

央企海外寻矿里程碑： 中钢收购澳中西部公司

一口锅引发的争论： SEB国际并购苏泊尔

并购亮点大组合：
国美并购永乐、大中

技术驱动： 2008年电信业重组

启动中国钢铁业整合时代： 宝钢并购八钢

新《海国图志》： 中联重科收购CIFA

并购回马枪： 招商银行收购永隆银行

情理之中意料之外： 微软并购雅虎

最新经典

并购案例 评鉴

高 鹤 ◎ 编著

Latest and Classic

[illegible]

上市的企业家们，你该如何和投资者打交道，才能使你的市值稳中有升？愿本书能为你揭开资本运作神秘的一角，使你找到你要找的答案。在世界金融危机阴云的笼罩下，国内劳动力成本上升，原材料价格上涨，出口受阻，内销不畅，竞争加剧，融资不顺，生意不好做，传统制

Cases and Commentaries



中信出版社
CHINA CITIC PRESS

最 新 经 典

并购案例 评鉴

高 鹤 © 编著

Latest and Classic

M&A

Cases and Commentaries

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

最新经典并购案例评鉴/高鹤编著. —北京: 中信出版社, 2009.1

ISBN 978-7-5086-1418-2

I. 最… II. 高… III. 企业合并—案例—分析—中国 IV. F279.21

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 192896 号

Copyright © LexisNexis 律商联讯 2009

本书版权为律商联讯所有, 侵权必究。

未经书面许可, 不得以任何形式影印或复制本书的任何部分。

最新经典并购案例评鉴

ZUIXIN JINGDIAN BINGGOU ANLI PINGJIAN

编 著: 高 鹤

策 划 者: 中信出版社策划中心

出 版 者: 中信出版股份有限公司 (北京市朝阳区和平街十三区 35 号楼煤炭大厦 邮编 100013)

经 销 者: 中信联合发行有限责任公司

承 印 者: 北京诚信伟业印刷有限公司

开 本: 787mm×1092mm 1/16 印 张: 19 字 数: 285 千字

版 次: 2009 年 1 月第 1 版 印 次: 2009 年 1 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5086-1418-2/F·1523

定 价: 46.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84264000

Http: //www.publish.citic.com

服务传真: 010-84264033

E-mail: sales@citicpub.com

author@citicpub.com

在策划之初，本书的定位就是要适合专业人士在飞机上或者在旅途中阅读。一直以来，我自己就比较喜欢这类“飞机场式读物”。这类书籍往往写得生动有趣、通俗易懂，同时又不乏专业性，有足够的知识含量，逻辑清楚而富有启发性，适合在机场候机和乘机旅行时阅读消遣。很可惜，国内这方面的专业书籍比较好的还不是很，译著相对多一些。自从放下研究工作转而从事企业并购重组方面的实务工作以来，我便几乎成了空中飞人，在候机和乘机过程中常常感觉无所事事，找不到一本适合阅读的书。现在有机会自己来写一本这样的书，而这本书的内容又与自己的工作紧密相连，倒是很值得一试。于是我便开始了本书的创作。

本书一共收集了18个最近两年发生在国内外资本市场的并购案例。案例是包含着一定原理并引发人们思考的真实故事，要讲好这些故事并不容易。为方便阅读，本书每个案例都单独成篇，但又各有侧重，分为选取理由、并购概略、案情回放、案例评鉴、案例链接这五大块内容，以普遍性、可读性和专业性作为选择和编撰的依归。

在选择和编撰这些案例时，我尽可能确保每个案例都具有普遍意义的主题，能够体现一家或数家企业并购重组过程中可能会碰到的问题，有值得借鉴或吸取教训的点。比如本书选取中钢集团收购澳洲中西部公司的案

例，主要关注的是如何组建并购团队、如何选择并购方式的问题；书中潍柴动力并购湘火炬的案例，主要关注的则是并购定价和交易结构的问题。基本上，本书选取的每一个案例都隐含着并购过程中可能会碰到的某一类问题，具有一定的普遍意义。

需要指出的是，每个案例都具有自身的独特性。如果你以另一种视角来看这些案例的话，完全有可能会觉得这些并购案例是另一个样子，而不是目前本书中编撰的样子。这也很正常，因为“历史是一个任人打扮的小姑娘”。但在编撰这些案例时，我尽可能做到真实地反映其并购过程，从中提炼出具有普通意义的并购方略。

能够轻松阅读，并且具有一定的趣味性，是我编撰本书时追求的另一个目标。在编撰本书的过程中，我发现这个目标并不容易实现。好在有一点，那就是本书中很多并购案例本身波澜起伏、柳暗花明，有的还惊心动魄，我只要把这一过程再现出来就好了。

注重可读性，并不意味着本书忽略知识含量和专业水准。相反，以专业的视角讲述这 18 个并购故事，将并购的实际技能与案例研究紧密结合在一起，使读者能够在轻松阅读中有所感悟和启发反而是本书的一个特点。在把并购管理的相关知识融入讲述案例过程中的同时，我还对每个案例进行了评鉴，以做进一步的专业化解读。如何制定并购战略与策略、怎样组建并购小组、选择什么样的并购顾问、要约收购与反收购、并购后的整合、上市公司与非上市公司的并购估值、与并购相关的法规制度等等，几乎所有与公司并购相关的各种问题在这 18 个并购案例中都会有所体现。本书能够涵盖这么广泛的专业内容，很大程度上也是由于这些并购案例都是发生在资本市场中的真实故事，每一个并购案例都或多或少地涉及这些问题。

随着我国并购法律制度环境的完善、经济结构的变化以及资本市场的发展，近年来，我国企业并购也是风起云涌。根据万得（Wind）资讯的统计，2007 年我国发生了 300 多起上市公司的收购兼并，2008 年 1 月至 9 月 30 日已经实施的上市公司收购兼并案就有 600 多起，并购规模也日益扩大。收购兼并已逐渐成为我国企业成长不可分割的一部分。但是，并购是一项相对复杂的商业活动，并且充满不确定性，运用得当，可以起到事半功倍、迅速将企业做大做强的作用，而如果运作失败，也有可能诱发企业管理危

机或财务危机，因此，在并购迅猛发展的今天，管理好公司并购至关重要。本书 18 个并购案例所展示的并购艺术、并购策略和机制、并购技术和技巧，对于诸如企业卖方、收购方、企业所有者和决策者、中介以及研究人员都将有所启迪。本书定位为飞机场式读物，为管理并购而写，它不但适于从事并购实务的相关人员阅读，也可以作为商学院的教学辅助材料使用。

最后，需要说明的是，本书中的并购案例只写到了并购交易结束为止，至于该次并购结束后对并购方或被并购方的发展带来了什么影响，还有待于进一步跟踪考察。另外，本书在编写过程中，大量参考、引用了各类报纸、杂志和网络媒体的有关材料，力求详细地列举各种参考或引用资料的出处，尽可能在脚注中加以注明，但仍可能有所遗漏或存在偏差，在此特别说明，并向本书所引用文献的所有作者表示衷心感谢！

高 鹤

2008 年 10 月

前言

III

要约收购

	央企海外寻矿里程碑：中钢收购澳中西部公司	3
	象吞象：英博啤酒并购 AB 公司	22
001	复杂中的简单：东方电气整体上市	37
	一口锅引发的争论：SEB 国际并购苏泊尔	52
	出售的艺术：可口可乐并购汇源果汁	68

协议收购

	与众不同的出价：拜耳医药收购东盛科技“白加黑”	87
	资本与人的较量：达能强行并购娃哈哈	102
085	并购亮点大组合：国美并购永乐、大中	118
	政府推动，多方共赢：上汽集团并购南汽集团	136
	军工入注，开创先河：西飞集团入注西飞国际	152
	技术驱动：2008 年电信业重组	167
	启动中国钢铁业整合时代：宝钢并购八钢	187

竞价并购

	重金夺商机，手段成典范：潍柴动力合并湘火炬	203
201	新《海国图志》：中联重科收购 CIFA	216

并购回马枪：招商银行收购永隆银行	232
并购专家的并购：高盛收购双汇	247

其他并购

从加法到减法：天威保变与天威英利的分分合合	265
情理之中，意料之外：微软并购雅虎	278

1

要约收购

要约收购 (Tender Offer) 是指收购方通过向被收购公司的股东发出购买其所持该公司股份的书面意思表示, 并按照其依法公告的收购要约中所规定的收购条件、收购价格、收购期限以及其他规定事项, 收购目标公司股份的收购方式。

欧盟国家、中国香港地区、新加坡等实行强制性全面要约收购制度, 即收购人持有目标公司股份数量达到或超过某确定的比例 (如 30%) 后, 收购人必须向目标公司所有股东发出全面要约。美国、加拿大、韩国等少数国家没有强制要约方面的规定, 实行自愿要约制度, 并在要求董事会履行诚信义务的同时, 允许目标公司董事会采取反收购行动。

我国《证券法》规定, 收购人持有或通过协议、其他安排与他人共同持有一家上市公司已发行股份达到 30% 时, 继续进行收购的, 应当依法向该上市公司所有股东发出收购上市公司全部或部分股份的要约——但经证监会免除发出要约的除外。

央企海外寻矿里程碑：中钢收购澳中西部公司

楚庄王谋事而当，群臣莫能逮，退朝而有忧色。申公巫进曰：“君退朝而有忧色，何也？”楚王曰：“吾闻之，诸侯自择师者王，自择友者霸，足己而君臣莫之若者亡。今以不谷之不肖而议于朝，且群臣莫能逮，吾国其几于亡矣，吾是以有忧色也。”

——刘向《新序·杂事第一》

【选取理由】

中国公司在澳大利亚最大的收购行为，标志着中国由对海外独立矿产开发项目控股发展到对整个矿业公司的收购，中国国有企业第一宗成功的海外恶意收购。

【并购概略】

中钢集团：中国中钢集团公司（以下简称中钢集团）组建于1993年，是国务院国资委管理的中央企业。所属二级单位82家，其中境内57家，境外25家。2007年实现主营业务收入1112亿元。主要从事冶金矿产资源开发与加工，冶金原料、产品贸易与物流，相关工程技术服务与设备制造。是一家为钢铁工业和钢铁生产企业提供综合配套、系统集成服务的，集资源开发、贸易物流、工程科技、设备制造、专业服务为一体的大型跨国企业集团。

中西部公司：即澳大利亚Midwest公司（澳大利亚证券交易所代码为MIS）是一家在澳大利亚证券交易所上市的澳大利亚铁矿企业。Midwest铁矿项目主要包括位于西澳洲的库连努卡磁铁矿项目和午尔得山脉赤铁矿项目以及相关的基础设施。库连努卡磁铁矿工业储量4.5

【并购概略】

亿吨，平均铁品位 34%，计划年产 450 万吨球团。午尔得山脉赤铁矿已探明资源量 1.32 亿吨，预计远景储量 5 亿~10 亿吨，计划年产 1 000 万~1 500 万吨赤铁矿。

过程：2007 年 12 月 5 日，中钢集团针对默奇森金属有限公司（Murchison Metal Limited，澳大利亚证券交易所代码为 MMX，以下简称默奇森）对 Midwest 的无条件要约收购，决定扮演“白衣骑士”，向 Midwest 董事会正式递交收购意向函，此后通过公开市场大量买入 Midwest 股份，成为其第一大股东。2008 年 2 月 5 日，默奇森收购建议因未能成功延期而退出收购。2 月 20 日，Midwest 宣布，中钢 5.6 澳元/股的收购价格低估了其价值和前景。3 月 14 日，中钢集团发出全面收购要约。4 月 27 日，中钢集团宣布此收购已获得中国外管局、澳大利亚外国投资审查委员会（FIRB）批准。4 月 29 日，中钢集团将收购价格提到 6.38 澳元/股，Midwest 董事会一致建议股东接受报价。5 月 24 日，默奇森再次对 Midwest 提出换股收购方案。7 月 7 日，默奇森的收购被中钢集团再次击退。截至 7 月 18 日，中钢集团已经持有 Midwest 54.81% 的股份，收购几近落下帷幕，但中钢再次将要约收购提议延期至 7 月 25 日。

结果：中钢集团成功获得 Midwest 的实际控制权，成就中国钢铁企业迄今为止最大的海外收购，亦是中国企业首次成功的海外恶意收购。

【案情回放】

背景：疯狂的铁矿石

2008 年 6 月 23 日，宝钢与世界上主要铁矿石生产商之一的力拓公司（RIO）就 2008 年度 PB 粉矿、杨迪粉矿和 PB 块矿基准价格达成一致。力拓的 PB 粉矿、杨迪粉矿、PB 块矿将在 2007 年的基础上分别上涨 79.88%、79.88%、96.5%。此后不久，力拓的竞争对手必和必拓（BHP）也以同样

的价格与中国宝钢达成涨价协议，并称将与其他亚洲客户签订类似协定。这已是铁矿石价格连续第六年上涨，中国进口铁矿石的价格 2005 年上涨了 71.5%，2006 年上涨 19%，2007 年上涨 9.5%，而 2008 年又创下了几年来的最大涨幅，自 2000 年以来，上涨幅度已达到 7 倍之巨。铁矿石一时成了疯狂的石头。

尽管铁矿石价格连年疯涨，但中国的进口铁矿石的依存度（铁矿石进口量/铁矿石消费量）自 1998 年起一路攀升，2004 年到达 51.64% 以后，我国铁矿石进口依存度便一直维持在 50% 以上，居高不下，如图 1 所示。2007 年，我国的生铁产量 4.69 亿吨，铁矿石进口量达 4 亿吨，铁矿石进口依存度高达 51%。

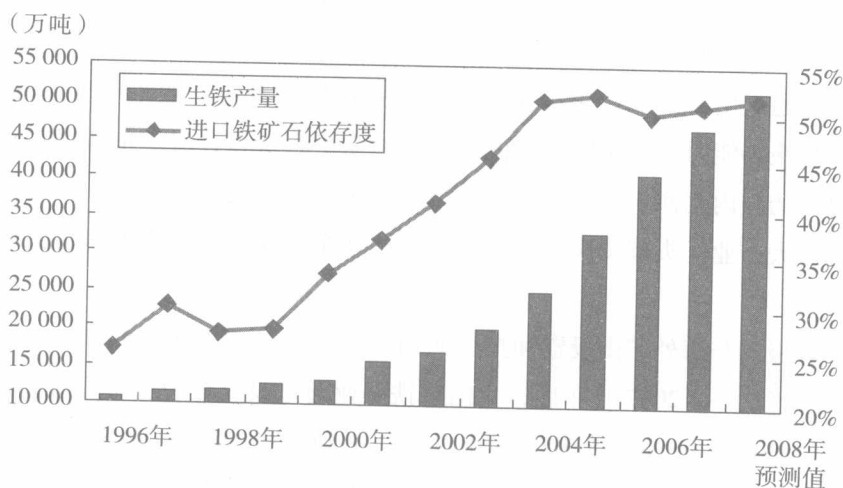


图1 我国近年来的铁矿石依存度

资料来源：马克明，“我国铁矿石进口状况及成本影响分析”，《华泰证券钢铁行业专题报告》，2008年4月29日。

连续上涨的铁矿石价格，居高不下的进口依存度，一方面是由于全球尤其是中国经济处于上升周期，需求拉动的结果；另一方面也与买卖双方的集中度、美元汇率、现货价协议价差异不无关系。

从供需双方的集中度差异来看，国际三大铁矿石供应商 VALE（原 CVRD）、力拓、必和必拓一直占据着全球铁矿石海运量的七成以上，其产品定价能力较强，与我国钢铁企业和矿山的集中度过低形成了鲜明对比，

其在行业景气周期中可以获得高于均衡价的超额收益，在行业不景气时也可以调节铁矿石供给量获得相对不错的收益。而我国虽然自 2000 年以来占据了全球铁矿石消费增量的 80% 以上，但这种影响力没有形成价格主导权的依据，反而成为三大供应商涨价的借口，低集中度削弱了我们作为铁矿石最大需求国的谈判能力。

此外，此轮国内外钢价及铁矿石上涨， also 与国际经济的大潮密切相关。美国次贷危机不断蔓延，美国政府为抑制经济衰退，放任美元持续大幅贬值，直接导致了全球以美元计价的各种资源性产品价格不断上升，铁矿石以及钢铁价格也因美元贬值而顺势上扬。而美元贬值后，大量的美元转向购买矿产品及制成品期货和现货，涌现出巨量投机需求和避险需求，形成较大比例的投机溢价，进一步推高了矿产品价格行情。

为取得铁矿石的定价权，抑制铁矿石价格的无节制上涨，在需求方面，我国已通过出台产业政策等手段，促使钢铁生产企业产业集中度的提升，以增加谈判能力。而在供给方面，高启的铁矿石价格，对于依赖大量铁矿石进口的国内钢铁生产企业而言，无疑带来了巨大的成本压力，但是面对国际三大矿业巨头却又谈判乏力，中国钢铁企业铁矿石未来的来源到底在哪里？

积极参与海外矿山投资和控股矿山企业无疑是确保未来铁矿石供给的有效途径之一。2007 年年底，我国钢铁企业通过投资控股、参股直接控制的海外铁矿石资源为 5 300 万吨左右，不到 2007 年进口铁矿石总量的 15%，比重偏低。入股海外矿山、控股海外矿山企业不仅能从矿石收益中分享收益，保证原料供应，而且有利于得到未来矿石价格的谈判话语权。

也正是基于这一考虑，早在 2005 年，中钢集团就曾与澳大利亚的 Midwest 签署协议，共同开发澳大利亚 Koolanooka 磁铁矿和 Weld Range 赤铁矿，这也是中国在海外获得的第一个中方占股 50%，铁路、港口、球团厂等基础设施建设都较完备的磁铁矿项目。

Midwest 前身为安锋金士奇钢铁有限公司（An Feng Kingstream Steel Limited），20 世纪 90 年代中期获得台湾安锋钢铁股份有限公司的投资，欲利用西澳的丰富铁矿石，在当地建设一家上下游一体化的大型钢铁企业。不料 1999 年亚洲金融危机袭来，全球钢铁业陷入低谷，安锋金士奇未能幸

免，终因资不抵债被迫重组。

自 2003 年中国钢铁产业复兴以后，对铁矿石的巨大需求带动澳洲矿业再现繁荣，大量新兴铁矿石企业在西澳如雨后春笋般涌现。在这一背景下，与本并购案相关的一个关键性人物马来西亚华裔刘天成（David Law Tien Seng）出现了。

刘天成先在马来西亚购得山东济南钢铁集团总公司（下称济钢）在当地的济钢（马）钢板有限公司（Ji Kang Dimensi Berhad）部分股权后，看到了中国钢铁产业复兴给澳洲带来的商机，入主安锋金士奇，并以其优质资产组建 Midwest，并在 Terriain Capital 的支持下，做了一个 500 万澳元的首次公司发行（IPO），意图开发西澳中西部地区的铁矿石。表面上刘天成仅持有 Midwest 不到 20% 股份，但据估计，刘天成在 Midwest 实际控制股份约为 40%。

虽然自 2003 年以来，Midwest 年产量尚不足 100 万吨，不过其与中钢集团合作的 Weld Range 项目和 Koolanooka 磁铁矿项目进展顺利，有望在 2011 年投产。而且目前其矿山探明储量 5 亿吨，预测远景储量可达 10 亿吨。但就在 Midwest 前景向好这样一个时机，2007 年 10 月 10 日，其近邻兼对手默奇森提出以换股方式收购 Midwest。

默奇森与 Midwest 同在西澳中西部地区，其主要铁矿为 Jack Hill 铁矿项目，年产量不足 100 万吨，预计 2008 年可扩产到 200 万吨，其愿景规划是将产能扩大到每年 2 500 万吨。而 Midwest 亦在 Jack Hill 租有土地，恰与默奇森的项目相邻。不仅如此，Midwest 与默奇森还在西澳中西部地区港口和铁路基础设施项目上展开竞争。

而也正是默奇森提出收购 Midwest，引发了中钢集团的这一经典收购案。

“白衣骑士”击退默奇森

默奇森提出收购 Midwest，一方面是由于缺乏高质量的矿石，急切希望能与 Midwest 合并，改善其铁矿石资源质量，另一方面也源于默奇森和

Midwest 此前的基建项目之争。^①

在澳大利亚，西澳为铁矿石主产地，其中又以北部皮尔巴拉地区最富，必和必拓和力拓的铁矿均集中于这一地区。西澳中西部铁矿石储量亦高，默奇森与 Midwest 就同在这一地区，由于该地区缺乏铁路和港口等基础设施，这些铁矿一直只能在大地上沉默。直到现在，默奇森还需要利用公路和卡车，将其从 Jack Hill 生产的铁矿石向东运送到临近印度洋的杰拉尔顿（Geraldton）港口，再装船出海运往亚洲。因此，默奇森和 Midwest 都急需一个新港口和一条从内陆直达港口的铁路。

这与急盼开发中西部的西澳政府不谋而合。西澳政府决定开发杰拉尔顿港以北的 Oakajee 港口，并修建从港口通往矿区的铁路。为公平起见，西澳政府规定由 Midwest 和默奇森两家公司竞标，分别提出 Oakajee 港口和铁路的项目建设和运营方案，两家公司亦可以提名一家基建公司来参与竞标。

Oakajee 港口和铁路项目完成后，并不仅仅由一家公司独享，而是必须开放给第三方矿业公司。对于 Midwest 和默奇森来说，谁能成为该项目的建设和运营者，就将在未来的竞争中占据更有利的位置。不过，这一港口和铁路项目投资规模预计高达 30 亿澳元，而不论默奇森还是 Midwest，两家公司既缺乏能力，也缺少资金独自完成。因此，两家公司分别寻找了财务支持者。

默奇森现有股东中包括间接持股 10.77% 的韩国浦项制铁（POSCO Limited）。2007 年 6 月，该公司又与日本三菱集团（Mitsubishi Corporation，下称三菱）达成交易，引入三菱成为其战略伙伴，三菱获得默奇森铁矿项目 50% 权益，并与默奇森各出资 50% 组建合资公司开发 Oakajee 港口和铁路项目。同时，三菱向与默奇森合资的项目公司中派出了 3 位董事代表。

Midwest 则将筹码押到了中国。该公司与澳大利亚尤冈基建公司（Yilgarn Infrastructure Limited）建立了合作关系，而尤冈基建则获得了中钢集团、中铁物资、中国铁路工程总公司、中国交通建设股份有限公司、鞍山钢铁集团公司 5 家企业的支持。

尤冈基建称，从上述 5 家企业获得了 7.5 亿澳元股本金支持，而中国

^① 赵剑飞，“等待‘中西部’”，《财经》，总第 211 期，2008 年 5 月 12 日。

进出口银行和国家开发银行承诺向尤冈基建提供项目剩下 75% 资金的贷款。2008 年 1 月 18 日，尤冈基建宣布，上述来自中国的投资都获得了澳大利亚联邦政府批准。

但是，倘若默奇森与 Midwest 合并，则两家公司无须就修建铁路和港口项目再进行竞争，在共享铁路和港口等基础设施方面产生协同效应。正是看到这一好处，默奇森发动了对 Midwest 的收购。

2007 年 10 月 10 日，默奇森提出以 1 股默奇森新股换 1.08 股 Midwest 股票，实行无条件要约收购。同时，默奇森明确表示，如果收购成功，将把 Midwest 的铁矿石项目整合进入其与三菱合资项目公司中，而且将提名其与三菱合资公司 Oakajee Port and Rail Pty Ltd（以下简称 OPR）修建 Oakajee 港口和铁路基础设施。

默奇森提出的是无条件收购要约，直接面对 Midwest 股东，意味着 Midwest 的控制权有很快换手的可能。这显然是实际能控制 Midwest 股份约为 40% 的刘天成所不愿意看到的。在 2003 年出资近 200 万澳元购得 Midwest 17.18% 股份以来，这位马来西亚华裔投资冒险家一直等待着收获季节的到来。于是，刘天成有意邀请一“友好”公司充当“白衣骑士”，一方面可以抬高收购对价，另一方面可以确保自己有足够的时间来应对收购。

而对于中钢集团而言，默奇森的这一收购无疑增加了其 2005 年与 Midwest 签署的共同开发澳大利亚 Koolanooka 磁铁矿和 Weld Range 赤铁矿这一项目的不确定性。

为保护其与 Midwest 合资项目的利益，基于刘天成对待默奇森收购的倾向，中钢集团决定扮演“白衣骑士”，以确保阻止默奇森实现对 Midwest 的控制。

2007 年 12 月 5 日，中钢集团向 Midwest 董事会正式递交收购意向函，表达了以每股 5.6 元的价格收购 Midwest 的股份的意向。中钢集团的这一出价比默奇森高出 54%。对于 Midwest 主要股东刘天成而言，这一价格尽管并没有达到他的期望，不过却足以帮助他暂时击退默奇森的收购威胁。2007 年 12 月 7 日，Midwest 发布公告：收到来自合作伙伴中钢集团每股 5.6 澳元（约 4.91 美元）的全面收购建议，报价比 Midwest 的股价高出 16% 以上。