

外资并购引发的市场机遇及其投资策略研究

文/汤斐

近期外资并购频繁发生，因为今年是WTO过渡期的最后一年，外资进入中国市场已是时不待我，而宏观经济调控使部分行业陷入周期性低谷，5年熊市跌出的投资价值，上市公司股改对价对支付能力的需求都为外资逢低介入提供了很好的买点。2006年初，英博以58.86亿元的高价收购福建啤酒龙头雪津啤酒，并购定价的市净率9.5倍，市盈率29倍；2005年9月GE金融入股深发展1亿美元时的价格比净资产溢价200%；在对广发银行竞购的过程中，花旗和法国兴业银行报出的溢价都在220%以上；2005年世界钢铁巨头米塔尔以每股股价溢价22.7%的价格受让华菱管线36.67%的股权，成为第二大股东；欧洲阿赛洛公司以每股股价溢价34.32%的价格受让莱钢38.4%的股权，成为并列最大股东；等等。在眼花缭乱的并购中，最扣人心弦的无疑是价格。业内人士都用“可提升的盈利空间”来解释投资方阔绰的出价。笔者认为“可提升的盈利空间”主要来自以下三个方面：

一方面由于行业周期等客观因素，或是公司价值取向偏离、管理团队经营能力欠缺等主观因素，企业现实盈利水平一般，而一旦制约业绩的短腿被补齐，则业绩也可能发生很大的变化，基于改观后的业绩，即使目前收购价格偏高，但长期资本回报率仍然可观。在花旗竞购广发案例中，如果花旗能完全控股广发银行，原来广发的网点就可以为花旗所用，广发每家网点所创造的价值就不能按照目前的价值创造能力来衡量，而应按照花旗每个网点的价值创造能力来衡量。由于花旗的价值创造能力远远高于广发，也就必然会造成外资并购的高溢价。有如国内钢铁企业的吨钢利润可能仅仅是外资企业的一半甚至更低。假如同样按照PE来给企业定价，那么国内金融资本给出的定价是基于国内钢铁企业的盈利水平而作出的，而国外产业资本收购是按照接近自身盈利水平来定价的，那么同样PE得出的定价结果，就是产业资本可以出2倍乃至数倍的价格来收购、整合并购获得的资产。

另一方面对于一些能够制造出市场垄断的行业，区域垄断属性来自运输半径的限制，而之所以存在运输半径，与这些行业产品的大宗低值有关。正是由于单位价值低，公司销售收入高、毛利率低，所以公司具有较高的利润弹性。如果通过并购整合获得一定的区域定价权，适度的提价将大大地提升企业的盈利能力。目前我国水泥行业集中度较低，价格战所主导的行业整合使得我国的水泥价格与国际价格水平相比明显偏低。随着行业集中度的逐渐提高，垄断程度地提高，以及部分企业区域定价权的获得，未来我国水泥价格将面临一定的提升空间。

还有一方面是控股权溢价。控股权之所以有溢价存在，是因为并购方能够借助控股权，充分利用各种资源，实现自己的整合意图，将可提升的盈利能力转化为真实的能力。以花旗为例，在泰国，花旗通过收购Mercantile Bank，实现了对它的绝对控股权，因此在泰国对外资行设限的情况下，一举获得全国银行业务许可，从而确立了外资行在泰国市场的领先地位。因此在谋求控股权的收购中，并购溢价明显要高于以纯粹战略投资者身份出现的买家的出价。在对广发银行竞购的过程中，花旗和法国兴业银行报出的溢价都在220%以上，而新桥参股深发展时溢价60%。从表面上看，外资涉足的行业非常多，证券市场的投资者关注外资并购，其着眼点并不是并购本身，而是其中蕴涵的投资机会。要想抓住并购引发的市场机遇，就要深入研究相应的投资策略，分析外资并购的出发点和落脚点，找出共性，理清思路。投资机会包括两个方面，首先，哪些上市公司可能成为外资并购的对象，投资者可以据此判断搭乘外资便车的可能；其次，外资并购的哪些理念可以借鉴，可以为二级市场的价值发现提供思路。

从已经发生的并购案例看，具有下列特征的行业企业最有可能成为外资并购的对象：

一、能够享受中国经济的高速成长的我国制造业的龙头企业。尽管从经济增长角度，政府在大力提倡扩大内需，但客观上投资仍是未来相当一段时间内中国经济增长的关键。我国经济近十年来一直保持着高速增长，根据发达国家的发展经验，中国经济将进入新一轮高速发展期，我国政府提出要在2020年基本实现工业化，使GDP总量在2000年的基础上在翻两番，为实现这一目标，GDP的年增长速度将不低于7.2%，而水泥、钢铁、机械等行业与投资存在高度相关性，国内经济的高速发展必然带动水泥、钢铁、机械的消费需求。在高成长性的行业环境中，龙头企业无疑能最大程度地分享行业增长的成果。例如水泥作为同质性很强的产业，规模效应十分明显，同处于一个区域内的水泥企业，在各方面硬件条件相当的情况下，规模优势等同于竞争优势。从近期外资水泥并购案例可以看出，由于拉法基瑞安已经具备区域整合龙头的素质，其并购四川双马是加速实现其区域定价权的目标。而其他新进入的水泥外资企业，无不选择目标市场的龙头企业，如海螺水泥、新华水泥、冀东水泥在各自区域都占据了天时地利的优势，选择与这些企业合作参与特定水泥市场的

整合，将起到事半功倍的效果。另外，中国劳动力成本优势在制造业体现得最为充分。

二、拥有自然资源、客户资源、网点资源的企业。如铁矿石对于钢铁企业非常重要，因此对资源的考察是收购方关注的重点。由于国内铁矿石资源基本集中在集团手中，所以对有资源优势的钢铁企业，并购方直指集团，策略非常清晰。又如随着2006年底中国银行业的全面开放，外资银行将获得国民待遇，外资参股比例的限制也将事实上失去约束力。短期内无法快速建立网点的外资银行将可以彻底放开手脚，通过谋求中资银行的控股权，将其现有的客户和网点资源据为己有。可以预见，外资银行对全国性中小银行、地方城市商业银行控制权的争夺将异常激烈。再如食品饮料行业，大多数世界食品饮料巨头在中国均有水土不服的失败经历，许多黯然退出，但更多的在重新思考在中国的投资策略，由原来的直接投资建厂到开始战略性地参股国内优势企业。对跨国公司而言，中国消费者多样性与地区差异性，以及中国消费市场的巨大不均衡性是他们在发展的最大障碍。而深谙中国饮食消费文化并迅速发展起来的部分国内优势企业已建立起一定的品牌优势与规模经济，同时形成了覆盖全国的销售网络，这是国内食品饮料企业的最大资本，也是国外产品直接进入中国市场的最大壁垒。为了获取品牌和渠道资源，未来几年国内食品饮料行业的外资并购将会越来越普遍。

三、与中国庞大人口和消费能力密切相关的行业企业。如食品饮料行业，人口基数本身就表明中国食品饮料行业的巨大吸引力。同时作为经济增长最快最为持续的发展中国家，中国食品饮料行业未来的发展空间和增长潜力将有目共睹。2005年中国城镇居民家庭的恩格尔系数低于38%，但人均GDP已达到1700美元，从国际经验看，这正是食品消费结构不断优化与加工食品需求加速上升的阶段。同时，中国“十一五”规划启动的新农村运动也必将带来农村居民的消费环境改善和饮食消费升级。而且国内食品饮料行业处于产业整合的关键时期，产业集中度虽不断提高但仍显分散，龙头企业初具雏形但地位仍不牢固、消费者初具品牌消费意识但忠诚度仍相对有限、需求增长虽然强劲但行业竞争激烈而导致盈利能力偏低，对国内食品饮料龙头企业而言在这个阶段也非常需要国际产业资本与金融资本的资金、经验、营销等方面的支持。因此，目前是外资战略性进入的最佳时机，既可以分享龙头企业的产业整合成果，又不至于错失未来的战略性发展机遇。

另外，对于具有典型的由运输半径形成的区域垄断属性的行业，如钢铁、水泥、食品饮料行业，具有垄断潜质的企业可能成为下一步外资并购的重点。哈啤集团、三鹿乳业等的并购就是典型案例。还有一类企业，其设备、技术以及管理能够与收购方结合，在整个生产链上发挥收购方优势。这类企业也是外资并购的目标。

此外，作为投资者，还应该注意注意到外资并购选择目标企业的思路尤其值得我们借鉴，他们在选择并购对象时更注重企业的流量指标，比如销售收入、市场占有率以及由此延伸的行业地位，注重企业重置成本等，这一点与国内通行的注重有形资产的存量视角有显著区别。而外资并购中的一些理念，其实也是我们长期投资所要遵循的理念，这样的理念可以帮助投资者采用适当的投资策略，更好地控制风险，把握机会（作者单位：江南大学商学院）

相关链接

- 对外贸易中中国企业签订违约金条款应注意的问题
- 中国贸易摩擦原因及解决方略
- 外资并购中国企业的价值效应
- 中国企业海外投资的几个问题
- 外资并购引发的市场机遇及其投资策略研究
- 我国城市基础设施建设引入民营资本的思考
- 我国建立海外投资保险制度的必要性和可能性研究

本网站为集团经济研究杂志社唯一网站，所刊登的集团经济研究各种新闻、信息和各种专题专栏资料，均为集团经济研究版权所有。

地址：北京市朝阳区关东店甲1号106室 邮编：100020 电话/传真：（010）65015547/ 65015546

制作单位：集团经济研究网络中心