

■每周酷图与思考 | Chart and Idea |

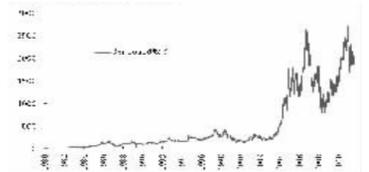
小公司的大成功：  
全产业链经营和成功并购

江亚琴

Seaboard 是美国一家以猪肉生产为主的综合性公司。20 年前它还名不见经传，通过主业成长及在上下游不断扩张，公司迅速成长为全球雇佣人数超过 14000 人、2011 年美国“财富 1000”排行前 500 强公司，市值达 25 亿美元。股价从 1980 年的 15 美元涨到如今的 1944 美元，涨幅超过 100 倍，成为名副其实的大牛股。

Seaboard 并未处在新兴产业，行业也处完全竞争状态，估值大都处 10 倍以下较低水平。其成长借鉴意义何在呢？

图：Seaboard 的股价表现



Seaboard 公司主要由食品、航运、谷物生产交易三大核心业务组成。其他业务包括美国最大的生产火鸡等禽类的品牌、位于阿根廷蔗糖和柑橘的生产商和位于多米尼加共和国的发电公司。

子公司 Seaboard 食品是全美最大的猪肉全产业链一体化生产商之一。公司业务包括了从培育、屠宰到分销等猪肉生产销售的各个环节，业务范围遍布全球。

在位于 Guymon 和 Oklahoma 州的生猪屠宰基地中，公司日处理能力达到 18500 头，其主要生产培根原材料。Seaboard 食品还拥有名为 High Plains Bioenergy 的公司，是最大限度地利用公司副产品的再生能源公司。

Seaboard 航运服务于美国到加勒比盆地以及中南美洲航线的航运公司，舰队往返于美国和其他 25 个国家之间。公司拥有 40 艘船舶以及 50000 个集装箱。

Seaboard 谷物生产交易从事谷物加工和交易。谷物加工和相关交易平台都位于南美洲、加勒比海岸以及非洲。和生猪加工类似，谷物加工也是采取全产业链一体化的模式，对上游的直接采购和控制，使得产品质量更好更安全。而且公司通过自己的航运公司进行运输，使得物流方面得到有效的控制。公司的产品包括小麦、玉米、大豆、稻谷、奶制品、食用油等，每年产量近 500 万吨。

从数据看，上世纪 90 年代之后，公司销售收入稳步增长，2008 年金融危机并没有对公司产生大的影响。销售收入从 1990 年的 5.6 亿美元上升到 2011 年的 57.5 亿美元，增长超过了 10 倍。公司净利润也从 1990 年的 3000 万美元增长到 2011 年的 3.5 亿美元，增长近 10 倍。那么，是什么导致公司的高速成长呢？

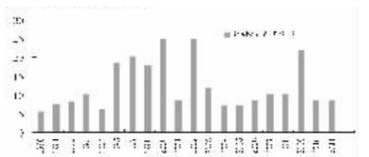
公司历史可以追溯到 1918 年，于 1959 年通过和 Hathaway Industries 合并上市。从公司成立到 1976 年将近 60 余年内，公司主营业务只有面粉生产。通过收购兼并同行竞争对手是公司早期成长的主要路径。

1982 年公司卖掉了所有在美国国内的面粉厂，成为公司转型的起点。面粉加工等原主营业务转移到成本更为便宜的中美洲和南美洲。公司还不断收购谷物处理工厂及谷物贸易商，这些业务整合后形成了如今的 Seaboard Commodity Trading & Milling。

在美国国内，Seaboard 公司开始了一系列收购：1983 年收购 Holsum Bakers of Puerto Rico 面包品牌，1984 年收购 Central Soya's Poultry Division 屠宰厂……这些业务最后整合进入了如今的 Seaboard 食品。

1983 年，公司子公司 Seaboard 航运成立，目的是将公司在海外的面粉运入美国国内。舰队不断扩充，形成如今的 Seaboard 航运。

图：Seaboard 的市盈率



在不断的收购活动以及业务扩充下，Seaboard 公司版图不断扩张，股价也随公司不断成功并购持续上涨。直到如今，在成为美国前 500 家公司后，公司仍然没有停止继续上下游扩张的步伐。

最令人称道的是，虽然公司不断扩张，但公司盈利能力一直很稳定，ROE 还呈逐渐上升趋势。

我们试图对公司管理层进行研究，但遗憾的是，鲜见公司领导者的报道。这说明公司管理层一直保持较低调和谦逊的风格。公司的管理层非常稳定，几乎都是从公司内部提拔非常忠诚的老员工。公司很强的文化凝聚力，无疑是公司能成功通过并购收购迅速成长的原因所在。当然，公司上世纪 80 年代之前的并购经验，也为公司转型后的成功并购打下基础。（作者系国泰君安策略分析师）

曙光已现 希腊不会两次踏进同一条河流

由于有序违约通常表现为现象和法律上的“没有违约”，因此，有序违约后的希腊可谓峰回路转，未来虽仍将有波折，系统性风险已经基本消除。那么在欧债危机看到曙光的情况下，是否希腊在欧元区的状况就能回到从前？欧洲激进的货币政策之后会给欧元带来哪些深层次的影响呢？

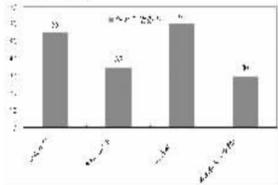
王虎 薛鹤翔

预期的力量真是神奇，预期到的危机就不会是危机。希腊债务重组实质上构成了债务违约，但欧洲金融市场不为所动，股市上扬，国债收益率回落。这里面自然有欧洲央行两轮长期再融资计划（LTRO）所带来的流动性保驾护航，而最重要的是这是一场“有序违约”，有序违约通常表现为现象和法律上的“没有违约”，这是与“无序违约”最大的差别。

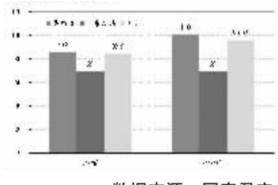
“有序违约”是债券市场的梦魇，2000 年发生的阿根廷债务违约，至今仍让全球投资者心有余悸，阿政府与投资者，尤其是秃鹰基金的官司仍在继续。这一次，欧盟、国际货币基金组织（IMF）、希腊竭力避免希腊在 3 月出现无序违约。

整个希腊债务危机的解决，就是希腊、欧盟、私人投资者的三方博弈，这场战争没有胜利者。希腊的代价是最惨痛的，继货币政策权力上交后，财政政策决策权也丧失，同时希腊必须进行严酷的经济改革与财政紧缩。短期内的财政紧缩，就包括将私营部门最低工资标准降低 22%，2012 年减少 32 亿欧元的政府开支，并裁掉 1.5 万名公务员等。私人投资者在“Some or None”的形势下选择“自愿”参与债务重组，连本带利的损失超过 1000 亿欧元，损失金额占面值的 75%，经过债务重组，私人部门持有的债务占

图：各部门承担希腊债务率



图：私人投资债务重组参与率



数据来源：国泰君安

国内生产总值（GDP）比重从 60% 骤降到 30%，为 2020 年希腊债务率控制在 121% 打下基础。欧盟、欧洲央行也为挽回欧债危机作了最大的努力，二轮援助要向希腊分批次提供 1300 亿欧元的资金，同时在债务重组时部门新债券为欧洲金融稳定基金（EFSF）所发行。

欧洲央行在这次救助中发挥了重要作用，而代价是欧元区史上最激进的货币政策。在 2011 年 11 月意大利人德拉吉入主欧洲央行以来，降息至历史最低水平，2011 年 12 月和 2012 年 2 月执行两轮 LTRO，向欧元区商业银行体系注入长期流动性超过 10000 亿欧元，这些政策都是欧洲央行成立以来所没有过的。通过这些政策，欧元区的资本市场流动性充裕，股市、债市见底反弹。但是，其代价就是欧洲央行的资产负债表急剧扩张，量化宽松规模已经不输美联储和英格兰银行。

视线重新拉回到 2011 年 10 月 26 日，欧盟峰会达成了私人投资者减记 50% 的债务置换计划，从原则上明确了私人部门所要承担的损失。但在实际操作过程中遇到许多问题，希腊私人债权人参与计划（PSI）的参与率和集体行动条款（CAC）就是最棘手的问题。PSI 参与率关系到希腊是否符合欧盟提出的获得二轮援助的要求，而由于最初的希腊国债合约中集体行动条款的缺失，无法有效触发 PSI 的提高。而希腊议会紧急通过了集体行动条款，同时 PSI 的提高，成功触发了集体行动条款，最终 PSI 的参与率达到了 95.63%。

希腊债务危机峰回路转，未来虽仍将有波折，而系统性风险已经基本消除。但金融市场对欧债危机仍存疑虑，主要有三：一是二轮援助完成后希腊经济如仍无起色，则需要二轮援助。这一担忧确实有道理，希腊已经连续 5 年衰退，2011 年 GDP 负增长 7%，失业率接近 18%，50% 的年轻人没有就业，可以说希腊经济正面临二战以来的又一次“战后重建”；二是葡萄牙有可能步希腊后尘，进行债务重组；三是意大利、西班牙也向欧盟申请援助，最近两周两国的国债收益率又有所上升。也就是说，如果上述三种忧虑全部成为现实，欧猪五国”将全部沦为与希腊一般，



张鹤翔制图

但这种情形即便发生也要在 3 年以后，更何况事实远未有如此悲观。2011 年我们对欧债危机很悲观，而 2012 年，我们的观点同样较为明确，即 2012 年，三大疑虑尚不会爆发，欧债危机带给全球金融市场的冲击要小于 2011 年，但不排除在某一时期出现波折。

事实上，从最近几个月欧元区实体经济的表现，已经反映出经济信心的增长，以及衰退幅度的减轻。领先指标 Euro-Coin（用以衡量潜在经济增长率）显示，欧元区经济的衰退幅度已经连续 3 月减轻，采购经理人指数（PMI）显著反弹，1 月出口增长 10.9%，进口增长 3.6%。因此，债务危机的稳定、经济信心的回升、实体经济的恢复，这一逻辑链条当下正在演绎。

从增长历史来看，美国与欧洲增长波动趋势基本一致，而且两者出现差异时，往往会趋于收敛，这是因为美国经济在全球扮演领先者角色，随着美国的复苏，将从出口需求等各方

面拉动欧洲增长。同时，欧洲目前执行的比较激进的货币政策也能助推经济复苏，因此我们估计欧洲增速将逐步回升，二季度或回到正增长区间。

2012 年是全球大选年，灾难深重的希腊亦然，2011 年帕潘德里欧黯然下台，2012 年维尼泽洛斯与萨马拉斯之间的竞争有可能进一步激化希腊社会的矛盾，但是无论哪个政党上台，其政策已不具有独立性，必须是在欧盟的指导下满足事先所对应的改革与财政紧缩措施，对希腊来说这是唯一的出路，毕竟 5 月和 8 月同样是债务到期的高峰，而德国已很难再容忍希腊出尔反尔不遵守承诺。

希腊的先哲赫拉克利特说得很好，“人不可能两次踏进同一条河流。”对于希腊而言，未来已不容许再去重复去年 8 月至今年 3 月所发生的桩桩悲剧，但前提是整个欧洲必须继续隐忍，继续为政府部门去杠杆支出成本。总之，欧债危机，前路漫漫，曙光已现。（作者系国泰君安证券宏观分析师）

欧元何去何从

谢亚轩

自 2012 年以来，欧债危机的紧张情况有所缓解，主要指标都显示流动性紧张局面的缓解使市场信心回升。但欧债危机是否就此划上句号？

欧洲债务危机由于欧洲央行的再融资操作取得了阶段性缓解，为欧洲各方解决债务危机争取了时间。但是欧洲央行未来货币政策进一步宽松的余地已经不大，现有欧版“量宽”已经为欧元的通账埋下隐患。一旦通账再起，德国或将反对欧洲央行的宽松政策，此时债务危机又将升温。另外，银行系统对于欧央行廉价贷款的过于依赖，也是银行系统的潜在风险。通账以及各国国债收益率是需要持续观测的指标。

2012 年悬在楼上的靴子还有哪些？欧元区前景没有太大改观以及银行系统对于欧洲央行的贷款过于依赖是欧元区债务危机 2012 年的一大隐患。另外，政治上的不确定性是干扰欧元区债务危机发展的第二大隐患。法国即将迎来大选，政治事件的结果难以预测，但可以肯定的是，若萨科奇无法连任，“默克齐”组合的影响力将减弱。奥朗德极有可能针对财政契约与默克尔重新谈判，打破“默克齐”时期所建立的财政一体化框架，并对市场造成波动。对希腊而言，新民主党领袖对跨国组织的减赤监督的不满情绪不利于欧元区的稳定，但多党联合政府也不利于政局稳定。最后，财政契约能否顺利执行也还是未知数。

欧元将何去何从？财政契约的签订以及执行势必非常艰难，其道路的曲折也可想而知。但是，这不代表欧元区就此走向分裂的道路。欧元区自始至终都在上演政治游戏。虽然政治博弈的过程很艰难，而且不断打击市场的信心，但是自欧债危机爆发以来，欧洲领导人在一次又一次会议的争论中，逐渐为欧元区的稳定建立起了初步框架。而在此过程中，欧洲央行与各国政府之间、德国与各国政府之间的博弈，发挥了举足轻重的作用。在这场政治游戏中，德国始终是一个“胜利者”。因此，只要欧元区的稳定符合德国的利益，德国势必会推动稳定欧元区的相关设施的建立，欧元区也将会逐渐在危机中变得更加团结，但是，不能排除有边缘小国退出的情况出现。（作者系招商证券宏观分析师）

有序违约后的残酷：希腊直面退出欧元

Hartmut Issel

旷日持久的希腊债务危机终于告一段落。作为两年前引发欧债危机的始作俑者，希腊会否因有序违约导致内乱，进而最终离开这个单一货币联盟，曾引发了诸多关注和猜测。希腊政府与私人部门债权人之间于上周达成的协议已经解除了全球信贷市场的恐慌危机。而如今，希腊必须面对这样一个严峻的现实，那就是其庞大的债务问题远未解决，而这一切最终或许会使希腊走上退出欧元区的道路。

了解了所谓的私人部门参与债务互换（PSI）背后的数学陷阱，会有助于我们理解为什么这个国家仍未脱离不可持续的债务轨道。根据协议，希腊将私人债权人手中持有的 1970 亿欧元债券置换成面值为 920 亿欧元的有价证券，转换成我们常听到的一组数字——希腊国债的票面价值将减记 53.5%（免除了 1050 亿欧元债务）。大多数债权人已经同意参与这项置换协议，希腊执行了有序违约行为。

然而，这些头条数字背后还大有文章。首先，希腊必须为置换的

债券支付 55 亿欧元的应计利息。其次，由于大多数债权人都是希腊银行，这种大打折扣的做法实际上削减了银行的资产并且危及到了国内的银行体系；因此，希腊不得不从欧洲央行（ECB）、欧盟（EU）以及国际货币基金组织（IMF）发放的 1300 亿欧元的一揽子援助计划资金中抽出 500 亿欧元来进行银行业重组。

与此同时，希腊在今年仍然需要继续依靠借贷来弥补其预期出现的预算赤字。将这一金额与之前提到的新型 PSI 有价证券、利息支付和银行资产重组等综合在一起，我们可以发现希腊今年的总债务金额仅减少了 270 亿欧元，或者说仅减少了不到希腊总债务 3480 亿欧元的 8%。3480 亿欧元的债务还包括除 PSI 部分之外的其他借贷。

根据我们的预测，希腊需减记 70% 的总债务才能回归到可持续的债务轨道上。而自 2010 年的第二轮援助计划起，我们更加坚定这一预测。第二轮援助计划的目标，是使希腊的债务占国内生产总值（GDP）的比例从现在的

160% 下降到 120%。而这一目标的制定，完全是基于一系列不切实际的设想，例如显著的正经济增长和将从明年开始出现的财政盈余。即便如此，现行的“一揽子援助计划资金将在 2014 年被用尽，这就意味着希腊将需要额外的 500 亿欧元才能度过 2012 年。

一个更加实际的假设就是，希腊的债务占 GDP 比例，在未来两年内会比执行 PSI 之前更高，而到 2020 年这一比例也仅可能会下降到 150%。要实现 120% 的目标，希腊需要在未来两年将从欧洲央行和欧盟成员国的贷款削减 50%。如此数额庞大的来自于欧洲纳税人的贷款，从政治角度来说，在很大程度上是不大可能在近期实现的。

我们预测希腊将需要大量额外的贷款削减，包括来自欧盟的贷款以及通过 PSI 置换而发行的新债券。而这种二次债务调整在今年不大可能会出现，但是在明年最有可能是 2014 年底前出现。因此，我们预计一些计划会再次进行协商，包括

延长贷款到期日、削减利率以及出台其他政策来延迟实际上无法避免的欧盟贷款减记。

在第二次违约期间，希腊或许会退出欧元区。除了财政因素外，我们考虑到希腊民众已经无法忍受仍将持续多年的更为紧缩的财政政策，而这最终将促使希腊政府做出退出欧元区的决定，然后将其债务按照新型希腊货币进行重组。

这些对市场又意味着什么呢？一旦退出欧元区这一话题被提上日程，来自希腊的传染效应将再次出现。欧洲边缘国家政府债券的收益率的长期风险溢价仍受制于具体国家财政整顿计划的执行情况，这意味着收益率曲线长端的波动性将加剧，尤其是财政状况薄弱国家的政府债券收益率曲线将非常陡峭。强烈建议投资者对南欧国家的预算赤字、劳动力市场的发展以及养老金制度的改革情况进行监控。如果这些顾虑未能消除，市场将重新陷入更加严重的混乱状态。（作者系瑞银财富管理研究部分分析师）

关注欧元与欧债危机

