

顺风光电并购无锡尚德案剖析

■ 周运兰 周琴 江爱灵

2013年11月4日,在香港上市的江苏顺风光电国际有限公司(以下简称“顺风光电”)发布公告称,以30亿元的价格成功收购了无锡尚德太阳能电力有限公司(以下简称“无锡尚德”)。无锡尚德作为曾经的全球光伏大佬——尚德电力控股有限公司(简称“尚德电力”)的核心子公司在破产重整中被小字辈的顺风光电吞并。

一、收购背景介绍

1. 光伏产业背景介绍

近十几年来,在产业政策的有力带动下,我国光伏产业保持了迅猛增长的势头。从生产能力上看,2007年,我国太阳能电池产量跃居世界第一,占全球总产量的50%左右,且90%以上的产品用于出口。然而,从2011年开始,我国光伏产业经历了“过山车”式的起伏。2011年一季度光伏产业还处于增产扩容的爆发性增长阶段,之后则急剧逆转陷入全行业大面积亏损的局面。2012年,产业无序扩张导致产能过剩,主要上市公司业绩全线下滑,国外市场萎缩和贸易壁垒对行业的影响更是雪上加霜。

2. 顺风光电简介

顺风光电是一家于2011年在香港主板上市,集太阳能电池片的研发、制造、销售和技术服务为一体的新型高新技术企业,是国内领先的太阳能光伏发电产品制造商和销售商。公司的主要业务为

制造及销售太阳能电池片、太阳能组件及太阳能硅晶片,其生产的高性能太阳能电池技术水平处国内较高水平。但公司在行业里只能算一个中型企业,相比其他的巨头企业资产总量较少。

3. 尚德电力与无锡尚德简介

尚德电力曾经是拥有领先光伏技术的国际化高科技企业,专门从事太阳能光伏产品的研发、制造、销售和售后服务,为全世界提供可靠和经济高效的太阳能系统解决方案。公司于2001年9月由施正荣博士创立,2005年在美国纽交所成功上市。短短数年尚德电力快速成长为全球最大的晶硅组件制造商,历史最高股价曾高达90.04美元。然而,2013年3月20日,尚德电力的核心子公司——无锡尚德(是尚德电力旗下资产规模最大的生产基地,集中了尚德电力95%以上的产能)因不能偿还到期债务,被无锡市中级人民法院依法裁定破产重整。

4. 收购过程简单回顾

受行业性亏损、公司战略决策失误、欧盟“双反”调查等不利因素的影响,尚德电力的经营管理和财务关系都陷入了两难的境地,唯有破产才能解决资不抵债问题。2013年3月,尚德电力在美国的5.41亿美元可转换债券到期违约,以致尚德电力不得不进入破产重整;2013年4月,由于尚德电力连续30个工作日的平均收盘价低于1美元,收到纽交所的退市警告。顺风光电自2013年8月就开始与无锡市

政府接触,10月提交竞投文件并支付5亿元保险金,11月30亿元重组方案出台并被债权人大会通过,短短3个月时间,顺风光电就完成了对无锡尚德的重组。

二、收购的特点剖析

1. 典型的“蛇吞象”式并购。顺风光电和尚德电力两公司并购前的资产和销售收入相差悬殊。2010年顺风光电资产为8.46亿元,销售收入为6.23亿元,尚德电力资产为207亿元,销售收入为189.13亿元;2011年顺风光电资产为26.26亿元,销售收入19.72亿元,尚德电力资产为197亿元,销售收入202.67亿元。尚德电力是光伏行业的大佬,顺风光电是小字辈,这是一场典型的“蛇吞象”式的并购。这种“蛇吞象”的并购在国外通常是通过杠杆并购的方式进行,即主并企业以负债的形式筹集资金用以完成收购交易,也是收购类别中风险指数最高的一类。而顺风光电并购尚德电力是具有自身特征的一种“蛇吞象”式并购,具有一定杠杆并购的特征,但又有其资本运作的巧妙之处。

2. 巧妙的资本运作。根据重整方案,顺风光电除了支付30亿元的支付价款外,拟将继续投入30亿元用于无锡尚德的偿债及后续经营,即顺风光电接盘和发展无锡尚德至少需要60亿元资金。而根据顺风光电的财务数据显示:2011年,公司盈利0.24亿元;2012年,

亏损2.71亿元。由此可见,顺风光电的盈利能力不容乐观。要完成收购,顺风光电就必须依靠募集资金。为了筹集充足的收购资金,顺风光电曾经向国家开发银行和中国银行等申请贷款,但均没成功。随后顺风光电另辟蹊径,成功配售新股募得11亿港元。另外,在获得无锡中院批准的重整人资格的半个月后,顺风光电宣布发行35.8亿元港币(约合人民币28亿元)的10年期零票息可转股债券。表面上看,若该笔债券不转换,此并购资金绝大部分来自于负债,属于典型的高负债型的杠杆并购。但据顺风光电发布的《关联交易:发行可转换债券及股东特别大会通告》显示,顺风光电这笔可转股债券中的60%(即21.48亿港元)是指定由大股东郑建明全资控股的公司Peace Link认购的。而Peace Link正是顺风光电的大股东,若该可转股债券悉数转换,则郑建明旗下的Peace Link公司在顺风光电的持股比例将由23.6%提升至35.89%。因此该系列巧妙的资本运作不仅帮助顺风光电如期支付了收购资金,也使大股东郑建明加强了对上市公司的控制权。

三、收购对顺风光电的正面影响

企业资本运营所追求的目标之一就是谋求资本价值最大化,并购作为一种重要的资本运营形式,将给并购双方未来的发展带来深远影响。从正面看,此次收购预计将为顺风光电带来以下几方面的好处:

1. 优化了战略布局。在光伏行业规模是制胜法宝。作为中小型光伏企业难免面临淘汰危机,收购整合无锡尚德正是顺风光电为解决危机所采取的战略行动。此次收购有助于顺风光电整合前期并购的海润光伏、常州益鑫等光伏电站项目以及投资于新疆的太阳能发电站等项目。

2. 获得规模经济优势,取得经营以

及管理协同效应。一是顺风光电并购无锡尚德扩大了规模,可以快速将各种生产要素和资源集中起来,从而降低单位交易成本或提高单位投资的经济效益,获得可观的规模经济优势。二是无锡尚德是中游电池组件企业,而顺风光电是上游生产商,收购完成后将加长公司产业链条,进一步强化公司太阳能电池片及太阳能组件的产能,进而为公司扩展至太阳能电力厂的经营打下基础。三是无锡尚德2009年行政管理费用为76.9百万元,占销售额的4.54%,顺风光电的行政管理费用为12.128百万元,占销售额的1.95%,从这方面看可知顺风光电的管理效率比无锡尚德要好。而并购则有可能改善这一差别,成本有望降低,有利于提升顺风光电的毛利率,带来管理和经营方面的协同效应。四是顺风光电和无锡尚德合并后,新集团可以降低企业的广告费用、开店费用等竞争成本,并且在一定程度有利于促进网点布局的合理化,使企业的各项资源得到充分有效的利用,实现集约化经营,提高企业的经营效率。

3. 借助品牌效应,扩大市场占有率。顺风光电接手无锡尚德,主要是看中其具有核心优势的国际品牌。尚德电力曾是全球最大的光伏电池经销商,有着较好的品牌效应,尤其是在欧洲市场拥有稳定的客户群。通过本次收购,顺风光电可以将无锡尚德作为重要的技术研发平台,强化其太阳能产品的生产能力;并利用“尚德”这个金字招牌提升自身在光伏行业内的市场地位和竞争力,吸引更多的客户群和投资商。

四、收购的风险分析

“蛇吞象”式收购也被称为“刀尖上的游戏”,尽管可以带来上述效应与优势,但也会给企业带来财务、运营等方面的相关风险。

1. 财务风险。2012年年底,顺风光电持有现金仅有1 728万元,2013年上

半年发行一笔港币可转债和股东垫资后,持有现金增至4.6亿元,但银行贷款依然高达8.6亿元。顺风光电自身较高的负债,加上并购的高额现金支出都会加重顺风光电的财务负担。而无锡尚德当时负债107亿元,顺风光电称将自行解决无锡尚德的债务问题,这无疑也会增加顺风光电的财务风险。顺风光电为筹集并购资金发行的可转股债券也具有一定的财务风险。其2013年亏损18.17亿元主要是由于可换股债券公允价值亏损18.16亿元所致。

2. 营运风险。营运风险是指并购方在并购完成后,可能无法使整个企业集团产生经营协同和财务协同等效应,难以实现规模经济和经验共享互补的风险。顺风光电本身是专注于做光伏电能的上游,且企业自身规模不大,无锡尚德的规模却非常大,如何使这些产能得到有效利用存在一定风险。

3. 管理风险。虽然顺风光电在管理上的效率相比无锡尚德要高,但并购之后,顺风光电要对无锡尚德进行大刀阔斧的改革与重整,不可否认这会是一个不小的挑战。一方面,顺风光电缺乏收购大型企业的相关经验,许多工作需要从头开始,重整难度相当大;另一方面,无锡尚德是一家外商独资企业,主要市场在欧美,而顺风光电缺乏对外资企业的管理经验,面对尚德的客户群,顺风光电管理层能否有效掌握也尤为关键。并购之后无锡尚德的管理队伍和技术人员能否得到合适配备,能否找到得当的管理方法,管理手段是否具有 consistency、协调性等都存在不确定性。

4. 企业文化风险。企业文化是在空间相对独立、时间相对漫长的环境下形成的特定群体一切生产活动、思维活动的本质特征的总和。每个企业都具有其文化独特性,而文化的兼容性是决定并购成败的关键因素。顺风光电为本土企业,无锡尚德经营范围国际化决定了两者存在文化差异。顺风光电与无锡尚德

安琪酵母的股利政策： 财务业绩和市场表现的双重奏

容少华

当经营走向正轨，实现盈利销售，获得满意现金流的时候，企业股利政策面临的抉择是：要么分文不派，继续投资，继续成长；要么分红派息，分享经营成果；要么综合平衡，实现投资分红两不误。企业股利政策的核心问题是确定股利支付率。在酵母市场激烈竞争的背景下，安琪酵母选择了固定或稳定增长的股利政策（表1）。这项政策的选择是企业长远目标的制度性安排，还是权宜之计？是公司治理结果，还是财务运营需要？是为了企业可持续发展，还是为了赢得资本市场青睐？众多疑问，还需从财务业绩和市场表现中寻找答案，为企业股利政策的制订提供理论线索和方向指导。

一、企业经营成长性

企业成长性是企业投资机会的代名词。企业成长往往蕴含着产能的扩张、市场的扩大和投资的升温。投资需要市场、原料、技术、管理和人才的配合，也需要

资金和资本的支持。按照啄食理论的观点，项目投入资金首先来自于留存收益，其次是债权，最后才是发行股票。这样的融资顺序安排，既照顾到了短时间融资的难易和融资时的成本，也兼顾到了长期资本的成本，是正常理财环境下融资顺序的选择。如果企业理财环境特殊，这种融资顺序的安排，或许不是最优选择。

从安琪酵母的营业收入增长率和可持续增长率的对比来看，两者之间的增长基本吻合（表1）。在不协调的2010～2011会计年度，安琪酵母做了定向增发的股权融资。这项融资安排也为2013年的不协调创造了调整的机会。从当期留存收益/长期投资的比率来看，安琪酵母依托留存收益为项目融资的力度在大幅减少。这既是安琪酵母固定或稳定增长股利政策的结果，也是安琪酵母资产增长过快、经营收益大幅下滑使然。在营业利润增长率和净利润增长率大幅下挫的背景下，安琪酵母仍然坚持固定或稳定增长的股利政策，推

高了公司股利支付率，减少了公司留存收益，有悖于正常经营条件下固定或稳定增长股利政策的初衷。

二、企业资本成长性

实体经营和资本运营是企业运营的双行道，面临两类客户需求（消费者和投资者）、两种市场环境（产品市场和金融市场）、两条战线竞争的博弈（差异化和低成本化）。如果企业运营不当，好的经营业绩也不能转化成好的资本市场预期，甚至会拖累实体经营。

股票市值中隐含有市场对公司成长的预期，因此在股票固定增长估价模型或非固定增长估价模型中含有增长因子，可用公司权益市值与账面价值之比（M/B）来反映公司未来的成长性。但M/B反映的公司成长性并不那么单纯。M/B是资本市场基于所有公司成长性的一个排序、一个对比而做出的评价。股票定价是相对的，反映的成长性也是相对的。这就决定了M/B

能否形成共同的经营理念、团队精神、工作作风等对并购成败有着极大的影响，具有一定的风险。

尽管这场“蛇吞象”的行为受到光伏界的质疑，但在并购完成后的几个月内，顺风光电的股价从0.38港元飙升至8.89港元（截至2014年4月7日的收盘价），说明了投资者目前普遍看好该并购，市场预期较好。当然这一次并购能否完全达到相关利益方预计的效果，顺风光电

和无锡尚德能否涅槃重生，仍需要时间的检验。

[本文受国家社科基金项目“国有企业集团边界确定与运行机制研究”（12BGL042）和“民族地区战略性新兴产业的金融支持研究”（12BMZ073）以及中南民族大学MBA教育中心资助]

（作者单位：中南民族大学管理学院）

责任编辑 陈利花

参考文献

1. 蒋卓颖. 顺风光电投标重组无锡尚德 英利天合等四家已退出竞标. 21世纪经济报道2013年10月8日
2. 田志明, 陈志杰, 郭小戈. 中国企业跨国并购如何玩转“蛇吞象”. 南方日报2010年4月1日
3. 王轶. 2013. 我国光伏产业遭遇“双反”调查现状及对策. 合作经济与科技, 3