

PDF-TN2015003

双汇国际收购史密斯菲尔德案例研究¹

案例使用说明：

双汇国际收购史密斯菲尔德，是当时中国海外收购发生金额最大的一起，而且是对美国猪肉市场份额第一的公司进行收购。双汇国际对 SFD 的收购，使得双汇国际获得了美国相应的市场份额，成为了全球最大猪肉养殖和猪肉制品生产商，并完成了国际布局。这次收购，是由规模较小的企业对规模较大的企业进行的“蛇吞象”的收购，并采用非典型的杠杆收购完成，形成了双汇国际巨大的债务负担，而双汇国际又通过万洲国际发行上市募集资金去减轻其债务负担。这一收购，无论从战略上还是战术上，都有其典型意义，值得作为一个经典案例进行推敲研究。

一、教学目的与用途

1. 适用课程： 公司并购、资本运作、投资银行学

2. 适用对象： 本案例主要为金融专业硕士开发，也适用于 MBA 和 EMBA，对金融实务相关的其他硕士课程也适用。

3. 教学目的： 本案例对双汇国际收购 SFD 这一典型案例进行分析，以该收购的战略意图、收购时的各项财务条件和收购对价及支付模式为分析对象，总结和评判双汇国际此项收购案的得失，并为未来我国企业进行大型海外收购提供有益的启示与借鉴。

具体目标分为以下四点：

-
1. 本案例由南开大学经济学院金融学系的马晓军撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
 2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。
 3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
 4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

(1) 分析横向收购的价值来源和局限性。根据并购发生的背景、交易双方所在市场的发展特征以及两家公司各自的发展模式，分析并购交易的协同效应，可以从战略布局、业务协调、财务协调等角度进行具体的剖析，从而了解协调效应对公司价值提升的正面影响，也关注双汇和 SFD 可能存在的融合风险。

(2) 分析跨国收购的影响因素以及可能的风险。SFD 作为美国最大的一家猪肉食品企业，其被收购需要受到美国外国投资委员会的审核，并经过国会的听证会，那么，这样大型的跨国并购对并购企业所在国家的利益影响如何，审核过程中一般会关注哪些利益相关的要点？了解这些问题，对于未来提高跨国收购的成功性，具有良好的借鉴意义。

(3) 并购过程中的一些技术问题，这些技术问题主要包括估值、支付方式和还款保证这三个问题。双汇国际收购 SFD 是典型的“蛇吞象”，但是与美国市场中常见的杠杆收购不同，这次交易采用了非典型的杠杆收购模式，也就是还款方并不是被收购方，而是双汇国际这一收购方。选择这种模式自有其内在的困难和原因，而这种非典型杠杆收购的最大风险在于巨大的债务负担，这一债务负担会牵连影响到双汇国际其他资产的安全，尤其是双汇国际在双汇发展的股权。因此，在这个收购案中，估值、支付方式和还款保证这三个问题其实是一体的：估值是基础，是一切的保证；支付方式的选择会引起债务负担的不同；而债务负担又需要有强大的还款保证来支持。通过综合分析并购中的技术细节问题，有助于学生从整体上把握一次并购交易的财务设计要点，提高其并购交易规划的能力。

(4) 一个良好的交易的完成，需要照顾到直接以及间接参与交易的各方的利益。本收购案例中，双汇国际对 SFD 的收购，会影响到双汇国际的股东、SFD 的股东、双汇发展的股东的利益，而且美国政府也会因其参与进来而审查交易对国家安全的影响。因此，本收购案的交易设计，必须顾及各方的利益，尽可能实现共赢。在处理利益冲突方面，双汇国际收购 SFD 案提供了一个较好的分析材料。

二、启发思考题

1. 结合经营协同效应理论，从管理协同、经营协同和财务协同这三个方面，对双汇国际收购 SFD 引起的价值增长进行分析。

2. 典型的杠杆收购模式是怎样的？双汇国际为何没有采用典型的杠杆收购模式？联系到吉利汽车收购沃尔沃案例，吉利汽车也是未能使用典型的杠杆收购模式，两个案例相同

的选择，是否具有共同的理由？

3. 根据 SFD 的财务资料，对其股票进行估值。你觉得双汇国际的出价是否合理？

4. 在支付方式选择上，双汇国际为何没有选用换股方式？现金支付和换股两种方式的利弊各是什么，试进行简要分析。

5. 美国外国投资委员会为何会批准双汇国际对 SFD 这一美国最大的猪肉食品企业的收购？外国人取得控制权的交易是美国国家安全考虑的重点，双汇国际是如何突破这一点而取得成功的？

6. 双汇国际完成收购后，其还款压力如何？根据其财务状况分析双汇国际未来是否有足够的资金还款？双汇国际是否可以设计更好的还款路线？

7. 试对收购各方的利益进行分析，包括收购方双汇国际、双汇国际的股东、双汇发展的股东、SFD 的股东。

8. 双汇国际收购 SFD 对中国企业未来的海外收购以及参与全球化经营能够在哪些方面提供启示和借鉴，具体有哪些值得借鉴之处？

三、分析思路

1. 横向收购的价值来源是哪些？根据这些价值来源可以对双汇国际收购 SFD 的协同效应进行分析，具体可以再细分为管理协同、经营协同和财务协同，其主要来源应该是经营协同，对经营协同效应可以进行进一步的分析。

2. 双汇国际收购 SFD 并不是典型的杠杆收购，可以根据杠杆收购的一般模式和要求来对双汇国际收购时的实际情况进行对比，寻找其难以满足典型杠杆收购要求的地方，并且分析双汇国际是否有可能补足这一短板而采取典型杠杆收购模式。同时思考目前的收购模式与典型的杠杆收购模式相比较，利弊如何？

3. 在收购的具体技术方面，估值可以通过可比公司法，对同类产品的市盈率、市净率定价水平进行评估，并结合 SFD 价值方面的特有因素以及 SFD 被收购后可能产生的协同价值。更加细致的估值分析，可以采用自由现金流折现的方式计算，因为被收购企业的业务相对稳定，现金流也相对稳定。支付方式方面，根据现金支付和股权支付的一般理论，分析双汇国际和 SFD 双方的诉求，从而得到双方利弊权衡的结果。债务筹集模式以及相应的债务负担是此次收购的一个重点，双汇国际为此背负上了沉重的债务，可以利用财务分析

技术，对双汇国际的承债能力进行分析，并且考虑其他突破性的方法，比如上市融资。

4. 在海外收购方面，往往会遇到国家安全审核问题，在美国尤其明显。可以根据美国外国投资委员会审核的基本过程和关注要点进行分析。

5. 各方的利弊得失，可以通过各方在收购前后的利益变化进行分析。

6. 根据以上的分析要点，总结双汇国际收购 SFD 对中国企业未来的海外收购以及参与全球化经营的借鉴意义。

四、理论依据和分析

（一）理论依据

公司并购动因理论

杠杆收购的基本知识

股权估值相关理论

并购支付方式的相关分析要点

企业债务分析的一些要点

国际收购监管的经济依据和实践

（二）具体分析要点

1.. 结合经营协同效应理论，从管理协同、经营协同和财务协同这三个方面，对双汇国际收购 SFD 引起的价值增长进行分析。

一般而言，我们可以把横向收购的价值来源分为三个来源：提高收入、降低成本和创造新的增长机会，如表 9 所示。

表 9 横向收购的价值来源

分类	价值来源类型
提高收入	● 提高的市场能力和市场份额
	● 网络外部化
	● 利用营销资源和能力
降低成本	● 过剩生产能力的降低
	● 在生产、市场、销售和分销、物流、品牌及研发上的规模经济
	● 在品牌、市场、分销、生产及物流中的范围经济

	● 学习经济
新的增长机会	● 创造新的商务模式去竞争
	● 创造新的能力和资源
	● 创造新的产品、市场或流程

双汇国际收购 SFD 后，双汇发展和 SFD 依然独立运行，双汇国际承诺收购完成后将保持 SFD 的运营不变、管理层不变、品牌不变、总部不变，同时不裁减员工、不关闭工厂，并将与美国生产商、供应商、农场继续合作。因此对于双汇发展和 SFD 这两个独立的经营单元来说，收入提高、成本降低这两个来源增加的价值是有限的。由于中美两国猪肉养殖和生产的模式和技术不尽相同，美国的猪肉生产、屠宰和加工更加集约化，双汇发展可以学习和借鉴 SFD 的技术，增强在国内集约化的步伐，以利于提高双汇发展的综合竞争力、降低成本。另外，在猪肉加工制品方面，SFD 有着成熟的产品加工经验和技术，这些也是双汇发展可以学习和引入的。SFD 的产品代表了健康安全，对于中国消费者而言，具有较大的吸引力，因而增加进口 SFD 的产品，也是未来必然的选择。

双汇国际收购 SFD 的最大价值，体现在更高层面的双汇国际这一控股公司身上。通过收购 SFD，双汇国际成为猪肉产量最大的美国市场和销量最大的中国市场两个市场的第一名，市场势力急剧加大。以改名之后的万洲国际统计，通过收购 SFD 后，万洲的营业额大增 80%。截至 2013 年，万洲录得营业额为 112.53 亿美元，较 2012 年的 62.43 亿美元，增幅达到 80.2%。其中来自 SFD 的营业额贡献逾 38 亿美元。而肉制品营业额由 36.39 亿美元，增加 70.7% 至 62.12 亿美元，其中来自史密斯菲尔斯的营业额贡献 21.38 亿美元。生鲜猪肉营业额由 24.19 亿美元，增加至 45.43 亿美元，幅度达到 87.8%，当中来自 SFD 的贡献为 15.33 亿美元。

2. 典型的杠杆收购模式是怎样的？双汇国际为何没有采用典型的杠杆收购模式？联系到吉利汽车收购沃尔沃案例，吉利汽车也是未能使用典型的杠杆收购模式，两个案例相同的选择，是否具有共同的理由？

西方典型的杠杆收购有两个特点：其一是大比例的融资，杠杆很高；其二是还款来源来自被收购方自身的现金流，收购方通过成立专门的收购公司 SPV，把风险留在 SPV。双汇国际在收购过程中，虽然大比例负债，但是债务的担保方是双汇国际，用于抵押的资产是

其所有的资产和财产权（包括收购后持有的 SFD 全部股权）；在信用担保上，收购公司、SFD 及其子公司不为该笔贷款提供担保，全部由双汇国际的其他相关子公司进行担保。这也就是说，收购风险将落在双汇国际头上，一旦未来 SFD 无法偿还其收购负债，会波及到双汇国际的其他资产，主要是所持有的 A 股上市公司双汇发展的股权资产。

联系到吉利收购沃尔沃的案例，几乎采用了同样的模式。采用典型杠杆收购模式的好处在于有效地隔断了风险，防止收购失败对收购主体的不良影响。之所以没有采用典型的杠杆收购模式，原因在于在收购前，SFD 的经营陷入了困境，而且未来市场上升的空间有限，美国的猪肉消费随着人均 GDP 的上升反而在下降，这些都使得融资方对 SFD 的还款能力存有疑虑。沃尔沃的情况也是如此，在吉利收购沃尔沃时，沃尔沃正处于困境，融资方对沃尔沃未来的还款能力也是充满怀疑的。

这些可以通过 SFD 被收购前的财务数据进行进一步分析。

3. 根据 SFD 的财务资料，对其股票进行估值。你觉得双汇国际的出价是否合理？

（1）根据市盈率法，SFD 的 49.57 亿美元的总市值，相对 2013 年 1.84 亿美元的净利润，市盈率为 26.9 倍。根据图 19 比较的 SFD, Tyson, Hormel 三家公司的历史市盈率，我们可以看出，SFD 的历史市盈率多处于 10 倍到 20 倍之间，26.9 倍的市盈率显然处于历史较高水平。从市盈率角度看，双汇国际为收购 SFD 支付了较高的溢价。



图 19 SFD, Tyson, Hormel 的历史市盈率对比

（2）根据市净率法，SFD 的市直相对 2013 年 30.97 亿美元的净资产，市净率为 1.6。图 20 比较了 SFD, Tyson, Hormel 三家公司的历史市净率，我们可以看出，SFD 的历史市

净率多在 1.5 以上，直到近 5 年开始长期低于 1.5。与同业相比，在 SFD 退市前的最后一个交易日，Tyson 的市净率为 1.61，Hormel 的市净率为 3.67，均不低于收购市净率。从市净率角度看，双汇国际为收购 SFD 支付价格合理，不过，较低的市净率的背后是 SFD 渐弱的盈利能力。

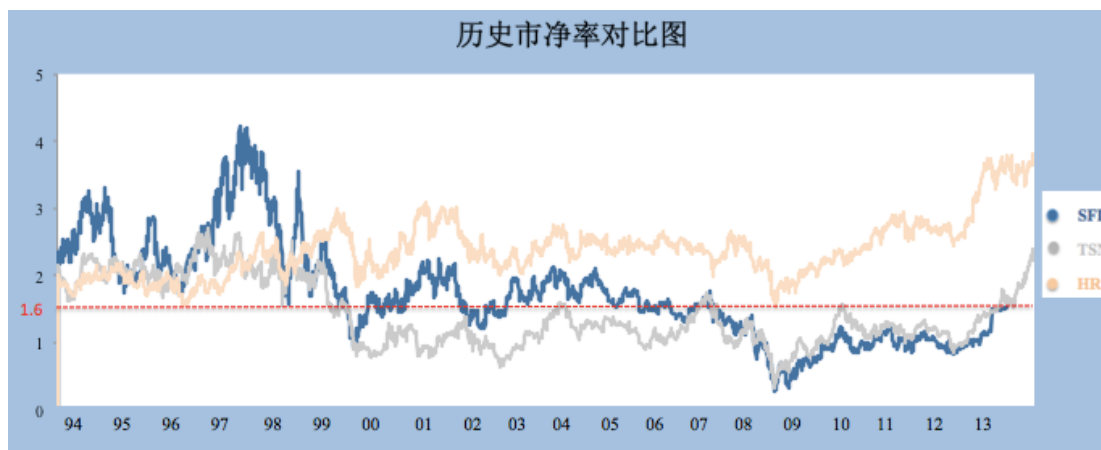


图 20 SFD ,Tyson, Hormel 的历史市净率对比

综合看来，双汇国际的出价是较为合适的，一方面在 SFD 股价较为低迷的时候进行收购，同时支付了较高的溢价率，使 SFD 原股东愿意接受收购对价，另一方面，从 SFD 与双汇国际的协同效应考虑，并购会增加价值，这使得双汇国际具体抬高出价的可能。对此出价的衡量，当然还要考虑到未来的还款压力，这就可以和第 6 个问题结合起来考虑了。

此处，我们安排了较为简单直接的市盈率法和市净率法作为估值的基本方法，这两种方法都属于可比公司法，利用同行业公司的估值进行横向比较。如果提高对学生的要求，可以要求采用绝对估值法，也就是现金流折现分析法，尤其是利用股权自由现金流（FCFE）这一指标，对公司进行估值。这一较高的估值要求可以作为课程的可选项，根据教师的需要而安排。

4. 在支付方式选择上，双汇国际为何没有选用换股方式？现金支付和换股两种方式的各自利弊是什么，试进行简要分析。

双汇国际收购 SFD 采用了现金支付的方式，而没有采用大型并购常见的股权支付模式。

根据 MM 定理来看，各种支付方式对并购价值的实现是没有影响的，否则，就会出现收购方式的无风险套利。但是，从实际运作的角度看，支付方式的选择是非常重要的，往往会影响到收购的效果。

在选择支付方式时，总的原则如下：（1）判断是否能够优化公司资本结构，如果收购方股权比例偏低，则选择换股方式，反之，则采用现金方式或者债务融资；（2）尽量在目标公司股东的要求和收购方的意愿中间寻找平衡，因为双方股东对收购支付方式可能会存在分歧，那么最好能够在符合收购方意愿的同时尽量满足目标公司股东的要求，当然，具体操作时可能会有难度，这就取决于双方谈判的能力；（3）利用税收的优惠。支付方式的不同引起的税负是不同的，因此需要尽量选择能够合理避税的支付方式。

可以根据以上原则对双汇国际收购 SFD 采用现金支付的原因进行探讨。

5. 美国外国投资委员会为何会批准双汇国际对 SFD 这一美国最大的猪肉食品企业的收购？外国人取得控制权的交易是美国国家安全考虑的重点，双汇国际是如何突破这一点而取得成功的？

国家安全考虑往往是我国企业进行海外收购时被否决的一个重要原因，比如华为收购美国的三叶公司（3Leaf），就是在外国投资委员会的干涉下失败的，类似的例子还有好些，比如中海油收购优尼科、中铝收购力拓等等。

可以参考《美国外国投资委员会国家安全审查指南》中的相关要点，来了解跨国收购时对方国家关注的一些重点问题。

双汇国际能够成功完成收购，一方面，双汇国际本身是一家国际化的企业，其股东背景中有很多知名的投资银行和私募基金，比如高盛、淡马锡、鼎晖等，另一方面，SFD 收购后，依旧不保持其运营的独立性，对美国的食品安全不会构成威胁，也不影响就业，相反有助于帮助 SFD 进入中国市场，解决其产能过剩问题。在 2013 年 7 月 10 日美国国会举行的听证会上，SFD 首席执行官拉里·波普当时在听证会上表示，该项收购旨在满足中国持续增长的猪肉需求，有助于美国向中国出口更多猪肉，也可帮助美国农业扩大生产和增加就业。从美国政府的立场考虑，顾及收购方的国家利益，这就是双汇国际海外收购成功的原因。

6. 双汇国际完成收购后，其还款压力如何？根据其财务状况分析双汇国际未来是否有足够的资金还款？双汇国际是否可以设计更好的还款路线？

SFD 被收购前两年，其息税折旧摊销前利润（EBITDA）分别为：2011 年 924.3 百万美元，2012 年 732.5 百万美元（根据万洲国际招股说明书 p7 的财务数据计算调整）。如果取其平均值，我们估算 SFD 每年的 EBITDA 约为 828.4 百万美元。从收购的负债规模看，总金

额为 71.2 亿美元，相当于 EBITDA 的 8.59 倍，总体来看，债务负担和收购代价基本处于可承受的上限范围，华尔街杠杆收购中 EBITDA 倍率一般处于 7 倍到 9 倍之间（参考戴维帕·斯托厄尔（2013）中第九个案例“玩具反斗城杠杆收购”）。双汇国际完成收购后，还款压力比较重。当然，具体的还款能力还需要进一步考察其现金流状况，下面我们进一步进行分析。

表 10 和表 11 是对 SFD 未来债务负担和财务费用的预测。

表 10 付息债务预测表

Smithfield所欠债务	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
7.75% 高级无担保债券 2013.5到期	55					
4% 高级无担保可转债 2013.6到期	395.9					
Libor+3% 浮动利率高级无担保贷款 2014.2到期	200	200				
7.75% 高级无担保债券 2017.7到期	500	500	500	500	500	
Libor+3% 浮动利息高级无担保贷款 2018.5到期	200	200	200	200	200	200
6.625% 高级无担保债券 2022.8到期	995.3	995.3	995.3	995.3	995.3	995.3
其他（利率在0.0%到7.22%，到期日2013.5到2017.6）	132.9	132.9	132.9			
总付息债务	2479.1	2028.2	1828.2	1695.3	1695.3	1195.3

表 11 财务费用预测表

当期利息	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
7.75% 高级无担保债券 2013.5到期	4.2625					
4% 高级无担保可转债 2013.6到期	15.836					
Libor+3% 浮动利率高级无担保贷款 2014.2到期	16.32	16.32				
7.75% 高级无担保债券 2017.7到期	38.75	38.75	38.75	38.75	38.75	
Libor+3% 浮动利息高级无担保贷款 2018.5到期	16.32	16.32	16.32	16.32	16.32	16.32
6.625% 高级无担保债券 2022.8到期	65.9386	65.9386	65.9386	65.9386	65.9386	65.9386
其他（到期日2013.5到2017.6）	11.2729	11.2729	11.2729			
利息费用	168.7	148.602	132.282	121.009	121.009	82.2586

偿债能力分析可以分为三个方面：自身偿还能力、担保方偿还能力和其他偿还方式。

从 SFD 自身的偿还能力看，SFD 每年的自由现金流为负，具有自身的偿债压力，可以分红给双汇国际用以偿还贷款的额度将很小，所以，我们主要考虑通过双汇发展的分红对银团贷款进行偿还。我们预测双汇发展未来五年的净利润分别为 48.61 亿、59.92 亿、72.43 亿、88 亿、105.17 亿人民币，约合 7.9 亿、9.7 亿、11.78 亿、14.31 亿、17.1 亿美元（按 1 美元=6.15 人民币换算）。每年的贷款偿还状况见表。（罗特克斯承诺双汇发展每年 70%

的利润将用于还款。)

表 12 仅靠分红对贷款的偿还估算

	2014	2015	2016	2017	2018
双汇发展利润	7.90	9.70	11.78	14.31	17.10
双汇发展归属于双汇国际的	5.79	7.11	8.63	10.49	12.53
双汇发展的分红率	70%	70%	70%	70%	70%
双汇国际可获得的双汇发展	4.05	4.97	6.04	7.34	8.77
本期偿还本金	2.5	2.5	20	4	11
本期偿还利息	1.77	1.77	1.77	1.77	1.77
利息保障倍数	0.88	1.39	-7.89	1.89	-1.26

由上表可看出，在只依靠分红还款的情况下，除第三年和第四年的利息保障倍数高于 1 外，第一年的分红不足以偿还利息，而第三、第五年的分红收益则不足以偿还本金。因此，只依靠分红来对 40 亿银团贷款进行偿还是不够的。

其他还款渠道方面包括：a. 双汇国际（万洲国际）整体上市，发行股份融资还债，这一选择目前已经实现，其代价是损失双汇国际未来的股权收益；b. 出售双汇发展的股权还债，根据表的计算，仅依赖分红偿还债务，将存在 20 亿美元的资金缺口。如果考虑通过卖出双汇发展的股权的形式偿还，则按 2014 年 4 月 4 日双汇的收盘价 40.8 元（约合 6.63 美元，按美元一人民币 1:6.15 计算），双汇国际需转让 3.01 亿股，即双汇发展总股权的 13.7%，这样双汇国际通过直接和间接的方式仅持股双汇发展总股数的 59.56%，虽然仍是绝对控股，但相比原先的 73.26%仍有较大差距。从银团的角度看，双汇发展的股权价值，可能是其愿意接受的真正的优质担保品，也是此次收购案成功融资的关键所在。

7. 试对收购各方的利益进行分析，包括收购方双汇国际、双汇国际的股东、双汇发展的股东、SFD 的股东。

表面上看，这起并购事件的直接参与方是双汇国际与 SFD 公司，但实际上利益相关者还包括双汇国际的大股东之一鼎晖投资基金管理公司（简称鼎晖投资），以兴泰集团及其控

制的运昌公司为代表的双汇集团管理层、双汇发展、甚至包括持股双汇发展的社会公众。

这些利益相关者之间的关系下图所示：

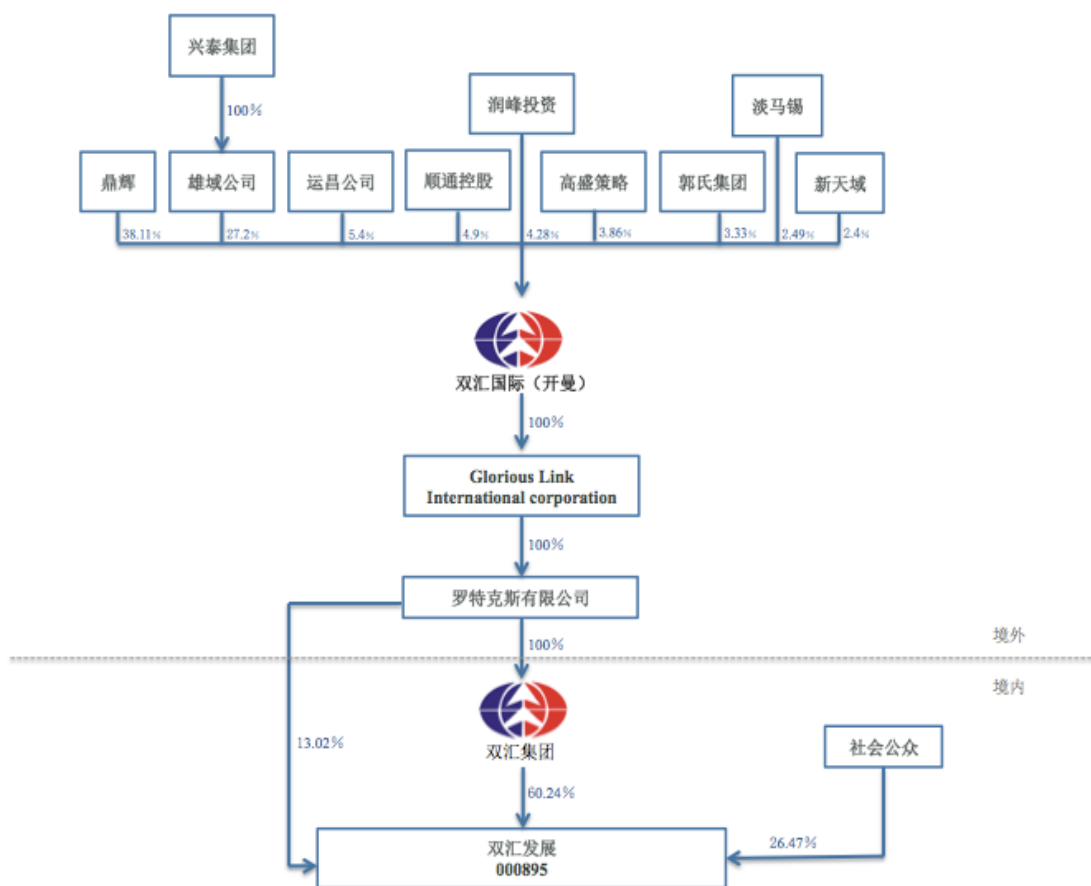


图 26 双汇股权结构图（2013 年调整后）

收购方是双汇国际，双汇国际是双汇发展的大股东，共持股双汇发展 73.26%，社会公众是双汇发展的小股东，持股 26.74%，双汇发展的管理层也通过兴泰集团下属的雄域公司与间接持股的运昌公司持股双汇国际 42.6046% 成为其最大股东，以鼎晖为代表的私募股权基金共持股 38.056%，成为双汇国际的另一大股东。

作为被收购方的 SFD，收购为其与双汇国际旗下控股的双汇发展展开合作提供便利，更取得了上升潜力与空间巨大的中国市场的进入渠道，扩大公司的消费市场规模，公司的发展突破了美国消费市场饱和的瓶颈。从公司未来长期发展战略看，SFD 进入了更广阔的业务发展平台，国际化的万洲国际将在国际肉类市场进一步开疆拓土，SFD 无疑是其重要的棋子。对于 SFD 的原股东，本次收购双汇国际的全面要约价格为 34 美元/股，不仅支付

了充足的溢价，同时以现金支付，给予股东直接的现金回报，而且其高层和资深员工则可获得近 4800 万美元的留任奖金。

对于收购方双汇国际，双汇国际本身通过持股双汇发展而占有产业链的中游，收购 SFD 后扩张达到产业链的上游，从而补全业务范围，全产业链经营。在猪肉加工这一周期性行业，可以有效对冲猪肉价格变化带来的营业收入波动，提高稳定性。战略上，收购了美国最大的生猪养殖商有利于双汇国际向国际化企业的发展，有利于其全球布局。从持股双汇发展仅在中国有业务，转变为持股双汇发展、SFD 两家当地市场的龙头企业，乃至未来收购西班牙的 Campofrio 公司 37% 股权，都体现了双汇国际全球化运作，提高市场份额的战略。在中国、美国、欧洲都有业务。同时，销售市场的多元化还有利于分散风险。在收购价格方面，虽然在收购 SFD 的过程中，双汇国际支付了 31% 的溢价，但由于收购时期处于猪肉养殖和加工行业的周期底部，同时考虑 SFD 将会产生的协同效应，因此算是以理想的价格买到了优秀的企业，这次收购的溢价亦算是合理。

对于双汇国际的大股东，同时也是双汇发展的高管们，其利益体现在更大的平台、更多的发展机会以及股权价值未来的增值空间上，当然如果并购失败，他们也将承担相应的损失和偿还责任。

对于以鼎晖投资为代表的私募机构，以收购为契机将双汇国际整体打包上市，为鼎晖投资等私募机构创造了理想的退出渠道。通过上市使双汇国际的股权具有更高的流动性，从而也能使私募以更高的溢价退出。鼎晖当时与双汇签订的收购协议中规定其股权不得出售给同行业的竞争对手，那么做大双汇国际，然后 IPO 发售，无疑是鼎晖们最好的选择。

对于双汇国际的子公司双汇发展，虽然短期看，此次并购并不能为双汇发展带来直接的利益甚至可能缩小双汇发展未来在中国市场的份额，不过从长期看，对双汇发展解决食品安全问题进一步树立品牌形象，走出中国走向世界市场有着非常大的促进作用。

8. 双汇国际收购 SFD 对中国企业未来的海外收购以及参与全球化经营能够在哪些方面提供启示和借鉴，具体有哪些值得借鉴之处？

启发学生全方位进行思考。

五、关键点

1. 关键点：本案例结合理论对比分析跨国收购过程中的战略与战术分析，探讨各种并

购模式优缺点以及具体的分析技术，通过该案例的学习，了解并购的协同效应、估值、支付安排、偿债能力估算、跨国收购对国家审核风险的回避等一系列的知识点，期望能在未来遇到具体并购案时做出正确的策划、估算和决策。

2. 关键知识点：并购的协同效应分析、并购的估值、支付模式、融资结构的设计、对所在国国家安全的影响等等，都是跨国收购时的要点，这些在本案例中均有涉及。

3. 能力点：分析与综合能力、理论联系实际的能力、财务分析技术、资本运作策划能力。

六、建议课堂计划

本案例可以作为专门的案例讨论课来进行，以下是按照时间进度提供的课堂计划建议，仅供参考。

整个案例课的课堂时间控制在两节课即 90 分钟。

课前计划：提前一周（即在上次课结束后）将案例正文发送给学生阅读，完成学生的分组，一般四到五人一组，分四组左右，并将前述的 8 个启发思考题分解给各组，请学生在课前完成案例正文的阅读，并形成初步思考，完成简单的 PPT。

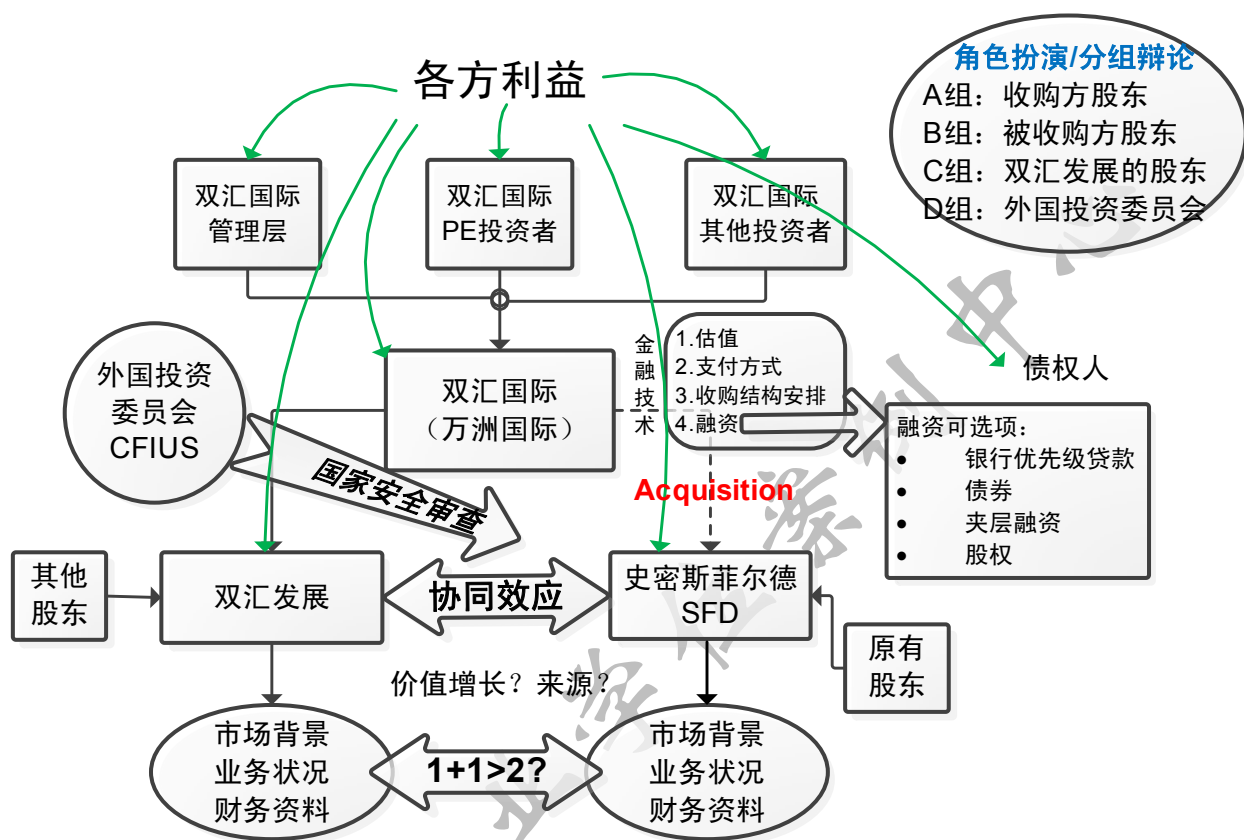
课中计划：

- a. 由教师课堂前言，对案例简单介绍，并明确本课时需要完成的任务。用时：5 分钟。
- b. 小组分组发言（每组 8 分钟），幻灯片辅助。用时：35 分钟。
- c. 由教师和其他小组对各组的发言进行评述、补充和打分。用时：15 分钟。
- d. 由教师引导，对重点问题分组辩论，各小组角色扮演，分别代表收购方股东、被收购方股东、双汇发展的股东、外国投资委员会等，在具体问题上按照各自的利益进行辩论。用时：20 分钟。
- e. 引导全班进一步讨论，并进行归纳总结。用时：15 分钟

课后计划：请学学生思考提出对本案例的其他解决方案，并与案例中的解决方案进行对比，看看谁的方案更好，分小组写出案例分析报告（1000-1500 字）；如果对此案例有兴趣跟踪，建议联系案例作者或企业负责人，进行深入研究。明确具体的职责分工，为后续章节内容做好铺垫。

参考：案例教学板书计划

本案例教学说明黑板计划按照一块矩形黑板设计，具体内容如下，如果教室布局多块黑板，可根据教室黑板情况做适当调整。



(案例使用说明字数: 9,436)

参考资料:

1. 万洲国际的招股说明书, 通过万得资讯系统下载。
2. 万洲国际 2014 年年报, 通过万得资讯系统下载。
3. 史密斯菲尔德 2014 年年报, 通过万得资讯系统下载。
4. 双汇发展的历年年报、各项业务和财务信息, 通过万得资讯系统下载。
5. 互联网上关于双汇国际收购 SFD 的各项报道材料。
6. 张力行、黎军(译). 美国外国投资委员会国家安全审查指南.
7. 马晓军. 投资银行学: 理论与案例(第二版). 机械工业出版社. 2014 年 9 月.
8. 戴维帕·斯托厄尔. 投资银行、对冲基金和私募股权投资. 机械工业出版社. 2013 年 4 月.
9. 特里克·A·高根. 兼并、收购和公司重组. 中国人民大学出版社. 2010 年 11 月.
10. 萨德·苏达斯纳. 并购创造价值(第二版). 中国人民大学出版社. 2013 年 6 月.