

并购重组 投资策略

MERGERS AND ACQUISITIONS INVESTMENT STRATEGY

孙金钜◎著

从证券分析师角度看并购重组，
探讨主题投资方法、归纳总结并购重组投资机会，
对二级市场投资以及上市公司市值管理等大有裨益。



 经济日报出版社

从公司角度，相对于内部积累式的成长，并购重组越来越成为上市公司实现迅速规模扩张的重要战略选择；从股票角度，并购重组所涵盖的范畴很广，从国企改革、资产注入、整体上市到ST一族的卖壳，只要涉及资产的重大变化，都可以归为并购重组范畴，所以并购重组带给二级市场的投资机会，远超其它任何主题。本书从证券分析师的角度出发来看并购重组，作为联接上市公司和资本市场的桥梁纽带，既有别于学术研究，也有别于投资银行会计法律等中介机构，视角具有新颖性。其针对主题投资方法的探讨、并购重组投资机会的归纳总结对二级市场投资以及上市公司市值管理等都大有裨益。

上架建议：畅销·经济类

ISBN 978-7-80257-913-2



9 787802 579132 >

定价：38.00元

并购重组投资策略

孙金钜◎著



经济日报出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

并购重组投资策略 / 孙金钜著. — 北京: 经济日报出版社, 2016. 1

ISBN 978 - 7 - 80257 - 913 - 2

I. ①并… II. ①孙… III. ①上市公司 - 企业兼并 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 314351 号

并购重组投资策略

作 者	孙金钜
责任编辑	晏杰然
出版发行	经济日报出版社
社 址	北京市西城区右安门内大街 65 号
邮政编码	100054
电 话	编辑部 63584556 发行部 63516959
网 址	www. edpbook. com. cn
E - mail	jjrb58@ sina. com
经 销	全国新华书店
印 刷	北京鑫瑞兴印刷有限公司
开 本	710 × 1000 mm 16 开
印 张	15. 5
字 数	243 千字
版 次	2016 年 1 月第一版
印 次	2016 年 1 月第一次印刷
书 号	ISBN 978 - 7 - 80257 - 913 - 2
定 价	38.00 元

序一

无论何时，并购重组都是资本市场永恒的主题。自1993年“宝延风波”打响了A股市场并购重组第一枪，20多年来并购重组已成为国内证券市场发展的一条核心主线。作为更高层次优化资源配置的手段，通过并购重组，可以实现场外资产和场内资产的有效对接和价值互换，将资本导向更具发展潜力的新兴产业，有助于产业结构和经济结构转型。

而本书旨在将并购重组晦涩而专业的理论与通俗易懂的真实案例相结合。一方面从主题投资入手，重点探讨了并购重组在二级市场上的投资策略。而任何投资机会的产生都离不开对资产定价这一金融理论核心问题的探讨，并购重组亦是如此。资产定价是人们内心世界的反映，想用一个数学模型就去计算未必太过简单；符号世界可以刻画客观世界，但是却不能刻画出人们的内心世界。并购重组是人与人之间的博弈较量，并购中交易环节的完成不是结束而是并购的开始。在20多年的证券研究实践中，我认为做好卖方证券研究需要首先能够正确区别存在、认知和符号三个概念，并能够运用这三个概念来寻找证券投资机会。而并购重组无疑将客观世界、内心世界和符号世界的相互影响演绎到了极致。上市公司根据企业发展目标确定拟收购目标（存在），搜集信息了解目标企业初步意向（认知），签订意向协议（符号）。而在实施阶段，上市公司委托中介机构对目标公司进行尽职调查（存在），通过市场调查和对报表解读形成对目标公司的看法（认知）、形成评估报告和收购价格（符号），存在、认知和符号三个概念贯穿于并购准备、实施和整合的各个阶段。另一方面，大量一手的真实案例也是本书浓墨重彩的部分。通过分众传媒借壳回归A股、中国生物通过毒丸计划反击上海莱士、大有能源和焦作万方的定增机构出逃方案等一系列真实而生动的案例，带领读者身

临其境般感受并购重组主题的魅力之处。

通过孙金钜所著的《并购重组投资策略》一书，可以帮助我们在并购重组领域“守正”研究体系，并在此基础上“出奇”寻找与众不同的研究逻辑、信息和投资机会。《易经》有三易：一是变易，二是不易，三是简易。变易是事物的现象，不易是对事物的认知，简易是对事物的刻画。变易之中有不易，不易之中有简易。三易也对应了上述存在、认知和符号三个概念。预祝本书能帮助投资者在寻找并购重组简易之道的过程中贴砖加瓦，贡献力量。

国泰君安证券研究所所长

黄燕铭

序二

并购重组是企业做大做强的必经之路，也是资本市场的一项重要功能。从并购重组的角度进行股票研究非常有趣，其对研究员提出了“非一般”的要求：不但要对宏观经济转型方向以及公司的基本面有深入了解，更要能够把握差异化的商业模式以及分析企业家的内心想法。

中国经济步入新常态，产业结构调整的过程是缓慢的、痛苦的。传统产业面临产能过剩，却仍承担大量社会责任，使得出清缓慢。新兴产业早期需要较大资本投入，传统的评价指标如盈利能力、现金流难以较快有所表现。在此背景下，从传统产业到新兴产业的转型面临较大阻力。资本市场在经济转型过程中具有着重要的推动作用。由于中国上市制度的限制，A股市场新兴产业的投资标的具有稀缺性，从而使得其估值相对海外市场更高。大量传统行业的上市公司面临主业增长乏力等困局，使得估值降低，市值缩减。这两方面的因素共同推动了上市公司通过并购重组的方式涉足、乃至转型新兴产业。从这个角度来看，并购重组的红利是资本市场的红利，也是中国经济结构转型带来的红利。

再回到企业内部，并购重组实际上也是对公司商业模式的重构。通过并购重组的方式，改变原有利益相关者之间的交易结构即商业模式（包括定位、业务系统、盈利模式、关键资源能力、现金流结构等），而商业模式的改变导致企业价值随着发生变化。创造或者重构商业模式的办法很多，对于一个已经在行业内有一定地位的上市公司来言，如何去应对竞争中碰到的差异化商业模式这个难题，并购重组无疑是实现商业模式重构的不二法门。

但并购重组相关投资机会的挖掘却并不容易。这不像传统的公司基本面分析，已经具备了一套相对成熟、普适的研究方法和体系。因为并购重组的

不确定性较大，几乎每一个案例都有其独特之处。前瞻性地预见并购重组投资机会要求分析师基于行业未来发展趋势、公司经营情况和商业模式进行分析；此外，公司经营者的理念、企业的运作效率、执行能力也对于转型的节奏具有重大影响。产业资本、风险投资、私募股权投资机构的动向亦在一定程度上影响了公司转型的步伐。因此，对于并购重组的研究是多角度的，其需要超越传统证券研究体系的新思路。孙金钜带领的国泰君安中小盘研究团队近年来通过不断总结并购重组的选股方法，挖掘了大量优质股票。在为投资者带来收益的同时，也形成了一套自有研究体系。本书结合了作者丰富的实践经验与理论基础，读来颇有收获。

希望以孙金钜为代表的优秀证券分析师们，继续以他们的专业能力，为投资者贡献更多的研究成果，共享中国经济转型和企业商业模式重构带来的红利。

北京大学汇丰商学院副院长

魏 炜

目 录

1. 主题投资方法探讨	1
1.1. 主题投资定义	1
1.1.1. 从有效市场理论出发定义主题投资	1
1.1.2. 主题投资三要素	3
1.1.3. 主题投资和中小盘风格轮动、行业配置、事件研究	6
1.2. 主题投资的分类和周期	7
1.2.1. 体系性主题	7
1.2.2. 事件性主题	9
1.2.3. 主题投资周期	15
1.3. 主题投资策略的实践	17
1.3.1. 明确主题来源	17
1.3.2. 把握驱动主题的关键变量	19
1.3.3. 主题的时间和空间判断	20
1.3.4. 构建主题组合	29
2. 并购重组主题与价值创造之旅	31
2.1. 并购的价值创造过程	31
2.1.1. 协同效应 VS 溢价成本	32
2.1.2. 协同效应在宏观层面的体现:稳增长、调结构的重要手段	36
2.1.3. 协同效应在企业层面的体现:并购创造价值	44
2.1.4. 并购的投资机会挖掘	50

2.2. 按图索骥:寻找具备并购基因的公司	51
2.2.1. 行业属性决定并购需求	51
2.2.2. 协同效应影响并购动力	54
2.2.3. 财务信息分析公司需求	55
2.2.4. 舆情透露并购动向	63
2.3. 壳公司:什么样的公司容易被并购	66
2.3.1. 注册制前的疯狂	67
2.3.2. 壳公司标准	77
2.4. 标的定价:给你多少才合理	84
2.4.1. 评估方法的选择:收益法使用比例大幅提升	85
2.4.2. 并购重组增值率:不同行业间差距明显	88
2.4.3. 行业增速、资源稀缺性是影响估值的重要变量	94
3. “新常态”和并购潮	102
3.1. 经济新常态,并购潮再起	102
3.1.1. 中国并购重组市场呈加速发展趋势	102
3.1.2. 经济亟需转型是推动并购重组的主要内在动力	105
3.1.3. 并购重组与资本市场繁荣具有正反馈性	109
3.2. 政策制度护航并购重组市场	113
3.2.1. 多项政策推动市场化并购重组	113
3.2.2. 并购重组的审批速度加快	122
3.2.3. 并购市场融资手段不断丰富	125
3.2.4. 创业板再融资放开鼓励企业并购重组	126
3.3. 借鉴美国经验,寻求并购共性	131
3.3.1. 美国并购史值得借鉴	132
3.3.2. 发现国别间共性	133
4. 并购重组投资机会漫谈	142
4.1. 监管“模糊承诺”带来的投资机会	142
4.1.1. “4号指引”剑指上市公司模糊承诺	142

4.1.2. 监管问责提升控股股东资产运作预期	148
4.2. 掘金并购终止的二次上车机会	150
4.2.1. 并购逐年增加,成败各异	151
4.2.2. 并购终止投资机会的挖掘	154
4.3. 举牌:门口的野蛮人	160
4.3.1. “股东积极主义”投资风潮渐起	160
4.3.2. 市场大幅下挫,上市公司增持和产业资本举牌同台亮相	162
4.3.3. 四类公司容易被举牌	165
4.4. 定增助力市场化并购重组	169
4.4.1. 2014 年以来并购重组创新加速	170
4.4.2. 多因素影响定增收益率	174
4.4.3. 定增中的三大投资机会	181
4.5. 国企改革酝酿并购重组大潮	184
4.5.1. 并购重组将成为国企改革重要的资本运作工具	185
4.5.2. 并购规模等因素与二级市场表现相关性较强	189
4.5.3. 试点央企和地方国企两维度布局	193
4.6. 海外并购的投资机会	195
4.6.1. 海外并购交易活跃	196
4.6.2. 海外并购展现新特点	201
4.6.3. 从企业、行业和区域看海外投资机会	204
4.7. 新三板成并购重组新战场	209
4.7.1. 新三板并购重组潮开启	210
4.7.2. 五因素推热新三板并购重组市场	217
4.8. 并购重组和行业反垄断	224
4.8.1. 并购重组的两面性	225
4.8.2. 汽车等行业反垄断加码	226
5. 结尾语	233
致 谢	236

1. 主题投资方法探讨

1.1. 主题投资定义

● 本章导读

(1) 主题投资同成长投资、价值投资、逆向投资等一样，也是股票市场的主要投资策略之一。主题投资建立在有效市场理论之上，它以对某一事件发展趋势核心逻辑（信息）的判断把握，通过寻找超预期或制造预期，来挖掘具有共同属性特征股票的投资机会。从 DDM 模型看，任何一个 DDM 的指标变动都可以形成主题投资，包括分子端现金流的大小改变和分母端现金流的不确定性（风险）评价改变。从过程来看，主题形成和股票价格形成一样，是人们预期交换的结果。只是主题投资的短时噪声信号更多，羊群效应表现更为明显。(2) 好的投资主题要满足以下三要素：前瞻性、灵活度和影响力。前瞻性涉及主题的超预期策划，灵活度涉及主题的时间和跨度，影响力要求有龙头股和足够大的想象空间。(3) 主题投资和中小盘风格轮动：存在明显的正相关性，因为高风险特征的股票主要表现为成长股，形式上会借助主题投资。主题投资和行业配置：由于主题投资和行业配置同属中观层面，主题投资和行业配置会有交叉重叠。但相比行业配置，主题投资以定性的逻辑推理为主，定量跟踪较难。主题投资和金融工程：事件研究是对过往数据的回测，而事件主题研究重在对未来预期的把握。

1.1.1. 从有效市场理论出发定义主题投资

有效市场理论是现代金融学理论的立身之本，是预期学说在资产定价中

的应用。它有几个假设前提：包括市场信息是被充分披露的、信息成本为零、完全理性假设等。也就是说，只要市场认识到的信息，都已经完全体现在股票价格之中。如果一种投资策略要跑赢市场，它必须要走到市场没有反映的预期前面。

主题投资是以对某一事件发展趋势核心逻辑（信息）的判断把握，通过寻找超预期或制造预期，来挖掘具有共同属性特征股票的投资机会。这里给的定义有三层含义：第一，主题投资的重点是梳理事件发展逻辑，把握驱动主题的关键变量（亦可以是信息上的优势）。第二，主题投资建立在有效市场理论之上，包括寻找与众不同和与前不同（超预期）的投资机会。第三，主题投资最终落实到投资标的的选择。

从 DDM 模型^①看，任何一个 DDM 的指标变动都可以形成主题投资。包括分子端现金流的大小改变和分母端现金流的不确定性（风险）评价改变。回顾 2014 年和 2015 年的主题投资行情，主题板块上涨主要由 DDM 分母端投资者风险溢价快速下降所致，而决定风险溢价下降的是投资者风险偏好的快速上升。风险偏好是投资者承担风险的意愿，反映了投资者对未来风险收益比率的预期。同时，风险偏好是整个 DDM 模型里波动比较剧烈的一个变量，具有不稳定性，也是主题投资往往有爆发性的主要原因。在主题起来的时候，投资者往往会忽视下跌风险而高估向上的收益，导致风险偏好上升，整个市场风险偏好又会推高价格。这种相互加强的过程会在某一事件出现时被突然打断，投资者对风险重新评估后风险偏好迅速下降，主题开始自我加强式的下跌过程。以上描述了风险偏好主导的主题形成和消退过程。事实上对一般投资者来讲，他们持有的股票数量不多，所以出售时的决策相对简单。但当面临购买决策时，由于信息处理能力有限，投资者面对的是上千只股票，会面临选择困境。这样，吸引注意力的事件（如主题事件、涨停板等）就可以帮助个人投资者缩小搜寻范围。从狭义的市场微观结构看，主题的形成和消退是一种市场价格发现过程，它和股票价格形成一样，是人们预期交换的结

^① DDM 模型（Dividend Discount Model）即股利贴现模型，它是计算公司价值的一种方法，是资产定价理论的基础。变形后的公式可参见图 1.2

果。只是主题投资的短时噪声信号更多，羊群效应的表现更为明显。

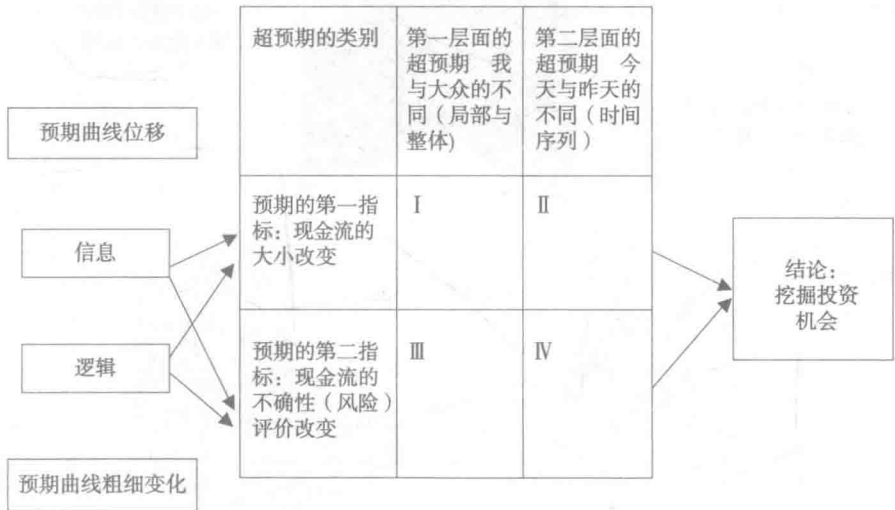


图 1.1: 主题投资和个股推荐一样, 关键是寻找超预期

数据来源: 国泰君安证券研究所黄燕铭培训资料

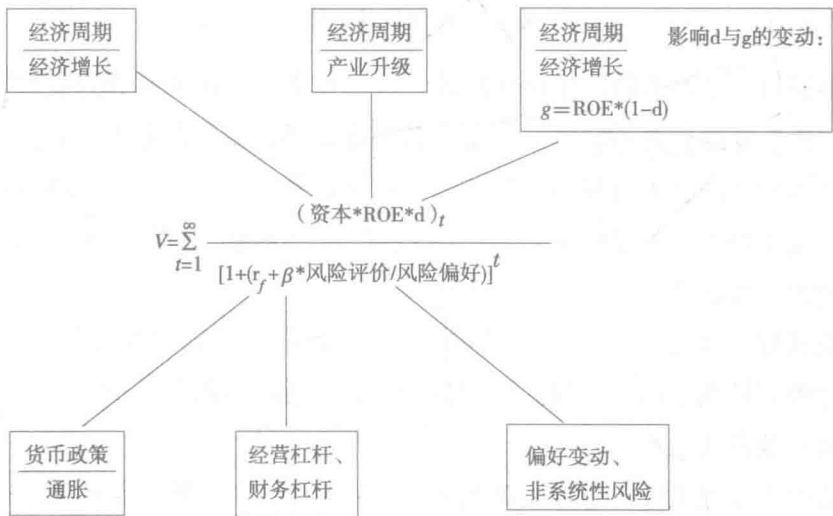


图 1.2: 2014 年和 2015 年主题上涨是投资者风险偏好上升所致

数据来源: 国泰君安证券研究所黄燕铭培训资料

1.1.2. 主题投资三要素

好的投资主题要满足以下三要素: 前瞻性、灵活度和影响力。

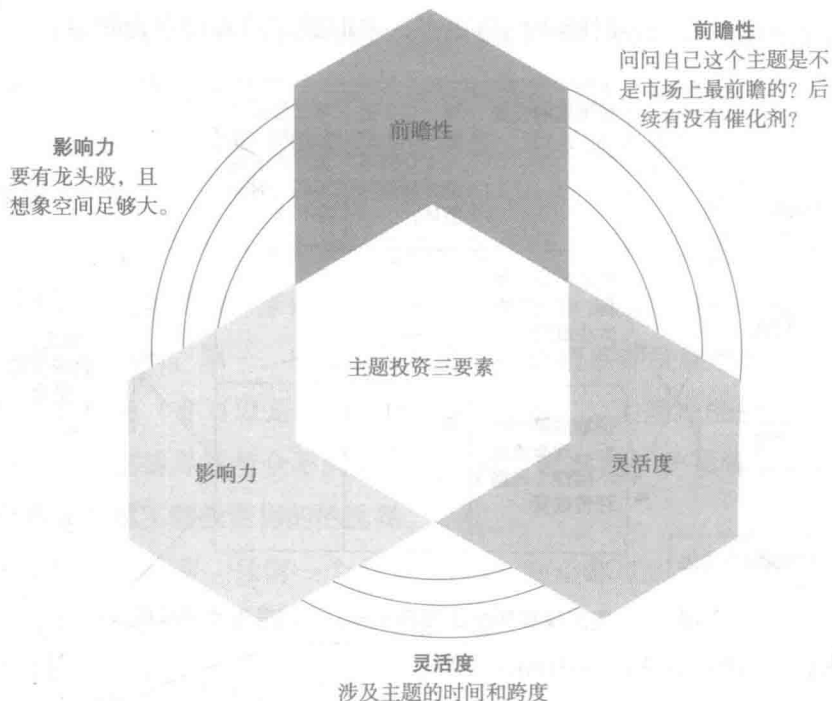


图 1.3：主题投资三要素

前瞻性：涉及主题的超预期策划。(1) 前瞻性要求主题投资要有事件催化剂，没有预期创造市场预期。(2) 前瞻性也要求主题的新颖性，当一个主题第二次出现或被大面积关注时，它的催化效果就会边际减弱。所以好的主题一定是市场上最先提出来的——问问自己这个主题是不是市场上最前瞻的？后续有没有催化剂？

灵活度：涉及主题的时间和跨度。(1) 灵活度要求主题投资打完就走，跟主题投资的周期相关。(2) 主题投资可以突破传统的行业配置，可以跨市场、跨行业的灵活配置。

影响力：龙头股 + 想象空间足够大。(1) 一个主题要有影响力必须有 3~4 家的龙头。龙头股就是每个主题的领涨品种，所谓射人先射马，擒贼先擒王。如 2013 年上海自贸区主题的外高桥、上港集团、上海物贸等，2014 年年底上海迪士尼主题的界龙实业、陆家嘴、中路股份等。所谓龙头股，是这个主题板块涨幅最大的股票，很可能不是最具价值的，而是盘子小、无机构和研究报告、无基本面支撑的这类股票。(2) 另外影响力要求这个主题的想象

空间足够大，只有拥有非常大的想象空间（研究机构乐观预计市场空间，比照海外市场龙头等），且未来市场空间短期内无法证实也无法证伪，这个主题持续性才能更好。

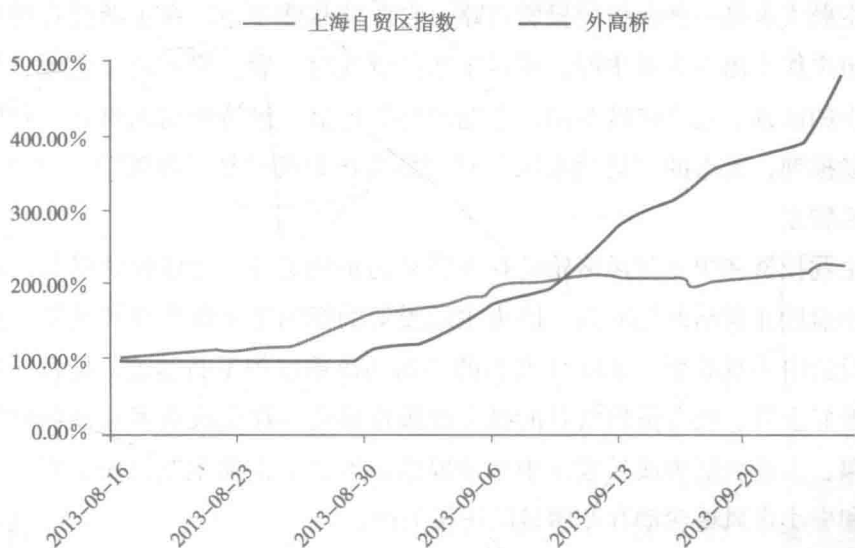


图 1.4: 2013 年上海自贸区龙头股是外高桥

数据来源: Wind

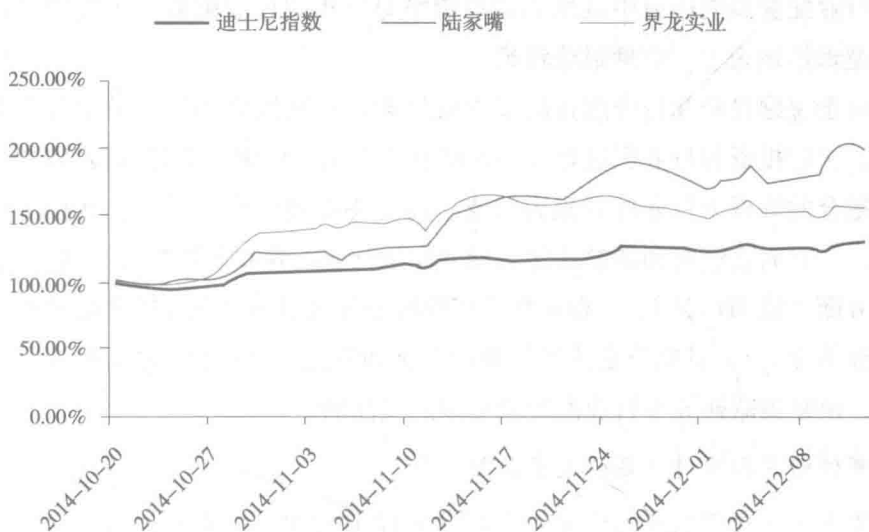


图 1.5: 2014 年底迪士尼龙头股有陆家嘴和界龙实业

数据来源: Wind

1.1.3. 主题投资和中小盘风格轮动、行业配置、事件研究

主题投资和中小盘风格轮动存在明显正相关性

主题投资是一种积极的投资策略，它能穿越熊牛市。在主题投资的带动下熊市也能走出一大批牛股，所以主题投资在时间段上没有有无之说，只有多和少的区别。在经济转型期，主题产生的价值对经济结构调整是一种润滑剂和助推剂，股市的“理性泡沫”对创新科技和模式是一种激励，有助于经济结构转型。

主题投资和中小盘风格轮动存在明显的正相关性。主题投资盛行阶段也是中小盘股非常活跃的时期，因为主题投资的标的主要集中在高风险特征较为明显的中小盘股票。2013年开始的一系列改革政策不断落地，导致市场的风险偏好上升，使存量投资者的投资积极性提高。存量投资者买高风险特征的股票，主要表征为成长股或中小盘股票，形式上借助主题投资。所以主题投资和中小盘风格轮动存在明显的正相关性。

主题投资和行业配置形成互补融合

主题投资在投资策略里的位置：主题投资介于大势研判和个股挖掘之间，它与行业配置共同构成中观层面的投资策略。相比行业配置，主题投资以定性的逻辑推理为主，定量跟踪较难。

由于主题投资和行业配置同属中观层面，主题投资和行业配置会有交叉重叠。主题投资和行业配置是互补和融合的关系。中国经济进入转型攻坚期，跨界融合的背景下行业配置独力难支，需要主题投资作为补充。从融合的角度看，一方面新经济和新模式的发展方向是行业配置和主题投资共同关注的。另一方面，像3D打印、工业4.0等产业转型为代表的主题投资机会（在下文会有具体介绍），其实质是传统行业的升级和替代，很难脱离原有行业的基本属性，也是策略研究中行业配置所要重点关注的。

事件研究和事件主题研究有区别

关于主题投资的分类会在1.2部分做详细阐述，从研究的角度，主题投资分为体系性主题和事件性主题。体系性主题即自上而下的主题，事件性主题即自下而上的主题。