施政重点，更是促进经济转型的核心方针，具有长期的一致性。在这些政策的影响下，相关行业必然将引发翻天覆地的变化，行业内的整合活动也将大幅加剧。为了帮助投资者在变革中抢占先机，清科研究中心特此推出《2013年中国经济转型期并购策略专题研究报告》，希望通过对相关行业的梳理，理清其发展与整合的方向，总结出并购背后的相关投资策略。其中，以下五种策略是投资者分享企业并购重组过程中所创造价值的重要途径：

1、并购交易过程中的债务和夹层融资

投资者通过借贷的手段将钱借给有大量融资需求的并购方，具体债务条款的选择视投资人的风险偏好和策略而定：若想获得较高的固定收益，则应选取普通债权，甚至是不具备优先性的次级债务；若想分享并购方的业绩增长，则可加入转换权等条款将之做成夹层融资（由于中国公司法的相关规定，本报告暂不考虑优先股结构），其中所转换的目标股权可以为母公司层面的（即并购方公司），也可为子公司层面的（即被并购公司），最终选择视投资者对项目的具体判断而定。

债务的回报特点是获得固定收益，与其他债权相比，并购债的安全度较高。而夹层投资的回报特点是：一、具有低于普通债权水平的固定收益；二、收益随着借贷方业绩变化仍具有向上的空间，而当借贷方为并购公司时，其业绩的波动潜力将提升“转股权”的实际价值。普通借贷和夹层债务的“债属性”较重，因此相对于股权投资者重“基本面”的特性，其更偏重于财务上的安全性，借款方主营业务的稳定和现金流的健康最重要，行业层面并未太大限制。

2、投资有较大被收购潜能的企业

投资人以股权投资的形式进入目标企业，至于参股或控股的选择，将视“投资方策略”、“项目情况”、“资金充裕度”等多方面决定。此类投资的动机主要在于两点：一、有较大被收购可能的企业，其自身资产具有一定的稀缺性，这也是其价值所在；二、股权投资的整体回报主要受制于项目退出率和退出项目的平均回报水平，在后者保持不变的情况下，提高退出率显然能提高整体的回报水平，而被收购潜能大自然意味着项目退出的几率大。

从本质来看，此策略是对“稀缺资源”的投资。对于很多潜在的并购方而言，地方渠道、准入牌照、客户、品牌、技术等方面都是其希望拥有的资源，而该类资源的稀缺性将直接表现为并购方的“渴望”程度。

事实上，以上提到的各因素大多都不会在财务报表中直接展现出来，近似于“表外资产”，以致被很多人所忽略。但是，恰恰是这些“表外因素”决定了并购方的溢价水平。因此，此类投资实际上是一个价值挖掘的过程，重点就在于对“稀缺性”的把握，而发现他人没有关注到的“稀缺性”，则是决定回报水平的关键。

按照以上逻辑，再与前文中的行业论述加以对照，很明显铁矿对于钢铁企业、林场对于造纸行业、渠道对于消费品厂商等都具有很强的吸引力，因此这些领域都在此策略的应用范围之内。然而“众所周知”从来都是高回报的天敌，因此投资者若想获得更高的回报，需按照以上逻辑对行业和企业进行更加细致的挖掘。

3、投资有极强整合能力的外延式扩张企业

在行业加速整合的情况下，受益最大的无疑是外延式扩张企业。此外，在价值投资领域，除了净资产，价值大多来自企业的核心竞争力。而“整合能力”恰恰就是外延式扩张企业最为核心的竞争力。“行业整合”的外因，加之“整合能力强”的内因，两相结合必然能创造不菲的回报。该类投资具有持有周期长、回报潜力大、易受外部因素影响的特点，同时杠杆的使用对此类企业而言至关重要，高杠杆易产生高回报和高风险，反之亦然。因此企业自身的回报和风险呈显著的正相关关系，作为股东的投资者也同样继承了这个特点。

首先要发掘的是外延式扩张企业中的并购高手，投资人通常能从经常进行并购的企业中找到目标，而杠杆使用、交易溢价率、整合情况、增长速率等因素通常是反映企业并购能力的重要方面；然后需对该类企业的所在行业进行分析，若该行业将进入整合期，或具有极大的整合潜力，则该行业具有此策略的投资价值；此外，如常规的二级市场投资一般，发掘企业类似于“选股”，判断行业类似于“择时”，两者并不具备绝对的重要性或时序性差别，就如有些人重选股，有些人重择时一样，投资者可根据自身优势和策略对此思路进行调整。

4、依托巨头企业进行联合并购

简单而言，这种联合并购的本质在于企业方需要投资方的资金、外部资源和财务顾问能力，而资金方需要企业的行业资源和整合能力。这种强强联手不仅降低了各方的资金需求，更是能以优势互补的策略提高并购的成功率。当投资者不具备强大的并购整合能力之时，这是其掘金并购市场较为可行的策略。

由于联合并购中，通常企业方会占据控股地位，并主导被并购方交割后的一系列整合和运营，因此最后该并购的成功与否几乎受企业方表现所决定，投资者的回报同样如此。另外，由于被并购企业股权结构单一，投资者在寻求退出时也难以找到外部买家，这令其缺乏议价能力，且为投资者带来额外的交易风险。

此策略的成功执行，两个因素必不可少：一、良好的被并购标的；二、主并购方具有一定的行业地

位，且整合能力优秀。该策略的操作，通常要求投资者至少从以上两个因素中的一点加以入手。投资者要么主动寻找良好的被并购标的，然后找该行业的实力企业进行合作，要么与大量优质企业长期保持良好的合作关系。

5、低效企业收购后整合

此策略为国际并购基金的常用策略，除了对投资者的整合能力要求高和持有周期长的特点，其回报潜能和相关风险都比较高。该策略的价值产生机制主要在于：一、企业低效变高效后价值的提升；二、分拆后的业务模块更容易寻找到合适的买家，每部分的利润最大化令出售总价高于整体出售。其中，最为核心的要素无疑是前者。

该策略的核心之处在于对低效企业的整改，思路上清晰明了，但是执行起来却困难重重，最终成功与否主要依赖于投资人的对企业的整合和经营能力。对此，清科研究中心提出三点相关建议：

一、投资者需结合自身优势量力而行。由于该策略大量涉及标的企业的整改与管理，投资人需具有大量的相关经验。相比非控股型投资而言，此策略更需投资人做到对行业的“不精不投”。

二、关注行业关键优势。每个行业都存在关键优势，如多晶硅生产的成本优势、造纸钢铁的原材料优势、消费和农业的渠道优势、种植业的土地优势等等，这些优势往往是企业成就行业领先的核心要素。若投资者发现某企业具备相关优势，却仍然是二流甚至三流企业，那么该企业提升的空间就极大。

三、关注企业核心劣势。如木桶理论所言，一个企业的短板决定了它的成就。不管是员工过度繁冗，还是成本居高不下，每一个低效的问题企业都拥有“致病”的主因，解决了最致命的毒瘤，企业必然大有起色。若投资团队对特定问题的解决拥有丰富的经验，那么专注于此类企业进行并购整合同样是正确的方向。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_15659

