

雪津啤酒并购高额溢价解析

■ 吴益兵

2006年1月23日,全球第一大啤酒巨头比利时的英博啤酒集团以最高的报价竞得福建雪津啤酒有限公司39.48%的国有股权,同时雪津其他股东同意两年内以同等条件、同等价格将剩余的60.52%股权分两次出让给英博集团公司。英博集团公司以58.86亿元取得了雪津的全部控股权。福建雪津啤酒集团成为迄今为止国内最昂贵的啤酒厂。

一、案例简介

雪津啤酒公司创立于1986年,2002年2月5日改制为福建雪津啤酒有限公司。2003年5月,福建雪津啤酒(三明)有限公司全面竣工投产,雪津走出了对外扩张的第一步。2006年1月,雪津啤酒(南昌)有限公司如期投产,开辟了省外的第一个生产基地。至2004年,公司总资产11亿多元,净资产5亿多元,当年产销啤酒72万吨,净利2.05亿元,位居全国第八。

2005年7月底,福建省产权交易中心、莆田市国资委与雪津管理层决定在福建省产权交易中心挂牌出让雪津国有股权,并提出了两轮竞标的招投标方案,即先进行首轮招投标,筛选出的合格竞标者,再进入第二轮报价。买家初步圈定为国际前四大啤酒巨头和国内前三大啤酒公司。

2005年8月31日,福建省产权交

易中心正式发布《福建雪津啤酒公司国有股权转让公告》,公告后经过法定的20个工作日,由福建省产权交易中心向潜在竞价者发通知函,主要包括信息备忘录和潜在竞价者须知。收到第一份标书的意向购买人共有六家,分别是英博、AB、华润雪花啤酒(中国)有限公司(下称华润)、燕京啤酒集团公司(下称燕京)、亚太酿酒(喜力)公司(下称喜力)和苏格兰纽卡斯尔啤酒股份有限公司(下称纽卡斯尔)。

2005年10月底,英博、华润、燕京和喜力向福建省产权中心递交了竞标书,给出了正式的报价,AB和纽卡斯尔退出。11月初,在对第一轮报价详加考察后,评审委员会综合价格和非价格因素,对英博、喜力和燕京发出了第二轮报价邀请,华润出局。

2005年11月初,接到第二轮报价邀请的英博、喜力和燕京,开始对雪津进行第二轮报价前的尽职调查。竞价方带来了包括财务顾问和法律顾问等的庞大团队,分成若干个项目小组,向雪津及其顾问咨询情况。12月上旬尽职调查结束后,燕京、喜力均不再报价,退出竞争。12月7日下午,第二轮竞价在福建省产权交易中心举行,英博报价58.86亿元——这也是最后成交价。

2006年1月23日,英博在比利时总部正式宣布,将以58.86亿元的价格取得雪津全部控股权:先以23.24

亿元买下雪津39.48%的国有股;至2007年年底以前,以同样价格完成对其余60.52%的非国有股份的收购。净资产只有5亿多元的雪津,卖出了58.86亿元的高价,溢价率达到10倍以上。

是什么造就了雪津啤酒的并购高额溢价?

二、雪津并购的高额溢价分析

1、雪津啤酒独立价值

雪津啤酒能够获得如此高溢价的原因在于雪津啤酒本身的发展前景和资产质量。

(1)雪津的地理位置及区域优势。在中国啤酒市场的版图上,福建具有举足轻重的地位。虽然福建人口只有3000多万,但仅2002年其啤酒市场总容量就达130万吨,居全国第三,人均消费量居全国第一。在福建啤酒市场上,雪津2000年产销量达到20万吨;2001年跃上31万吨;2002年产销量更是达到43万吨,居福建省首位,其区域优势不言而喻。

(2)富有本土经营经验和战略眼光的管理团队。雪津对于福建人来说是一个妇孺皆知的品牌。早在1996年,许多外资啤酒品牌大举入侵中国市场时,建厂才十年的雪津就被评为中国十大民族啤酒品牌。1999年7月,雪津新一代领导班子上任,决定跳出价格战的

泥淖,实施品牌升级战略,着力开发高品质的新产品。

(3)极具创新能力的研发团队。1999年,精装雪津冰啤问世,填补了中国冰啤空白;2000年,福建首瓶纯生啤酒在雪津诞生,很快赢得各地消费者的青睐;2001年,雪津啤酒系列产品获得国家绿色食品A级认证,成为福建省啤酒行业首家获此认证的企业;2003年,在其他厂家争上纯生啤的时候,雪津主动退出部分大众化市场,推出融合冰啤和纯生两大高科技含量的新品——雪津天地纯生冰啤,让消费者领略到雪津不断创新的魅力。企业根据高端产品战略要求,建立起全省啤酒业首家技术中心,建立原料质量评价体系,提高新鲜度管理。同时,投资近百万元建起国内一流的小型啤酒生产试验线,不断研发新产品,企业的技术开发能力一直处于领先水平。

2、雪津啤酒的并购价值

对于英博而言,并购雪津啤酒即打开了其在我国华南和华东的市场,在此基础上进行品牌与产业整合,将提高英博在中国的整体竞争力。雪津啤酒作为目标企业,不仅本身的资产优质,而且能够给并购公司带来协同效益。雪津啤酒对于英博的巨大并购价值体现在以下几方面:

(1)中国啤酒行业发展前景。中国啤酒市场年销售额超过60亿美元,且每年以5%的速度在增长,而欧美发达国家啤酒市场的年增幅只有1%~2%。中国啤酒市场的巨大潜力,让各方啤酒巨头在中国掀起了并购与扩张潮。英博集团想谋求在中国啤酒市场的发言权,并购雪津无疑是最好的选择。

(2)雪津对英博的协同效益。此前英博在中国已经收购了双鹿、KK、红石梁、白沙、金陵、金龙泉、绿兰莎等多个地方品牌,依靠这些品牌,英博占据着浙江第一、广东第一、湖北第一、湖南第一和江苏第二的市场位置。考虑

到啤酒的最佳运输半径和扩大在中国市场的规模效益问题,英博需要将长江沿线和珠江两个区域连接起来。收购雪津后,以福建、江西市场连接两大区域市场,成为比较理想的市场格局。由此可以发现并购雪津对英博的巨大协同效益价值。

英博对雪津啤酒远远超过净资产5亿元的收购价格(58.86亿元)是对雪津啤酒所产生的并购协同价值和雪津本身价值的肯定。英博对于雪津的并购定价是根据精密的定价模型确定的,并购对于英博的整体发展物有所值。在并购发生后,英博股价收盘报38.90欧元,在大盘下跌的背景下小幅上扬,说明市场对于此次并购的认同。

3、雪津啤酒拍卖机制设计

(1)开放的产权市场。2005年8月31日,雪津啤酒在福建省产权交易中心挂牌,要约竞价转让39.48%的国有股权,面向全球寻觅战略合作伙伴。由于雪津方面意在寻找有诚意、有实力的战略合作伙伴,做大做强啤酒产业,所以对竞购方提出了很高的入场门槛——从事啤酒生产与销售的企业,总资产规模在人民币70亿元以上,全球啤酒生产与销售的总收入在人民币400亿元以上,拥有充足可动用的流动资金、无资金链断裂风险等。

正是由于产权市场的开放性,全球啤酒业巨头的参与和充分竞争,市场发现价格的功能才得以展现,配置资源的基础性作用才得以发挥。如果雪津选择股票上市,不可能募集到这么多的资金;如果雪津在很小的范围内寻找买家,或是一对一地跟买家谈判,也不可能卖出这么高的价位。因此,此次并购高额溢价,开放的产权市场功不可没。

(2)创新的竞价方式与谈判方式。福建省产权交易中心对此次转让进行了交易方式和竞价方式的创新。转让采取分阶段、二轮报价的做法,参与雪津股权公开竞价的每个竞买人都有两

轮均等的报价机会,但第二轮报价必须以第一轮的最高价为起点,从而保证了竞价的充分性。

同时,谈判方式也进行了创新。通常企业的并购谈判是买卖双方谈判桌上直面博弈。而在雪津股权转让过程中,受托方根据委托方拟实现的目标,以书面出题的方式,让竞价方书面作答。同时约定,竞价方一旦成为最终受让人,其解决问题方案,即成为合同的有效组成部分。书面谈判增强了谈判的针对性,也保证了股权转让多元目标的实现。

三、总结与启示

1、正确认识企业的并购价值

仅仅从目标企业自身的价值出发将无法真正理解资本市场上对并购定价有影响的因素。在并购交易中,目标企业的价值不仅仅是目标企业价值本身,还包括了目标企业被并购后给主并企业带来的协同效益价值和一些灵活的投资项目产生的价值,这些都是目标企业价值的组成部分。在我国资本市场逐步规范的过程中,资本市场的并购行为将越来越多,无法理解资本市场的并购行为及并购定价,将无法把握资本市场。所以,应从产业战略整合和协同效益的角度来确定并购定价,对于不同的并购公司,同一目标企业所带来的协同效益是不同的。

2、提高对并购定价方法的认识

企业价值评估中的每种评估方法都有其适用的条件和环境,企业应根据实际情况选择正确的价值评估方法。一方面,提高企业内部职工对于企业并购定价方法的了解和认识,以增强企业并购中的价值理念;另一方面,利用中介机构的职业服务是企业增强并购理念的有效途径。

3、加强拍卖机制立法和执行

为杜绝市场中的腐败和违规行为,

神舟电脑 “传奇” 背后的 低成本竞争战略分析

■ 周一虹 蒋朋成

竞争是市场经济的本质,企业想在激烈的竞争环境中获得发展,必须结合特定的产业环境来选择适合自己的竞争战略。而不同的竞争战略都依附于一种或多种竞争优势,所以竞争优势的形成和维持是竞争战略实施的基础。与此同时,供应商的议价能力、买方的议价能力、现有产业内部企业之间的竞争、替代品的威胁以及新竞争对手的入侵等五种作用力,都会对企业战略的实施产生重要影响。从某种程度上讲,企业竞争战略的实施便是在应对上述五种作用力方面找到合适而独特的平衡点。本文拟以深圳市神舟电脑有限公司(以下简称神舟电脑)竞争战略的成功选择和实施为例,揭示其“传奇”背后深刻的低成本竞争战略。

一、案例回顾

神舟电脑成立于2001年1月,隶属深圳市新天下集团有限公司,注册资金9 800万元,是以电子信息产品制造为主业,集高性能笔记本电脑、台式电脑、一体式电脑、液晶显示器的研发、生产、销售为一体的高科技企业。2001年8月26日,第一台自产的神舟电脑整机下线,凭着质优价低的竞争优势,迅速成长为国内颇具影响力的电脑供应商之一。2002年电脑销量达20万台,销售额超过10亿元人民币,进入全国台式机销量排名前5位,一年就走完了别的厂商通常需要六年才能走过的路。在台式电脑市场上取得成功,2003年神舟电脑正式进军笔记本电脑。至

2005年年末,神舟笔记本电脑单月出货量超过3万台,以13.7%的市场份额仅次于IBM、联想位列第三。目前神舟电脑在北京、上海、广州、南京等全国34个大城市设立了分公司,并拥有神舟电脑专卖店2 000余家,经销商1 500余家、授权服务站近千家。

神舟电脑在如此短的时间里获得如此巨大的发展,靠的是什么样的竞争战略,又是如何实施这些战略的呢?

二、神舟电脑低成本竞争优势的形成

2001年8月,在神舟电脑第一台品牌机正式面世的时候,企业间的竞争非常激烈,各自的“势力范围”初步形

一方面要建立和制定规范的操作程序,完善《拍卖法》,建立若干法规或条例,形成拍卖业法律规范体系框架,促进交易前后相关程序的规范化;另一方面应加强产权交易监管,严厉打击串谋和贿赂行为,加强对产权交易机构及相关组织所从事的企业国有产权交易活动的监管,保证产权交易的公平、公正和透明。同时,适度放宽企业产权流动的限制,降低产权交易成本,推动产权的高效流动,使拍卖机制法规能得到

有效执行。

4、培育统一的产权交易市场,发展中介机构

针对市场分割的局面,需要投入硬件设施,建立全国统一信息披露系统和竞价系统,扩大交易市场范围。企业国有产权的转让必须按照规定的內容、方式、时间公开披露产权转让信息,广泛征集受让方,杜绝暗箱操作,逐渐形成国有产权转让价格的市场发现机制。大部分成功的并购是借助于投资银行、

资产评估机构、法律咨询机构、财务顾问公司等中介机构进行的,而我国缺乏的恰恰是谙熟并购投资和国际化经营的中介机构。所以,应大力发展中介机构,提高中介机构的专业和信用水平,严格管理中介机构的违规行为;将拍卖方案设计工作逐渐从交易所转移至专业公司,培育由中介机构组成的经纪人市场。■

(作者单位:复旦大学管理学院)

责任编辑 杨曼