



CHINA
FIRST
CAPITAL
中国首创

并购

中国企业的成功助力



概览



为什么要考虑并购？

购买还是自建？这是所有成长型企业都将面对的终极问题。一家公司是应该投入自有资金来扩张业务、推出新产品开拓市场？还是用这笔钱来收购一家已经在当地拥有稳定业务和渠道的公司？换句话说，一家企业在并购（M&A）还是筹建新业务之间必须慎重地做出抉择。从现实情况看，越来越多的企业开始倾向于使用并购作为拓展业务的手段。

近年来，中国首创（China First Capital）观察到中国并购交易数量持续增长，我们认为这一趋势将会在未来持续多年。根据 Dealogic 提供的数据显示，2010 年中国地区的并购交易占全球份额的 8%，并购额上升到 230 亿美元并一跃成为仅次于美国的第二大并购交易国。而在金融危机以前，中国的并购交易量只占到全球总量的 2-3%。中国首创预测在未来 5 年内，中国的国内企业并购数量很有可能将超过美国；在 10 年内，中国的并购交易总额也有机会超过美国，届时中国将成长为世界上最大的并购市场，这将是一个了不起的飞跃。5 年前，由中国公司，特别是中国民营企业发起的并购案寥寥可数。并购交易的顺利完成可以大幅提升公司的收入和利润，同时

还可以扩张客户群；如果公司恰好是一家准备上市的私营企业，并购还能进一步提高公司 IPO 时的估值。

中国的 GDP 增长率远超美国、欧洲或者亚洲其他地区。这其中有很大原因应归功于企业自身利润的高增长率。利润增长率是一个成功并购的先决条件，当被收购公司的利润增长很快时，收购方将从中获取巨额利润。在中国，企业利润年增长率达到 30% 也不是稀罕事，这些快速增长的公司将会为收购方带来丰厚的回报。

一家中国企业在被收购以后，由于所有者的变换，即便是非常优秀的公司的业绩都极有可能发生改变，特别是私营企业。老板依靠个人奋斗和人格魅力一手开创业务，公司常常刻有强烈的个人风格烙印，对老板的依赖度远胜于其他国家和地区的企业。以并购一家中国企业为例，即使合同要求被并购公司经营者继续参与公司运行，但是如果已经从并购中获得了足够的经济补偿，创业者在心理上便失去了当初创业的原始动力。根据国外并购经验，收购方的平均利润接近零甚至是负数，只有大约 20% 的并购真正成功。并购的最大收益者通常是被并购方的股东，他们一般都有 10-30% 的超常回报。

而上述情况的发生会在很大程度上扭曲公司的业绩，新老板需要让原来的老板继续积极参与公司的经营，并保持客户的满意度和忠诚度。人才的流失足够摧毁一家资质优良的公司，特别是老板的出走很有可能带走大量的高级管理层和客户资源，产生不可预估的雪崩效应，并购的成效也会大大降低。为了解决这些问题，并购方可以通过设计一个支付结构来确保被收购公司未来的业绩——“Earn out”协议（盈利能力支付协议），即将并购款的支付与公司未来至少 3 年内的表现挂钩，被并购公司的老板需要“赚取”并购款，只有当公司的收入、利润等达到了协议中规定的预期，并购方才会支付所有的要约款项，最大程度降低并购整合矛盾。世界上没有人比企业所有者更了解企业，有了他们的全力协助，并购方可以更加清晰的了解收购企业的企业文化、组织结构和竞争优势，并且在最短时间内完成企业整合，让新公司经营步入正轨。

企业可以根据自身的发展阶段和经营的实际需求，选择不同的并购方向。毕竟，企业进行并购是为了追求协同效应 (Synergy Effect)，达到“1+1>2”的效果；两家公司在合并以后的经营利润应该比之前独立公司的简单相加的利润更高。然而事实是很多并购案最后的效果并不尽如人意，并购最后的效果“1+1<1.5”，甚至小于 1 的情况也屡见不鲜。对于中小企业来说，并购既是机遇又是挑战。并购是使企业以最快速度做大做强的手段。现在所有的中国企业都在竞争招揽客户，将来他们会竞争购买企业。我们这篇报告将详细阐述如何提高并购的成功率和回报率，同时也将讨论跨国并购的吸引力。我们预期中国企业的跨国并购将在未来 5 年里得到迅速的增长。

并购市场的有利条件

经过 30 年的经济高速运转，中国很多行业都进入整合加速上升时期，即“大鱼吃小鱼”阶段。现阶段由于小企业为数众多、市场份额高度分散，从而导致了企业间的无序竞争；这既不利于市场秩序规范，也阻碍企业利润率的提高。这些小企业普遍利润率低、规模小且技术落后；它们往往都没有任何议价能力，只能靠压低报价获得订单，且低利润导致企业缺乏流动资金，无法购买新设

备提高生产效率或扩大规模，久而久之企业就陷入恶性循环。根据发达国家的经验，需要有较大规模的公司进行行业整合，占据较大市场份额；而小公司则要在被合并或者被淘汰之间进行抉择。

众所周知，没有资本，企业不能迅速扩大或增加运营资金。现阶段，有太多小企业占有零碎的市场份额，造成了企业间的无序竞争，既不利于市场秩序规范，也阻碍企业利润率的提高。这种产业结构是不稳定的，必须对其进行优化和改变。资本介入将会切实帮助企业发展：降低成本、提高市场占有率和企业利润率并扩充企业流动资金。



在美国、欧洲和日本等发达国家，这样的行业整合需要 20-30 年时间；而在经济高速发展的中国，这一过程我们估计只要 3-5 年就可以完成。多余的资金对于企业来说一般有两个用途：建立新项目，或并购企业。在很多案例中，为了尽快达到或远超其他竞争对手的巨大规模，成功的企业常常同时进行新建和并购。同时，这些行业巨头的出现，直接导致了其上游供应商的行业整合，因为一个更大的公司也需要比原来更大的供应商来满足公司的订单需求。如今世界电子生产重心已转移到中国大陆，中国电子生产行业规模迅速扩大，以前的代工厂现在也转型为以内销为主的 品牌生产商，例如海尔、美的和格力等。在电子制造中锡焊料必不可少，各大品牌对锡焊料的需求非常旺盛，中国每年锡焊料需求超过 13 万吨，并且市场对锡焊料也有非常严格的质量要求。而以往国内众多中小型供应商都只能占有 0.1%-0.5%

的市场规模，大多受规模和技术限制，难以满足厂商大批量多型号的需求，使得电子产品生产商只能从外国供应商采购。受国外供应商享受高额利润和自身订单流失的触动，国内锡焊料企业已经意识到规模化重要性，行业整合已在内部悄然兴起。在并购完成以后，规模较大的企业由于降低了生产成本和提高了品牌知名度将变得更加强大，这会增加较小企业的生产压力。最后的结果将是：在很多行业中上百家小型微利的企业将在 5-10 年内整合成 10 个左右大规模高利润的企业。

在消费和日用品行业，大公司的低成本销售有很大的竞争优势，他们购买小品牌，再利用自己强大的销售渠道销售，可以极大的提高利润率。在超市里我们虽然可以看到超过 30 种洗衣品牌，但是其实他们都是宝洁旗下产品。在宝洁、联合利华等国际日化巨头强大的并购攻势面前，曾经名噪一时的上海名牌“蜂花”洗发水已经逐渐被边缘化。同“蜂花”一样逐渐被人遗忘的中国品牌还有很多，很多中国企业都陷入了“要么被收购，要么倒闭”的困境。

怎样正确做并购？

我们可以参考欧美公司的并购成功经验，包括英特尔、微软、麦当劳、可口可乐、波音、谷歌和沃尔玛在发展壮大的过程中都利用了并购手段。这些并购交易帮助企业成为世界的领导者。中国企业在未来 10 年内也有同样的机会成为行业王者。并购可以成为企业成长中最好的“生产激素”，帮助成功的民营企业成为中国乃至世界市场的领导者，这个过程可以帮助企业增加数 10 亿的估值。

有很多经验和案例表明，并购交易往往会失败，“协同效应”可能不会产生，大多时候，公司并购中的受益者常常是出售方，他们从不合理的高估值中获益。所有研究都表明并购是成长型企业的重要发展方向；并购的关键是：以合适的价格在合适的时间点内达成交易。并购涉及大量的资本交易，一般情况下中国的并购发起方都是大型国有企业，现在这个情况正在发生变化，民营企业可以从 IPO、银行贷款或者私募基金那里募集并购资金。

在国际上，“无现金”交易是非常常见的支付方式：公司利用自身的股票来支付并购款。这种模式可以有一个好处，随着交易的披露，双方都可以从上市公司股价上涨里面受益。在中国，上市公司不得随意进行二次发行或者用自己的股票支付收购费用。当一家中国企业在并购美国企业以后因协同效应产生利润，总市值虽然上升，但是公司不能随意通过出售多余的股份来增加公司资本金，一切都需通过证监会的批准。相较而言，法律上对中小民营企业的支付限制不大，企业可以利用各种方法支付并购款。因此与上市公司不同，私营企业可以用它们自己的股份来支付收购款。并且，有实力的私营企业在上市之前通常都有私募基金的介入。一般而言，上市之前的利润越高，上市时的市盈率及公司估值就会越高。以创业板为例，在 IPO 最近一年的利润每增加 100 万，在 IPO 时的市值就有可能增加 5000 万乃至 7000 万。因为了解市盈率套利带来的高额投资回报，私募基金往往成为公司并购支付中的有利现金来源。而对中国私营企业收购者来说，市盈率套利大大增加了并购的回报——如果不是在现在，那么就在公司上市之时。

对于希望出售公司的企业，在并购时他们常常还会碰到一个独特的两难处境：既希望被人知道，又不希望被人知道。前一点很好理解，想要卖东西自然需要吆喝；后一点则是因为一旦消息大规模扩散出去会极有可能损害公司的利益，降低其商业价值。消息如果扩散到员工，会造成公司人心浮动；如果扩散到客户，会影响到客户对企业信任度；如果扩散到供应商，又可能会造成供应商失去信任而要求提前支付货款，影响企业现金流；如果扩散到竞争对手，他们很有可能会利用这个机会刺探公司商业机密。并购机密信息的透露，还有可能导致非常严重的法律问题。如果潜在买家为上市公司，并购信息的披露可能会导致股票价格的剧烈波动。如果信息泄露之后被有心之人利用到股票市场交易套现，就是俗称的“内幕交易”，那么泄露就会演变为涉及面很广的经济犯罪。虽然“内幕交易”没有真正的受害者，但在很多国家和地区，例如美国 and 香港，“内幕交易”仍然被视作犯罪，并且相关企业的经营者会承担相应的法律责任。

因此企业在寻找买家的时候不应当自己出面，而是应该聘用投资银行等中间机构来与潜在买家接触，最大程度保护企业的商业机密和并购计划。

投资银行在前期与买家接触期间会使用一个代号 (Code name) 来代表公司，买家如果希望知道更多企业信息则需要签署一份“保密协议”，以确保企业的信息受到合约的保护而不向外扩散。

投资银行会控制整个谈判流程，协助企业挑选最合适且最具诚意的买家并在保持买家兴趣同时尽可能在谈判晚期才透露包括公司名称在内的各项机密信息可能在谈判晚期才透露包括公司名称在内的各项机密信息。



并购评估标准

对于很多中国企业家，学习评估并购交易正在成为一种必要的企业管理技能。如果做得正确，M&A 可以成为一个迅速提高公司规模和利润的有效手段。但是一旦失败，可能会给企业带来巨额债务甚至导致企业破产。一般来说，收购一家公司都需要以超出其利润的倍数进行“溢价”。通常情况，对应被收购方每一元钱的利润，收购方需要支付 3-4 元作为溢价，在极端情况下，甚至有企业愿意为每一元利润支付 20 元的高价。对于收购方而言，在收购时应该尽可能争取最低的收购溢价。另外，想要收购一家公司，除了金钱上的准备，老板还需要在心理做好准备。

双方面共赢并不是可以一蹴而就的。并购交易的达成只是起点而不是终点，公司合并以后的经营才是未来的重中之重。企业选择了并购，就失去利用这笔并购款进行其他投资的机会。在经

济学中，在面临多方案择一决策时，被舍弃的选项中的最高价值者是本次决策的机会成本。因此企业应该选择机会成本最低的并购项目。比如说，假设中石油花 10 亿元对竞争对手进行了并购，虽然并购后的联合经营也为中石油带来了可观的利润；但是如果这个并购利润率低于中石油将 10 亿元进行其他投资的利润率，那么实际并购的净效应其实是低于其他投资的。如果有这种情况发生的较大可能性，企业家应该三思而后行。因此当企业决定实施并购计划前，有四点问题要考虑清楚：

- 我能比现任拥有者更好的经营公司吗？
- 购买这家公司能够帮助我节约开发新市场的时间和金钱吗？
- 我该怎么支付并购款对我才最有利呢？
- 我该花多少钱买这家公司？

对于有上市计划的企业来说，还有一个问题不能回避：

- 并购会帮助还是损害我的上市利益？

诚然，如前文提到的，一项成功并购在合并利润后是有助于企业上市的估值：1 元钱的利润可以在上市时折合 30-50 元的市值。但是不当或轻率的并购不只会阻碍企业上市进程，还有可能动摇企业的根基。



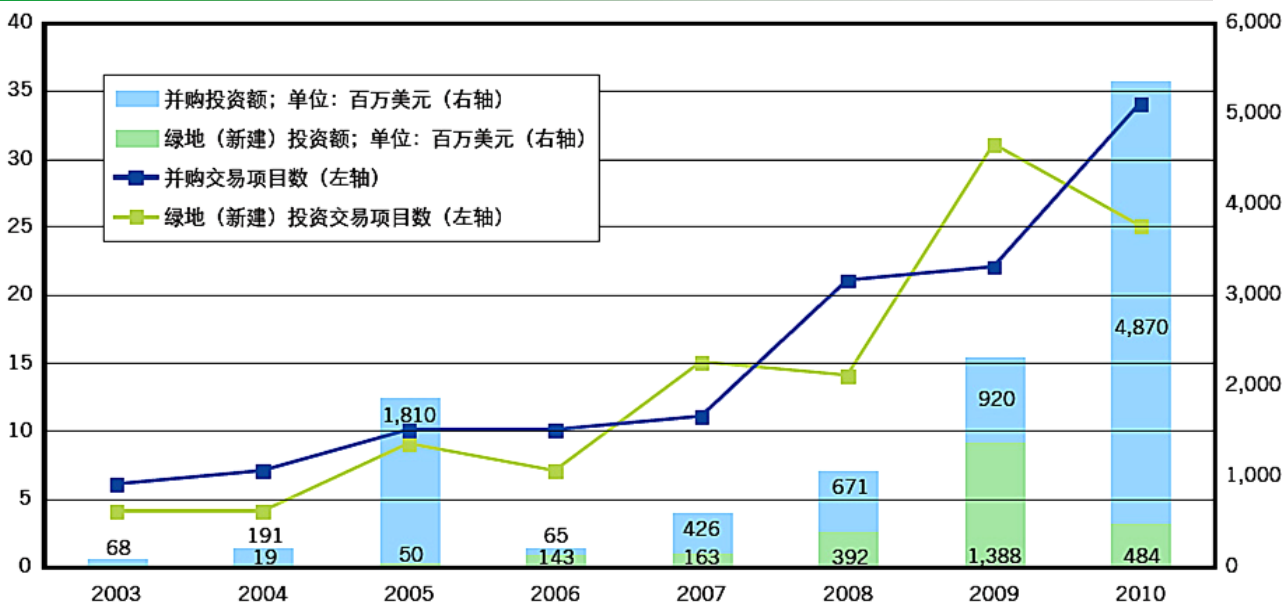
跨国并购

我们现在正在进入中国企业在美实施并购的黄金时代，并且有证据表明跨国并购活动正日渐频繁。虽然目前已宣布的交易并不算多，但是已经有很多中国买家和美国公司正在进行深入的并购谈判；

并且还有很多中国企业正在进行详尽的调研工作。我从中看到了不小的商机，我们目前就有几个项目是有关于中美公司之间的并购，我们希望未来能有更多成功的跨国并购案例出现。

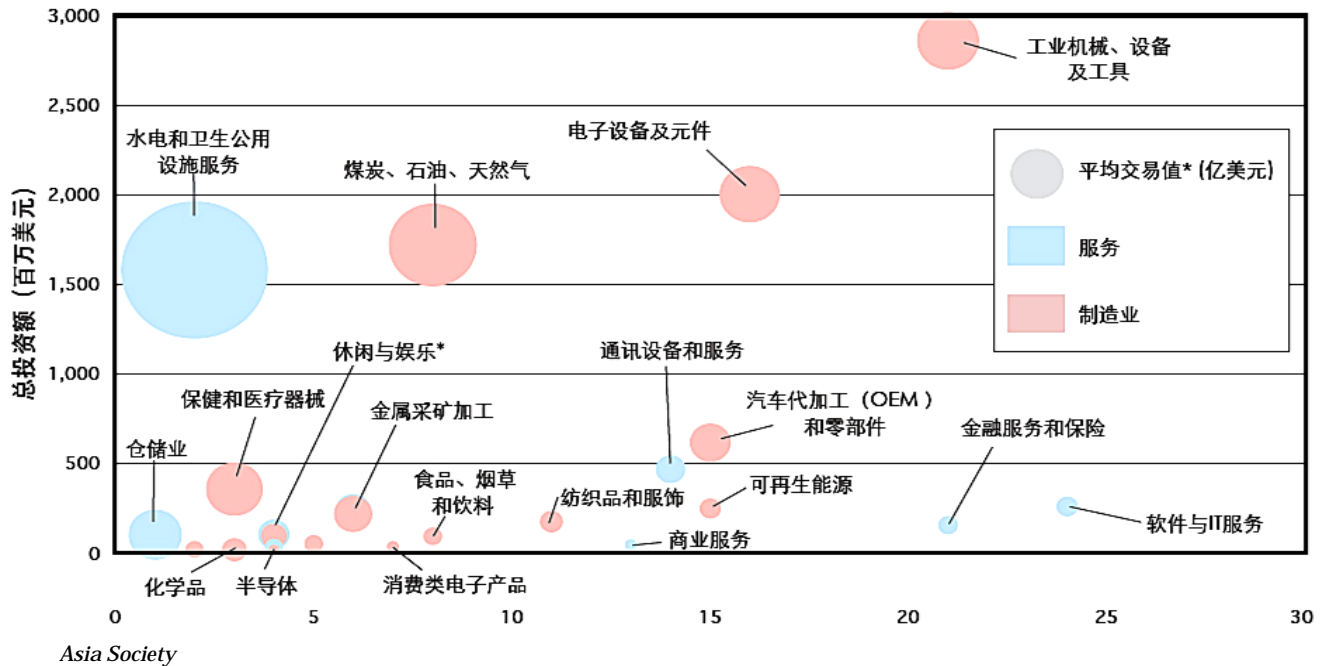
中国在美绿地（新建）投资与并购投

货币单位：百万美元、交易项目数



中国在美直接投资按行业分布情况 (2003-2010)

交易数量，总投资额，交易平均值

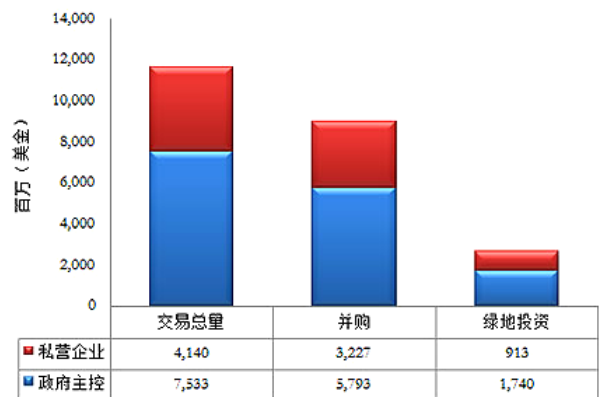


中国企业为何会频频选择并购海外公司？其中的原因有很多，包括最近人民币汇率的大幅提升；中国企业，尤其是民营企业规模的不断壮大；中国买方极具吸引力的报价；2009年深圳创业板的设立帮助中国民营企业获得丰厚的资本金；以及金融危机以后欧美发达国家经济普遍疲软，消费不振等。

还有一个不太引人注目但是非常重要的原因是：由于中国和美国股市对公司估值的巨大差异，中国公司可以从市盈率套利中获得巨额利润。2010年，美国股市平均市盈率为14，而在中国创业板为45。一些高速发展的中国企业，甚至拿到了超过70倍的市盈率。这样巨大的差价使得一些中国企业能够给美国企业开出更高的收购价格。例如，如果一家中国企业花10-15美金购买一家美国企业，利润合并以后，在中国资本市场，这家企业的市值或许能够增加到50美金或者更多。只要这个差距继续保持下去，巨大的经济利益将会驱使更多中国企业进行海外收购。

如果美国的目标公司现在已经拥有很好的利润率，那么在中方收购以后前景会更加光明。原则上来说是这样的，一个中国私营企业一般在收购以后3年内才会进行IPO。随着收购企业的利润持续增长，中国收购方在上市时的市值也会不断增加。中国企业应该认真考虑这样做对企业未来的意义。

中国对美直接投资规模 (2003-2010)



但是，为什么现在中国企业的跨国并购常常都充满曲折呢？玫瑰有刺，摘花需谨慎。虽然前景光明，跨国并购并不简单也很容易出现问题。

在 2008 年金融危机以后，中国企业急于抄底海外市场，失败案例数量因此也急速上升。除了资金和热情以外，海外并购更要讲究策略和战术。知己知彼，百战不殆。除了资金的准备，企业还需要在各个方面对目标公司进行充分的理解和分析，在谈判桌上才能游刃有余。很多企业虽然大胆地“走出去”了，但缺乏目标和规划，常常出现集中在某个地区、某个行业反复投资，重复投资的现象。这样不仅浪费了企业资源，还容易给被收购方所在国家政府或者普通民众造成中国投资威胁到国家经济安全和利益的印象，极有可能对中国的投资带来不利的影响。很多专业研究都指出，大部分的并购案中，卖方的得利往往远远高于买方。这是因为在现实中，大部分买家都没有能够有效地从公司合并中获得利益，协同效应常常化为泡影。收购交易的完成只是一个起点，收购方需要努力经营一个新的业务，并且保持业绩持续增长。细节决定成败，在中国细枝末节的小问题，在其他国家或许会成为影响成败的关键，上汽收购韩国双龙失败很大程度上就在于双龙工会的抵制。此外，中国高素质并购人才的稀缺也是一个不争的事实：在目前国内并购案平均规模仍然较小的现实下，国内的企业，尤其民营企业对并购缺乏足够的经验和专业知识。众所周知，知道你想买和知道怎么买是完全不同的事情。从我们的工作中，我发现中国企业能很快从跨国并购中看到可观的利益，但是他们常常不知道从何处着手。他们会要求我们从专业投资银行的角度来指导他们怎么开始，怎么询价，怎样谈判等等。



案例分析：水泥并购项目

这是一家在中国大陆的水泥企业，企业利润率远高于中国水泥行业的平均水平。2009年，这家企业决定进行一轮私募融资为上市做准备。由于企业各项资质完全达到上市公司水平，很快获得了国内最大私募公司的青睐。就在一切进展顺利时候，发改委发布了水泥行业兼并重组通知等一系列政策，使得公司未来国内上市无望。现在企业所有者开始考虑退出水泥行业，将公司出售给大型上市水泥企业。中国首创在研究水泥上市公司的并购案例后，与企业一起精心筛选出了近20家上市企业做为潜在买家。通过斡旋，最后选择出了三家最有诚意的买方，并且现在已与其中一家进入了最后的谈判收尾阶段。整个进程的推进主要基于以下考量：

- 首先，我们和企业一起对全国近40家上市的民营水泥企业进行了全面比较分析，包括：公司运营、负债、现金流及并购偏好等，并根据水泥受限于运输半径的特点，重点交叉对比了企业的势力扩张范围。由此初步筛选出了10几家在各方面均较理想的公司。同时我们还为客户企业准备了详尽的收购执行摘要、市场分析等资料；
- 然后，通过匿名介绍公司和签订保密协议的方式，我们同多家水泥企业进行了密集接触，从中重点选出了3-4家并购记录良好并且富有诚意的公司，经企业批准设计了相关并购方案。
- 现在，根据公司包括生产和环评在内的优良资质，通过协商，这家公司的收购指导价格定为当年净利润的8-10倍。假设公司今年的利润为8000万人民币，并购价格为利润的8-9倍，即7亿元人民币。因为并购后不需要进行任何落后产能的置换或环境改造，并购企业可以将利润合并进公司当年的财务报表。一般而言，水泥行业上市公司的平均市盈率为20，因此公司市值在市场反应稳定后很有可能增加16亿元人民币。除去7亿元收购款，公司市值净增加9亿人民币。我们的方案得到了并购双方的基本认可，目前谈判已经进入了最后阶段。虽然目前此项目还没有进展到这个阶段。不过在谈判阶段，我们与企业已预先制定关于企业未来整合的计划书，有助于帮助潜在买家打消并购疑虑，促进整个并购进程有效推进。



案例分析: 高科技养路设备制造运营商

这是一家由美国人独资在华成立的高科技养路设备制造运营商，这项技术在世界范围内都可以称为独一无二。公司在中国拥有巨大的市场，但是由于是一家美国公司并且所有管理层人员都是不会说中文的美国人，公司只能通过中间代理商承接项目；代理商从中收取收入中的 40% 为代理费。虽然公司的净利润仍然很高（2010 年净利润率接近 30%，2011 年预计更高），但以上问题还是极大限制了公司未来在华发展。因此为了企业的将来公司董事会决定将公司转让给一家中国买方。现在我们已经与多家潜在买家进行了接洽，整个谈判过程进行的非常顺利：

- 前期准备阶段：一般而言，高科技企业因为其显著的高成长性在上市时的市盈率会高于传统行业。这套建筑设备专利如果转让给一家没有上市的企业，公司将在未来上市时获得高估值回报。基于上述考量，与“水泥并购案例”不同，潜在买家名单范围从上市公司扩展到实力强劲民营企业。同时除了制作收购执行摘要和市场分析等标准文件，还针对公司的高科技属性准备了技术分析和案例分析等资料；
- 沟通和方案设计阶段：为了保护公司核心利益，需要严格限定联系企业数量，并通过匿名与各家企业密集有效的谈判，很多企业家都对企业技术表示了强烈的兴趣。对于有收购诚意的企业，客户企业安排了施工现场实地考察，同时出于对技术保护，整个考察都制定了细致的参观准则并由我们全程陪同，以确保技术的保密性。分别针对上市公司和民营企业，我们和客户一起设计了不同的收购框架模型以满足不同企业的需求；
- 谈判阶段：通常，一家高科技技术企业的收购倍数为当年利润的 15-20 倍。不过考虑到收购方需要建立新的管理团队等事宜，经客户同意，将价格调低为利润的 11-13 倍。虽然谈判还处于早期阶段，但是目前整个收购方案均得到了各家正面反馈；
- 接管与整合阶段：目前并购还处于谈判阶段。由于高新技术的缘故，很多买家对收购后的技术整合、人员培训等手续有所顾虑。我们同客户企业一起设计了一系列架构来确保收购完成后现有董事长和 CEO 等将继续留任服务收购方直至企业能够正常运营为止。

世界上没有两个完全一样的并购案，就如同世界上没有两片完全相同的树叶一样。尽管这些并购案的基本原理相同，但是具体到每个案子的操作却是千差万别。企业并购是一项复杂的系统工程，无论收购方还是被并购公司都要善于在一波三折的进程中，用智慧、耐心和毅力去完成每一项挑战。

结论

对于有计划上市的企业可以考虑通过并购快速成为行业龙头，取得上市先机同时提高上市时的估值。但是中国每年上市企业数量有限，每年能够上市的企业一般不会超过 250 家，企业上市无望又希望退休的企业老板可以考虑出售企业达到退出目的。但是无论买还是卖，企业都必须进行周密细致的考量和运作，稍有闪失都有可能使并购功败垂成，甚至危及企业自身的发展。在未来，并购将会成为决定中国经济发展乃至众多中小企业命运的重要一环。

在上面的论述中，我们着重分析了中国民营企业或以民营企业为目标的并购。事实上，目前

中国还有一类并购发展的如火如荼，即在传统行业中国海外并购方向。大量购买石油等能源企业的股票为未来战略储备做准备，包括中石化收购加拿大石油公司 TYK 和油砂公司 OPTI 等等；或者通过并购获取欧美著名产商的商标，用于国产化生产贴牌产品，例如 TCL 收购汤姆森手机，联想收购 IBM 笔记本业务等等。这一类型的并购项目仍然将是我国大型企业的主流并购方向，并且并购手段和过程随着全球经济一体化的进程将更加曲折和复杂。因为篇幅所限，另外考虑到媒体和相关机构已经对此类大型并购有过较为详尽的报道和总结，本篇报告没有对此类并购进行详细分析讲述。有兴趣的读者可以搜索相关新闻。



资本，智慧，经验和诚信

中国首创，作为唯一一家专注于服务中国优秀中小型企业的国际投资银行，为那些迅速成长并具创新能力的中国中小企业提供发展战略和财务等方面的专业咨询和融资服务。我们针对性的服务有助于中国中小型优秀企业的发展壮大。

更多信息，请联系：

广东省深圳市福田区金中环商务大厦 2008 室，电话: 0755-3322-2093

网址: www.chinafirstcapital.com
博客: www.chinafirstcapital.com/blog
中文博客: www.chinaprivateequityblog.com
邮件: info@chinafirstcapital.com

中国首创在此特别感谢王志文先生在此篇报告成稿过程中提出的宝贵意见和建议。王志文先生是中国首创的董事长 Peter Fuhrman 先生在剑桥大学的同学，同时也是中国首创重要的导师、朋友和合作伙伴。