

BAIN & COMPANY 



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的整合问题



我们将回答下列有关中国境外并购活动的关键问题

近期交易活动和趋势



成功并购方



可复制模式和能力



关键问题

- 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？
- 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？
- 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？

贝恩观点

- 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



- 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

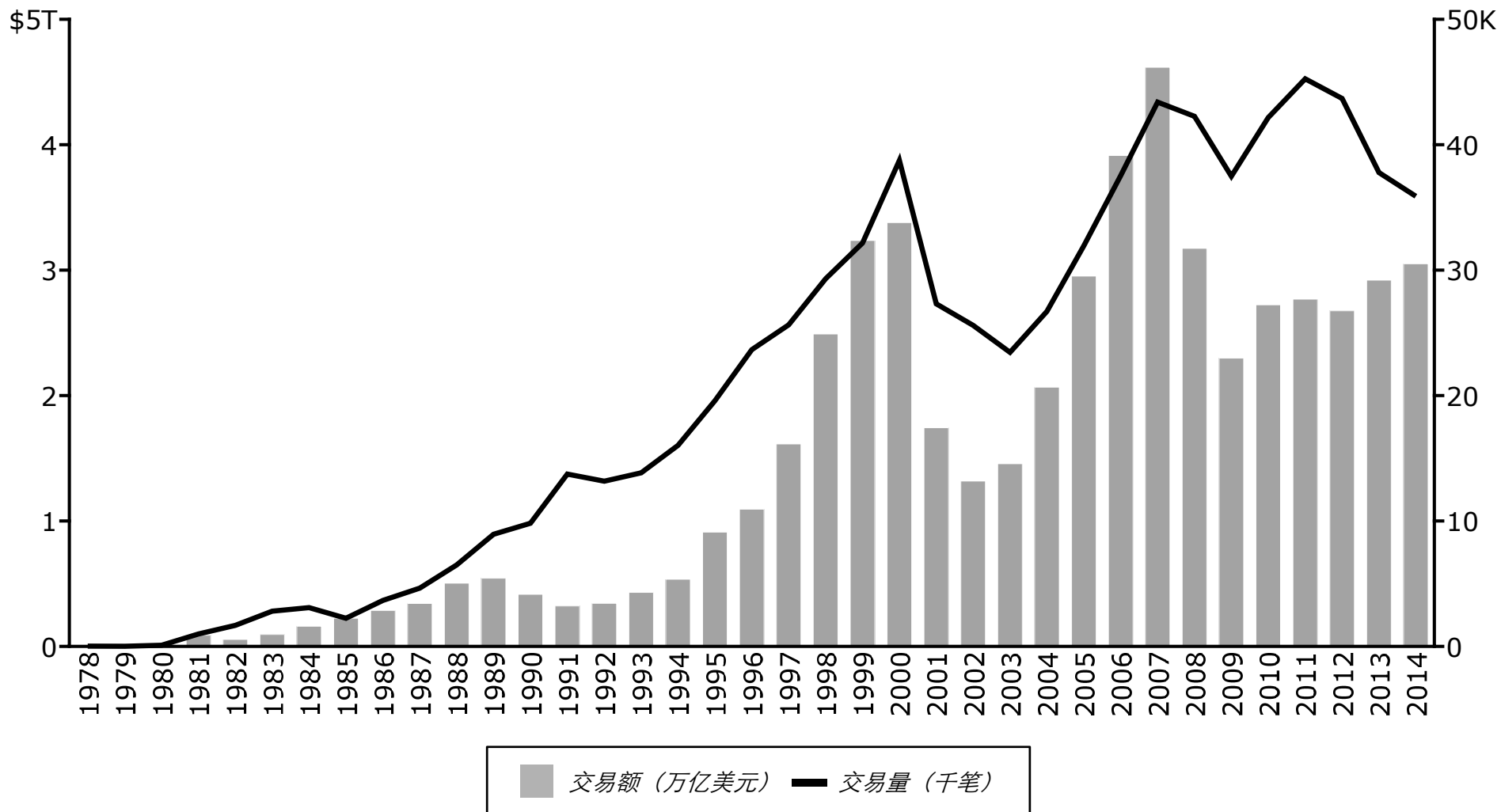
- 境外并购的可复制模式和能力



全球并购受到全球资本波动影响，有很强的周期性

全球已披露的并购交易额

全球交易量



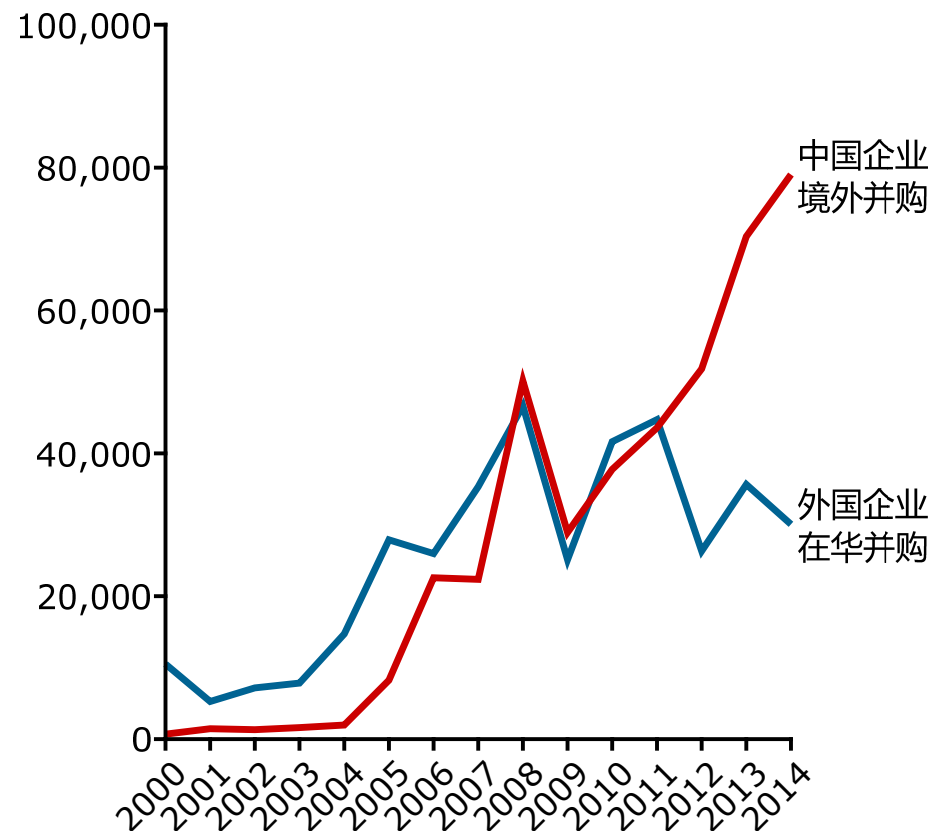
资料来源：汤姆森金融（截至2000年）；Dealogic（从2000年起）



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

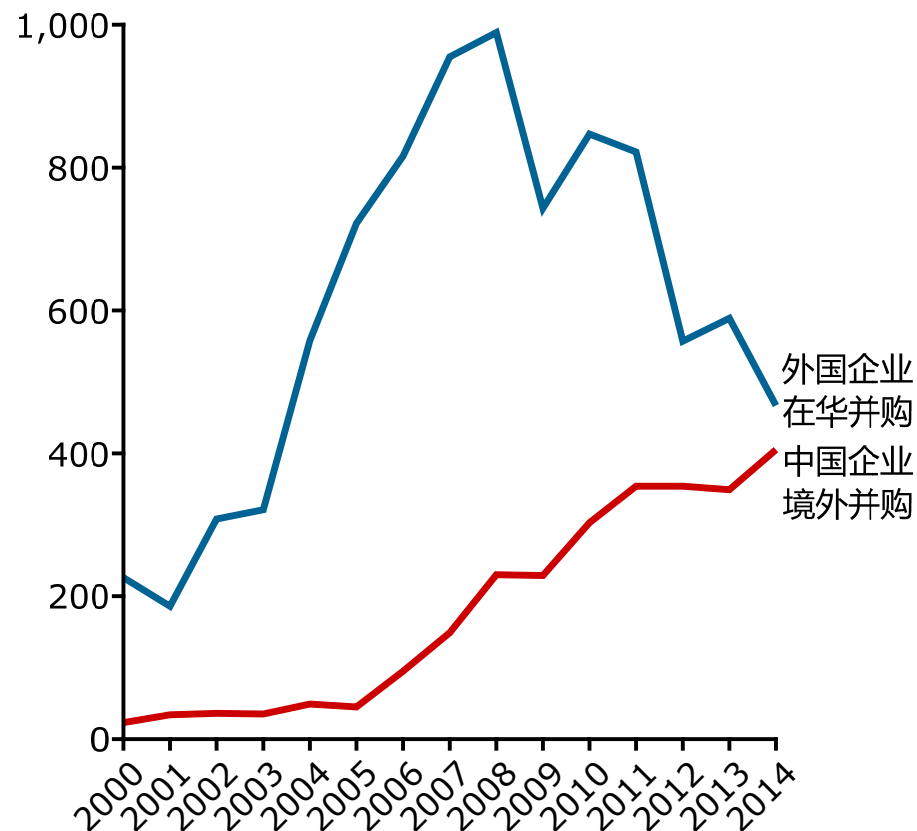
交易额

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)



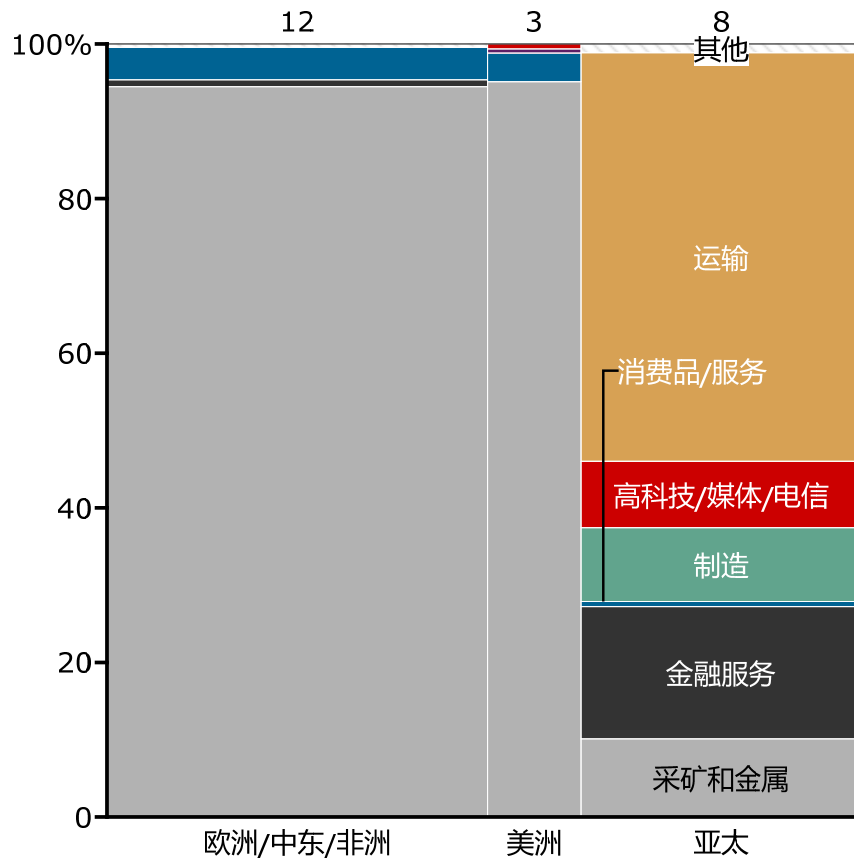
*包括赞助者支持的交易；总体交易额只包括已披露的交易额
资料来源：Dealogic；贝恩分析



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

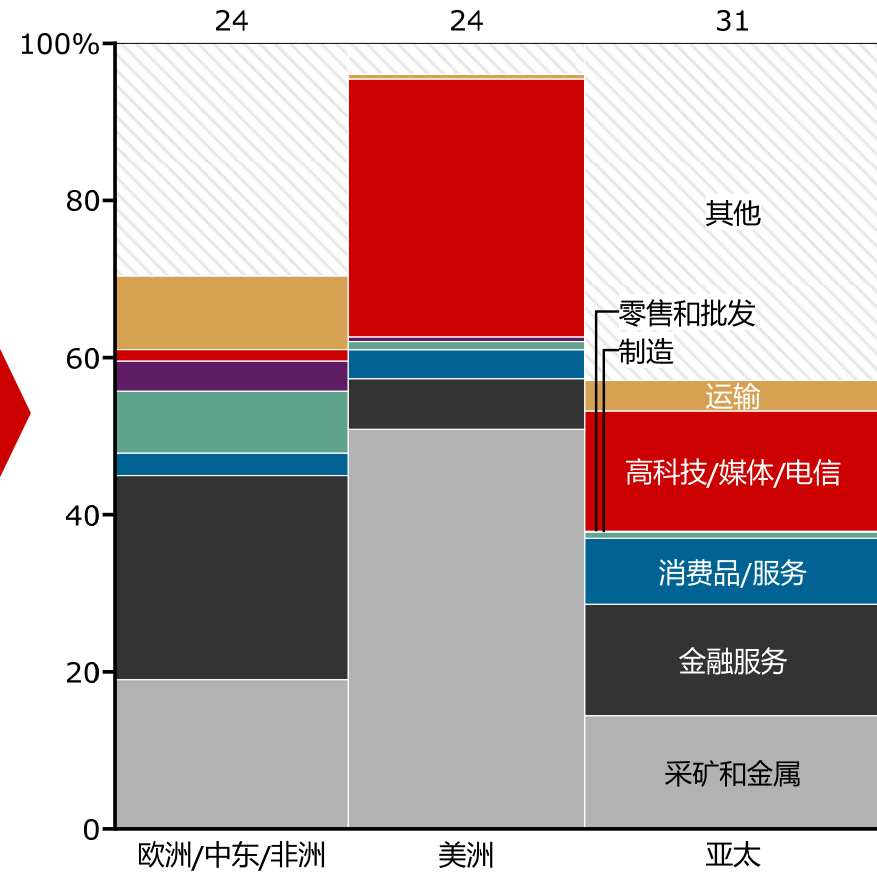
2006年交易额

中国境外并购交易
按地区和行业划分（2006，十亿美元） 合计 = 23



2014年交易额

中国境外并购交易
按地区和行业划分（2014年，十亿元） 合计 = 79

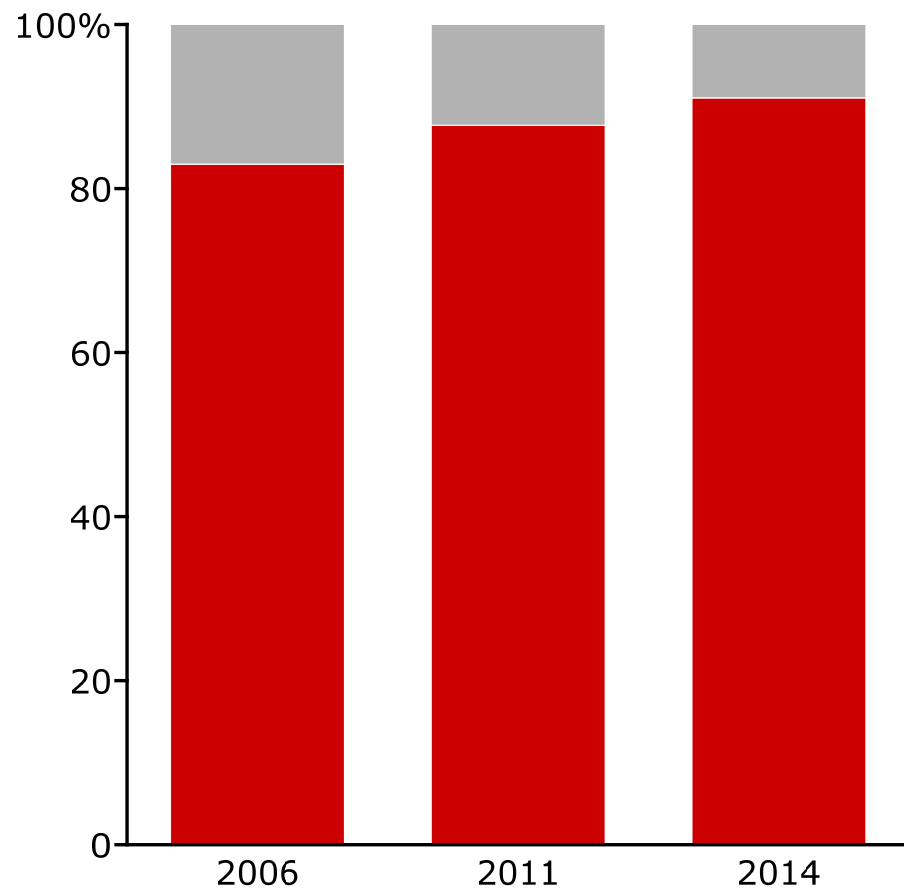


*总体交易额只包括已披露的交易额，包括赞助者支持的交易
 **其他包括医药、媒体、医疗和公共事业等
 ***不包括境外上市的中国企业
 资料来源：Dealogic；贝恩分析

近年来，私有企业主导了绝大多数并购活动……

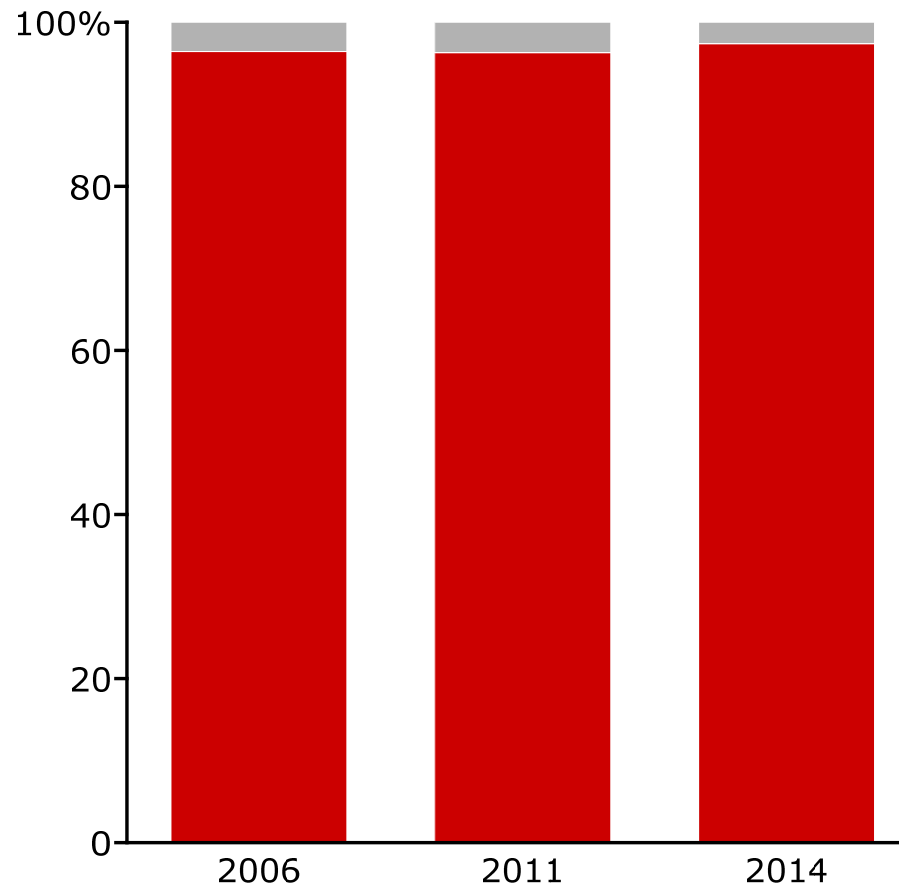
交易额

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）



*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

■ 国有企业

■ 私有企业




……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 In (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	Syncrude 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



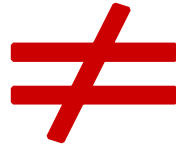
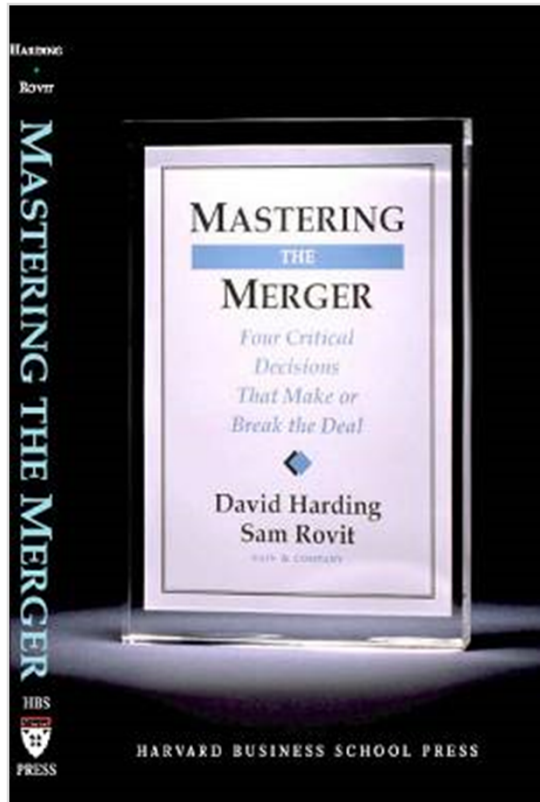
- 中国企业境外并购活动概况

- 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！”



- 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



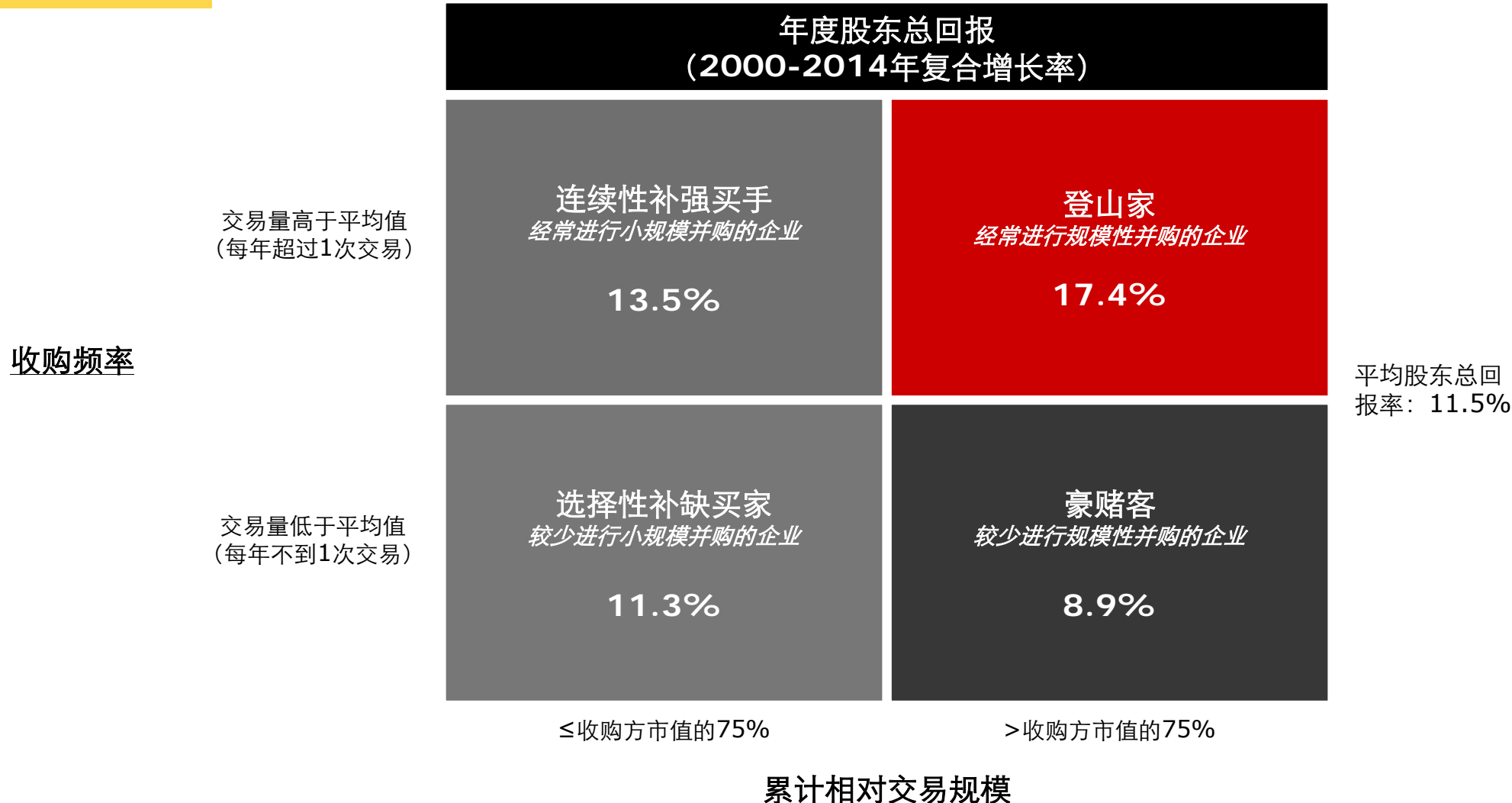
差异点

- 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

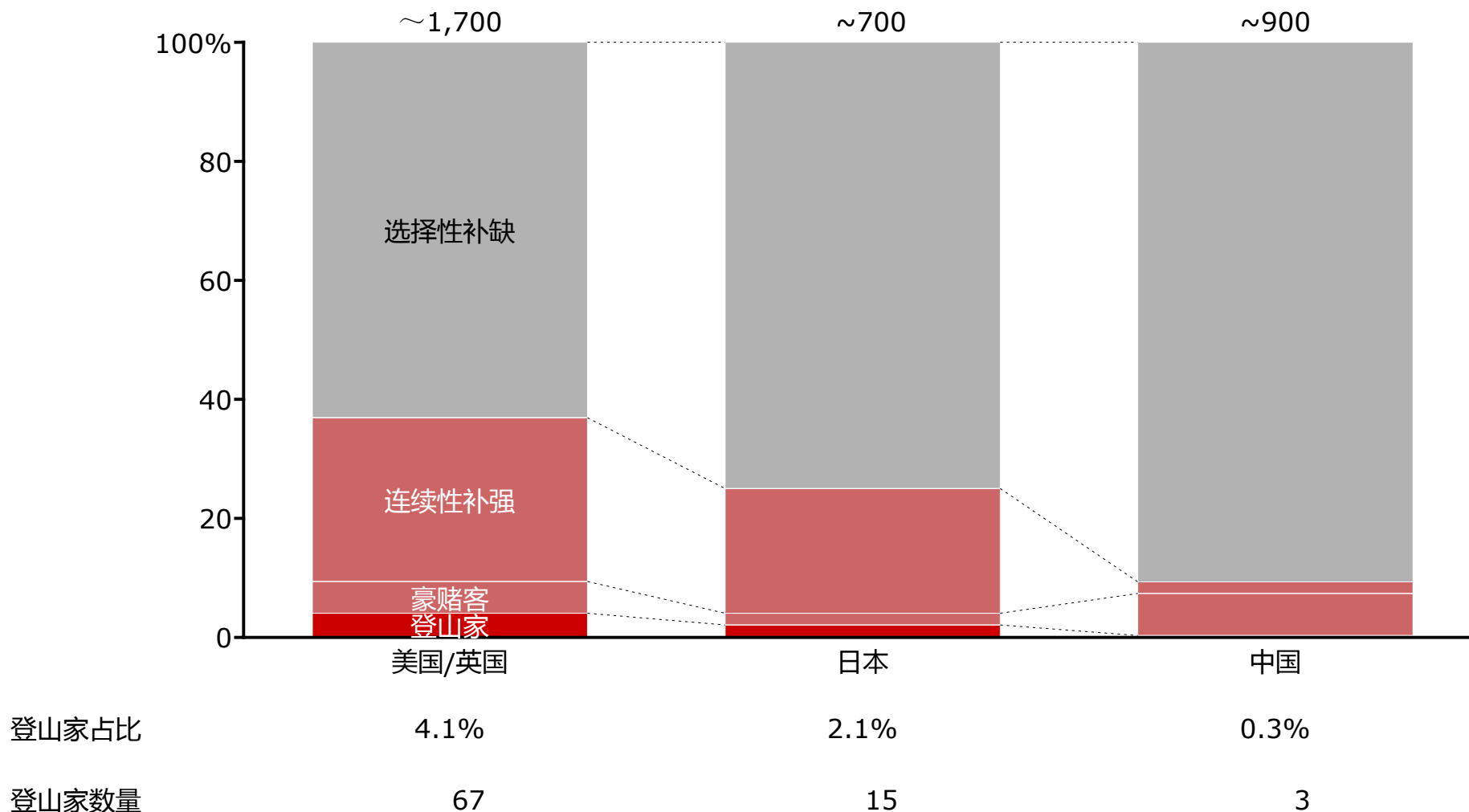
中国发现



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……

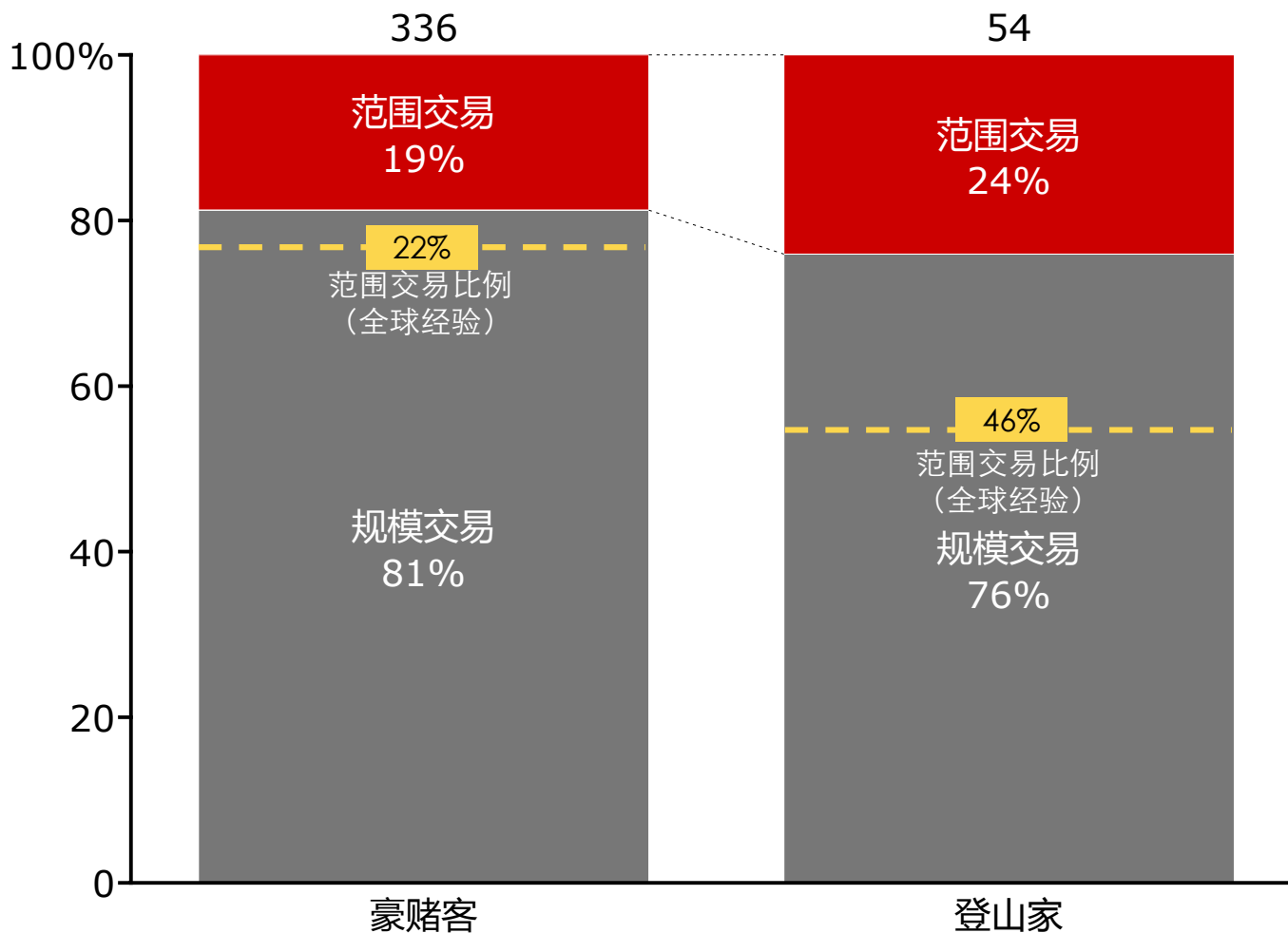
不同并购类型的公司



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

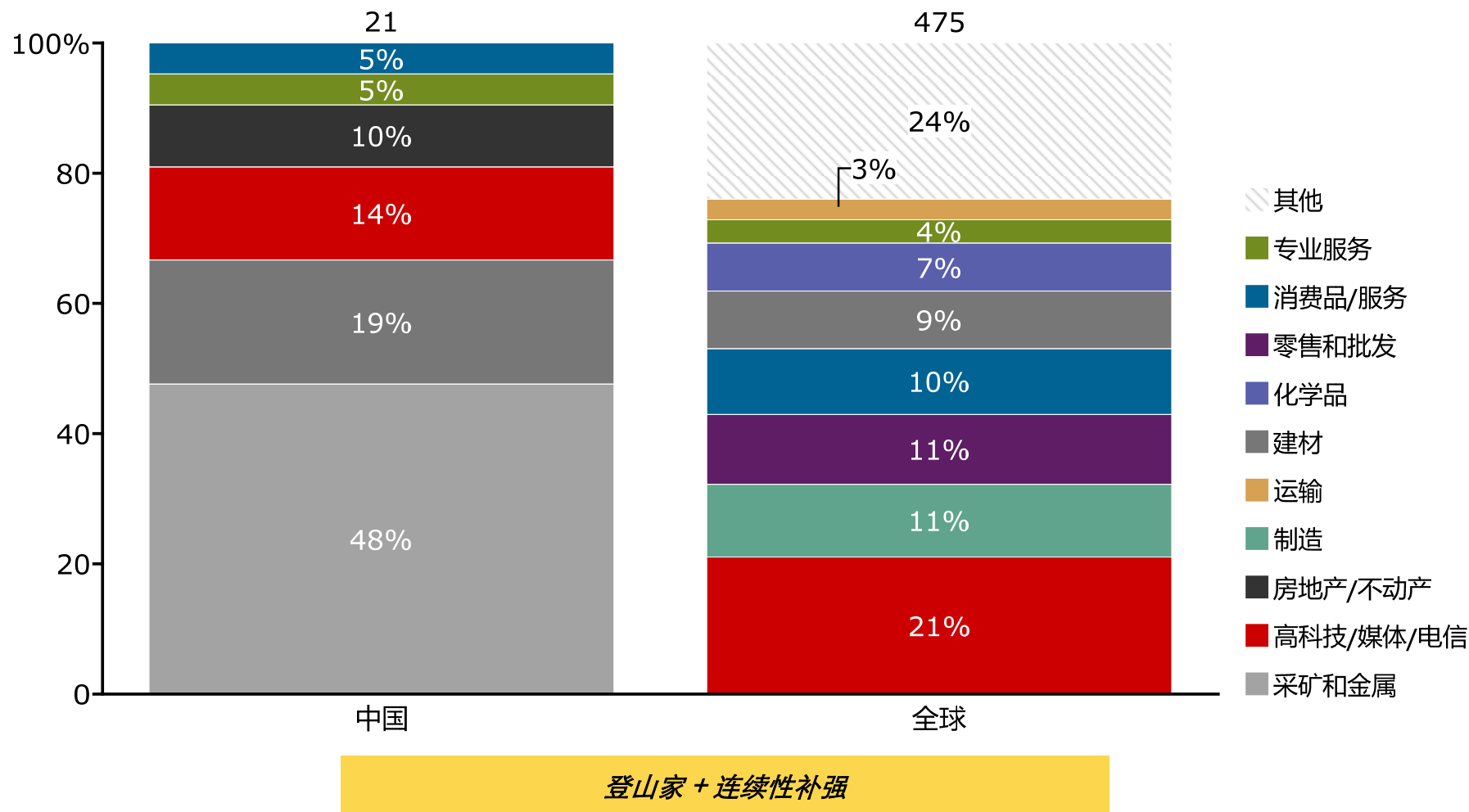
不同交易类型比例（中国）



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

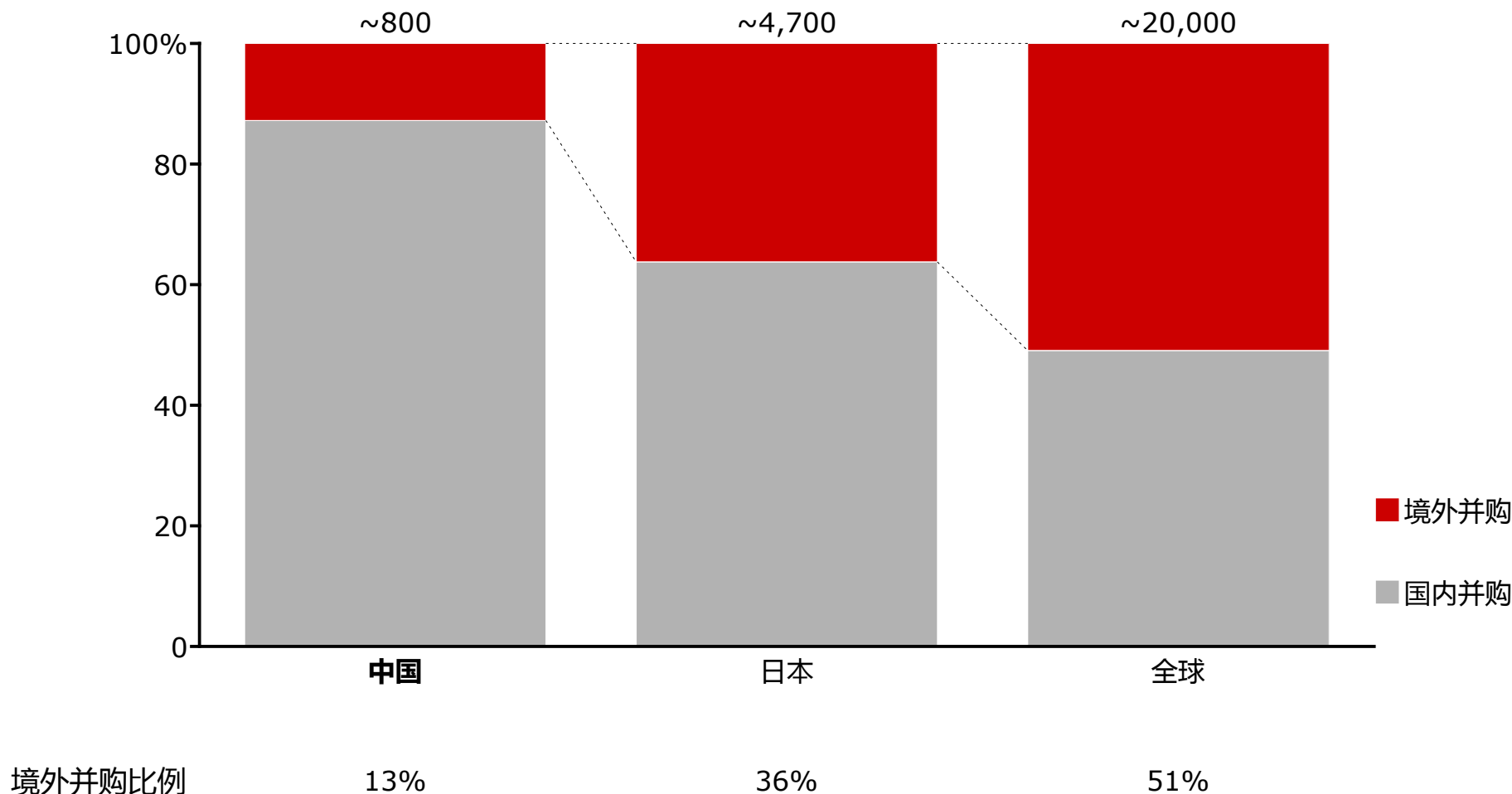
不同行业的公司数量占比（中国）



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)

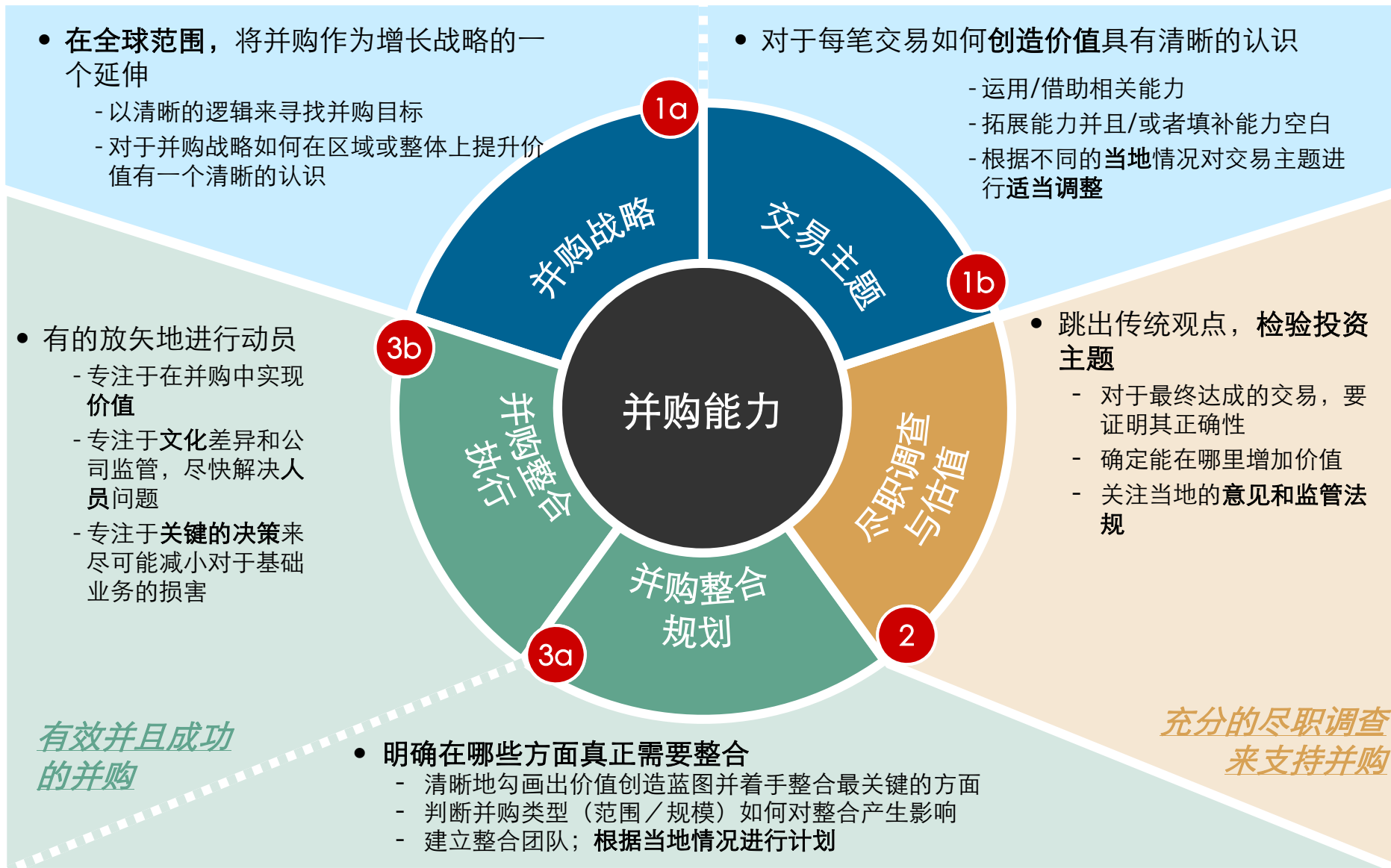


注：包括登山家、连续性补强和豪赌客；不包括选择性补缺买家
资料来源：Capital IQ；Dealogic；贝恩分析

- 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

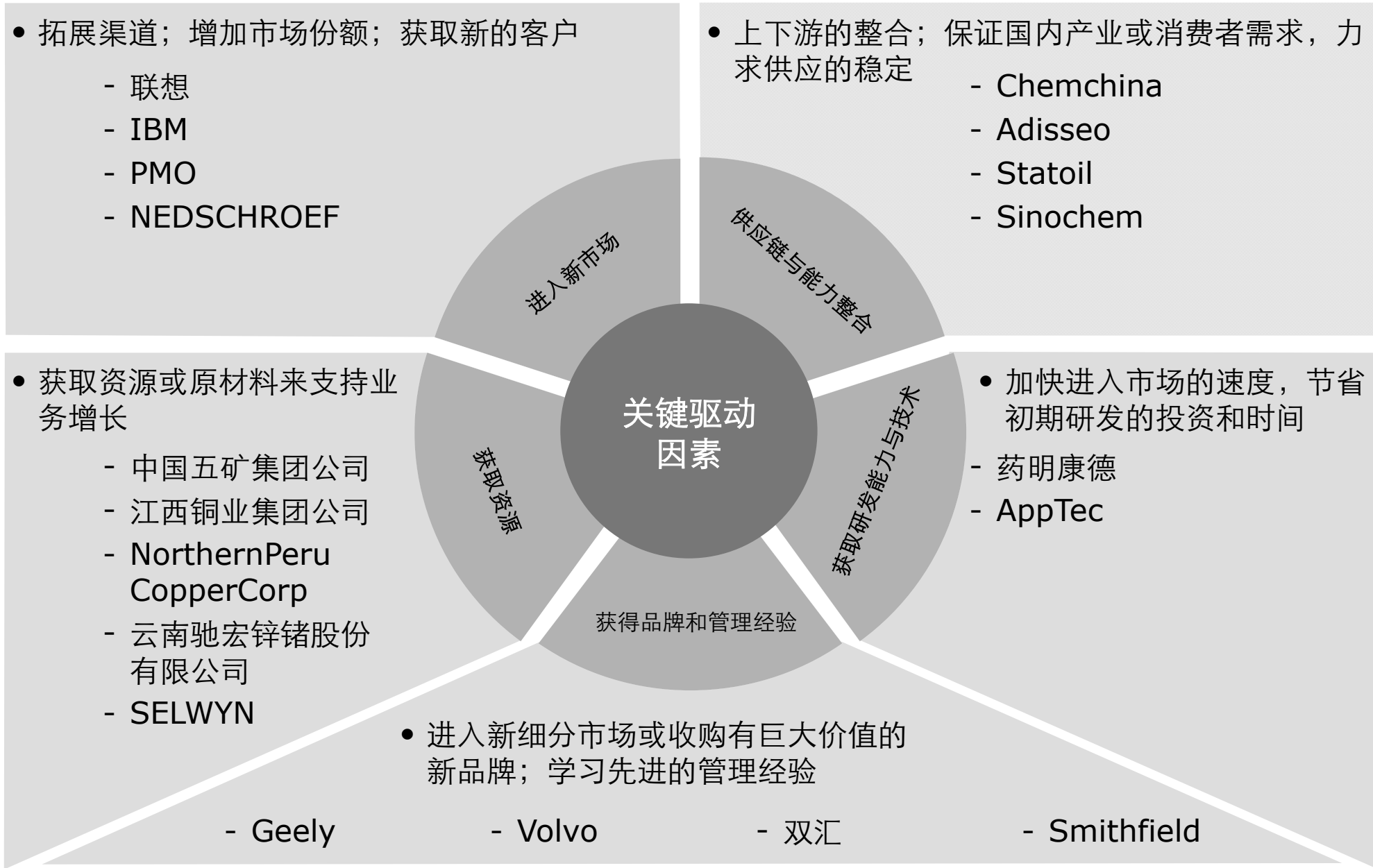
3

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



无法达到协同效应目标

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



人才流失

整合流程失效

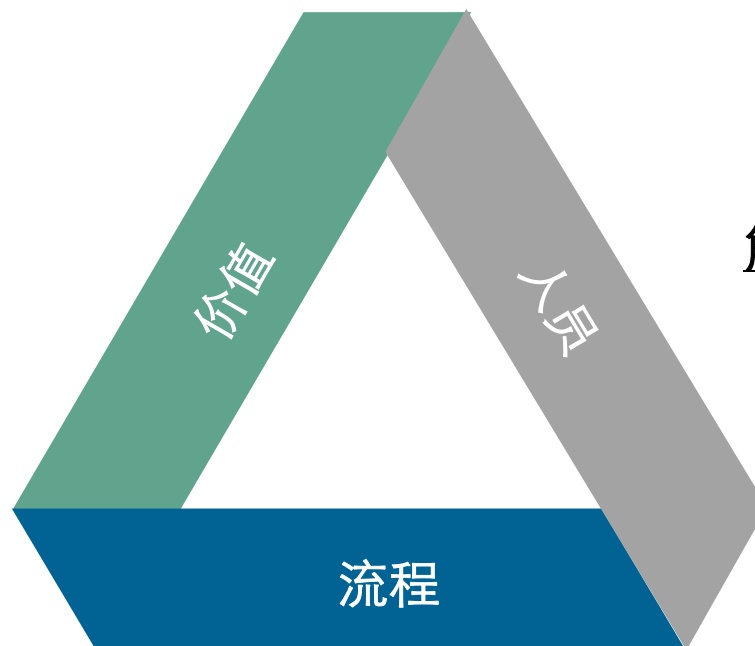
- 复杂的法规和政策框架极大的干扰了整合过程
- 过于复杂和冗长的过程干扰了管理层
- 决策制定效率低下，错失关键的里程碑
- 整合中缺少强大的领导力
- 由于整合的不确定性导致的客户流失



原有基础业务受损失

3 贝恩关于行业中最最佳整合的观点：持续关注于价值、人员和流程三个方面

关注于
并购中的价值



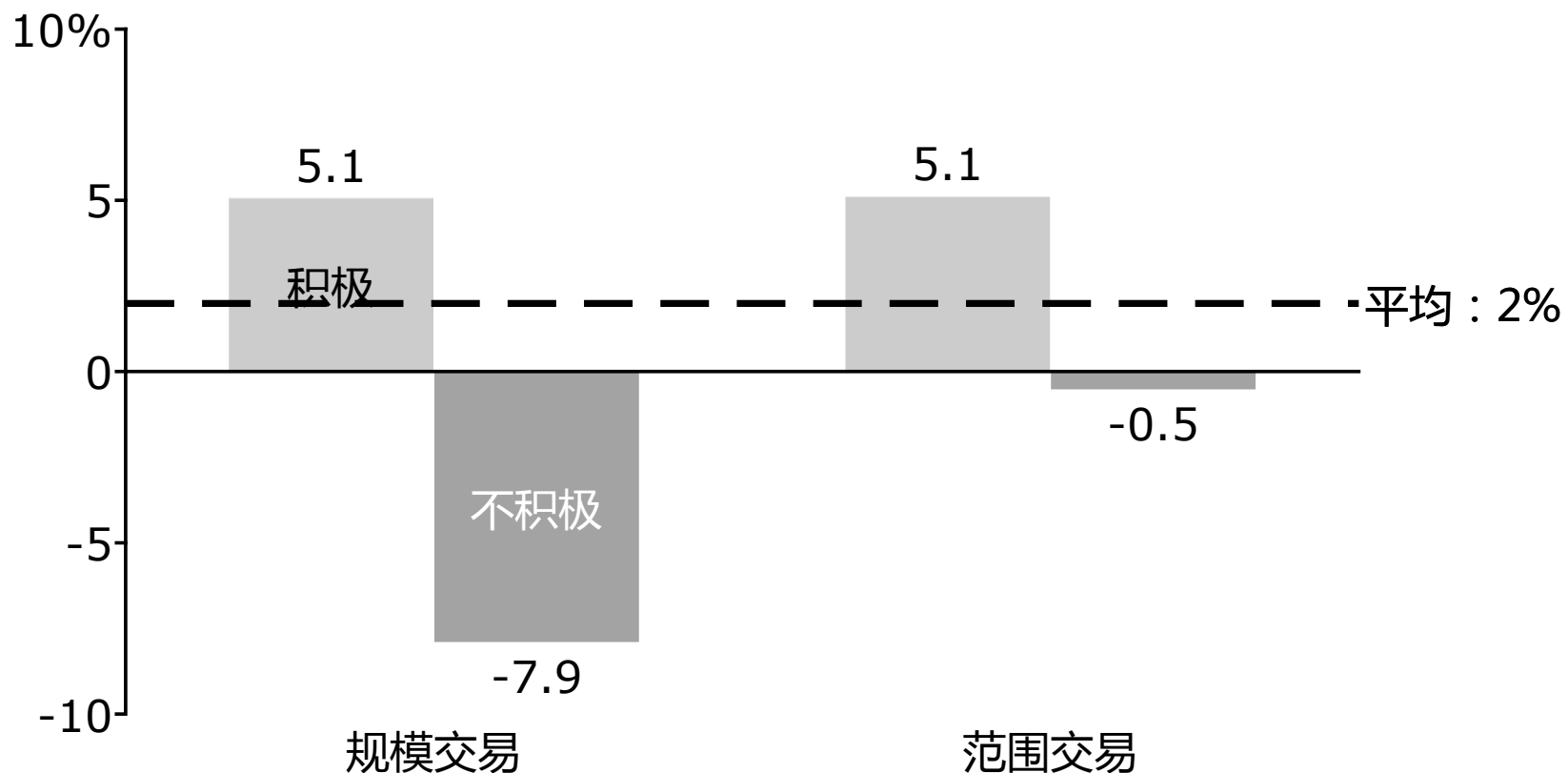
迅速且有效地
解决并购中的人员问题

关注于关键的决策以
尽可能减少对原有基础业务的损害



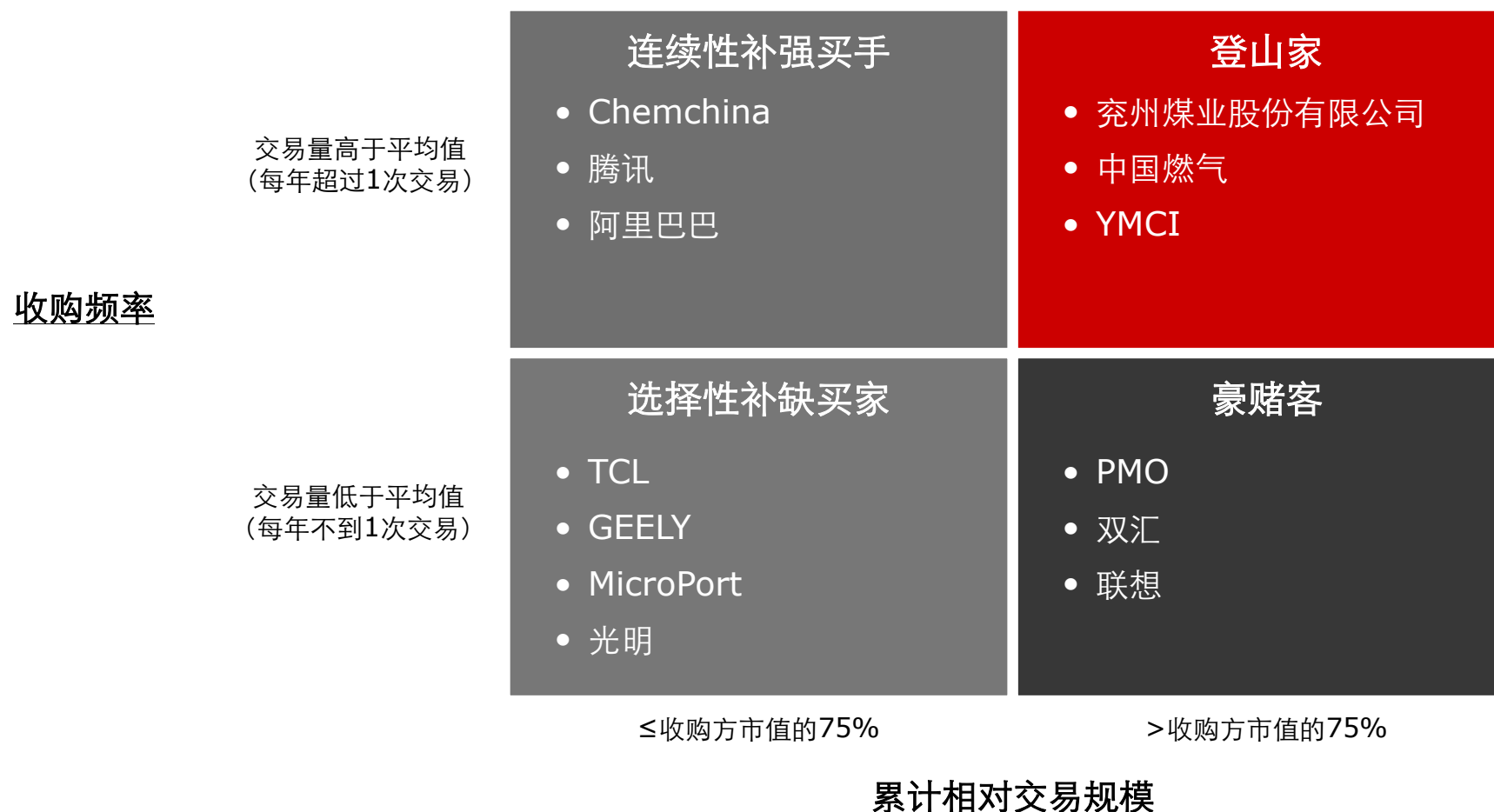
高管在并购后积极解决文化问题，会产生明显不同的结果

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.....



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 Adiseo	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"> 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"> 扩大全国覆盖范围 提高份额 价值链整合 	<ul style="list-style-type: none"> 整体并购战略明确（以安迪苏为例） <ul style="list-style-type: none"> 建立全价值链的综合业务组合，加强技术能力 	<ul style="list-style-type: none"> 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 	<ul style="list-style-type: none"> 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 	<ul style="list-style-type: none"> 规模交易：不断扩大规模效应，与全球供应链整合 	<ul style="list-style-type: none"> 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 	<ul style="list-style-type: none"> 清晰统一的境外并购交易主题 <ul style="list-style-type: none"> 引进来：中国消费者的消费升级 走出去：收购可持续发展的企业
充分的尽职调查			<ul style="list-style-type: none"> 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 	<ul style="list-style-type: none"> 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 	<ul style="list-style-type: none"> 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 		
关键领域的整合		<ul style="list-style-type: none"> 对组织进行精益整合，重点放在人员和本土文化上 整合部分价值链环节 	<ul style="list-style-type: none"> 缺少解决人员问题的监管模式 缺乏在美双边整合的方法 			<ul style="list-style-type: none"> 在组织/监管模式和供应链领域进行有选择性的整合 	<ul style="list-style-type: none"> 没能及时解决文化和组织问题； 在实现中国市场的协同效应方面行动缓慢

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 