

清科观察：从茅台五粮液看行业并购整合 PE 借机迎来新机会

2012-8-22 清科研究中心 分析师 朱毅捷

8 月是上市公司半年报集中披露的时间，而已披露央企的“净利下降”让投资者的心情雪上加霜。但是，作为国内白酒行业的龙头-贵州茅台（600519）和五粮液（000858）的表现，则是让人眼前一亮。据其半年报显示，上半年贵州茅台的净利润增长达到了 42%，而五粮液更是有着“五成”的增速。不过，茅台五粮液的亮点并不仅仅在此，两家公司放出的“千亿”目标及其产业整合规划，更是引发了强烈的反响。

竞争加剧 现金存款过多 或促使白酒行业加速整合

两家公司加速产业整合的规划，并不只是管理层“动动嘴皮子”，以下三个原因充分证明了这一点：

- **白酒领域竞争加剧，进一步拓展中低端市场会带来较大的增长。**在两家公司近期所披露半年报的“董事会报告”部分，茅台和五粮液不约而同的表达了以下观点：“高端白酒市场的竞争变得更加激烈。”那么除了在“激战”中稳固自己的地位，两家公司以中低端市场作为新的突破口自然是较为合理的选择。而半年报中数据，更是为此添加了有利的证据：2012 年上半年，贵州茅台“高度茅台”的营收同比增长 32.45%，而“低度茅台”和“系列酒”的增长则分别达到了 37.72%和 65.18%，超过了“高度茅台”的增幅；五粮液上半年“高价位酒”的营收同比增长 37.6%，而“低价位酒”营收的同比增速则达到了 106.04%。可以预见的是，在两家公司今后的发展中，中低端市场必然是一大重点。而中低端市场“行业集中度低”、“地方保护强”的特点，令以并购为手段的产业整合，成为拓展中低端市场的重要武器。
- **“千亿”战略目标任重而道远，并购是“做大”的捷径。**以五粮液为例，其股份公司在 2011 年的酒类营收约为 185 亿，同比增长 31.2%。在高端白酒市场竞争加剧、经济增速放缓的格局下，即使按年增速 30%计算，在“十二五”结束之时，五粮液股份公司的酒类营收约为 528 亿，与其“集团千亿，股份公司 600 亿”的目标有着一些差距。而并购活动所带来的渠道扩展和市场份额增加，可以让公司离其目标更进一步。
- **巨额现金或成“甜蜜的烦恼”。**在经济形势不明朗的时刻，持有足量的现金“准备过冬”对企业来说至关重要。可以说在之前的金融危机里，那些因流动性问题而“猝死”的巨头至今还历历在目。但是对于上市公司而言，巨额的现金却也是种变相的负担。众所周知，对于一个上市公司经营业绩的考核，资产收益率（ROA）、资金运用效率等标准都有着举足轻重的地位。

表 1 2011 及 2012H1 贵州茅台与五粮液的资金和收益状况（单位：亿元）

	平均现金及 等价物	期内利 息收入	平 均 总 资 产	净 利 润	（经调整）年 化利息收益	（经调整）年 化资产收益率	平均现金 等价物总 资产占比
2011 年 （贵州茅台）	155.7	1.67	302.5	92.5	1.07%	30.58%	51.47%



2012 H1 (贵州茅台)	196.2	1.87	373	73.5	1.91%	33.59%	52.60%
2011 年 (五粮液)	178.4	2.4	327.9	63.9	1.35%	19.49%	54.40%
2012 H1 (五粮液)	223.7	3.2	382.9	52.4	2.86%	23.77%	58.42%

来源：上市公司财报，清科研究中心整理

很明显，资金的利息收益与公司整体的资产收益率相差甚远。尤其是当现金及等价物在总资产中占比超过 50%时，其机会成本的损失将会非常可观。如果不考虑其他因素，通常持有过量现金的企业也会是杠杆收购（LBO）的理想目标。对上市公司而言，常见的现金处理方法包括分红、再投资和并购。清科研究中心认为，根据两家酒企的发展战略，预计将来较为合理的行为将会是：保持一定的分红比例，持续的扩大产能、积极投资渠道，同时增加并购活动。

产业整合 —— 有风险 更是机遇

已上市企业中，具有大量资金存额并且现金流强劲的公司可能并不占多数，但是对于拥有一定融资能力的企业，并购必然是其所关注的一个选项。尽管近期的宏观经济走势并不如人意，甚至很多企业都在准备“储量过冬”，但是我们还是应该保持清醒的头脑，从危险中看到机遇。对于国内的企业而言，以下几点值得思考：

- 在中国经济力图软着陆的同时，“保增长”与“调结构”需求，必定会使中央及地方政府出台各项优惠政策，从而给各行业带来新的机会。资源开放、税务减负、地方保护主义松绑等潜在的行为，会在一定程度上解决现有的“不能做（行业准入）”、“不让并（行政障碍）”、“不赚钱（负担重）”等问题，为行业发展提供新的机遇。
- 虽然中国的环境不容乐观，但是外国同行的生存状况可能更加恶劣。缺少了从前凶猛的拦路虎，这对我们的企业提升竞争力是一个难得的机遇。例如，全球需求的下降大幅降低了铁矿石的价格，从前受制于“原料成本不可控”而利润有限的钢铁行业，如能低价收购铁矿，整合上游供应，则能在一定程度上提振未来的盈利能力。
- 经历了严寒的考验，活下来的会更加强大。像白酒一样，很多行业都面临着竞争加剧的情况。但是经济形势的变化，却为行业内的洗牌带来了契机。也许其中的过程很艰难，不过总有一天，幸存的企业会发现：从前的竞争者不见了，原来已分好的蛋糕再度有了变化，而一些之前想买也买不到的东西现在半卖半送了。这个时候，对于握有足够现金并且做好充分准备的企业来说，就是一场狂欢盛宴。
- 在未来产业整合的大潮里，有几类企业值得关注：
 - （1） 盈利受原材料影响较大的，如钢铁、化工和他们的上游行业；

- (2) 受下游渠道掣肘的大型企业和有本地优势的地方性企业，如食品饮料，连锁零售等；
- (3) 经营状况受宏观经济影响较大的周期性行业，如房地产、机械制造、物流等；
- (4) 有一定技术优势，却很难在短期将优势转化为利润的高科技企业，如生物医药、清洁能源等；
- (5) 现金过剩和存在流动性隐患的企业。

清科研究中心今年第二季度的数据表明，上列提到的前四点已经在并购活动的行业分布上有所体现：

表 2 2012 年第二季度中国并购市场并购行业分布

行业	案例数	比例	案例数 (金)	并购金额 (US\$M)	比例	平均并购金 额(US\$M)
机械制造	35	16.6%	29	1,884.19	15.8%	64.97
房地产	24	11.4%	24	739.80	6.2%	30.82
能源及矿产	21	10.0%	21	3,299.07	27.7%	157.10
生物技术/医疗健康	16	7.6%	13	141.65	1.2%	10.90
建筑/工程	15	7.1%	14	1,721.44	14.4%	122.96
化工原料及加工	13	6.2%	11	379.07	3.2%	34.46
电信及增值业务	9	4.3%	9	166.71	1.4%	18.52
连锁及零售	9	4.3%	7	146.60	1.2%	20.94
清洁技术	9	4.3%	8	155.55	1.3%	19.44
互联网	7	3.3%	3	8.56	0.1%	2.85
IT	7	3.3%	6	43.73	0.4%	7.29
汽车	7	3.3%	5	101.19	0.8%	20.24
金融	7	3.3%	5	161.61	1.4%	32.32
农/林/牧/渔	5	2.4%	5	11.95	0.1%	2.39
电子及光电设备	5	2.4%	5	108.04	0.9%	21.61
娱乐传媒	4	1.9%	3	2,602.98	21.8%	867.66
食品&饮料	3	1.4%	2	3.40	0.0%	1.70
教育与培训	1	0.5%	1	0.12	0.0%	0.12
广播电视及数字电视	1	0.5%	1	6.00	0.1%	6.00
物流	1	0.5%	1	3.41	0.0%	3.41
其他	12	5.7%	11	244.43	2.0%	22.22
合计	211	100.0%	184	11,929.50	100.0%	64.83

来源：清科研究中心 2012.08

www.zdbchina.com

传统投资受阻 关注产业整合将为 PE 机构带来新的机遇

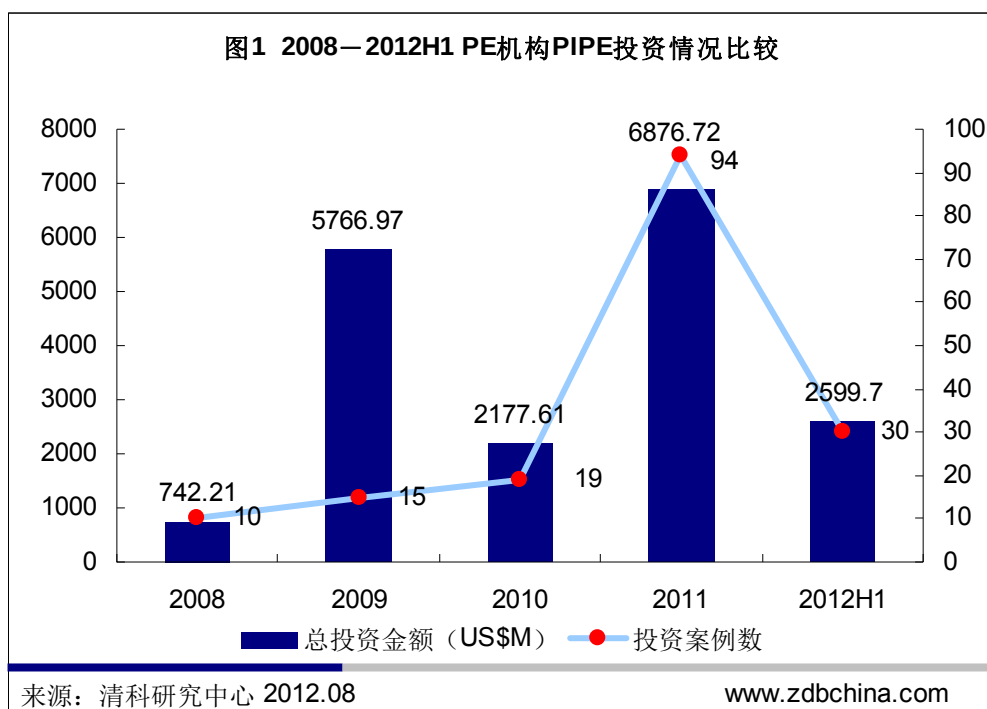
对于 PE 机构而言，今年的日子并不好过。传统的“投资-持有-IPO 退出”的模式曾经为 PE 机构带来了大量的收益，然而今年宏观经济和资本市场的变化，却使得那个“好时代”似乎渐行渐远。根据清科研



究中心的数据，今年上半年，VC/PE 支持的 IPO 完成 67 笔，同比去年上半年的 95 笔下降 29.5%；与此同时，IPO 的退出回报也由去年上半年的 8.15 倍同比下降 35.3%至今年同期的 5.27 倍。而随着资本市场有效性的增长和 IPO 估值的合理化，我们估计未来的回报情况也并不乐观。

然而未来会出现的产业整合大潮，无疑会给 PE 机构带来新的投资机会。这种机会主要可以通过三种形式把握：

PIPE（私募股权投资上市公司）：PE 投资二级市场并不罕见，而近些年 PIPE 投资活动也在呈放大趋势。虽然由于经济环境的变化，今年上半年的数据相比去年同期略有下降，不过从长期来看，清科研究中心认为 PIPE 投资还会进一步的上升。



一般来讲，二级市场的投资收益主要来自被投公司的增长性和交易价格与合理价格的差异。而实体经济与资本市场的现状和未来，正好提供了一个诱人的投资契机：

1. A 股长期处于低位，PIPE 投资的单位成本和风险较低。长期来看，会有较大的回报来自“价值恢复”。
2. 经济形势变化，未来可能迎来的行业整合大潮将带来无限机遇。一方面，可能大量出现的并购活动极大地提升了融资需求，从而增加了投资人选择的余地；另一方面，行业洗牌后，必然会有企业通过“吞掉”竞争对手获得跳跃性的增长，而投资者们也可以通过资本市场分享这块可观的收益。

并购基金：在海外市场，并购基金是市场里的活跃机构。投资者发现并收购一些经营不善而又有潜力的公司，同时利用自己优秀的整合资源和管理能力，优化被收购公司的经营，使其逐渐成为资产优良业绩稳定的企业。随后投资者寻找到合适的买家并退出，从而获取到极其丰厚的收益。目前，首支券商系并购基金——“中信并购基金”已于 6 月获得证监会的许可，或许会在今年下半年面世。而潜在的行业整合大



潮，的确在未来为并购基金提供了大量的机会。但是“经验上的缺失”、“职业经理人团队的缺乏”、“行政审批控制”等因素，都在制约着国内并购基金的进一步发展。

出资参与企业并购：这种方式与 PIPE 投资的区别在于后者投资上市公司主体，通常并不直接控股被并购的企业；而它与并购基金的区别在于并购基金会倾向于获得控股权，以便对公司进行改造，而前者并没有此类需求。以今年中信产业基金与三一重工的合作为例，这笔交易里中信产业基金扮演着一个“联合收购者”的角色。首先中信产业基金没有直接向三一重工提供并购融资并获取一定的权益；其次作为“联合收购者”，中信产业基金选择了一个并没有多少话语权的股份比例。但是这项投资的收益结构却与并购基金有些相似：一部分收益来源于欧洲危机时企业价值被低估的部分；另外还可以借势三一重工的管理、行业经验和渠道对被收购企业进行改造，从而达到资产增值的目的。

这种投资方式的好处在于不需要巨额的并购资金，也不需要进行大量的“管理输出”，大多 PE 机构均可进行此类操作。但是缺点也同样明显，那就是主动权掌握在别人手中。以此案为例，假如今后事实证明三一重工的并购并没有产生协同效应，也没有很好的对被收购企业进行整合，那么中信产业基金等到的，就不一定是丰厚的收益了。

关于清科

[清科集团](#)成立于 1999 年，是中国领先的创业投资与私募股权投资领域综合服务及投资机构，主要业务涉及：领域内的信息资讯、研究咨询、会议论坛、投资银行服务及直接投资。

服务介绍：

[清科研究中心](#)于 2001 年创立，研究范围涉及创业投资、私募股权、新股上市、兼并收购以及 TMT、传统行业、清洁技术、生技健康等行业市场研究。目前，清科研究中心已成为中国最专业权威的研究机构之一。清科研究中心旗下产品[清科数据库](#)（Zdatabase）是一款覆盖中国创业投资及私募股权投资领域最为全面、精准、及时的数据库，为众多有限合伙人、VC/PE 投资机构、政府机构等提供专业的信息服务。

[清科互动](#)平台是目前国内影响力最大的投资人及企业家交流平台，每年参会人数总和逾万人次，拥有国内最强的投资人关系网络。旗下会议论坛品牌包括中国创业投资暨私募股权投资论坛、中国有限合伙人峰会、中国高成长企业家峰会及创业投资俱乐部

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_15857

