

电力

需求与并购之间的关系

在过去几十年，现代电力行业一直在不断并购。看来这个趋势还会继续下去，但是该行业还呈现一种相反趋势，金融业专家称之为“业务分拆”，或者说通过减法做加法。

文 | Kennedy Maize

合作，这是电力行业过去 20 年的一个重要声音，而且在 2014 年仍没有放缓的迹象。那些大公司试图在一个增长缓慢，却很稳定的年度，加强他们的资产组合，使他们的发电资源多元化。与此同时，出现了一个新的现象，电力公司正在研究采取一个不同于以往的商业战略，便是“业务分拆”。

James Surowiecki 是《纽约客》杂志的经济学作家，他一直在关注合并和并购活动。他最近评论：“有一件奇怪的事，合并的需求一直伴随着业务清理的需求。

但残酷的事实是，大多数并购是没有价值的。” Surowiecki 引用纽约大学金融学教授 Aswath Damodaran 的一句话：“收购所摧毁的价值远高于其他任何公司单独行动摧毁的价值。”

咨询公司 Strategy& 和普华永道有一篇名为《业务分拆的价值：公用事业如何通过缩减而增长》的联合报道，这篇文章评论说：“需求萎缩和电力市场价格下跌导致股票市值下降，使一些公用事业公司高管重新评估他们的投资组合。在某些情况下，业务分拆，而不是组合，会使一家

多元化大公司在战略上分拆为两个专业公司，会产生更好的增长前景和更大投资吸引力，从而巩固股东价值。”

报告注意到，公用事业企业执行官预期他们的业务环境将进一步发展。一项研究认为，并购的目标是产生规模经济、扩大运行平台和扩大资产负债表范围，在一个增长受限的行业进行未来投资。

并购和增长

那些最激进的电力行业高管正在走另外一条路，普华永道交易主管 Jeremy Fago 称：“电力和公用事业公司在战略上追求资产的增长，包括那些邻近现有市场和 / 或具有类似商业模式的资产，从而推动可调节的增长并实现业务协同效应。”

在 2014 年第二季度公用事业并购活动报告中，普华永道提到，涉及金额超过 5000 美元的交易规模与总值大幅度增长。该季度有 13 笔符合这个标准的交易，而 2014 年第一季度和 2013 年第二季度各有 7 笔。而且交易总额也在增加。交易总额从上一季度的 44 亿美元增长了近 700%，达 349 亿美元。季度交易平均价值从 6.26 亿美元增长到 27 亿美元。

2014 年 6 月，密尔沃基的威斯康辛州能源公司，一家电力和天然气公用事业公司，同意收购芝加哥的 Integrys 能源集团，该集团致力于天然气和电力，包括芝



图 1 威斯康辛州能源公司收购 Integrys 能源集团，包括威斯康辛州 Wausau 附近的一套煤、天然气、水力发电厂和由四套机组组成，这是 981 MW 的韦斯顿发电厂

加哥人民天然气公司。新公司 WEC 能源集团在威斯康辛州、伊利诺斯州、密西根州和明尼苏达州的用户总数将达到 430 万，调节后费率基数为 168 亿美元。这些公司都要取得监管批准，而且声称他们预期交易将在 2015 年中期完成，当然这种预期可能有点过于乐观。

普华永道的 Fago 看到大量并购活动仍在继续，他说：“展望未来，我们希望看到受到监管的商业和产量驱动的交易，能持续改善并购环境。”巨额并购交易也出现在为发电行业服务的公司中，近期最大的一笔交易是 2014 年 6 月通用电气以 169 亿美元收购阿尔斯通的电厂和电网分部。

业务分拆的价值

NRG 交易产生了分析师所谓的“收益公司”，同时也带来业务分拆趋势。“收益公司”是并购过程的一个转折点。在过去一年左右，这些混合动力公司正在形成他们特有的结构，尤其在可更新能源发电领域。

“虽然业务分拆可能看起来是一件新鲜事，但这些交易在整个商业发展过程中是件很自然的事，随着各种资产和业务部门的风险和增长的变化，它们会满足不同利益相关方的投资重点。”Fago 说。

业务分拆过去在其他行业很常见，但是在电力和公用事业领域，普华永道认为，这些结构性业务分拆一直很少见，因为除非强迫，否则企业绝对不愿分拆资产，当公用事业对业务部门进行分离后，市场反应却很热烈。在 20 世纪 90 年代后期和 21 世纪之初，由于增长潜力似乎是无限的，商用电力企业的股价极高。然后商用电力市场开始融合，这与分拆完全不同。但是，普华永道注意到，一些公用事业公司仍在继续进行业务分拆。在 2000 ~ 2010 年期间，Duke Energy 将大量天然气开采、加工和管道业务分到一个单独的公司 Spectra Energy。

无独有偶，在发电厂供应领域也出现业务分拆，例如 2014 年 11 月份 Babcock



图 2 2006 年脱离 Duke Energy 的 Spectra Energy 在美国和加拿大各地经营天然气加工和传输基础设施

& Wilcox 计划将它的核电站业务和发电站业务分拆为几家单独的公司。

监管杠杆

总部位于俄亥俄州阿克伦的 FirstEnergy Corp 本身就是许多实力较弱的电力公司合并的产物，它正按一些分析师的建议进行“业务分拆”。FirstEnergy 目前提议，母公司从根本上向它在俄亥俄的分销公司剥离俄亥俄州和印第安纳州的一些最大的燃煤和核电资产。随后公用事业的子公司将发电厂的输出产品售往与 PJM 互连的批发市场，同时在传统的成本监管下为当地零售客户提供服务。

前两年，FirstEnergy 在对 PJM 生产能力市场的投标中遭受重创，更不用说它在煤炭和核能发电领域遭受的亏损。由于在受监管的市场中费率保持稳定，因此 FirstEnergy 这一计划估计会弥补在激烈的市场竞争中产生的损失。当谈到 PJM 能力市场的趋势，公用事业分析公司 Julien Dumoulin-Smith 说：“我们认为管理层需要继续来拆分资产。”

俄亥俄州哥伦布市的美国电厂 (AEP) 也在酝酿业务分拆策略。CEO Nick Akins 告诉《华尔街日报》分析师，如果监管部门允许的话，AEP 计划将它在俄亥俄州 1/3 的发电设备转移到它

的分销公司。在这笔电力日报称为“鼠象交易”中，AEP 已经将位地西弗吉尼亚州芒兹维尔，与 FirstEnergy 合资运营的 1600 MW Mitchell 的火力发电厂中的 800 MW 转移到 EP 的一家小规模子公司 Wheeling Power，Wheeling Power 由 AEP 的子公司 Appalachian Power 运营。

西维吉尼亚监管机构很可能批准这笔交易，因为这样才会避免工厂关门。这意味着 Wheeling 不得不在 PJM 市场出价，而 AEP 也在盈利方面遇到麻烦。根据 AEP 的说法，将公司对工厂的一半股份转给子公司这件事已经进行了两年，这说明了交易的复杂性。

普华永道警告，业务分拆可不是一件容易的事，它们要求对运营细节的分析、规划和关注程度和对收购的一样。公用事业企业执行官们需要重新考虑公司的战略定位、生产能力、结构和资源水平，使组织规模更小、更加专业。

将分拆与传统业务并购战略结合起来。在未来数月，甚至数年，所有这些都会按电力企业自己的方式出现，正如 Scott Madden 管理咨询公司所述，公用事业仍在继续合并，这个部门对其他许多行业造成影响，这是由于能源基础设施受到许多监管限制，从本质上说具有“本土性”。[MM]