

解析“溢价”中国

本刊记者

2006年2月，中国钢铁行业第二例外资并购案诞生，全球第二大钢铁巨头阿塞洛公司与莱钢集团正式签署股权转让协议，阿塞洛以每股5.88元人民币的价格受让莱钢集团持有的莱钢股份3.542亿股国有法人股，占莱钢股份总股本的38.41%，总价款为20.86亿元。阿塞洛每股5.88元的出价比莱钢股票最近30个交易日的平均价5.13元高出了约15%；考虑到莱钢股份进行股权分置改革时阿赛洛作为非流通股股东要向流通股股东支付相当数额的对价，阿赛洛实际支付的价格比莱钢股份的二级市场价格高出了30%以上。

数月之前，世界钢铁业的老大米塔尔公司曾斥资27.9亿元人民币成为华菱管线的第二大股东，国内钢铁行业的外资并购步伐明显加快。有报道称，国内上市的包头钢铁、八一钢铁和昆明钢铁等企业，都是外资收购的目标之一。

除了钢铁行业之外，啤酒、水泥、重型机械等行业，也都发生了外资大举渗透的现象。而“高溢价收购”成为其威力强大的制胜武器，他们在中国进行战略性收购时几乎不进行讨价还价，以超出国内企业的预期、让人无法拒绝的高溢价进行收购。那么，外资为什么要以“高溢价”来收购中国企业、特别是被国内投资界认为是产能严重过剩的钢铁业呢？

借产业调整之机抢占中国市场

2005年7月，中国颁布了《钢铁产业发展政策》，“鼓励钢铁企业合并联合、做大做强”成为其中的关键词。产业政策中明确提出了到2010年，钢铁冶炼企业数量较大幅度减少，国内排名前十

位的钢铁企业集团钢产量占全国产量的比例达到50%以上；2020年达到70%以上的目标。

钢铁协会最新资料统计显示，2005年，国内500万吨以上的企业达到了18家，这18家大型钢铁集团的钢产量仅占我国总产量的46.36%。而在日本前5家钢铁企业的钢产量就占到全日本钢产量的75%；欧盟15国6家钢铁企业钢产量占欧盟整个钢产量的74%；韩国浦项占据了韩国65%份额；而法国的阿赛洛钢铁公司几乎囊括了法国的钢铁生产。

从国际钢铁业发展趋势看，2000年德国克虏伯公司和蒂森公司的合并、卢森堡法比卢联合钢铁公司与西班牙冶金公司的联姻已经掀起了钢铁业并购的浪潮。学者们将其称为“全球第四次钢铁工业大规模重组。”在前三次的重组中，分别确立了美国、日本、欧洲的钢铁强势地位。因此，中国钢铁工业协会常务副会长罗冰生表示，今年钢铁工业的重点有二：一个是“淘汰落后生产能力”，另一个就是“推进钢铁企业的联合重组”。

外资正是看中了我国钢铁企业调整的大趋势，纷纷进入中国抢占市场。他们相信随着中国工业化发展，钢铁需求仍将持续走强。可以说抢占中国市场是这些国际巨头的营销战略：通过并购自己的竞争对手来组建大规模的钢铁联合体，是更为有效的提高钢铁生产设备能力、扩大钢铁公司的规模、增加在钢材市场的销售份额的做法。

因此，米塔尔收购华菱管线、阿赛洛收购莱钢、BHP收购安阳钢铁表明外资收购中国企业的脚步更加急切，不难看出其意在于在中国钢铁工业



的产业大调整中分得一杯羹。

宏观调控为外资低价收购创造大好时机

用“行业之广、速度之快、出价之高、动作之大”来概括外资并购并不夸张。除了钢铁行业，啤酒、水泥、重型机械等行业，也都发生了外资大举渗透的现象。以啤酒业为例，国内大型啤酒集团除了北京的燕京啤酒之外，几乎都被外资控制。国外金融巨头在收购国内陷入困境的银行、保险、证券公司时，更是不计成本，以远远高于账面资产的价格达成交易。像已经完成的德意志银行参股华夏银行，以及正在进行的广发银行收购战，外资都是这些企业重组的主导力量。

对于外资对中国企业的“疯狂”收购的原因，分析人士普遍认为：今年是 WTO 过渡期的最后一年，外资进入中国市场已是“时不我待”，而宏观调控使部分行业陷入周期性低谷，为外资逢低介入提供了很好的买点。

“最近外资频频收购国内企业，这是多种因素共同作用的结果。”在上海荣正投资咨询董事长郑培敏眼里，所谓的多种因素除了 WTO 和宏观调控，还包括 5 年熊市跌出来的投资价值、上市公司股改对价安排对支付能力的需求以及近期五部委文件对外资并购的政策支持，“从某种意义上讲，外资并购是股改和宏观调控的副产品。”

显然，由于中国巨大的市场潜力，国内许多企业的战略价值被严重低估。在这种情况下，外资将抓住时机，继续在中国掀起并购狂潮。

而另一位业内人士则表示，外资收购中国企业，对其本身有实现全球化资产配置和分散风险的作用。同时，收购所带来的利益，也可能更多地体现在同为外资控制的其他子公司身上，比如，通过“抑制”被收购企业使其他企业获得更大的垄断权。

企业“可提升的盈利空间”潜力巨大

在跌宕起伏的外资并购大戏中，最扣人心弦的一出无疑是阔绰的出价。无论是英博收购雪津隐含的 10 倍市净率，还是阿塞洛高出二级市场价格 30% 以上收购莱钢股份，都称得上“匪夷所思”。

在天价的背后，外资的算盘到底是怎么个打法？

对此，业内人士用“可提升的盈利空间”概念来予以解释。所谓“可提升的盈利空间”，是指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原因，企业现实盈利水平一般，而一旦制约业绩的“短边”被补齐，则业绩很可能发生改头换面。而基于改观后的业绩，即使目前收购价格偏高，但长期资本回报率仍然可观。

中信建投的银国宏认为，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（PE 是英文 PRICE EARNING RATIO 缩写，中文译为本益比，即股票的股价除以它的每股净利）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，那么同样的 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。

一些行业或公司的“可提升盈利空间”显而易见，但另一些则比较隐晦。对于那些“能够制造出市场垄断”的行业，如啤酒、水泥，其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，又与这些行业产品的大宗低值有关。正是由于单位价值低，利润表表现出销售收入高、毛利率低的特点，公司具有较高的利润——毛利率弹性。如果能够通过并购整合获得一定的区域定价权，那么适度的提价将能大大提升企业的盈利能力。

