

PDF-CASE2015028

双汇杠杆并购史密斯菲尔德¹

案例正文

摘要：中国企业杠杆并购越来越频繁，并且使用杠杆会增大企业风险，因而对于并购风险特别是财务风险的研究就显得尤为重要，财务风险贯穿企业杠杆并购的始终，由财务风险引发的并购失败案例日益增多。本案例以双汇杠杆并购史密斯菲尔德公司为背景，讲述了并购双方的发展状况及并购历程，并重点讲述了双汇集团的财务风险防范措施，分析了并购定价风险、融资风险、支付风险、偿债风险等风险的控制，站在企业的角度提出了杠杆并购的财务风险防范措施及建议。

关键字：杠杆并购 财务风险防范 EVA 估值

1 背景介绍

1.1 双汇集团简介

1.1.1 2013 年发展现状简介

双汇集团是以肉类加工为主的大型食品集团，总部位于河南省漯河市。并购前总资产 60 多亿元，员工 40000 人，2012 年屠宰生猪 1500 万头，产肉制品 100 多万吨，形成了以屠宰和肉制品加工业为主，养殖业、饲料业、屠宰业、肉制品加工业、化工包装、彩色印刷、物流配送、商业外贸等主业突出、行业配套的产

-
1. 本案例由武汉大学经济与管理学院的周洋撰写，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。

业集群。双汇做出了 200 多种冷鲜肉、200 多种调理制品、600 多种肉制品的产品群，在 31 个省市建有 216 个销售分公司和现代化的物流配送中心，每天有约 6000 吨产品通过完善的供应链配送到全国各地。双汇集团在日本、新加坡、韩国、菲律宾等国建立办事机构，开拓海外市场，每年进出口贸易额 2 亿美元。是中国最大的肉类加工基地，在 2013 年中国企业 500 强排序中列 128 位。

1.1.2 并购前业务板块

双汇集团以屠宰和肉类加工业为核心，实施产业化经营。全面覆盖养殖、饲料、屠宰、肉制品加工、化工包装、彩色印刷、物流配送和商业连锁等产业。公司主要以农牧产品、研发中心、物流配送三个板块为主。

（1）农牧产品板块

双汇拥有多家原种猪场、种猪扩繁场、商品猪场，商品鸡场、种鸡场、孵化场、屠宰厂、肉制品加工厂，并配套建成了数个饲料加工厂、有机肥厂，拥有生态农业可持续发展的全产业链。

（2）研发中心板块

双汇拥有自身的研发中心。随着养殖生产标准化的持续推进，双汇在生物安全、生产操作等方面保持行业较高水平，有效地控制了疫病的发生。

（3）物流配送板块

双汇在河南、湖北、山东、安徽、河北等省市建有数万家专卖店，在全国布局了多个生产基地，拥有冷库 20 万吨、常温库、配送库 18.5 万平方米，铁路专用线 7 条，公司总运能 15000 吨以上。截止 2013 年，在全国新建近 2 万家双汇连锁店、特约店网络，双汇物流已经发展成为中国领先的物流冷链配送中心，并为肯德基、麦当劳等知名企业提供优质的冷链配送服务。

1.1.3 双汇集团并购背景——瘦肉精困境

从 2011 年以来，双汇集团深陷瘦肉精事件困境，不仅面临产品下架带来的直接经济损失，还有来自社会上的对双汇的强烈谴责，给双汇造成了收入和商誉的双重打击。后期的运营过程的改善和品牌商誉的重建都是困难重重。

瘦肉精事件的发生不是双汇集团的问题，猪肉关于源头应该责任。与发达国家相比，我国猪肉供应链整体表现比较松散，呈现出未经整合的自然状态，专业

化、规模化程度还比较低。双汇的猪肉来源很多是零售，对猪肉质量难以严格把关，除了质检环节增加成本，也产生了监管上的漏洞。

要想迅速摆脱经营困境，双汇就必须从猪肉源头入手。史密斯菲尔德（SFD）是全球规模最大的生猪生产商及猪肉供应商，具有优质的资产、健全的管理制度、专业的管理团队和完善的食品安全控制体系。而且 SFD 可以提供统一的猪肉供应，这有利于双汇更好控制猪肉质量和减少成本。此外，SFD 的品牌价值也有利于市场恢复对双汇的信心，可以助力双汇重振。

1.2 史密斯菲尔德概述

1.2.1 2013 年发展现状简介

成立于 1936 年的史密斯菲尔德食品公司是 2012 年全球规模最大的生猪生产商及猪肉供应商，公司拥有 46050 名员工，在 12 个国家拥有独立子公司或合资企业。2012 年史密斯菲尔德食品公司有 4 个生猪场、85 万头种猪、40 家猪肉加工厂、1580 万头猪的产量，史密斯菲尔德 2012 年财年销售额为 131 亿美元，净收入为 3.6 亿美元。具有从生猪养殖、屠宰到猪肉加工的全产业链，其业务偏重于产业链前端的养殖和屠宰环节。史密斯菲尔德在开发附加值较高的中高端肉制品方面拥有丰富的技术经验，同时在资源、品牌、产品和管理经验上也处于国际领先地位。

1.2.2 并购前业务发展困境

史密斯菲尔德作为美国具有悠久历史的食品公司，在生猪养殖方面具有先进的技术。同时，公司具有世界最为先进和严格的食品安全体系。但是由于市场萎缩、负债率偏高、饲料价格过高等因素，促使美国史密斯菲尔德公司减少对生猪养殖业务的依赖，转而重点发展包装食品业务，出售旗下公司，裁员和关闭部分工厂来刺激业绩增长

（1）猪肉市场萎缩

美国的猪肉消费开始逐年萎缩，目前公司资产负债率偏高，达到 70%，从而严重影响公司利润。史密斯菲尔德此前经历的巨大增长，主要是由于出口的增加，中国的人均猪肉消费量增长了 25%，美国的人均消费却缩水了 10%。自 2009 年开始，史密斯菲尔德公司的总利润和净收入急剧缩水，2011 年有所好转，但

2012-2013 年总利润和净收入又出现了大幅下降。

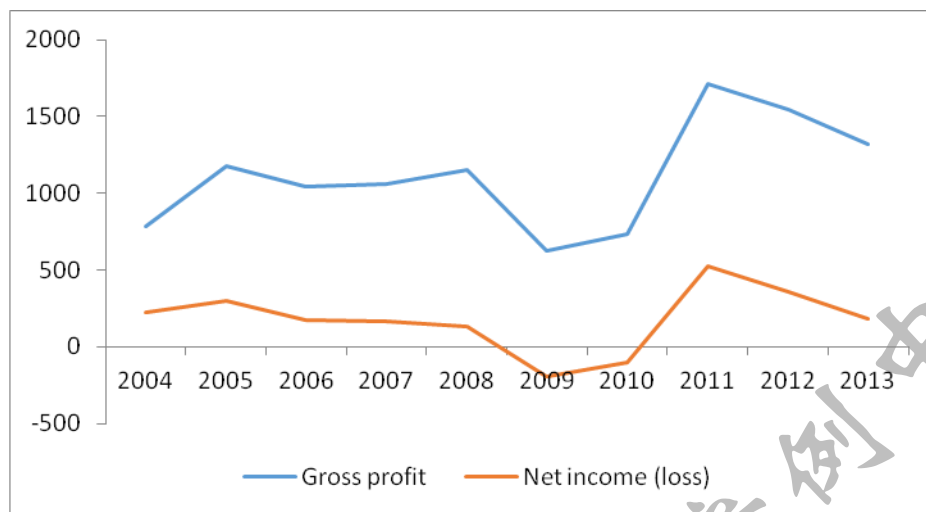


图 1-1 史密斯菲尔德财务分析图

(2) 资产负债率偏高

在 2003—2012 年 10 年期间，SFD 的资产负债率一度达到 70%，高负债率带来的直接后果是 SFD 财务费用（含历年债务重组形成的损失）侵蚀了其大部分营业利润，对 SFD 的盈利能力提升形成很大的制约，并有可能使其陷入高负债—融资成本上升—增加债务重组损失—提高负债率的恶性循环。

(3) 利润率波动大

美国三家主要的肉类加工企业，分别是泰森食品（TSN）、荷美尔食品（HRL）和史密斯菲尔德（SFD）。这三家企业中规模最大的是 TSN，SFD 居其次，HRL 最小。三者的营业收入基本保持一个均衡增长或变化的趋势，但净资产收益率的变化情况则各不相同，其中尤以 SFD 的波动幅度为最大。这也就意味着，在面临相同的外部环境下，SFD 对经营成本及风险的控制能力相对较差。

2 理论分析

2.1 杠杆并购定义

杠杆并购指某企业以目标企业的资产和未来的收益作为抵押，借助外源融资

资金来购买被并购企业的所有权。收购公司不需要拥有大量本金，只需以被并购公司的资本财产和运营所得作担保或还款来源，就可以并购任何规模的公司，这种创新型的交易模式，大大地刺激了资本市场和经济的发展，从 20 世纪 90 年代中期开始，我国杠杆收购活动也有 20 多年的开展历史了。

2.2 杠杆并购的基本运作模式

2.2.1 目标公司选择

杠杆收购的成功关键在于对目标公司的战略定位。较为合适的杠杆收购目标企业通常要考虑以下几方面：

- (1) 是否具备较好的现金流产生能力。
- (2) 目标企业是否有先进的管理能力。
- (3) 目标企业的所处的行业环境以及其自身的市场占有率。
- (4) 是否有较多的可抵押实物资产。
- (5) 是否和并购方存在着协同效用。

2.2.2 融资阶段

融资是指筹措接管所需要的资金，以及设计出一套管理人员激励体系。通常情况下，由公司的最高管理人员或接管专家们领导的收购集团提供 10% 的资金，作为新公司的权益基础。以股票期权或认购权的形式向管理人员提供基于股票价格的激励报酬。管理人员(不包括董事)的股份额一般最终会高于 30%。所需要资金的 50% 到 60% 通过以公司资产为抵押向银行申请有抵押收购贷款。该贷款可以由数家商业银行组成辛迪加来提供，也可以由保险公司、进行风险资本投资或杠杆收购的有限合伙企业、风险投资、私募基金(针对养老金基金、保险公司、风险投资企业等)或公开发行高收益率债务(也就是垃圾债券)来筹措。

2.2.3 收购阶段

组织起来的收购集团购买目标公司所有发行在外的股票（购买股票形式），或者购买目标公司的所有资产(购买资产形式)。为了逐渐偿还银行贷款，降低债务，公司新的所有者将公司的一部分出售，并大力降低库存。最终确定收购价格是杠杆收购过程中实现价值创造的关键点，通常杠杆收购的价格要高出目标公司股价的 40%~50%。等到双方谈妥收购价格后，需要按照相关法律法规要求，进

行信息披露，并执行审批程序。

2.2.4 整合目标企业

管理人员通过削减经营成本，改变市场战略，力图增加利润和现金流量。将整顿和重组生产设备，增强库存控制和应收账款管理，改变产品质量、产品线及定价，调整雇员工作，并努力与供应商达成更为有、利的条款。整合完毕后，收购方可以在保留控制权的前提下，出售部分升值的目标企业的股份，从而筹集到足够的资金，迅速偿还各种杠杆贷款，并且获得巨额并购的利润。

2.3 杠杆并购的优势

2.3.1 并购项目的资产或现金要求很低

杠杆收购过程中，收购方只要投入为数不多的资金就可获得巨额的投资银行贷款或者其他金融机构的投资，即融资的杠杆比率非常高。一般情况下，收购企业的自有资金只占目标企业收购价的 10% 左右，发行的各类债券约占收购自己的 30%，而商业银行或者其它金融机构借贷资金约占 60%。

2.3.2 产生协同效应或规模经济

并购中的双方都会考虑并购所产生的协同效用或者规模经济，现代企业并购更加注重并购后的效率体现，根据不同的标准，协同效用可以分为财务协同效应，经营协同效应，管理协同效应，无形资产协同效应等。规模经济则来源于古典经济学和产业组织理论，随着企业规模在一定程度内的扩大，企业平均成本呈现下降的趋势。

2.3.3 纳税优惠

各国企业所得税一般规定，非金融企业向金融企业借款的利息支出、金融企业的各项存款利息支出和同业拆借利息支出、企业经批准发行债券的利息支出准予扣除。被收购公司因高杠杆而支付更多的利息，可以带来更多利息避税。如果被收购方是亏损企业，会产生亏损递延作用。对收购方来说，被收购企业高负债可以将更多的利润留在企业，增加股东价值。

2.3.4 改进领导力与管理

高额利息偿付的压力，迫使管理人员提高运营绩效和生产效率，如剥离非核心业务、缩减规模、降低成本、投资技术改造，等等。自由现金流量往往促使管

理人员进行奢侈的支出，而不是将其作为股息分发给股东。通过杠杆收购而增加债务，可以迫使这些现金流量被用于偿还债务，杠杆收购减少了自由现金流量引致的代理人成本。因此，杠杆收购代表了一种债务约束行为，对管理人员有一定的制约作用。

2.4 杠杆并购的风险

2.4.1 财务风险

在一项杠杆收购项目中，应用杠杆收购的公司，收购企业的自有资本、发行的垃圾债券、银行贷款比例大约分别为买价的 10%、30%、60%。财务风险伴随着这些资金的筹措而形成。由于杠杆收购所需资金巨大，收购公司必须大量负债融资，而且不可能以单一的负债融资方式解决，高息债券与银行贷款会带来高利息费用，增加企业的财务风险，杠杆收购项目必须实现很高的回报率才能使收购者正收益，一旦并购后企业没有达到预期目标，收购者就会因债务过于沉重而导致公司盈利水平下降甚至亏损，影响企业的偿债能力，企业市值受损。

在一项杠杆收购活动中，财务风险是公司面临的最大问题，财务风险又可细分为目标企业价值评估风险、融资风险、支付风险和偿债风险，贯穿并购和整合的全过程，在第四章会对财务风险的防范措施进行详细介绍

2.4.2 信息风险

在杠杆收购中存在着信息不对称的风险，并购企业信息来源相对匮乏，对被并购的企业了解不够全面。公司披露信息一般只有财务报表，公告和市场股价(上市公司)，通过这些信息很难摸清企业的运营现状。财务报表的定时编制特点导致报表大多带有静态特征，只能反映企业过去某一时点的财务状况，使收购公司获得的信息不充分，再者报表信息的虚假和披露不充分也是导致信息风险的根源”，上市公司可以在制度、原则允许范围内隐藏不必公开的商业秘密。

2.4.3 运营风险

在进行杠杆并购之后的企业往往要进行重组，重组过程中如果没有实现企业的协同效用和规模经济，不能达到预期的效果，势必会累及收购方其他的业务经营，甚至造成收购方的破产。偿债需求使企业只注重短期效益，有损公司竞争能力，公司的长远生存发展能力受损。即使后来大幅增加资本支出、研发支出、广

告支出等方面的支出也无法重新获得原有竞争地位。

3 并购历程

3.1 双汇并购过程详细图解

3.1.1 双汇国际设立全资子公司 Sun Merger Sub

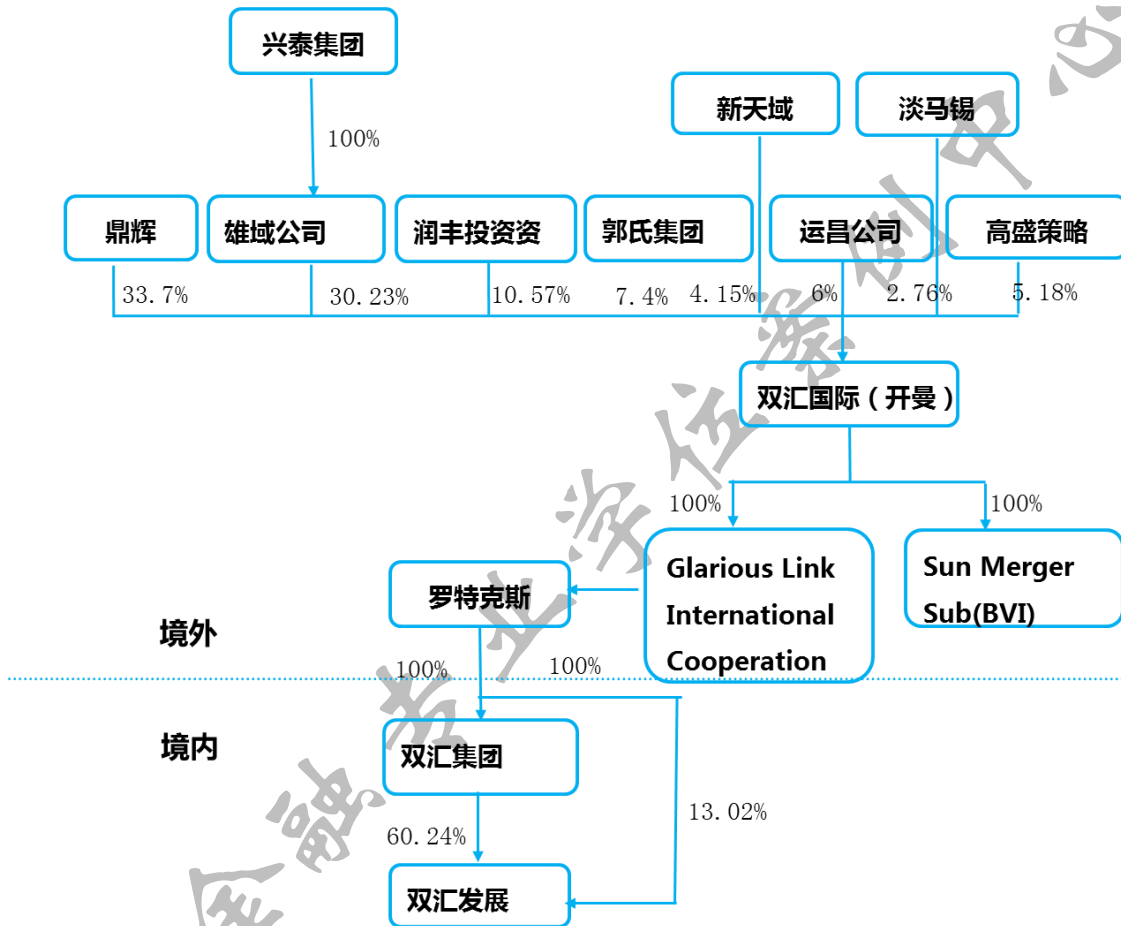


图 3-1 双汇国际设立全资子公司

双汇国际在 BVI 注册设立一家全资子公司 Sun Merger Sub, 以该公司作为此次并购的壳公司。显然, 双汇国际在 BVI 而不是在其他离岸地区设立并购壳公司的目的是为了后续与 SFD 的整合。而双汇国际设立 Sun Merger Sub 所投入的初始资本金, 预计将依据收购支付对价与外部融资额加以确定。

3.1.2 Sun Merger Sub 全面要约收购 SFD

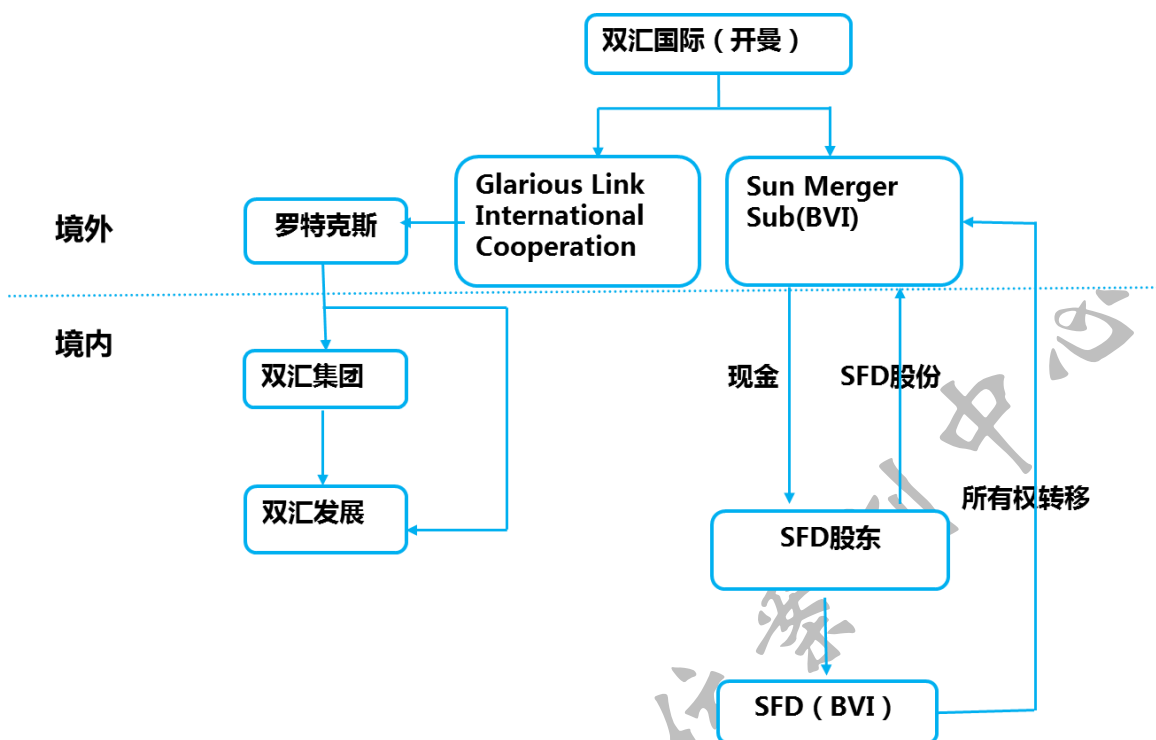


图 3-2 Sun Merger Sub 全面要约收购

双汇国际在完成设立 Sun Merger Sub 后，依据其与 SFD 达成的并购重组协议，对 SFD 已上市发行的普通股按 34 美元/股的价格发起全面要约收购。收购完成后，SFD 退市并成为 Sun Merger Sub 的全资子公司。

截至到收购协议公告日，SFD 已发行在外的普通股总计约 1.39 亿股，按 34 美元/股计，Sun Merger Sub 大约需支付 47.26 亿美元收购资金，但这并不是股份收购金额的全部。

SFD 是一家历史悠久的公司，上市时间也比较长，因此其股权结构除了普通股股份之外，还包括了因多种原因形成的股份，最主要的是实施股权激励计划形成的 3 类股份。而对于这些股份，双汇国际（Sun Merger Sub）也需承担相应的收购成本（由于激励股份来源不同，各自的收购价格也相应不同）。经测算，该部分收购成本预计在 0.88 亿美元左右。

也就是说，双汇国际为了完成对 SFD 所有股份的收购，需要支付现金在 48.14 亿美元左右。这部分现金来源，主要依靠中国银行的贷款加以解决。2013 年 5 月 28 日，中国银行向双汇国际出具了贷款承诺函，中国银行将向双汇国际发放总额为 40 亿美元的优先级担保抵押贷款，贷款利率为 LIBOR（伦敦同业拆借利

率)加边际利率。双汇国际为获得该笔巨额贷款,采取了资产抵押和信用担保相结合的方式,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, Sun Merger Sub、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。双汇国际在获得这笔贷款后,将以资本金的形式注入 Sun Merger Sub,以收购 SFD 的股份,该笔贷款将在此次并购完成后 5 年内到期。

在 40 亿美元贷款之外,双汇国际此次收购尚有 8.14 亿美元的资金缺口,双汇国际的主要资产是双汇发展,2011-2012 年双汇发展分别实现净利润 14.65 亿元、30.69 亿元,按双汇国际合计持股 73.26% 股份计算,归属其利润额分别为 10.73 亿元、22.48 亿元,这与 8.14 亿美元(约为 50.31 亿元)资金缺口相比仍有差距。

3.1.3 SFD 吸收合并 Sun Merger Sub

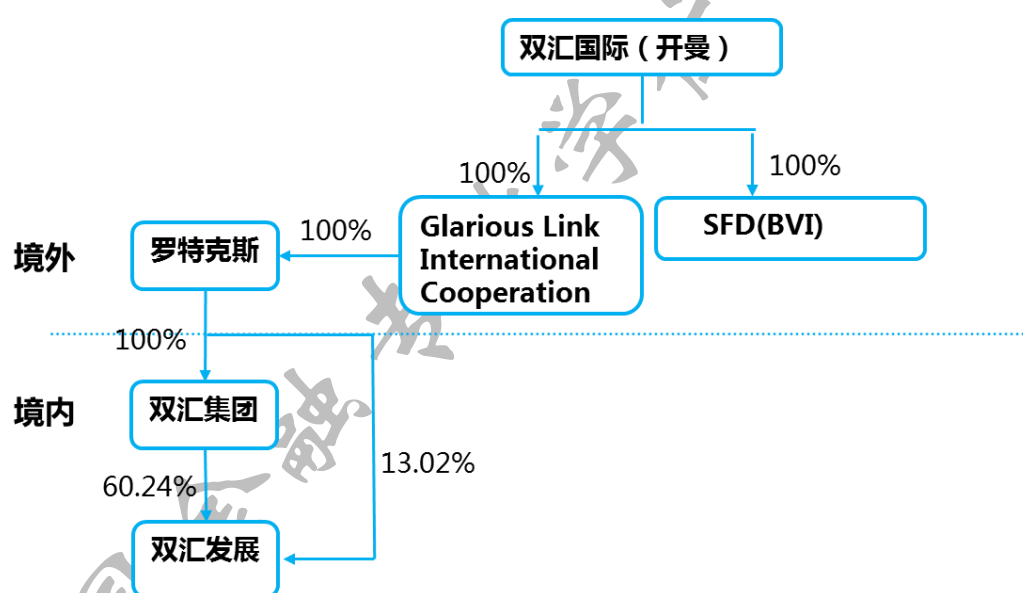


图 3-3 SFD 吸收合并 Sun Merger Sub

Sun Merger Sub 完成对 SFD 的收购后,即由 SFD 吸收合并 Sun Merger Sub (子公司吸收合并母公司,反向三角并购),SFD 成为双汇国际的全资子公司, Sun Merger Sub 则注销。经过此次操作,在产业结构上,双汇国际初步形成国内以双汇发展为主,国外以 SFD 为主的双轮驱动模式;在财务状况影响上, SFD 的资产负债表没有发生重大变化,尤其是其债务不会发生重大变化(中国银行 40 亿美元贷款全部由双汇国际承担,与 SFD 无关),能大体以当前的资本结构状

况运营。

3.1.4 对 SFD 进行债务重组

虽然双汇国际 40 亿美元收购资金贷款与 SFD 没有直接关系，不反映在 SFD 的资产负债表上，不会增加 SFD 的债务负担，但双汇国际依然决定对 SFD 的债务进行重组。

3.2 对双汇杠杆并购模式的评价

一个典型按照借助杠杆进行并购的模式应该是：

第一步：双汇国际依旧在 BVI 设立并购壳公司 Sun Merger Sub；

第二步：Sun Merger Sub 以优先级无担保方式融资 8 亿美元，SFD 利用其现金、现有循环贷款额度融资（预计 5 亿美元）与 Rabo 银行贷款额度融资，辅之双汇国际部分现金，共同组成收购资金池，完成对 SFD 所有股份的收购。

第三步：Sun Merger Sub 与 SFD 吸收合并，SFD 存续，Sun Merger Sub 注销。

收购完成后，SFD 账面资金将会减少，负债将会上升，并由于吸收合并 Sun Merger Sub，后者 8 亿美元的债务也体现在 SFD 的账面上。SFD 的债务具体增加多少，虽然需要看其现金使用情况及双汇国际投入配套资金的多少，但毫无疑问的是，SFD 将背负 48.14 亿美元收购款的绝大部分，其资产负债率将会大幅攀升，甚至有可能出现超过 100% 情况。

但在双汇实际收购 SFD 的方案中，虽然外界普遍认为其是杠杆收购，但根据 SFD 披露的交易公告，此案并非是一个完全意义上的杠杆收购方案。双汇国际筹集资金时不仅以 SFD 的资产进行抵押，还将自身双汇发展和双汇集团的全部股权质押给了银行，这就大大增加了双汇国际收购 SFD 的风险。

外界之所以普遍认为双汇国际采用的是杠杆并购，主要是因为其融资模式。一般来说，典型的杠杆收购交易结构中，收购资金来源于三个渠道：股权资金、夹层融资和高级债务，资金比例分别为：20%-30%、20%-30% 和 50%-60%。但不同公司、不同行业，杠杆收购的资金结构是大相径庭的。通常在设计资金结构时要考虑的因素有：整体经济及行业发展前景、周期因素、成长性、市场波动以及利润的可持续性。

双汇国际用于收购的资金由自有资金和外部融资完成。收购方双汇国际将以

股权资金形式提供部分收购资金。中国银行纽约分行承诺向双汇提供 40 亿美元定期贷款属于高级债务，而作为收购交易顾问的摩根士丹利亦提供 39 亿美元融资，其中 7.5 亿美元的循环信贷和 16.5 亿的美元定期贷款为高级债务；另外 15 亿美元为过桥贷款，在收购执行时，会根据实际情况转为夹层融资等。双汇国际将以现有的中国资产和收购的史密斯菲尔德资产，抵押给提供债务资金的摩根士丹利和中国银行纽约分行。

此处不再深究双汇采用的是否是完全理论意义上的杠杆并购，但其在收购时借入大笔资金却是不争的事实。采用这种方式进行收购的好处是显而易见的。通过夹层融资和高级债务形式的融资，双汇只要支付整个收购价格的少部分资金，就能收购整个 SFD 公司。这无疑极大提高了收购的可行性，解决收购资金不足的难题。

4 财务风险防范

4.1 目标企业价值评估风险

2010 年中国地区并购交易平均溢价率为 3.01%，2011 年、2012 年攀升至 17.22% 和 22%。新浪财经提供的史密斯菲尔德 2013 年 5 月 28 日收盘价为 25.97 美元，史密斯菲尔德市价约为 36 亿美元，双汇以每股 34 美元的价格收购所有股东股票的收购价款为 47 亿美元，溢价 31%，本次交易相对 SFD 本身溢价明显。

由于信息的不对称，并购中通常存在着企业价值的高估或者低估，对并购双方带来严重的损失，因此企业价值评估在并购中发挥着重要角色。史密斯菲尔德是美国上市公司，存在着严重的信息不对称，财务信息和资产状况难以确认，合理的估值尤其重要。在实际操作中，则要用更复杂的方法对标的公司进行估值，主要包括三种：市盈率倍数法、股价法以及 EVA 流量法。目前为止，仍没有一个可操作的估值方法能够精确地给出一个企业的实际价值，对并购标的公司的估值只能在一个大致的区间。

4.1.1 市盈率倍数法

本节采用平均市盈率模型法对此进行测算，平均市盈率法使用行业平均市盈

率，与公司预测每股收益相乘，从而对每股价值进行预测的，是常用赢利公司价值的评估方法。在实际中利用类似企业的市场定价来估计目标企业的价值，是一种相对价值，在目标企业属于发展潜力型同时未来收益又无法确定的情况下，市盈率法的应用优势凸显。估价模型如下：

目标企业每股价值=可比企业平均市盈率*目标企业的每股收益

表 4-1 市盈率对比

公司名称	净利润	股票数	市盈率
Hormel Foods	5.26 亿美元	2.64 亿	20.5
Tyson Foods	7.78 亿美元	3.44 亿	12.2
Sanderson Farm	1.31 亿美元	0.23 亿	16.6
史密斯菲尔德	1.83 亿美元	1.38 亿	
平均值			16.4

根据截至 2013 年 5 月的财务报表预估，2013 年史密斯菲尔德每股收益为 2.01 美元：股价=2.01*16.4=32.96 美元，小于收购价 34 美元。从计算结果可看出双汇国际并购存在高估，但在此并购中，双汇获得了史密斯菲尔德的控股权，少数股权与控股权的价值存在差异。在收购的交易中，一旦控股权参加交易，股价就会迅速增长，甚至达到少数股权价值的数倍。这主要源于拥有控股权的股东在制定公司政策、决定收购或清算、选择管理者等方面拥有较多的发言权，可能会影响企业的发展方向，因此往往会给拥有控股权的股东带来额外的溢价，国际上控股权转让一般溢价为 20%~30%。双汇在这次并购交易中取得 100%的控股权意味着不仅取得了史密斯菲尔德未来现金流量的索取权，还同时得到了改组史密斯菲尔德的特权。另外自从双汇国际宣布收购史密斯菲尔德之后，在 2013 年 5 月 29 日，史密斯菲尔德的迅速涨至 33.35 美元/每股，接近收购价，涨幅率为 28.42%，并且双汇发展的股票涨幅率达到 8.73%，并购案引起了双方公司的股票价格的上涨，提高了每股收益，增加双方企业的价值，也说明了市场比较看好这次收购。

综合考虑到未来的资产协同效应价值及共同分享国内巨大的市场，还有表外无形资产价值以及不可辨认无形资产价值，如商誉等，双汇国际溢价收购史密斯菲尔德 100%的控股权，收购价格属于正常范围。

4.1.2 EVA 流量法

对史密斯菲尔德公司的 EVA 计算时未来评估其经济价值和收购定价，在对 EVA 的有关参数进行预设之后，可以了解未来一段时间内史密斯菲尔德内在价值变化，有利于投资者判断估值的科学性和可信性。遵循思路是先对资本成本进行明确，然后计算税后经营利润、资本总额和加权平均成本，采用两阶段 EVA 模型对公司 EVA 现值进行测算，进而得到 2013 年收购时的公司估值。

(1) 计算 EVA 的有关参数里包含了债务资本成本，由于税盾的存在，计算公式为：

$$\text{债务资本成本} = \text{税前债务资本成本} \times (1 - \text{企业所得税率}) \quad (1)$$

(2) 计算 EVA 的有关公式里包含的另一个重要组成部分是权益资本成本，计算公式为：

$$\text{普通股资本成本} = \text{无风险收益} + \beta \times \text{市场的风险溢价} \quad (2)$$

表 4-2 权益资本成本计算数据

项目	2011	2012	2013
无风险收益	1.08%	1.00%	1.02%
β	0.6900	0.7250	0.8330
市场风险溢价	20.19%	6.81%	13.85%
权益资本成本	15.01%	5.94%	12.56%

(3) 税后净利润 (NOPAT) 的具体计算见下表 (数据来自新浪财经)。(百万美元)

税后营业利润 (NOPAT) 需要对资产负债表和损益表进行调整得到，在实际进行估值时，有些调整的项目对最后结果一般不会造成较大影响，因而可以忽略不计。我们可用以下式进行近似的计算。

$$\begin{aligned} \text{税后营业利润} = & \text{税后净利润} + (\text{利息费用} + \text{少数股东损益}) \times (1 - \text{所得税税率}) + \text{递延所得税负债余额的增加或递延所得税资产余额的减少} \\ & - \text{递延所得税负债余额的减少或递延所得税资产余额的增加} \end{aligned} \quad (3)$$

在实际计算中，由于报表信息不全，我们采用下式进行计算

$$\text{税后净营业利润} = \text{销售额} - \text{营运费用} - \text{税收} \quad (4)$$

表 4-3 NOPAT 计算公式

项目	2010-05-02	2011-05-01	2012-04-29	2013-04-28
营收总额	11202.60	12202.70	13094.30	13221.10
运营开支总额	11150.80	11200.20	12383.90	12822.50
运营利润	51.80	1002.50	710.40	398.60
当期税款	----	236.10	172.4	46.1
税后经营利润 (NOPAT)	51.80	766.40	538.00	352.50

(4) 权平均资本成本（百万美元）

由于史密斯菲尔德公司经营范围包括美国、中国、日本、墨西哥等地，经营业务也从生猪屠宰一直到运输和包装，所采用税收没有一个统一的标准，我们采用 2011/2012/2013 三年的平均税率作为计税依据

表 4-4 平均税率计算表

项目	2011-05-01	2012-04-29	2013-04-28
应税所得	757.10	533.70	229.90
当期税款	236.10	172.4	46.1
税率	31.18%	32.30%	20.05%

$$\text{平均税率} = (31.18\% + 32.30\% + 20.05\%) \div 3 = 27.84\%$$

表 4-5 平均债务资本成本表

项目	2011-05-01	2012-04-29	2013-04-28
流动负债	1227.90	1136.30	1746.20
长期负债	1978.60	1900.90	1829.20
总利息支出	245.40	176.70	168.70
总债务	4066.30	4034.90	4619.40
平均利息率	6.03%	4.38%	3.95%
债务资本成本	4.15%	2.95%	3.16%

$$\text{WACC 计算公式如下: } WACC = r_e \frac{E}{E+D} + r_d \frac{D}{E+D} (1-t) \quad (5)$$

表 4-6 加权平均资本成本表

项目	2011-05-01	2012-04-29	2013-04-28
负债总额	4066.30	4034.90	4619.40
所有者权益	3545.50	3387.30	3097.00
债务资本成本	4.15%	2.95%	3.16%
权益资本成本	15.01%	5.94%	12.56%
资产总额	7611.80	7422.20	7716.40
加权平均资本成本 WACC	9.20%	4.31%	6.93%

(5) 计算 EVA

经济增加值 EVA (Economic Value Added) 度量的是企业税后营业利润减去资本成本 (债务成本和股本成本) 后的余额。经济增加值理论的核心思想是: 一个公司只有在其资本收益超过为获得该收益所投入的资本的全部成本时, 才能为股东带来价值。

$$\text{EVA} = \text{税后营业利润} - \text{资本成本} = \text{税后营业利润} - \text{加权平均资本成本} \times \text{资本总额}$$

(6) 由上述可计算公司的 EVA, 具体数值见下表

表 4-7 EVA 计算数据

项目	2010-05-02	2011-05-01	2012-04-29	2013-04-28
税后营业利润 NOPAT	51.80	766.40	538.00	352.50
资本总额 TC	7708.90	7611.80	7422.20	7716.40
加权平均资本 成本 WACC	----	9.20%	4.31%	6.93%
EVA	-----	66.11	218.85	-182.246

从 EVA 值我们也可以大致看出, 在并购期间史密斯菲尔德的盈利能力在不断下滑, 2012 年 EVA 的增加主要是由于当年股票市场行情一般, WACC 相对较小, 在 2013 年股市上涨的情况下, 公司 EVA 已经为负值, 公司经营面临严重危机。

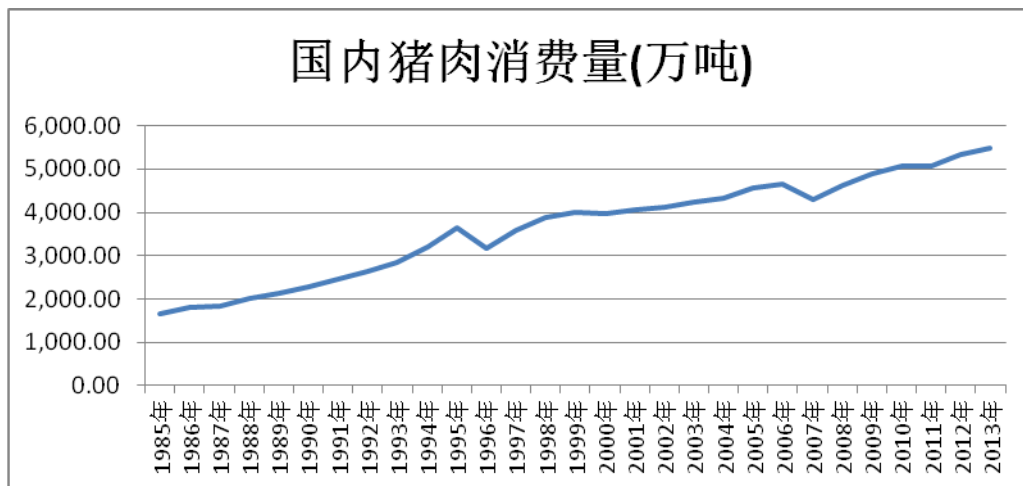
经过前文 EVA 的理论与计算, 运用 EVA 模型对公司进行价值评估所需材料已经准备齐全, 接下来要对未来 EVA 与价值进行测算。

在出口机会增长的推动下, 中国广阔的市场和巨大的需求无疑还会在很长时间内促进史密斯菲尔德业务的高速增长, 结合其自身的技术优势和行业龙头力量, 史密斯菲尔德会迎来新的发展机遇, 本文对公司的未来分为高速增长期和稳定期两个阶段, 一般在评估中高速增长期一般在 5---10 年, 本文设定史密斯菲尔德的高速增长期为 5 年, 于 2019 年进入稳定增长期。

由于国内市场萎缩和饲料价格攀高等原因, 史密斯菲尔德公司的经营状况自 2010 年开始走下坡路, 营业利润呈现下滑趋势。但是对合并之后的 EVA 数值进行预估, 既要考虑到公司重组之后利用双汇的销售渠道对中国市场的扩张, 也要

对行业的生命周期及发展趋势做出判断。

目前中国猪肉消费市场仍然呈现每年 15% 的增长速度,中国经济进入新常态发展,预估 GDP 的增长率在 7% 左右,而随着中国生活水平的提高,对中高端猪肉的消费增长要高于平均增长速度。



数据来源: 国家统计局官网

图 4-1 国内猪肉消费量(万吨)

在整合可持续发展过程中,更有利于公司进一步获得国家与当地政府在进出口等方面的认同,本文将史密斯菲尔德公司的主营业务收入增长率设为 30%, (中国猪肉消费量增长率的 2 倍), 在之后的成熟期保持 7% (中国 GDP 预期增长率) 的增长。在资本成本方面, 本文取最近三年的平均资本成本作为增长期未来值, 而在进入成熟期之后, 由于杠杆率下降, WACC 将上升, 我们设为 15%。WACC 设为 2011-2013 年的均值, 即: $WACC = (9.20\% + 4.31\% + 6.93\%) \div 3 = 6.81\%$ 。

公司价值=期初资本总额+未来 EVA 的现值

$$V = BVE_0 + \sum_{i=1}^5 \frac{EVA_i}{(1+WACC^1)^i} + \frac{EVA_6}{(WACC^2 - g)(1+WACC^1)^6}$$

$$= 3097.00 + 751.53 + 856.64 = 4705.17 \text{ (百万美元)}$$

查阅报表可知, 公司 2013 年 5 月的共发行股票 13892 万股, 简单计算公司每股价格约为 33.87 美元/每股, 和收购股价非常接近。

4.1.3 信息不对称规避措施

双汇和史密斯菲尔德在 2002 年就已经开始业务上的接触, 双方曾经共同研发过多类种猪, 双汇董事长万隆出访美国, 必到史密斯菲尔德访察, 双汇对目标

企业的选择经过了长时间的考察，此次并购是经过慎重的判断而下的决定。

在此次并购活动中，双汇聘用了摩根士丹利担任财务顾问，美国普衡律师事务所和美国长盛律师事务所担任法律顾问。从国际经验来看，投资银行、会计师事务所、证券公司和律师事务所等中介机构在跨国并购中起着不可或缺的作用。摩根士丹利、普衡律师事务所、长盛律师事务在跨国并购方面有着较为丰富的经验，对美国的经济市场环境较为熟悉，可以避免因信息不对称造成重大的损失，有利于双汇很好的对史密斯菲尔德的经营、财务、法律进行全面的调查，充分的了解到史密斯菲尔德目前的经营业绩、财务状况及是否有潜藏的财务风险等相关重要信息，降低因信息不对称造成的价值评估风险。

4.2 融资风险

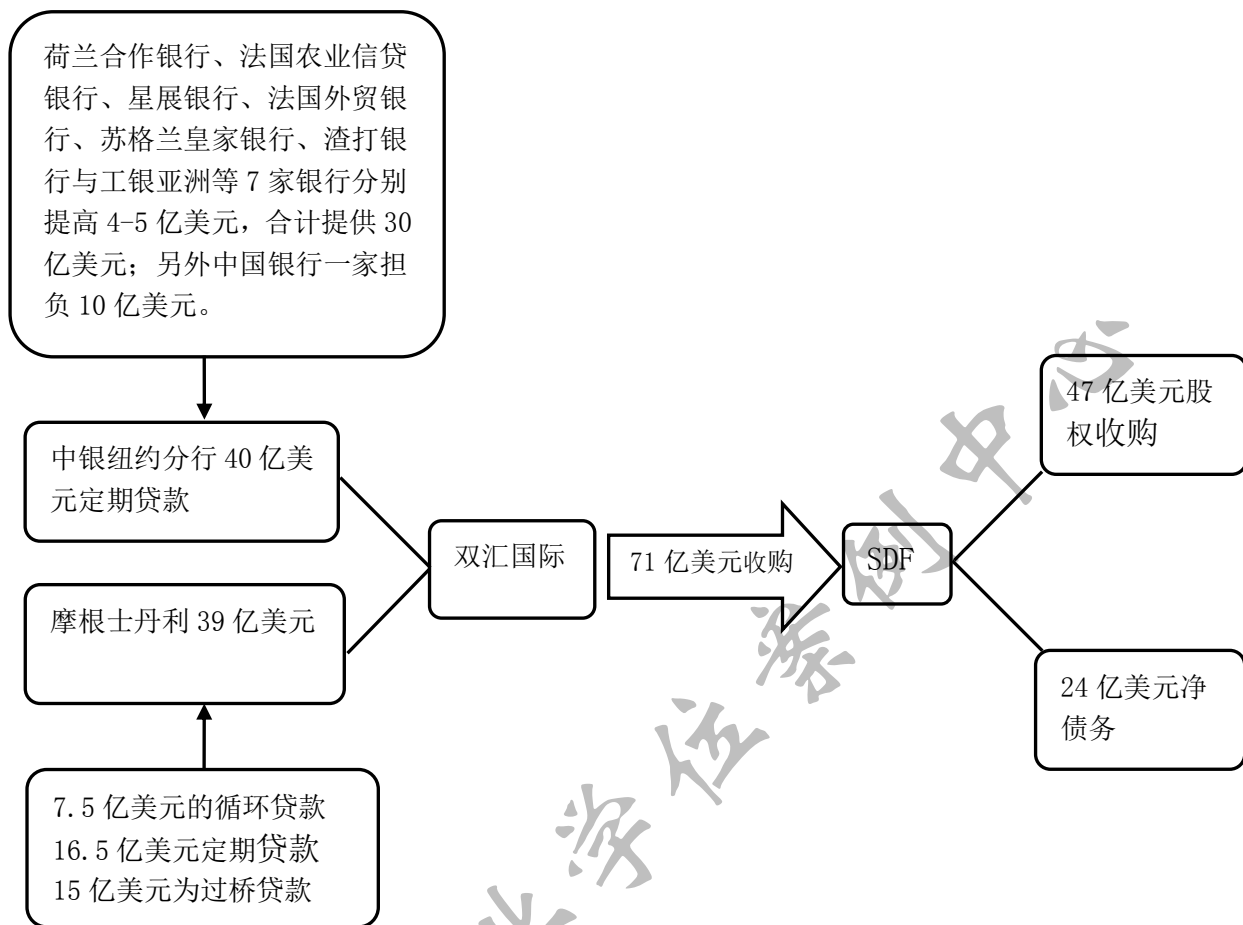
4.2.1 双汇融资模式

SFD 于 2013 年 7 月 19 日发布公告，Sun Merger Sub 已完成总额高达 9 亿美元的优先级债券的发行。债券由两部分组成，一部分是 2018 年到期，票面利率为 5.25% 的 5 亿美元债券；另一部分是 2021 年到期，票面利率为 5.875% 的 4 亿美元债券。显然，根据这一融资成本，如果 SFD 现有主要债权人愿意继续和 SFD 保持债权债务关系，将不得不同意对相关贷款条件进行调整，这不仅将增厚 SFD 的净利润（仅考虑 SFD 在 2007 年发行的，于 2017 年到期的 5 亿美元债券，如果其利率调整为 5.25%，在不考虑所得税因素的前提下，将每年增厚 SFD 利润 1250 万美元，约为其 2012 年净利润的 6.8%），而且还能“帮助”双汇国际实施杠杆收购。

表 4-8 SFD 主要债券与 Sun Merger Sub 债券简要对比

	SFD	Sun Merger Sub
中期债券	2017 年到期的 5 亿美元债券，票面利率 7.75% （发行于 2007 年，考虑到债务重组，视为中期债券）	2013 年发行，2018 年到期的 5 亿美元债券，票面利率 5.25%
长期债券	2013 年发行，2022 年到期的 9.95 亿美元债券， 票面利率 6.625%	2013 年发行，2021 年到期的 4 亿美元债券，票面利率 5.875%

无论最终采取哪种收购方式，对双汇国际而言，都将要对 SFD 进行整合和调整，因为此时的 SFD 市场竞争力和盈利能力已非同日而语。



4.2.3 对 SFD 进行债务重组

根据 SFD 年报，截至 2013 年 4 月 29 日，SFD 债务总额为 46.18 亿美元，主要由经营性债务、应计费用、银行借款、债券及退休金计划等项目组成。此次债务重组涉及的种类主要是循环贷款、银行定期借款和债券，重组的内容主要是针对循环贷款、银行借款的额度及融资方进行调整和针对债券的赎回，涉及已发生的债务金额在 24.65 亿美元左右。

整个债务重组工作由摩根士丹利充当融资顾问，所获得贷款额度和贷款资金全部由 SFD 的相关资产进行担保或抵押。由于无法得知具体的融资细节，很难对债务重组收益进行详尽分析。但毫无疑问的是，双汇国际意图通过这样的方式，使 SFD 获得更加优惠的。

表 4-9 SFD 债务重组

序号	现状	方案
1	循环贷款额度 14.43	额度调整为 7.5 亿美元，主要采取 ABL 贷款（资产基础是合

	亿美元，发生 1.65 亿美元，剩余有效额度 12.78 亿美元。	格存货和应收账款）的方式加以解决； 利率为同期基准利率或 LIBOR 加边际利率，并随可用额度变化而变化； 利息每三个月（基于 LIBOR 利率）或每季度（基于基准利率）支付一次；
2	美国银行 2 亿美元贷款； Rabo 银行 2 亿美元贷款； 4 亿美元可转债。	与循环贷款配合，定期贷款额度为 16.5 亿美元，并对现有债务进行置换或赎回； 利率为同期基准利率或 LIBOR 加边际利率，并随可用额度变化而变化； 每季度等额偿还，利息每三个月（基于 LIBOR 利率）或每季度（基于基准利率）支付一次；
3	1、2022 年到期的 9.95 亿美元债券（10 年期，票面利率 6.625%）； 2、2017 年到期的 5 亿美元债券（10 年期，票面利率 7.75%）	获得 15 亿美元过桥贷款资金对两笔债务进行置换； 前三个月利率为 LIBOR 加边际利率，此后每三个月上升调整一次至最高基点； 并购交易完成后一年内不会被全部支付，未偿还的部分将转换成交易完成后 8 年到期的定期贷款，并可在满足一定条件下进一步转换为优先级票据（夹层融资）。

4.2.4 融资模式分析

运用财务杠杆，双汇国际成功地实施了这次以小博大，四两拨千斤式的国际收购，不仅舒缓了双汇国际的资金压力，同时，双汇国际可以利用杠杆收购获得税收优惠。因为杠杆收购中的债务资本占了收购资本的 80%~90%。而支付的利息可以在税前抵扣，所以减轻了双汇国际的税负。同时，双汇国际在并购前的亏损可以通过递延冲抵并购后的盈余，从而进一步降纳税基础。

收购后面临高杠杆率和债务偿还问题，由于部分融资额偿还期较短，如中国银行 5 年内到期的 40 亿美元巨额债务难题。双汇在收购成功后面临债务偿还难题，给双汇的后续发展带来一定压力。万洲国际（原双汇国际）2014 年 7 月 9 日更新后的招股书显示，截至 2014 年 3 月 31 日，万洲国际的流动负债 28.92 亿美元，非流动负债 86.62 亿美元，总负债金额 115.54 亿美元，总资产 146.39 亿美元，资产负债率 78.9%。披露的文件显示，万洲国际未偿还债务约为 77.35 亿美元，相当于总资产的 52.8%。

一般而言，偿还并购贷款的主要方式无外乎是依靠企业分红、借新债还旧债、转让股权（资产）等，但对双汇国际的 40 亿美元巨额债务而言，采取上述方式不能解决根本问题。

表 4-10 2003——2012 财年双汇发展与 SFD 的净利润情况（单位：亿美元）

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
双汇发展	0.43	0.48	0.6	0.9	0.91	2.76	3.85	4.88	1.62	4.66
归属双汇国际	0.32	0.35	0.44	0.66	0.67	2.02	2.82	3.58	1.19	3.41
SFD	0.26	2.27	2.96	1.73	1.67	1.29	-1.98	-1.01	5.21	3.61
合计	0.58	2.62	3.40	2.39	2.34	3.31	0.84	2.57	6.40	7.02

从分红来看，双汇国际偿债资金预计将主要来自两方面，一是双汇发展，二是 SFD，但这两家企业近几年经营状况不足以对债务偿还形成有效支撑（表 2，按 1:6.19 汇率折算）。考虑到这两家企业都还需要投入大量资金用于后续发展项目的因素，双汇国际依靠旗下两家主要企业的经营性收益解决全部债务问题难度可想而知，可选的方式是依靠经营性收益解决债务利息。

借新债还旧债或者进行债务展期，也只是以时间换空间，不仅不能从根本上解决问题，而且还有可能进一步加重双汇国际的债务负担。

转让股权或许是一种有效方式，但双汇国际必须首先创造出转让股权的空间。以收购公告日为基准，SFD 股权价值约 47 亿美元；双汇发展市值 112 亿美元，双汇国际持股 73.26% 计算，折合 82 亿美元。双汇国际持有双汇发展和 SFD 的股权价值合计 129 亿美元，40 亿美元债务约占 31%。由于双汇国际不可能丧失对双汇发展和 SFD 的控股权，假设以持股 51% 为限，双汇国际利用股权转让偿还债务的空间为 48 亿美元，虽与 40 亿美元债务相当，但这一安全边际有限，蕴含着一定的风险。比如，二者的股权价值届时可能出现波动，双汇国际顺利实现减持双汇发展 22.26% 股权要面临巨大的流动性问题，投资者对投资一家非上市公司 SFD 不会感兴趣，这些困难要求双汇国际尽可能地创造出更大的股权转让空间，以扩大其偿还债务的安全边际。

由双汇后续发展来看，为解决债务难题，双汇国际主要采取了以下两种策略：

依靠两家主体企业经营性收益解决期间利息，同时着力提升经营绩效，增厚股本和企业价值为股权转让创造更大空间，并辅之以债务重组以备不时之需。

由旧称双汇国际改名万洲国际，向港交所提交上市申请，通过 IPO 进行融资，所筹资金将帮助公司偿还部分债务。2014 年 8 月 5 日，万洲国际正式上市，

IPO 发行价为每股 6.20 港元，募集资金 152 亿港元。极大程度缓解了其还债压力。

4.3 支付风险

跨国并购中一般采取现金支付、股票支付、综合债券支付等方式，在并购中使用现金支付的方式相比用资产或股票的支付方式并购后的绩效要高，而混合支付方式要比单一支付方式的并购绩效更高，并且支付方式与融资方式紧密相连。双汇国际主要采取了银行贷款的方式融资，因此支付方式采取的是现金支付。现金支付方式就是以现金的直接支付作为支付工具，通过向被收购企业支付一定数额的现金来达到并购该公司的目的，是我国企业在跨国并购中最主要的支付方式。双汇用现金支付，史密斯菲尔德不用考虑变现问题，现金流动性最强，吸引力最强，可迅速获取史密斯菲尔德控制权，并且现金支付也不会导致原来的股权结构发生变动、控制权被分散和每股收益被稀释。

另外关于巨额贷款的偿还可能会引起未来的流动性风险，双汇也采取了相应的措施。双汇发展在公告中表示，双汇方面向境外银行承诺，双汇发展每年的归属母公司净利润在计提盈余公积后，将不低于 70% 的利润用于分红以偿还贷款。双汇国际将在第一年和第二年分别偿还 2.5 亿美元三年期贷款，余下的 20 亿美元将在贷款到期时偿还；第四年末偿还 4 亿美元五年期贷款，到期时偿还剩余的 11 亿美元。根据汇发展在 2013 年归属于母公司的净利润达 38 亿人民币来测算，假设只提取法定盈余公积，双汇国际将有 23.94 亿人民币用于分红以偿还贷款。另外根据两公司未来的合作发展，预计未来的净利润会有更大的上涨空间，未来的经济实力更加的强大，资金量充足。

但是就目前而言，过多现金的支付可能会降低了双汇短期内对外部环境变化的反应和调节能力，影响企业的正常运营，进而增加企业的经营风险及财务风险，双汇应当采取一定的措施来预防这种风险。

4.4 偿债风险及应对措施

并购过程中，双汇国际用 47 亿美元收购史密斯菲尔德(Smithfield)全部股份，并承担了史密斯菲尔德 24 亿美元的债务，所用资金共 71 亿美元。71 亿美元中除了少部分是双汇自有外，其余大部分都是通过举债获得的。而且，与一般杠杆

并购中借款以目标公司为担保不同，双汇国际收购 SFD 时将自身双汇发展和双汇集团的全部股权质押给了中国银行（香港），直至双汇国际全部清偿完毕贷款行的贷款。

高债务带来高的利息费用，给企业后续的经营带来了巨大的现金流风险。一旦并购后双汇国际的预期利润下降，就会使其因债务过于沉重而导致公司盈利水平下降和每股收益下降，进而一下企业的偿债能力，是企业的市场价值下跌，甚至可能惨遭清算。

截至 2013 年底，万洲国际未偿还的债务为 74.32 亿美元，占总资产的 52.5%，债务与股东权益比高达 236.8%。其中，一年内到期 7.6 亿美元，第二年到 3.06 亿美元，第三年至第五年到 49.5 亿美元，超过五年 14.16 亿美元。五年内共需偿还 60.16 亿美元。因而双汇必须对巨额的债务偿还做好本息支付计划。

4.4.1 利润清偿

双汇国际的巨额债务大多数是银行贷款，因此只能采用现金形式进行偿还，企业的经营利润是第一还款来源。而通过分析可以清楚得知道，单独以双汇国际或 SFD 的利润或二者之后来偿还债务，都是不现实的。也就是说，双汇国际要想依靠利润偿还巨额贷款，就需要并购后公司的价值和利润能有较大提升，也即产生协同效应，但这也并不简单。

万洲国际的债务包括万洲为并购史密斯菲尔德取得的贷款和史密斯菲尔德自身的债务，从万洲国际的招股说明书和史密斯菲尔德的年报中可知，其中一年内到期 7.6 亿美元，第二年到 3.06 亿美元，2016 年-2018 年到 49.5 亿美元，我们假设每年到期 16.5 亿美元。

而在对万洲国际债务利息的估算中，史密斯菲尔德自身每一笔债务的利率从史密斯菲尔德年报中获得；万洲为并购史密斯菲尔德取得的贷款主要是以中国银行（香港）为首的银团提供 39.25 亿美元的贷款(2018 年到 5%，利率为 LIBOR+3.5%-LIBOR+4.5%)，我们假设这笔贷款的平均利率为 5%。

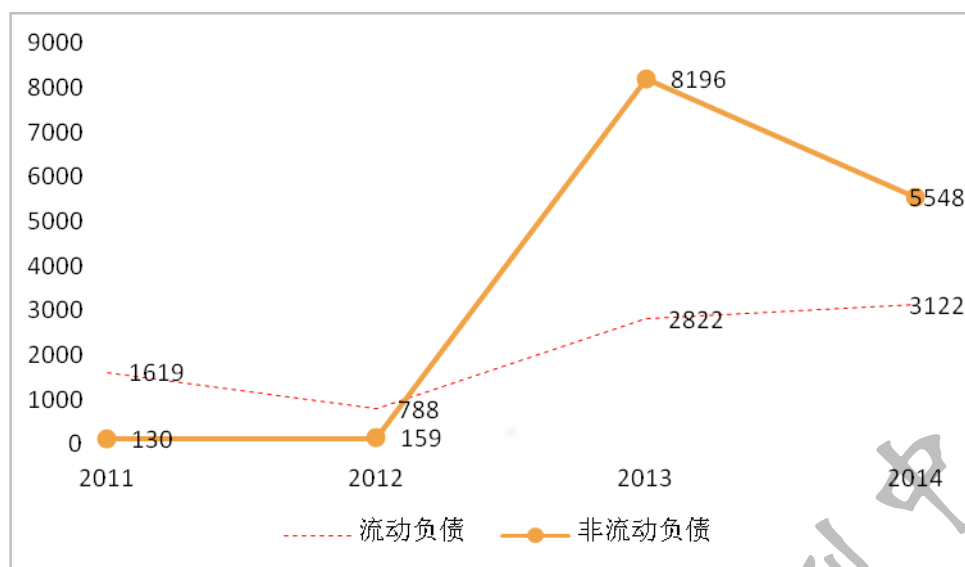


图 4-2 万洲国际的负债变化 (单位: 百万美元)

(1) 不考虑协同效应

双汇发展在公告中表示,双汇方面向境外银行承诺,双汇发展每年的归属母公司净利润在计提盈余公积后,将不低于 70% 的利润用于分红以偿还贷款。双汇国际将在第一年和第二年分别偿还 2.5 亿美元三年期贷款,余下的 20 亿美元将在贷款到期时偿还;第四年末偿还 4 亿美元五年期贷款,到期时偿还剩余的 11 亿美元。根据双汇发展在 2013 年归属于母公司的净利润达 38 亿人民币来测算,假设只提取法定盈余公积,双汇国际将有 23.94 亿人民币用于分红以偿还贷款。不过对于高达 71 亿美元(437 亿人民币)的有息贷款,双汇发展提供资金仅能满足利息支出需求。

再考虑史密斯菲尔德的盈利情况,根据 SFD 的财务报表披露,SFD 在 2012 年和 2013 年调整后净营运收入微薄为 3.61 亿美元和 1.84 亿美元,这对于 71 亿美元的贷款来说仍只是杯水车薪。

采用增长模型进行估算。假设史密斯菲尔德在 2013 年的盈利状况基础上,收入保持每年 5% 的增长率,息前净利润率保持 3%,以此来计算史密斯菲尔德的息前净利润。

在双汇发展 2013 年的盈利状况基础上,根据双汇发展过去平均 6.5% 的息前净利润率,假设收入每年 11% 的增长率,以此计算双汇发展的息前净利润,再乘

以 73.26%（根据双汇发展 2013 年报，万洲国际直接和间接持有双汇发展 73.26% 的股份）。

表 4-11 不考虑协同效用时万洲国际的偿债情况（单位：百万美元）

	2014	2015	2016	2017	2018
万洲国际到期本息和	1152	665	1995	1898	1802
万洲国际债务利息估计	392	359	345	248	152
万洲国际债务到期本金	760	306	1650	1650	1650
双汇发展+SFD 息前净利润	686	744	808	878	955
SFD 息前净利润估算	284	298	313	329	345
双汇发展息前净利润估算	402	446	495	549	610
未偿还债务	466	-79	1187	1020	847

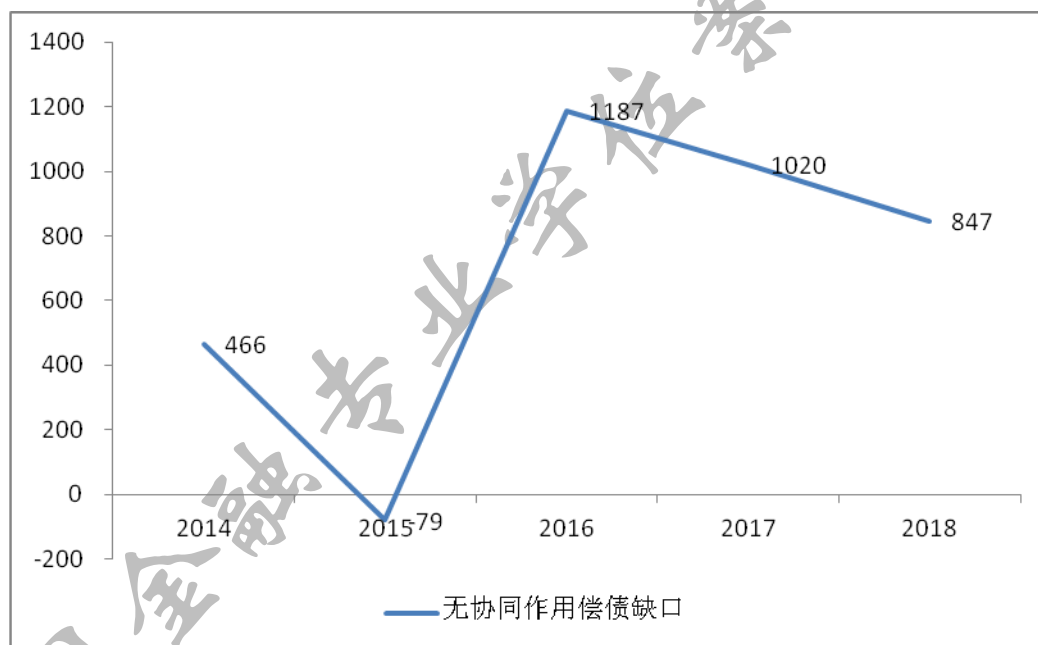


图 4-3 不考虑协同效用时万洲国际的偿债缺口（单位：百万美元）

（2）考虑协同效应

双汇国际并购 SFD 之后，双汇国际的主要资产是所持 A 股上市公司双汇发展股份。而双汇发展与 SFD 之间的协同效应。

首先，双汇发展和 SFD 实际上是两种商业模式，双汇发展是个流通企业，而史密斯菲尔德是传统的养殖企业。双汇发展的猪肉很多是从散户即饲养农民那

里收购生猪来屠宰加工，再依靠分销商等渠道进行销售。这种方式可以将养殖成本、养殖风险转嫁给养猪散户，存货成本和应收账款成本转移给分销商。史密斯菲尔德则自己大量饲养生猪，再向零售商如沃尔玛、Kroger、Costco 等美国大超市，以及大型餐饮连锁店如麦当劳、赛百味、汉堡王销售生鲜猪肉和肉制品。这种商业模式将提高史密斯菲尔德的资金投入、存货及应收账款周转压力，进而降低史密斯菲尔德的运营效率。

如果双汇发展和 SFD 通过上下游产业互补，促进双汇猪肉来源规范化和规模化、提高 SFD 猪肉的存货周转率，提升销售业绩。假设考虑协同效应双汇息前净利润增长 12%（双汇发展 2014 年净利润为 40.40 亿人民币，归属双汇国际的净利润约折合 402 百万美元），SFD 息前净利润增长 10%（2014 年第三季度已实现销售额 37 亿美元，增长 11%。季度综合经营利润 2.50 亿美元，结合第一第二季度，估算 2014 年综合息前净利润为 419 百万美元）。

表 4-12 考虑协同效用时万洲国际的偿债情况（单位：百万美元）

	2014	2015	2016	2017	2018
万洲国际到期本息和	1152	665	1995	1898	1802
万洲国际债务利息估计	392	359	345	248	152
万洲国际债务到期本金	760	306	1650	1650	1650
双汇发展+SFD 息前净利润	823	913	1014	1125	1249
SFD 息前净利润估算	419	461	507	558	613
双汇发展息前净利润估算	402	450	504	565	633
未偿还债务	331	-246	984	776	556

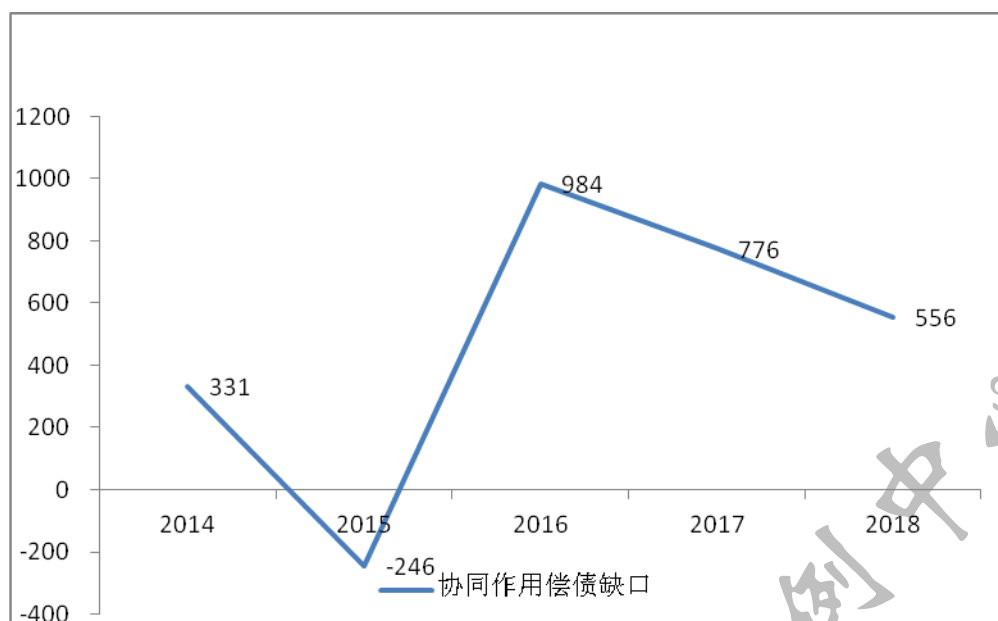


图 4-4 考虑协同效应时万洲国际的偿债缺口（单位：百万美元）

从以上分析可见，不管双汇并购 SFD 之后是否产生了协同效应，利用企业自身产生的利润来偿还债务，都会产生巨大的缺口，会给企业带来较大的现金流困难。偿债本息还会造成企业的净利润下降，影响企业业绩。因而双汇还得积极寻求其他资金来源。

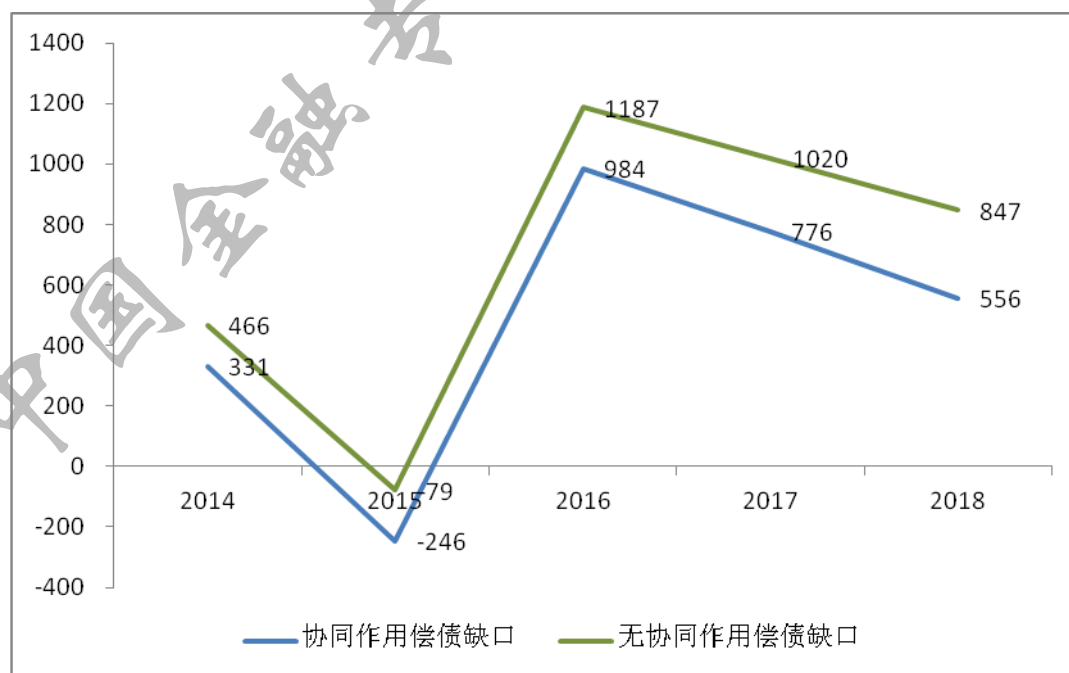


图 4-5 两种情况下万洲国际的偿债缺口（单位：百万美元）

4.4.2 IPO 上市

从前文的分析可以看出,单纯依靠双汇国际的利润收入偿还贷款是相当漫长且极不稳定的,在这种情况下,另一个在理论上可能行之有效的方法就是将双汇国际(2014年1月改名为万洲国际)整体IPO上市。通过IPO募集的资金可以用于偿还债务或补充流动资金,从而减少公司的财务费用,以缓解公司的财务困境,改善财务结构。此外,公司上市之后,募集资金的渠道也更多元化,这可以帮助缓解公司的现金流压力。双汇国际也确实积极筹划上市,不过其中道路曲折。

(1) 万洲国际的IPO之路

2013年10月,以71亿美元(约550.5亿港元)收购美国最大猪肉供应商Smithfield Foods。2014年1月,由旧称双汇国际改名万洲国际,向港交所提交上市申请,集资最多60亿美元(约465亿港元)。2014年4月10日,开启新股路演,预计4月30日上市,集资规模为292亿至411亿元。2014年4月15日至22日,公开招股,按照最初计划,发行量为36.55亿股,发行价在8-11.25港元,预计募集资金292.4-411.2港元;其中7.31亿股来自售股股东;上市日期为4月30日。按照这计划,这可能是食品及饮料行业仅次于卡夫食品的第二大宗IPO。2014年4月23日,因资本市场波动及反应不如预期,市场对新股发行认购不足额,宣布取消出售旧股,缩减集资规模至104至146亿港元,就认购进行重新确认,并将上市日推迟至5月8日。2014年4月29日,宣布搁置上市,放弃此次IPO计划。

3个月后,万洲国际重新提交上市申请,并将集资规模缩小至20亿美元左右,与之前相比,缩水60%。与此同时,万洲国际的新股发行价格确定为每股6.20港元,这也较原计划最高11.25港元/股大幅下降了44.89%。而与此对应的是,万洲国际的新股发行市盈率只有11.5倍,较原计划的15~20.8倍大幅下调。在7月24日至7月29日的公开发售中,万洲国际获得约54倍超额认购,冻结资金443亿港元,暂居港股当年“冻资王”第五位,为第二次IPO闯关成功奠定了基础,集资额159.18亿港元,为香港市场当年第二大融资额。万洲国际于2014年8月5日在香港证券交易所正式挂牌上市。

(2) IPO募资还债并非没有风险

万洲国际的第一次 IPO 因为认购额不足而功败垂成，第二次却获得了约 54 倍的超额认购。这两次 IPO 的不同命运，说明了通过 IPO 进行募资偿还杠杆并购并不那么容易。

万洲国际第一次 IPO 在招股说明书中预计通过 IPO 募集资金最多可募集 41.54 亿美元资金，IPO 完成后将拿出最多 40 亿美元用于偿还三年期及五年期的银团定期贷款。这个数字几乎与募资总额相当。巧合的是，招股书显示，万洲国际于 2013 年 9 月底收购史密斯菲尔德公司，总代价约为 49 亿美元，其中正好有约 40 亿美元来自银团定期贷款。因此，尽管万洲国际并未明确表态，但我们可以有很大把握认为万洲国际的 IPO 募集资金最主要的用处就是偿还收购史密斯菲尔德产生的贷款。

此外，2013 年 9 月，万洲国际以“成功收购史密斯菲尔德”的名义，一次性奖励董事长万隆和执行董事杨挚君 8.187 亿流通股，按万洲国际上市文件的募资预期计算，这笔巨额奖励接近融资额的 1/6。

可见，万洲国际筹划 IPO 就是很大程度就是为了套现，它不但背负巨额债务，又采取对管理层巨额奖励，以及 PE 股东急于套现，机构股东鼎晖计划通过 IPO 卖出 4.55 多亿股万洲国际，加上高盛、新天域等机构股东、老股东将减持 7.31 亿股，占到全球招股规模的 20%。市场在认识到其明显的意图之后，拒绝成为其变现的取款机，即便万洲国际动用了近 30 家承销商，还是难以改变其第一次 IPO 失败的命运。

在吸取了教训之后，在第二次发行中，万洲国际将集资规模缩小至 20 亿美元左右，新股发行价格也调低至每股 6.20 港元，较原计划最高 11.25 港元/股下降了 44.89%。不仅取消了存量发行，并且鼎晖等机构股东还与公司管理层签订了禁售协议，其中，管理层持股锁定 3 年，鼎晖等机构股东持股锁定一年。

而在上市之后，根据万洲国际的表述，其所筹资金将帮助公司偿还部分债务，股份发行交易后，其债务与股东权益比例将从 3 月底的 243% 降至 107%。

从以上分析可以看出，企业采用杠杆并购举借的债务会带来后期的高额的利息费用和本金偿还支出，会给企业经营带来很大的财务风险，企业必须采取多种渠道对风险进行管理和分散。

通过 IPO 或发行新股从资本市场募集资金用于偿还债务可以直接降低企业

的债券股权比，改善企业的经营环境。但当企业财务状况不十分乐观或 IPO 动机比较复杂时，市场并不总是愿意为其承担风险的。

企业更应该做的是依靠通过积极进行资源整合和经营模式的调整，提高运营效率，以经营收益作为还款保障。另一方面，企业也只有通过循序渐进改善经营效益，才能在资本市场获得投资者的支持。从这个程度上说，万洲国际还有很长的路要走。

5 意见启示

多方面的主客观因素使得中国企业的并购风险管理并不顺利，如何化解中国企业在海外并购中的风险障碍是走出去的关键所在。通过对双汇并购案的案例分析，可以清晰地找到一条路线，为今后我国其他企业海外并购提供一些建议。总的来说，有以下几点可供参考：

5.1 制定详细并购战略

并购目的作为并购战略的出发点，是选择并购目标的重要因素。从企业国际化的总体战略目标出发，明确企业跨国并购的目的是为了开拓市场、提升技术还是为品牌和资源。以此遴选出与企业并购目的相匹配的目标企业，切忌重量不重质的并购行为。并购行为不但要考虑自身的资本实力和并购成本，还应考虑经济成本和预期收益。不是为扩张而盲目收购处于困境中的国外企业，而是通过专业的评估和论证来判断并购行为能否实现预期的战略目标，能否通过并购提升企业的潜在价值，以利于实现购买的价值。具体说，应认真考察目标公司所在国环境，选择政策法律环境较好的国家和自己的竞争优势可移植的产业进行跨国并购；选择能与自己企业实现互补的目标企业以实现联合经济或产业链条的延伸；选择并购成本低但经过整合能产生很好效益的跨国企业进行并购。

5.2 重视中介的作用

并购是一种复杂和专业技术性很强的投资活动，并购过程中涉及多种专业知识，仅靠并购企业自身是难以完成的，需要专业中介机构提供服务，以减小信息不对称带来的损失；同时兼并与收购又是一项高收益与高风险伴生的业务，融资

风险、债务风险、经营风险、反收购风险、法律风险、信息风险及违约风险等都为并购的失败埋下隐患,风险分析是一项关键但企业又无能为力的一场硬仗。研究表明,世界各国的企业并购平均成功率并不高,但只要积极与投资银行合作,并购的失败概率就可能降低。

5.3 采用合理的并购交易架构

合理的交易架构可以最大限度的规避并购的财务风险。企业海外并购是一项长期繁琐的工程,准备阶段涉及到许多方面,其中,架构的选择是中国企业海外并购成功与否的重要因素之一,它的确定直接或间接影响到企业并购后的营业运作、债权债务、税务、人力调配等诸多问题。架构的选择对于中国企业海外并购活动起着举足轻重的作用,具有针对性的并购架构才能做到有的放矢、步步为营。中国企业在进行海外并购的时候应该对并购架构的选择予以足够的重视。在实践过程中,中国企业应该聘请经验丰富的专家团队,根据目标企业的评估和尽职调查结果,有针对性地架构企业并购模式,做到有的放矢、步步为营。

5.4 科学安排融资结构

在科学安排融资结构时,既要考虑择优顺序又要将自有资金、债务融资与股权融资规模保持适当的比例关系。而在债务融资中,短期债务与长期债务也要合理的搭配,以尽可能将融资成本与风险降到最低。重视并购融资中的企业资本结构分析。针对性地制订融资方案。在海外并购融资中,降低融资成本贯穿于整个并购过程,如何降低成本不仅与谈判能力有关,更重要的是对融资方案的设计。

5.5 合理规避汇率风险

跨国并购中要充分考虑到汇率波动对融资成本的影响,采用多种方式来规避汇率风险。跨国并购融资企业用于防范汇率风险的工具具有金融衍生工具和其他工具。金融衍生工具包括远期、期货、期权和互换,每一种金融衍生工具都各有优缺点,具体使用时需谨慎斟酌。此外,选择融资货币要进行合理搭配。这样可以使损失和收益相互弥补,以降低汇率风险。衍生金融工具虽然是风险管理的有利工具,但其交易本身也存在风险,也需对其进行管理。跨国并购融资中,除选择最优的资金结构外,还可以选择适当的固定利率与浮动利率比例的借款结构。采用固定

利率和浮动利率各有利弊,我们要合理选用利率工具,注意多种利率的结合使用,实现资产和负债的利率和期限的匹配,以降低利率风险。此外,可以采用利率互换交易规避利率风险。

中国金融专业学位案例中心