

清科观察：万科迎来“白衣骑士”，从“宝万之争”看中国并购基金市场

2016-03-14 清科研究中心 钱浩

3月12日，深圳地铁集团与万科举行战略合作备忘录签约仪式，宣布达成战略合作意向，或成为万科第一大股东，而宝能系可能将就此出局。在此之前，依靠杠杆资金，宝能系在2015年下半年对万科的持股增至24.26%，成为万科第一大股东。

险资的身份及杠杆资金的来源使得宝能系有别于传统并购基金，但由于法规方面的限制，我国本土并购基金难以通过银行贷款等渠道获得足够高的资本量独立进行收购，因此宝能系作为特殊的“野蛮人”，对于我国资本市场具有重要的参考意义。

随着政策放宽及并购市场的强势增长，传统并购基金也迎来发展机遇期，清科研究中心近期推出了《2016年中国并购基金发展研究报告》，从并购基金的基本概念和发展历程切入，剖析中国并购基金的类型、特点及发展现状，并对中信并购基金为代表的传统并购基金及宝能系为代表的特殊并购基金进行分析，以期为并购市场及并购基金的管理运营提供借鉴。

万科引入“白衣骑士”深圳地铁，力阻以险资撬动并购杠杆的宝能系

停牌三个月之久的万科A（000002）发布公告称，3月12日深圳地铁集团与万科已举行战略合作备忘录签约仪式，宣布达成战略合作意向。万科拟主要以新发行股份，如有差额以现金补足的方式，收购深圳地铁集团所持有的目标公司的全部或部分股权，交易规模400亿-600亿，初步判断深圳地铁很可能成为万科第一大股东。

深圳地铁集团是深圳市属大型国有独资企业，承担深圳城市轨道交通投融资、建设、运营，目前净资产1,503亿元，总资产2,411亿元，目前已拥有地铁上盖物业开发项目10个。深圳地铁集团也将与万科将建立战略合作关系，依托“轨道+物业”模式，共同发展，以深圳为起点，逐步实现向珠三角乃至全国其他重点城市的拓展。

如若深圳地铁成功进入万科，同时伴随着宝能系绯闻“一致行动人”安邦保险与万科于去年年底先后在其集团官网公开发表声明表达互相欣赏和支持，宝能系希望成为万科实际控制人的目标也将落空。

从2015年6月至12月，以钜盛华和前海人寿为主的宝能系资金曾大举购入万科A股票，截至万科停牌前，合计持有万科A股票占总股本比例达24.26%，稳居第一大股东，其

中 23.53%的购买资金来源在公告中作了说明。前海人寿部分：未披露使用杠杆，全部是竞价交易，持股万科 A 股份占比 6.66%，出资 104.97 亿元，占增持总耗资的 25.83%。披露信息显示，这部分资金主要来源于前海人寿万能险。钜盛华部分：大部分是杠杆资金，持股万科 A 股份占 16.86%。明面上的杠杆包括融资融券、收益互换、资管计划。钜盛华总耗资 301.36 亿元，其中直接出资约 128.93 亿元；券商从融资融券、收益互换（以 1：3 计）提供配资 57.57 亿元；资管计划的优先资金出资方提供 114.87 亿元。

2015 年 7 月，保监会发布《关于提高保险资金投资蓝筹股票监管比例有关事项的通知》，《通知》放宽了保险资金投资蓝筹股票监管比例，对符合条件的保险公司，将投资单一蓝筹股票的比例上限由占上季度末总资产的 5%调整为 10%。政策的放宽是 2015 年 7 月后险资对蓝筹疯狂举牌的重要原因，同时以万能险为代表的高收益类险种也继续寻找短期内高回报的投资方式，年中断崖式下跌的 A 股股票也就成了险资眼中的“肥肉”。

三大优势助力特殊并购基金异军突起

相较于欧美的发达资本市场，我国本土并购基金发展较晚，自 20 世纪 70 年代美国第四次并购浪潮，以国际私募资本巨头 KKR 为代表的杠杆并购投资基金开始崭露头角，而中国直到 1995 年通过《设立境外中国产业投资基金管理办法》，鼓励国外风险投资公司来华，海外著名风投如凯雷、KKR 等才进入中国。并购基金的新增占比依然较低，2015 年的新募集基金数的 157 支，不到中国私募股权投资市场新募基金的 10%；而在欧美成熟的市场，PE 基金中超过 50%的都是并购基金。同时由于各方面的限制，中国传统并购基金不像欧美并购基金那样具有较为宽松的市场参与环境，而相比之下，以宝能系为首的特殊并购基金具有三大优势：

1、杠杆率较高

2015 年 2 月 10 日，中国银监会以银监发〔2015〕5 号印发《商业银行并购贷款风险管理指引》规定，商业银行最多只能提供交易总额 60%的并购贷款，且期限不能超过 7 年，同时国内债券市场，企业债券发行、审批较为严格，并且对低信用等级的债券发行有十分严格的限制。国内现有的所谓并购基金去并购标的，极少使用债务融资。因此，则导致并购基金出现杠杆低，收益率不高，且和所承担的高风险不匹配的状况。而以宝能系为代表的特殊并购基金，依托于险资庞大的资本基础，辅之以融资融券、收益互换等杠杆手段，实现了收购中较高的杠杆率。

2、容易获取企业控制权

私募股权基金在海外主要以并购基金的形式存在，而国内成长型并购基金则为私募股权基金的主流，这与国内外企业发展阶段有着密切关系。对于国有企业，出让企业控制权受到《企业国有资产法》的严格限制；而国内民营企业由于发展时间较短，企业股权相对较为集中，同时现在多是企业创始人在经营企业，并没有放权于职业经理人管理。因此除非企业陷

入无法挽救的困境或者收购者开出较高的收购价格，否则企业所有者很难出让企业控制权，这些使得并购基金在国内获取企业控制权相对较难。

此次万科成为收购标的主要基于其有两个特征：1、标的资产状况优秀，升值空间大。万科常年保持着较高的回报水平，市盈率维持在较低的位置，每年能够给股东带来较高的分红，同时具有较高的国际品牌声誉，企业融资成本也较低；2、股权结构较为分散，万科多年没有控股股东，分散的股本结构保证了管理层与中小股东相处和睦，但也为“野蛮人”敲门埋下伏笔。类似于万科这种股权较为分散的标的，大多是在上市或者多年融资中将股权稀释，此类公司通常市值偏高，对于无法获取足够高杠杆的传统并购基金而言成了“吃不下的肥肉”。

3、资本流动性强，退出渠道畅通

在并购基金完成投资和管理后，便必须退出项目以实现收益。国际市场上，并购基金对并购目标完成整合管理之后，通常会选择并购企业上市或者进行转让股权实现退出。而在国内市场上，企业上市面临层层审批，证监会严格把控拟上市企业财务和管理的运营情况，因此并购基金通过收购企业上市退出将遭遇较大阻力。另外，虽然并购退出也是一个退出渠道，但国内并购退出的收益跟 IPO 比还是相差甚远。

宝能系等特殊并购基金进行并购标的通常为上市公司，相比起一级市场的并购投资具有更好的流动性，通过整合进行可以选择随时获利套出。但私募股权基金无法像宝能系一样以庞大的资本量在二级市场进行公开竞价收购。

参与替代主导，传统并购基金获得快速发展

不同于国外的并购基金，由于杠杆率等方面的限制，使得国内真正有能力独立从事杠杆收购的并购基金较少，目前我国并购基金的投资模式主要依赖于与其他大型公司合作进行，演变成了目前以参与国有企业改革和上市公司+PE 为主的两种并购基金投资模式。两种模式的共同特质都是依托于第三方公司进行并购，与独立进行收购的并购基金相比，这两种模式具有两大优势：一是资金来源充足，基金管理公司与上市公司或国企等第三方公司合作设立并购基金，由第三方公司作为基金 LP 提供部分并购资金。二是退出预期明确，被收购的标的公司未来有明确的注入上市公司或国企的预期，尽管收益率不比 IPO 丰厚，但投资周期较短，风险较低。

日益成熟的政策环境和市场环境也不断催生着传统并购基金发展，2015 年中国并购基金投资案例 55 起，相比 2014 年全年增长 61.8%，投资金额 212.22 亿元，相比 2014 年全年增长 46.9%，也实现了较高的涨幅。2014 年的国企改革为并购基金带来了巨大契机，同时随着资本市场的完善，越来越多的企业发现相比自己开拓新的业务，通过并购上下游产业链来得更加快捷，在市场化变革的驱动下，并购基金或迎来最好发展期。

“宝万之争”可能将以宝能系的失利告终，但在合法合规的前提下，这种并购侧面仍是资本市场日趋成熟的体现。尽管中国并购基金市场还有诸如杠杆率限制、优质并购标的稀缺等各种方面的不利因素，但未来随着“十三五”规划的推进及各种政策红利的持续释放，并购基金预计仍将以更多形式参与到中国资本市场大潮之中。

上文引用数据来自清科研究中心私募通：www.pedata.cn

私募通是清科研究中心旗下一款覆盖中国创业投资及私募股权投资领域最为全面、精准、及时的专业数据库，为有限合伙人、VC/PE 投资机构、战略投资者，以及政府机构、律师事务所、会计师事务所、投资银行、研究机构等提供专业便捷的数据信息。



私募通微信公众号



私募通 APP 下载

清科研究中心于 2000 年创立，致力于为众多的有限合伙人、VC/PE 投资机构、战略投资者，以及政府机构、律师事务所、会计师事务所、投资银行、研究机构等提供专业的信息、数据、研究和咨询服务。范围涉及出资人、创业投资、私募股权、新股上市、兼并收购、房地产基金以及 TMT、清洁技术、医疗健康、大消费、现代农业、先进制造业等行业市场研究。目前，清科研究中心已成为中国私募股权投资领域最专业权威的研究机构。清科研究中

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_15197

