

并购的 逻辑

The Logic of
Merger
and
Acquisition

姚影
— 著 —

赢家必懂的40条商业原理

| 分享投行资深人士的并购经验 | 揭示投融资背后隐藏的商业逻辑 |

推开并购之门 · 走出并购之困 · 解开并购之谜

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

The Logic of
Merger
and
Acquisition

并购 的逻辑

赢家必懂的40条商业原理

姚
影
一
著

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

并购的逻辑：赢家必懂的 40 条商业原理 / 姚影著
—北京：中国法制出版社，2022. 2
ISBN 978 - 7 - 5216 - 1839 - 6

I. ①并… II. ①姚… III. ①企业兼并 - 资产评估 - 研究 - 中国 IV. ①F279. 21

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2021) 第 073422 号

策划编辑 孙静 (editor_sunjing@163.com)
责任编辑 孙静

封面设计 周黎明

并购的逻辑：赢家必懂的 40 条商业原理

BINGGOU DE LUOJI; YINGJIA BIDONG DE 40 TIAO SHANGYE YUANLI

著者 / 姚影

经销 / 新华书店

印刷 / 三河市紫恒印装有限公司

开本 / 710 毫米 × 1000 毫米 16 开

印张 / 21.25 字数 / 253 千

版次 / 2022 年 2 月第 1 版

2022 年 2 月第 1 次印刷

中国法制出版社出版

书号 ISBN 978 - 7 - 5216 - 1839 - 6

定价：79.00 元

北京市西城区西便门西里甲 16 号西便门办公区

邮政编码：100053

传真：010 - 63141852

网址：<http://www.zgfzs.com>

编辑部电话：010 - 63141787

市场营销部电话：010 - 63141612

印务部电话：010 - 63141606

(如有印装质量问题，请与本社印务部联系。)

并购对于中国经济结构转型升级、中国企业全球化发展具有深远而重要的意义，是一件于企业、于社会、于国家皆有利的事情，这也是我一直对于自己所从事的并购工作引以为傲的原因。特别是在自贸区扩容、推进“一带一路”建设、经济结构转型升级的时代背景下，国内企业如何有效开展全球化资源配置，如何借助并购实现国际化发展，这些都是值得深入探究的问题。

中国企业若想获得更好的品牌、渠道技术，则必须站在全球价值链条更有利的位置上，展开境内外并购是必然趋势。2016年，中企海外投资并购的交易金额高达2210亿美元。^①很多企业通过并购实现了业务全球化经营，并实现了全球价值链分工从中低端向高端布局。从全球并购市场看，近年来并购交易数量和交易金额一直处于高位，2020年全球并购交易达到285万家，2.8万亿美元，而且呈现出高技术领域并购频繁，多元化并购及跨界并购日渐增多的特点。^②

并购不应仅为贯彻实施国家战略、企业战略而为之，更应充分考虑其中的商业逻辑。无论是横向扩规模，纵向延伸产业链，还是行业多元化投资，抑或是跨界收购，并购都需要找到并实现其中的协同增量，达到“1+1大于2”的效果。并购的宗旨是追求企业经济规模化、战略多元化，规模扩张必须以规模经济效益为原则，因此任何并购的实施均需进行逻辑分析和校验。如果并购的收益不能够弥补成本或者不足以产生以差异化为基础的竞争优势，那么这项并购计划就是不可行的，需将并购后无法利用或生产经营过程中不需要的资产及时转售出去，以便提高资产收益率和集团内在价值。

笔者认为，并购包含的内在逻辑包括以下三个方面：

^① 《汤森路透数据显示，2016年中国企业跨境并购交易额达2210亿美元，为去年1090亿美元的两倍多，再创历史新高》，载金投快讯-金投网，<https://mip.cngold.org/kuaixun/kx485497.html>，最后访问时间：2021年5月3日。

^② 《贝恩：2020年全球并购市场交易总额2.8万亿美元》，载《新京报》2021年3月4日。

一是让债权人安全退出。并购对企业的现金需求很大，很难完全通过自有资金解决，需要设计合理的融资结构和融资安排。在跨境并购中，企业可选用的融资工具主要包括债权、股权、可转换债券、认股权证等。如果融资结构设计不当，一旦还款计划与目标公司的现金流不匹配，过高的债务融资杠杆率增加了并购双方的财务负担，将给企业带来偿债风险。因此设计合理的融资结构对于保障债权投资人的资金安全非常重要。

二是给股权投资人合理的投资回报。经济新常态下，国内私募股权投资需要扩展眼界，在全球范围内搜寻和发现有投资价值的企业或资产，挖掘其中被忽视或低估的价值洼地，通过并购投资，来主动引导资源在全球范围内的流动，最终实现资产的高效增值。而且，随着并购交易的内涵逐渐提升，以市场为导向的全球化战略的重新布局，为股权投资提供了商业逻辑。股权投资人投资的目的是获得合理的回报。完成并购交易后，无论是出售给战略投资方，还是实现公开上市，均是重要的资本退出渠道，给股权投资人实现合理投资回报提供了可能性。

三是为社会提供有价值的产品和服务。近年来，新经济领域的跨境并购数量增多，特别是信息技术、医疗健康、高端制造、消费升级等，成为跨境并购的热点行业。同时，获取先进技术、渠道、品牌以及提升全球市场竞争力，则成为企业并购的动力源泉，并为并购的开展提供了业务场景。制造业、消费业的并购让产品变得更优质，让服务变得更贴心，让品牌变得更响亮，是有利于促进整个国家、整个社会的进步和发展的。

但是，我们也应当充分看到并购的潜在风险，实施并购时应存敬畏之心、审慎之势。国际并购联盟成员英特华于2012年发布的一项调查显示，接近70%的中国企业跨境并购以失败告终，更有相关并购专家直指个别国内企业跨国并购存在“伪并购”。^①尽管如此，我们仍应该为剩余约30%跨境并购的成功而鼓掌欢呼。根据我国商务部研究院的研究，中国企业跨国并购的总成功率

^① 《中国企业跨国并购总成功率约四成 高于全球平均水平》，载中国经济网，http://finance.ce.cn/rolling/201204/25/t20120425_16864985.shtml，最后访问时间：2021年12月1日。

高于全球 25% 的平均水平。这些成功案例值得花费功夫去研究、分析、探讨，成功经验值得借鉴。那些失败案例也应被尊重，这是我们吸取经验教训的宝贵财富。个别中国企业的收购名义上是“借船出海”，但实际上更多的是为了弥补技术缺陷、壮大品牌体系，并没有完全把业务触角延伸至海外市场，仍然在家门口的“一亩三分地”上开拓市场，这其实已经偏离了“走出去”和国际化的初衷。另外，国内个别企业在并购中的盲目性还表现在不清楚自身有没有维持和提升被收购品牌价值的能力，导致高价收购的品牌反而成为亏损的根源。

近年来，中国企业并购规模保持高位。根据普华永道发布的《2020 年中国企业并购市场回顾与 2021 年前瞻》，2020 年中国的并购活动交易金额增长了 30%，达到了 7338 亿美元，是自 2016 年以来的最高水平。^① 要实施并购活动，不能脱离“理性投资、防范风险”的基本原则。非理性的并购投资和高杠杆融资，不仅会给企业带来风险，一旦经营不善、整合失败，还会给企业带来沉重的负担。银行作为并购交易的财务顾问、融资提供方，应牵头中介机构帮助企业做好尽职调查、估值分析、融资方案设计、风险评估等工作，以有效防范和化解跨境并购中的金融风险。

为什么要写这本书？

经济全球化趋势是不可逆的，中国改革开放进程也将永不停止。在“再工业化”的背景下，全球价值链分工体系的重构必将伴随着纷纷扰扰的贸易摩擦，以 WTO（世界贸易组织）为代表的全球多边贸易体制的影响力逐渐减弱，取而代之的是贸易规则谈判与投资规则谈判并重的各类双边、多边和区域性贸易和投资体制安排。中国正在积极参与国际治理，提高中国的话语权。随着改革开放的不断深入，相信有更多的企业走出国门，进行投资并购活动。这些企业将遵循商业逻辑开展收购交易，并且长期致力于并购后整合与企业价值提升。

^① 《普华永道：2020 年中国并购交易活动交易金额创 4 年新高，预计 2021 年将会继续保持增长》，载界面网站，<https://www.jiemian.com/article/5605532.html>，最后访问时间：2020 年 3 月 15 日。

并购是一项复杂的系统工程，包括并购标的搜寻、公开竞标、尽职调查、交易谈判、融资安排、协议签署、并购整合等诸多方面的内容，需要遵循科学而有效的工作流程和方法。只有每一环节、每一步都走对了才能成功，否则就会“一招走错，满盘皆输”。未来在并购投资方面，中国企业遇到的挑战会更多。如果企业能够掌握住机会、风险和挑战的平衡技巧，商业前景将会十分广阔。希望这本书对于有意实现全球产业链布局的企业家们有所帮助，也希望为中国企业“走出去”总结经验，让更多中国企业家的并购之路变得畅通无阻、一马平川。

并购讲究一定的经济效益，一项成功的企业并购活动，可以产生扩大生产规模，增强对市场的控制能力，进入新行业或新市场等多种协同效应。并购交易由一个个鲜活的案例构成，每个案例都各不相同，值得细细揣摩，从中找到精彩之处也是我的兴趣所在。所以我用了三年多的时间，把所思、所感、所想沉淀下来并形成文字，希望成为这些并购故事的梳理者，成为成功与失败案例的探究者，成为并购投融资背后的逻辑与常识的揭秘者。同时，我也将在并购专业领域不断精深技艺，陪伴更多企业成功实施并购交易并完成并购后整合。

本书专注于探讨并购投融资问题，作者结合自身长期的并购工作实践，用通俗的语言，辅之以大量的实际案例，阐述了并购执行过程中的道理，构建了一个适用于并购交易全流程实施和操作的理论框架，介绍了并购投融资背后的商业逻辑和从业人员应具备的基本常识。在此基础上，作者还从商业银行的角度，分析了并购后整合及资本运作过程中应重点关注的问题，针对并购的热点和难点问题，如投贷联动、并购基金、资产重组等进行了积极的探讨。

本书规划于2018年12月，经过三年多的筹备、编写、修改，终于与大家见面，我心里充满着无比的兴奋、骄傲与忐忑。本书主要有以下几个特点：

一是专业性。在银行从事投资银行、信贷审批工作十多年，与各行各业的企业打交道，对于收购执行过程中的各环节、各步骤都了然于胸，对于银行融资的申请条件、办理流程、风控要求都如数家珍，对于私募股权基金等财务投资人的投资偏好、项目选择、投后安排驾轻就熟。本书的各章节都围绕并购执行过程展开，讲述了并购机会选择、并购流程把控、并购融资安排、交易条款

谈判、并购后整合等关键环节，内容专业度高，对实践的指导性强，值得相关人士阅读。

二是形象性。经验是抽象的，结合具体案例进行分析能极大增强形象性和可读性。为此，作者精心挑选了五十多个案例，结合各章的主题，详细分析了案例在并购协同、融资结构、收购条款等方面的巧妙设计。既有制造类企业通过海外收购实现空白技术填补，也有资源类企业通过收购优质矿产资源实现扭亏为盈，还有消费类企业借由海外收购完成品牌升级、渠道布局。每个案例背后的故事都值得借鉴，每个交易蕴藏的内在逻辑都值得推敲。

三是理论性。在取得经济学博士学位后，我始终保持着严密的逻辑思维能力和较强的总结分析能力。与单纯讲案例的同类书籍相比，本书的最大特点是包含深刻的思想性和理论性。无论是关于并购有利于中国企业实现全球化布局的论述，还是并购要遵循商业逻辑的观点，抑或并购需要更多支付工具的呼吁，都是作者对专业领域的感悟与思考。

四是全面性。本书既包括并购融资业务的介绍，也囊括了并购交易执行过程的点滴，还加入了一些热门话题的探讨，几乎涵盖了并购交易绝大部分环节和关键领域。

投资与并购是投行业务皇冠上的明珠，是点石成金的魔法棒，也是中国企业、中国经济实现转型升级的重要手段。中国的并购交易金额在2020年年初有所下滑，但后续几个月强势反弹，实现恢复性增长，并在全球并购市场中扮演着越来越重要的角色。在新世纪、新征程、新起点上，希望中国经济改革开放取得更为丰硕的成果，中国企业“走出去”“引进来”的步伐更坚定、更稳健，中国并购融资工具更多元、更丰富。

即使无法改变整个世界，但至少我们可以努力做好自己。

心存敬畏，胸怀审慎，方行高远。



2022年元旦于北京

上 篇 推开并购之门 >>

▶ 第一章 了解并购常识 / 003

第1节 中国企业赴海外收购爱买哪些资产 / 004

第2节 并购标的的精致“妆容”如何打造 / 011

第3节 外资投行营造的竞标紧张气氛 / 016

第4节 并购财务顾问需具备的“十八般武艺” / 021

▶ 第二章 熟悉并购常理 / 029

第5节 中企跨境并购的商业逻辑 / 030

第6节 避免落入并购取经路上的陷阱 / 039

第7节 掌握简单易学的并购估值方法 / 045

第8节 学会资本运作，为并购锦上添花 / 053

中 篇 走出并购之困 >>

▶ 第三章 抓住并购机会 / 063

第9节 全球经济放缓形势下的并购新机遇 / 064

第10节 选对并购时机必知的五条法则 / 075

第11节 借你一双慧眼识别优质并购项目 / 088

第四章 把控并购流程 / 097

第12节 用乒乓球技巧打出并购的完美弧线 / 098

第13节 走进卖家的内心并赢得对方青睐 / 109

第14节 读懂海外并购的报价技巧 / 122

第15节 尽职调查揭开目标公司的神秘面纱 / 130

第五章 搞定并购融资 / 139

第16节 学会使用并购常见的六种融资工具 / 140

第17节 并购贷款申请的那些事儿 / 148

第18节 捅破并购融资方案设计的那层窗户纸 / 156

第19节 细数并购融资的新型秘密武器 / 165

第六章 敲实交易条款 / 173

第20节 签署并购保密协议的“葵花宝典” / 174

第21节 看清意向性协议中的暗藏玄机 / 181

第22节 巧用陈述与保证避免落入并购圈套 / 186

第23节 学会使用对赌神器 Earn-out 条款 / 192

第24节 反向分手费背后的尴尬事 / 199

第七章 开展并购整合 / 205

第25节 处理好和原股东及管理层的关系 / 206

第26节 说说海外并购中的跨境换股那些事儿 / 213

第27节 业务拆分是跨境并购点石成金的魔法棒 / 219

第28节 抓住发挥并购协同效应的几个关键点 / 225

下 篇 解开并购之谜 >>

▶ 第八章 筹划并购方案 / 233

第 29 节 用自由现金流的思维制订融资方案 / 234

第 30 节 行走金融江湖必备的财务建模技能 / 242

第 31 节 并购交易结构设计需考虑的税收筹划 / 248

第 32 节 合理设置杠杆率的几个技巧 / 256

▶ 第九章 控制融资风险 / 263

第 33 节 并购融资审核需考虑的五个关注点 / 264

第 34 节 财务限制条款是并购融资的第一道防线 / 270

第 35 节 抵质押品让贷款违约不那么可怕 / 276

第 36 节 读懂海外并购的监管审批风险 / 284

▶ 第十章 热门话题探讨 / 297

第 37 节 投贷联动是中资投行转型的切入点 / 298

第 38 节 不得不说的杠杆收购与并购基金 / 302

第 39 节 了解中概股私有化的实操技巧 / 308

第 40 节 重大资产重组松绑为并购添动力 / 315

跋 / 325

- 并购案例 1: 澳优乳业收购纽新宝押注保健品 / 007
- 并购案例 2: 荷兰粮食交易商尼德拉被 Z 集团收购后出现亏损 / 013
- 并购案例 3: H 公司抢下澳大利亚癌症治疗医院 Genesis Care / 018
- 并购案例 4: 锦江国际昼夜谈判完成对卢浮酒店集团的收购 / 024
- 并购案例 5: 张裕公司收购欧洲葡萄酒公司控制权的成功之道 / 032
- 并购案例 6: 均胜电子收购 KSS 公司的商业逻辑 / 036
- 并购案例 7: A 公司收购 Life Space 遭遇业绩下滑 / 040
- 并购案例 8: Gucci 股东开云集团收购 Moncler / 048
- 并购案例 9: 奇虎 360 私有化借壳重回 A 股创造奇迹 / 054
- 并购案例 10: 万洲国际并购史密斯菲尔德食品公司后成功赴港上市 / 057
- 并购案例 11: L 集团并购 I 集团拓展海外布局 / 068
- 并购案例 12: 安踏收购 Amer Sports 实现品牌升级 / 072
- 并购案例 13: 澳大利亚兖煤选对并购时机收购联合煤炭公司 / 077
- 并购案例 14: 潍柴动力巧借时机收购全球垄断性液压技术 / 083
- 并购案例 15: 伦丁矿业公司收购 Nevsun 的崎岖道路 / 086
- 并购案例 16: Q 公司收购挪威家具 Ekornes 有无协同效应 / 092
- 并购案例 17: 中国财团高效收购安世半导体 / 100
- 并购案例 18: 鼎晖横空出世收购澳大利亚肝癌治疗上市公司 / 104
- 并购案例 19: 绿叶医疗以诚意和专业打动 Healtel Care / 112
- 并购案例 20: 博德高科董事长全程参与德国贝肯霍夫并购 / 117
- 并购案例 21: 黑石基金收购 EOP 报价的艺术 / 123
- 并购案例 22: 继峰股份收购格拉默之剥洋葱式尽职调查 / 134
- 并购案例 23: S 公司巧用内保外贷完成对欧洲医药企业的并购 / 142
- 并购案例 24: M 财团以“并购基金 + 并购银团”收购 L 公司 / 145
- 并购案例 25: T 公司通过并购贷款收购 SQM / 149

- 并购案例 26：埃斯顿收购百年老店 CLOOS / 157
- 并购案例 27：百丽国际私有化的分拆出售策略 / 160
- 并购案例 28：艾派克通过私募可交债“蛇吞象”收购利盟 / 166
- 并购案例 29：洛阳钼业 180 亿元定向增发实施海外收购 / 170
- 并购案例 30：Westlake 一波三折成功收购 Axiall / 176
- 并购案例 31：B 集团收购汤姆逊公司终酿苦果 / 183
- 并购案例 32：E 公司收购项目中的陈述与保证条款 / 189
- 并购案例 33：梅泰诺收购 BBHI 的 Earn - out 条款 / 196
- 并购案例 34：反向分手费助力渤海租赁成功收购 Avolon / 200
- 并购案例 35：某金服公司收购速汇金支付的反向分手费 / 203
- 并购案例 36：从上工申贝收购德国 Durkopp 看并购后整合 / 208
- 并购案例 37：上海莱士跨境换股收购 GDS 45% 股权 / 214
- 并购案例 38：复星医药拆分 Sisram 在港上市 / 220
- 并购案例 39：业务拆分让 C 公司私有化后重焕生机 / 222
- 并购案例 40：沙钢集团跨界收购 Global Switch 协同效应如何 / 225
- 并购案例 41：读懂 D 公司的自由现金流 / 238
- 并购案例 42：从财务建模看 F 公司私有化的成功秘诀 / 245
- 并购案例 43：H 化工设置多层交易结构收购先正达 / 249
- 并购案例 44：公司收购境外运动营养品牌 / 259
- 并购案例 45：物美收购麦德龙中国布局新零售 / 264
- 并购案例 46：从财务限制条款看 J 公司并购融资方案 / 272
- 并购案例 47：细数 L 公司私有化并购贷款的抵质押品 / 278
- 并购案例 48：担保结构缺陷导致跨境并购贷款损失 / 281
- 并购案例 49：K 公司收购 H 公司遭监管否决 / 291
- 并购案例 50：中资企业为拓展海外市场收购境外服装企业 / 299
- 并购案例 51：KKR 杠杆收购奥利奥饼干生产公司 / 304
- 并购案例 52：纳斯达克上市公司畅游完成私有化 / 312
- 并购案例 53：新奥股份收购新奥能源触发重大资产重组 / 317
- 并购案例 54：中国天楹收购 Urbaser 重大资产重组获批 / 322

上篇：推开并购之门

世界经济金融史实际上就是一部并购史。每一次的企业并购浪潮，都将全球经济金融发展推向一个新的高度。中国并购市场的规模在过去十多年的时间里呈现爆发式增长。“并购”一直以来都是国际投资圈最热门的话题，在这个领域充满着江湖大佬的故事和传说，黑石、凯雷、KKR、银湖这些坐拥千亿美金的私募基金，无疑把并购作为他们最重要的业务之一。并购财务顾问在投行业务中扮演重要角色，收入贡献几乎达到“半壁江山”。回归本源，可以看到并购既是初创期企业的原始投资人退出的一种重要方式，也是成长期及成熟期企业调整业务模式、实现规模发展的资本工具，还是投资人发现优质投资标的、实现超额收益的主要途径。本篇将带领读者共同推开并购之门，通过一个个有趣的并购故事，了解并购领域的常识、常理，身临其境地感受并购的魅力和趣味。让大家在阅读故事中厘清并购常理。

第一章 了解并购常识



婚姻的本质是情感，并购的本质是交易。追求利益最大化是并购双方的出发点和落脚点，但并购交易不是简单的零和博弈，是可以实现多方共赢的。并购既是商业战场、资本市场进行资源重新配置的一种工具，也是并购双方综合实力的比拼。通过并购，买方和卖方都可以创造很大的价值，双方都能从并购交易中获益，这正是并购交易的美妙之处。在巨大的利益驱动下，并购交易日益火爆，甚至成为资本市场永恒不变的热门话题。本章将结合并购交易中的趣事，和大家聊一聊并购领域需要了解的常识。

第1节 中国企业赴海外收购爱买哪些资产

你知道吗？仅占全球游客总数1%的中国旅行者，2015年创造了整个英国伦敦希思罗机场25%的免税品销售额。^①中国人已不满足于坐在电脑前通过“海淘”度过自己的“剁手季”，更多人通过出境自助游进行购物。据统计，中国游客境外购物人均花费5830元，相当于每个出行者在境外买了一个LV手包。

其实，喜欢海外扫货的不只有中国人，还有中国企业。中国企业从纽约华尔街买到伦敦金融城，迅速成为全球资本市场上不可忽视的一股力量。2016年，中企海外投资并购的交易金额高达2158亿美元，折合1.46万亿元人民币，较2015年大幅增长了148%。^②

中国企业对海外哪些资产青睐有加呢？

中资企业更愿意收购优质资产而非廉价资产。他们不太情愿并购需要修复的“困难企业”，理由很简单，很少有企业拥有能把在国外市场面临困境的公司扭亏为盈的管理资源。

中资企业喜欢买仅需轻度整合的公司。通常，最经典的合并后的整合方法就是快速推进执行，将各个职能整合到一个运营平台上并砍掉重叠职位，但这并非中国企业的通常做法。中国企业一般会规避大范围整合，保留被收购方的管理层，并寻求特定领域的协同效应。

从行业上来看，中国企业最爱买矿产资源公司、电力企业、金融企业、酒店、写字楼、家电公司、保健品公司等行业标的，这与中国产业结构息息相关。赴海外收购的企业要么有闲散资金，要么想弥补国内稀缺资源，要么想寻求技术升级、品牌升级。

^① 数据来源：自由行服务平台马蜂窝旅行网、今日头条与中国银行联合发布的《全球旅游购物报告2015》，载央广网，http://tech.cnr.cn/techhlw/20151103/t20151103_520380061.shtml，最后访问时间：2021年6月2日。

^② 数据来源：胡润研究院与易界 DealGlobe 联合发布的《2017 中国企业跨境并购特别报告》，载《中国日报》2018年4月4日。