

# 新路径初现 私募“先投后募”收购亏损公司

业绩连年不佳,乃至持续亏损的上市公司,当何去何从?

相较于退市,被收购或是对股民影响更小的处理方式。

上市公司出手收购亏损企业,一定程度上,其动用的也是广大投资者的“钱袋子”。在一些业内人士看来,并购基金,则是性价比相对更高的收购方。

自2024年9月“并购六条”首次明确支持私募基金以产业整合为目的收购上市公司后,监管曾多次发声鼓励私募基金收购上市公司。2025年1月6日,净利润连续四年亏损的天迈科技首次官宣,苏州工业园区启瀚创业投资合伙企业(简称“苏州启瀚”)拟设立并购基金,对其进行收购。这是“并购六条”发布后首个落地在案的案例。

日前,天迈科技再次公告称,控股权受让方由苏州启瀚变更为苏州工业园区启辰股权投资合伙企业(简称“苏州启辰”)。苏州启辰为成立于2025年1月23日的并购基金,苏州启瀚是苏州启辰的执行合伙人,两家机构背后的共同实控人为邝子平。邝子平则是我国知名投资人、启明创投创始人。

“这意味着,邝子平收购天迈科技走的是‘先投后募’(即先确定标的再募集基金)路线。而这,或许也是接下来私募基金收购上市公司的常见途径。”受访的一级市场投资人告诉记者。

值得注意的是,在发达资本市场,私募基金并购上市公司已然相对常见。相较于传统收购,私募基金收购具有诸多独特优势,包括打造产业整合与资本运作平台,基本不会对上市公司的日常经营造成直接干预等。

与此同时,作为A股新生事物的私募基金收购上市公司,也需要全方位加强监管,以防市场乱象出现。在受访人士看来,这些措施至少包括资产注入引入第三方评估;严格审查并购动机和资金来源,防止恶意并购和财务风险;对并购后的公司运营进行持续跟踪等。

## 并购新模式

私募基金并购上市公司,在一些发达资本市场已经成为成熟路径,在中国则处于早期探索阶段。如今,私募基金收购上市公司正在向好的方向逐步演进。

2025年1月6日,天迈科技公告称,苏州启瀚拟设立并购基金,以4.52亿元收购天迈科技26.1%的股份。

苏州启瀚属于民营私募投资机构,由上海启楷商务咨询有限公司(以下简称“上海启楷”)、上海启蜀咨询管理有限公司分别持股50%。其中,上海启楷由邝子平100%控股。

这意味着,私募股权基金苏州启瀚拟收购上市



公司天迈科技,这是“并购六条”首次明确支持私募基金以产业整合为目的收购上市公司后,我国首个落地在案的案例。

日前,这一收购更进一步。天迈科技公告称,苏州启辰接替苏州启瀚,成为天迈科技新的股权受让方。

苏州启辰为备案的并购基金。苏州启瀚是苏州启辰的执行合伙人。两家机构背后的共同实控人为邝子平。

这一股权受让方变动背后,三个细节值得关注。第一,并购基金苏州启辰成立于2025年1月23日,晚于天迈科技首次发布收购公告时间(2025年1月6日)。这意味着,邝子平收购天迈科技属于“先投后募”——第一步,通过GP(普通合伙人)苏州启瀚收购天迈科技;第二步,成立并购基金苏州启辰,并通过苏州启辰进行下一步收购。

第二,苏州启辰背后出资占比5%以上的LP(有限合伙人)共三家,分别为出资43.48%的苏州工业园区元禾鼎盛股权投资合伙企业(有限合伙)(以下简称“元禾控股”)、出资30.22%的上海启翰企业管理咨询合伙企业(有限合伙)、出资21.74%的昆山创业控股集团有限公司(以下简称“昆山创业”)。其中,元禾控股为知名投资机构,昆山创业则具有国资背景。这意味着,苏州启辰的出资人实力相对强劲。

第三,收购完成后即将成为天迈科技实控人的邝子平是知名投资人。邝子平作为启明创投创始人,自1999年起投身中国风险投资领域。根据启明创投官网,其管理资产总额高达95亿美元;目前正在管理的基金共18只,包括11只美元基金、7只人民币基金。这说明,知名投资人具有较强的募资能力,能够在较短时间内汇集优质资本,为收购上市公司准备充足资源。

另一个值得关注的细节是,此次被收购的天迈科技,已经连续四年亏损。2021年以来,其净利润

持续为负值,并且除2022年小幅收窄外,整体亏损持续扩大。2021年—2024年,天迈科技净利润分别亏损0.38亿元、0.09亿元、0.5亿元、0.6亿元。

“上市公司的资金一定程度上是广大股民的钱。上市公司动用募集资金收购亏损企业,容易引发市场波动。私募基金收购亏损上市公司,则更为稳定、灵活。”某券商资深人士表示。

## 并购效应

2024年9月出台的“并购六条”,首次明确支持私募基金以产业整合为目的收购上市公司。今年5月16日发布的《上市公司重大资产重组管理办法》,再度鼓励私募基金参与上市公司并购重组。5月22日证监会首席风险官、发行监管司司长严伯进在国新办新闻发布会上再次明确表态:支持私募股权基金以产业整合为目的依法收购上市公司。

如今,天迈科技收购案的稳步推进,在受访人士看来,具有鲜明的政策风向标意义,为一级市场的投资机构提供了转型的新思路。比如,清华大学国家金融研究院院长、五道口金融学院副院长田轩认为,作为A股首例私募基金并购上市公司案,天迈科技与苏州启辰的并购案将对后续市场产生积极的示范效应,为私募基金在资本市场中的发展开辟新路径,吸引更多私募基金参与上市公司并购,推动资本市场创新与发展,提升上市公司整体质量。同时,促进金融与实业的深度融合,实现资源优化配置,助力经济结构转型升级。

实际上,在一些发达资本市场,私募基金收购上市公司已经成为常见现象。相较于传统收购,私募基金收购具有诸多优势。综合田轩与厦门大学经济学院教授姜富伟分析,对于上市公司而言,这些优势至少体现在:

第一,私募基金通常以并购基金的形式运作,

专注于企业并购,能够深入挖掘企业潜在价值,通过专业团队进行精细化管理和资源整合,实现协同效应,提升整体市场表现。

第二,私募基金并购上市公司特殊价值在于私募基金的介入,基本不会对上市公司的日常经营造成直接干预,较好保持企业独立性和灵活性。

第三,私募基金具备更强的资源整合能力与风险分散机制,如联动政府与企业、设计优先劣后结构和对赌条款等。未来有望打通“投—并—退”循环,助力战略重点产业培育与新质生产力发展。

与此同时,对于私募基金本身而言,收购上市公司同样具有诸多益处。

比如,通过多元化的投资策略分散风险,有效规避市场风险。再比如,其灵活的退出机制为投资者提供更多选择,进一步激发市场活力,促进资本市场健康发展。

## 警惕乱象

私募基金收购上市公司尽管益处多多,但目前国内私募基金的参与积极性仍然有待提升。如何激发私募基金并购上市公司的积极性?

在姜富伟看来,从本质上看,私募并购是“耐心资本”深度赋能实体经济的有益尝试。要提升积极性,应完善支持政策、简化合规流程,并引导基金在产业协同、技术升级等方面形成长期价值,助力构建高质量资本市场。

田轩则认为,提升私募基金并购上市公司的积极性,需从政策层面入手,完善相关法律法规,优化市场环境,简化审核程序,提高审核效率,为私募基金并购上市公司提供更多便利。引入更多的市场化机制,如私募基金“反向挂钩”等安排,简化估值和交易流程,并建立健全退出机制。同时,提高市场透明度和效率,降低并购过程中的信息不对称风险。此外,拓宽融资渠道,提供多元化的金融工具支持,增强私募基金的资本实力和风险抵御能力。

要想创建私募基金收购上市公司良好生态,则需加强监管,以防市场乱象出现。对此,应当从何处着手?

田轩建议从三个方面出发。第一,完善信息披露制度,注意信息披露的准确性和及时性,确保市场公平和透明,防止信息不对称导致的不当行为。

第二,建立健全并购风险评估机制,对私募基金进行穿透核查,严格审查并购动机和资金来源,防止恶意并购和财务风险。

第三,强化事后监管,对并购后的公司运营进行持续跟踪,加强业绩承诺及补偿要求等,确保并购效果符合市场预期,维护投资者利益,确保市场稳定。

姜富伟建议在三个方面防范风险。首先,防范短期投机与操纵行为,严控内幕交易与利益输送。

其次,资产注入须引入第三方评估,确保交易公允,保护中小股东权益。

最后,应通过设置利益一致机制、控股权稳定承诺等,防止并购后的治理失控或业绩对赌失灵。

供稿:《21世纪经济报道》作者:崔文静

## 理财风向

# 监管出手让理财收益不再“雾里看花”

在降准、降息的大背景下,银行存款利率一路走低。曾经偏好储蓄的投资者坐不住了,开始将目光转向银行理财产品,将资金迁移。不过,在挑选理财产品时,复杂的业绩比较基准让不少投资者犯了难,有投资者表示,“看不懂业绩比较基准是什么意思,一会儿是固定数值,一会儿又是区间,还有指数型,感觉太复杂了”。为规范理财产品的信息披露行为,近日,监管起草了《银行保险机构资产管理产品信息披露管理办法(征求意见稿)》(以下简称《办法》),通过强制说明测算逻辑,强化风险提示等规则,让理财收益从“雾里看花”变为“看得清楚”。

## “看不懂”的业绩比较基准

“就是想简单理个财,怎么现在连个业绩比较基准都这么复杂,感觉比做数学题还难。”在北京一家国企工作的李女士无奈地说道。她原本一直将钱存在银行定期存款里,可随着存款利率不断下降,她的收益也越来越少。在朋友的建议下,她决定尝试稳健型银行理财产品。

然而,当打开手机银行App,看到琳琅满目的理财产品以及各式各样的业绩比较基准时,李女士有点懵。“有的产品业绩比较基准是一个固定数字,有的是一个区间,还有的后面跟着一些指数,我完全不知道该怎么选择。”

这样的困惑并非个例,许多投资者都在业绩比较基准这个“门槛”前犯了难。在上海从事互联网行业的张扬(化名)也有这样的困扰,“我平时工作比较忙,没什么时间研究理财产品,本想按照业绩比较基准标注的收益区间购买”。但在沟通中,理财经理告诉他,虽然产品业绩比较基准标注了这样的收益区间,但这并不等同于实际收益。

比如一款理财产品的收益区间上限为5.5%,这是在市场环境非常理想且投资策略完美执行的情况下才可能实现,但如果市场出现波动,比如债券市场利率大幅上升,股票市场下跌,产品收益可能连下限4%都达不到。了解过后,张扬才

意识到自己对业绩比较基准的理解太过片面,原本他以为只要选择业绩比较基准高的产品就能获得高收益,却忽略了背后的风险。

业绩比较基准的前身是“预期收益率”,“资管新规”后,银行理财产品加快从预期收益型向净值化转型,银行和理财公司统一用“业绩比较基准”来代替“预期收益率”。

## 展示方式区间化成常态

“资管新规”之后,银行理财公司在对业绩比较基准的宣传上打破“刚兑”的意图十分明显,均采用了“不等于理财产品实际收益”“不作为向客户支付产品收益的承诺”等表述进行强调。

为了进一步规范理财产品营销模式,防止变相宣传预期收益率,2021年5月27日,原银保监会发布《理财公司理财产品销售管理暂行办法》,新增“不得使用未说明选择原因、测算依据或计算方法的业绩比较基准,单独或突出使用绝对数值、区间数值展示业绩比较基准”。

但从现状来看,目前用区间数值展示的方式依旧较多。记者5月25日查询各大银行App注意到,区间数值型业绩比较基准更常见于固定收益类产品。以一款固定收益类理财产品为例,其业绩比较基准为2.2%—3.2%。理财机构在设定这个区间时,会综合考虑市场利率的波动、投资资产的收益情况以及产品的风险偏好等因素。

一般来说,下限2.2%是基于较为保守的投资策略所能实现的收益预期,而上限3.2%则是在较为理想的市场环境下,通过积极的投资操作可能达到的收益水平。但在实际投资过程中,产品的收益可能会在这个区间内上下波动,甚至可能因为市场突发情况而超出这个区间。

数值利率型业绩比较基准则常见于现金管理类理财产品。比如一款现金管理类产品的业绩比较基准为“1年期定期存款基准利率+150基点”,1年期定期存款基准利率会随着人民银行政策的调整而变化,而150基点则是产品管理人根据产品的投资策略和风险溢价等因素额外设定的一个利差。

不过值得关注的是,为了让投资者更好地了解收益水平,多家理财公司仍习惯沿用“成立以来

年化”“成立以来涨跌幅”“近1年年化”这类表述展示产品收益表现。招联金融首席研究员董希淼指出,理财产品业绩比较基准并不代表对产品收益的承诺,但业绩比较基准如果不全面、准确进行展示,投资者可能会有“预期收益幻觉”,在一定程度上还可能起到刚性兑付的“暗示作用”。

## 新规让产品收益“看得清”

为了改变这一现状,让投资者能够更加清晰地了解理财产品的业绩比较基准,5月23日,来自金融监管总局官网消息,金融监管总局起草了《办法》。

在对业绩比较基准的规范上,《办法》指出,资产管理产品可以披露业绩比较基准。产品披露业绩比较基准的,应当说明业绩比较基准的选择原因、测算依据或计算方法,重点反映业绩比较基准与投资策略、底层资产和相关金融市场表现的关系,并以醒目文字提醒投资者“业绩比较基准不是预期收益率,不代表产品的未来表现和实际收益,不构成对产品收益的承诺”。产品披露业绩比较基准的,应当在产品存续期间按照规定披露产品过往业绩,产品成立不足一个月的除外。产品披露业绩比较基准的,应当自产品募集期开始披露,且在产品到期前不得取消披露。同一产品同类份额的业绩比较基准在不同渠道的披露应当保持一致。

金融监管总局有关司局负责人在答记者问时指出,《办法》在产品募集环节重点规范产品说明书、合同、风险揭示文件、托管协议、发行公告(或报告)等内容,明确业绩比较基准要求,让产品销售“看得清”。

“这一举措旨在彻底打破投资者对业绩比较基准的误解,让投资者清楚认识到理财投资存在风险,收益并非固定不变。”产业经济资深人士王剑辉指出,《办法》的影响还体现在对行业规范和长期发展的促进上。它将促使资产管理公司在产品设计和投资运作过程中更加严谨和规范。在设定业绩比较基准时,需要充分考虑市场环境、投资策略和产品特点等多方面因素,确保基准的合理性和可实现性。

据《北京商报》作者:宋亦桐

## 可转债市场走强 公募配置热情高

今年以来,A股整体走势一般,上证指数、深成指、沪深300等主要指数均下跌。不过,可转债市场走势较强,中证转债指数今年至今上涨逾3%,明显跑赢A股主要指数。作为兼具债性和股性的资产,在今年震荡的行情中,可转债受到公募基金的青睐。

Wind数据显示,截至5月25日,今年至今共有10只债券型基金(A类份额)净值上涨超过7%。其中,博时转债增强A、中欧可转债A、华宝可转债A等均为可转债基金。

部分不带“可转债”字样的债基同样重仓可转债。华高丰利增强定开A今年以来净值上涨11.45%,位居债基榜首。该基金是混合债券型二级基金,重点进行债券投资,并通过积极主动地管理,适当参与股票投资。

该基金一季报显示,在基金的投资组合中,股票占基金总资产的比例为16.62%,可转债(可交换债)占基金资产净值的比例为74.51%。其一季度末重仓的可转债包括本钢转债、崇达转2、重银转债、景23转债等。

同为混合债券型二级基金的富国优化增强一季报显示,截至今年一季度末,该基金的股票投资占基金总资产的比例为17.96%,可转债(可交换债)占基金资产净值的比例为33.09%,金融债券占基金资产净值的比例达47%。

除了公募基金,部分私募也重仓持有可转债。私募排排网数据显示,截至去年底,共有9家百亿私募旗下产品合计现身49只可转债的十大持有人名单,合计持有市值约为31.81亿元。

具体来看,睿郡资产、合晟资产、宁泉资产持有的可转债只数均在5只以上,持有市值均为亿元级别。其中,睿郡资产旗下产品持有闻泰转债、晶澳转债等19只可转债,合计持有市值约为25.45亿元。

值得一提的是,尽管可转债市场整体走强,但部分可转债因为基本面恶化等因素被下调评级。今年以来,已有东时转债、富淼转债、裕兴转债、华宏转债、声迅转债等多只可转债的评级被下调或列入观察名单。评级被下调主要由于公司基本面存在瑕疵,包括业绩亏损、债务压力攀升、征信状况恶化、股票退市等情形。

对于当前的转债市场,招商证券指出,目前平衡和债性风格的转债价格处于中长期视角下的中性点位,而股性转债的价格仍然偏低,尚有一定的提升空间。近年来转债市场供给整体减弱,在低利率环境下,未来企业借助转债融资的动力可能下降,叠加存量转债到期影响,从供给层面看未来对转债估值可能有所推动。

据《深圳商报》作者:陈燕青