

8 股市基金 Stock-funds

半年并购规模超去年全年 上市公司海外“寻医问药”成风

■ 高文力

日前有消息称,华润集团拟携手外资以 17 亿澳元竞标收购澳大利亚癌症疗法提供商 Genesis Care 公司 45%股份。如获证实,这将是国内产业资本收购海外医疗企业案例中涉及金额最大的一笔。而这背后,是海外医药类资产正取代此前的矿山、油田,乃至酒庄等,成为国内企业的收购新热门。据统计,今年上半年,国内企业对海外的制药、生物技术、医疗类资产的收购额已达 39 亿美元,超过了 2015 年全年,是 2012 年的十倍。其中,A 股上市公司是最为活跃的收购主体。

两大“收购逻辑”

据了解,此次华润集团拟联合澳大利亚麦格理集团组成财团,从 KKR 集团手中收购 Genesis Care 公司 45%股权,动用资金约合人民币 90 亿元,创此类资产的海外收购金额记录。据有关人士介绍,自从中澳自由贸易协定去年 12 月生效后,类似的跨境收购趋于活跃,因为在收购澳方的医疗、制药类资产后,可以更方便地与中国市场对接。

但是,澳大利亚并非唯一选项。据有关部门统计,今年上半年国内企业对海外制药、生物技术、医疗类资产的收购额已超过 39 亿美元(统计公开宣布项目),超过了 2015 年全年,是 2012 年的十倍。从案例占比看,今年上半年医疗制药产业并购案中,有 20%是海外并购。

对此,有业内人士认为,2015 年是收购海外医疗制药类资产的爆发年,2016 年则是全面提速年。而在接受记者采访时,申万宏源医药行业研究员闫天一表示,这轮上市公司出海收购医疗制药类资产,其“收购逻辑”有两大方面:

一是许多企业喜欢收购一些比较成熟的项目,如西藏药业拟定增收收购的海外药物品种、品牌“依姆多”是治疗心血管疾病的经典产品,上市已十多年,国内原研还做不出来。这不像有些已上市二三十年的老品种,在卖给国内企业后,马上会引来众多仿制药的竞争者。目前,依姆多主要应用在国内三甲医院,对基层医院仍有较大的市场渗透空间。如果市场开发顺利,西藏药业就能看到业绩。其次,收购较为高端和领先的海外技术或商业模式,直接提升上市公司估值。

记者查阅一年来的收购案例,上市公司



收购的多是商业模式成熟、有稳定业绩支撑的项目,医院资产是较受喜爱的标的之一。典型案例如华邦健康,公司的海外收购首先选择了欧洲的成熟医疗机构,于去年 9 月以 587 万欧元收购德国莱茵医院全部股权,这是一家专业从事医疗康复、护理的医疗机构,2014 年度实现营业收入 6573 万元(人民币),净利润 290 万元。几个月后,华邦健康又以 2.1 亿元人民币收购瑞士生物 70%股权,瑞士生物全资拥有的瑞士巴拉塞尔医院是一家知名度较高、技术体系较为成熟的综合性生物治疗机构,在肿瘤治疗、各类慢性病治疗和康复、生物牙科、身体全面检查和诊断等领域优势明显。华邦健康有关人士表示,跨境收购主要定位于国际顶尖的专科特色医院,已有的两个项目都拥有成熟的运营体系,以高端群体为服务对象,有收入、有现金流。

在这轮收购中,A 股上市公司基本选择同业外延扩张。如爱尔眼科去年 12 月以 1.82 亿港元收购亚洲医疗集团 100%股权。公司有关人士表示:境外布局的方向肯定是眼科视觉领域,但首先,所收购的资产不能成为负担,这样的收购才是可持续的,在完成第一步后,还会有第二步、第三步。

与此同时,也有部分医药行业以外的上市公司,希望借境外收购踏足这一领域。如以酒类销售为主营的通葡股份 7 月初曾公告,拟在中国香港以 1500 万美元设立一家医疗健康投资公司,未来会与海外投资机构一起在干细胞、生物医学检测等领域进行投资,公

司希望通过收购,一步跨入该行业的顶尖领域。同样,主营建筑幕墙及内部装饰装修的江河集团,也把医疗制药产业定位为未来主业之一,去年以要约方式成功并购澳大利亚最大连锁眼科医院 Vision,并对原在当地上市的后者实施了私有化。

瞄准“高附加值”

“海外医疗机构大多经过长期经营积累,有着良好的口碑、品牌,且医疗服务水平高、医生水平高,估值比国内低许多,属于附加值比较高的资产。”爱尔眼科证券部有关人员如此评价。

这一点,也与券商研究员的看法相一致,闫天一向记者指出,这轮跨境收购热的背后,一是目前国内对医疗制药类资产给出的估值较高,一些比较新的技术或业态,即使没有业绩支撑,也会有高估值。例如 IVD 检测(体外诊断)类资产、国内二级市场相关上市公司的市盈率已在 70 倍左右,而美国一级市场则只有 10 倍左右。加之,现在市场又对人民币汇率下行存在预期,所以许多公司此时选择出海配置资产。二是国外医疗制药类资产有许多优势,如有的技术只有海外有,国内没有,就属于稀缺资源;还有的资产本身就较为成熟,拿来就有效益。

在出海收购路径的选择上,各家上市公司也是各显神通,有的自己直接出去寻找项目,有的则借船出海。如吉林敖东身为广发证

券第一大股东,就选择与广发信德合作,共同发起设立广发信德-吉林敖东基金管理有限公司及广发信德-吉林敖东中药现代化产业基金、吉林敖东创新产业发展基金。吉林敖东有关人士此前对记者表示,希望借助广发信德在人员、专业上的优势,参与投资好的医药类项目,对合适的项目,公司也可能直接收购。语音未落,今年 5 月,在纽约时代广场的巨幅广告屏上,就出现了广发证券的宣传片。据了解,广告的主要背景就是为了帮广发信德在美国设立的生命科学基金造势。广发证券董事长当时曾表示,该生命科学类基金是“海外技术中国动力”,希望搭建平台对接技术资金,以突破国内缺少创新医药品种与先进生命科学技术的市场空白。

当然,也有自力更生单独出海的。誉衡药业有关负责人曾透露,国内项目“能看的都看了”,最后还是选择出海,因为国外产品更有竞争优势。今年 6 月,该公司公告拟使用自有资金不超过 8500 万美元用于海外收购。据悉,其收购方向瞄准慢病、生物药和大健康领域。誉衡药业认为,自 2015 年起,国内医药健康产业发生了结构性变化。通过分析行业政策与趋势,公司发现,国内可供选择的医药企业的品质和价值难以符合其要求,同时,国际化标准的产品研发与药物临床价值的回归将成为行业的主流。

有关业内人士对记者表示:这轮海外收购应该才刚刚开始,将来会有越来越多的企业参与其中。因为中国有着规模庞大而且仍在迅速扩张的医疗保健市场,其推动力来自人口老龄化、经济增长和基本医疗保险业务已接近全覆盖等,海外机构也认为,中国很快将成为全球最大的医疗保健市场。

面对千帆竞发般的出海收购,有些专家善意提醒国内企业:收购后首先要面对文化差异进行整合的心理准备;二是在海外应理性报价,不要“人傻钱多”成为泡沫催生者。

据有关部门统计,今年上半年国内企业对海外制药、生物技术、医疗类资产的收购额已超过 39 亿美元(统计公开宣布项目),超过了 2015 年全年,是 2012 年的十倍。从案例占比看,今年上半年医疗制药产业并购案中,有 20%是海外并购。

“海外医疗机构大多经过长期经营积累,有着良好的口碑、品牌,且医疗服务水平高、医生水平高,估值比国内低许多,属于附加值比较高的资产。”爱尔眼科证券部有关人员如此评价。

以股权来备案。”前述合伙人表示。

事实上,债权类私募也一直是问题私募的“重灾区”。据 21 世纪经济报道记者统计发现,在基金业协会公布的异常私募和失联私募机构中,超过七成均属于债权类私募产品的管理人。

“债权私募占大比例的问题一直缺少被监管部门正视,这个现象还是和国内的无风险利率居高不下有关,固定收益类产品更贴近国内投资者的风险偏好,形态上其实就类似于拿契约型私募做类信托产品,之前扮演这个角色的是合伙基金,”零度投资董事姚剑锋表示,“这种融资类业务如果有考试,很多可能涉及企业信用风险管理、尽职调查,跟银行信贷从业人员差不多。”

不过也有接近监管层人士透露,之所以分类监管忽视债权类私募,其原因与政策默认的不鼓励有关。

“债权、类信托这种业务,证监体系是不鼓励的,因为这种产品助长刚性兑付,容易造成管理机构的风险积聚,这种口径其实也体现在证券期货经营机构上,”一位接近监管层的基金子公司人士表示,“新八条底线(《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》)其实禁止预期收益率,就是这个目的,所以监管希望通过这种方法遏制契约型债权私募。”

债权类私募的运作的确在受到新的限制。7 月 15 日生效的《募集办法》也规定,私募推介行为需要被严格限制,而暗示保本保息的“预期收益”、“预计收益”、“预测投资业绩”等 15 类推介词汇也被禁用。

“预期收益的模式没法用在推介上,但是不代表这种债权私募就会消失,它还有可能以多种形态存在,”前述私募合伙人表示,“因为新规定只是限制了一个业务形态,而不是业务实质。”

而在姚剑锋看来,监管层若对债权类私募采取不鼓励态度,应当明确监管底线,限制私募基金从事此类活动;否则与之有关的套利活动不会休止,甚至还可能衍生更多的乱象。

“对于债权型私募,监管层不应该回避,而应该主动面对,要么明确限制,要么明确分类,并设定相应的标准和考试准入,”姚剑锋表示,“目前这个默认把债权私募备案成股权且不设置分类的状态,很容易衍生更大的乱象。”

基金对“吃饭行情”乐观 下半年会强于上半年

■ 张颖国

市场近日在 3000 点之上裹足不前,各大研究机构对后市的分歧正逐步加大。不过,从公募基金近日发表的观点来看,对下半年的行情多持乐观的态度。另一方面,有调查显示,有超六成投资者认为沪深股市可能上行。

基金对下半年行情乐观

近日,市场在 3000 点之上裹足不前。从各大卖方研究机构最新策略来看,其对后市的分歧正在加大。兴业证券、海通证券等对 7 月、8 月的“吃饭行情”依然乐观,国泰君安等担忧全球货币宽松预期将开始修正,或令“吃饭”变“买单”。

相比卖方机构对后市的分歧正逐步加大,基金依然是多持乐观的态度。中欧基金多位基金经理对下半年行情保持偏乐观的态度,认为一些业绩扎实、估值合理、长期增长较好的个股和行业值得关注和布局。7.8 月,市场或将迎来一轮“吃饭行情”。

在中欧基金王培看来,今年是典型的震荡市行情,即便指数空间有限,依然会蕴藏较多投资机会。剔除 1 月份数据,今年以来涨幅大于 50%的个股超过 7%,说明经历前期大幅回调之后,市场的风险偏好正在回升,结构性行情下的震荡市特征明显,其中蕴藏的机会大于往年。

中欧基金刘明月指出:“上半年有一定涨幅的行业和个股多数偏向于传统行业,共同的特征是业绩扎实、市盈率水平不高,如食品饮料、农业等;也有新兴产业中业绩超预期的细分行业,如新能源汽车等。”一些低估值蓝筹个股最近可能也会逐步出现投资机会,如航空医药等行业,这些行业受经济波动影响不大,且业绩扎实。下半年,结构性行情值得期待,一些被低估的行业和板块机会较为明显。

“即便 6 月美国加息、英国脱欧等宏观风险事件层出不穷,但 A 股市场走势实际却波澜不惊,投资者情绪逐渐恢复。”中欧基金周晶则表示,A 股在 2800 点附近相对企稳,继续大幅下跌的概率不大,投资者可以考虑积极布局估值合理、增长较好的个股和行业。展望七八月,市场面临的不确定性显著下降,市场走势相对乐观,“有业绩、低估值、能切实增长的品种”值得优先关注。

前海开源基金执行总经理、首席经济学家杨德龙认为,最近大盘在 3000 点上方出现震荡,多头进攻节奏有所放缓,这实属正常,因为经过去年的三轮股灾后,很多投资者的信心受到很大的打击,要想恢复信心是需要时间。多空分歧在 3000 点之上也是比较大的,但是市场震荡上行的趋势并没有变。

逾六成投资者认为后市会上涨

上投摩根近日发布最新一期季度投资风向标报告显示,投资者对未来半年 A 股市场多持较乐观态度,超六成投资人认为沪深股市可能(非常可能和有可能)上行。未来六个月,投资人加码股票的意愿度相对最高,或是因为在二季度股市震荡下,结构性投资机会频现,投资人对 A 股市场持乐观态度。

数据显示,当期 A 股市场整体较为震荡,股指依旧在 3000 点附近左右徘徊。受此影响,投资者风险偏好相较上一季度继续降低,二季度投资者风险偏好指数为 26.9,比上一季度下降 4.1,多数投资人仍以追求稳定收益为目标。

投资风向标报告还显示,2016 年 2 季度投资人情绪指数为 123 点,投资者总体投资情绪较为乐观,但较前期略有下降。此外,调查显示,内地投资人对于香港股市多持谨慎乐观态度,14.9%的投资者认为香港股市熊市已近尾声,超五成的内地投资人对未来六个月香港投资市场环境改善的可能性预测持谨慎乐观态度。

与此同时,海外投资意愿二季度该指数为 38.2,投资人投资情绪较为谨慎乐观。但近 97%的投资者未进行海外投资,其中 80%是因为不了解海外市场,成为多数投资人投资海外市场的主要障碍。分析人士指出,随着内地投资者对资产全球化配置需求持续升温,海外市场投资前景广阔。

杨德龙表示,国内大环境仍然是中性偏松的货币政策,流动性充裕,在此背景下资金也会进行选择,就像连通器。现在楼市已经涨得比较多,特别是一线城市房价已经出现见顶回落的迹象;债市已经走牛两年,现在随着企业债违约的发生,信用债风险的加大,债市见顶的迹象也比较明显。相对而言,从连通器的角度来看,目前股票尤其以蓝筹为代表的优质个股处于价值洼地,因此下半年股市的反弹肯定会更加强劲,会强于上半年。

值得一提的是,中登公司 7 月 19 日发布的 2016 年 6 月统计月报显示,沪深两市 6 月日均成交量和成交金额均有所上升,其中,6 月沪市日均成交量为 158.8 亿股,环比上升了 16.85%;日均成交金额 1885 亿元,环比上升了 25.43%。深市日均成交量为 227.68 亿股,环比上升了 31.05%;日均成交金额为 3814.08 亿元,环比上升了 36.49%。这为市场走好奠定了基础。

私募股权纳入基考范围背后:债权类监管空白何去何从

■ 李维 杨坪

日前,基金业协会发布了 2016 年修订后的《基金从业资格考试大纲》,即从今年 9 月起,对传统科目进行修订的同时,增设了科目三《私募股权投资基金基础知识》考试;而在 8 月份中旬,基金业协会将发布有关该科目的考试要点,其中创业投资基金也将被该科目所涵盖。

根据通知,考生只要通过科目一后,再通过科目二或科目三中的任意一门,即可获得基金从业资格的注册资格;这意味着,基金业协会自分类备案后,又一次从职业考试层面,将准入考察范围从场内证券投资拓展至场外的股权投资。

虽然如此,但在业内人士看来,基金从业资格考试和分类的结果仍然为覆盖债权类基金,这或为后期的场外债权类基金的细化监管和从业准入带来难度。

但另一方面,日前正式实施的《私募投资基金募集行为管理办法》(下称募集办法)规定,禁止宣传预期收益等相关内容,这或意味着监管层并不鼓励债权类基金的运作;值得一提的是,由于债权类私募仍然在当下私募市场中占较大比例,监管层的封堵或将导致该类机构寻找更多监管套利方法,给大私募的统一监管带来新的困局。

基考缘何补票“股权”

根据基金业协会的通知,在即将进行的 9 月份基金从业考试中,《私募股权投资基金基础知识》将作为一门新的科目出现。

事实上,业内对基金从业考试“补票”股权投资科目并非没有预期。自去年下半年以来,私募基金“严管”后对于从业人员的基考要求便让业内颇有微词。

一方面,报名人数增加提高了从业门槛,而许多从业者表示基金从业考试名额“一票难求”;而另一方面,原有的基金从业考试范围并不包括股权投资,因此被业内诟病为协会的形式主义。

“预约式还是不好报名,而全国的本地考试名额也很紧张。因为工作需要,这个资格也比较着急。”上海地区一位从事 PE 投资的考生卓悦(化名)表示,“但是我们做的都是早期投资,考试内容我们也都看了,其实跟股权投资没有关系,都是场内业务的。”



按照基金业协会的管理,传统基金从业资格考试包括科目一《基金法律法规、职业道德与业务规范考试大纲》和科目二《证券投资基金基础知识考试大纲》,而两项考试大纲并不包含股权投资等相关内容。

而这一问题也遭到了创业行业协会的质疑。今年 4 月,中国投资协会股权投资和创业投资专业委员会(下称中投协创投委)曾发函邀请各地协会反映私募股权投资基金监管政策问题,并提出停止资格认证考试在内的四项问题。

“建议停止实施私募股权投资和创业投资管理从业人员资格认证考试,考试内容完全照搬证券投资从业人员的考试内容,更是脱离实际的。”中投协创投委表示。也不乏有 PE 人士质疑“做一级市场为何要考二级市场”等问题。

而据一位接近监管层人士透露,此次加入股权投资类科目,正是对证监体系并入对 PE、VE 行业监管的补充。

“从长远看,加入股权投资是应该的,因为 PE、VC 目前已经明确由证监会监管了,”一位接近基金业协会人士表示,“分科目来考试也是私募基金分类监管原则的一部分。”

据基金业协会披露的考点范围,私募股权投资考试内容将涵盖 PE、VC 基本概念、参与主体、分类、募集与设立、投资、投后管理、项目退出、内部管理、政府监管、行业自律、登记备

案、募集管理、信息披露、业务指引和从业人员管理等多个方面。

值得注意的是,在考试范围内,新三板的知识也成为 PE、VC 人群的必考内容。例如在上市转让或挂牌转让退出的考点上,从业人员需要理解全国中小企业股份转让系统挂牌的基本要求和挂牌的市场交易基本规则、机制。

债权类基金何去何从

需要强调的是,股权类基金并不是大私募监管下唯一矛盾,带有固定收益性质的债权类私募不但存在着缺乏对口准入考试科目的问题,甚至在分类监管上也存在一定的空白。

“目前债权私募是私募行业比较大的一部分,但对于这类私募产品却并没有在私募分类监管中予以明确,而且从业人员也缺乏相应的考试准入问题,”北京一家私募基金管理合伙人表示,“目前考试加入了股权,但对于固定收益类仍然是空白。”

而据该合伙人介绍,由于缺乏分类监管,多数从事债权业务的私募机构都将其备注为股权类私募。

“很多基金其实就是用契约型私募基金来发融资类产品,这种形态在业内占据了不小的比例,但是因为没有这种分类,所以只能