



## 中国企业境外并购点金之术

2015年9月

# 摘要

1

中国境外兼并购活动呈现上升趋势，中国成为净资本输出国

2

贝恩全球研究显示，并购频率较高和交易规模较大的  
中国企业整体而言表现出色：  
**“登山家”（经常进行规模性并购的企业）的股东回报最高**

3

有四项全球并购的成功要素适用于中国境外并购交易：

- 清晰且差异的并购战略
- 明确而周全的交易主题
- 充分且严谨的尽职调查
- 主动而有侧重点的整合

4

…然而中国境外并购交易具有独特性质，过往经验沉淀出如下宝贵教训：

- 不遗余力地投入尽职调查，并根据当地特有情况因地制宜
- 积极主动的投前投后管理——这是实现增长和回报的必须要素
- 尽早和细致地解决人员、文化和高层架构等方面整合问题



# 我们将回答下列有关中国境外并购活动的关键问题

## 关键问题

## 贝恩观点

### 近期交易活动和趋势



- 中国目前在全球并购市场中处于什么位置？
- 中国境外并购的投资目标（地区和行业）有哪些主要趋势？

### 成功并购方



- 什么类型的公司通过并购实现了超额股东回报?
  - 并购交易频率和规模是否重要？
- 成功的中国企业如何与全球同行实现差异化？

### 可复制模式和能力



- 并购交易的成功需要哪些能力？
- 从不同并购交易中，我们将学到哪些经验教训？

- 中国境外并购活动正在稳定增长，中国现在是净资本输出国
- 不论是地区还是行业，投资目的地都变得更加多元化
  - 高科技/媒体/电信行业变得愈发重要
  - 美洲增长速度最快
- 私有企业主导了绝大多数并购活动，但在超大额交易中，国企仍然占据主导地位

- 贝恩全球研究显示，“登山家”（经常进行规模性并购的企业）在中国创造了可持续的股东价值
- 总体来看，中国企业在收购境外资产方面的活跃度不高，缺少“登山家”
- 在中国，活跃的买家不够多元化，主要集中在资源导向和高科技/媒体/电信行业

- 可复制模式需要建立在有节制的并购能力之上，贯穿从交易主题、尽职调查到整合的整个并购周期
- 对于缺少经验的中国收购方，必须制定清晰强大的交易主题，不遗余力地投入尽职调查，并在关乎速度和重点的领域进行整合

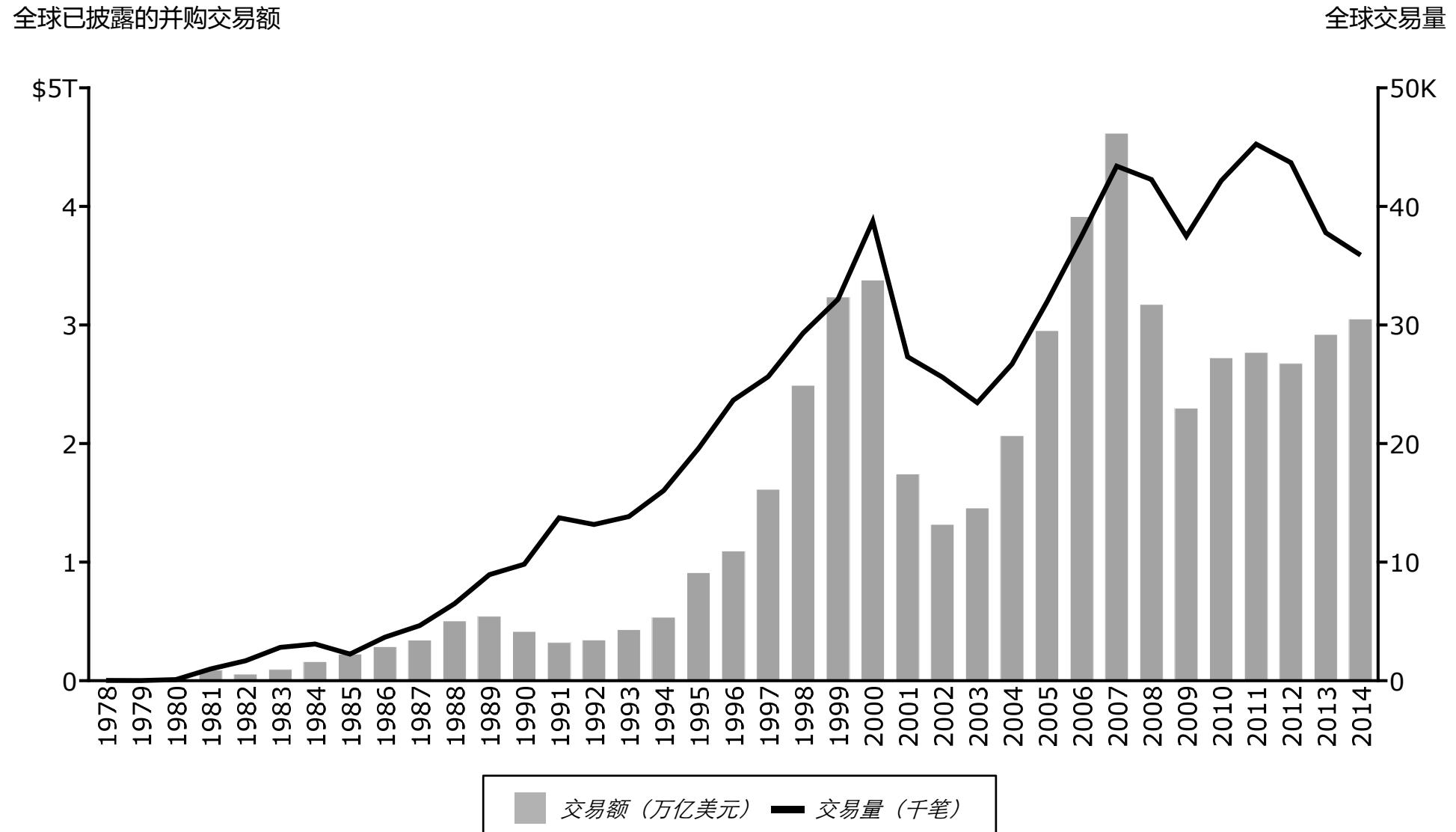


# 目录

- 中国企业境外并购活动概况
- 并购频率和交易规模对中国企业的重要性
- 境外并购的可复制模式和能力



# 全球并购受到全球资本波动影响，有很强的周期性



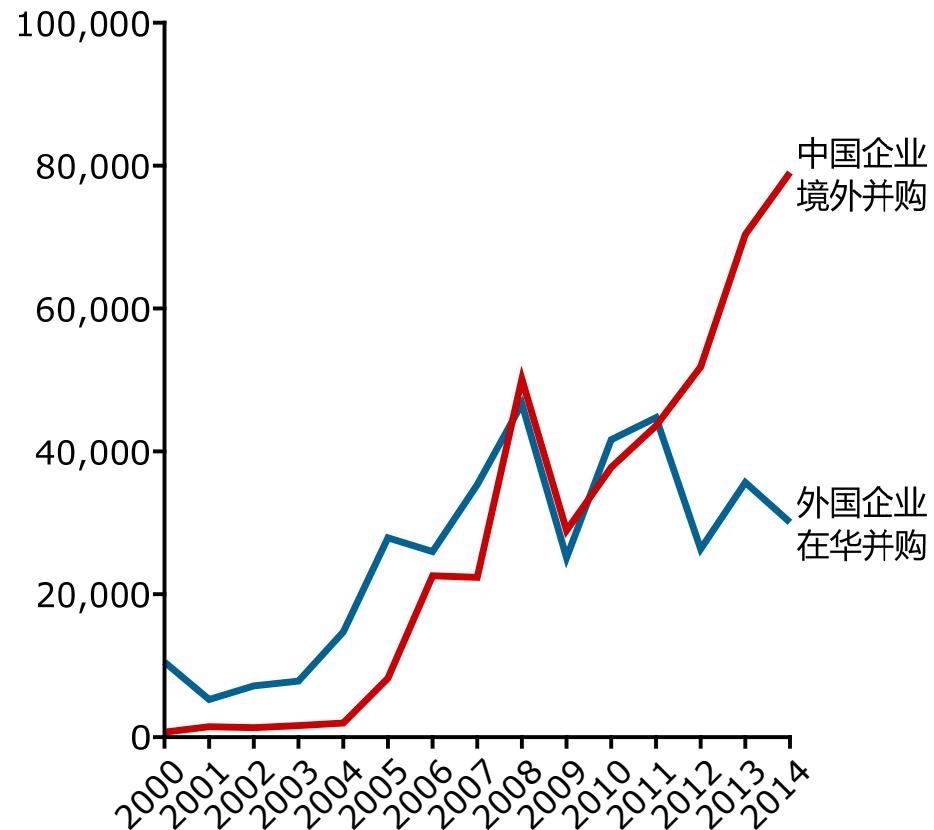
资料来源：汤姆森金融（截至2000年）；Dealogic（从2000年起）



# 中国企业境外并购的整体规模已经超过了外企在华并购，中国成为了净资本输出国

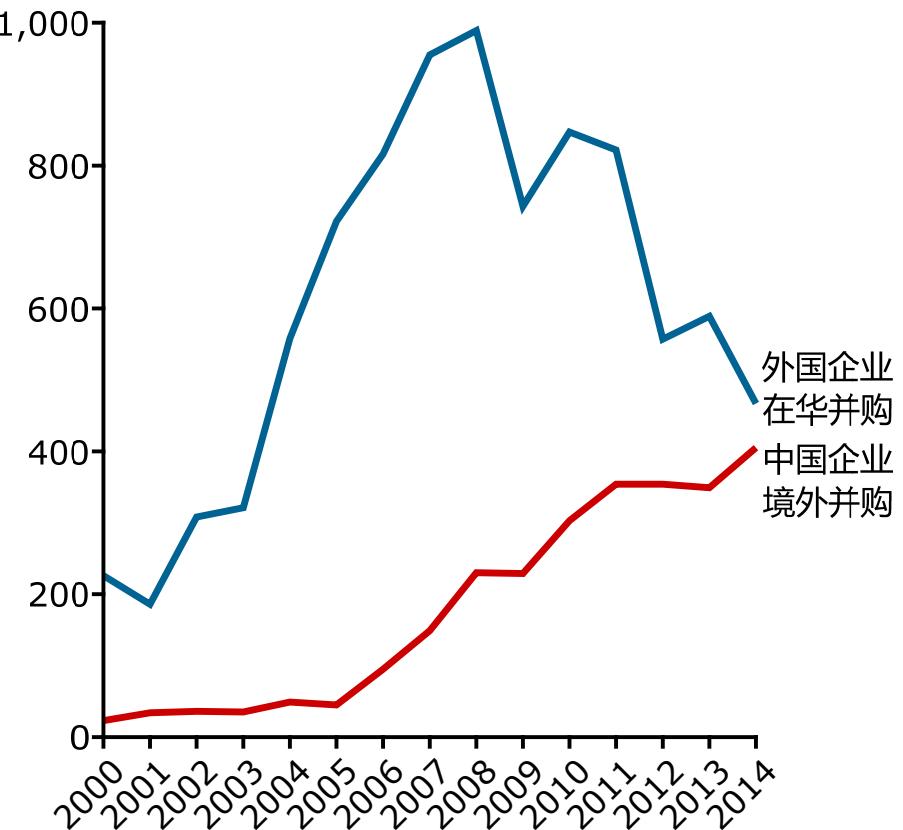
交易额

中国境外并购市场  
(百万美元)



交易量

中国境外并购市场  
(交易数量)

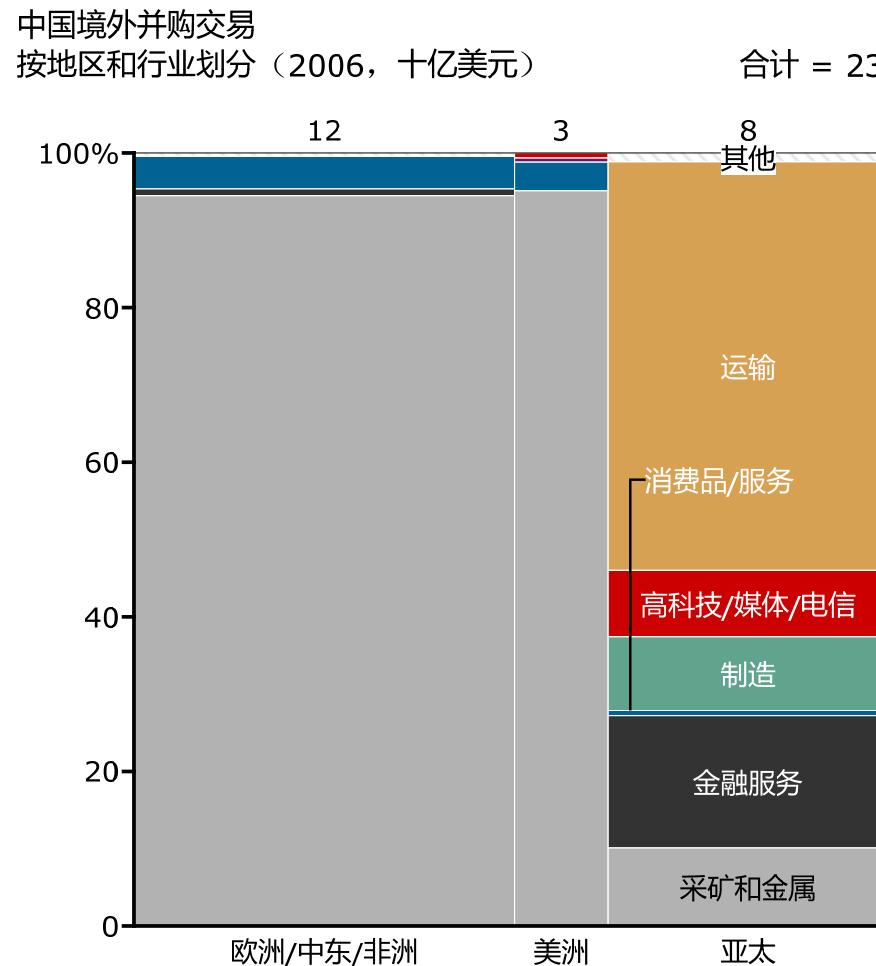


\*包括赞助者支持的交易；总体交易额只包括已披露的交易额  
资料来源：Dealogic；贝恩分析

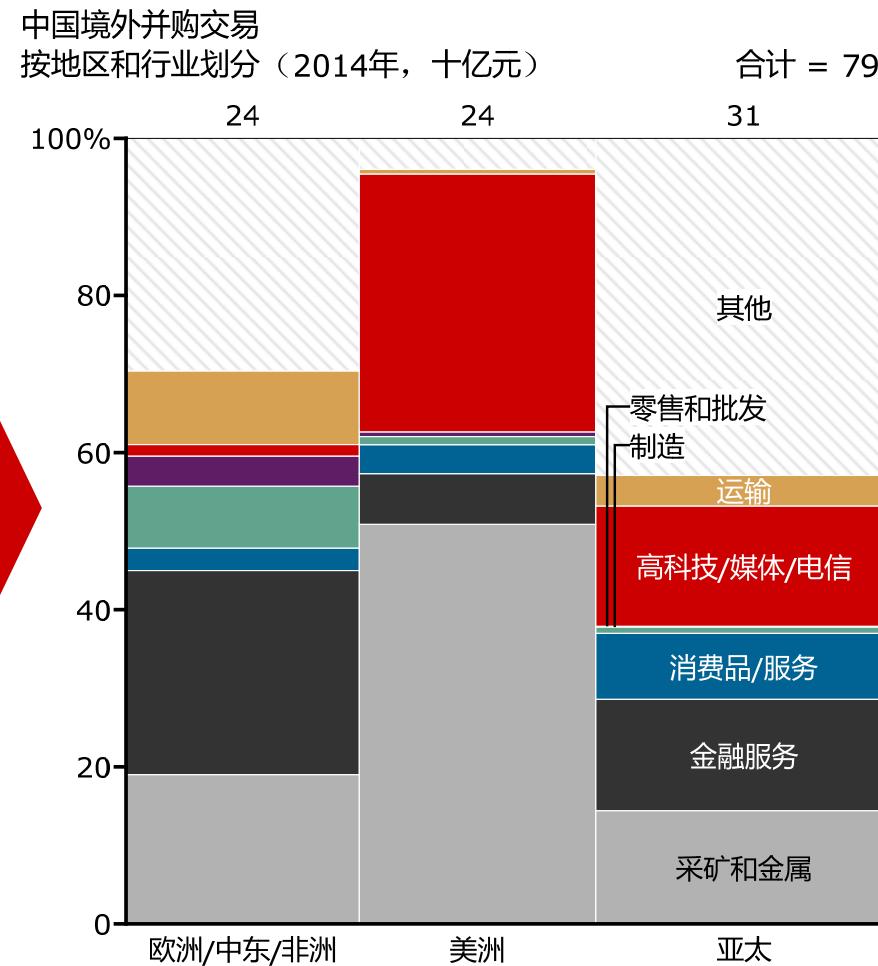


# 越来越多样化的行业分布是各地区的显著特征，其中高科技/媒体/电信行业在亚太和美洲地区增长迅猛

## 2006年交易额



## 2014年交易额



\*总体交易额只包括已披露的交易额，包括赞助者支持的交易

\*\*其他包括医药、媒体、医疗和公共事业等

\*\*\*不包括境外上市的中国企业

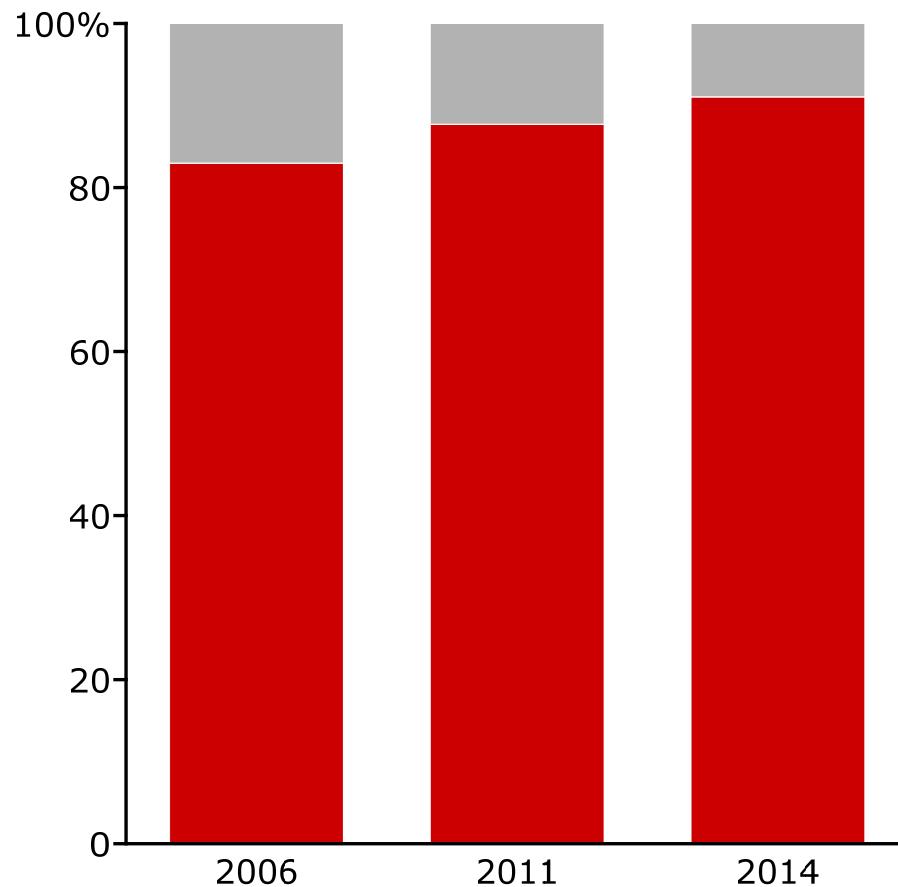
资料来源：Dealogic；贝恩分析



# 近年来，私有企业主导了绝大多数并购活动……

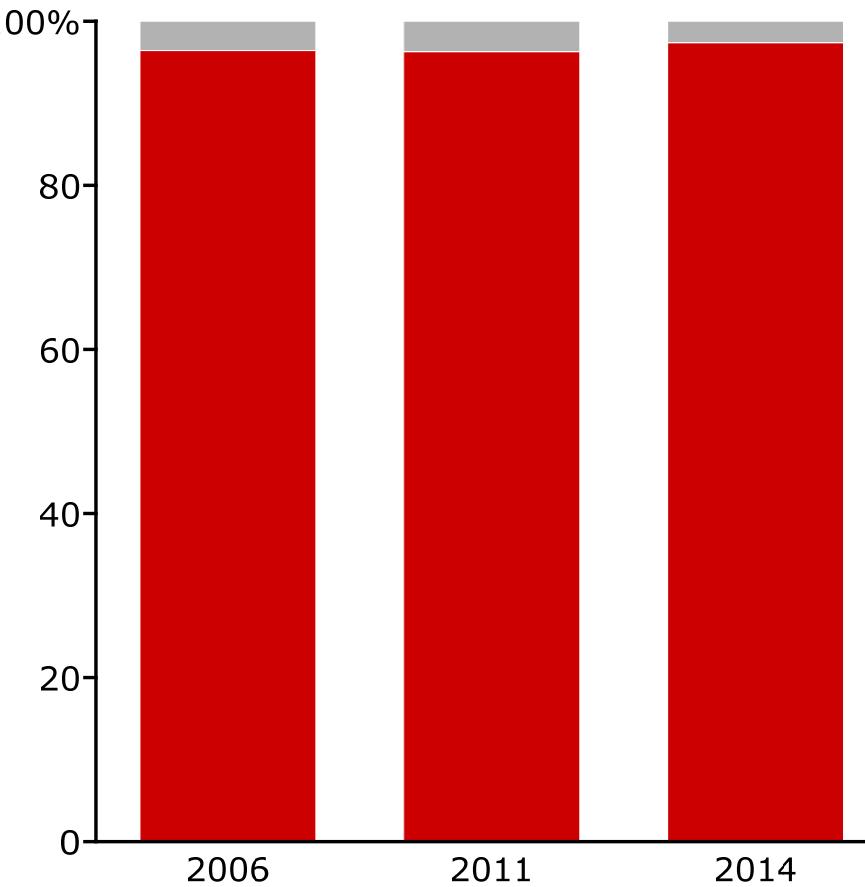
交易额

中国境外并购交易  
按公司所有权 (十亿美元)



交易量

中国境外并购交易  
按公司所有权划分 (交易数量)



国有企业

私有企业

\*总体交易额只包括已披露的交易额，包括赞助者支持的交易

\*\*其他包括医药、媒体、医疗和公共事业等

资料来源：Dealogic；ACVJ；贝恩分析

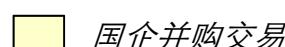


# .....但在超大额交易中，国企仍然占据主导地位

## 中国迄今为止的20大境外并购交易…

年份	交易额(亿美元)	收购股份	收购方	被收购公司	行业
2013	182	100%	中国海洋石油有限公司	Nexen Inc (加拿大)	石油和天然气
2008	143	12%	中国铝业公司	Rio Tinto plc (英国)	金属和钢铁
2009	90	100%	中国石油化工股份有限公司	Addax Petroleum Corp (瑞士)	石油和天然气
2010	71	40%	中国石油化工股份有限公司	Repsol Brasil SA (巴西)	石油和天然气
2013	71	100%	双汇国际控股有限公司	Smithfield Foods Inc (美国)	农业
2014	70	100%	中国五矿集团公司；中信集团；国信国际投资发展有限公司	Xstrata Las Bambas SA (秘鲁)	金属和钢铁
2014	67	60%	国家电网公司	SPI (Australia) Assets Pty Ltd (澳大利亚)	公共事业和能源
2007	56	10%	中国投资有限责任公司	Morgan Stanley (美国)	金融
2008	55	20%	中国工商银行	Standard Bank Group Ltd (南非)	企业集团
2008	54	40%	中信集团	CITIC Pacific Ltd (香港)	金融
2013	50	8%	中国石油天然气集团公司	Oil & Gas Assets (哈萨克斯坦)	石油和天然气
2012	48	30%	中国石油化工股份有限公司	Petrogal Brasil Ltd (巴西)	石油和天然气
2008	47	100%	中国招商银行	Wing Lung Bank Ltd (香港)	金融
2010	47	9%	中国石油化工股份有限公司	Synchrode Canada Ltd (加拿大)	石油和天然气
2008	43	100%	中国海洋石油总公司	Awilco Offshore ASA (挪威)	石油和天然气
2013	42	20%	中国石油天然气集团公司	Oil & Gas Assets (莫桑比克)	石油和天然气
2005	42	100%	中国石油天然气集团公司	PetroKazakhstan Inc (哈萨克斯坦)	石油和天然气
2014	40	51%	中粮集团有限公司；厚朴投资管理公司	Noble Agri Ltd (新加坡)	农业
2006	37	99%	中国石油化工股份有限公司	Udmurtneft OAO (俄罗斯)	石油和天然气
2012	35	21%	中国长江三峡集团公司	Energias de Portugal SA – EDP (葡萄牙)	公共事业和能源

资料来源：Dealogic；贝恩分析



国企并购交易



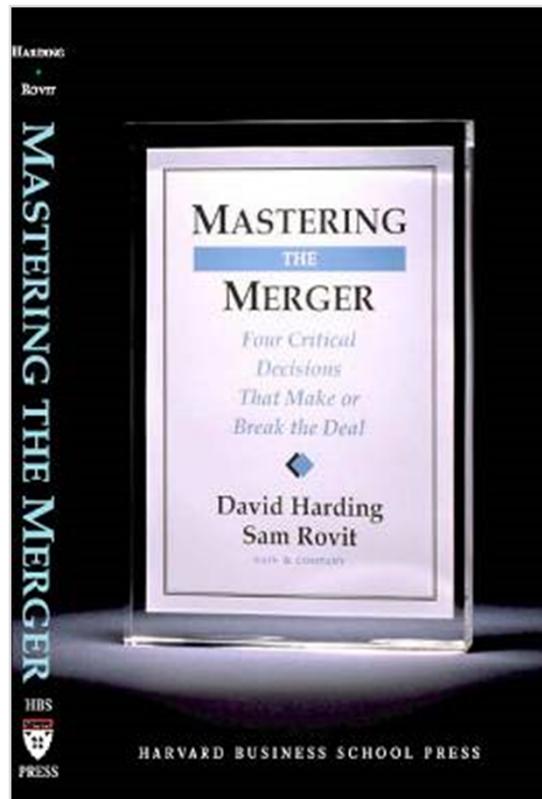
# 目录

---

- 中国企业境外并购活动概况
- 并购频率和交易规模对中国企业的重要性
- 境外并购的可复制模式和能力



# 早在2004年，贝恩在全球就出版了相关著作，对认为并购交易摧毁价值的传统认知提出了批判性观点



“大部分并购交易摧毁了价值！”

The image contains two news snippets. The top one is from CNN Money, titled 'Why M&A deals are bad for shareholders', with a subtext about management shakeups being a drag on shareholder value. The bottom one is from The Wall Street Journal's Manager's Journal, titled 'Resist the Urge to Merge', discussing Pfizer's acquisition of Pharmacia and its challenges.



- 经验至关重要
- 要跻身更大规模交易市场
- 并购失败的主要原因：尽职调查不到位
- 整合成功的关键：“好钢用在刀刃上”
- 要理解规模和范围交易的差异

# 中国与全球研究发现的相似及差异



相似点

- 在全球和中国研究中，“登山家”的股东总回报 (TSR) 比其他不常参与规模性并购的公司更高
  - 中国“登山家”的股东总回报率是选择性补缺买家或市场平均水平的~1.5倍
- 此外，“登山家”更加大胆，范围交易占比更高



差异点

- 整体而言，中国企业的并购活动没有海外企业活跃，缺少“登山家”
- 在中国，活跃的收购方（登山家 + 连续性补强买手）相对集中在资源导向和高科技/媒体/电信行业
- 境外并购在中国仍处于起步阶段：
  - 在中国的并购交易中，境外并购约占到13%，而放眼全球，这个数字已经达到约50%

注：“登山家”定义为每年至少有一宗兼并购交易，且交易规模大于收购方市值75%的企业；“连续性补强买手”定义为每年至少有一宗交易，但交易规模小于收购方市值75%的企业；范围交易指被收购企业与收购企业的业务重叠度较低  
资料来源：贝恩分析

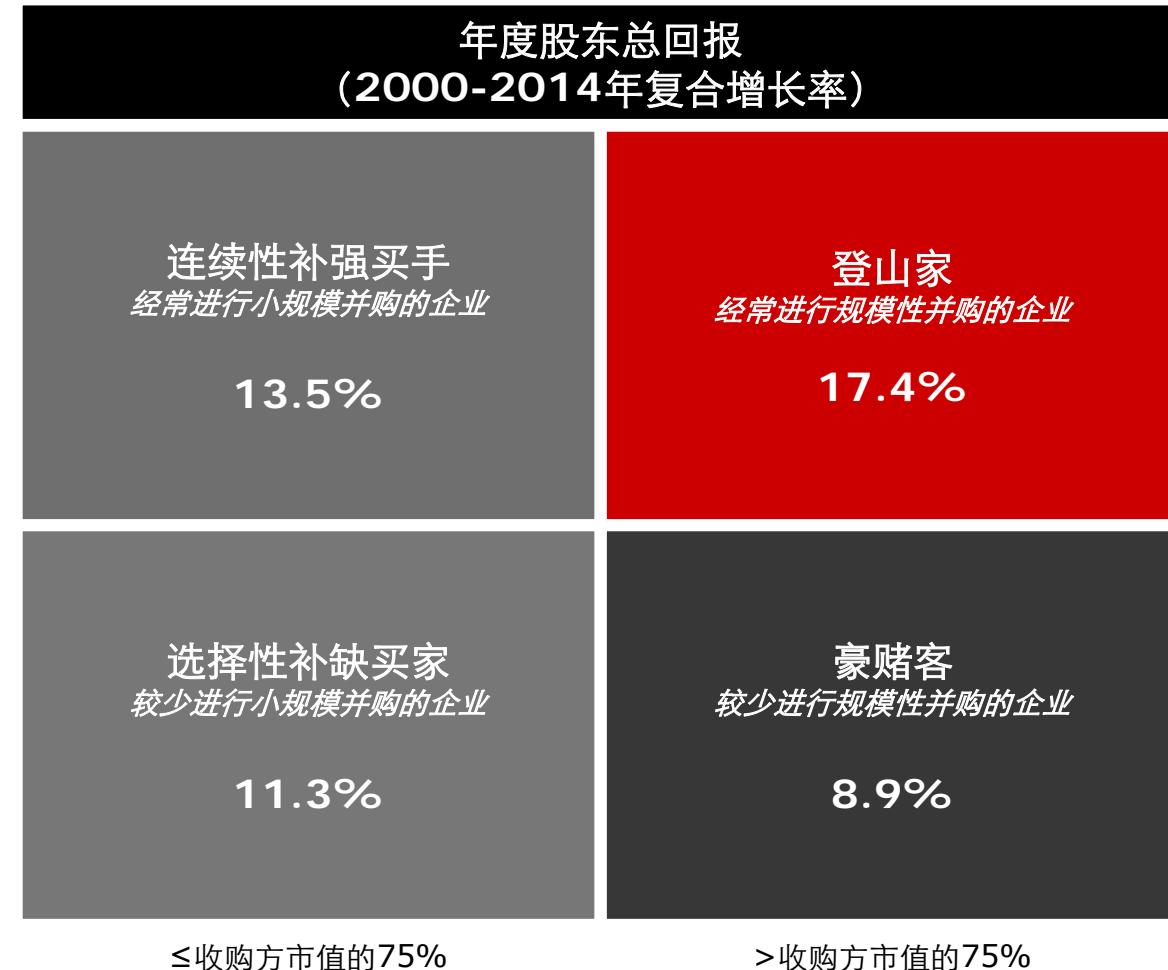
# 本次贝恩针对中国企业的研究有类似的发现：“登山家”创造的股东回报最高

中国发现

收购频率

交易量高于平均值  
(每年超过1次交易)

交易量低于平均值  
(每年不到1次交易)

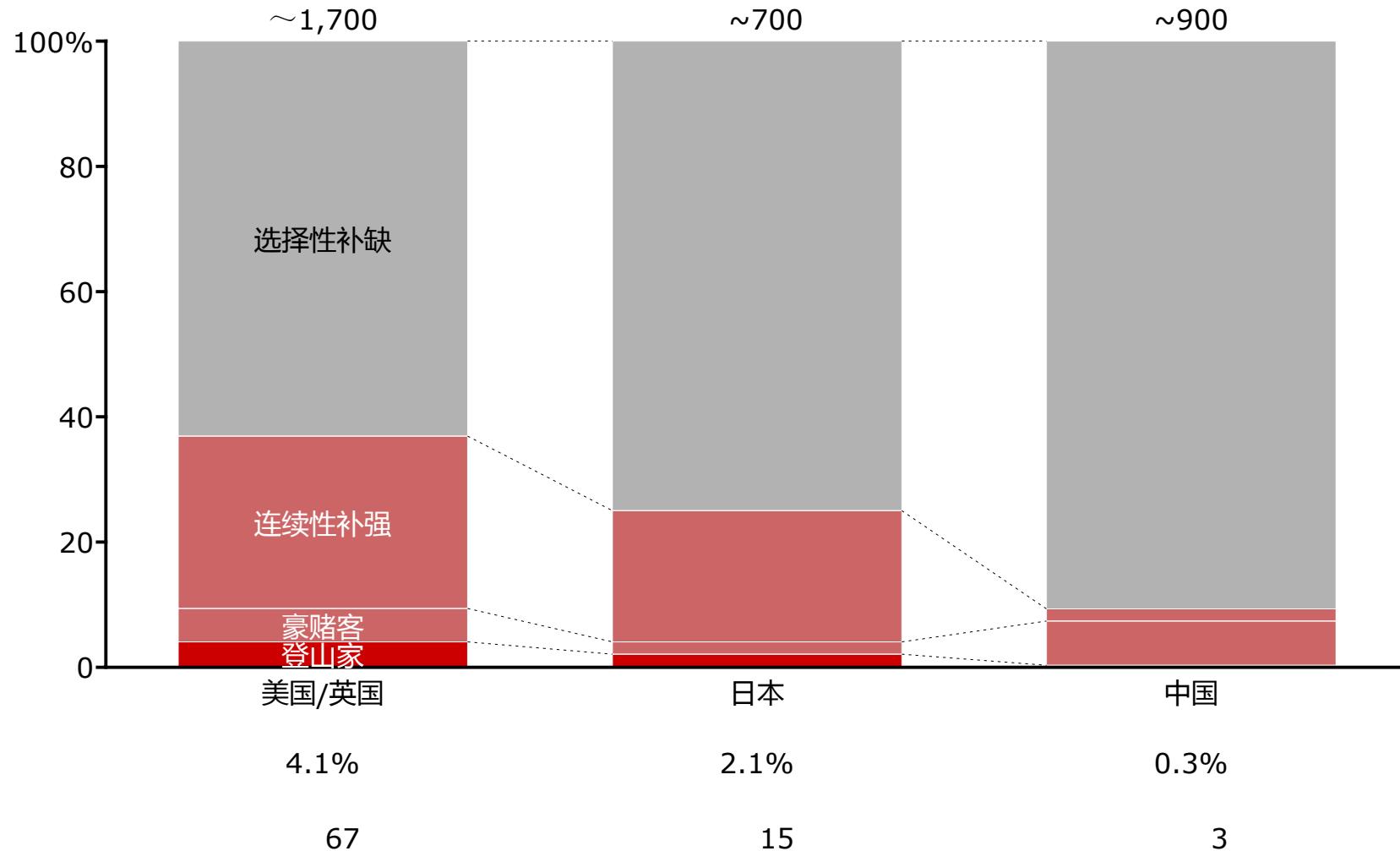


注：N = 934家公司，不包括收入不到5亿美元的公司；交易数量包括所有交易；累计相对交易规模基于2000-2014年的相对交易规模 vs. 2000-2014年底市值总和；股东总回报按照2014年底的市值加权平均数计算

资料来源：汤姆森；Capital IQ；Dealogic；Recof；贝恩分析

# 但与发达国家相比，中国的活跃并购企业占比仍然有限……

## 不同并购类型的公司

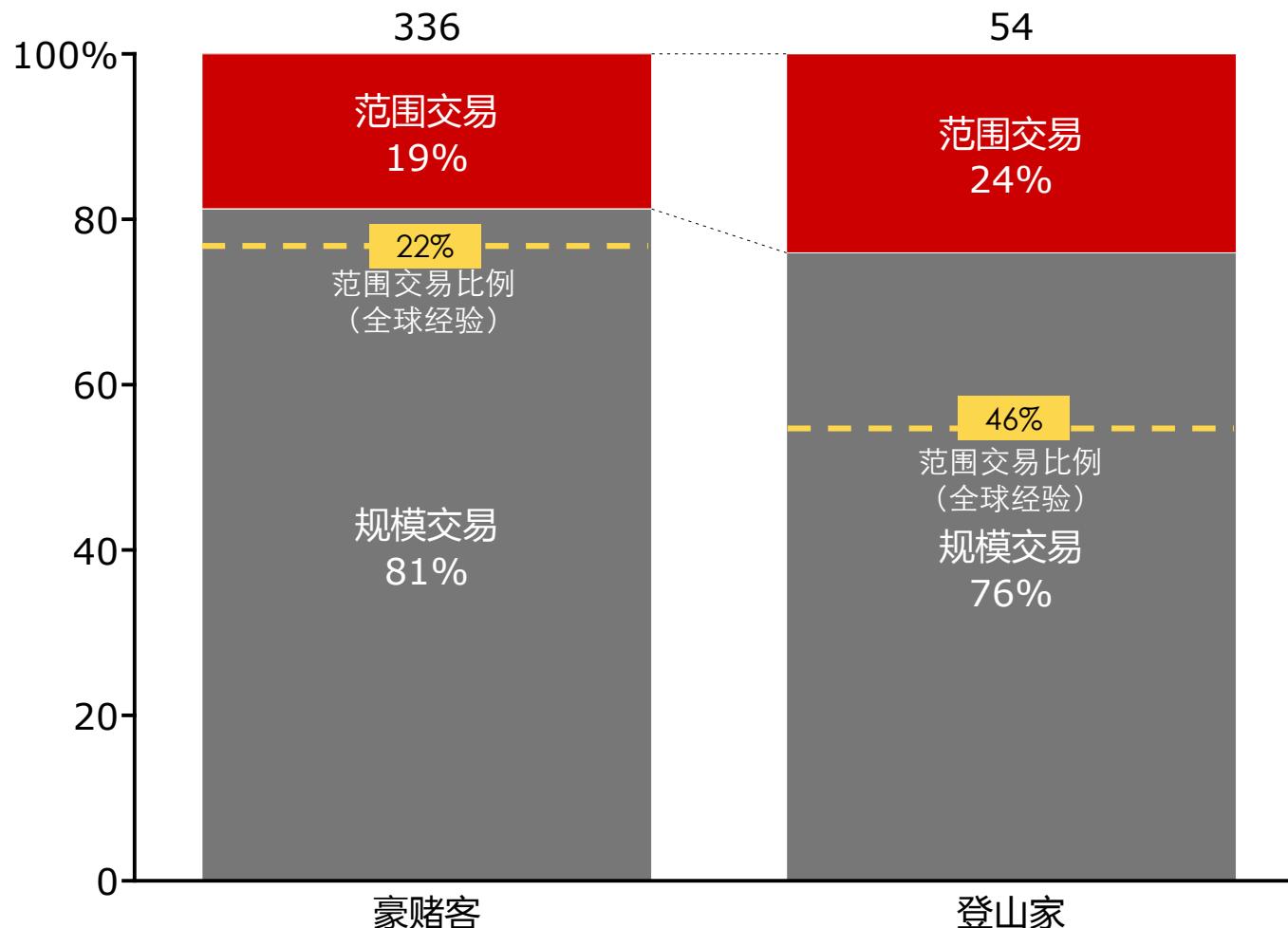


注：美国/英国的时间范围是2000-2010年，日本是2003-2013年，中国是2000-2014年

资料来源：Capital IQ; Dealogic; 贝恩分析

# 相对于“豪赌客”，中国“登山家”的范围交易更多，这点与全球研究发现一致

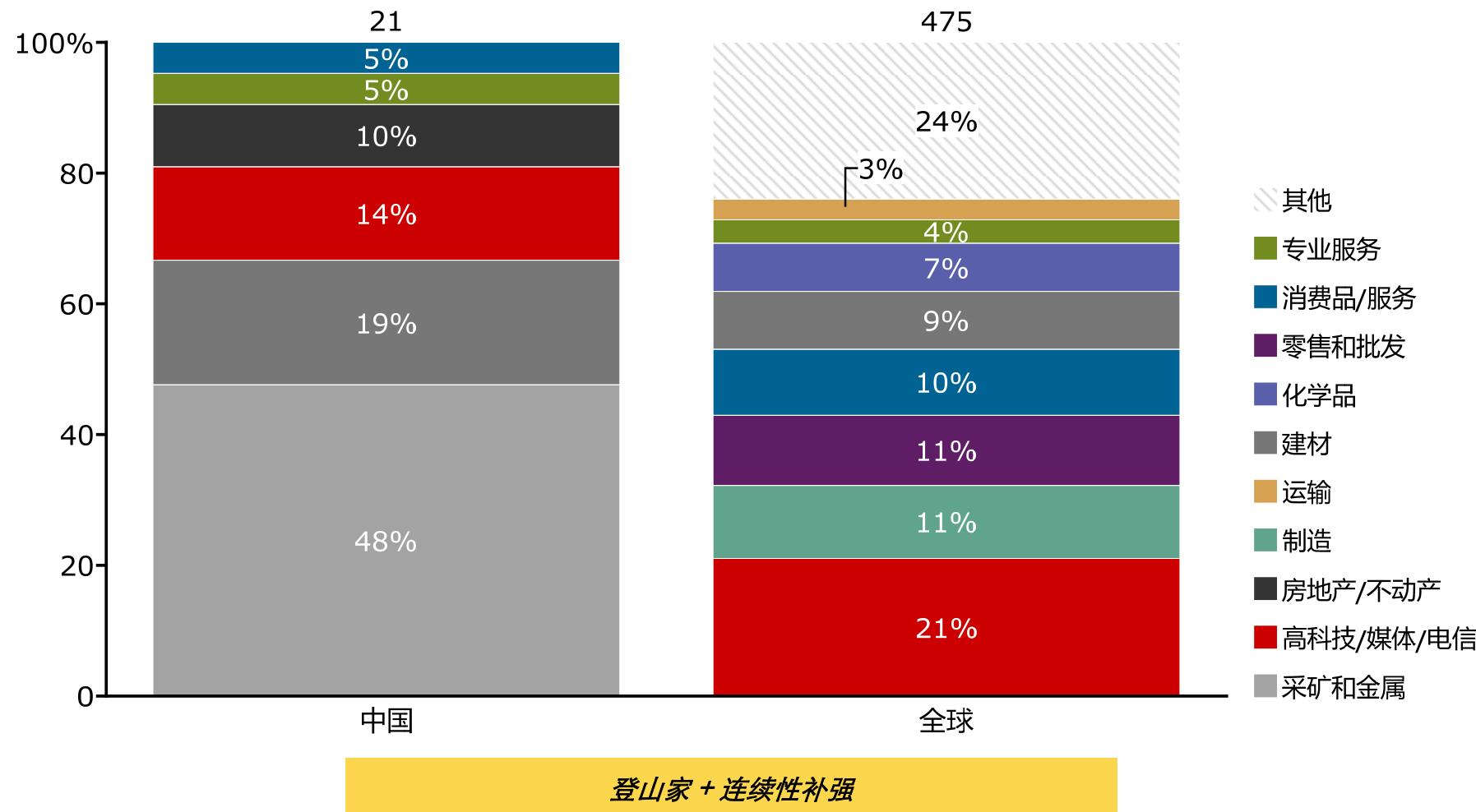
不同交易类型比例（中国）



注：对69个公司的并购交易进行了分析，分为“登山家”（N=3）以及“豪赌客”（N=66）（2000-2014年）；范围交易指交易中收购与被投方的业务重叠度较低；规模交易指交易双方有较高的业务重叠度，交易主旨是实现规模扩张  
资料来源：Dealogic; Capital IQ; 贝恩分析

# 在中国，活跃的买家不够多元化，主要集中在资源导向和高科技/媒体/电信行业

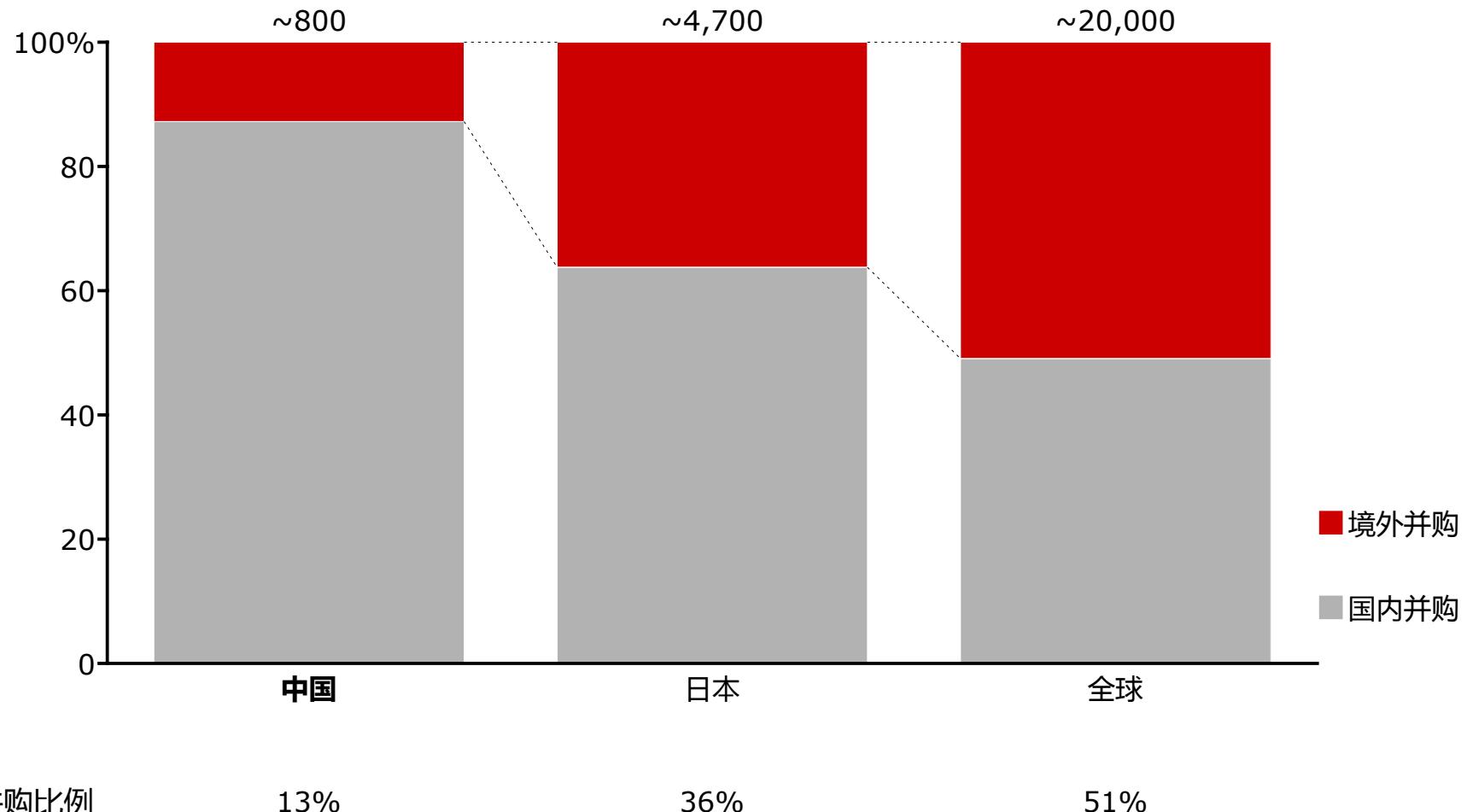
不同行业的公司数量占比（中国）



注：其他包括农业、纺织、公共事业和能源、航空与国防、跨行业公司等。全球数据不包括采矿与金属、房地产/不动产、金融服务等行业  
资料来源：2012年贝恩并购研究；Dealogic；汤姆森；贝恩持续价值创造型企业数据库

# 中国目前处于境外并购的初级发展阶段，企业在收购境外资产方面的活跃度不高

不同并购模式的交易数量 (03-13)



注：包括登山家、连续性补强和豪赌客；不包括选择性补缺买家  
资料来源：Capital IQ ; Dealogic ; 贝恩分析

# 目录

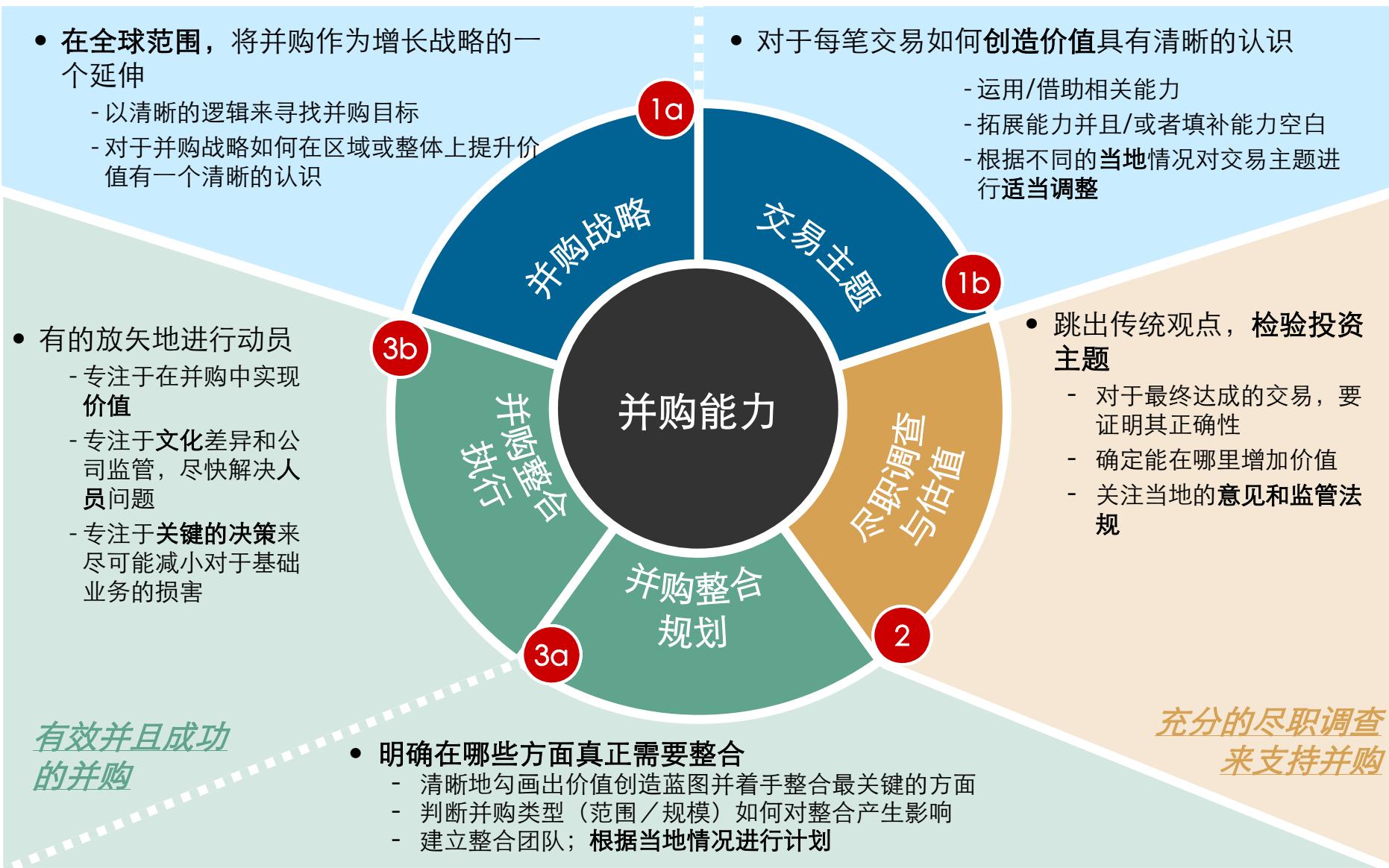
---

- 中国企业境外并购活动概况
- 并购频率和交易规模对中国企业的重要性
- 境外并购的可复制模式和能力



# 贝恩观点：有增长价值的并购需要可复制的并购模式辅以成熟的并购能力

## 清晰的投资主题来支持并购战略



# 基于全球并购“登山家”的成功经验，中国企业可以借鉴三点经验

1

## 成功的并购策略

- 成功的并购基于适合当地情况的交易原则与主题以及“可复制的”模式
- 资本是充足的，拥有诸多成功并购记录的公司必将享受市场丰厚的回馈
- 为推进并购必须明确财务目标

2

## 正确的尽职调查

- 并购失败的首要原因是由于缺乏高质量的尽职调查
- 中资企业在开展尽职调查方面仍然缺乏经验，存在一些盲点，如过于依赖于银行，对资本输出目的地市场以及与中国国内市场的差异缺乏了解等
- 高质量的尽职调查还有利于高管团队达成共识，为日后成功的整合奠定基础

3

## 关键领域的整合

- 积极规划并及早启动整合工作，甚至可以在交割前开始启动
- 人员、文化和组织的问题非常关键，需要高度重视并谨慎处理
- 有重点的、快速的进行整合，及早进行沟通
- 为整合工作采用适宜的治理结构和监控机制

# 1 中国境外并购常常由市场、供应链、能力或政策相关等因素驱动



# 三项常见的失误导致整合失败

## 无法实现增量价值

- 未能明确定义价值和风险的来源
- 没有优先考虑最主要的价值来源
- 并购后没有及时更新协同效用的目标
- 交易结束前还未启动整合行动
- 将所有事务丢给运营层面而撒手不管

## 关键人才流失

- 对解决公司文化和组织疑虑的问题缺乏解决方案
- 人才被竞争对手和猎头公司挖走
- 由于过多或者过少的干预而选择离开
  - 在选定新公司领导层的过程中等待太久，或是
  - “强势干预”政策下没有人才保留计划

## 整合流程失效

- 复杂的法规和政策框架极大的干扰了整合过程
- 过于复杂和冗长的过程干扰了管理层
- 决策制定效率低下，错失关键的里程碑
- 整合中缺少强大的领导力
- 由于整合的不确定性导致的客户流失



无法达到协同效应目标

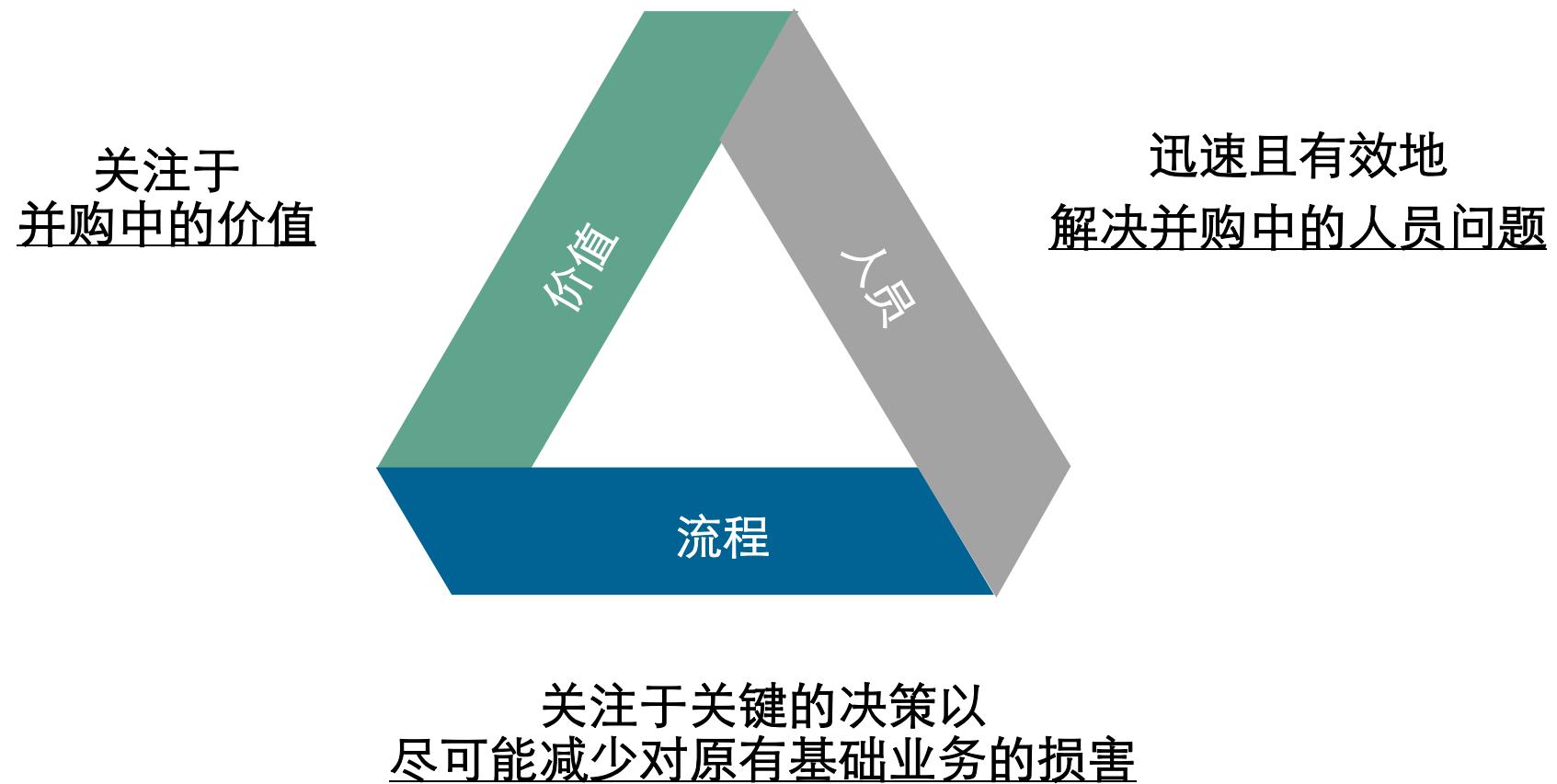


人才流失



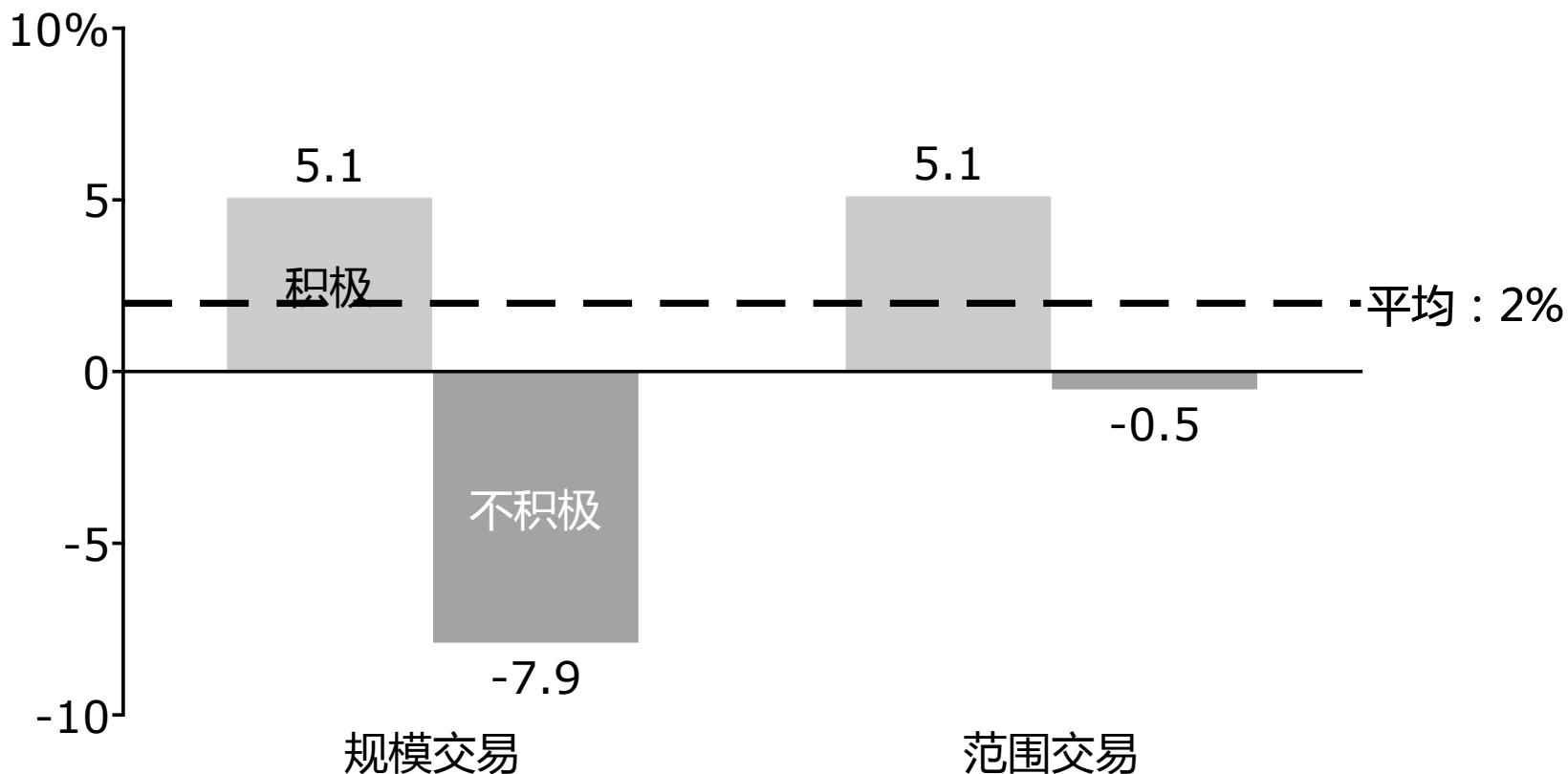
原有基础业务受损失

### ③ 贝恩关于行业中最佳整合的观点：持续关注于价值、人员和流程三个方面



## 高管在并购后积极解决文化问题，会产生明显不同的结果

收购公司股价 vs. 行业股指  
(宣布交易后 1 年)



资料来源：贝恩文化整合研究

# 每类收购企业都有一些知名的案例.....

收购频率

交易量高于平均值  
(每年超过1次交易)

## 连续性补强买手

- Chemchina
- 腾讯
- 阿里巴巴

## 登山家

- 兖州煤业股份有限公司
- 中国燃气
- YMCI

交易量低于平均值  
(每年不到1次交易)

## 选择性补缺买家

- TCL
- GEELY
- MicroPort
- 光明

## 豪赌客

- PMO
- 双汇
- 联想

≤收购方市值的75%

>收购方市值的75%

累计相对交易规模

资料来源：Dealogic；文献检索；贝恩分析

# ……境外并购的成功取决于是否遵循了上述总结的并购原则

	登山家	连续性补强买手	豪赌客	选择性补缺买家			
	中国燃气	Chemchina Adisseo	双汇 Smithfield	上海电气 PMO NEDSCHROEF	TCL Thomson	Geely Volvo	光明 Weetabix
成功的并购案例	<ul style="list-style-type: none"> <li>清晰明确的并购战略：通过规模交易实现增长           <ul style="list-style-type: none"> <li>- 扩大全国覆盖范围</li> <li>- 提高份额</li> <li>- 价值链整合</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>整体并购战略明确（以安迪苏为例）           <ul style="list-style-type: none"> <li>- 建立全价值链的综合业务组合，加强技术能力</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>预计形成双赢局面：上游资源、高端产品市场机会和先进经验分享</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>明确充分的并购理由：进入壁垒较高的细分市场并获取新客户，获得研发能力</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>规模交易：不断扩大规模效应，与全球供应链整合</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>专注且有条不紊地按照交易主题开展并购 – 通过整个并购流程，获取品牌、高端细分市场和技术能力</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>清晰统一的境外并购交易主题           <ul style="list-style-type: none"> <li>- 引进来：中国消费者的消费升级</li> <li>- 走出去：收购可持续发展的企业</li> </ul> </li> </ul>
充分的尽职调查			<ul style="list-style-type: none"> <li>缺乏对利益点进行足够的压力测试：上游供应不稳定；高估了市场对高端产品的接受度</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>部署专门的内外部资源开展全面尽职调查，对投资主题进行压力测试</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>尽职调查没能确定最关键的市场趋势，即消费者偏好转向平板电视</li> </ul>		
关键领域的整合		<ul style="list-style-type: none"> <li>对组织进行精益整合，重点放在人员和本土文化上</li> <li>整合部分价值链环节</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>缺少解决人员问题的监管模式</li> <li>缺乏在美双边整合的方法</li> </ul>			<ul style="list-style-type: none"> <li>在组织/监管模式和供应链领域进行有选择性的整合</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>没能及时解决文化和组织问题；</li> <li>在实现中国市场的协同效应方面行动缓慢</li> </ul>

注：下列案例研究中大多数是境外并购或范围交易，除了中国燃气的国内并购案

# 结论

- 中国企业境外并购活动显著上升趋势：投资目的地和行业呈现出多样化
- 同全球研究的发现类似，并购的频率和规模至关重要
  - 收购方需要获得进行更大规模交易的权利，尤其是跨境性质的交易
- 中国并购者在进行境外交易时遇到了四项特殊挑战：
  - 无法预见的宏观风险（政府干预、汇率、供应链风险等等）
  - 没能妥善完成尽职调查
  - 文化和治理整合问题未得到有效解决
  - 普遍倾向于“买入并持有”，交易后没有积极开展整合
- 面对境外并购的复杂环境，积极的行动和干预并非选项，而是成功的必由之路：
  - 承认自身在某些领域的知识欠缺：要避免对协同效应的高估，开展尽职调查进行验证。认识到失败的可能性并提早计划应对方案
  - 尽早开始：积极主动地设计整合方案并尽早开始，甚至在交易结束前就有所行动
  - 信任并验证：采取合理的治理结构和监督机制。即使对于范围交易，仅仅依靠董事席位来施加影响和监督是远远不够的
  - 整合要主次分明，快速推进：有效的解决文化问题。尽早做出决定并提前沟通。要确定高优先级的整合活动并安排相应的负责团队。持续管理后勤事务

**BAIN & COMPANY** 