

从航运集团的多元化看高波动产业的业务组合战略

一、 引言

高波动产业该如何管理周期性风险，多元化投资能否对冲和分散风险？

本文将分析世界上最大的两家海运企业是如何用多元化来管理波动以及他们各自的经验教训，马士基通过引入高风险资本回报率的石油开采业务来对冲主业成本风险，通过引入零售业务来提升集团整体的风险资本回报率，与此同时，集团剥离了风险资本回报率低的橡胶、塑料、机械、航空等业务；而铁行集团却因其在地产开发、建筑与地产投资等负现金流业务的过度投入而导致债台高筑，虽然用了十年时间、剥离了数十亿英镑的资产，但仍无法挽回主业投入不足的劣势，最终被迫出售主业。高风险收益率、正现金流是高波动产业多元化扩张的业务选择前提，而追求风险回报率上的一致性比追求行业周期上的对冲性更重要。

反观国内航运集团，我们惊讶的发现，招商局与中远集团的多元化战略是如此的一致，而他们又都进入了导致铁行集团没落的地产金融领域，这种多元化扩张将给两家海运集团的多元化道路带来怎样的影响呢？而子公司的独立上市又将对上述多元化战略产生怎样的影响？

二、 马士基的多元化道路

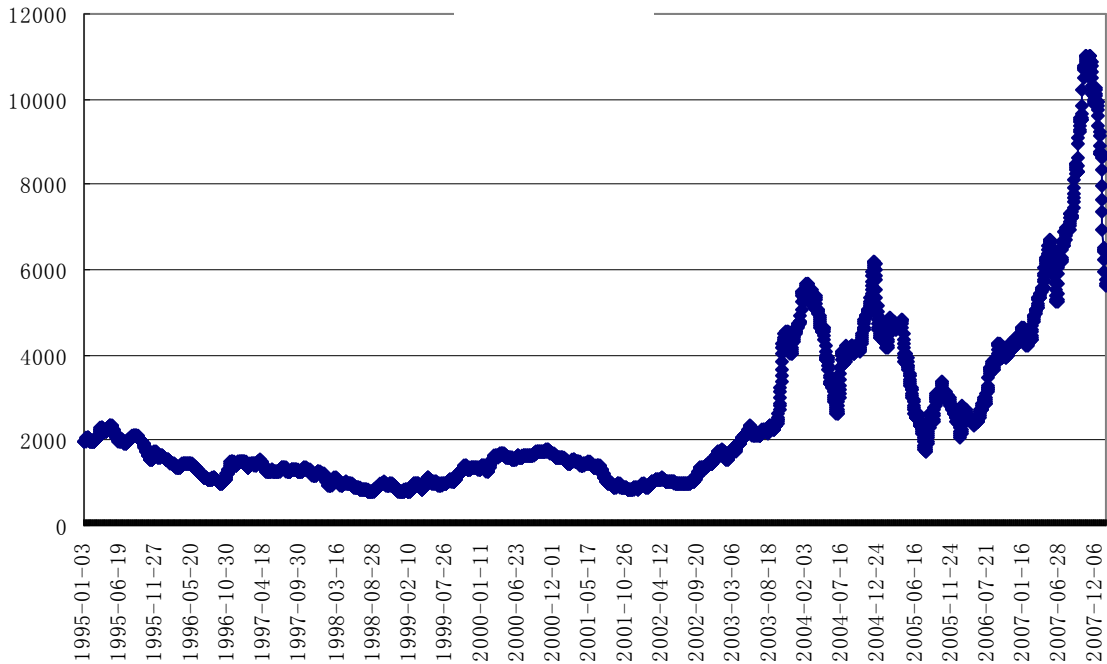
2.1 马士基，航运“老大”的困扰

马士基是一家 1904 年成立的丹麦企业，成立之初，主要从事欧洲地区的海上运输业务，经过一个多世纪的发展，目前马士基已经发展为一个全球化的企业，在全球 130 个国家拥有 11 万员工，并成为全球最大的航运企业。2005 年马士基并购了全球第二大航运企业铁行渣华，从而进一步巩固了自己的领导地位，2006 年销售额 445 亿美元，净利润 27 亿美元，总资产 554 亿美元。

但是，作为航运业的老大，马士基同样遭受行业高波动的困扰。世界经济周期的波动会影响全球贸易、进而航运需求；另一方面，上游船舶制造的周期较长，一般需要两到三年时间，因此，船舶供给的变化总是落后于需求的变化，从而形成周期性的供不应求与供大于求；最后，油价变动也会对航运业的利润率产生较大影响——图（）是波罗的海综合运费指数（BDI），由图可见，航运业的价格波动是相当剧烈的。

波罗的海运费指数

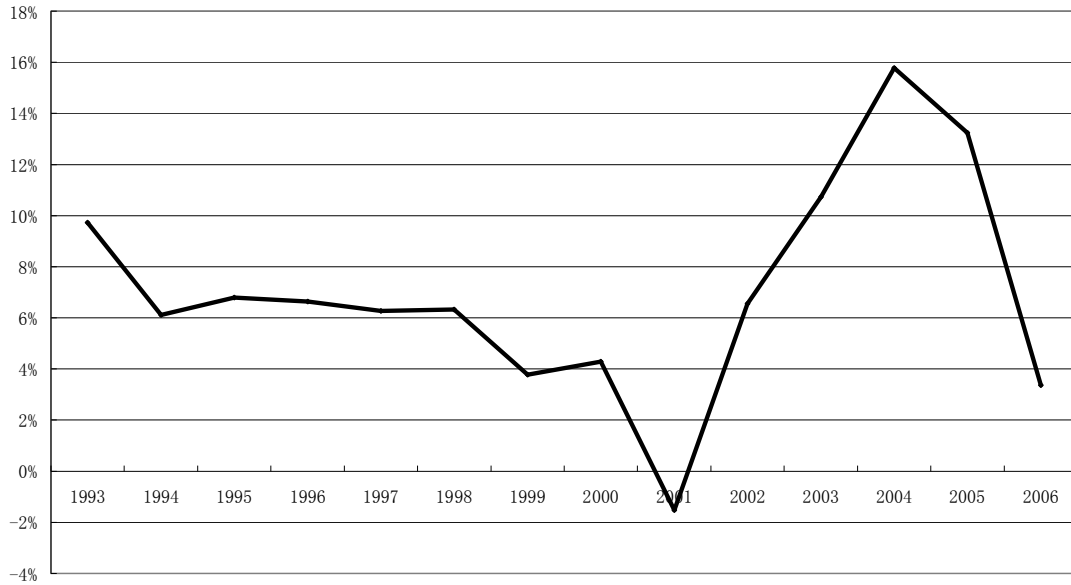
综合运费指数(BDI)



图（）波罗的海综合运费指数（BDI）

行业环境的变化又会对公司业绩产生更大影响，以马士基 2006 年底的业绩预测为例，根据公司自己的市场分析，在各影响因素都维持 2006 年水平的情况下，公司 2007 年的净利润将达到 30 亿美元，但如果运价变动 1%将导致净利润变动 6.2%——换句话说，如果 2007 年航运价格下降 5%，公司净利润就将减少 31%；而如果运量变动 1%则将导致净利润变动 3.3%，油价上升 1 美元将使集装箱部门损失 4400 万美元；在 2007 年中期，公司对上述因素的敏感性进一步上升，如果运价变动 1%将导致下半年净利润变动 8.8%，运量变动 1%将导致下半年净利润变动 5.3%……对市场环境的高度敏感性决定了航运企业的更高波动性，图（）是马士基海运业务 1993~2006 年的净资产收益率，2001 年受 911 影响集团航运业务出现亏损，但在次年 ROE 就恢复到 6%水平，2004 年更进一步上升到 16%水平，从-1.5%到 15.8%，净资产回报率的“陡峭”变动显示了这个行业的高波动性，而无论马士基如何进行规模扩张，都难以消除这种行业整体的波动，结果，为了管理波动风险，马士基走上了多元化的道路。

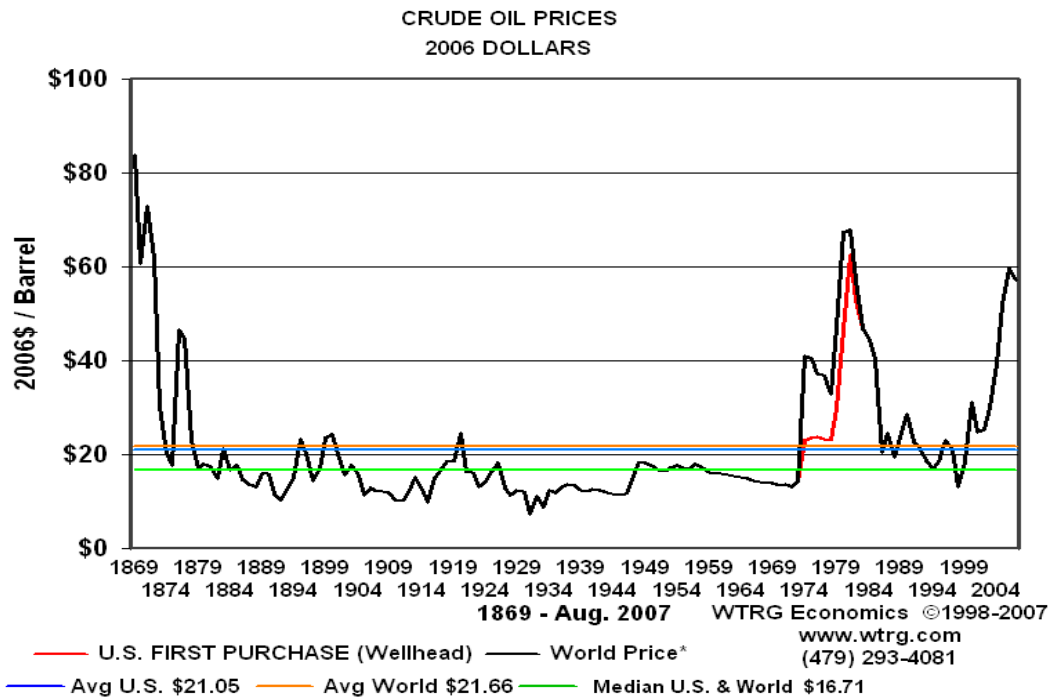
马士基海运业务的净资产收益率



图（）马士基海运业务的净资产回报率变动

2. 2 引入石油业务，对冲主业风险

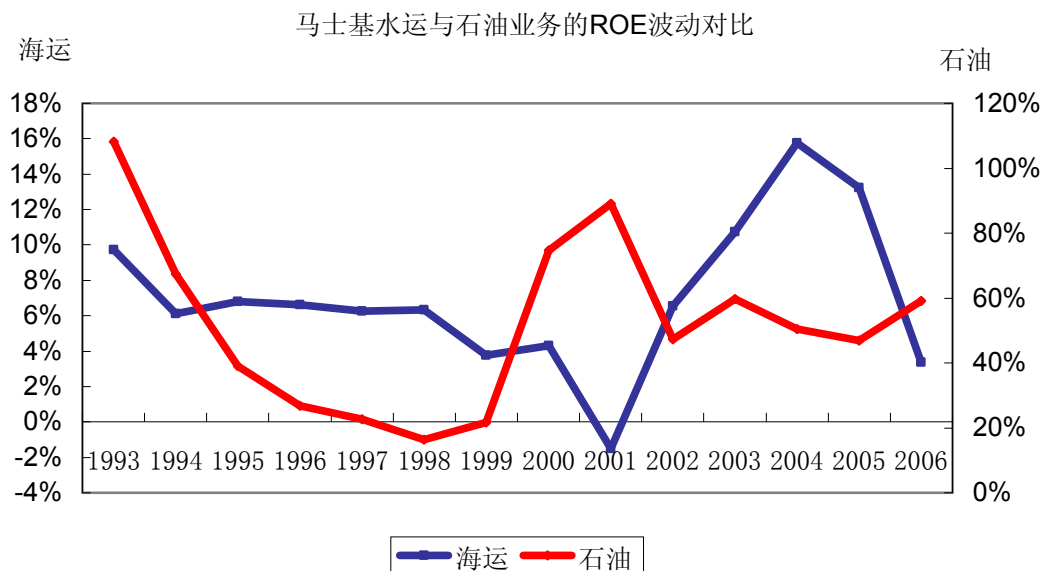
海运行业的高波动性来自于它对影响因素的高度敏感性，而这些影响因素中最难以预测的就是油价，它决定着船用燃油价格的波动，而船用燃油正是航运企业成本的重头，一般占到总成本的三分之一。随着国际油价高企，2006年国内航运企业集装箱运输业务的毛利润率已经普遍下降了30~40%，2007年，油价接近100美元，航运企业的成本压力更大。



图（）国际原油价格的历史波动

为了对冲燃油价格的影响，马士基在经营航运业务的同时引入了石油与天然气开采业务，而这一举措也确实起到了风险对冲的作用。

根据 2006 年底公司的情景分析，2007 年布伦特原油价格每上涨 1 美元，其集装箱运输部门将由于成本上升而损失 4400 万美元，但石油和天然气开采部门可以多赚 3700 万美元，从而将风险敞口缩小到 700 万美元，至于干散货运输和班轮运输业务则由于价格可随时调整，上升的成本大部分可以转嫁给买方，因此业绩变化不大——总体看，在原油与燃油价格平行变动的情况下，油价每上涨 1 美元，集团将损失约 700 万美元（2007 年中期预测，油价每上涨 1%，将使公司净利润下降 3.5%），而这 700 万美元中的大部分又可以通过石油期货等衍生工具进行对冲，从而将油价变动的风险控制到最小范围内。图（）是集团海运部门与石油部门的历史业绩变动，由图可见，两部门的业绩基本呈反向变动：在 1998 年石油部门业绩较差时，海运部门维持在一个中间水平，而在 2001 年海运部门亏损时，石油部门的业绩却创造了一个周期性高峰，此后海运部门进入上升周期，而石油部门则维持中间水平，进入 2005 年以后，随着油价的彪升和海运部门并购整合成本的上升，海运业绩呈迅速下滑，但石油部门业绩却开始上升……



图（）马士基海运与石油业务的业绩互补

在上述对冲作用下，海运和石油这两个高波动部门的业绩都得到了有效改善，图（）中红色虚线为海运与石油部门合并后的业绩表现，由图可见，合并后的净资产回报率高于海运部门，但波动性却小于石油部门。实际上，合并前海运部门的净资产回报率均值（1993~2006）为 7.0%，净资产回报率的波动率为 4.3%，单位风险的回报率为 1.62，石油部门净资产回报率的均值为 52.1%，波动率为 26.7%，单位风险回报率为 1.95，而合并后海运+石油部门的净资产回报率均值上升到 11.3%，波动率减少到为 5.4%，单位风险回报率为 2.07，高于两个部门的单独业绩表现——海运与石油的业绩的联合确实起到了对冲风险、改善风险回报的作用。

马士基海运与石油业务的对冲结果

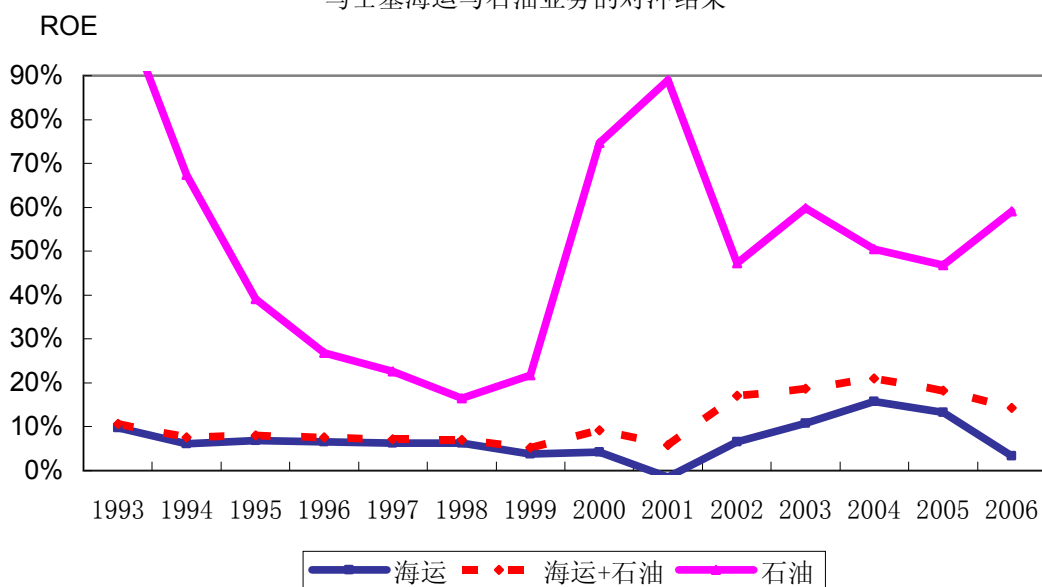


图 () 马士基海运与石油业务的对冲结果

表 () 马士基海运与石油业务的风险—收益特性

	均值	波动率	单位风险回报率 (风险资本回报率)
海运	7.0%	4.3%	1.62
石油	52.1%	26.7%	1.95
海运+石油	11.3%	5.4%	2.07

当然，海运与石油的业务组合并不能够完全对冲风险，首先，海运业务除了油价因素还受到世界经济及船舶制造等供求因素的影响，其次，原油价格与船用燃油价格的价差变动也会影响对冲结果。一般情况下，原油价格高于船用燃油价格，两者的价差变大时，对冲产生正收益，反之，两者的价差变小时，对冲产生负收益——受上述因素影响，海运与石油组合后的净资产回报率仍在 5~20%之间波动，但整体的风险回报率得到了显著改善。

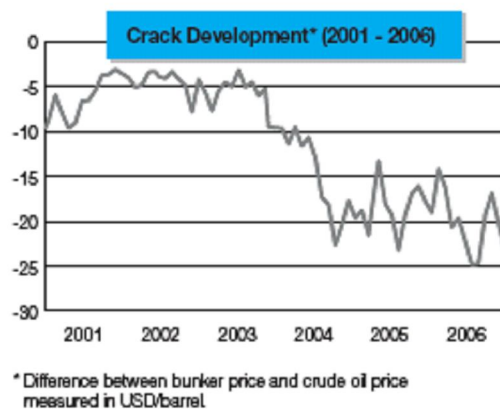
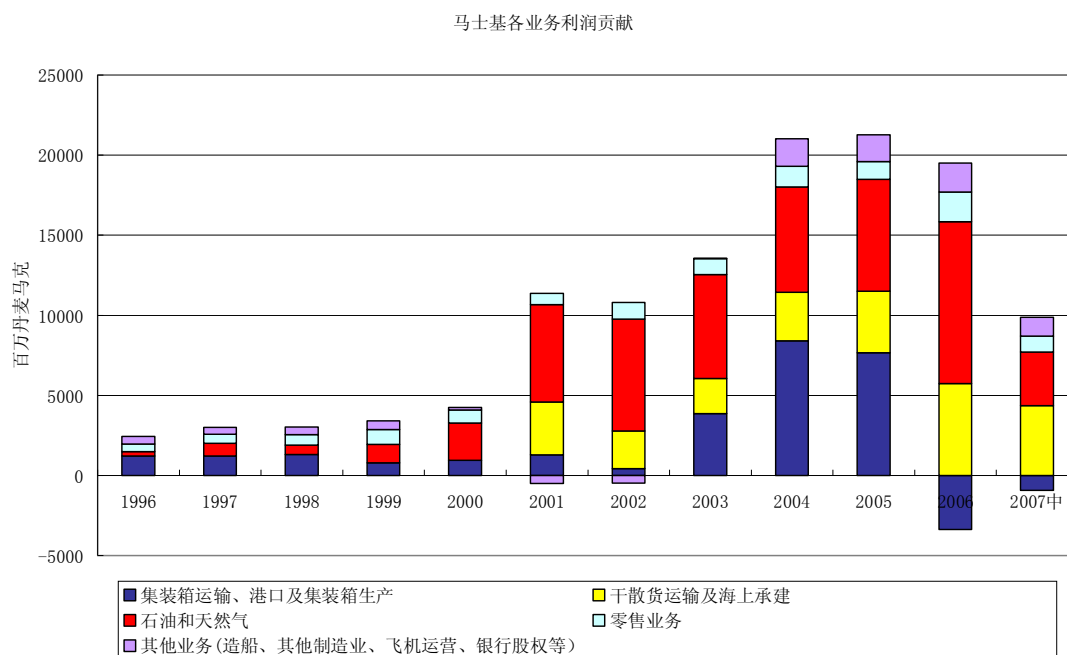


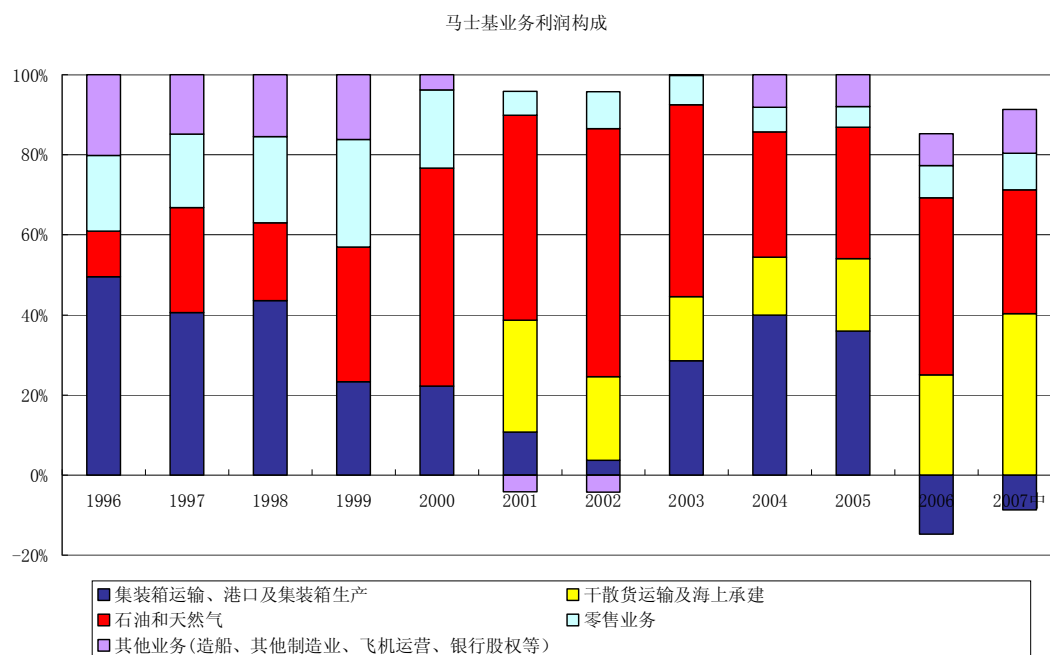
图 () 船用燃油价格与原油价格的价差

2.3 剥离其他业务，提高风险回报率

除了石油天然气开采外，马士基还进入了其他多个业务领域，包括造船、橡胶、塑料、医疗设备、航空运输、IT、零售、机械设备等行业，以期进一步分散风险。图（）和（）是各业务部门的历史业绩贡献及其比例。由图可见，在1996年海运和石油以外的业务贡献了利润总额的40%左右，但随着时间的推移，除零售外的其他业务部门都在萎缩，到2001、2002年甚至出现了连续亏损，此后公司调整战略，开始剥离出售石油、零售以外的其他业务。



图（）马士基各主要业务部门的利润贡献



图（）马士基各主要业务部门的利润贡献比例
 （备注：2002 年以后其他业务的正收益主要来自资产剥离收益。）

2002 年，马士基折价出售了一家生产仓储控制系统的公司和一家生产轻量传送带的工厂，当年对其他业务部门的重组成本高达 6.5 亿丹麦马克，其中 4 亿丹麦马克为资产减值；2003 年公司将医疗设备部门出售给了一家私人股权投资基金，并将设在丹麦、法国、印度的刹车皮生产厂出售，部分航空业务也被出售，数据公司旗下的电脑软件和硬件业务均被出售；2004 年进一步将剩余的数据公司业务以 2.6 亿丹麦马克出售给 IBM 公司，同年出售的还有波兰的刹车皮生产厂、传送带和滚珠生产厂，此外，生产塑料花瓶和生产工厂空气净化设备的工厂也被折价出售；2005 年，出售了航空客运业务，并将生产机械设备的 DISA 公司出售给一家私人股权基金；2006 年出售了一家在英国提供离岸物流服务的公司，一家生产安全带的公司及其在奥丹斯（Odense）的厂房，航空业务部也出售了几架货运飞机；2007 年上半年出售了生产橡胶产品的 Codan Gummi 等四家子公司，航空业务也被整体出售——至此，橡胶、塑料、机械设备、医疗、航空、IT 等业务已基本剥离，只剩下海运、石油、零售和造船业务，其中，造船业务因其持续亏损状态而受到剥离压力。如果说多元化能够分散风险，那么，马士基为什么还要剥离这些业务？原因就在于这些业务的风险回报率太低了。

实际上，自上世纪 90 年代以来，随着新兴市场制造业的崛起，欧美等国在造船、橡胶、塑料、机械设备等传统制造业上的优势地位正被逐步替代，利润率降低甚至出现亏损；另一方面，在航空、IT 等业务上，虽然回报率高，但波动更大——结果，除零售业务外，其他业务的单位风险回报率仅为 0.69，显著低于海运、石油等业务，从而拉低了集团整体的回报率水平。进一步，风险回报上的差异导致了集团整体在资源配置上的倾斜——相对于海运、石油等业务，集团不仅在制造业务上投入不足，在医疗、IT、航空等业务上的投入也严重不足，从而出现了其他业务的全面萎缩和最终的全面剥离，最后只有海运、石油和零售这些高风险回报率的业务被保留了下来。

表（）马士基各业务部门的风险—收益

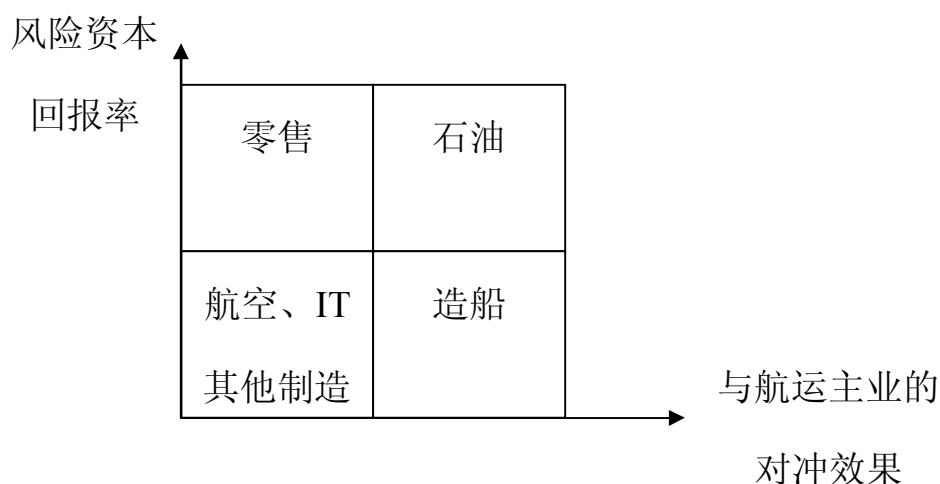
	均值	波动率	单位风险回报率 (风险资本回报率)
海运	7.0%	4.3%	1.62
石油	52.1%	26.7%	1.95
海运+石油	11.3%	5.4%	2.07
零售	13.7%	1.9%	7.36
其他业务	10.4%	15.1%	0.69
集团整体	16.1%	6.3%	2.55

（我们将 ROE 的单位风险回报率定义为风险资本回报率，即， $\text{单位风险回报率} = \frac{\text{净资产回报率的均值}}{\text{净资产回报率的波动率}}$ ，它体现了一单位资本投入，在承受相同风险下的回报率）

2.4 风险回报率决定一切

从广泛多元化到业务剥离后的有限多元化，在马士基的业务演化过程中我们同时看到了两个趋势——风险对冲与风险资本回报率的提高，通过引入石油开采和造船业务，马士基在努力对冲主业成本上升的风险，同时，引入石油和零售业务也提高了马士基的

风险资本回报率：海运与石油业务的组合使风险资本回报率从 1.62 上升到 2.07，而零售业务的引入则进一步将风险资本回报率提高到 2.55。但风险的对冲与风险资本回报率的提高究竟谁是主导？当两者发生冲突时又将如何抉择？是否纵向一体化总是对的？

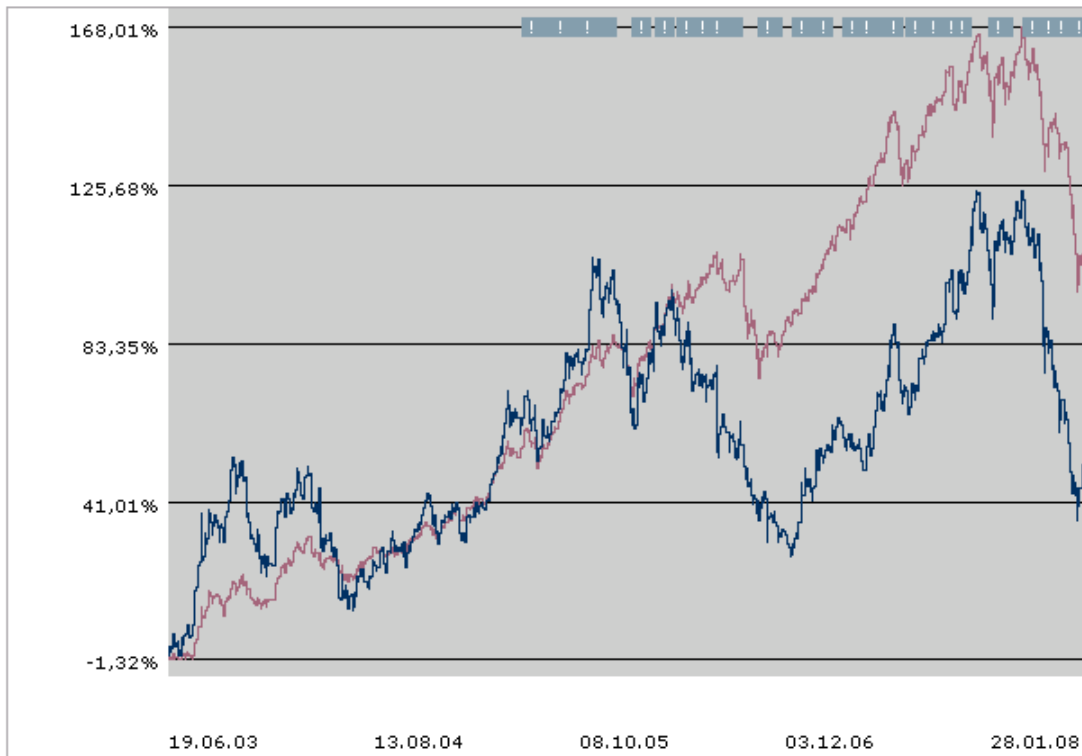


图（）马士基的多元化业务分布

问题的焦点聚集在造船业务上，同石油业务一样，造船业务是马士基管理主业成本风险的一项重要多元化，但船舶制造业自身的重资产、高波动特点以及亚洲船舶制造中心的崛起大大挤压了马士基造船业务的风险收益，实际上，公司的造船业务已连续五年亏损了。造船业务该何去何从？今天的马士基还没有做出决定，但我们认为剥离已成为必然的趋势。

2005 年马士基并购了全球第二大航运企业铁行渣华，并购总价 150 亿丹麦马克，全部以现金支付，并购当年确认的亏损（重组成本）为 22.6 亿丹麦马克，次年仍有 18 亿丹麦马克的亏损被确认，高额的并购支出使公司的净负债资本比从 2004 年的零回升到了 911 后的水平，达到了 40% 以上，从而对集团整体的金融资源配置提出了更高的要求，实际上并购后的马士基其股价表现一直逊于丹麦市场的整体表现。在此背景下，剥离持续亏损的造船业务已成为必然的选择。尽管造船业务同石油业务一样能够对冲主业的成本风险，但作为业务组合的一部分，其风险对冲作用已经被低回报率、甚至是负回报率的收益摊薄作用所抵消，而这是上市公司股东们所难以忍受的。

Interactive price chart A-shares, DKK



(蓝色线为马士基股价涨幅，棕色线为丹麦市场指数 OMXC 的涨幅)

图 () 马士基自合并以来股价与丹麦市场指数的比较

综上，在风险对冲与风险收益提高的权衡中，后者将占据主导地位——马士基的风险管理，表面看是综向一体化的经营风险对冲，但实际上却是在以高风险资本回报率的业务组合来对抗主业的高波动性。

高波动的产业确实可以通过多元化扩张来管理周期性波动，但扩张的路径需要更加审慎，扩张的对象可以包括那些经营上不相关、但风险回报率高的业务（如零售），却容不下经营上高度相关、但风险回报率低的业务（如造船）——对于那些风险回报率低的行业，借助私人股权基金等外部力量的行业整合是其摆脱行业困境的更有效途径，这也就是为什么在马士基的剥离出售过程中经常可以看到私人股权基金身影的原因了。

总之，追求风险回报率上的一致性比追求行业周期上的对冲性更重要。

马士基净负债资本比

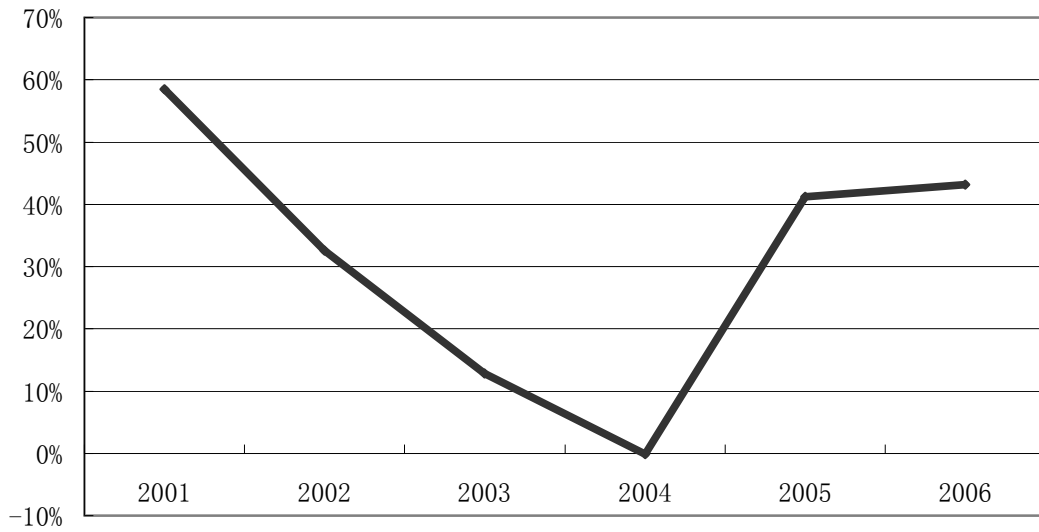


图 () 马士基的净负债资本比

马士基各子业务的ROE波动

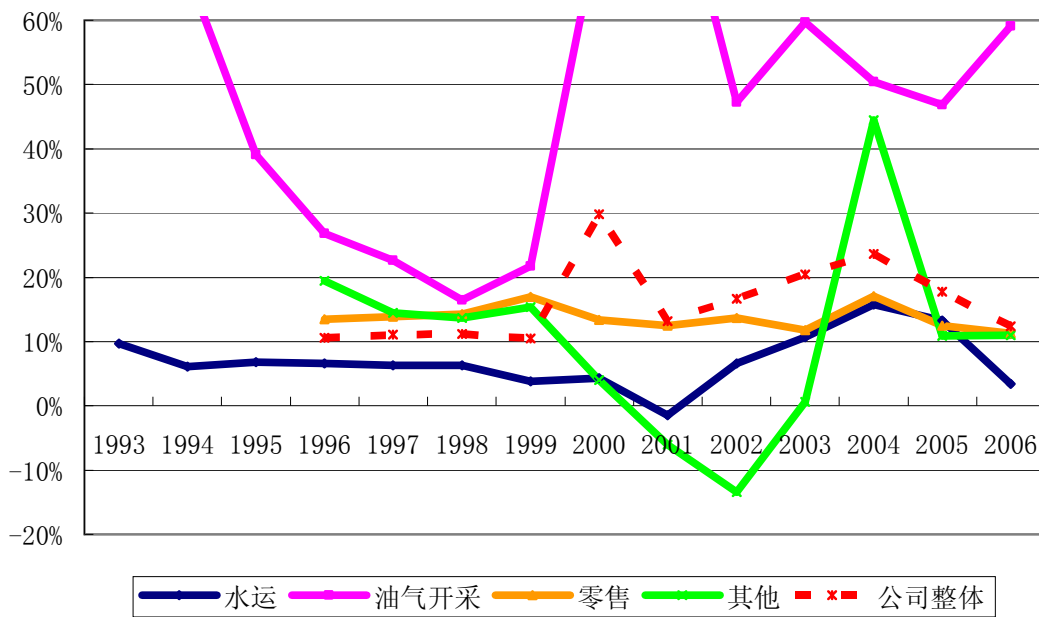


图 () 马士基各子业务的净资产回报率与集团整体的净资产回报率

三、 铁行集团的多元化之感

海运行业的老大马士基通过多元化扩张来提高风险回报、对抗周期性风险；而老二铁行渣华公司的母公司铁行集团 (P&O) 也一度拥有一个庞大的多元化业务架构，但对负现金流业务的过度投入导致集团整体现金流不足、负债额高企，最终被迫逐个剥离了

子业务，直至整体出售。

铁行集团于 1837 年成立，是英国最老牌的海运企业，并随着十九世纪英国的殖民扩张而成为一家全球化的企业集团，随着地域范围的扩张，集团的业务范围也在扩张。上世纪七十年代铁行集团购入了一家建筑公司，此后又收购了多家美国建筑公司，并在 1997 年成为全球最大的合约建筑商；此外，公司还进入了房地产开发和商业地产投资等业务领域，并在 1985 年将旗下地产业务与地产投资和管理公司 SGT 合并，合并后的 P&O Estates 不断增加地产投资，资产规模也越来越大。但无论是地产开发还是地产投资，都是一个低周转、高耗现金流的行业，对上述业务的过度投入导致公司整体现金流不足，负债率直线上升，主业投资压力越来越大。

1996 年铁行集团开始转变它的战略，决心向核心业务聚焦——当时设定的核心业务包括海运、物流和港口：1997 年集团在二级市场上减持了其房地产开发子公司 Bovis Homes 的股权，融资 2.26 亿英镑，同年出售了 5 亿英镑的地产，并剥离了其他一些子业务；1999 年公司的净债务额上升到 10 亿英镑，是年集团以 2.85 亿英镑将建筑子公司 Bovis Construction 出售给澳大利亚投资公司 Lend Lease，并将另两处商业地产以 1.83 亿英镑的价格出售给了私人股权基金 Candover；2000 年集团以 21 亿英镑价格将邮轮业务铁行公主（P&O Princess Cruises）分拆，同年公司将其在英国的 130 处物业以 4 亿英镑的价格出售，此外还出售了一个港口、一座五星级宾馆和其他一些住宅物业。在 1999~2003 年，公司总计出售了 6.5 亿英镑的商业地产，并以 35 亿英镑剥离了邮轮业务，1.52 亿英镑出售了物流业务，1.5 亿英镑出售了干散货运输业务，5100 万英镑出售了离岸服务 50% 的股权。

但是剥离并没能改善主业的表现，长期分散投资的恶果很难在短时期内挽回，尤其是在航运这个高波动的产业内。2002 年，受 911 影响，铁行集团的航运业务亏损，当年净负债上升 22.8% 达到 13 亿英镑，是年，公司决定退出物流业务，将其在欧洲的物流部门以 1.53 亿英镑的价格卖给了一家英国物流公司；2003 年集团的净负债额进一步上升到 15 亿英镑，集团被迫将航运业务中的明珠、从事邮轮业务的铁行公主以 35 亿英镑的总价卖给了竞争对手和记黄埔（Carnival），从而在年底将净负债额减至 10 亿英镑。不过，资产出售并没能减轻公司的债务压力，剥离产生的现金仍不足以满足港口、航运等主业的投资需求，而主业上长期投入不足所导致的业绩不佳则进一步推动了负债额的上升。

在班轮运输方面，自 2000 年以来铁行集团已连续三年微利，并于 2003 年亏损 4000 万英镑，2003 年公司决定缩减固定航线业务，关闭 13 条航线中的 4 条，将船只从 31 艘减少为 23 艘，并裁员 25%（1500 人）。业务缩减虽然使每年的成本支出减少了 5500 万英镑，但却导致 2005 年的费用支出增加 2.68 亿英镑，其中 1.8 亿英镑是削减船只的帐面亏损，其余 8600 万英镑是解除合约的赔偿费用。而在集装箱运输方面，铁行集团与荷兰渣华集团（Royal Nedlloyd）合资的集装箱运输公司铁行渣华（P&O Nedlloyd）业绩表现也一直逊于主要竞争对手马士基等——在 2002 年亏损 8560 万英镑后，2003 年虽然恢复了盈利，但仍逊于同行。2004 年铁行集团将其在铁行渣华中 25% 的股权卖给了渣华集团（Royal Nedlloyd），以换取 1.47 亿英镑的现金，2005 年又将剩余 25% 股权以 15 亿英镑卖给了马士基，从而正式退出了航运业务。2005 年，公司还出售了 2.5 亿英镑的地产给雷曼兄弟等投资公司，并计划在 2006 年出售余下的 2 亿英镑地产，此外，2005 年集团还将其颇具优势的冷链物流业务以净资产值 1.83 亿英镑出售给了加拿大的 Versacold 公司。至此，铁行集团原来拟定的三大主业：航运、港口、物流只剩下港口一项了。

相对于航运业务的高波动，港口业务为铁行贡献了相对稳定的收益，2004 年时，港

口业务贡献了集团销售额的 33% 和经营利润的 57%，当时公司计划在未来五年内要再投入 10 亿英镑用于港口建设和收购，把当前的 1500 万标准箱扩展到 2300 万标准箱（此前公司已将资产剥离的 8 亿现金用于港口扩张）。

但是作为当时全球第四大港口运营公司，铁行集团面临的压力也是巨大的，除了港口老大和记黄埔的强势扩张外，新兴的主权港务集团新加坡港务局和迪拜港务集团也都加入到全球港口的激烈标购中来。港口行业的收购成本已越来越高，投资人和分析师普遍担心现金流已相当紧张的铁行集团是否有足够的金融资产来支撑它与国际上的港务巨头们竞争，而事实也证实了这种担心，为了筹措到足够的投资现金，铁行集团降低了 2005 年的分红水平，从而更加剧了投资人的忧虑。在此情景下，2006 年，铁行集团的最后一块阵地，港口业务也被出售，在新加坡港务公司与迪拜港务局的争夺中，后者胜出，以 40 亿英镑、30 倍市盈率的价格结束了这家有着 170 年历史的英国老牌海运公司的辉煌，接管了它在全球的 27 个港口和剩余的地产投资业务。

从广泛多元化到航运、物流、港口三大核心业务群，再到航运、港口的双核心业务，然后是单一港口业务，最后，是整体出售，铁行集团被逐一分拆出售，尽管它的每个业务都是明珠，但合在一起却让集团整体背上了沉重的负债，而在负债的重压下，每个业务又都失去了成长的空间。

同样是航运产业的龙头企业，同样是多元化扩张，铁行对负现金流业务的过度投入让它失去了主业扩张的机会，而对于高波动产业来说，一招错，满盘输，集团从 1995 年以来，经历了十年的归核重组，剥离了数十亿英镑的资产，但仍无法挽回主业上投入不足的劣势，最终只有拱手投降。高波动产业在多元化扩张中的业务选择是何等重要，可见一斑。

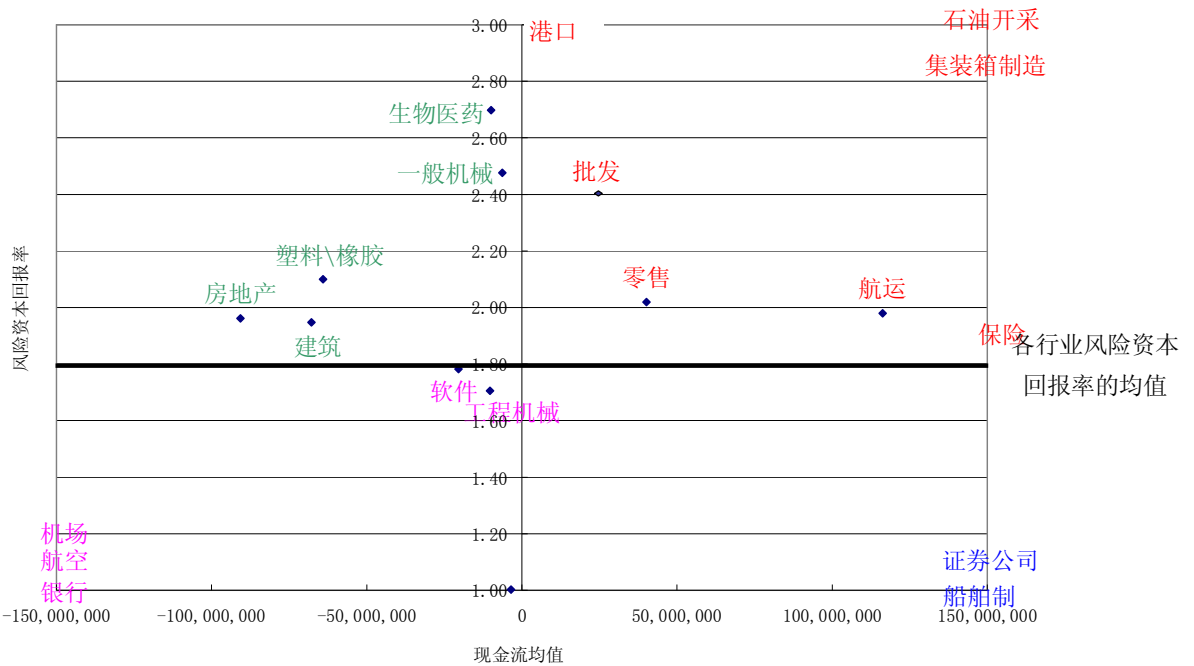
四、对中国航运企业的启示

马士基通过构建高风险回报率的业务组合来对抗航运主业的周期性，与此同时，集团剥离了低风险资本回报率的业务群，而铁行集团则饱受多元化业务群中负现金流业务的困扰，被迫逐一剥离这些业务直至整体出售。国外航运龙头企业的多元化历史提示我们，高波动产业的多元化，其核心目的不是分散或对冲风险，而是寻找具有一致（或更高）风险资本回报率的正现金流业务，来提高集团整体的风险资本回报率——高风险资本回报率和正现金流是多元化的前提。

图（）是我们根据国内 A 股上市公司的历史数据绘制的“多元化坐标图”，它告诉我们在这样一个新兴市场上，哪些行业的风险资本回报率高，能够满足公开市场投资人需要，哪些行业的风险资本回报率低，必须借助私人股权基金的力量来加速产业整合；哪些行业的长期现金流均值为负，不能放在多元化集团内部而必须分拆以借助外部金融资源的力量，否则将长期消耗集团内部其他业务的现金流并导致整体投入不足；又有哪些行业的长期现金流均值为正，能够放在集团内部以发挥内部资本市场的效率。

由图（）可见，在中国，航运业是一个风险资本回报率较高、现金流为正的行业；而马士基多元化业务组合中留下来的石油、零售行业也是现金流均值为正、风险资本回报率较高的业务；马士基剥离的机械制造、塑料、橡胶、医疗行业属于风险资本回报率较高，但现金流均值为负的行业，需要分拆，而航空、IT 以及银行则属于现金流为负且风险资本回报率较低的行业，这些业务在今天的中国也应该剥离，并借助私募市场的力量来加速产业整合；至于船舶制造行业，在中国属于长期现金流较好，但由于高周期和重资产特性，所以风险资本回报率低的行业，这类行业更可能的方式是被产业龙头所整合。而铁行集团多元化进入的建筑、地产行业，即使在今天的中国也是需要持续现金投

入的负现金流行业，从而并不适宜留在集团内部。



（备注：图中风险资本回报率是 A 股上市公司所在行业 1992~2006 年的净资产回报率均值与波动率之比，现金流均值则是该行业过去五年行业平均现金流的均值）

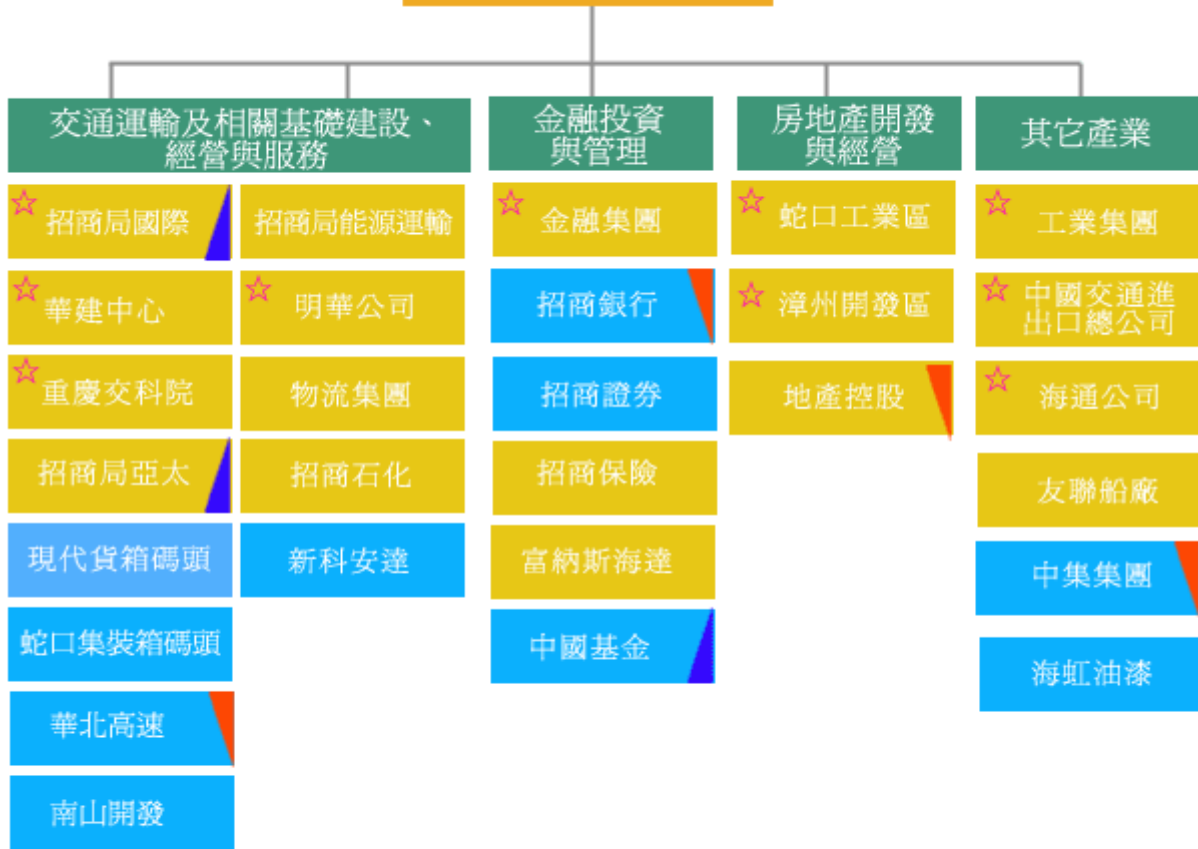
图（）国内企业的多元化坐标图

那么，现实中国内航运集团的业务组合是否遵循上述原则呢？研究中我们发现，国内航运企业大多进行了多元化扩张，而且其扩张方向竟然惊人的相似，表（）是招商局、中远集团与中海集团的多元化业务范围，三家集团都在海运业务外进入了物流、港口、造船、集装箱制造、贸易等领域，此外，招商局有 12.6%的资产投资在金融领域（包括招商银行、招商证券等）、23.2%的资产投资在房地产领域，而中远集团也在银行、证券、保险、基金等领域有数十亿元的投资，并成为招商银行的第二大股东，远洋地产的第一大股东——正是这些业务导致了铁行集团的没落，而在中国，地产、金融业务也面临着负现金流的压力，其中地产行业在过去五年平均每家企业每年要追加 9000 万元的现金（债权或股权形式），银行业也需要不断追加资本金——负现金流的行业特性决定了，如果将上述业务放在集团内部，则将对集团整体产生严重的现金压力，并消耗航运主业的现金投入能力。

表（）招商局与中远集团的多元化扩张领域

中远	海运	物流	港口	造船	集装箱	贸易	房地产	银行	证券	保险			
招商局	海运	物流	港口	造船	集装箱	贸易	房地产	银行	证券	保险	高速路	石化	
中海集团	海运	物流	港口	造船	集装箱	贸易							航空货运

招商局集團



➡ 集團資產分佈圖

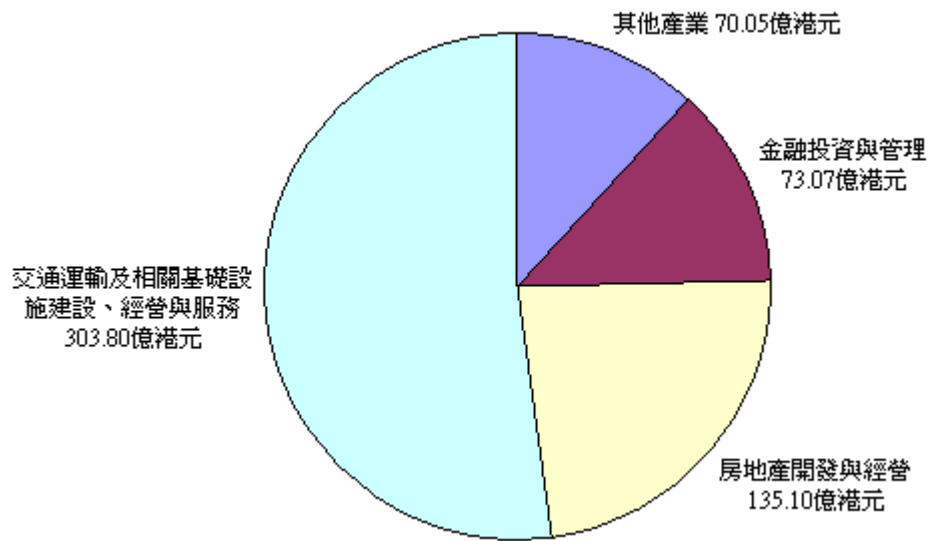


图 1：2006 年招商局集团各板块资产占比情况

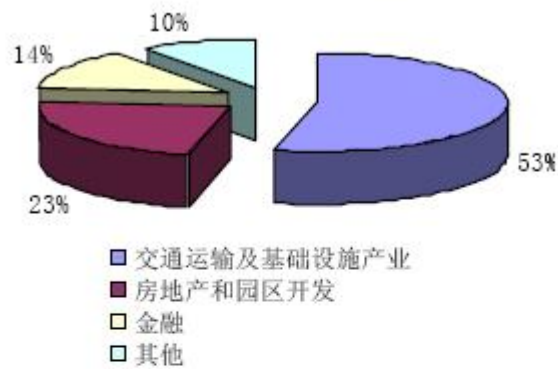


图 2：2006 年招商局集团各板块利润总额占比情况

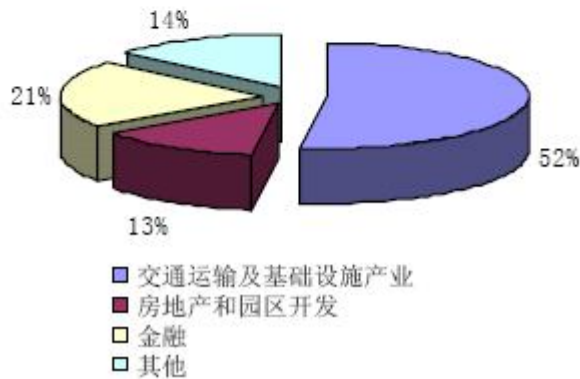
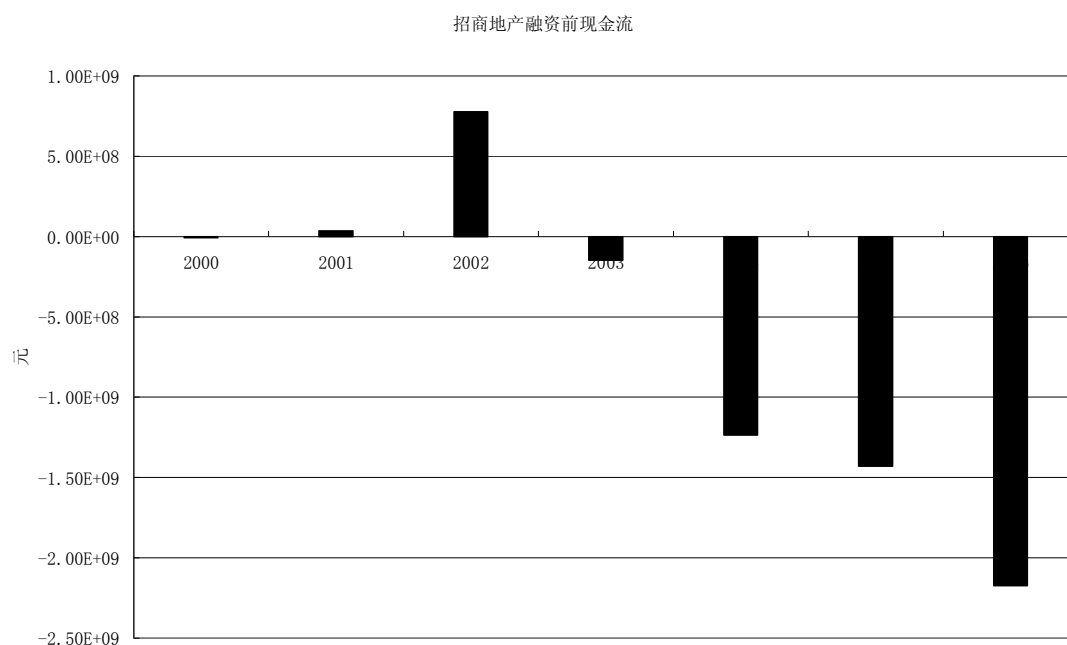


图 () 招商局集团的资产和利润分布

幸运的是，招商局已将旗下招商银行、招商地产分拆上市，而中远旗下的远洋地产

也在 2007 年在香港分拆上市，从而大大减轻了集团层面的现金流压力。但另一方面，分拆后的金融、地产业务虽然是集团公司旗下的重要业务板块，却难以对集团航运、港口主业形成有力支撑。以招商局集团为例，旗下招商地产公司过去三年融资前的净现金流均为负数，2006 年资金缺口高达 21.7 亿元，并表后仅土地储备一项就使集团每年的净经营现金流减少 30~40 亿元；与高现金支出相对，招商地产每年的分红率仅为 20%左右，而且呈下降趋势——对集团而言，招商地产能够不向大股东融资就已经不错了，更不用说现金贡献了。此外，没有分拆的招商证券也是招商局集团的一个隐忧，2006 年集团投资 10.55 亿元增持招商证券，持股比例从 35.94%增加到 51.65%，但在图（）中可以看到，尽管证券行业在周期性高峰能够产生丰厚的现金流，但高峰期的收益不足以弥补低谷期的波动风险，行业整体风险回报率较低——证券业务，作为集团内部业务组合的一部分将摊薄整体的风险回报，并加剧波动风险。



图（）招商地产融资前的净现金流

招商地产的分红率

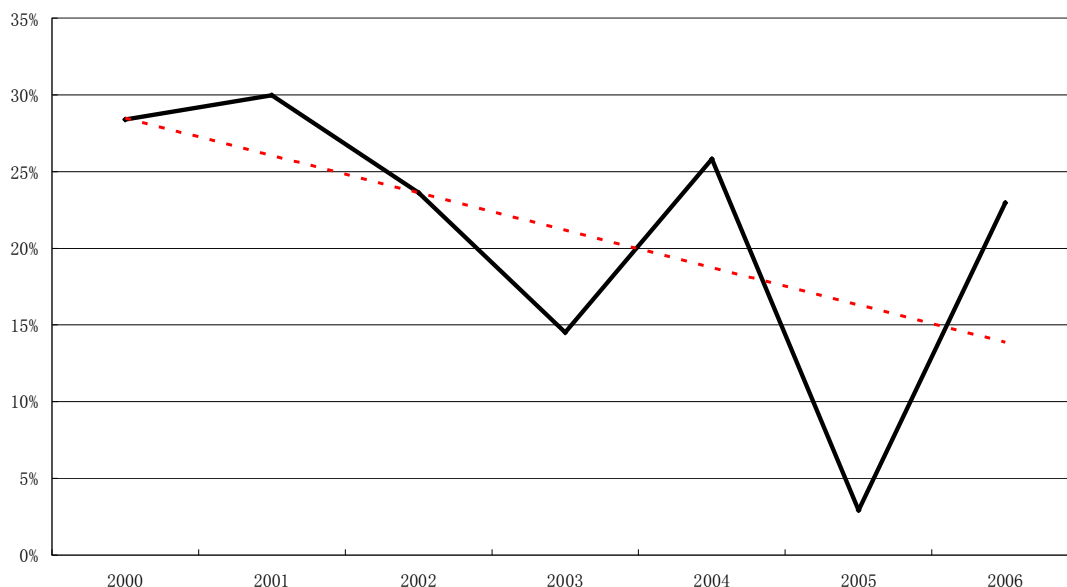


图 () 招商地产的分红率

总之，尽管今天的招商局集团正享受着成功投资的喜悦，但未来，集团的多业务模式将面临较大挑战。由于近几年集团增加了在航运、港口等业务上的投资，负债率已上升至 52%，利息偿债倍数从两年前的 11 倍下降到 8.3 倍，而且，根据公司在未来五年还要继续加大投资力度，其中，要在港口业务上投资 143 亿元，在能源运输方面投资 100 亿元，在其他产业上再投资 103 亿元，五年总规划投资额 346 亿元。尽管这些投资会增加收益，但港口、航运业务上的投资回收期较长，短期内难以产生大额的现金贡献，而在金融、地产业务上的投资，虽然能够增加投资收益，却较少现金贡献——过去三年，集团的投资收益以年均 40% 的速度上升，投资收益占到集团利润总额的 60% 以上，但在 2006 年 57.22 亿的投资收益中，真实的分红收益仅为 15 亿元。其实，无论是招商还是中远，其多元化进入的地产、金融业务只能看作是一项负现金流的投资，在剥离出售前无法与主业形成相互的支持。

如果说地产、金融业务的分拆上市减轻了集团整体的资金压力，那么，航运、港口等现金流为正、风险资本回报率高的业务的独立上市就不见得是什么好事了——由于历史原因，国内企业子公司上市、母公司不上市的特殊现象迫使三家海运集团都将干散货运输、集装箱运输、内河航运、港口、物流、乃至集装箱制造等业务都分拆在不同市场上市，以突破融资瓶颈，结果每家集团都拥有多家上市子公司（招商局集团控股或参股的上市公司达到 21 家）。独立上市虽然避免了业务间风险的相互感染，但在资本市场并不那么有效的情况下，高波动产业通常会在低谷阶段被投资人集体抛弃，从图 () ~ 图 () 不难看出，无论是在 A 股还是在 H 股，航运公司的波幅都要显著大于指数，在行业低谷阶段企业遭遇到巨大的融资压力，而独立上市的结构则限制了集团资源配置能力的发挥，从而难以提升低谷期内部资本市场的效率。

表 () 航运集团各自的上市子公司

集团名称	上市子公司	股票代码	交易市场
招商局	招商轮船	601872	上海

	招商局国际	0144	香港
	招商局亚太	cmhp	新加坡
	招商地产	000024	深圳
	招商局 B	200024	B 股
	中集集团	000039	深圳
	中集集团 B	200039	B 股
	招商银行	600036	上海
	华北高速	000916	深圳
	中国基金	0133	香港
中远集团	中远航运	600428	上海
	中远国际	0517	香港
	中远太平洋	1199	香港
	中国远洋 A	601919	上海
	中国远洋 H	1919	香港
	中远投资	COSC	新加坡
	中集集团	000039	深圳
	中集集团 B	200039	B 股
中海集团	中海集运 A	601866	上海
	中海集运 H	2866	香港
	中海发展 A	600026	上海
	中海发展 H	1138	香港
	中海海盛	600896	上海

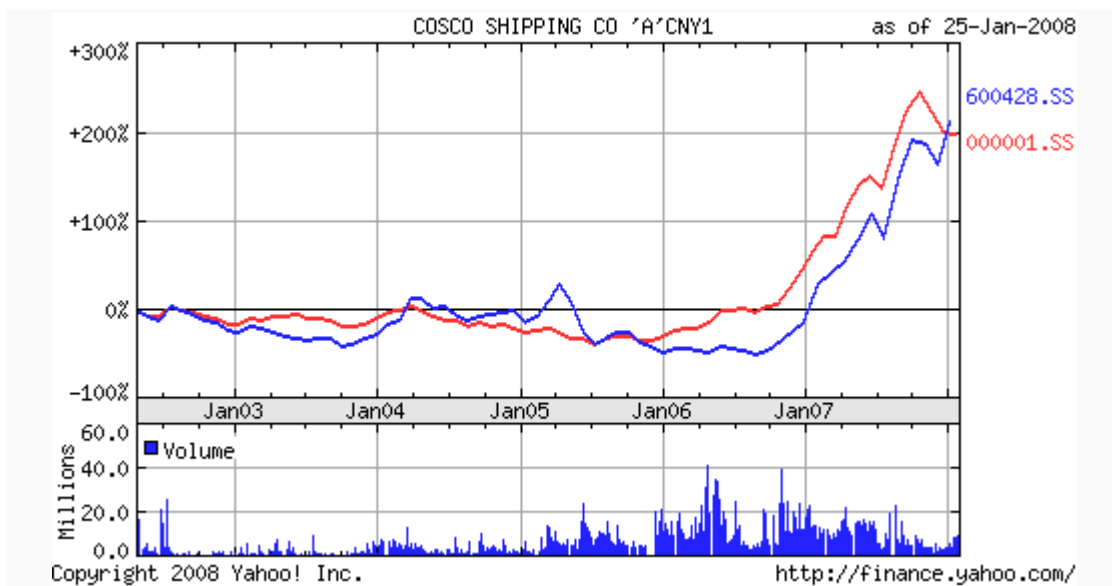
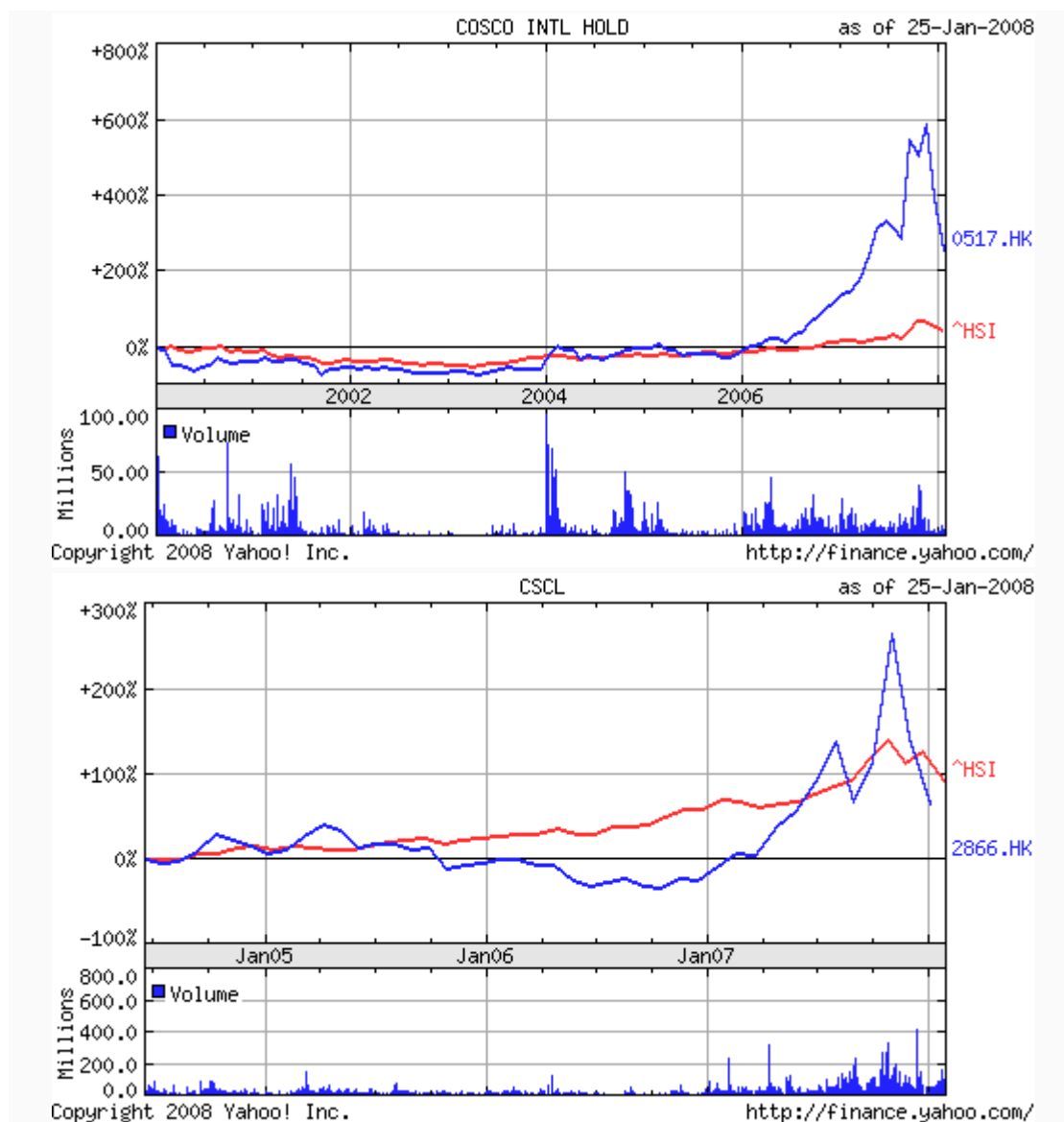


图 () 中远航运的股价走势与上证指数比较



实际上，纵观国际上大型航运集团，鲜有将集装箱运输、干散货运输、油运、港口等业务再细分分拆上市的，这是因为作为一个高波动的产业，在当前资本市场环境下，需要集团层面的风险管理；而国内的大型企业集团也确实都期望实现“强总部”的管理模式，即，将总部定位于资源配置的中心，并对下属业务单元的领导班子和财务进行集中管理与监控。但过细的分拆上市必然会形成“大子公司、小集团”的结果——集团公司可以调动的金融资源将仅限于子公司的红利贡献和以子公司股权为质押的债务融资能力，相对于子公司债权、股权的灵活融资，母公司显得更加被动。

今天，油价处于历史高位，而国际上的运费（包括油运）价格指数却处于下降趋势，现阶段集团层面的风险管理就显得更为重要了：完全的整体上市会导致地产、金融业务与航运、港口业务争夺现金流资源，从而出现铁行集团当年的窘境；但完全的分拆上市又会削弱正现金流、风险收益高的业务之间的内部资本市场效率，从而无法形成马士基的集团风险管理架构；在当前资本市场环境下，整合部分高风险收益、正现金流业务的“团体上市”也许是最优的选择。

原油价格与布海运指数

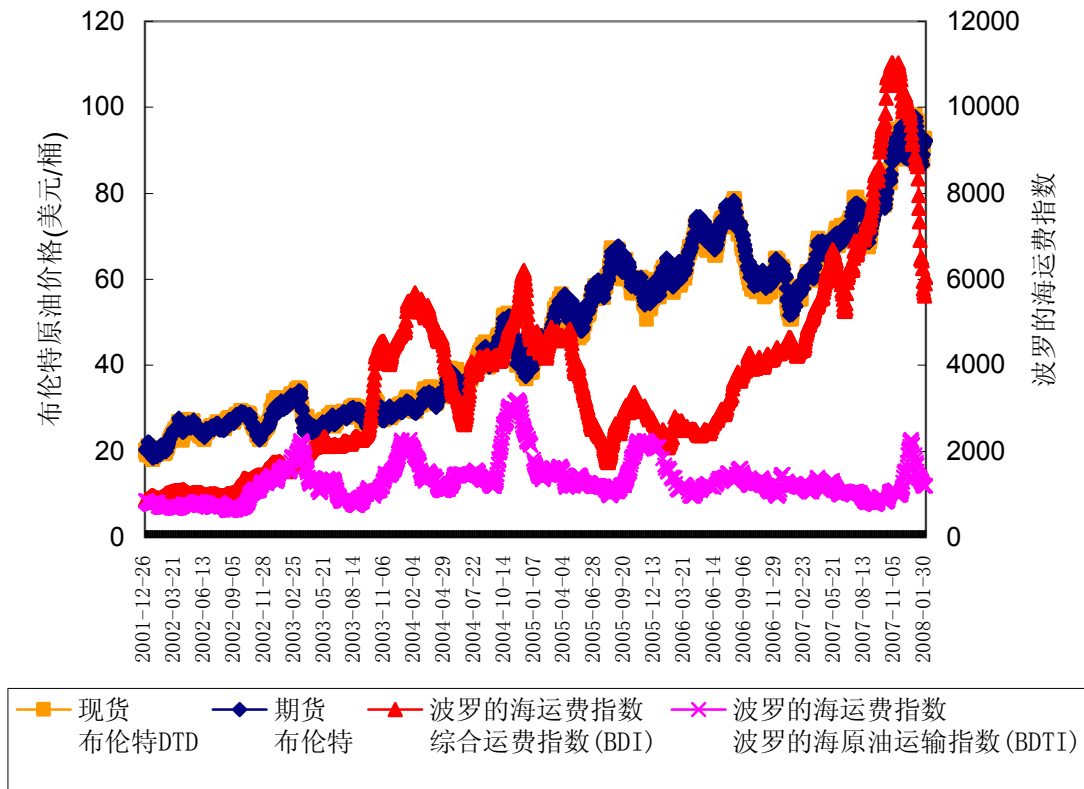


图 () 国际油价与海运指数

五、 关于纵向一体化

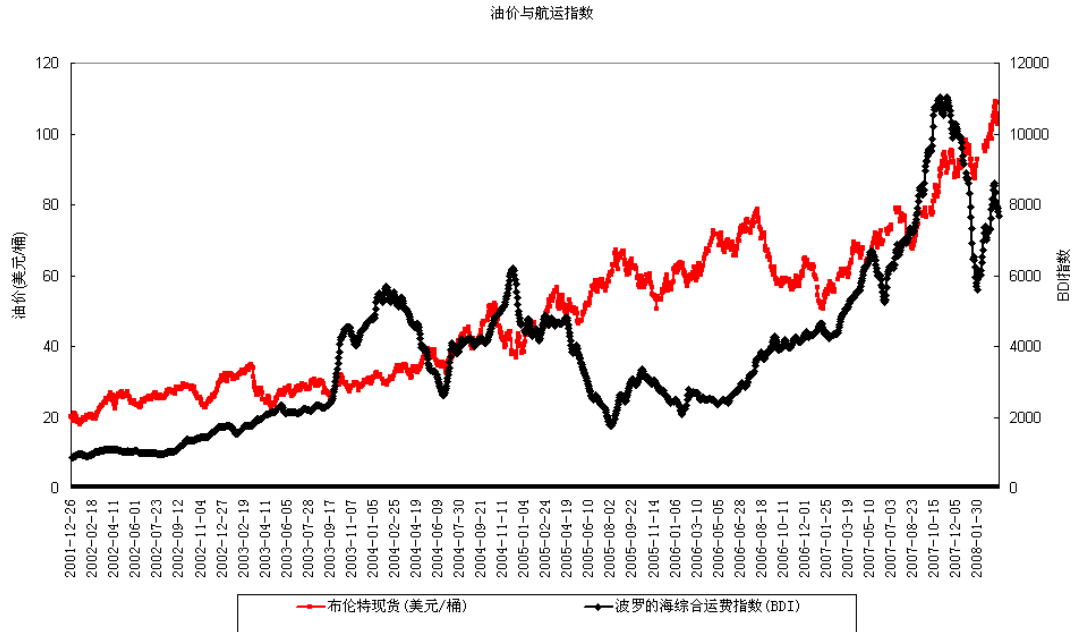
其实马士基与铁行的案例不仅启示着国内航运企业的多元化战略，也启示着其他行业的纵向一体化战略。如石油产业的另一个下游化纤产业，是独立生存，还是向上游延伸？

在我国由于历史发展的原因，出现了许多独立的化纤企业，如仪征化纤等，但纵观国际形势，世界上的许多化纤大厂都是一体化的化工集团，它们同时生产上游的化纤原料与下游的化纤产品，如韩国的 SK 集团、台湾的台塑集团、日本的住友、美国的杜邦、印度的信诚等，而那些相对独立的化纤企业，如美国的威尔曼，其成本的四分之三是石油和天然气的购买，在高油价环境下，公司陷入了成本难以消化的困境。我国化纤产业近年来也提出要依托国有大型石化企业，利用炼化一体化的优势来加快化纤原料（如芳烃链、烯烃链）项目的建设，以提高原料自给率并消化行业波动。总之，化纤生产作为一个同时面对上游原料价格波动、下游产品需求波动以及行业自身产能波动等多重不确定性影响的产业中间环节，很难独立发展壮大。

除了石化产业链上的行业外，纵向一体化的问题也存在于以粮食为上游的新能源产业中，在油价高涨时，粮食价格会由于生物能源的需求和其他货币性因素而高涨，但在油价下跌时，粮食价格却不一定随之下降——除了能源需求，粮价还主要受到气候等自然因素影响——在此背景下，生物能源企业很可能面对油价下降但粮价高企的窘境。从这个意义上讲，粮食企业进行新能源产业的探索将较其他企业具有一定的风险控制优

势。

不过，并不是所有产业都适合纵向一体化战略，马士基之所以能够成功运用纵向一体化战略来对冲风险，是因为航运只是石油众多下游产业中的一个，尽管油价对航运企业的成本有重要影响，但石油价格本身是独立波动的，它更多受到世界经济形势、美元汇率、欧佩克产油政策、战争、自然灾害等因素影响，因此，如图（）所示，油价与航运指数之间的相关关系较弱，从而能够通过纵向一体化形成较好的对冲效果。



图（）布伦特现货油价与波罗的海综合运费指数的关系

但在其他一些行业，上述原则就不适用了。最近国内冶金行业掀起了一股纵向一体化的热潮，钢铁企业、有色冶炼企业纷纷出手收购上游矿藏，但其实这并不是一个明智的选择。首先，钢铁和有色冶炼企业由于需要不断升级设备，长期现金流均值为负，自由现金流尚不足以支持自身主业的发展，需要不断进行外部融资，在此背景下投资于回收期更长的矿产项目无疑将增加企业的现金流压力。其次，由于铁矿石的唯一下游就是钢铁行业，铁矿石价格上涨一定是因为世界钢铁需求的增加，因此，两者价格基本呈同向变动（同样的事情也发生在有色金属行业内），结果，纵向一体化并不能起到平抑风险的作用，反而有可能由于资产负担加重而引致更大的风险。

综上，纵向一体化并不总是对的，在那些行业上下游同周期波动的行业里，通过横向整合来提高行业集中度、进而提高下游企业相对于上游企业的谈判地位，才是降低行业波动的更有效途径。

铁矿石价格与钢铁价格

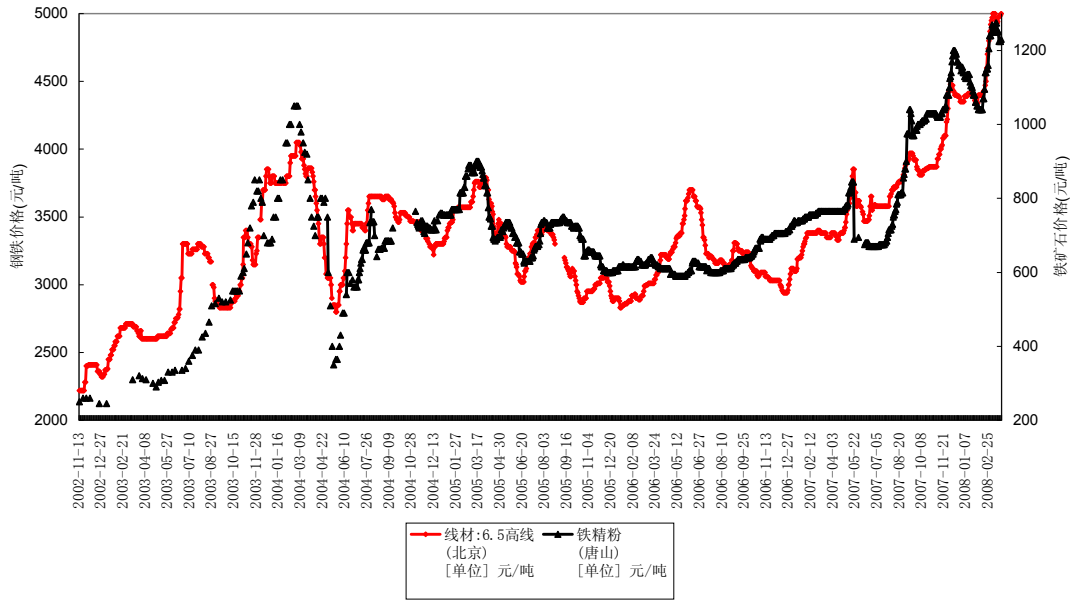


图 () 国内铁矿石与钢铁价格变动