
第一部分 十大“一带一路”投资建设案例

国家电网收购意大利存贷款能源网部分股权

2014年7月31日，中国国家电网公司与意大利存贷款公司签署协议，通过旗下全资子公司国家电网国际发展有限公司以21亿欧元的转让价格收购意大利存贷款公司（CDP）旗下能源网公司（CDPRETI）35%股权，股权于2014年11月27日正式完成交割仪式。国家电网收购能源网公司是2014年中国企业在意大利的最大单笔投资，是中国企业“走出去”的又一典范，标志着中国国家电网公司在意大利正式开展了能源网业务。

一、并购环境

（一）宏观环境。

伴随着经济全球化日益加快的步伐，战略性资源迅速流动，跨越国界的经济行为也频频发生，在此情况下，各国经济增长的主要推动力就变成了各自的科技实力以及对资源的有效控制。当下，中国正面临着全球经济快速发展所带来的优势机遇，与此同时，作为最大的发展中国家，中国也接受着由跨国性经济活动所造成的资源能源匮乏，以及可持续发展难以保持所带来的挑战。为了能够充分地应对来自于跨国并购业务的机遇和挑战，我国越来越多的企业选择走出国门，向全新的海外市场开拓。

然而，开拓海外市场并不是一件容易的事情。过往经验表明在国际市场竞争中，我国企业存在自身优势不显著，竞争能力有限，缺乏在市场定价方面的主动权等问题，这导致了我国企业的不利地位。美国2008年的次贷危机，引起了全球范围的经济衰退，国际市场上的资源、能源产品需求量下降，价格也大幅下跌，这使得我国的企业拥有了难得的机会来实施海外投资。另外，我国也为企业实施跨国并购营造了良好的体制机制环境，倡议发起了“走出去”及“一带一路”等国际化战略。

（二）行业背景。

海外电力市场需求旺盛，给国家电网海外投资带来了大量机会。因为电力已经成为人类生活的必需品，例如在欧美国家，随着经济的增长，电力需求不断加大；在非洲一些国家，电力供应依然不足，迫切需要增加电力建设；在东南亚许多国家，电网依然不够坚强，事故跳闸率高，电能质量低，急需对电网进行全面改造升级；在南美洲，国家普遍经济发展迅速，电力需求也迅速增长。

除此以外，全球的电力市场准入壁垒也在削弱，上世纪 80 年代起，中国周边国家中，大部分欧美国家开始进行电力体制改革，由原有的由国家垄断发、输、配、售电一体化模式开始转变，放开部分电力市场体系，引入竞争机制，尤其是欧美国家电力市场有完善的定价机制和交易规则，整体较为开放，电力交易活跃，这样的海外电力市场改革使得准入门槛降低，给国家电网公司海外投资带来了机遇。

（三）企业背景。

国家电网公司所处的行业属于资本密集型和技术密集型行业，与其它的劳动密集型产业不同，在运营的方式上有着比较明显的区别。国家电网公司在电网运维管理等方面，具备丰富的实战能力和管理经验，在国际电力市场上也不容易与发达国家（地区）的其他企业发生有关知识产权纠纷的问题。国家电网近年来积极地响应政府的“走出去”号召，在跨国并购的国际市场舞台上有着活跃的表现，不断加强同其他国家（地区）的资源、能源产品合作，从地理位置相近的港、澳地区开始，海外市场的开拓范围逐渐扩展到菲律宾等东南亚周边国家地区，再到如今的巴西、葡萄牙、意大利、澳大利亚等南美洲、欧洲及大洋洲地区。

2016 年国家电网相继向巴西、希腊和比利时的供电公司出资，使得国家电网在海外的累积投资总额，自 2009 年首次涉足海外以来，截至 2016 年底，已经突破 100 亿美元，海外业务的收益率达到国内的 3-5 倍。国家电网海外投资计划实现了国家电网各方面的增长，其资产报酬率也相应有所提高。由此可见，国家电网“走出去”的国际化战略不仅仅是为了提高企业盈利能力，灵活配置国内和国际两方面资源，让国内国外相互促进，实现资产保值增值，其更深层次的意义在于推动企业经营方式的转变，提升企业的国际影响力，抓住欧债危机后欧洲能源企业收缩和国有资产私有化的机遇，从而顺利打入对外资有抵触的欧洲公用事业领域，向战略投资者角色转变。

二、并购动因

（一）实现国有资产保值增值。

国家电网是中国国有独资企业，企业资产是国家所有，企业以跨国并购的形式来开展国际投资，再加上良好的经营，经营绩效能够得到提升，带来丰厚可观的利润回报，国有资产可实现保值增值。从 2007 年并购菲律宾项目开始，国家电网在实施跨国并购的经营绩效一直处于一个比较可观的状态。因此，国家电网选择在意大利开展跨国并购项目，它的目标之中很重要的一个，就是使国有资产达到增值保值的效果，这也是其作为一个国企所担负的义不容辞的责任。

（二）推动公司发展方式的转变。

开拓海外市场，增强海外业务，有一个很好的效果就是可以推动公司发展方式的转变。国家电网拥有一个将自身打造成世界一流电网的战略目标，就是成为国际的一流企业。企业在成长到一定阶段时，遭遇发展的瓶颈，就是时候寻求改革出路了。跨国并购就成为国家电网实现发展方式转变的有效途径，既可以从战略性的角度出发进行跨国并购，完善公司海外的经营业务，提升企业核心竞争力，带动国内业务的发展，用先进技术和丰厚资金为其提供支撑和支持，又能在在这个过程中，经历远比国内并购更加激烈的国际竞争，与对手不断切磋相互学习，不断提升企业综合能力，掌握行业的最新资讯，保持国际视野，调整和把握公司的战略方向。

（三）实现公司国际化战略。

国家电网一直在适应经济全球化进程，坚持引进来、走出去相结合，加强国际经济技术交流与合作，发挥比较优势，积极参与能源等相关领域的国际分工。2017 年国家电网的国际化战略目标是：以集团化运作为核心，整合优势资源，完善国际业务战略布局，增强可持续发展能力和核心竞争力；境外投资、跨国能源合作、国际工程、电力设备出口和技术咨询服务能力显著提高，跨国经营能力显著提升；成为具有境外电力投资、建设、运营、服务一体化运作能力的世界一流能源企业。国家电网对意大利国家能源网实施股权并购，可以对国际国内“两个市场、两种资源”进行统筹利用，拓展公司的发展空间，不断提升公司的国际竞争力和国际影响力，有助于公司进一步实现国际化战略。

三、并购双方企业介绍

（一）并购企业—国家电网。

国家电网公司成立于 2002 年 12 月 29 日，是根据《公司法》设立的中央直接管理的国有独资公司，注册资本 8,295 亿元，以投资建设运营电网为核心业务，是关系国家能源安全和国民经济命脉的特大型国有重点骨干企业，也是全球最大的公用事业企业。国家电网连续 17 年获得国务院国资委业绩考核 A 级，连续 8 年获得标准普尔、穆迪、惠誉三大国际评级机构国家主权级信用评级，在 2021 年的《财富》世界 500 强中排名第 2 位。近 20 多年来，国家电网持续创造全球特大型电网最长安全纪录，建成多项特高压输电工程，成为世界上输电能力最强、新能源并网规模最大的电网，专利拥有量连续 10 年位列央企第一。

根据国家鼓励国内企业海外投资的总体战略，国家电网公司于 2007 年开始积极开展海外投资，先后在东南亚、南美洲、欧洲和大洋洲等地投资优质资产，成功转变为以“三电一资”为重点的发展方式，不断提升国际话语权。同时，在国际化过程中，国家电网公司科学统筹，稳健经营，实现海外业务合理布局，有力促进了经营绩效提升和国有资产保值增值，

也带动了国内电工装备出口，成为中国高技术产业“走出去”的成功典范。截止 2020 年 6 月，国家电网已投资运营菲律宾、巴西、葡萄牙、澳大利亚、意大利、希腊、阿曼、智利和中国香港等 9 个国家和地区的骨干能源网。

（二）交易对方—意大利存贷款公司。

意大利存贷款公司（CDP）持有意大利输电网公司（TERNA）29.85%的股权和意大利天然气网络公司（SNAM）30.01%的股权。意大利输电网公司、意大利天然气网络公司都是意大利知名上市企业，股东、董事、管理层在意大利法律和上市公司规则下各司其责，已形成完善的治理结构，小股东利益得到了充分的保证。

意大利输电网公司是意大利国家级输电公司，并购时点资产总额约 147.35 亿欧元，拥有和运营覆盖意大利 98.8%的输电网络，同时负责意大利全国输电网的调度，以其 6.36 万公里输电线路长度计算，该公司为世界第六大电网运营商。

意大利天然气网络公司是意大利国家级天然气公司，并购时点资产总额为 238.36 亿欧元，主营输气、配气、储气以及液化气气化等业务，其输气管网是欧洲主要输气走廊的重要组成部分。

（三）交易标的—意大利存贷款能源网公司。

意大利存贷款能源网公司（CDPRETI）是意大利存贷款公司（CDP）全资控股公司，其具备完善的治理结构，也是让国家电网收购意大利能源网公司项目盈利的保障。

意大利能源网业务属于自然垄断业务，在监管政策框架下运营。根据监管政策，监管业务收入主要包括运营费用、折旧与资产回报等内容。运营费用回收了生产运营成本，折旧回收了资产投资，资产回报形成了企业利润。并且资产回报以监管资产为基数，乘以监管回报率。监管回报率与无风险利率挂钩，而与实际输送的能量无关，经营风险较小。

四、并购交易过程

2013 年 11 月，意大利政府宣布了 120 亿欧元的私有化计划，其中包括意大利存贷款公司能源网络资产。意大利为了降低政府高达 2 万亿欧元的公共债务，也为了筹建基建项目建设资金，因此出售政府持有资产，而欧洲电网等能源网络资产一直是国家电网公司海外投资的重点方向之一。

比起前几次“走出去”之路的艰难审慎，国家电网公司的“二次欧洲行”书写起来更加从容、淡定。2013 年 9 月，国家电网公司董事长刘振亚在意大利与意大利存贷款公司进行会谈，了解意大利政府有关国有资产私有化的进程。2013 年 12 月 24 日，国家电网公司收到意大利存贷款公司发来的第一阶段非约束性报价邀请函。

随后，国家电网公司组建项目团队，聘请外部顾问，开展案头尽职调查和估值等工作，提交了非约束性报价。2014年5月6日，国家电网公司收到意大利存贷款发来的第二阶段投标流程函，邀请国家电网公司参加第二阶段约束性报价投标。通过案头和现场尽职调查、管理层访谈、估值及竞争态势分析等工作，提出约束性报价方案并经过公司决策程序后，于2014年6月30日递交约束性报价。双方通过对报价条件的澄清、讨论，最终达成一致意见，于同年7月31日完成签约。

2014年7月31日，中国国家电网公司收购意大利国有融资机构意大利存贷款公司全资子公司意大利存贷款能源网公司35%股份终于尘埃落定。意大利总理马泰奥·伦齐，中国驻意大利的大使李瑞宇，以及中国国家电网公司董事长刘振亚，三位共同见证并购双方的代表正式进行协议的签署。此次并购属于我国在意大利进行的最大规模的投资。国家电网公司在投资菲律宾、巴西、葡萄牙、澳大利亚之后，又一次成功的投资于欧洲成熟市场，在全球化战略的棋局中落下至关重要的一子。

2014年11月27日，国家电网完成了从意大利存贷款公司收购意大利存贷款能源网公司35%股权交易的交割。

五、并购后续发展

国家电网在收购时表示，意大利输电网公司和意大利天然气网络公司的资产规模及其在欧洲市场的影响较大，且都是意大利知名上市企业，已形成完善的治理结构，加之意大利电力和天然气监管政策成熟透明，监管回报较好，经营风险较小，投资这两家公司符合国家电网的国际化战略，这将进一步优化国家电网在海外的资产布局，扩大国家电网在海外的影响力。

国家电网入股意大利存贷款能源网公司后，向意大利存贷款能源网公司、意大利输电网公司和意大利天然气网络公司派遣董事和管理人员，可进一步保障公司的股东利益。并且依托国家电网公司在大电网运营等领域的技术、管理优势，加之与意大利存贷款公司密切合作，可进一步推动意大利存贷款能源网公司及旗下意大利输电网公司和意大利天然气网络公司的稳定运营和发展，提高其行业竞争优势，为能源网公司和意大利社会经济发展创造价值。

国家电网并购意大利存贷款能源网公司后，从财务绩效分析结果来看，国家电网公司的盈利、营运、偿债和成长能力四个方面的会计指标，在2014年及并购之后的两年表现情况来看基本较好，但在某些方面仍存在一定的问題。具体来说，国家电网的净利润逐年增加，成本费用利润率和销售利润率逐年提升，说明在生产和销售方面的整合完成得较好，经营稳健，盈利能力在维持稳定的基础上有所提升，成长能力也很突出。同时，国家电网的资产负

债率虽有小幅波动，但仍处于适宜的水平，非流动资产占比高导致流动比率和速动比率一直处于较低的水平，但也与其自身的主要业务相适应，所以仍可为国家电网的短期偿债能力提供一定的保障。但是另一方面，国家电网财务指标存在的问题就是，营运能力差，总资产周转率，存货周转率和应收账款周转率逐年下降，说明国家电网在并购之后的整合仍不到位，国网自身规模较大，并购使得资产使用效率和公司各方面的周转效率变低，国家电网需注重并购后的整合以及运转效率的提高。

其次，从非财务绩效分析结果来看，电网对存贷款能源网公司的并购使得国家电网的竞争能力有所提高，具体表现在市场份额的扩大，行业地位的提升，品牌竞争力以及产品竞争力得到提高，还有研发协同性的增强，这些方面都属于并购双方的优势互补。同时，国家电网并购意大利存贷款能源网公司与我国产业发展政策相一致，为此也得到了我国较好的政策支持，在一定程度上也促进了国家电网在意大利并购能源网公司的成功实施。只是在业务整合方面，由于国家电网自身的规模较大，以及意大利能源网公司成熟的管理体系，组织机构与业务流程的相互融合存在一定的困难，产品所执行的标准不同，产品协调性也表现一般，这就需要国家电网通过一定的方式方法增强对于被并购企业的统一管理，增强资产有效性以及运营效率。

最后，结合国家电网对存贷款能源网公司并购的背景，意大利想要加快推进国有企业私有化的进程，要把股权交易收获的 21 亿欧元用来支撑意大利经济，以帮助意大利本国实现经济复苏，而国家电网公司把握住了这有利时机，将实体经济的长期投资同意大利政府的需求不谋而合，不仅以 21 亿欧元的投资额实现了中国企业在意大利的投资，也是中国自欧元区金融危机以来投资于欧洲国有基础设施的成功交易，这标志着国家电网公司在意大利正式开展了能源网业务，由此看来，国家电网并购意大利存贷款能源网公司是中意两国能源领域合作的里程碑，可以称得上是强强联合、互利共赢。

虽然并购之后的整合方面存在一些问题，但是并购所产生的规模经济和协同效应对于并购双方都是具有重要的现实意义，基本达到了并购最初的目的。一方面，有助于意大利为削减巨额政府债务而推行的私有化政策的实施，国家电网公司将充分发挥在电网等能源网络发展和运营领域拥有的先进技术专长和丰富的管理经验，与合作伙伴意大利存贷款公司共同致力于提升企业价值，促进意大利经济社会发展。另一方面，对于国家电网来说，有利于其科学统筹，稳健经营，实现海外业务合理布局，有力促进了经营绩效提升和国有资产保值增值，提升企业在国际市场上的品牌知名度。同时也可带动国内电工装备出口，成为中国高技术产业“走出去”的成功典范。

资料来源：

-
- [1] 马歌遥. 国家电网跨国并购绩效分析[D]. 湖南大学,2017.
- [2] 郭纪文. 中国国家电网收购意大利存贷款能源网公司部分股权[N]. 国家电网报, 2014年8月1日.
- [3] 李杉. 国有能源企业跨国并购风险与对策研究[D]. 西南财经大学,2014.
- [4] 国际公司. 公司完成对意大利存贷款能源网公司股权收购的交割[EB/OL]. http://www.stategrid.com.cn/html/sgid/col1230000190/2016-01/07/20160107151517631919807_1.html, 2014年11月28日.

华西能源增资巴基斯坦 Grange Power Limited

2015年3月27日，华西能源与巴基斯坦 Grange Power Limited 公司签署了《巴基斯坦 Grange Power 150MW 电站项目 EPC 工程总包合同》。根据 EPC 工程总包合同，华西能源负责巴基斯坦 Grange Power 150MW 电站项目 EPC 工程总包。为把握巴基斯坦电力需求市场快速发展的机会，推动巴基斯坦 Grange Power 150MW 电站项目建设的顺利开展，经相关各方友好协商，华西能源于 2015 年 10 月 8 日与巴基斯坦 Grange Power Limited 公司签署了《增资入股协议》。华西能源拟出资 2,958 万美元（折合人民币约 18,784 万元）增资巴基斯坦 Grange Power Limited 公司。增资完成后，华西能源将持有标的公司 51% 的股权，成为其控股股东，华西能源将全面负责巴基斯坦 Grange Power Limited 电站项目的投资、建设、运营。

一、并购环境

（一）宏观环境。

我国实行“改革开放”政策以来，经济快速发展，积累了大量外汇储备。党的“十六大”提出加快企业“走出去”国家战略后，我国企业对外投资的规模和额度均呈现“跨越式”发展，这对我国国民经济和社会发展的“拉动作用”日益增大。根据中国商务部统计结果，2013 年中国累计实现非金融类直接投资 901.7 亿美元，同比增长 16.8%；截至 2013 年底，中国累计实现非金融类直接投资 5,257 亿美元。党的“十八大”以来，中国政府明确提出建设“丝绸之路经济带”的“一带一路”倡议，为中国电力企业积极对外投资指明了新的发展方向。特别是随着金砖国家银行和货币基金、上合组织银行、丝路基金、亚洲基础设施投资银行的接连成立，中国对电力企业开展境外投资的支持力度也在不断加大。

巴基斯坦是中国的友好邻邦。作为南亚拥有 2 亿人口的大国，近年来经济保持较快发展态势，被高盛评为新钻 11 国成员之一。然而基础设施尤其是电力供应的不足成为了该国经济发展的一大瓶颈，2013 年以总理谢里夫为代表的新一届政府上台以来，巴国大力发展包括电力在内的各项基础设施建设。2015 年 4 月，中国国家主席习近平访问巴基斯坦期间，中巴双方签署了总额 460 亿美元的基础设施投资计划。据中国商务部统计，2013 年，中国对巴基斯坦直接投资额流量为 1.64 亿美元。截至 2013 年末，中国对巴基斯坦直接投资存量 23.43 亿美元

(二) 行业背景。

当前，全球产业结构加速调整，基础设施建设步伐加快，发展中国家大力推进工业化进程，这为我国电力企业开展国际合作提供了极其难得的重要机遇。近几年，我国电力行业对外投资趋势迅猛，将国产水电、火电设备和先进技术作为对外投资重点。截止 2014 年，我国电力装机容量达到 13.6 亿千瓦，以年均近 10% 的增长率为国家的电气化发展提供了重要保障。我国电力企业积极响应国家号召并践行“走出去”和“一带一路”倡议，充分利用国际国内“两种资源、两个市场”，参与国际分工和国际合作，其中国有大型电力企业充分发挥了“领头羊”作用，如华能、大唐、中电投等五大发电集团纷纷抢滩东南亚、中亚、非洲等国电力市场；中国大唐集团公司投资的缅甸太平江水电站、柬埔寨斯登沃代水电项目、中国华电集团投资的柬埔寨额勒赛水电站，中国华能集团投资的缅甸瑞丽江水电站均已投入运行并获得稳定的项目收益。中国电力企业按照国际通行的游戏规则，在造福项目所在国的同时，也实实在在地获得了企业利润，为建设和谐世界做出了积极贡献。

(三) 企业背景。

华西能源已成功实施多个国外电站 EPC 工程总包项目，积累了较为丰富的项目建设和管理经验。

华西能源传统的主营业务主要是以设备制造为主，设备涉及特种锅炉、煤粉锅炉等。在公司上市初期，华西能源不断对外寻求新的利润增长点。受国际国内宏观经济环境的影响，华西能源开展的特种锅炉制造业务面临国内外需求有所下滑。但华西能源仍依托其自身锅炉制造的竞争优势，不断延伸产业链，向锅炉总包业务进行拓展，进一步打开成长空间。

二、并购动因

(一) 充分发挥华西能源的优势并获整体经济效益。

投资入股并以大股东身份参与 EPC 工程总包和电厂运营，可以充分发挥华西能源在电站 EPC 工程总包、电厂运营方面的技术和管理优势，更好的控制 EPC 工程进度、缩短工程建设周期；通过内部挖潜和精心组织，更好地降低 EPC 工程建设成本；同时，通过优化设计，提高电厂运行效率，提升项目运营的整体经济效益。

(二) 直接参与海外项目投资运营，提高公司运营服务收入比重。

投资巴基斯坦 Grange Power 电站项目是华西能源公司首个海外直接投资并控股的 BOT 电站项目。通过对项目的投资、建设、运营,改变了华西能源原有海外项目单纯设备供货或 EPC 工程总包的经营模式,有利于提高其运营服务业务收入比重,形成长期稳定、持续的收入来源以及新的利润增长点。

(三) 紧密跟随国家“一带一路”倡议、加快公司国际化经营进程。

增资巴基斯坦 Grange Power Limited 公司是华西能源积极跟随国家“一带一路”倡议，响应电力装备走出去的号召，这样的举措有利于华西能源展开全球重点销售服务网点的布局、有利于加快其国际化经营进程。同时，中巴两国友好往来、关系密切，两国政府对“中巴经济走廊能源项目”高度支持，华西能源在巴基斯坦开展电力项目投资存在商机。

(四) 进一步拓展国际市场，提升华西能源海外市场品牌影响力和竞争力。

巴基斯坦的 Grange Power 电站项目是巴基斯坦近二十年第一个获得政府支持函的高效节能清洁燃烧发电项目，是中巴经济走廊第一个由民营企业投资的火电项目。项目的建设和实施有利于华西能源进一步拓展国际市场，提升其在“一带一路”重点区域国家电力能源市场的品牌影响力和竞争力，促进公司投资运营业务的快速发展。该项目建厂条件比较成熟，是华西能源进入巴基斯坦电力市场的较好切入点。鉴于巴基斯坦政府大力鼓励煤电发展的情况，未来在巴基斯坦电力市场还有更多的煤矿项目、坑口电站、甚至电网等电力项目的契机。

三、并购双方企业介绍

(一) 并购企业—华西能源。

华西能源，即华西能源工业股份有限公司，于 2007 年 10 月 29 日成立，2011 年 11 年 4 日在 A 股上市。华西能源具有雄厚的制造实力、行业领先的研发技术和丰富的客户服务经验，长期以来在国内外发电设备市场有着深远的影响。

华西能源一直专注于各类大中型电站锅炉以及世界先进动力技术的研发、设计和制造，其开发了具有国内领先水平的高新锅炉技术，并发展成为我国专业从事各类特种锅炉研发、设计、制造的大型骨干企业。华西能源将更致力于提供多元化的能源系统解决方案，开发并持续推行更高效节能、更洁净环保的能源转换技术，为中国乃至世界的能源产业的可持续发展提供源源不绝的洁净动力。

1. 相关资产情况。

增资巴基斯坦 Grange Power Limited 约占华西能源 2014 年度末经审计净资产 6.85%，截至公告之日，华西能源已实施完成的对外投资总额累计占公司 2014 年度末经审计净资产的 21.60%。

2. 主要负债情况。

截至收购日前，巴基斯坦 Grange Power Limited 无未披露的重大负债。华西能源所涉及的负债主要为日常生产经营所必须。

(二) 交易标的—巴基斯坦 Grange Power Limited。

Grange Power Limited 是 2008 年于巴基斯坦成立的发电及能源运营公司，原控股股东为 Grange Holding Group。Grange Power Limited 的主营业务主要是发电和能源运营。

表 1 Grange Power Limited 在被并购前的股东构成

序号	股东名称	持股比例
1	Grange Holding Group	75%
2	SDITEC Co.Ltd.	15%
3	Interlink Power System	6%
4	Albario Engineering	3%
5	Shu ja HUssain	1%
	合计	100%

表 2 Grange Power Limited 在被并购后的股东构成

序号	股东名称	持股比例
1	华西能源	51%
2	Grange Holding Group	20%
3	SDITEC Co.Ltd.	15%
4	Interlink Power System	10%
5	Albario Engineering	4%
	合计	100%

数据来源：华西能源工业股份有限公司关于对外投资的公告

1. 相关资产情况。

截至收购日前，Grange Power Limited 机器设备、矿业权等主要资产权属完整，不存在使用限制和权属争议。

2. 或有负债情况。

截至收购日前，有关 Grange Power Limited 或有事项并无确认为预计负债，该项或有事项也并未在报表中披露。

3. 主要财务指标。

截止 2014 年 12 月 31 日，巴基斯坦 Grange Power Limited 公司总资产 17,133.91 万卢比，净资产 1,000 万卢比；2014 年 1-12 月，巴基斯坦 Grange Power Limited 公司实现营业收入 0 卢比、净利润-8,538.91 万卢比。（数据已经审计）

4. 标的所处行业监管体系及法律法规情况。

华西能源对巴基斯坦 Grange Power Limited 项目的投资需要遵循巴基斯坦政府颁布的《外国私人投资（促进与保护）法案》，《经济改革保护法案》，《公司法》等法律法规。

5. 主营业务构成及主要产品用途。

巴基斯坦 Grange Power Limited 主要从事发电（Power Generation）、能源运营。

四、并购交易过程

（一）并购过程。

2015 年 3 月 27 日，华西能源与巴基斯坦 Grange Power Limited 公司于签署了《巴基斯坦 Grange Power 150MW 电站项目 EPC 工程总包合同》。根据 EPC 工程总包合同，华西能源负责巴基斯坦 Grange Power 150MW 电站项目 EPC 工程总包。。

该燃煤电站 EPC 工程总包项目包括设备供货（Offshore Contract）和建安服务（Onshore Contract）两部分构成，合同履行期限为，合同生效后的 29 个月，付款方式为。预付款 15%、进度款 80%、质保金 5%。

在并购前期，华西能源战略与投资委员会严格按照《战略与投资委员会工作细则》履行职责，积极开展工作。报告期内，战略与投资委员会召开了 5 次会议，对其增资巴基斯坦 Grange Power Limited 公司的对外投资事项进行了事前分析论证，审查相关资料通过会内表决并提交董事会审议，为董事会和股东会的审议决策提供基础支撑。

经相关各方友好协商，华西能源于 2015 年 10 月 8 日与巴基斯坦 Grange Power Limited 公司签署了《增资入股协议》。公司于 2015 年 10 月 9 日召开第三届董事会第二十次会议，会议以 9 票同意，0 票反对，0 票弃权，审议通过了《关于增资巴基斯坦 Grange Power Limited 公司的议案》。华西能源拟出资 2,958 万美元（折合人民币约 18,784 万元）增资巴基斯

坦 Grange Power Limited 公司。增资完成后，华西能源将持有标的公司 51%的股权，成为其控股股东，华西能源将全面负责巴基斯坦 GP 电站项目的投资、建设、运营。

(二) 相关交易风险。

1. 政治风险。

自谢里夫总理执政以来，巴基斯坦政治总体保持稳定，但也面临诸多挑战。联邦政府与地方政府的权利之争使得巴国省政府在项目开发与审批等政策上拥有较大自主权，而中央政府对国家资源的分配也具有倾向性。巴基斯坦政治大局在较为稳定的情况下，巴国的政治和社会层面对华均友好。中巴战略伙伴关系随着“中巴经济走廊”大型合作项目的推进而不断深化，“高层政治”方面的政治风险并非核心威胁。真正的政治风险主要在于巴国内的恐怖主义、地区主义等社会政治矛盾，这将会带来一定的投资风险。

2. 社会风险。

巴基斯坦 2013 年以来执行积极的外交政策，加大力度发展经济，大力惩治贪污腐败，政治、安全形势得到较大改观。但由于该国长期以来一直受恐怖主义威胁，安全形势仍不容乐观。由于贫困和失业现象严重，社会上偷盗、抢劫等案件经常发生。在与阿富汗接壤边境省，还存在极端势力、恐怖主义和宗教冲突的巨大隐患。Grange Power Limited 燃煤电站项目位于巴基斯坦旁遮普省南部萨希瓦尔市阿里夫，社会相对安定平稳，相比较巴基斯坦国内其他地区而言，风险较低。

3. 经济风险。

(1) 巴基斯坦宏观经济情况。

巴政府大力推行广泛的结构改革，改善投资环境，大力吸引外资，鼓励直接投资，外商允许拥有 100%股权，允许自由汇出资金。世界银行南亚经济聚焦 2015 年春季报告对巴基斯坦经济表现予以肯定，认为巴基斯坦经济将持续复苏，私营和金融部门将快速发展，税收也将保持稳定。尽管 2016 年以来巴基斯坦经济呈现复苏迹象，但高额的财政赤字、高信贷成本和安全局势导致投资持续下滑、能源紧缺的顽症、持续恶化的国际收支状况等问题都不可能在短期内解决。在政策层面，同 IMF 达成的严格的财政稳固计划将限制政府的财政开支，央行持续紧缩性的货币政策也将制约巴基斯坦经济增长前景。

(2) 汇率风险。

巴基斯坦实行市场汇率政策。主打产品纺织品出口乏力、进口大户石油进口量居高不下，同时还要不断偿还 IMF 的贷款。IMF 在 2013 年 10 月发布的《世界经济展望》报告表示，卢比贬值、电力上涨而电力补贴减少将推动巴国通胀率继续上升。物价水平不断上涨，这将

导致民众购买力下降，消费市场需求不振。2012 年四季度，人民币汇率从之前的贬值预期到升值和贬值预期交替出现，人民币兑美元汇率一改过去持续小幅单边升值趋势，呈现明显的小幅波动整理特征。2016 年 9 月 30 日（华盛顿时间）国际货币基金组织（IMF）宣布纳入人民币的特别提款权（SDR）新货币篮子于 10 月 1 日正式生效，这标志着人民币国际化进入了一个新的历史时期。华西能源对巴基斯坦 Grange Power Limited 项目的投资采用的是美元结算，需要考虑到人民币兑美元汇率的波动会产生一定的影响。

4. 外汇兑换风险。

并购时巴基斯坦境内，得到授权可从事外汇经营的银行可以不经巴基斯坦中央银行的事先批准，为境内外的巴基斯坦居民开立外汇帐户。在巴基斯坦境内设立的外资公司，包括投资银行及含有外资的公司，也可以开立、使用外汇帐户。允许外国投资者将全部资本、资本所得、红利和利润汇回。目前巴基斯坦在贸易结算和计价方面使用美元，巴央行仅持有美元计价的储备资产。巴基斯坦获取外汇的渠道较少，这导致了巴基斯坦对外汇的管控较严，中方企业汇出利润存在困难，在巴子公司还款中国的母公司也不自由，手续较为复杂。

5. 税收风险。

在税收体制上，巴基斯坦税收分为联邦政府、省政府和地区政府三级，联邦政府的税收约占 70%左右，税收体系复杂。大部分商品关税税率为 5%-35%，中巴自贸协定(FTA)于 2007 年 7 月 1 日起实施。巴基斯坦的税制复杂多变，极不稳定，近年来巴基斯坦政府为提高财政收入，不断扩大税基和提高税收幅度。这种方式虽然可以打击一部分企业的偷税漏税行为，从而增加税收，但是也在一定程度上严重打击了外国企业在巴基斯坦当地投资的意愿。华西能源投资巴基斯坦 Grange Power Limited 项目建设面临的主要税收风险来自于：一税收筹划风险。由于项目所在国巴基斯坦税收体制的复杂性，若未对投资和融资架构、建设和运营模式进行统筹设计和安排，将导致项目综合税负提高甚至带来处罚或其他损失的风险；二税收政策遵从风险，主要是巴基斯坦 Grange Power Limited 在日常涉税业务管理中容易发生漏报、错报、滞纳、滥用税法等行为导致的风险。三税收政策变化风险，主要是巴基斯坦税法体系及税收政策变化的风险，包括调高税率、取消优惠政策等使项目综合税负增加的风险。

6. 法律风险。

法律风险主要包括：巴基斯坦的外商投资法律法规不健全，对外国投资者的利益保护还欠完善。在涉及自身利益发生较大变化的情况下，巴基斯坦政府基于自身利益在项目执行过程中经常修订已有的法律或者制定新的法律；比如，2015 年 6 月 25 日，巴电力监管局(NEPRA)宣布，经综合考虑国际风电项目成本下降等因素，决定将风电项目的购电价格从 13.1998 卢比每千瓦时下调至 10.6048 卢比千瓦时。电力监管局要求相关投资者在接受新价格安排后的一年内完成项目融资关闭，并在融资关闭后 18 个月内完成项目建设。这项法律的颁布直接

导致了一些中国电力企业正在主导开展的风电项目预期投资回报无法得到保证，项目前期工作暂停。

五、并购后续发展

（一）项目投资回报率较高、具有较好的经济效益。

巴基斯坦 Grange Power 150MW 电站项目预计总投资 2.34 亿美元，其中项目资本金投入预计 5,865 万美元，其余资金通过融资方式获得，项目工期预计 29 个月。根据巴基斯坦电力政策，火电项目投资年资本金回报率为 24.5%；根据 Grange Power 公司财务模型预测，项目建成投产后，预计前 10 年年均可实现利润约为 2,300 万美元。

（二）项目市场需求及燃料供应有保障。

巴基斯坦国内长期缺电、急需电力供应，市场需求风险小：项目建成后，将有助于缓解巴基斯坦超过 10% 电力缺口，促进当地经济发展。

资料来源：

- [1] 欧贵臣. C 公司巴基斯坦燃煤电站项目的风险管理研究[D]. 西安科技大学, 2020.
- [2] 邓越. 中国电力企业在巴基斯坦并购中的风险控制——基于上海电力并购卡拉奇电力(KE)公司案例[J]. 当代经济, 2018(11): 116-119.
- [3] 李朝朝. 中国企业投资巴基斯坦的风险及防范研究[D]. 河北经贸大学, 2018.
- [4] 宋远. 中国企业对巴基斯坦投资的风险思考——基于“中巴经济走廊”视角[J]. 中外企业家, 2017(31): 48-50.
- [5] 刘曼. 中国对巴基斯坦投资研究[D]. 云南大学, 2016.
- [6] 华西能源官网. 华西能源 2015 年年度报告. https://pdf.dfcfw.com/pdf/H2_AN201603290014121852_1.pdf?1459273827000.pdf.
- [7] 华西能源官网. 华西能源工业股份有限公司关于对外投资的公告. <https://stock.tianyancha.com/Announcement/eastmoney/5d552b5af55b9c12504522a926b7804d.pdf>.
- [8] 华西能源官网. 华西能源工业股份有限公司关于签订日常经营重大合同的公告. <http://xinpi.stcn.com/finalpage/2015-03/31/1200764783.PDF>.

“一带一路”的教育先行者

厦门大学设立马来西亚分校

近年来中国大学效仿西方发达国家高校，在海外建立分校，其中以厦门大学马来西亚分校最受瞩目。2016年厦门大学在马来西亚设立了我国重点大学的首座海外分校。马来西亚分校是中国政府明确支持的中国第一所海外大学，是秉承了陈嘉庚先生无私办校精神、回馈马来西亚社会的非盈利大学。

一、设立海外院校理由

（一）宏观环境。

中国曾因“冷战”原因，被西方国家和受西方影响的部分东南亚国家封锁，其中就包括当时的马来西亚联合政府。但近年来，中国经济崛起，国际贸易发展迅速，孔子学院在世界各地建立，引发华语学习热潮。尤其东盟国家与中国互动频繁，经济、教育、文化等领域的深层次交流与积淀推动了互利往来的新认识。

近10年，中国的高等教育质量较高，留学费用可承受，设有医学、工程、商业研究、法律等专业引入英语教学课程，在国际上得到进一步的发展。马来西亚于2011年4月与中国签署了学历学位互认协议，增加了赴中国留学的马来西亚学生数量，未来这一趋势将不断加深。

（二）在马华人支持。

福建省是诸多爱国华侨的故乡，福建籍马来西亚华人有着兴资办学的传统。20世纪五六十年代，在马来西亚捍卫华语教育的著名人物有陈祯禄、沈慕羽、林连玉、黄庆云、叶金福等，他们祖籍都是福建。马来西亚华语教育历经坎坷，现已在东南亚地区取得不俗成绩，其良好的华语文化传统和浓郁的华语学习氛围都为厦门大学马来西亚分校的未来发展增添动力。

此外，马来西亚华人积极捐资助学，支持厦门大学马来西亚分校建设。2013年初李氏基金宣布成立“马来西亚分校奖学金”，以帮助家庭困难但学业优秀的学生。李氏基金的命名由来自于丹斯里拿督李光前（1893.10.18-1967.6.2），他是新加坡与马来西亚一带的慈善家，陈嘉庚先生的女婿。同样，马中华总商会署理总会长拿督戴良业协助处理校地购买、大学注册

及一切相关事宜。2013 年底，马来西亚首富郭鹤年宣布向厦大马来西亚分校捐赠 1 亿马币（合 2 亿人民币），用于修缮图书馆主楼建筑。

（三）厦大的“品牌效应”。

2011 年，马来西亚教育部时任副部长拿督何国忠就曾表示过选择厦门大学在马来西亚开办分校的理由，厦门大学在马来西亚的知名度很高，有很强的品牌效应。原马来西亚总理中国事务特使黄家定也表示，厦大是一所与东南亚接触较广、国际化倾向比较明显的中国重点高校，有很多学科如海洋、化学、化工、信息、能源、金融、会计、中西医、东南亚研究等都是中西兼容，有很强的学术品牌，在东南亚具有很高的学术声誉。

（四）厦大的“历史缘由”。

厦门大学和马来西亚的历史渊源由来已久：成立于 1956 年的厦大南洋研究院，是中国最早的研究东南亚问题的学术机构，马来西亚研究一直是其科研重点。2005 年，厦大成立马来西亚研究所，是当时国内唯一研究马来西亚的专门学术机构。但南洋和马来西亚的研究在当时受到诸多条件的限制，属于“边缘”研究范畴。随着中国经济腾飞、国内高等教育快速发展，“边缘”研究逐步取得重视。此次海外设立分校，厦门大学将进一步促进中国与马来西亚及周边国家和学术研究的开展，使得中国于东南国家于周边地区教育领域的交往更加密切。

（五）“嘉庚精神”延续。

1921 年，爱国主义者、杰出华侨领袖陈嘉庚先生亲自创办厦门大学，为海内外培养人才；93 年后，厦门大学回到陈先生事业取得成功的马来西亚创办分校，是一种历史的回馈。

二、分校设立历程

厦门大学马来西亚分校(Xiamen University Malaysia)，简称厦大马校(XMUM)，于 2016 年正式办学，是第一所在海外设立的中国知名大学分校，是厦门大学海外直属校区，由厦门大学全资所有。2011 年 3 月，时任马来西亚高教部副部长何国忠提出，希望能有一所中国大学去马来西亚办分校，教育部经研究选中了厦门大学。2012 年 4 月，马来西亚首相向时任中国总理温家宝表示欢迎厦门大学到马来西亚建立分校。2013 年 1 月 21 日，时任马来西亚高教部部长拿督斯里莫哈末卡立正式向原厦大校长朱崇实移交马来西亚高教部邀请厦大到大马创办分校的信函。同年 10 月，中国国家主席习近平和马来西亚首相拿督斯里纳吉共同见证了中国国家开发银行、马来西亚新阳光集团和厦门大学共同签署的一个协议，共同支持建设厦门大学马来西亚分校。《2013 年教育大事记》将厦门大学马来西亚分校筹建列为 2013 年全国教育大事之一。马来西亚分校于 2014 年 5 月正式动工。

三、分校建设情况

（一）学部院系。

马校的教育层次包括本科、硕士和博士，教育理念和学位授予与厦大本部保持一致，所授学位得到中国和马来西亚两国教育部认证。马校使用英文教学，实现中国元素和国际化教育的完美融合。作为一所综合性院校，马校主要设立了能源与化学工程学院、信息科学与技术学院、海洋与环境学院、经济与管理学院、中国语言文化学院、医学院等学院部系。其中，中国—东盟海洋学院依托厦门大学本部学科优势创建，由外交部提议并命名，是首批启动的中国—东盟海上合作基金支持的建设项目之一。目标是为中国和东盟各国培养输送高层次海洋人才。作为我国海洋学科走出国门的第一次探索，中国—东盟海洋学院将为共同建设 21 世纪“海上丝绸之路”做出突出贡献。

截至 2021 年，马校共开设了 19 个本科专业，分别是汉语言文学、新闻学、广告学、会计学、金融学、国际商务、中医学、化学工程与工艺、海洋技术、新能源科学与工程、科学媒体技术等，同时开设了包含博士学位在内的 8 个研究生专业。在 2017 年教育部学位与研究生教育发展中心公布的全国第四轮学科评估结果中，厦门大学马来西亚分校共有 1 个 A+ 类专业，4 个 A 类专业，7 个 B+ 类专业，2 个 B 类专业和 1 个 C 类专业。

（二）师资队伍。

厦门大学马来西亚分校师资队伍由厦门大学本部派遣教师和全球招聘的优秀教师组成，分别来自美国、英国、加拿大、澳大利亚、新加坡、德国、奥地利、伊朗、韩国等不同国家和地区，其中至少 80% 的教师拥有博士学位，为学生提供相关领域的专业基础及前沿知识。

（三）招生情况。

厦门大学马来西亚分校于 2016 年 2 月迎来首批学生，2016 年 9 月迎来首批中国留学生。计划在 2022 年达到 1 万名学生的最终规模目标，包括 9000 名本科生和 1000 名研究生。届时，马来西亚本地生源、中国国内生源以及其他国家(地区)生源各占三分之一。

（四）办学特色。

厦门大学马来西亚分校的建立是中马两国教育合作与交流的新成果。分校秉持教学与科研并重的办学理念、尊重学生个性、挖掘学生潜能，通过课堂教育、各种学术和实践活动以及丰富的校园文化生活，注重培养学生的专业能力和综合能力。

四、分校设立初期面临的挑战

马来西亚分校建校初期面临的挑战主要来自于四方面：收支平衡问题、强势英语教育问

题、中国国际教育没有可借鉴经验问题、按时保质保量开学的问题。

（一）如何达到财务收支平衡。

厦大马来西亚分校没有获得马来西亚当地政府的财政拨款，只能依据自身力量解决财务问题。厦大在建设分校之初承若“不拿回一分钱”虽然这种做法有陈嘉庚先生当年发展华人教育的广阔胸怀，但在当时，建设马来西亚分校正处于国际经济形式下行的情况下，对厦门大学的财政收支平衡是一个很大的挑战。因此，对分校而言，如何在建校初期确保顺利招生、如何确定恰当的学费标准，皆是挑战。

（二）如何打破强势英语教育。

英语在国际教育语言列居首位，马来西亚民众一直信任英国教育体制。九所英联邦大学在马来西亚设立分校，例如澳国立大学、纽卡斯尔大学等，足以证明当地学生就读的心理取向。虽然中国国力日益强大、国际地位不断提升，凭借语言使用者人数以及全球消费能力为衡量标准的华语国际地位也有所提升，但如何打破马来西亚公众的只有英语教育才是最好教育的传统观念，坚持不以盈利为目的的发展原则，不断提升教育质量，这些都是厦门大学马来西亚分校应予以重视的挑战。

（三）如何符合马来西亚教育标准。

厦门大学马来西亚分校需逐步完成马来西亚教育部所设定的各类等级认证。等级认证管理在马来西亚有着严格的规定，认证的时间可长可短，要根据分校运营的实际操作情况和确定的标准来决定。以澳大利亚莫纳什大学为例，其马来西亚分校于 1998 年 7 月设立，十二年后，也就是 2010 年方才取得马来西亚高教部自我评级认证，也因此得以在医学学士、外科学士和临床医学学士方面建立声誉。

马来西亚教育部对认证非常严谨，不受任何国家的干预与影响。其中的一个例子就是英国诺丁汉大学。2009 年 9 月诺丁汉开办马来西亚分校，2001 年获得英国“企业女王奖”（the Queen's Award for Enterprise），2006 年获得英国“工业女王奖”（the Queen's Award for Industry）。英国政府极少明确肯定与支持英国高校在海外的的发展，诺丁汉大学能够在马来西亚创校伊始就受到如此高规格认同，证明其办学成就与不俗实力。然而外界的影响并不能取代马来西亚教育部的认证。该分校虽然开设有诺丁汉的优势文理科项目，学科项目已经广受外界好评，然而还没有获得马来西亚教育部的相关认证。根据这些分校的平均认证时间估算，并按这些名校在世界的排名衡量，厦门大学马来西亚分校在设立初期站稳脚跟尚属不易。

（四）如何应对激烈的招生竞争。

位于马来西亚的世界名校建立的分校已有 10 所，其中澳大利亚 3 所，英国 6 所。在这些高校中，有 4 所办学时间超过 10 年，实力雄厚，享有盛誉。譬如，澳大利亚科廷大学马

来西亚分校尽管地处偏远，但其以高水平的教育质量和丰富的管理经验吸引了来自 40 余个国家的近 3500 名学生。诺丁汉大学在马来西亚办学投入的师资力量不亚于本土，并设有荣誉等级学位制，分为四种：一等荣誉学士、二等上荣誉学士、二等下荣誉学士和三等荣誉学士学位。对比之下，厦门大学在马来西亚设立分校初期面临不小的竞争。

不仅要面对已有的世界一流大学在马建立分校带来的教育国际化的竞争，还将面对更多的国际分校教育国际化的竞争。自 1997 年开始，马来西亚政府已经邀请多所世界名校在其首都办学，多年发展下来，首都的地理面积已经不足以开发更多分校，所以马来西亚政府开发了柔佛新区。这样一来，马来西亚政府倡导的国际教育模式突破了地理环境的限制，又保证了教育资源的均衡发展。马来西亚政府的目标是建设亚洲国际教育基地，鼓励更多世界一流大学建立分校的规划会一直持续。因此对于厦门大学而言，同意在马来西亚办分校就是做好了面对教育国际化竞争的准备。

五、马校取得成果

尽管任务艰巨，困难重重，但是厦大仍紧跟“一带一路”倡议，设立分校至今，马来西亚分校在多种领域取得了丰硕的成果。

（一）学科研究成果。

截至 2021 年 5 月，厦门大学马来西亚分校师生已发表 SCI 论文 641 篇，其中近 50% 刊载于 SCI-Q1 期刊，高引论文 32 篇，充分展示了分校在发表高水平科研论文、开展学科建设方面的努力和取得突出成绩。

根据 Essential Science Indicators (ESI) 2021 年 1 月最新一期的数据显示，马来西亚分校临床医学学科进入 ESI 全球前 1%，是分校目前首个进入 ESI 全球前 1% 的学科。

马来西亚教育部于 2020 年公布了 2020 年“基础研究基金”（Fundamental Research Grant Scheme）的评审结果。分校的 8 位分别来自经济管理、能源化工、电子信息工程和数学专业的教师获得了立项资助，立项总经费约 83 万马币。马来西亚“基础研究基金”（FRGS）主要资助与马来西亚国家战略发展密切相关领域的课题，主要包括：纯科学与应用科学、工程技术、临床与健康、社会科学、艺术、自然和文化遗产、信息通信等。该基金旨在促进产生有助于知识发展的新理论、新概念、新思想，并提高创新发展能力。

（二）赛事成果。

立校五年来，厦门大学马来西亚分校学生热情参与各类国际、马来西亚及中国赛事，在二十余个学术类、创新类赛事中荣获四十余项大奖，其中创新类赛事包括第三届、第四届、第五届、第六届“互联网+”大学生创新创业大赛，首届中马青年创新创业大赛，首届中国“AI+”

大学生创新创业创造大赛等，学术类赛事包括国际大学生程序设计竞赛、Simon Marais 数学竞赛、国际大学生数学建模竞赛、中国-东盟短片节、国际华语水平大赛等。

（三）国际院校合作共赢。

厦门大学马来西亚分校已与澳大利亚国立大学、都柏林商学院、纽卡斯尔大学等 15 所国际知名院校签署了合作协议，与昆士兰大学、加州大学河滨分校达成了合作伙伴关系，争取为学生提供更多交流及升学机会。

2018 年 4 月，厦大马来西亚分校与澳大利亚国立大学签订关于学术合作的谅解备忘录。这一合作旨在促进两校在互惠领域的交流合作。澳大利亚国立大学在马来西亚仅与三所高校机构签署了谅解备忘录。

2018 年 5 月，厦门大学马来西亚分校与爱尔兰都柏林商学院签订关于学术合作的谅解备忘录。都柏林商学院作为一所私立院校，虽未被列入广泛使用的全球教育的院校排名，但雇主满意度和爱尔兰最大的商学院规模足以体现它的强大实力。

（四）校企合作成果。

马来西亚分校一直十分重视毕业生就业工作。2018 年，厦门大学马来西亚分校分别与德勤（Deloitte）、英富保软件科技（Infopro）、大马中医（MTCM Hub）、麦丝中医（Mythmedix TCM）、顶级手套（Top Glove）、信义玻璃（Xinyi Energy Smart）等知名行业领先公司签署了校企合作谅解备忘录。

2020 年，马来西亚分校和阿里云举办合作备忘录线上签署仪式。阿里云和厦门大学马来西亚分校之间的合作，将增强学生在数字经济时代的就业竞争力。通过厦门大学马来西亚分校的云计算课程建设，阿里云为分校师生提供大量由专家整合的相关资源。同时，阿里云还将和校方共同举办各种研讨会和培训活动。

（五）招生范围扩大。

截止到 2019 年下半年，分校人数从 2016 年 2 月的 200 名首批马来西亚新生，增长到约 5,000 名在校生，分别来自马来西亚、中国、印度尼西亚、孟加拉国、埃及、赞比亚、韩国、日本、斯里兰卡和乌兹别克斯坦等 28 个国家和地区。

六、设立马校意义

马来西亚分校是厦门大学在海外全资设立的、具有独立校园的分校，也是第一所在马来西亚设立的中国大学分校。马来西亚分校的愿景是成为一所教学与科研一流、多元文化交融的国际性大学，并以培养有尊严、有智慧的青年人才，使他们成为良好的区域公民，为马来

西亚、中国与东盟的人民福祉和社会进步作出贡献作为使命。马来西亚分校的王瑞芳校长以“教育丝路”为着眼点，结合“一带一路”倡议的核心内涵，分析了教育合作在“一带一路”发展中的重要作用。他认为，教育合作有利于提升“一带一路”沿线国家和人民的相互理解和相互信任，促进文化交流、进行合作研究、培养国际人才，营造友好的文化生态和舆论环境。厦大马来西亚分校是镶嵌在“现代海上丝绸之路”上的一个教育明珠，意义重大，时机恰好，是中国高等教育和中国文化“走出去的”典范，也是两国教育合作心的里程碑。

资料来源：

[1] 厦门大学马来西亚分校 [EB/OL]. (2012-10-30) (2015-01-23). http://baike.baidu.com/link?url=TcXsVJnlCJcr-nanxKIy7aVDSDOOr-Z8BMg4S4w5et7SUZkMN1Y_gc3r1gQ8hKMGc4zs8fPE7nTqJ6sXrnvXK.

[2] 郭洁.厦门大学马来西亚分校办学之 SWOT 分析 [J]. 西南交通大学学报(社会科学版), 2015(6).

[3] 财新网.厦大马来西亚分校：历史的回馈. <https://international.caixin.com/2017-05-14/101090209.html>.

[4] 厦门大学新闻网.厦门大学马来西亚分校与六家企业签署校企合作协议书. <https://news.xmu.edu.cn/info/1003/11590.htm>.

[5] 厦门大学新闻网马来西亚分校临床医学学科首次跻身 ESI 全球前 1%。 <https://news.xmu.edu.cn/info/1005/38814.htm>.

[6] 钱伟,何山燕.中国高校在东南亚办学的新探索 [J]. 高教探索, 2017(3)

[7] 刘进,闫晓敏,李兰香 [斯里兰卡],费查伦 加尼 穆罕默德 [马来西亚],哈梦颖.“一带一路”沿线国家的高等教育现状与发展趋势研究(三)——基于对马来西亚教育工作者的访谈. 世界教育信息, 2018(7).

洛阳钼业收购刚果（金）铜钴矿

2016年5月9日，洛阳钼业宣布其全资子公司——洛阳钼业控股有限公司（CMOC Limited）及洛阳钼业（作为CMOC Limited的担保方）与Phelps Dodge Katanga Corporation（PDK）及Freeport-McMoRan Inc.（FCX，即自由港麦克米伦公司，作为PDK担保方）签署了股权认购协议。并购交易的标的为PDK旗下FMDRC（Freeport-McMoRan DRC Holdings Ltd. (Bermuda)）100%的股权。FMDRC间接持有位于刚果（金）境内TFM 56%的股权，11月17日，洛阳钼业发布公告称，公司已经以现金支付方式完成并购刚果（金）铜钴矿项目的交割。

一、并购环境

（一）宏观环境。

洛阳钼业跨国并购刚果（金）TFM公司时正处于全球化程度持续加深的背景下，世界各国愈加依赖国际经济贸易，国际贸易与投资的政策法规逐步放宽，营造出宽松的跨国并购环境。受全球经济衰退以及国内经济结构转型影响，2016年，中国处于产业升级和转型的关键时期，多半行业亟需对资金、技术以及劳动力等资源实施优化配置，越来越多的产业亟需借助并购促成大范围整合，许多企业也寄希望于通过并购提高自身市值与业绩。伴随“走出去”与“一带一路”倡议的推行，跨国并购已发展成中国企业“走出去”的重要方式，我国政府于2015年相继出台了《商业银行并购贷款风险管理指引》以及《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红回购股份的通知》等一系列政策，这为企业进行跨国并购带来有利支撑。

表 1 2010-2016 年中国企业对外投资并购金额

年份	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
并购金额 (亿美元)	254	500	434	529	569	544.4	1353.3

数据来源：根据 2010-2016 年中国对外直接投资统计整理得出

从表 1 中可看出，受到内在需求与外在政策双重利好的影响，2016 年中国企业对外投资并购活动十分活跃，并购金额呈现出爆炸式增长状态。

（二）行业背景。

自 2015 年下半年起，全球矿产行业步入严冬时期，2016 年初国际矿产行业迎来了最为

艰难的时刻，国外品质较优的矿场资源估值处在有史以来一个较低的区间。受到全球经济低迷以及大宗商品价格连续下跌的影响，许多国际矿业公司的生产与经营遭受冲击、发展备受限制。部分国际产业公司选择出售企业部分资产以实现减少债务、剥离非核心资产、专注企业关键业务发展，从而达到改善自身财务状况的目的。矿产资源处于阶段性周期底部以及行业的持续低迷状态加快推动了企业间的兼并重组，同时也有利于我国资金实力雄厚的大型矿业集团进行战略性海外资源并购。

（三）企业背景。

洛阳钼业此前主要经营的是钼、钨、铜等产品，钼、钨、铜的价格波动对其经营业绩产生直接的大范围影响。洛阳钼业一直致力于推进国际化投资战略，收购稀缺资源，以求增强自身企业抗风险能力。2013年，洛阳钼业花费约8亿美元收购了位于澳大利亚境内NPM铜金矿80%的权益，开启了其推进国际化战略的序幕。受市场低迷影响，FCX公司2014与2015年经营业绩持续出现亏损状况。2015年末，FCX的负债高达210亿美元。FCX向社会公众表明愿意出售部分资产并在2016年筹到至少30亿美元用来偿债，使其财务状况能够回归良好状态。这为洛阳钼业提供了跨国并购刚果（金）TFM公司的有利机会。

二、并购动因

（一）扩大经营规模，降低生产成本。

TFM公司拥有大量铜钴资源，并有着从开采到深度加工的全套工艺和流程，是一家已经发展较为成熟的矿业公司。TFM在2015年铜、钴资源的销量分别达到4.67亿磅与0.35亿磅，其中铜是直接向最终客户进行销售，不经过中间环节，而大部分钴的初级产品则是销售至FCX位于芬兰的下属公司FCO。TFM拥有现成且大范围的销售渠道与客户，并购TFM有助于洛阳钼业开拓国际市场，扩大经营规模。与此同时，TFM的生产线较为完整，能够直接继续使用，从而使洛阳钼业的铜产量提高。TFM的铜矿资源可以强化洛阳钼业铜的相关业务，支撑企业逐步成为在国际市场有一定立足之地的铜生产商。

（二）获取稀缺资源，提升盈利能力。

TFM拥有的Tenke Fungurume矿场中存在大量高品位的铜钴矿石资源，并且其钴的储量位居世界前列。受到新能源汽车行业高速发展的影响，锂电池的需求量愈发增大，钴正是制造锂电池必不可少的材料，因此钴资源将越来越重要，钴这一资源也将变为关键的利润增长点。通过跨国并购TFM获取稀缺资源，有利于提高洛阳钼业的盈利能力。

（三）增强市场势力，占据领导地位。

大气污染的加剧推动了新能源汽车的问世，近年我国已经将发展、壮大新能源汽车产业

作为战略目标。而钴正是制造电动汽车三元锂电池的关键材料，在如今倡导环境保护与低碳经济的年代，钴资源对我国新能源汽车市场的发展有着不可忽视的重要作用。刚果（金）钴储量占全球 48%¹，世界钴资源的供应严重依赖刚果（金）的供给，洛阳钼业并购 TFM 后，将增加中国企业占据全球精炼钴产量的比重，具有重要战略意义。得益于新能源汽车以及手机、电脑等对锂电池的需求，钴的需求量逐年增加，钴价居高不下，洛阳钼业通过并购 TFM 将会迅速成为全球具有重要地位的钴供应商，占据钴资源市场的领导地位，有益于增强其市场竞争力。

（四）优化资产组合，实现多元化经营。

钼、钨、铜产品的销售收入是洛阳钼业营业收入的主要来源，同时还有小部分黄金业务，而这些矿产资源价格受市场动荡影响较大，所以洛阳钼业的经营业绩与这些矿产资源的价格息息相关。通过并购刚果（金）TFM 企业，洛阳钼业将拥有大量钴资源，从而增加企业矿产品种，丰富产品种类，优化企业资产组合，最终达到多元化经营这一战略目标。多元化经营能够增强企业的抗风险能力，企业拥有多种矿产不仅有利于分散风险、提升企业经营业绩，同时也将进一步扩大洛阳钼业的全球矿业版图，多元化的产品组成更加有利于洛阳钼业成长为世界一流的大规模矿业公司。

三、并购双方企业介绍

（一）并购企业—洛阳钼业。

洛阳钼业，即洛阳栾川钼业集团股份有限公司，成立于 1999 年，是河南省百强企业和洛阳市 16 家重点企业之一。2007 年 4 月 13 日，洛阳钼业在香港公开发行 H 股成功上市，2012 年于上海证券交易所上市。洛阳钼业位居《2020 福布斯》全球上市公司 2000 强第 1,463 位，2020 年财富中国 500 强第 151 位，2020 全球矿业公司 50 强（市值）排行榜第 22 位。

洛阳钼业所处的行业为有色金属矿采选业，主要业务包括了钼、钨、铜、黄金等基础与稀缺金属的采选矿、冶炼、深加工以及研发等方面。企业凭借多资源、多业务以及完整的上下游一体化产业链，成长为中国最大的钨生产供应商以及世界领先的钼、铜生产商之一。

（二）交易标的—FMDRC 公司。

洛阳钼业通过其香港子公司 CMOC Limited 向 PDK 购买 FCX 旗下 FMDRC100%的股权。

FMDRC 为 FCX 间接控制的全资子公司。FMDRC 间接持有位于刚果（金）境内 TFM56%

¹ 数据来源：美国地质调查局（USGS）2016 年矿产品年鉴（Mineral Commodity Summaries）

的股权。自 2016 年 3 月 16 日设立以来 FMDRC 股本结构未发生变化。

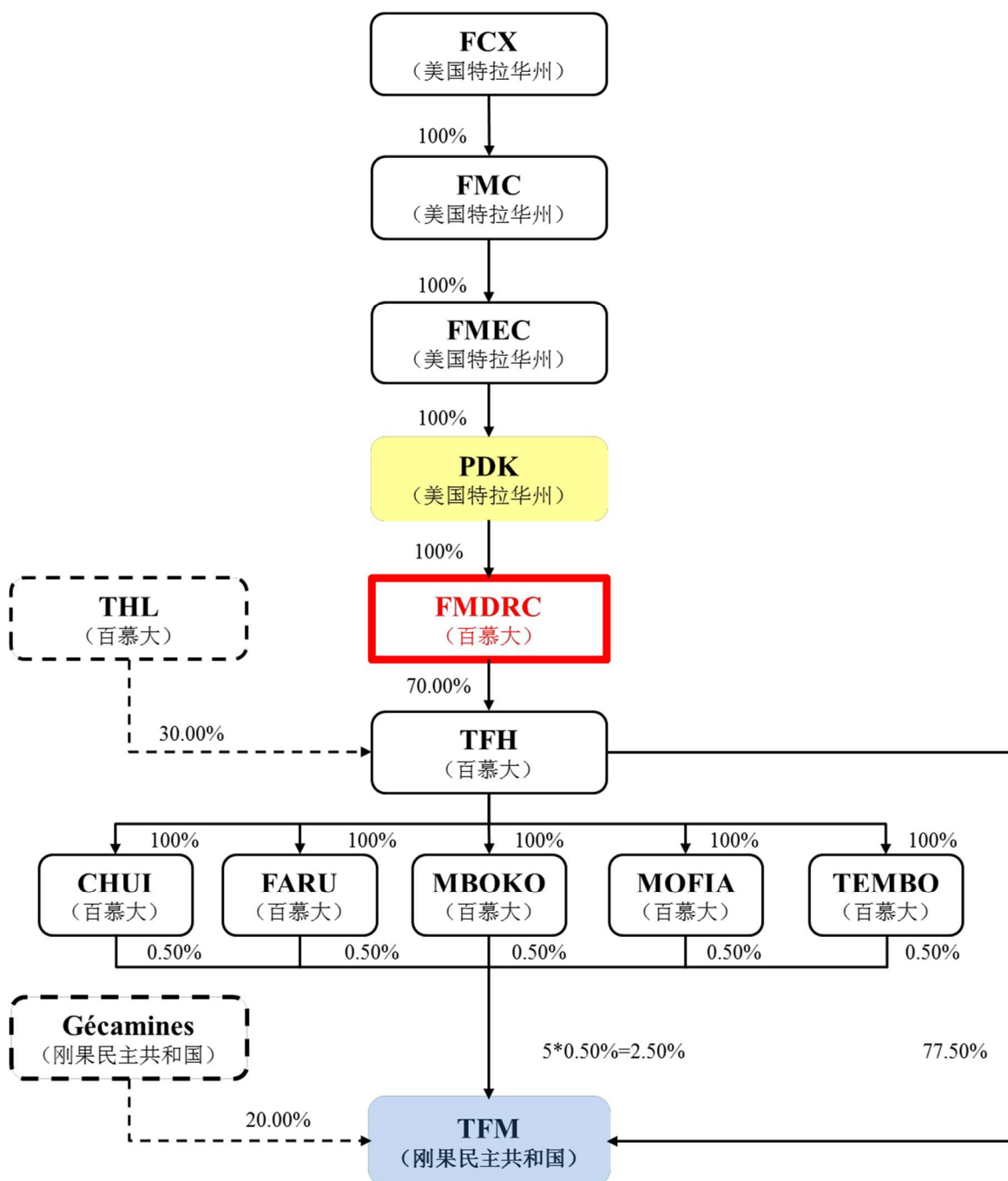


图 1 洛阳钼业收购前标的公司的控制权结构

数据来源：洛阳钼业重大资产购买报告书

注 1：架构图中 PDK 以黄色填充示意，交易标的 FMDRC 以红色方框示意，标的公司

旗下的主要子公司 TFM 以蓝色填充示意；

注 2: 根据 2005 年 9 月 28 日, TFM 与 Gécamines、TFH、CHUI、FARU、MBOKO、MOFIA 和 TEMBO 签订的《Amended and Restated Shareholders Agreement》, 及 2010 年 12 月 11 日, 上述各方补充签订的《Addendum No.1》, Gécamines 持有的 TFM20%的股权为不可稀释股权, 在任何生产经营活动中, Gécamines 不负有出资的义务。

洛阳钼业跨国并购 TFM, 通过直接持有 FMDRC100%的股权, 从而获得 TFM56%的股权。并购交易的实质即为通过收购交易标的实现对 TFM 的控制。

表 2 FMDRC 中关于 TFM 的 6 大矿产权资产部分 (截止 2016 年)

序号	权利名称	证件编号 (旧)	证件编号 (新)	证照 类型	地块数	证照 颁发日	有效截止日	申请 (勘探 开采)	所在地
1	TENKE	Mining Concession No.198	Permit No.123	开采许 可证	448	02/10/20 09	16/09/2020	铜、钴 矿及其 其他相关 物质	Lubudi, Kolwezi , Katanga, DRC
2			Permit No.9707	开采许 可证	405	02/10/20 09	16/09/2020	铜、钴 矿及其 其他相关 物质	Lubudi, Kolwezi , Katanga, DRC
3			Permit No.9708	开采许 可证	134	20/10/20 09	16/09/2020	铜、钴 矿及其 其他相关 物质	Lubudi, Kolwezi , Katanga, DRC
4			Mining No.159	开采许 可证	435	04/08/20 06	12/08/2026	铜、钴 矿及其 其他相关	Lubudi, Kolwezi ,Katanga

	FUNGURUME	Concession No.199						物质	,DRC
5			Permit No.4728	开采许 可证	135	04/08/20 06	12/08/2026	铜、钴 矿及其 其他相 关物 质	Lubudi, Kolwezi ,Ktanga, DRC
6			Permit No.4729	开采许 可证	322	04/08/20 06	12/08/2026	铜、钴 矿及其 其他相 关物 质	

数据来源：洛阳钼业重大资产购买报告书

TFM 是 Tenke Fungurume Mining S.A.(藤科丰古鲁美)的简称，成立于 1996 年，是一家一体化矿业公司。TFM 公司业务包括铜、钴矿勘探、开采、冶炼、加工与销售等多方面，主要产品为电解铜和氢氧化钴初级产品。

TFM 的 Tenke Fungurume 矿区位于刚果（金）Katanga 省境内，是全球范围内储量最大、品位最高的铜、钴矿产之一，也是刚果（金）国内最大的外商投资项目。根据科能国际矿业咨询（RungePincockMinarco，简称 RPM）出具的储量报告，Tenke Fungurume 矿区铜钴储量丰富，未来发展潜力巨大。

Tenke Fungurume 矿区的地理位置如下：

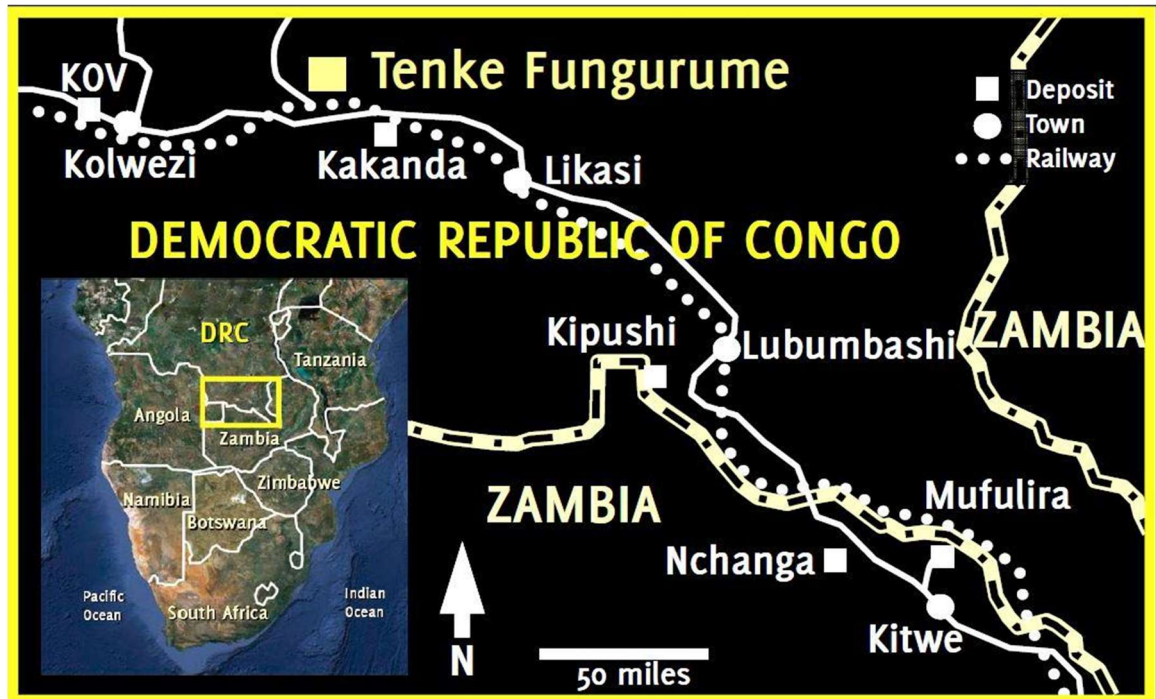


图 2 Tenke Fungurume 矿区的地理位置

图片来源：洛阳钼业重大资产购买报告：

表 3 TFM 主营业务收入情况（2014-2016 年第一季度）

单位：千美元

项目	2016 年 1-3 月	2015 年度	2014 年度
电解铜	253,974	1,122,831	1,299,658
氢氧化钴	68,566	286,864	287,095

数据来源：洛阳钼业重大资产购买报告书

洛阳钼业在收购交易完成后，铜、钴产品业务规模大幅增长，表现成较强的盈利能力。

1. 主营产品的工艺流程。

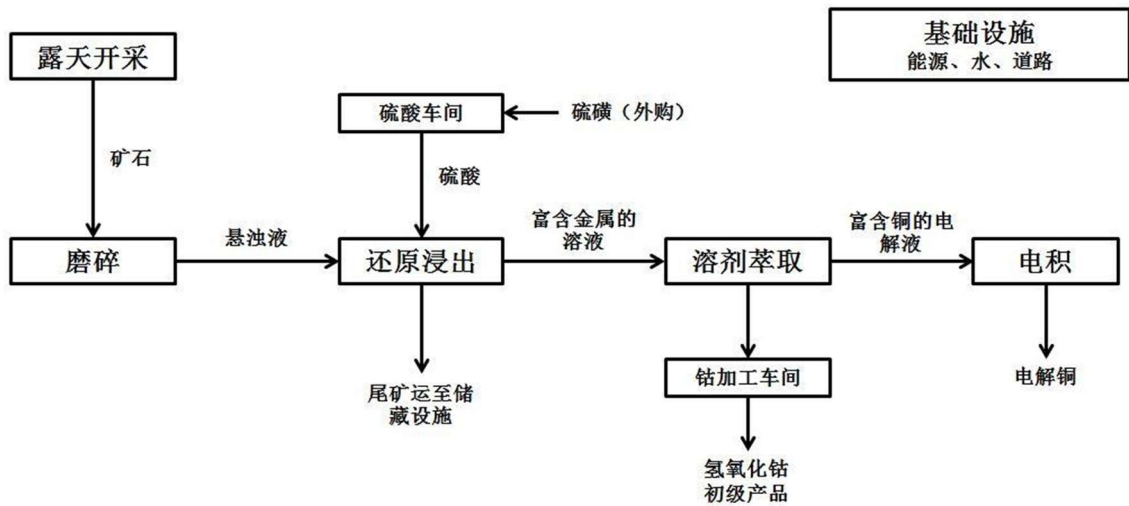


图 3 TFM 主营产品的工艺流程图

图片来源：洛阳钼业重大资产购买报告书

TFM 的生产工艺分为采掘和磨碎、还原浸出、溶剂萃取及电积四个步骤，其独特的逆流倾析和沥滤工艺不仅可以降低企业的生产成本，同时增加产品产量。

2. 主要经营模式。

TFM 生产的电解铜一般销售给包括荷兰托克在内的大宗商品贸易商；氢氧化钴主要销售给芬兰的 FCO 及中国的钴冶炼厂商。同时，TFM 有多种采购模式。在生产模式方面，TFM 根据矿山当前储量服务年限以及预计铜、钴市场价格制订了生产模型，每年根据市场对铜、钴产品的需求及铜、钴产品价格走势调整生产计划。

3. 主要经营许可资质。

根据相关出具的 TFM 法律意见书，截至收购日前，TFM 所开展的业务中都获有相应所需的主要认可和批准，且所正式取得、更新或已支付相关财政税费的执照、许可、批准对于 TFM 开展其当时的相关业务已为足够。当时 TFM 存在不符合刚果森林法案的情形，或可能导致处罚，但一直以来并未导致 TFM 所持许可的撤销或采矿活动的终止。

4. 矿产资源的储量情况。

截至 2016 年 3 月 31 日，Tenke Fungurume 矿区的资源量情况如下表：

表 4 Tenke Fungurume 矿区的资源量情况

露天矿资源量								
矿石类别	类别	矿石量 (百万 吨)	铜品位 (%)	钴品位 (%)	可酸溶 铜品位 (%)	可酸溶 钴品位 (%)	铜金属量 (百万 磅)	钴金属 量(百 万磅)
淋溶	测量的	0.8	0.8	0.54	0.5	0.47	15.0	9.8
	表明的	1.1	0.7	0.56	0.4	0.48	15.3	13.1
	推断的	0.7	0.4	0.49	0.3	0.42	6.3	7.8
	小计	2.6	0.6	0.53	0.4	0.46	36.6	30.8
氧化	测量的	115.0	3.0	0.31	2.7	0.24	7,615.6	785.6
	表明的	114.3	2.6	0.27	2.3	0.21	6,458.9	676.8
	推断的	31.1	2.9	0.19	1.9	0.16	1,503.8	131.7
	小计	260.4	2.7	0.28	2.4	0.22	15,578.3	1,594.2
混合	测算的	42.3	3.4	0.28	1.6	0.17	3,151.0	264.8
	表明的	69.8	2.9	0.25	1.4	0.15	4,512.8	383.5
	推断的	22.0	2.2	0.23	1.1	0.13	1,077.0	113.6
	小计	134.1	3.0	0.26	1.4	0.15	8,740.7	761.9
硫化	测量的	13.0	4.3	0.28	0.7	0.11	1,239.8	80.8
	表明的	20.5	3.5	0.21	0.6	0.07	1,560.9	92.6
	推断的	10.5	2.8	0.15	0.3	0.03	653.9	34.9
	小计	43.9	3.6	0.22	0.6	0.07	3,454.7	208.4
露天矿合计		441.0	-	-	-	-	27,810.30	2,595.30

地下矿资源量

矿石类别	类别	矿石量 (百万 吨)	铜品位 (%)	钴品位 (%)	可溶解 铜 (%)	可酸溶 钴 (%)	铜金属 量(百万 磅)	钴金属 量(百 磅)
淋溶	测量的	3.7	3.0	0.34	2.64	0.25	240.1	27.2
	表明的	26.4	3.0	0.29	2.68	0.22	1,770.9	170.6
	推断的	13.2	3.2	0.28	2.78	0.19	917.0	79.9
	小计	43.3	3.1	0.29	2.71	0.22	2,928.0	277.8
氧化	测量的	5.8	3.4	0.20	1.71	0.12	436.2	25.4
	表明的	59.3	3.2	0.26	1.52	0.15	4,175.8	340.1
	推断的	155.9	3.0	0.30	1.43	0.16	10,413.6	1,016.3
	小计	221.0	3.1	0.28	1.46	0.16	15,025.6	1,381.9
硫化	测量的	1.0	3.2	0.31	0.6	0.06	67.7	6.4
	表明的	25.4	2.9	0.22	0.8	0.04	1,644.1	125.6
	推断的	91.8	3.0	0.25	0.8	0.05	6,081.6	506.5
	小计	118.2	3.0	0.25	0.8	0.05	7,793.5	638.5
地下矿合计		382.5	-	-	-	-	25,747.1	2,298.2
总计		823.5	-	-	-	-	53,557.4	4,893.5

数据来源：洛阳钼业重大资产购买书

截至 2016 年 3 月 31 日，Tenke Fungurume 矿区的储量情况如下表：

表 5 Tenke Fungurume 矿区的储量情况

矿石种类	分类	矿石量 (百万 吨)	铜品位 (%)	可酸溶 铜品位 (%)	钴品位 (%)	可酸溶 钴品位 (%)	铜金属 量(百 万磅)	钴金属 量(百 万磅)
露天矿	证实的	79.7	3.20	2.84	0.32	0.25	5,616.0	567.1

	概略的	57.3	2.74	2.44	0.30	0.24	3,457.3	372.5
	小计	136.9	3.01	2.67	0.31	0.25	9,073.3	939.6
矿石堆场	证实的	46.2	1.3	1.2	0.31	0.26	1,328.2	314.9
	概略的	-	-	-	-	-	-	-
	小计	46.2	1.3	1.2	0.31	0.26	1,328.2	314.9
所有区域 (露天矿+ 矿石堆 场)	证实的	125.8	2.5	2.2	0.32	0.26	6,944.2	882.0
	概略的	57.3	2.7	2.4	0.30	0.24	3,457.3	372.5
	小计	183.1	2.6	2.3	0.31	0.25	10,401.5	1,254.4

数据来源：洛阳钼业重大资产购买书

由上述的资源量及储量看，Tenke Fungurume 矿区的铜矿产资源及泥矿产资源丰富，对洛阳钼业的铜钴产业拓展足以提供强有力支撑。

四、并购交易过程

(一) 并购过程。

表 6 洛阳钼业并购 TFM 实施过程

时间	事件
2016 年 4 月 17 日	董事会审议通过收购 Tenke 铜钴矿 56%股权的议案
2016 年 5 月 9 日	签署刚果（金）铜、钴资产收购项目协议
2016 年 5 月 15 日	董事会审议通过重大资产购买预案（收购境外铜钴业务）
2016 年 7 月 7 日	收到发展改革委员会《项目备案通知书》
2016 年 7 月 13 日	收到河南省商务厅《境外投资企业备案通知书》
2016 年 9 月 6 日	收到南非竞争委员会的通知，无条件批准公司收购项目
2016 年 11 月 16 日	香港子公司 CMOC DRC 向 FMC 支付收购资金
2016 年 11 月 17 日	交割完成

2016年11月18日	股权过户完成
-------------	--------

数据来源：洛阳钼业重大资产购买报告书

FCX 受负债影响，公开表示要出售公司资产来筹集资金，以缓解公司压力。洛阳钼业在获得消息后，第一时间与 FCX 交涉，表示愿出资收购其下属公司 FMDRC。2016 年 4 月 17 日，董事会同意进行此项跨国并购项目，其后交易双方签署收购协议。在实施并购时，持有 TFM 公司 20%股权的刚果（金）国家矿业公司曾公开反对此次交易，并且认为美国自由港公司不能单方面出售股权；与此同时，刚果（金）国家矿业公司也参与了并购报价，甚至还向国际法庭提出了申诉，直到 2016 年 10 月，刚果（金）政府公开表示支持此次交易，这一阻碍才告一段落。在 2016 年 11 月 17 日，交易双方完成交割手续，洛阳钼业顺利完成此项跨国并购项目。洛阳钼业完成收购后，将 FMDRC 改名为 CMOC International，拥有 TFM56%的股权，能够对其实施经营控制权。此次并购完成后，TFM 股权结构图如图所示（并购后 TFM 股权架构图）：

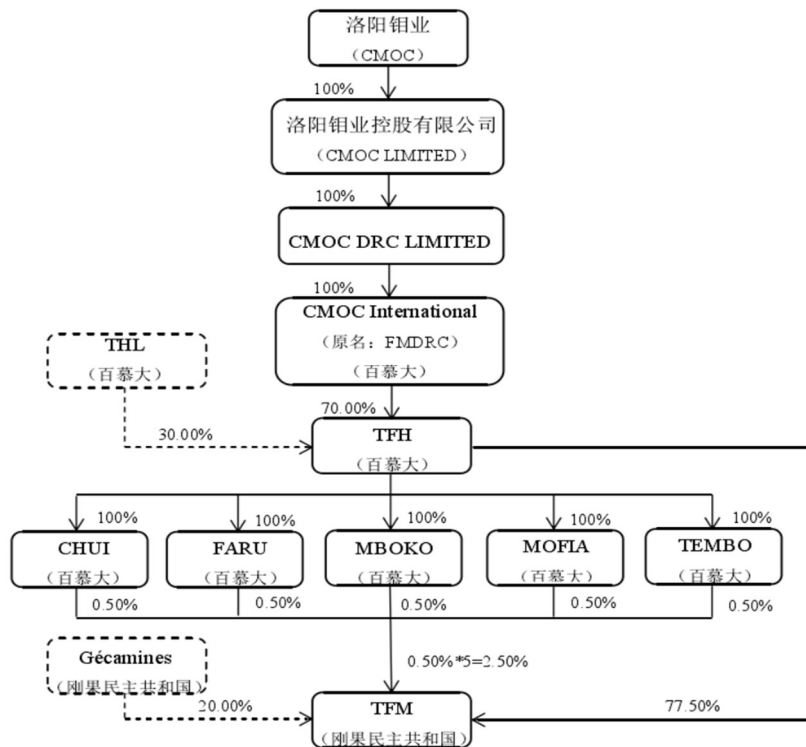


图 4 收购完成后标的公司的控制权结构

图片来源：洛阳钼业重大资产购买报告书

（二）支付方式、融资方案及专业团队准备。

此次交易为现金收购，洛阳钼业通过自有资金、银行借款等方式筹集交易价款。2016年5月20日洛阳钼业发布公开定向增发预案公告，此次非公开发行股票数量不超过56,782.3万股，且每股不低于3.17元，所筹集资金不超过180亿元，其中85亿元用于收购刚果（金）铜钴资产项目。

为推动刚果（金）铜钴资产项目尽快实施，洛阳钼业先使用公司自筹资金支付此次并购的交易对价，发行股票所筹集的资金到位之后再与公司自筹资金进行置换。洛阳钼业自筹资金主要来源于银行借款与自有资金，其中银行借款105.42亿元，所占比重达到60%，企业自有资金为70.28亿元，占总金额的40%。

洛阳钼业在并购刚果（金）TFM之前，只经历过收购澳大利亚境内NPM铜金矿这一项海外并购项目。为减少并购失败的风险，洛阳钼业聘用了在行业内业务能力较高的中介机构共同助力此次跨国并购交易。受洛阳钼业委托，担任此次跨国并购的财务顾问为：兴业证券、平安证券以及东方花旗证券，为企业提供独立的财务顾问报告，与此同时聘请了通力律师事务所帮助企业处理各项法律问题，由中联资产评估集团出具双方资产评估报告，而审计报告由德勤华永会计师事务所出具。

（三）并购交易性质。

根据《重组管理颁发》（中国证监会令第109号），洛阳钼业并购TFM矿产交易构成重大资产重组。

（四）相关交易风险。

1. 外汇波动风险。

由于并购双方日常运营中涉及使用美元、刚果法郎等多种货币，而洛阳钼业合并报表采用人民币编制。收购完成后，人民币、美元等货币之间的汇率变动在未来可能给公司运营带来汇兑风险。

2. 刚果（金）的政治风险。

刚果（金）为全球最不发达的国家之一，社会问题较为突出。2015年1月，刚果（金）曾因政府推迟总统选举日期爆发内乱。此外，联合国长期采取对刚果（金）境内活动的武装团体实施武器禁运，并对破坏刚果（金）和平稳定的相关人员实施旅行禁令和资产冻结等制裁措施。虽然收购时期刚果（金）国内局势有所缓和，政局平稳，且收购标的已平稳运营多年，相关权益受国家法律、法规保护，但随着刚果（金）当时大选在即，不排除未来刚果（金）政治、治安环境出现恶化，对在公司收购标的资产的过程中及收购完成后在刚果（金）的生

产经营中造成不利影响的风险。

针对上述政治风险，洛阳钼业在收购前期提出相应的应对措施如下：一是在收购标的资产前作出相应风险评估。自 1972 年中国与扎伊尔共和国（后更名为“刚果民主共和国”）实现关系正常化以来，两国关系不断发展，政治关系稳定密切，同时，两国在经济层面也存在较多合作。虽然刚果（金）国内存在一定的政治风险，但截至 2016 年，越来越多的中国企业赴刚果（金）投资兴业，中资机构多达数十家，领域涉及矿业投资、工程承包、电信投资、农业投资及贸易企业等。在刚果（金）投资的中国矿业企业包括中国中铁资源集团有限公司、五矿资源有限公司、浙江华友钴业股份有限公司、鹏欣环球资源股份有限公司、金川集团有限公司、紫金矿业集团股份有限公司等。

二是洛阳钼业聘请了境外律师进行尽职调查。根据境外律师的反馈，未发现标的资产在实际运营中受到因政治风险而造成的重大影响。

3. 刚果（金）的资产运营风险。

洛阳钼业在 2013 年内完成了对澳大利亚 NPM 铜金矿的收购，具有一定的运营、管理海外矿产资源的经验。但不同国家的经营环境差异以及业务属性差异为洛阳钼业之后对其标的资产的经营管理带来了巨大挑战。另外，整体规模的拓宽亦增加了洛阳钼业管理及运作的难度，对其组织架构、管理层能力、员工素质等提出了更高的要求，经营管理可能受到一定程度的影响。

4. 与交易标的相关的日常运营风险。

（1）环保相关风险

基于标的公司从事的是矿产资源开采及加工，标的公司生产过程中存在发生环境污染事故的可能。环境污染事故发生后，标的公司有可能会面临包括警告、罚款或暂停生产的行政处罚措施。虽然交易标的在 2016 年洛阳钼业报告书签署日当下不存在因重大环保问题受到相关处罚的情况，但仍存在未来交易标的因环保问题受到处罚甚至被勒令停产的风险。

（2）用电相关风险

虽然刚果（金）具有大量的潜在水电资源，但受限于国内电力设施的落后和管理不善，2015 年当地仅 10% 的人口获得了稳定的电力供应，位于刚果（金）东南省份铜矿带上的矿产企业均需要通过私有发电机弥补巨大的供电不足。随着未来生产规模的扩张，交易标的的日常运营和发展可能存在受限于用电不足的风险。

（3）安全生产相关风险

作为矿产资源开采及加工类企业，标的公司在生产过程中必然产生大量的废石、尾矿渣，

如果排渣场和尾矿库管理不善，存在形成局部灾害的可能。此外，若发生重大自然灾害，如暴雨、泥石流等，可能会对标的公司尾矿库、排渣场等造成危害。

5. 铜、钴金属价格波动风险。

TFM 主要从事铜、钴的开采、加工业务。虽然 TFM 近几年盈利能力较为稳定，但不排除铜、钴价格受国际、国内宏观政治经济等多种因素的影响而不断波动，从而对标的资产和上市公司未来的业绩造成不利影响的风险。

6. 铜、钴储量未达到预期的风险。

根据 RPM 出具的储量报告，交易标的未来发展潜力巨大，但在后续的矿区建设、补充勘查及实际开采过程中，不排除实际储量和资源量低于预期，从而对未来经营业绩产生不利影响的风险。

7. 政府索赔造成潜在损失的风险。

刚果（金）多个政府部门曾对 TFM 提起了大量的税务审计、评估、处罚和其他索赔事项，TFM 采取积极应对和沟通，寻求妥善的解决方案，使得实际赔付金额很少。根据交易对方提供的披露函，2013 年至 2016 年 5 月期间，TFM 所有完结诉讼和争议事项中，总赔付金额占总诉讼和争议金额的比例低于 1%。

根据洛阳钼业境外律师提供的尽职调查报告，TFM 对其适用的法律遵守较好，这些提起索赔的政府部门最终放弃了索赔或者能够以少得多的金额解决索赔事项。但由于刚果（金）政府可能在某项索赔事项结案之后，重新提起该项索赔，因此，TFM 存在由于政府索赔造成潜在损失的风险。

五、并购后续发展

洛阳钼业与 TFM 公司所处文化环境、经营管理模式以及会计制度等方面存在一定差异，因此考虑到此次并购可能存在的诸多整合风险，洛阳钼业采取了因地制宜、较为保守的整合模式。为保持整合期间 TFM 生产经营稳定、保障 TFM 原来设定的经营目标及公司业务与管理的连贯性，洛阳钼业并未急于对 TFM 公司的管理人员进行替换，也未对 TFM 的组织架构与人员做出重大调整，而是在保留 TFM 公司原有工作人员基础之上，安插进自己的团队，逐步实现对 TFM 管理人员的承接与经营控制，以便在并购后一段时间内公司的生产仍可以正常运转，并在 2017 年将工作重点确定为组织建设与人力资源建设，以保障并购后能够顺利整合。

2020 年，洛阳钼业表示，有了并购 TFM 的成功经验，企业将进一步推动其中国管理模式向巴西矿区输出，努力探索中国企业国际化发展之路。

资料来源:

[1] 洛阳栾川钼业集团股份有限公司重大资产购买报告书(收购境外铜钴业务)(草案)(修订稿).http://pdf.dfcfw.com/pdf/H2_AN201609090017579040_01.pdf.

[2][1]李洋.洛阳钼业跨国并购刚果(金)TFM公司的绩效研究. Diss.河北师范大学,2018年7月8日.

[3] 陈凯.基于 EVA 的有色金属企业海外并购绩效分析——以洛阳钼业并购 TFM 为例.江西理工大学硕士学位论文,2020年6月15日.

[4] 洛 阳 栾 川 钼 业 集 团 股 份 有 限 公 司 2020 年 年 度 报 告.https://pdf.dfcfw.com/pdf/H2_AN202103221474808304_1.pdf?1616439197000.pdf.

中化国际收购新加坡上市公司合盛公司

为积极响应国家“走出去”和“一带一路”倡议，中化国际积极开展海外并购。2016年3月28日，中化国际(控股)股份有限公司（以下简称“中化国际”）收购新加坡上市公司 Halcyon Agri Corporation Limited（以下简称“合盛公司”）签约仪式在上海举行。通过现金方式，中化国际于2016年8月22日完成了对合盛公司54.99%的股份的收购，成为合盛公司第一大股东。

一、并购环境

（一）宏观环境。

2000年，中国提出“走出去”战略后，中国橡胶行业最早“走出去”的代表是广垦橡胶、中化国际、海南橡胶等轮胎上游企业。企业通过“走出去”，实现了原材料供给瓶颈突破，在世界橡胶资源最丰富的东南亚国家设立工厂、建设橡胶园。“一带一路”倡议的实施，也为中国橡胶产业“走出去”创造了新的历史机遇。“一带一路”倡议是继建设经济特区、中国加入世界贸易组织之后的第三次改革开放，是高层次、高水平、高质量的开放，为中国天然橡胶产业提供了新的发展思路。

据热科院橡胶研究所统计，截至2015年底，中国企业投资或控股的境外橡胶园超过260万亩，相当于我国国内种植面积的15%，独资建设或控股天然橡胶加工厂32家，加工能力达到147万吨，已经超过国内的天然橡胶产量。随着橡胶工业的发展，中国橡胶产业不能仅局限于产品及产能的输出，而要转向资本输出，谋划整个产业可持续健康发展。作为橡胶制造业大国，中国通过实施“走出去”战略，调整全球的贸易布局、投资布局和生产布局，不仅可以输出橡胶产品，有效实现产能的对外释放，还可以实现设备和技术的输出，促进海外新兴市场的快速发展。中国天然橡胶产业海外发展计划逐渐清晰，与传统出口贸易相比，以资本输出带动产能输出的“走出去”战略更具控制力和主动权。

据农业部《全国天然橡胶优势区域布局规划（2008-2015）》中曾预测，我国天然橡胶消费截止2015年将超过350万吨，较2010年消费量增长近40%。由此可见，我国天然橡胶产业面临较大且持续增长的需求空间。但由于受自然条件限制，我国适宜橡胶种植的地区非常有限，天然橡胶产业资源约束特征明显，供给提升空间有限。因此，推动天然橡胶产业实现国际化发展，构建全球产业链新格局，是缓解中国天然橡胶产业资源约束瓶颈，掌握产业发展的主动权，解决供需矛盾的有效途径。

（一）企业背景。

自 2000 年上市以来，经过十几年的战略转型，中化国际已经由一家贸易业务为主的公司转型成为以精细化工为主业的国际化运营的企业集团。优秀的产业整合和业务组合优化能力是支撑中化国际持续转型发展的核心能力。其中中化国际天然橡胶业务已建立全产业链运营能力，并形成全球布局的强大产业基础，市场份额有了明显的提升，处于全球领先地位。自 2004 年开始中化国际实施向上游延伸的资源战略，通过收购整合国内国际天然胶加工厂以及种植园，中化国际已成为覆盖天然橡胶种植、加工和流通环节的全产业链营运商。收购合盛公司后，中化国际能够在种植环节，公司及下属控股、参股企业在非洲和东南亚拥有的种植园和土地储备位居全球前列，拥有的天然橡胶加工能力规模位居全球前列。

二、并购动因

（一）积极响应国家战略。

中化国际一直践行“以国家战略为指引，深化企业发展战略”的发展理念，服从国家大局，多次为国家战略需要进行天然橡胶的国储收购，圆满完成国家交给的任务。紧跟天然橡胶“走出去”战略，为国家解决紧缺的战略物质储备，对中化国际来说是极具现实意义和战略意义的。

（二）获取优质资产，提升盈利能力。

合盛公司拥有优质天然胶加工资源，管理团队经验丰富，具有精细化市场运作能力，使其在行情普遍下行的时候仍能保持高于行业平均的盈利水平。中化国际通过收购合盛公司，并借此与其现有的 GMG 和其他天然胶资产和业务进行整合，既能够实现产业整合又能够形成优势互补，进而提升对产业上下游的影响力和市场话语权。

（三）拓展资源版图，巩固领导地位。

天然橡胶是我国重要的战略物资，对外依存度高，中化国际承担着“保障橡胶资源安全”的战略使命，自成立以来始终致力于做大做强天然胶产业。近年来持续低迷的胶价正带来行业的加速整合和洗牌，中化国际抓住行业整合机会，有利于拓展资源版图，进一步巩固领先地位。

（四）优化资产组合，实现协同效应。

通过对合盛的收购和收购后期的整合，中化国际将成为全球最大的天然橡胶供应商，在非洲和东南亚拥有超过 15.3 万公顷的土地（包括超过 2.2 万公顷的已种植面积）用于种植；在印度尼西亚、泰国、马来西亚、中国和非洲拥有超过 35 个加工厂，年加工产能合计达到约 150 万吨；整合后的销售网络具备约 200 万吨的天然橡胶和胶乳的销售能力，收购完成

后，中化国际保留合盛公司的核心团队，提升其跨国经营管理的专业化和市场化能力，以期最大程度发挥协同性。

三、并购双方企业介绍

（一）并购企业—中化国际。

中化国际，即中化国际（控股）股份有限公司。1998年12月，脱胎于中国中化集团橡胶、塑料、化工品和储运业务的中化国际在北京成立，并于次年12月在上交所首次公开发行A股1.2亿股，融资9.46亿元。2000年3月，中化国际股票挂牌上市。2020年1月11日，“2019中国企业社会责任500优榜单”发布，中化国际位列第75位。2020年7月，2020年《财富》中国500强，中化国际（控股）股份有限公司排名第193位。2021年5月，中化国际（控股）股份有限公司入选国务院国资委“双百企业”名单。

中化国际是在农用化学品、中间体及新材料、聚合物添加剂、天然橡胶等领域具有核心竞争力的国际化经营大型国有控股上市公司，是国务院国资委旗下的核心企业之一，客户遍及全球100多个国家和地区。

中化国际（新加坡）有限公司（以下简称“中化新”）是中化国际全资子公司，也是中化国际收购新加坡合盛的主体。截至2015年12月31日，中化新总资产103.86亿元人民币，总负债76.52亿元人民币，归属于母公司所有者权益27.34亿元人民币，营业收入149.29亿元人民币，净利润-1.36亿元人民币。

（二）交易对方—Angsana Capital Ltd.等合盛公司股东。

中化国际收购合盛以现金方式收购部分股份。交易对方是合盛公司的五名主要股东。其中：

Angsana Capital Ltd.和Clear Tower Investments Ltd.截止收购前分别持有合盛公司29.85%和10.65%的股份。其余少数股份分别由自然人股东Mr. Pascal Demierre Guy Chung-Wei（持3.63%的股份）、Mr Andrew Trevatt（持3.23%的股份）及Mr Leonard Peter Silvio Beschizza（持2.47%的股份）所持有。

（三）交易标的—合盛公司、GMG公司等。

1. 合盛公司基本情况。

合盛公司于2005年注册成立于新加坡。2013年合盛公司在新加坡创业板Catalist上市，2015年转至新加坡主板上市。合盛公司是全球前五大天胶企业之一，其拥有74.8万吨的加工产能以及超过100万吨的年销售能力。合盛公司的主营业务覆盖整条天然胶产业链包括

天然橡胶种植、加工和营销并且在印尼和马来西亚的共 14 家工厂生产高质量的天然胶。合盛公司售卖自产胶和从第三方供应商购买的贸易胶给广泛的客户群,其中包括全球顶尖的轮胎制造商和百余家工业制造商。合盛公司也在东南亚、中国、南非、美国和欧洲拥有广泛的营销网络,其中包括办事处和物流资产。以下是公司主要股东的持股情况(持股比例大雨 5%)及和合盛公司 2014 至 2015 年的财务情况:

表 1 合盛公司主要股东情况

主要股东名称	股份	股比
Angsana Capital Ltd.	179,092,000	29.84%
Clear Tower Investment Ltd.	63,873,000	10.64%
Credence Capital Fund II (Cayman)Ltd.	52,500,000	8.75%
Singapore Tong Teik Pte Ltd	35,800,000	5.97%
总计		331, 265, 000 55.20%

数据来源:中化国际收购资产公告

表 2 合盛公司财务数据

单位: 百万美元

项目/年份	2014 年	2015 年
资产总额	641.0	660.1
负债总额	480.5	533.4
资产净额	160.5	126.7
项目/年份	2014 年	2015 年
营业收入	479.2	994.7
归母净利润	-9.4	8.5

数据来源: 中化国际收购资产公告

2. GMG 公司基本情况。

GMG Global Limited (以下简称“GMG 公司”)公司于 1999 年成立于新加坡,主要从事天然橡胶产业的上游及下游业务,其核心业务包括天然橡胶的种植、生产和加工。GMG 公

司的客户包括世界最大的 10 家轮胎厂。GMG 公司于 1999 年 11 月在新加坡创业板 Catalyst 上市，2008 年 11 月转至新加坡主板上市。

GMG 公司在多个国家，如喀麦隆和科特迪瓦共和国，均拥有橡胶种植园，同时，GMG 公司的关联方在加蓬、加纳、尼日利亚等地也有种植基地。GMG 公司通过自身及其子公司、关联公司共管理约 7.8 万公顷的橡胶种植地。GMG 公司在喀麦隆、科特迪瓦共和国、印度尼西亚及泰国等地设有 12 家加工厂，最大年产能达 52.7 万吨。

GMG 公司于 2008 年被中化国际收购，成为其子公司，其中中化新持股占比 51.1%。以下是 GMG 公司 2014 年至 2015 年的财务数据情况：

表 3 GMG 公司财务数据 单位：百万新加坡元

项目/年份	2014 年	2015 年
资产总额	1038.8	1023.4
负债总额	241.6	269.8
资产净额	797.2	753.7
项目/年份	2014 年	2015 年
营业收入	806.3	646.7
归母净利润	-40.6	-19.0

数据来源：中化国际收购资产公告

四、并购交易过程

（一）并购过程。

2016 年 3 月 25 日，经中化国际第六届董事会第二十二次会议通过中化新收购合盛公司方案，中化公司将以现金，换股的方式获得新加坡上市公司合盛公司的股权，并通过合盛公司整合 GMG 公司和中化国际天然橡胶资产和业务（包括西双版纳中化橡胶有限公司、海南中化橡胶有限公司和 EUROMA RUBBER INDUSTRIES SDN. BHD. 及中化国际、中化新的天然胶营销业务）。

2016 年 6 月，中化国际将其除 GMG 公司以外的天然橡胶加工和营销业务（包括西双版纳中化橡胶有限公司、海南中化橡胶有限公司和 EUROMA RUBBER INDUSTRIES SDN. BHD. 及中化国际、中化新的天然胶营销业务）装入“中化国际天然橡胶投资（新加坡）有限

公司”（即中化新在境外新设的 SPV 公司）。

2016 年 9 月 9 日，合盛公司发出自愿全面收购要约，通过增发新股与 GMG 公司进行换股。当天，中化新同意将持有的 51.12% 的 GMG 股份换成合盛公司的股份。

2016 年 10 月 3 日，合盛公司增发新股 1.5 亿美元，收购中化国际天然橡胶投资（新加坡）有限公司 100% 的股权，

2016 年 11 月 11 日，合盛公司对 GMG 公司的资源收购邀约关闭，最终收到 97.04% 的 GMG 公司股份，达到 GMG 公司的私有化标准。GMG 私有化完成后，中化国际最终确认持有合盛公司共 877,056,655 股，持股比例达 54.99%。

（二）交易结构和流程。

中化国际收购合盛公司大致可以分为三个步骤，首先中化国际之全资子公司中化新拟以附条件收购新加坡上市公司合盛公司主要股东 30.07% 的股份，并触发对合盛公司的强制现金要约收购；紧接着，合盛公司将发出自愿全面收购要约，通过增发新股与 GMG 公司进行换股；收购完成后，合盛公司将再次增发新股，收购中化国际除 GMG 公司以外的天然橡胶资产和业务。最终，中化国际占合盛公司的股比不少于 60%。具体流程如下：

（1）中化新现金要约收购合盛公司

中化国际全资子公司中化新拟用 0.75 新加坡元/股的对价以现金方式附条件地收购合盛公司五名主要股东所持有的 30.07% 的股份（即 180,439,576 股），并将触发对合盛公司所有已发行股份的强制全面要约收购。此后，中化新持有合盛公司的股份比例不少于 53.98%（持股比例测算如下）。中化新收购合盛公司出资约不少于 2.4 亿新元。

表 4 五名主要股东持股及出售股数

出售股东	出售数量	出售持股比例	总持股量	总持股比例
Angsana	124,092,000	20.68%	179,092,000	29.85%
Clear Tower	23,873,000	3.98%	63,873,000	10.65%
Pascal Demierre	11,274,576	1.88%	21,774,576	3.63%
Andrew Trevatt	10,400,000	1.73%	19,400,000	3.23%
Leonard Beschizza	10,800,000	1.80%	14,800,000	2.47%
总数	180,439,576	30.07%	298,939,576	49.82%

数据来源：中化国际收购资产公告

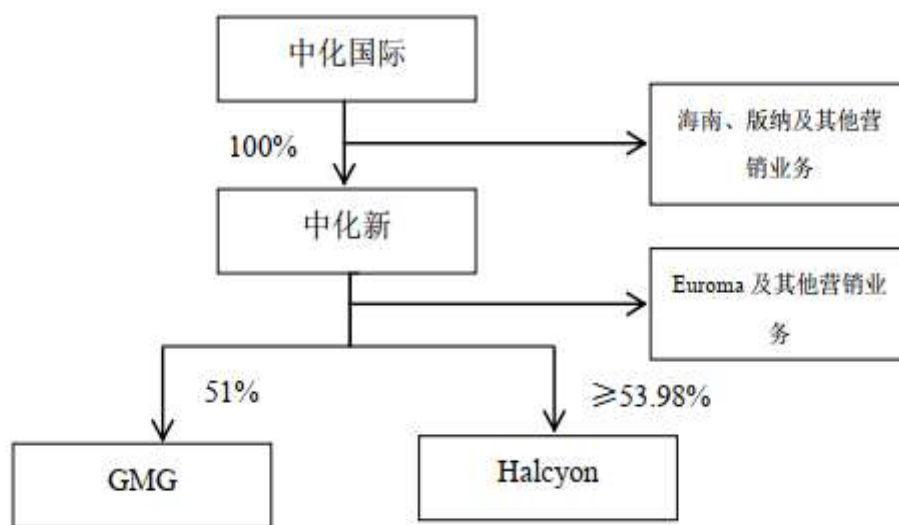


图 1 现金收购要约完成后股权结构示意图

数据来源：中化国际收购资产公告

(2) 合盛公司增发新股与 GMG 换股

现金收购交易完成后，合盛公司发行新股，通过自愿全面要约收购的方式，以 GMG 公司 1 股换合盛公司 0.9333 股的对价，与 GMG 公司进行换股，进而收购 GMG 公司大部分股权。收购完成后，若 GMG 公司不能满足新交所关于自由流通股份比例的要求，中化国际和中化新无意维持 GMG 的上市公司地位，GMG 公司可能因此退市。

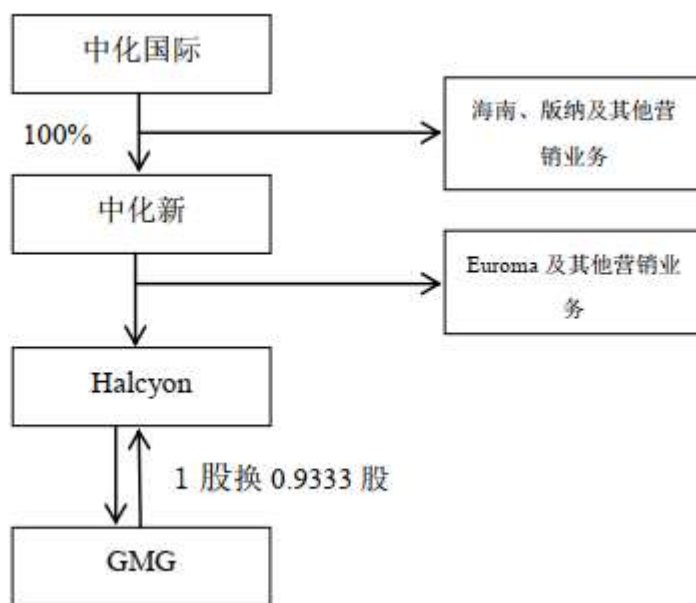


图 2 换股完成后股权结构示意图

数据来源：中化国际收购资产公告

(3) 合盛公司收购中化国际除 GMG 公司以合盛公司外的天然胶资产和业务

通过资产重组，中化国际将其除 GMG 公司以外的天然橡胶加工和营销业务（包括西双版纳中化橡胶有限公司、海南中化橡胶有限公司和 EUROMARUBBERINDUSTRIES SDN.BHD.及中化国际、中化新的天然胶营销业务）装入境外新设的 SPV 公司中。在换股完成后，合盛公司增发新股，以作价 2.1 亿新加坡元的 2.8 亿股合盛公司普通股为对价收购该 SPV 公司。

所有交易完成后，中化国际占合盛公司的股比不少于 60%。

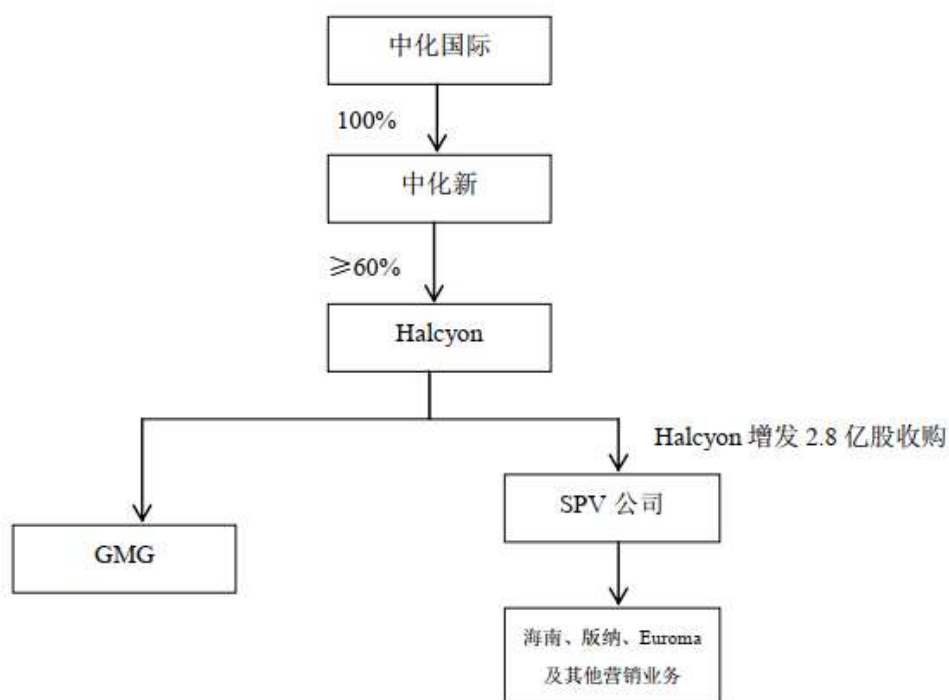


图 3 中化国际占合盛公司的股比情况

数据来源：中化国际收购资产公告

(4) 交易对方的不可撤销承诺

合盛公司的五名主要股东，加上 Mr.GoiSengHui 以及 CredenceCapitalFundII (Cayman) Limited 两名股东（以下简称“主要承诺股东”），总共持有合盛公司 62.73%的股份（共计 376,439,576 股）。他们共同承诺将在合盛公司的股东大会上赞成 GMG 公司换股收购以及收购中化国际除 GMG 公司以外的天然胶资产和业务的议案。

在中化新现金收购合盛公司结束前，如果中化新收购股份的比例低于 53.98%（即 323,939,576 股），主要承诺股东（除了 Credence Capital Fund II (Cayman) Limited）承诺用自己手中所持有的股份，补足差额的部分。

因此，最终中化新在收购交易完成后，所持有合盛公司的股份比例将不少于 53.98%。

(三) 相关交易风险。

1. 政治、法律风险。

收购合盛公司需要考量的问题包括其与我国国内的政治关系好坏及其本国政治稳定性。跨国企业不但要在投资后进行管控，还要面对东道国的政治和外交问题。中化国际天然橡胶业务的种植和加工环节，多数位于东南亚和非洲。在一些政治和市场环境不是很稳定的国家，

往往要面临很大的风险。中化在国际化进程中，通过自身的摸索和总结，逐步形成了因地制宜、因企业制宜的灵活多变合作模式，以尽可能规避风险。

2. 天然橡胶价格波动风险。

天然橡胶是重要的战略物资和工业原料，在国防和民生方面应用极为广泛和重要，具有极为重要的战略意义。一般天然胶的价格周期在 6-9 年，2006-2008 年橡胶的价格在历史高位运行，这极大地刺激了各天胶主产国的种植热情，这些新种植的天然胶在 2011 年全面进入开割高产期，天然胶的供大于求的局面将一直持续，严重压缩上游种植环节的利润。价格的大幅度波动容易损害胶农的利益，影响我国天然胶的自给率。天然胶的投资周期相对较长，既要考虑当期回报，更要考虑 25-30 年一个种植周期的合理投资回报。中化国际可利用胶价低迷时，优化种植环节和加工环节的布局。种植环节，优化现有土地储备的布局并拓展优质资源布局，通过改善树龄结构和并购成熟的橡胶种植园，实现可持续发展和稳定盈利。加工环节，把握进退有度，适当关闭亏损的产能落后工厂，或变更其用途；寻找有利的质优企业进行并购。建立橡胶期货研究中心，利用金融手段调控、规避胶价风险。

3. 管理运营风险。

中化国际收购合盛公司后将其所有天然橡胶业务整合至新合盛公司，但其橡胶业务分布在亚、欧、非三个大洲，十多个国家，全部使用中国的管理团队是不可能的。并且橡胶业务是一个长的投资周期，并购后通过撤换整个原有的管理团队的方式是不可行的，也是会出大问题的。所以在管理团队的组合上最好是控股公司和当地管理团队的融合。通过制定正确的公司愿景和发展目标，有效调动员工的积极性，形成合力。通过企业管理文化和培训，打造一支跨地域、跨语言、跨文化的“国际化本土”团队。这方面，中化国际始终致力于企业价值与员工成长的共同提升，培养了一支具有国际化视野、熟知本土市场、锐意进取、充满活力的专业化员工团队。此外，随着产业版图的不断扩张，中化国际对内部控制有效性的要求也进一步提，尽可能地将管理经营风险控制在可控范围内。

五、并购后续发展

自 2016 年起，中化国际天然橡胶业务大力推进以合盛公司为平台的全面整合，随后将旗下天然橡胶业务全部整合进入新合盛，业务覆盖天然橡胶从种植、生产加工到贸易分销的全产业链。期间中化国际协助合盛公司积极完善风险和内控管理，一方面将现有产业链庞大的运营网络横向进行种植、生产、贸易的划分，纵向成立 CentroChem、HRC、SINRIO 三大业务平台，从而形成业务清晰、结构完整、运营有序的产业矩阵，在此基础上，各矩阵内下属企业结合当地市场情况各自完成自身的生产经营业务，另一方面在合盛公司总部设立专业的风险管控部门，通过有效发挥金融工具套期保值的效果来对冲价格波动风险。截至 2017

年末，合盛公司在全球范围内拥有 12 万公顷橡胶种植土地储备，33 间加工厂，140 万吨加工产能，遍布全球 39 座城市的分销网络，年分销能力达 200 万吨，全球市场份额已超过 12%，公司员工超过 15000 人。

然而在 2016-2020 年期间，受异常气候、主要产胶国政策多变、上下游供给需求不协调、工厂采购成本上升及新冠疫情等种种因素影响，天然橡胶整体价格持续处于行业周期低位，价格波动剧烈，市场行情持续震荡下行，给业务经营及风险保值带来较大困难，尽管通过套期保值等策略抵御价格波动风险，合盛公司盈利并不及预期。

2021 年，全球迈入后疫情时代，经济复苏为各类原材料带来发展机遇。宏观经济的复苏必然带动天然橡胶这类重要原料的旺盛需求。考虑到汽车轮胎是天然橡胶最重要的应用场景，尤其新能源汽车对于天然橡胶有着较强的需求。在争取 2060 年实现碳中和的目标下，中国对新能源汽车发展的支持与日俱增，这会给整个产业带来庞大的市场机遇。除此之外，由于新冠疫情的长期影响，橡胶手套等一系列医疗用品也为合盛公司提供了长期的稳定的增长需求。作为全球橡胶行业龙头企业，合盛公司把握住了橡胶行业供需关系不平衡的关口，依靠其强大的供应链实力，实现了业绩的强劲增长，扭转连续三年亏损的局面。

值得一提的是，近期中化集团与中国化工集团的合并重组成立的橡胶轮胎业务将为合盛公司带来独一无二的发展机遇。合并重组后，合盛公司将与倍耐力(Pirelli)、风神轮胎等中国中化控股的下游企业共享供应链，提升协同效应。

资料来源：

[1] 许国恩.中化国际天然橡胶产业的发展历程及展望[J].广东农工商职业技术学院学报,2016,32(02):15-18.

[2] 于慧媛.中国天然橡胶产业国际化发展研究[J].国际经济合作,2016(08):80-83.

[3] 格隆汇.合盛农业集团(5VJ.SGX)扭亏为盈，或迎来市场新格局.[EB/OL].<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1708959939117026496&wfr=spider&for=pc>, 2021-08-24.

[4] 中化国际.中化国际(控股)股份有限公司 2016 年年度报告.[EB/OL].<http://www.cninfo.com.cn/new/commonUrl/pageOfSearch?url=disclosure/list/search&lastPage=index>, 2017-04-29.

[5] 中化国际.中化国际(控股)股份有限公司 2017 年年度报告.[EB/OL].<http://www.cninfo.com.cn/new/commonUrl/pageOfSearch?url=disclosure/list/search>

&lastPage=index, 2018-04-28.

[6] 中化国际.中化国际(控股)股份有限公司 2018 年年度报告.
[EB/OL].<http://www.cninfo.com.cn/new/commonUrl/pageOfSearch?url=disclosure/list/search&lastPage=index>, 2019-04-23.

[7] 中化国际.中化国际(控股)股份有限公司 2019 年年度报告.
[EB/OL].<http://www.cninfo.com.cn/new/commonUrl/pageOfSearch?url=disclosure/list/search&lastPage=index>, 2020-04-30.

[8] 中化国际.中化国际(控股)股份有限公司 2020 年年度报告.
[EB/OL].<http://www.cninfo.com.cn/new/commonUrl/pageOfSearch?url=disclosure/list/search&lastPage=index>, 2021-04-30.

[8] 中化国际.中化国际(控股)股份有限公司关于全资子公司收购资产的公告.
[EB/OL].<http://www.cninfo.com.cn/new/disclosure/detail?stockCode=600500&announcementId=1202085752&orgId=gssh0600500&announcementTime=2016-03-28>, 2016-03-28.

[9] 中化国际.中化国际(控股)股份有限公司关于全资子公司收购资产的公告.
[EB/OL].<http://www.cninfo.com.cn/new/disclosure/detail?stockCode=600500&announcementId=1202747692&orgId=gssh0600500&announcementTime=2016-10-11>, 2016-10-11.

上海复星医药收购印度仿制药企业

Gland Pharma Limited

2017年10月3日，上海复星医药（集团）股份有限公司（以下简称“复星医药”）宣布，以71.42亿元人民币完成对印度仿制药企业Gland Pharma Limited（以下简称“Gland Pharma”）74%股权的收购，并于当日完成交割。至此，Gland Pharma成为复星医药及复星国际间接持有的非全资附属公司。

一、并购环境

（一）国际仿制药市场规模逐步增长。

随着世界经济的发展、人口总量的增加、社会老龄化程度的提高以及居民保健意识的增强，全球对药品的需求强劲，尤其是新兴市场的快速增长带动了全球医药市场的持续增长。但由于药品价格的逐年增长，全球的医疗总支出数额惊人，多国政府开始积极鼓励使用仿制药。近几年来，全球仿制药市场规模一直在逐步增长，2015年全球仿制药市场规模约达2,930亿美元，到了2019年已增长至4,099亿美元，5年来全球仿制药市场规模复合增长率约为8.7%。

（二）国内仿制药产业竞争激烈。

我国是仿制药大国，仿制药市场规模在整体药品市场规模中的占比均维持在60%以上，占化学药全部市场规模的95%。但同时，我国仿制药市场竞争十分激烈。食药监局2017年统计年报的数据表明，截至2017年12月初，中国制药企业中，企业生产的仿制药产品品种占企业全部产品品种95%以上的高达4,376家。另一方面，国外药企的加入进一步加剧了我国仿制药产业的竞争，全球第三大制药厂法国赛诺菲、英国制药巨头葛兰素均把中国医药市场视为重要市场；2013年德国默克和美国强生宣布在中国建立数亿的生产基地；2017年，阿斯利康实现年收入224.65亿美元，其中中国市场表现强劲，并在当年实现同比增长15%。数目众多的国内药企加上实力强劲的外资药企，致使国内仿制药产业的竞争十分激烈。

（三）一致性评价优先审批制度推动跨国并购。

2016年年初，国家食品药品监督管理总局明确通过一致性评审（即“仿制药应当与原研药质量和疗效一致”）的药品享有国家优先采购、纳入医保支付，还可以申请相应鼓励政策。但是，通过仿制药一致性评价的费用高昂，审批时间漫长。2016年7月，如此严格的审批制度终于开辟了优先通道，《国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意

见》提出，对于在国内使用同一生产线，并在欧盟、美国或日本获准上市的药品，只需提交资料受理，接受资料审核和现场检查，审核批准通过则视同通过一致性评价，无需支付高额审批费用及经历漫长的审批等待。优先审批制度对未在国内上市的海外品种在我国国内销售是一个重大的利好，而国内医药企业通过并购获得在欧盟、美国或日本获准上市的药品可以快速通过审批工作的捷径。国家仿制药一致性评价的优先审批制度鼓励出口转内销，从而加剧了国内药企的跨国并购交易。

二、并购动因

（一）业务协同及影响。

Gland Pharma 作为印度第一家获得美国 FDA 批准的注射剂药品生产制造企业，建有完善的针剂制造平台，拥有符合包括美国及欧洲在内的全球各大法规市场的 GMP 认证（即良好生产规范）的生产线，并具备在以美国为主的法规市场的药品注册申报及销售能力。收购交易完成后，Gland Pharma 将成为复星医药重要的国际化药品生产制造及注册平台，与此同时，通过对 Gland Pharma 的经营管理，将有助于复星医药团推进药品制造业务的产业升级、加速国际化进程、提升复星医药在针剂市场的占有率。收购交易完成后，复星医药可以借助 Gland Pharma 自身优秀的研发能力及印度市场特有的仿制药政策优势，嫁接其自身已有的生物医药创新研发能力及产品线，积极开拓印度及其他市场的业务，从而扩大自身集团药品制造与研发业务的规模。此外复星医药和 Gland Pharma 的核心产品都是以注射剂产品为主，通过对 Gland Pharma 进行并购，复星能够在短时期内大幅地扩大企业注射剂的生产经营规模，从而实现规模经济效应；Gland Pharma 的总部和生产线都位于印度，除了看到印度未来医药市场的增长前景外，复星更加看重的是印度有史以来市场特有的仿制药政策及企业经营成本优势，如果将国内的产品嫁接到 Gland Pharma 的生产线进行生产，能极大地降低复星的生产成本。

（二）财务影响。

收购交易完成后，Gland Pharma 将被纳入复星医药及复星国际合并报表范围，复星医药的资产规模将进一步扩大，其收入、息税折旧摊销前溢利（EBITDA）以及经营现金流都能够得到相应提升，有助于提升复星医药长期盈利能力。

收购 Gland Pharma 有助于夯实并强化复星医药药品制造与研发能力、提升其药品生产管理水平、丰富产品品种类型；同时，有助于其进一步拓展国际化市场、加快国际化进程、增强盈利能力及核心竞争力，为复星医药进一步拓展全球医药市场的打下坚实基础，契合了复星医药坚持内生式增长、外延式扩张、整合式发展并举的发展战略。

三、并购双方企业介绍

（一）并购企业—复星医药。

上海复星医药（集团）股份有限公司（简称“复星医药”）前身是上海复兴实业有限公司，成立于1994年，成立之初主营业务为诊断试剂及配套仪器的生产销售、药品的生产和销售及房地产开发经验，1998年在上交所上市。

一直以来，复星医药采取“内生式增长、外延式扩张和整合式发展”的战略，借助并购实现快速扩张，如今复星已发展成以医药研发制造为主，同时兼并医疗器械与医学诊断、医疗服务、医药分销与零售的医药全产业链布局，持续坚持以发展主营业务为核心，抓住政策和市场发展机遇，通过创新驱动研发，进一步提升产品，加强整合协同与运营效益提升，发挥全球拓展能力，跻身行业前列。

（二）交易对方—KKR、创始人股东、Vetter 家族、BRR 家族。

1. KKR。

KKR 成立于2013年7月，注册地址为新加坡。KKR 主要从事投资业务。截止交易前，KKR 持有 Gland Pharma 5,951,627 股已发行股份，约占 Gland Pharma 全部已发行股份的38.410%。

2. 创始人股东。

主要由 Dr. Ravi 家族、其控制的公司及其管理的信托构成。截止交易前，创始人股东合计持有 Gland Pharma 6,439,822 股已发行股份，约占 Gland Pharma 全部已发行股份的41.561%。

3. Vetter 家族。

由包括 Udo J. Vetter 在内的6名自然人构成。截至交易前，Vetter 家族合计持有 Gland Pharma 1,553,500 股已发行股份，约占 Gland Pharma 全部已发行股份的10.026%。

4. BRR 家族。

由包括 Elem Investments Private Limited 在内的14家公司构成。截至交易前，BRR 家族合计持有 Gland Pharma 总计 1,542,500 股已发行股份（其中：942,500 股为可买卖股份，600,000 股股份因法律原因禁止买卖），约占 Gland Pharma 全部已发行股份的9.955%。

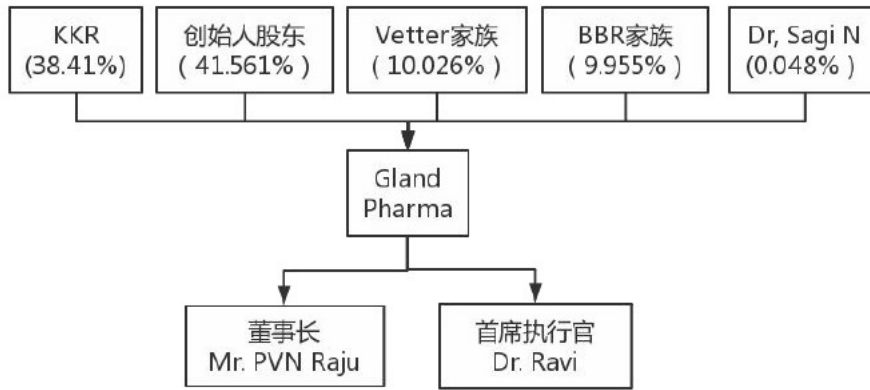


图 1 收购前 Gland Pharma 实际控制人之间产权与控制关系图

数据来源：上海复星医药（集团）股份有限公司对外投资公告

（三）交易标的—Gland Pharma 公司。

Gland Pharma 成立于 1978 年，总部位于印度海德拉巴，主要从事注射剂药品的生产制造业务。Gland Pharma 是印度第一家获得美国 FDA 批准的注射剂药品生产制造企业，并获得全球各大法规市场的 GMP 认证，其业务收入主要来自于美国和欧洲。Gland Pharma 主要通过共同开发、引进许可，为全球各大型制药公司提供注射剂仿制药品的生产制造服务等。作为少数专业从事生产制造注射剂药品的公司之一，Gland Pharma 在印度市场同类公司中处于领先地位。

1. 主要财务数据。

Gland Pharma 财务报告（根据印度公认会计准则编制）指出，截至 2016 年 3 月 31 日，Gland Pharma 的总资产为 20,863 百万卢比，所有者权益为 16,771 百万卢比，负债总额为 4,092 百万卢比；2016 财政年度（即 2015 年 4 月 1 日至 2016 年 3 月 31 日），Gland Pharma 实现营业收入总额 13,575 百万卢比，实现税前利润 4,591 百万卢比，净利润 3,136 百万卢比。（注：10 印度卢比约等于 1 元人民币）

截至 2017 年 3 月 31 日，Gland Pharma 的总资产为 24,737 百万卢比，所有者权益为 20,898 百万卢比，负债总额为 3,839 百万卢比；2017 财政年度（即 2016 年 4 月 1 日至 2017 年 3 月 31 日），Gland Pharma 实现营业收入总额 14,916 百万卢比，实现税前利润 5,780 百万卢比，净利润 4,137 百万卢比。（注：10 印度卢比约等于 1 元人民币）

2. Gland Pharma 目前主要产品销售情况。

根据 IMS MIDASTM 资料（由 IMS Health 提供，IMS Health 是全球领先的医药健康产业专业信息和战略咨询服务提供商），2014 及 2015 年肝素钠、依诺肝素钠、罗库溴铵、万古霉素、重组人胰岛素、乙酰半胱氨酸、顺式阿曲库铵于全球市场销售额如下：

表 3 Gland Pharma2014-2015 主要产品销售收入情况

单位：百万美元

中文名	英文名	2014 年收 入	2015 年收入
肝素钠	Heparin	738	695
依诺肝素钠	Enoxaparin Sodium	3,541	2,982
罗库溴铵	Rocuronium Bromide	179	169
万古霉素	Vancomycin	733	751
重组人胰岛素	Insulin Human Base	1,189	1,266
乙酰半胱氨酸	Acetylcysteine	677	647
顺式阿曲库铵	Cisatracurium Besilate	288	281

表 4 Gland Pharma2015-2016 主要产品销售收入情况

中文名	英文名	适 应症	销量(单位:百万 支)		收入(单位:百 万美元)	
			2015 财年	201 6 财年	201 5 财年	201 6 财年
肝素钠	Heparin	抗 凝血药	48.3 1	51.8 7	44.9 0	50.7 9
依诺肝素 钠	Enoxaparin Sodium	预 防 静 脉 血 栓 栓 塞 性 疾 病	11.8 0	14.3 0	25.5 3	31.3 3

罗库溴铵	Rocuronium Bromide	肌松药	3.63	6.13	9.41	15.22
万古霉素	Vancomycin	抗感药	1.57	9.87	3.71	14.50
重组人胰岛素	Insulin Human Base	糖尿病	3.86	10.37	6.48	14.05
乙酰半胱氨酸	Acetylcysteine	咯痰苦难	2.90	2.16	8.39	9.05
顺式阿曲库铵	Cisatracurium Besilate	肌松药	0.97	0.79	7.43	7.08

资料来源：复星医药对外投资公告

注：上表所述之财年为上年 4 月 1 日起至当年 3 月 31 日止。

四、并购交易过程

(一) 并购过程。

2016 年 7 月 28 日，复星医药和 Gland Pharma 股东签署了第一份并购协议，Gland Pharma 以不超过 126,120 万美元的价格售出 Gland Pharma 86.08% 的股权。

2017 年 4 月 27 日，复星医药公告称，宣布并购 Gland Pharma 的交易通过中国发改委批准，以及完成美国、印度两国的反垄断申报；并等待印度经济事务内阁委员会的进一步审核批准，因此并购 Gland Pharma 交易终止日延长至 7 月 27 日。

2017 年 7 月 28 日，复星医药发布公告，称拟通过控股子公司以不超过 12.6137 亿美元收购约 86.08% 的 Gland Pharma 股权，其中包括依据被收购方依诺肝素在美国上市销售情况所需支付的不超过 5000 万美元的或有对价。考虑到 CCEA 审核批准事宜，同时特将交易日进一步延长至 2017 年 9 月 26 日。

依照印度公司法规定，如果收购股份高于 74% 都需政府审批才可执行。复星医药在公告发布后，收购 Gland Pharma 的交易在审批阶段进展缓慢，令外界一度担心其是否能最终完成。

2017 年 9 月 19 日，复星医药再次公告，称拟以不超过 10.91 亿美元收购约 74% 的 Gland Pharma 股权，包括依据被收购方依诺肝素在美国上市销售情况所需支付的不超过 2,500 万美元的或有对价，并将交易终止日延长至 2017 年 10 月 3 日。根据公告，复星医药拟收购 KKR 及创始人股东合计持有的 Gland Pharma 股权比例由 69.971% 调整为 57.891%，收购金

额从 12.61 亿美元降至 10.91 亿美元（约 71.42 亿人民币）；收购完成后，KKR 将不再持有 Gland Pharma 的股权；而受让 Vetter 家族所持股权及购买可转换优先股的数量和金额维持不变。

2017 年 10 月 3 日，复星国际和复星医药发布联合公告—已完成交割 Gland Pharma 的控股权益，即间接持有 Gland Pharma 约 74%的股权。至此，国内药企最大海外并购案终于尘埃落定。

（二）支付方式、融资方案。

复星以现金收购方式收购了 Gland Pharma 企业，资金来源包括金融机构授予复星医药的 8 亿美元贷款，其余自筹。最终收购方案中 Gland Pharma 的隐含市值约为 14.7 亿美元。交割之后，Gland Pharma 公司董事会将有不超过 9 名董事，其中复星可委任超过半数席位。

（三）并购方案及特点。

并购方案中表明，复星医药将支付不超过收购 90,521 万美元的对价收购 KKR 及创始人股东（即主要由 Dr.P.Ravindranath 家族、其控制的公司及其管理的信托构成）合计持有的 8,970,262 股 Gland Pharma 股（约占 Gland Pharma 截至 2017 年 9 月 15 日全部已发行股份的 57.891%）。以不超过 10,026 万美元收购 Vetter 家族合计持有的 Gland Pharma 1,553,500 股股份（约占 Gland Pharma 截至 2017 年 9 月 15 日全部已发行股份的 10.026%）。向 Gland Pharma 出资总计不超过 6,083 万美元认购 Gland Pharma 增发的 942,500 股可转换优先股。待股份交割时，Gland Pharma 将回购并注销现有股东 BRR 家族通过其控制的公司持有的 Gland Pharma 总计 942,500 股股份（约占 Gland Pharma 全部已发行股份 6.083%）；同时，收购方持有的可转换优先股将按照 1:1 的比例转换为 Gland Pharma 的普通股（该转换后的股份约占 Gland Pharma 全部已发行股份的 6.083%）。

其中与 KKR 签署的协议包含一盈利支付条款，规定若 Gland Pharma 的依诺肝素产品于 2018 年 12 月 31 日之前获美国食品药品监督管理局（以下简称“美国 FDA”）审批，并且在美国市场上市或销售，收购方将于依诺肝素市场化之日起 2 年之内或至 2019 年 12 月 31 日前（截至日以较早的日期为准），根据 Gland Pharma 就依诺肝素产品每季度毛利的 50%向创始人股东支付或有对价。若获得 FDA 审批发生于 2016 年 12 月 31 日之后且于 2018 年 12 月 31 日之前（含本日），该等或有对价的上限为 2,500 万美元；若依诺肝素市场化发生于 2018 年 12 月 31 日之后，收购方将不支付任何或有对价。

收购交易调整方案的定价仍以 Gland Pharma 企业价值（13.5 亿美元）为基础，由各方协商确定。该企业价值主要基于 Gland Pharma 于 2016 财年（2015 年 4 月 1 日至 2016 年 3 月 31 日）的息税折旧摊销前溢利（EBITDA），并综合参考近期印度当地以及全球注射剂制药企业并购案例中企业价值估值倍数的区间，结合 Gland Pharma 经营所需的净现金流，由各方协商确定。

复星收购印度 Gland Pharma 企业的交易不是关联方交易也不构成重大资产重组。截至

2017年9月15日及本次交易调整方案完成交割后，Gland Pharma 的股权的情况如下：

表 5 Gland Pharma 的股权情况

	2017年9月15日	收购交易调整方案完成交割后 (预计)
股东名称	持股比例	持股比例
联合收购方	-	74%
KKR	38.410%	-
创始人股东	41.561%	22.08%
Vetter 家族	10.026%	-
BRR 家族	9.955%	3.872%
Dr.Sagi N	0.048%	0.048%
合计	100%	100%

资料来源：复星医药对外投资进展公告

注：联合收购方指上海复星医药（集团）股份有限公司、其全资子公司 Fosun Pharma Industrial Pte. Ltd.以及复星实业（香港）有限公司及其控股子公司等。

（四）相关交易风险。

1. 中印双边关系存在不稳定因素。

作为在亚洲的主要对手，印度一直将中国作为假想敌，对中印双边政治、经济与贸易关系存在不利的影 响，从 2017 年 3 月分开始，印度经济事务内阁委员会（CCEA）对上海复星医药并购案采取长达 6 个月拖而不批；2017 年 6 月的中印“洞朗危机”、2018 年 2 月印度总理莫迪以“挑衅者”姿态对所谓“阿鲁纳恰尔邦”（即我国藏南地区）进行的访问、2018 年 3 月印度将中国在印度洋的正常海洋活动视作“包围印度”等事件等反映中印关系存在不稳定性。如果两国政府关系长期僵化，无疑会对复星医药和 Gland Pharma 的战略合作造成负面影响。特别是根据印度《敌国财产法》，中印万一爆发冲突，在印中企及其资产可能会遭到印度暴民打砸抢乃至作为敌国财产而被没收和国有化。

2. 印度外资政策的不稳定性。

在现行民主政体下，印度在吸引外资时有时会陷入持久战一议而不决、决而不行、行而拖沓乃至半途而废。虽然吸引外资是莫迪政府一直以来的目标，但对于来自中国的巨量投资

爱恨交加，特别是对于 Gland Pharma 这种产品远销欧美发达国家的企业，加之复星医药的经营规模，并购很有可能造成行业洗牌，从而形成垄断，并对印度本国的行业安全造成影响。

3. 市场竞争加剧而销量达不到预期。

上海复星并购 Gland Pharma 企业的一个主要动因是依诺肝素产品通过了美国 FDA 审批，获得了绝大市场潜力和利润空间。复星医药曾公开指出，医药行业监管不断升级将可能延长审批时间，降低审批通过率；更重要的是，国内已有厂商生产出依诺肝素类似产品，而 Gland Pharma 的依诺肝素产品尚未在国内流通，即该药品的市场份额和利润可能难达预期。

4. 组织、制度与文化整合风险。

复星医药与 Gland Pharma 隶属不同经济体制、经济发展模式和经济发展水平的国家，在组织架构、经营战略、业务流程等方面都存在差异。复星医药并购 Gland Pharma 后，必然面临组织架构、管理模式、技术、产品与文化等方面的整合。如果不能找到一个温和的方式平缓地实现整合，复星就很难在短期内实现预期并购红利，甚至可能会发生科研人员由于不适应环境而离开进而产生损失等情况。

五、并购后续发展

公司治理方面，复星不仅保留了 Gland Pharma 原有管理团队，更给予了 Gland Pharma 的股东们低价回购 Gland Pharma 股份的权利。2017 年完成并购后，按照规定 Gland Pharma 的董事会不得超过 9 名董事，其中复星可委任过半，高管团队方面复星则继续保留了 Gland Pharma 原有董事长 Mr. PVNRaju 和原有首席执行官 Dr. Ravi。

股东权利方面，2019 年 1 月 25 日，复星医药授予 Gland Pharma 创始人股东家族一项新的选择权，即后者有权在相关条件达成的前提下，要求收购方受让其持有的不超过 342.12 万股 Gland Pharma 股份，约占当时 Gland Pharma 已发行股份总数的 22.08%，转让对价最高不超过 4.7 亿美元。这些措施有利于 Gland Pharma 在发生并购后快速地恢复企业原来的正常经营运作，继续保持良好的业绩增长。截至 2018 年 12 月 31 日，Gland Pharma 总资产约 32.34 亿元，负债总约 5.46 亿元，营收约 18.88 亿元，利润总额约 6.44 亿元，净利润约 4.25 亿元，分别较 2017 年同比增长约 26.60%、39.92%，这表明收购交易为复星带来了丰厚的投资回报。

国际注册方面，2017 年开始，复星利用 Gland Pharma 的仿制药技术和强大的国际资格认注册团队，升级了原有产品质量，并为复星原有生产线和产品拿下了多个国内外认证资格。2017 年 11 月 29 日，复星医药旗下子公司重庆药友的阿法骨化醇片、江苏黄河药业的苯磺酸氨氯地平片、湖南洞庭药业的草酸艾司西酞普兰片和盐酸阿米替林片，成为国家食品药品监督管理总局第一批通过一致性评价的仿制药；2017 年，重庆凯林的生产原料药盐酸克林

霉素、盐酸克林霉素棕榈酸酯、克林霉素磷酸酯、盐酸格拉司琼、盐酸米托蒽醌、盐酸依匹斯汀、盐酸文拉法辛、恩替卡韦、富马酸替诺福韦二吡呋酯的车间生产线获 GMP 认证；同年，奥鸿药业小容量注射剂的冻干粉针剂、硬胶囊剂生产技术获 GMP 认证；2018 年 5 月，重庆医工院 103 车间获 GMP 认证；2019 年上半年，Gland Pharma 共计 4 个仿制药产品获得美国 FDA 上市批准，其 4 个制剂生产场地多条无菌生产线于 2019 年上半年内通过美国、欧盟、日本、澳大利亚、巴西等药品 GMP 审计认证。

产品引进方面，截至 2020 年，Gland Pharma 已引进了右丙亚胺、唑来膦酸等 4 个高壁垒产品，目前已经完成国内注册，后续将陆续引进更多产品，其中右丙亚胺等产品市场空间较大。不过比较遗憾的是，截止 2018 年 12 月，Gland Pharma 的依诺肝素产品已通过了美国 FDA 审批但并未在美国开始进行市场化，不过 Gland Pharma 的依诺肝素仍是目前全球少数拥有 EDQM 证书的品牌之一，属于“肝素科技领先者”，复星已将 Gland Pharma 的肝素技术逐步嫁接到国内的肝素产品。

Gland Pharma 股份公开销售方面，2020 年 11 月 1 日，复星董事会通过了 Gland Pharma 在境外上市的议案，2020 年 11 月 20 日 Gland Pharma 已经成功在孟买证券交易所及印度证券交易所上市。这说明 Gland Pharma 在印度本土市场上进一步发展壮大，也优化了 Gland Pharma 内部的公司治理和资本结构，扩大了 Gland Pharma 的行业领先优势，也提升了 Gland Pharma 控股股东们的投资回报；另外，成功上市后，Gland Pharma 获得一个更为广泛的独立融资平台，这也意味着复星旗下多了一个直接融资的平台，从而反过来推动复星整体的可持续发展。

2021 年 8 月 23 日，复星医药发布 2021 年上半年财报。报告期内，复星医药实现营业收入 169.52 亿元，同比增长 20.85%；实现归属于上市公司股东的净利润 24.82 亿元，同比增长 44.77%。年报指出：旗下控股子公司 Gland Pharma 营业收入同比大幅增长是此次增长的主要原因之一。

资料来源：

[1]王焯莹. 复星医药跨国并购 Gland Pharma 的绩效研究[D].华南理工大学,2020.

[2]吴兰,黎芊含.复星医药跨国并购 Gland Pharma 效应与风险分析[J].产业创新研究,2018(10):23-25.

[3]复星医药.上海复星医药（集团）股份有限公司对外投资公告 [EB/OL].<http://www.cninfo.com.cn/new/disclosure/detail?stockCode=600196&announcementI>

d=1202514706&orgId=gssh0600196&announcementTime=2016-07-29, 2016-07-29.

[4] 复星医药. 上海复星医药（集团）股份有限公司对外投资进展公告
[EB/OL]. <http://www.cninfo.com.cn/new/disclosure/detail?stockCode=600196&announcementId=1204016248&orgId=gssh0600196&announcementTime=2017-10-09>, 2017-10-09.

[5] 复星医药. 上海复星医药（集团）股份有限公司 2020 年年度报告
[EB/OL]. <http://www.cninfo.com.cn/new/disclosure/detail?stockCode=600196&announcementId=1209477512&orgId=gssh0600196&announcementTime=2021-03-30>, 2021-03-30.

[6] 袁勇. 中国药企跨境并购加速 前三季度完成 32 宗跨境并购涉金额 47 亿美元
[EB/OL]. http://district.ce.cn/newarea/roll/201712/04/t20171204_27091402.shtml, 2017-12-04.

中远海运收购哈萨克斯坦霍尔果斯东门无水港公司

2017年5月15日，中国远洋海运集团有限公司、连云港港口控股集团有限公司和哈萨克斯坦国家铁路公司在北京正式签署哈萨克斯坦霍尔果斯东门无水港股权转让协议。根据协议，中远海运集团和连云港港口控股集团将联合收购由哈国铁持有的霍尔果斯东门无水港49%的股权。收购完成后，中远海运集团和连云港港口控股集团将分别持有24.5%的股权。

一、并购环境

（一）宏观环境。

从需求端来看，从2016年下半年开始，全球贸易回暖，美、欧、中三大经济体进出口贸易增速逐步回正并持续增长，带动全球集装箱运量增速回升；供给端方面，受行业低迷影响，2016年下半年以来交船量不断走低，同时拆船量也不断上升，回看2016年过去12个月交船量仅91.88万TEU（Twenty-foot Equivalent Unit,标准箱），同比减少29.63%，而拆船量达到66.22万TEU，同比增长76.31%，运力增速急速下滑，截止2016年6月底全球集运运力共2,023.19万TEU，仅同比增长1.26%，中远海运曾预计2017年运力增速在4%左右。供需大幅改善，带来运价持续回升，2017年上半年CCFI（中国出口集装箱运价指数）平均827.95点，较2016年同期回升19.83%。中远集运价格同步上涨，带来的业绩也将大幅得到改善。

中国经济复苏进出口贸易回暖，2017年上半年中国经济复苏迹象进一步明确，一季度GDP增速回升至6.9%，2017年前5月份克强指数累计达到13.5%，贸易增速回正，进出口总额累计同比增长13%，中国进出口集装箱运输量增长，前5月份沿海主要港口集装箱吞吐量累计同比也大幅增长7.7%。

（二）中欧铁路发展背景。

自2011年以来中欧铁路蓬勃发展，自2011年首次开行以来，中欧班列数快速增长，2018年一季度中欧班列共开行593列，同比增幅175%，中国铁路总公司在《中欧班列建设发展规划(2016-2020)》中预测中欧班列2020年发展目标为每年开行5000列列车（运输约50万TEU集装箱货物）。在三条中欧班列通道中，霍尔果斯东门无水港公司和阿拉山口所在的西部通道重要性日益显现，2011年其通过货量占比为30%，2016年上升至近60%。

（三）企业背景。

2017年一季度中远海控集运业务运量465万TEU，同比增长53.9%，统计口径是运量大幅增长的原因之一，2016年一季度中远海控处于资产重组中，3月1日起才租入并经营原

中海集运全部集装箱船和集装箱，若进行同口径调整，中远海控一季度运量同比增长 14%。分航线看，跨太平洋线、亚欧线、亚洲区内线、其他国际线、中国线运量分别为 70.9、103.7、124.5、36.4、129.9 万 TEU，分别同比增长 53.4%、60.1%、41.5%、55.5%、62.4%。

2017 年一季度中远海控航线收入 171 亿元，同比增长 70.9%，收入大幅增长得益于运量（有统计口径的因素）以及运价两方面增长。2017 年一季度中远海控单箱收入 3675 元/TEU，同比增长 11%。分航线看，跨太平洋线、亚欧线、亚洲区内线、其他国际线、中国线收入分别为 49.7、47.8、32.7、16.5、28.8 亿元，同比增长 47%、97.3%、47.1%、128.8%、76.5%。单箱收入分别为 6,999、4,613、2,626、4,529、2,216 元/TEU，同比变化-4.1%、23.2%、3.9%、47.1%、8.7%。欧线、其他国际线单箱收入大幅增长，内贸线单箱收入也有一定增长，符合市场运价走势。美线单箱收入小幅下滑，主要原因是受合约价拖累，中远海控美线合约货占比一般达到 40-50%，每年五月初执行新的合约价，2017 年一季度执行的合约价较低。2017 年总体行业复苏趋势明显，市场运价同比大幅增长，预计新的合约价将有较大提升。

2017 年一季度淡季运价底部大幅抬升，其 SCFI（运价指数）指数均值为 868 点，同比增长 64%，其中欧线均价 948 美元/TEU，同比增长 127%；美西线均价 1,799 美元/FEU，同比增长 61%，淡季运价底部大幅抬升，行业复苏趋势明显。2017 年 1-3 月，SCFI 指数均值分别为 971、870、775，2017 年 2 月春节后市场进入传统淡季，运价持续回落，但中远海运季度淡季仍实现小幅盈利，预计随着市场转旺以及美线执行新合约价，中远海运盈利将大幅提升。

二、并购动因

（一）带动海铁业务发展。

自 2011 年以来中欧铁路蓬勃发展。在三条中欧班列通道中，霍尔果斯东门无水港和阿拉山口所在的西部通道重要性日益显现。收购霍尔果斯东门无水港的股权对于中远海运集运的供应链配套设施资源可以形成有效补充，使得中远海运集运在中欧、中亚路桥服务的提升有了关键支点。除此之外，有效提升中远海运公司服务效率，提高全程运输能力，从而带动中远海运集运的海铁业务发展。

（二）增强企业竞争力。

2017 年以来，集运各航线运价水平均大幅上涨。基于需求端的改善，特别是欧线回程订舱持续，中远海运于收购前预计 2017 年其公司的欧洲航线和美线均将迎来新一轮运价上涨，这会对中远海运全年业绩形成良好的影响。借助霍尔果斯东门无水港，中远海运可以提供更多陆上设施带动的延伸服务产品，从而增强现有航线网络布局的竞争力，有利于中远海运的长远发展。

（三）推动集运全程运输能力。

霍尔果斯东门无水港位于新丝路经济带的重要节点，收购霍尔果斯东门无水港对于中远海运集运的供应链配套设施资源可以形成有效补充，符合打造国际化综合物流企业的战略目标需要。推动了其集运全程运输能力战略的落地实施。

三、并购双方企业介绍

（一）并购企业—中远海运。

中国远洋海运集团完善的全球化服务筑就了网络服务优势与品牌优势。航运、码头、物流、航运金融、修造船等上、下游产业链形成了较为完整的产业结构体系。中远海运集团在全球投资了 59 个码头，52 个集装箱码头，集装箱码头年吞吐能力 12,940 万 TEU，居世界第一。全球船舶燃料销量超过 2,819 万吨，居世界第一。集装箱租赁业务保有量规模达 370 万 TEU，居世界第二。海洋工程装备制造接单规模以及船舶代理业务也稳居世界前列。

根据中远海运 2021 年官网最新资料显示，中国远洋海运集团经营船队综合运力 11,370 万载重吨/1,371 艘，排名世界第一。其中，集装箱船队规模 308 万 TEU/516 艘，居世界前列；干散货船队运力 4,460 万载重吨/442 艘，油、气船队运力 2,936 万载重吨/224 艘，杂货特种船队 475 万载重吨/152 艘，均居世界第一。

（二）交易对方—连云港港口集团有限公司。

连云港于 1933 年开港，2003 年 11 月以原连云港港务局为基础，组建国有独资的连云港港口集团有限公司。连云港港口拥有多个包括集装箱、散粮、焦炭、煤炭、矿石、氧化铝、液体化工、客滚、件杂货在内的各类码头泊位，其中万吨级以上泊位 30 个；与 160 多个国家和地区的港口建立通航关系，辟有至欧洲、美洲、中东、东北亚、东南亚等集装箱和货运班轮航线 40 多条，并开通了至韩国仁川、平泽两条大型客箱班轮航线。

（三）交易标的—霍尔果斯东门无水港。

霍尔果斯东门无水港是哈铁快运（KTZ EXPRESS）的全资子公司，哈铁快运的母公司哈萨克斯坦国家铁路总公司，拥有哈萨克斯坦全国铁路网络的运营和管理权。

霍尔果斯东门无水港位于哈萨克斯坦“霍尔果斯-东门”经济特区内，距中国霍尔果斯口岸仅 15 公里，距离连云港铁路运输 5 天车程，距欧洲铁路运输 9-10 天车程，地理位置优越、交通便利，经铁路线和双西公路连接中国和西欧，主要经营集装箱班列国际中转业务、物流和多式联运、仓储服务等业务，是我国“一带一路”倡议与哈国“光明之路”新经济政策实现战略对接的重要物流通道节点。

霍尔果斯东门无水港经营集装箱铁路换装业务，2016 年日均换装量为 120TEU 左右，2016 年全年合计 4.3 万 TEU 左右；2017 年 3 月以来，日均换装量为 187TEU。

四、并购交易过程

2017 年 5 月 15 日，中远海运控股股份有限公司下属公司中远集运（香港）有限公司与哈铁快运（KTZ EXPRESS）签署协议，为加快“一带一路”关键供应链节点资源的布局，提高中远海运集装箱运输有限公司全程运输能力，提升企业效益，以约 3,800 万美元（约合 2.622 亿元人民币，以美元兑人民币 1:6.9 的汇率换算）收购哈萨克斯坦霍尔果斯东门无水港公司（KTZE-khorgos Gateway）24.5%股权。收购霍尔果斯东门无水港公司的交易完成后，集运香港持有霍尔果斯东门无水港公司 24.5%股份，哈铁快运持有霍尔果斯东门无水港公司 51%股份。

2016 年 6 月 30 日，中远海运控股股份有限公司委托安永对霍尔果斯东门无水港公司的资产价值进行评估。以评估价格为基础，经过多轮谈判，收购条件及协议条款最终达成一致。

五、并购后续发展

联合哈国铁，连云港港口共同合作的中哈物流站、霍尔果斯东门无水港的双枢纽运营质量不断提升。据统计，霍尔果斯东门无水港 2020 年完成过境换装量 22.8 万标箱，同比增长 44.6%，2021 年前 6 个月完成换装量 12.08 万标箱，同比增长 27.1%，是江苏省唯一获评的中国“海外安全发展优秀项目”。

继霍尔果斯-东门”经济特区无水港之后，2019 年 9 月 11 日，哈国铁路公司、中远海运集团、连云港港口控股集团三方共同签署旨在建立合资企业，提高铁路运能的项目合作备忘录。该合作项目是三方共同经营哈萨克斯坦“霍尔果斯-东门”经济特区无水港后的第二个国际物流合作项目。

收购霍尔果斯东门无水港公司符合中远海运集运十三五规划的要求。霍尔果斯东门无水港位于新丝路经济带的重要节点。收购哈萨克斯坦霍尔果斯东门无水港公司对于中远海运集运的供应链配套设施资源可以形成有效补充，符合打造国际化综合物流企业的战略目标需要。同时，收购霍尔果斯东门无水港公司可以推动中远海运集运全程运输能力战略的落地实施。面对客户需求，中远海运集运须不断完善自身全程运输产品，快速提升中欧路桥业务服务水平。收购霍尔果斯东门无水港公司，使得中远海运集运中欧、中亚路桥服务提升有了关键支点，不仅提升中远海运集运自身的服务效率，同时在提高全程运输能力也起到了重要作用。借助霍尔果斯东门无水港，可以提供更多陆上设施带动的延伸服务产品，也有利于增强中远海运现有的航线网络布局的竞争力，如中亚的粮食和东南亚的水果能形成进出的互补货

流，霍尔果斯东门无水港项目可以和中远海运集运航线网络形成有效联动，带动海铁业务的发展；推动全程运输能力提升战略的落地实施，以全新视角深挖客户潜在需求，不断增强全球供应链业务发展能力。

霍尔果斯东门无水港是中远海运集团成立以后首个境外铁路资源投资项目，也是自连云港中哈物流场站之后中哈两国在物流领域合作的第二个实体项目，是推进国家“一带一路”倡议落地的一项重要举措。收购协议的签署，标志着中哈物流合作由陆桥过境运输向国际陆海联运和全球物流链打造迈出了坚实步伐，对进一步深化中哈两国双边经贸往来和促进中哈关系发展起到积极的推动作用。同时，也为哈萨克斯坦及中亚货物打通中国东部出海口，实现 21 世纪“丝绸之路经济带”与“海上丝绸之路”贸易联通提供重要的物流保障。中远海运集团将充分发挥所属中远海运集运强大的海上集装箱运输网络能力和陆上海铁联运综合服务的优势，协调集团旗下物流等业务板块，与连云港港口共同打造中哈亚欧跨境运输海铁联运通道，将霍尔果斯东门无水港进一步打造成中欧、中亚路桥服务的重要枢纽，同时发挥连云港东部出口海优势，实现与海上班轮航线的有效联动，为全球客户提供更高品质的全程供应链服务解决方案，从而为我国的对外贸易发展和“一带一路”建设发挥更大作用。

收购霍尔果斯东门无水港公司有利于中远海运进一步加大了企业全球化布局的力度。中远海运作为中国航运业的领航者，只有更加深入地参与全球竞争、配置全球资源，扩大中国船队整体运营规模、强化国际枢纽港战略支点建设、铺设全球高效服务网络，才能夯实我国对核心运输资源和通道的控制力、保障力，更好地服务于国家战略、保障国家安全。

资料来源：

[1] 中远海运控股股份有限公司官网.中远海运控股股份有限公司关于下属公司收购哈萨克斯坦霍尔果斯东门无水港公司部分股权的公告.<https://q.stock.sohu.com/newpdf/201727071066.pdf>.

[2] 中远海运控股股份有限公司 2017 年年度报告.

[3] 英才杂志.中远海运全球起航.https://www.sohu.com/a/232381918_120079.

[4] 国金证券.海运港口行业研究.

[5] 申万宏源集团涂粉有限公司.中远海运(601919)点评:17H1 扭亏预盈 18.5 亿 行业回暖 业绩大增.http://vip.stock.finance.sina.com.cn/q/go.php/vReport_Show/kind/company/rptid/3832300/index.phtml.

[6] 新浪财经.中远海运(601919)季报点评:集运复苏趋势明显 公司业绩大幅改善.http://open.hibor.com.cn/docdetail_2077355.html.

[7] 国金证券.远海运(601919)点评:集运市场量价齐升 规模优势促单箱成本下降.http://news.10jqka.com.cn/m11823955_sr/.

[8] 证券时报.【港口】中远海运与连云港港共同收购哈萨克斯坦霍尔果斯东门无水港 49% 股权.<http://finance.eastmoney.com/news/1353,20170515738468051.html>.

[9] 21 世纪报道.2017 年中欧班列步入发展“快车道”.<https://bbs.fobshanghai.com/thread-6951353-1-1.html>.

[10] 赢家财富网.中远海运:收购霍尔 24.5% 股权牵手哈铁 带动海铁业务发展.<http://www.yjcf360.com/gegujuejin/508036.htm>.

浙江吉利收购马来西亚宝腾部分股份

2017年5月24日，浙江吉利控股集团有限公司（“吉利汽车”）与马来西亚多元资源工业集团（DRB-HICOM），就收购DRB旗下宝腾汽车（PROTON Holding）49.9%的股权以及豪华跑车品牌路特斯（Lotus Group）51%的股权，达成了股权认购协议。2017年6月23日，在马来西亚总理纳吉布和吉利控股集团董事长李书福见证下，浙江吉利控股集团与马来西亚DRB-HICOM集团签署最终协议。2017年9月29日，吉利集团与DRB正式举行股权交割，宝腾汽车和路特斯汽车正式纳入吉利集团的管理体系。吉利收购马来西亚宝腾的总金额约合11.7亿元人民币，其中对宝腾汽车的收购价为4.63亿林吉特（约7.3亿元人民币），包括了现金1.73亿林吉特和价值2.9亿林吉特的汽车技术平台，收购路特斯汽车则花费5100英镑（约4.4亿元人民币）。自此，吉利汽车正式成为宝腾汽车的独家外资战略合作伙伴。

一、并购环境

（一）宏观环境。

随着经济全球化和区域经济一体化程度的加深，对外直接投资在各国交往中的地位和作用日渐凸显，中国不仅是吸纳外国直接投资的大国，而且已经逐渐成为对外投资的大国。近年来，我国积极实施“一带一路”倡议、设立“丝路基金”及亚投行机构，这些措施都加速了我国企业走出国门走向世界的进程，同时也提供了有力的政治支持，为中方企业投资提供了新的机会，有助于企业转型取得成功。

（二）行业背景。

自2015年到2016年以来，中国汽车市场增速明显放缓。我国汽车产业进入了竞争非常激烈的阶段，一旦不能跟上发展的脚步，就要面临着市场的淘汰。中国汽车企业的技术虽然不如欧美等发达国家有优势，但是与其他的发展中国家相比，还是具备一定的竞争力，所以在面对竞争残酷的国内市场的同时，加快速度打开相应的海外市场不失为一个明智的选择。我国出台的《汽车产业投资管理规定》、《智能制造装备发展专项》等相关政策，意在鼓励中国汽车企业获取专利技术，扩大市场份额，踏上国际化之路，寻求海外的优质资产。“走出去”战略中也提出要鼓励我国汽车产业进军海外市场，通过并购，建立研发中心等多种方式加大中国汽车品牌在海外的知名度。

（三）企业背景。

面临着竞争日渐激烈的国内汽车市场，吉利的海外市场销售并不是一帆风顺。2016年海外销售量仅为1.18万，同比下降46%，2017年的1.17万辆，与2013年的11.89万辆的销

售业绩相比，销量不足 10%。吉利汽车的消费市场主要集中在中国国内，将近达 99.36%，反映了吉利在发达国家的汽车市场上的竞争力几乎为零。

2013 年以来，吉利在海外市场的表现不容乐观，但是吉利正在积极地调整自己的战略，吉利汽车以前是依靠贸易形式进行输出，而现在吉利开始由贸易输出转向产品输出、技术输出等方式。根据之前发布的“2020 战略”表示：2020 年吉利要实现产销 200 万辆的目标，进入全球汽车企业前十强。

二、并购动因

（一）依托宝腾，开拓东南亚市场。

吉利汽车的消费市场主要集中在中国国内，将近达 99.36%。海外市场方面，吉利主要集中在非洲，中美和南美等购买力较低的发展中国家，同时在美汽车行业较完善的发达国家的销售量非常低。东盟作为东南亚影响力最大的经济组织，其人口数量和经济基础决定了它拥有巨大的市场潜力，但是东盟利用高关税壁垒来作为保护本国民族汽车工业，导致东南亚虽然市场广阔但是外国企业却很难进入；加之东南亚市场已被日系车企占领多年，要想打开马来西亚市场，与日系车做抗衡，吉利必须依托宝腾。

（二）收购宝腾，获得技术互补。

吉利通过自主研发或者并购等手段不断地发展其制造技术，比如投资 200 亿和 VOLVO 开发中级车基础模块构架、投入 62 亿巨资建设杭州湾研发中心，开发航空级别的汽车新材料，拥有了大量的专利和知识产权，其技术优势也是处于领先地位。宝腾无论是产品本身的质量，技术或者成本都不具有优势。吉利与宝腾成为一家，宝腾的生产右舵车的技术和经验都可以直接拿过来用，从而可以直接生产右舵车，使吉利可以更加快速的拓展东南亚、南亚、澳大利亚市场。路特斯主打生产跑车，其主要的特征就是极度轻质化，在跑车设计和材料技术方面在世界汽车产业中有一席之地。吉利入股宝腾，顺带控股路特斯，可以帮助吉利打开马来西亚市场和东南亚市场，还可以让吉利的技术得到最大化输出和利用，同时对于缺乏的技术实现互补。

（三）依托宝腾，提升品牌竞争力。

以吉利为代表的自主品牌要想摆脱激烈竞争的困境打开海外市场，就需要在国际国内市场上扩大影响力和知名度。在 2017 年以前宝腾整体处于下滑趋势，但它依然保留了先前良好的口碑和知名度，作为马来西亚的高度政治化的企业，其品牌形象在马来西亚依然是属于国宝级别，在东南亚市场上，其品牌形象明显高于吉利汽车。吉利与宝腾签订的并购协议中指出，在并购后，吉利会向宝腾提供博越的车型和技术，打造“宝腾版博越”，并以宝腾的名

义在东南亚销售，这为吉利降低了打造品牌形象的成本,同时又能给东南亚市场的消费者一段过渡期，在保持消费者品牌忠诚度的同时使吉利汽车品牌逐渐得到消费者的认可。

（四）牵手宝腾，打造产业协同基地。

产业协同效应是企业在生产和营销管理的各个阶段和环节，共同利用同一资源的而产生 1+1>2 的整体效应。吉利对宝腾和路特斯进行并购有利于实现产业协同，吉利和宝腾、路特斯在中国、东南亚与欧洲市场都有着广阔的影响力和市场份额，吉利从沃尔沃手中学到的技术和服务优势，新能源的技术优势，路特斯在欧洲的品牌影响和跑车的新潮技术，以及宝腾在东南亚地区的影响力使得三方的优势互补极有可能实现。双方携手合作，在加速吉利自身扩张的同时，也能使产能过剩的宝腾摆脱困境，保住其在东南亚市场的品牌影响力,进而使双方合作和产业协同达到 1+1>2 的效应。

三、并购双方企业介绍

（一）并购企业—吉利集团。

浙江吉利控股集团有限公司是一家以汽车制造业为主的大型综合性企业集团，成立于 1986 年，总部坐落于杭州，1973 年吉利汽车在香港上市。吉利集团以制作冰箱配件作为起点，在 1997 年进入汽车行业后，吉利集团将重点放在研发创新上，同时注重培养人才，在业界闻名，发展迅速。2020 年 9 月 25 日，吉利集团的最新市值为 1,497 亿港元（约合人民币 1,316.91 亿元），在行业中遥遥领先，被誉为国家“创新型企业”和“国家汽车整车出口基地企业”。

吉利集团在国内外都建立了较完善的营销网络，在国内拥有数千家 4S 店和服务网点，在国外也有将近 200 个服务网点，这为吉利集团的快速增长的销售业绩奠定了基础，并且，吉利也在积极地通过海外并购扩大自己的市场份额、增强实力。

（二）交易对方—多元资源工业集团（DRB-HICOM）。

DRB-HICOM Berhad（“DRB-HICOM”）是马来西亚领先的企业集团之一，其核心业务包括汽车、服务和教育以及房地产行业。DRB-HICOM 拥有 90 多家活跃的公司和 59,000 多名员工，其目标是继续增值，推动国家发展。在汽车行业，DRB-HICOM 参与乘用车和商用车的制造、装配和分销，包括国家摩托车。在服务和教育领域，DRB-HICOM 涉足各种业务，包括特许经营和金融相关服务。在房地产方面，DRB-HICOM 参与住宅和商业开发。

（三）交易标的—宝腾汽车（PROTON Holding）。

宝腾汽车是马来西亚的国宝级企业，也是马来西亚最大的民营汽车企业，宝腾汽车是由前总理马哈蒂尔·穆罕默德于 1983 年成立。宝腾在马来西亚有 2 个主要生产基地，即沙阿兰

工厂和丹绒马林工厂，年产能为 365,000 台。截止 2017 年，宝腾汽车在马来西亚拥有 419 家经销商，其汽车销售全球 18 个国家和地区，集中在东南亚，还包括澳大利亚，英国等西方国家。

1. 主营业务构成及主要产品用途。

宝腾控股及其子公司（统称为“宝腾集团”）制造、组装和销售机动车及其相关产品，如配件、备件和其他部件。宝腾集团的业务活动横跨整个汽车价值链，包括汽车工程、研发、制造、分销、销售和售后服务。

2. 主要经营许可资质。

（1）东南亚市场分配和制造优先顺序

合资企业完成后，在授予许可证后的五年内（无分许可证的权利）（“许可证期”），宝腾控股应获得许可证，以生产、销售、营销和分销以质子品牌命名的吉利平台车辆。

（2）博悦制造经销权

吉利应向质子集团授予生产、销售，在 SEA 右舵驾驶市场（以下简称“博悦权利”）内，以“宝腾”品牌销售和分销当前博悦车型（NL-3）（无论是自行销售还是指定该辖区的经销商）。

3. 交易标的主要资产。

（1）沙阿阿拉姆制造厂

这是宝腾的第一家制造厂。在 CamPro 发动机的缸体、曲轴和凸轮轴的制造和组装综合工厂内的专用发动机加工和组装厂房。除了主厂房外，沙阿阿拉姆制造厂还拥有多个车辆工厂。

（2）Tanjung Malim 制造厂

Tanjung Malim 工厂年产能 15 万台。Tanjung-Malim 工厂 60% 的流程是自动化的，提高了流程的效率和安全性。这反过来又创造了一个和谐的工作环境，使人和机器能够安全有效地协同工作。

（3）组件工厂

铸造厂生产金属部件，包括铝、生铁、缸体、曲轴和轴承盖。发动机和变速箱工厂加工气缸体、气缸盖、曲轴、凸轮轴、轴承盖、转向节、变速箱和离合器壳体，以满足 CBU 和 CKD 的生产需求。DRB-HICOM 拥有东南亚最大的冲压厂，该厂用于生产多达 9 种不同类型的冲压设备。

4. 交易标的的制造工艺。

宝腾通过创造新概念和设计的全面集成工程服务，成为一家成熟的汽车制造商。通过广泛的研发，设计并生产自己的汽车平台、车身和发动机。从设计和开发到原型制作、测试和制造。

5. 交易标的的研发能力。

(1) 车辆平台

宝腾的车辆项目团队在与英国莲花公司的团队合作时，积累了多年的设计和部件工程方面的专业知识。汽车平台配备了先进的软件和一流的工具，辅助产品战略规划、造型设计、工程设计和供应商开发计划。

(2) 动力系统开发

动力总成部门开发的 CAMPRO 和 VVTi 发动机系列开发内燃机 (ICE)，并具备混合动力和纯电动驱动系统以及质子的发电厂。

(3) 认证和测试

部件、材料、强度和安全性 (CMSS) 实验室由超过 45 名经过本地和国际严格培训的专业人员组成。排放发展实验室采用欧 4 标准，目标是在不久的将来达到欧 5 标准。

利用半高速测试轨道——质子测试轨道测试每一辆车，耐久性、燃油效率等。其中包括各种路面和坡度以及洪水和降雨模拟。

(4) 造型与技术开发

4 个造型部门：设计和计算机辅助造型 (CAS)，色彩设计，模型设计和高级设计。团队采用最先进的技术来进行分析、优化流程和创建组件。它的核心能力包括数字化设计，包括素描，渲染和表面处理，以及快速原型，进一步提高了设计过程。

四、并购交易过程

(一) 吉利与宝腾初次接触。

2012 年，宝腾集团被马来西亚公司 DRB-Hicom 集团接管，其公司主管赛义德对宝腾汽车的发展做出了充分的评估，通过对历年来宝腾公司的运营情况的研究，对宝腾技术储备和人才储备的了解，以及对马来西亚当地汽车市场的调研，得出了逆向研发日韩或欧美汽车的思路已经不适合宝腾的发展需求。所以赛义德认为宝腾只有获得新技术研发，出新的产品才能重新获得市场的认可。2012 年，赛义德与吉利集团有了第 1 次接触，赛义德了解到吉利

在并购沃尔沃以后，与沃尔沃协同发展，共同研发了新的汽车平台。赛义德表示宝腾愿意与吉利合作，希望可以参与吉利与沃尔沃共同研发的新汽车平台，希望吉利方面可以给宝腾带来新的技术，新的管理模式，新的理念。吉利方面对宝腾也有着浓厚的兴趣，宝腾方面向吉利发出邀请，吉利集团也去马来西亚进行了实地考察，双方都希望可以进一步的有进一步的合作。

（二）吉利与宝腾的再次接触-宝腾寻求技术支持。

2013年，宝腾汽车的销售额，市场占有率大幅下滑，负债率提升了50%，整个企业岌岌可危，所以宝腾实际控制人赛义德决定与吉利尽快进行再次接触。赛义德在中国广西与吉利集团进行了第2次会面，而选择中国广西有两大原因：第一是主动展示诚意，希望吉利集团可以看到宝腾的诚意，以寻求尽快达成合作。第二，马来西亚当地政治环境复杂，马来西亚当地有许多势力反对中资并购马来西亚本土企业，选择在中国广西进行会面，可以减少马来西亚当地反对势力的关注。2015年12月，吉利集团邀请宝腾方面到瑞典参观吉利与沃尔沃的研发中心，宝腾方面对吉利与沃尔沃研发中心感到十分的震撼，其先进的管理模式和自动化的生产车间宝腾团队带来了极大的冲击。另外吉利方面也向宝腾团队展示了其最新的技术，包括沃尔沃的SAP平台，吉利与沃尔沃共同研发的CMA平台，还有一些暂未上市处于概念阶段的车型。中国政府对于吉利与宝腾的合作也是非常的重视，中国政府的支持下，吉利集团与宝腾方面达成了合作意向，为吉利并购宝腾打下了良好基础。

（三）宝腾以招标方式与吉利进行合作。

吉利与宝腾进行了长达一年的磋商，就合作协议展开了细致的研究，终于在2016年6月，吉利集团与宝腾就双方合作的协议达成了共识。虽然吉利与宝腾达成了共识，但马来西亚国内的对于吉利并购宝腾持反对意见，最终导致了双方拟定的协议作废。马方政府规定，宝腾必须以招标的形式选择并购对象。虽然如此，吉利集团依然对并购宝腾有充分的信心，最终吉利集团击败了22家竞争者，实现了对宝腾的收购，吉利与宝腾于2017年6月签署了并购协议，正式展开了并购后的整合工作。吉利与宝腾的收购事宜中，吉利控股集团持股比重达49.9%，由此成为宝腾汽车最大的股东方，而控股方的身份最终落在了包括DRB集团在内的马来西亚手中。交易不构成关联交易。

（四）相关交易风险及控制。

1. 定价风险。

吉利集团对宝腾汽车的估值，需要考虑宝腾汽车当时的经营状况以及未来的发展前景和盈利能力。宝腾成立于1983年，通过对外国车征收高关税的保护政策，一度曾拥有马来西亚汽车市场近八成的市场占有率。但由于缺乏自主创新意识、产能不足等问题，宝腾在1997年开始衰败，到2005年市场份额只剩下30%，而利润下滑至760万美元，开始陷入亏损状态，并且越来越严重。2012年宝腾汽车被当时马来西亚最大的汽车制造商DRB-HICOM

Berhad 公司收购，2012 年至 2017 年六年间，DRB 前后共拨款 11.2 亿林吉特（约 17.58 亿元人民币）帮助宝腾，但是仍然没能阻止宝腾汽车销量持续下滑和持续亏损的情况。2016 年，宝腾汽车只卖出了 7 万多辆，仅为顶峰时期销量的 1/3，在马来西亚的市场份额仅剩下 12.5%，销量排名跌到了第四位。截至 2016 年，宝腾汽车已经亏损高达 10 亿林吉特（约 15.7 亿元人民币），其中包括了路特斯亏损的 2,760 英镑（约 2.47 亿元人民币）。另一方面，宝腾汽车不是上市公司，相对而言财务信息不够公开透明，加上吉利集团和宝腾汽车分属不同的国家，各自所处的政治、经济和文化环境存在很大的差异。因此，依靠吉利集团自身很难获取宝腾汽车全面、真实可靠的财务信息。在信息不对称的情况下，如果吉利集团不能充分掌握宝腾汽车的经营状况和财务情况，就有可能对其价值做出错误的判断，并影响到并购后的经营业绩，产生定价风险。

2. 融资和支付风险。

吉利收购宝腾汽车的方式为协议收购，采用了混合支付的方式，以支付包括现金 1.7 亿马来西亚林吉特和吉利博越平台整个生命周期内授权使用费的代价收购了宝腾汽车 49.9% 的股份，同时吉利还为收购路特斯汽车 51% 的股份支付现金 5,100 英镑。收购宝腾，吉利所支付的现金折合人民币共计约 7.7 亿元，全部由吉利内部筹资支付。根据吉利控股集团的财务报表披露，吉利控股集团近年来连续盈利，集团内部的货币资金持续呈现上升趋势。2016 年吉利控股集团全年的净利润为 117.11 亿元人民币，年末货币资金余额为 477.14 亿元，收购宝腾汽车和路特斯汽车付出的货币资金仅占当年净利润和货币资金余额的 6.09% 和 1.49%，这意味着吉利仅需要支付少量的内部货币资金就能将收购金额付清，并且对企业内部的资金链影响不大。充足的现金以及技术输出两者相结合，最大限度地减少吉利集团的融资和支付风险。

3. 后期整合风险。

吉利收购活动的结束不代表收购的成功，收购活动的成功与否关键取决于宝腾汽车与吉利能否进行有效的整合。宝腾自带的“国”字品牌、连年亏损、品牌老化、技术落后、市场竞争力下降等问题可谓是非一朝一夕就能解决的。能否排除这些问题对收购活动产生的不良影响，也是吉利需要面对的整合风险。在企业文化上，吉利不急于一时绝对控股宝腾，而是选择持股 49.9%，以表示吉利对马来西亚人民及其文化品牌的尊重。在经营管理方面，宝腾承诺吉利“管理上以吉利为主导”，收购正式完成交割，原东风乘用车公司总经理李春荣正式出任宝腾汽车 CEO 一职，双方致力于组建一支以李春荣为首的国际化管理团队，从宝腾汽车的生产制造、品控研发以及销售上层层把关，最后实现复兴宝腾汽车这一共同愿望。更重要的是，吉利改变了我国汽车行业一直以来“以市场换技术”的地位，成功实现了中国汽车制造技术“走出去”的梦想。吉利采用了“技术输出——技术消化——实现双赢”为主线、“以技术换市场”的策略，将吉利名下博越、帝豪等车型的自主研发制造技术输入宝腾，而这也

解了宝腾多年以来制造技术落后、研发实力不足、产能不足等诟病。

五、并购后续发展

吉利在并购宝腾之后，大大提高了吉利在东南亚市场的知名度，并且连续七年跻身于世界五百强，品牌关注度大大提升。新车质量用户满意度在逐年提升，投诉在逐渐减少。宝腾汽车方面，宝腾通过接受吉利企业的技术输出使得其生产的汽车在安全性和性能方面的品牌形象大大提升，成本也得到了下降，并且加上吉利自身营销系统改革取得了市场良好的反应，及时实施了战略调整。据 2021 年 4 月相关报道指出，马来西亚媒体出具的相关统计数据显示在刚刚过去的 3 月份，宝腾销量达到了 14,989 辆，不仅实现了马来西亚 23.5% 的市占率，还创造了自 2013 年 9 月以来的最佳销售成绩。由此看来，吉利在对宝腾实施并购后绩效表现良好、整合也取得了初步成效，实现了真正的协同效应。

资料来源：

[1] 宝腾汽车公司官网.

[2] DRB-HICOM 公司官网.

[3] 黄维干.吉利收购马来西亚宝腾汽车的财务风险分析.现代营销(下旬刊),2020.

[4] 张雨纯.技术创新驱动下的连续跨国并购价值实现机理研究——基于吉利的案例分析,北京交通大学硕士学位论文,2021.

[5] 仲宏伟.吉利集团跨国并购中的财务整合研究,2020.

[6] 谢丝雨.国际化战略视阈下企业跨国并购绩效评价案例研究 ——以吉利集团为例,杭州电子科技大学硕士学位论文,2021.

[7] 李梦婕.“一带一路”下中国企业跨国并购整合风险研究 ——以吉利并购宝腾为例,湖北经济学院,2019.

[8] 刘宝华.吉利收购宝腾始末.经营者(汽车商业评论),2019.

紫金矿业集团投资塞尔维亚 RTB BOR 集团

紫金矿业集团股份有限公司于 2018 年 9 月 17 日与塞尔维亚共和国（以下简称“塞尔维亚”）签署《战略合作协议》，紫金矿业集团作为战略合作伙伴，以现金出资方式对 Rudarsko-Topioniarski Basen RTB Bor Doo Bor (RTB BOR 集团，简称为博尔采矿与冶炼盆地) 进行增资扩股。紫金矿业集团股份有限公司于塞尔维亚当地时间 2018 年 12 月 18 日以 3.5 亿美元完成了收购交割，获得 RTB BOR63%的股权。

一、并购环境

（一）宏观环境。

2018 年，国内外经济稳中向好，全球经济仍在稳步扩张。据国际货币基金组织（IMF）2018 年 10 月发布的《世界经济展望》报告称，2018 年至 2019 年全球经济增长率预计为 3.7%。我国宏观经济稳中向好，IMF 预计 2018 年我国全年经济增速 6.6%，超过预期。2018 年，国内外经济形势同时也为我国矿业市场的平稳运行和发展创造了有利条件和良好环境。然而，贸易政策和不确定性的影响日趋明显，经济扩张的均衡性下降，一些主要经济体的增长速度可能已经触顶，这对我国矿业的平稳发展造成影响。

根据中国国土资源经济发布的《2018 年度矿产资源经济形势分析及展望》显示，2019 年预计我国大宗矿产品进口量将不同程度上保持增长态势。煤炭方面，在国内供应偏紧局势下，煤炭进口量还将持续增长，但国际市场资源供应更加趋紧，澳大利亚、印度尼西亚、美国、俄罗斯等国煤炭出口尚有一定潜力，但新增出口资源有限，因此我国煤炭进口量将小幅增长。油气方面，国内供需缺口持续扩大，导致油气进口量仍会增长，其中原油温和增长，天然气大幅增长。铁矿石方面，由于国产铁矿石品位低、采选成本高，进口铁矿石备受青睐，进口量将不断攀升。中国是全球第一大铜消费国，国内铜市场供不应求，2019 年铜矿进口量将持续增长。

（二）行业背景。

2018 年，我国宏观环境下主要矿产品产量总体平稳增长，部分矿产品产量出现小幅回落。2018 年，全国主要大宗矿产品产量总体继续保持平稳增长态势。2018 年 1-11 月，全国原煤、天然气、铜精矿、氧化铝、水泥产量分别为 32.1 亿 t、1438.1 亿 m³、141.7 万 t、6627.8 万 t、20.0 亿 t，同比分别增长 5.4%、6.6%、8.3%、9.1%、2.3%；原油、铁矿石原矿、铅精矿、锌精矿产量分别为 1.7 亿 t、6.9 亿 t、118.7 万 t、256.7 万 t，同比分别减少 1.6%、3.3%、4.2%、4.6%。市场需求增长驱动原煤增产；燃气改造力度加大持续推动天然气产量上升；市

场需求扩大拉动有色金属产品产量增长；国内资源禀赋差、开采难度大使得原油生产减产；需求减弱、价格下跌影响铁矿山生产积极性，导致铁矿石原矿产量下降。

2018年12月，全国矿产品价格指数为74.7，环比下降2.7%。伴随着全球经济复苏，大宗初级产品价格持续上涨，同时贸易摩擦升级、地缘政治等因素影响导致主要矿产品价格总体处于波动调整状态，不同矿产品价格走势有所分化，但总体水平比2017年有所上涨。2018年1-12月，原油、天然气、镍、水泥平均价格分别为63.9美元/桶、4415.8元/t、10.5万元/t、437元/t，同比分别上涨30.7%、17.5%、22.4%、28.7%；铁精矿、铜、铅平均价格分别为606.5元/t、5.1万元/t、1.9万元/t，同比分别上涨2.0%、2.8%、3.2%；煤炭、黄金、铝、锌平均价格分别为593.6元/t、271.0元/克、1.4万元/t、2.3万元/t，同比分别下跌2.9%、1.6%、2.3%、2.1%。

同时，自2015年下半年新能源汽车销量快速增长，这对未来铜需求形成新的增长点。从单车用铜量来看，新能源车明显超过传统汽车，传统汽车单车用铜量不超过23公斤，而新能源车的电机、电池以及充电桩均需铜，根据IDTechEx测算，混合动力汽车用铜量40公斤，插电式混合动力汽车用铜量60公斤，纯电动汽车用铜量83公斤，混动大巴用铜量89公斤。在高额政策补贴、牌照和限行优惠及相关产业政策的扶持下，全球新能源车快速发展，2011-2019年全球新能源车销量年均复合增速达60.4%，新能源汽车在全球范围内将迎来新一轮的增长，带动铜消费需求增长。长期来看，全球铜矿品位的下行已成趋势，支撑铜价中枢上行。目前全球铜矿山的开采时间不断拉长，全球约一半的铜矿山矿龄超过70年，随着开采年限的不断增长，矿山品位下降的特征较为突出，伴随着矿山品位的下降，矿山采选冶炼过程中的消耗品、加工费等相关费用均显著增加，进而支撑铜价中枢不断上行。

（三）企业背景。

紫金矿业集团股份有限公司是中国规模最大的多金属矿业旗舰集团之一。其主要经营金、铜、锌等金属矿产资源的勘查开发。截至2018年，紫金矿业控制的金、铜及锌金属资源储量分别占国内相关品种总储量的13%、46.7%及4.5%；矿产金、矿产铜及矿产锌产量均已进入全国前三，资产规模和销售收入均已超过1000亿元。紫金矿业的投资项目分布在国内24个省(自治区)和海外11个国家，其中海外业务占比超过三分之一且有进一步放大的趋势。紫金矿业已是中国矿企在外海拥有矿产资源储量和产量最多的企业之一。其在2019年《福布斯》全球有色金属企业排第10位、全球黄金企业排第1位，在2018年《财富》“中国500强”中排第82位。

紫金矿业国内外收购并举，逐步打造成国内矿业行业效益最好、控制金属资源储量和产量最多、最具竞争力的大型矿业公司之一。国内方面，紫金矿业以紫金山铜矿为发展起点，收购吉林曙光金铜矿100%、陇南-李坝金矿84%、贵州水银洞金矿56%、黑龙江多宝山铜矿

100%、西藏巨龙铜业 50.1%等国内矿山资产。2005 年紫金矿业进军海外，相继收购泽拉夫尚吉劳塔罗金矿 75%、奥同克左岸金矿 60%、诺顿金田帕丁顿金矿 100%、科卢韦齐铜矿 72%、艾芬豪矿业的卡莫阿铜矿 49.5%、巴理克波格拉金矿 47.5%、塞尔维亚 BOR 铜业 63%、加拿大 Nevsun (Bisha 铜锌矿、塞尔维亚 Timok 铜金矿、Timok 铜金矿上、下带矿资源) 100% 股权、哥伦比亚大陆黄金武里蒂卡金矿 100% (通过设立海外子公司紫金美洲收购，公司持有紫金美洲 68.766% 股权) 和圭亚那金田 100% 股权。截止 2019 年底，紫金矿业在国内 14 个省和海外 11 个国家拥有重要矿业投资项目。

二、并购动因

(一) 增加资源储备和矿产品产量。

RTB Bor 公司有成熟的在产矿山，旗下项目资源量大，均为斑岩型铜金类型矿床，矿体厚大易于大规模开发，可通过技改或扩产降低单位成本、提高效率并增加产量；旗下矿山位于著名的欧亚成矿带上，成矿远景好，找矿潜力大，外围整合前景广阔。收购 RTB Bor 公司可增加紫金矿业的资源储备和矿产品产量，增强其盈利能力和可持续发展能力，推进国际化进程。

(二) 增强铜、金等矿产品资源优势。

紫金矿业董事会强调要突出国际化发展方向，突出金铜优势矿产，主要经济指标力争在 2017 年基础上实现大幅度增长，成为全球重要的金、铜、锌矿产品生产商，资源储量和矿产品产量力争进入全球前列。2018 年铜金产品价格大幅回调，是相关并购谈判的有利时机。

(三) 加速国际化资源扩张。

塞尔维亚地理位置优越，劳动力廉价，环保水平一般，有利于采掘冶炼生产。紫金矿业收购塞尔维亚铜矿和冶炼厂，建立海外生产基地，进军原材料需求完胜的欧盟地区，从而实现国际化资源扩张，这将给紫金矿业带来更为积极的正面影响，前景广阔。

(四) 发挥产品间的协同效应。

紫金矿业已经构建了以金、铜和锌为主，兼有其他多种的矿业资源储备格局，充足的资源储备使得紫金矿业的发展后劲十足，形成了资源并购到资源开发，再到业绩提升的良性循环发展局面。丰富的产品组合，充分发挥产品间的协同效应，可有效抵御不同金属价格周期轮动时波动风险，增强了抗风险和盈利能力。

三、并购双方企业介绍

（一）并购企业—紫金矿业。

紫金矿业是一家矿产生生产管理高效、资源整合及资金实力突出的国内矿业龙头，其以紫金山铜金矿的开发为发展起点，逐步发展成国内矿业龙头。成长过程中，通过不断的技术创新和生产经验积累，实现了对低品位、高难度矿山的经济性开采，突破了传统矿山开采工艺的局限性，在多年生产经验基础上提出并实行“五位一体”的矿石流管理体系，实现地勘、采选、冶炼、环保的统筹兼顾。在资源整合方面，紫金矿业以资源为公司的发展核心，外延整合叠加对内勘探增储，不断扩充自身资源实力，陆续并购卡莫阿-卡库拉、Timok 等一批国内外优质矿山，矿业龙头地位进一步稳固，而紫金矿业充裕的经营性净现金流和多元通畅的融资渠道也赋予了其自身强劲的资金实力，为后续发展奠定扎实财务基础。

紫金矿业的资源综合实力跃居国内首位，铜、金产量进入快速增长阶段。根据 2019 年中泰证券《矿业龙头，成长进入加速期》研报显示，紫金矿业 2019 年拥有矿产铜资源量超 6000 万吨、矿产金资源储量超 2000 吨，矿产金和矿产铜权益储量均居国内矿业上市公司首位，未来随着紫金矿业前期并购的卡莫阿-卡库拉、Timok 以及哥伦比亚武里蒂卡金矿的顺利投产达产，未来 2020-2023 年紫金矿业公司的主要矿产品产量将迎来快速增长阶段，预计矿产铜年权益产量增速超 30%，矿产金年权益产量增速超 15%。

紫金矿业的经营质量持续提升，财务水平稳健。营业收入呈现持续增长态势，2010-2019 年年均复合增速约为 17%。2019 年紫金矿业实现营业收入 1360.98 亿元，同比增长 28.40%，黄金价格上涨、矿产量和冶炼量的增长是驱动收入增长的主要原因。2015-2019 年，紫金矿业归母净利润呈现增长趋势。2019 年实现归属于母公司股东的净利润 42.84 亿元，同比上升 4.65%。

（二）交易标的—RTB Bor 公司。

RTB Bor Doo Bor 公司成立于 1999 年。是塞尔维亚国有铜业公司，拥有该国唯一在产的铜矿及冶炼厂，项目保有资源储量大，技改扩产潜力大。塞尔维亚共和国发展基金和股权基金持有 RTB Bor 公司的大多数股权（达 99.9999894905%），其余少部分股份为六家股东持有。

RTB BOR 铜矿曾是塞尔维亚的核心工业项目，控制了四个矿山和一个冶炼厂，是该国唯一的铜矿在产项目。截至 2017 年底，RTB BOR 铜矿在塞尔维亚资源储量委员会备案的矿石总资源储量为 25.56 亿吨，其中，铜金属量 1,029 万吨，平均品位 0.403%。

2018 年前后因金属价格低迷、投入不足或设备老化等原因，RTB Bor 公司运营管理出现困难，塞尔维亚政府决定对其及其子公司进行合并和债务重组，通过全球公开招标方式引

进战略投资者。

1. 地理位置和投资环境。

RTB Bor 公司及其旗下项目基本集中在塞尔维亚波尔市（只有 1 个矿山位于相邻的马伊丹佩克市）。波尔市是一个矿业城市，区域行政中心，基础设施齐全，公路铁路、水运等交通发达，水源及电力供应充足且成本比较低，产业工人拥有良好的素质和技术水平。

塞尔维亚地处东南欧，水陆交通方便。该国经济 2015 年后出现较快增长，政治稳定，长期奉行与中国友好政策，投资环境优良。

2. RTB Bor 公司项目生产经营情况。

RTB Bor 公司控制 4 个低品位斑岩铜（金）矿山和 1 个冶炼厂，2017 年冶炼生产阴极铜 7 万余吨，其中自有矿山产铜 4.3 万吨。具体如下：

Majdanpek (MS) 矿山包括两个相邻的矿坑：南坑和北坑。2018 年后南坑生产，北坑停产。该矿山采用传统露天开采+浮选工艺生产铜精矿，设计采选规模为 1,000 万吨/年，截止 2018 年实际采选规模 600 万吨/年，2017 年生产铜精矿含铜 1.76 万吨。

(1) Veliki Krivelj (VK) 矿山：

VK 矿山采用传统露天开采+浮选工艺生产铜精矿，2018 年采选规模为 1,000 万吨/年。2017 年生产铜精矿含铜 2.24 万吨。该矿山选矿设备运行状态良好，自动化程度较高。

(2) New Cerovo(NC) 矿山：

NC 矿山为露天采矿，主要包括两个大的斑岩矿体（C1 矿体和 Primarno 矿体）。C1 矿体已于 2017 年 10 月闭坑。

(3) Jama (JM) 矿山：

JM 矿山为地下采矿+浮选工艺生产铜精矿，设计采选规模为 120 万吨/年，2018 年实际采选规模为 60 万吨/年。2017 年生产铜精矿含铜 2,554 吨。

冶炼厂 2015 年初 RTB Bor 公司对冶炼厂进行改造，采用闪速熔炼工艺。改造后设计处理铜精矿 40 万吨/年，年产阴极铜约 8 万吨、硫酸 35-40 万吨。

3. 资源储量。

按 JORC 标准估算的资源量，BDI 咨询公司（Behre Dolbear International, Ltd.）按 JORC 标准估算的截至 2014 年底的资源量结果如下：

表 1 RTB Bor 公司截止 2014 年底的资源量结果

资源类别	资源量(万吨)	铜品位%	铜金属量 (万吨)
控制的	86,270	0.39	332.7
推断的	113,650	0.40	453.1
控制+推断	199,920	0.39	785.8

数据来源：紫金矿业集团股份有限公司关于以增资扩股方式投资塞尔维亚 RTB BOR 集团的公告

截至 2017 年底，RTB Bor 公司在塞尔维亚资源储量委员会备案的资源储量（按照前苏联标准估算）为 25.56 亿吨（级别为 A+B+C1+C2），铜平均品位 0.403%，铜金属量 1,029 万吨。

4. RTB 的安全环保。

RTB Bor 公司的安全环保意识和基础都较为薄弱，安全环保管理水平有待提高。根据紫金矿业在竞标时提交的业务开发计划，RTB Bor 公司将投入资金对环保系统进行整改，其中包括但不限于建设水处理项目和控制有害气体排放；同时对在产矿山进行生态维护，持续进行复垦和植被恢复，逐步提高 RTB Bor 整体环保水平。

5. 主要财务数据。

RTB Bor 公司财务报告是以塞尔维亚通用会计准则（其准则以国际财务报告准则为基础）进行编制的，本位币为第纳尔。以下为 RTB Bor 公司 2016 年至 2018 年上半年的主要财务数据：

表 2 RTB Bor 公司 2016 年至 2018 年上半年的主要财务数据（单位：千第纳尔²）

财务数据	2018 年 1-6 月 (未经审计)	2017 年度 (经审计)	2016 年度 (经审计)
资产总额	86,745,228	93,514,255	93,780,426
负债总额	149,577,011	154,170,354	158,951,626
净资产/ (净负债)	(62,831,783)	(60,656,099)	(65,171,200)

² 2016 年末、2017 年末和 2018 年 6 月末，1 美元兑换第纳尔的汇率分别为：117.1353、99.1155 和 97.7819

营业收入	16,269,345	32,562,311	24,267,106
税前利润/(税前净亏损)	(2,082,701)	4,761,079	(5,304,678)
净利润/(净亏损)	(2,083,194)	4,760,562	(5,250,027)
现金流净额	381,818	232,837	440,785

数据来源：紫金矿业集团股份有限公司关于以增资扩股方式投资塞尔维亚 RTB BOR 集团的公告

四、并购交易过程

(一) 并购过程。

2018年8月20日，紫金矿业完成全部投标文件并提交评标委员会。根据披露，紫金矿业的标分两个：其中商务标是拟对 RTB Bor 公司增资 3.5 亿美元以取得其 63%；技术标上，根据公司提交的 RTB Bor 公司业务开发计划，自 2018 年，未来 6 年内，RTB Bor 公司拟累计投入约 14.6 亿美元的资金，其中，12.6 亿美元(含紫金矿业 3.5 亿美元增资款)用于下属 4 个矿山和 1 个冶炼厂技改扩建或新建，达产后预计矿山年产铜 12 万吨，金 1.45 吨、银 10.6 吨；冶炼厂年生产阴极铜约 15 万吨；近 2 亿美元用于偿还 RTB Bor 公司在债务重组计划项下应偿还的债务(具体偿还条款有待商谈)。这些开发计划的资金来源主要包括紫金矿业收购投入的增资款，RTB Bor 公司经营净现金流及其向商业银行贷款等。

紫金矿业于 2018 年 9 月 3 日披露《关于参与塞尔维亚国有铜业公司公开招标进展情况的公告》，其参与塞尔维亚关于引入战略投资者改组目标公司的公开招标，并在投标中排名第一，作为潜在战略合作方，与交易相关方开展合作协议谈判。

2018 年 9 月 17 日，紫金矿业与塞尔维亚签署《战略合作协议》。紫金矿业作为战略合作伙伴，拟在收购交易交割日及后续 3 年期间内以现金出资方式累计投资 3.5 亿美元（约合人民币 23.98 亿元），对 RTB Bor 公司进行增资扩股，在增资完成后将持有其 63%的股权，而其他股东将持有 37%的股权。此外，根据紫金矿业在竞标过程中提交的业务开发计划，RTB Bor 公司将在交易交割之日起 6 年内累计投入约 12.6 亿美元（含 3.5 亿美元增资款）的资金用于旗下 4 个矿山和 1 个冶炼厂技改扩建或新建等。截至 2018 年，紫金矿业收购的 RTB Bor 铜矿是央企在该国的第二次大型投资。

这一战略也契合塞尔维亚想要出售负债累累的国有企业，刺激当地经济增长以及减轻预算压力的需求，根据协议，紫金矿业还同意承担 RTB Bor 高达 2 亿美元的债务，并保留该矿 5,000 个工作岗位。除了 12.6 亿美元代价外，紫金矿业还将投入 1.35 亿美元用于改善环

境，并将再投资 3.2 亿美元开启一座新的铜矿。

(二) 相关交易风险。

1. 审批风险。

在收购前需满足多项交割先决条件，其中包括是否能获得中国和塞尔维亚政府有关部门的有效批准或豁免，存在不确定性。

2. 项目经营风险。

RTB Bor 公司资产位于塞尔维亚，该国的政治、经济和文化等方面与中国具有一定差异，紫金矿业完成收购后，对在项目整合和运营管理方面面临一定程度的挑战。RTB Bor 公司旗下矿山的资源总体品位不高，运营边界利润比较低，抵抗金属价格下跌的风险的能力不强；安全环保基础也较为薄弱，管理水平有待提高。根据相关法律法规和监管要求，RTB Bor 公司后续须投入必要的资金，加强管理，逐步提升安全环保管理水平。

3. 市场风险。

市场风险主要表现为铜，金等金属价格的未来走势。如果金属价格在未来大幅波动，将给项目的盈利能力带来较大的不确定性，并进而影响到 RTB Bor 公司的价值。

4. 外汇风险。

紫金矿业收购 RTB Bor 公司以美元作为交易结算货币，RTB Bor 公司记账本位币及列报货币为当地货币第纳尔，实际经营中存在多币种结算的情形，汇率变动将对紫金矿业的投资入股及后续 RTB Bor 公司生产经营带来一定的外汇风险。在建项目投产达产不及预期风险。紫金矿业主营大型矿业项目的勘探开发，矿山项目建设周期较长，在大型项目建设运营上经验丰富，存在可能因偶发因素导致的投产及达产进度不及预期的风险。

5. 产品价格超预期走低的风险。

紫金矿业收入和利润的主要来源是黄金、铜、锌等金属产品，此类产品的价格变动受通胀预期、全球经济周期、美元走势、避险需求等因素决定，这些商品价格波动给紫金矿业经营带来较大不确定性。紫金矿业在收购 RTB Bor 公告中称，若金属价格超预期走低，将对其经营业绩带来负面影响。

6. 金融市场波动风险。

紫金矿业持有一定的金融、外汇资产，在金融市场利率、汇率、股价发生波动时，可能造成其资产价值或经营业绩波动的风险。

五、后续环境治理的投入情况

长期以来，紫金矿业意识到，矿业勘察开发活动与生态环境息息相关，任何形式的采矿活动都会在一定程度上影响甚至改变所在地的生态环境。紫金矿业在其项目运行的过程中，秉持严格遵守东道国有关生态环境保护有关法律、法规和标准，如《中华人民共和国环境保护法》、塞尔维亚《环境保护法》和《环境污染综合防治法》等。2020年9月，紫金矿业针对其在塞尔维亚紫金冶炼厂延期超标事件，第一时接管进驻，并累计投入环境治理和生态恢复资金 7,767.98 万美元。通过优化操作、加强维保、增加烟气罩、弱碱除酸等多项措施，冶炼吨铜排放指标比接管前两年下降约 40%，矿区的生态环境也得到了明显改善和提升。在 2021 年 4 月紫金矿业因环境违规的问题，暂停了塞尔维亚旗下 RTB Bor 铜矿竖井的工作，但紫金矿业在塞尔维亚的子公司在第一时间表示，其计划在 2021 年投资 4.08 亿美元，以检修、扩大和改善其矿山和 Bor 冶炼厂的环境标准。

资料来源：

[1] 紫金矿业官网.紫金矿业集团股份有限公司关于以增资扩股方式投资塞尔维亚 RTB BOR 集团完成交割的公告.https://www.sohu.com/a/283093285_115433.

[2] 紫金矿业官网.紫金矿业集团股份有限公司关于以增资扩股方式投资塞尔维亚 RTB BOR 集团的公告 . http://www.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/2018-09-18/601899_20180918_2.pdf.

[3] 雪球网 . 紫金矿业收购塞尔维亚 TRBBor 公司股权事件点评.<https://xueqiu.com/1344684945/113159454>.

[4] 未来智库 . 有色金属专题报告：紫金矿业深度解析.<https://xueqiu.com/9508834377/132875858>.

[5] 周匀.海外矿产资源并购令紫金矿业扬帆远航.海外矿产资源并购令紫金矿业.扬帆远航,2020.

[6] 冯丹丹.2018 年度矿产资源经济形势分析及展望,2019.

[7] 中泰证券研报 . 矿业龙头，成长进入加速期.http://data.eastmoney.com/report/zw_strategy.jshtml?encodeUrl=X1eHDR9mw7P9NhZJBTgkjpdpSxZRtGw4LopVcGTo/Lw=.

[8] 中华人民共和国商务部 . 紫金矿业集团收购塞尔维亚铜矿.<http://yu.mofcom.gov.cn/article/jmxw/201812/20181202817988.shtml>.

[9] 生意社.因环境违规 塞尔维亚暂停紫金矿业旗下 RTB Bor 铜矿竖井工作.<http://www.jskx.org/news/30940.cshtml>.

中国长江电力股份有限公司投资南美配电项目

中国长江电力股份有限公司通过全资子公司长电国际竞标购买美国纽约证券交易所上市公司 Sempra Energy 在秘鲁配电等资产，并于 2019 年 9 月 28 日签署了股权收购协议。长江电力投资的标的资产为 Sempra 荷兰所持有的 SAB 公司全部股权以及 POC 公司约 50.00000069% 股权，其中 SAB 公司持有 POC 公司剩余股权。SAB 公司和 POC 公司拥有的核心资产为利马证券交易所上市公司路德斯 (LDS) 公司 83.64% 的股权，收购完成后，将触发对 LDS 公司剩余不超过 13.7% 股份的强制要约收购。2020 年 4 月 24 日，交易双方按照《股权收购协议》的约定完成交割，同时 SAB 公司和 POC 公司完成股东变更登记事宜。交割完成后，长江电力通过长电国际持有 SAB 公司全部股权以及 POC 公司约 50.00000069% 股权，从而间接持有 LDS 公司 83.64% 的股份，加上 LDS 公司剩余股权，长江电力对 LDS 公司的持股比例由 83.64% 上升至 97.14%。

一、并购环境

(一) 宏观环境。

2019 年，受国际贸易摩擦频发、全球金融波动加大、英国“硬脱欧”、地缘政治风险等因素影响，长江电力对 LDS 的并购处于全球经济同步放缓的背景下。根据国际货币基金组织 (IMF) 的《世界经济展望》报告显示，全球经济的增长和复苏背后仍然存在着不确定因素。例如，全球风险偏好下降，金融脆弱性因素持续积聚，政策不确定性和贸易紧张局势等。2019 年世界经济发展面临较大下行压力，增长动能趋缓，各国政策向内倾斜，贸易保护主义持续升温，“逆全球化”趋势导致全球经贸摩擦加剧。伴随着“一带一路”倡议的推行，中国对外投资降幅进一步收窄，行业结构更加优化，对“一带一路”沿线国家投资合作稳步推进，对外投资并购稳步发展。中国持续致力于推动高质量共建“一带一路”，维护完善多边贸易体制，推动贸易和投资自由化、便利化，推动构建面向全球的高标准自由贸易区网络。此外，中国积极参与全球治理体系改革和建设，推进合作共赢的开放体系建设，推动建设更高水平开放型经济新体制。

表 1 2013-2019 年中国企业对外投资并购金额

年份	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
并购金额 (亿美元)	529	569	544.4	1353.3	1196.2	742.3	342.8

数据来源：中商情报网（据 2013-2019 年中国对外直接投资统计整理得出）

从表 1 中可看出，受到国际大环境和宏观政策的影响，2019 年中国企业对外投资并购活动并不活跃，市场整体较为低迷。

（二）行业背景。

2019 年我国经济形势复杂多变，内外部环境不确定性增加，但总体上发展平稳。用电量与经济发展密切相关，2019 年我国全社会用电量保持稳步增长，增速回落。随着电力辅助服务市场范围不断扩大以及电力现货市场建设试点的稳妥推进，2019 年度电力体制改革取得了新的突破。按投资方向来看，国内并购是电力并购的主力市场，占到电力并购整体交易数量的 90%以上，海外并购方向主要集中于可再生能源行业中的新能源汽车电池及储能等技术领域，表明中国能源企业海外并购偏好除去传统海外资产布局以外，也有先进技术驱动的趋势。

（三）企业背景。

中国长江电力股份有限公司属发电行业，主要产品或服务为电力生产、经营和投资、电力生产技术咨询。长江电力是全球最大的水电上市公司，以大型水电运营为主要业务，为社会提供优质、稳定、可靠的清洁能源，在发挥梯级电站综合效益、促进节能减排、推动我国经济社会发展等方面发挥了重要作用。同时，长江电力充分发挥核心竞争优势，依托国家战略，围绕主业积极开展配售电业务和海外投资及电站运营、管理、咨询业务，拓宽公司业务范围，打造新的利润增长点。2019 年，中国长江电力股份有限公司面对国内外风险挑战明显上升的复杂局面，在以习近平总书记为核心的党中央坚强领导下，坚持稳中求进工作的总基调，坚持以供给侧结构性改革为主线，保持经济社会持续健康发展，三大攻坚战取得关键进展，改革开放迈出重要步伐，供给侧结构性改革继续深化，科技创新取得新突破。长江电力旗下拥有三峡、葛洲坝、溪洛渡、向家坝、乌东德和白鹤滩总计 6 座水电站，并且这 6 座水电站都属于“西电东送”骨干电源，电价由国家发改委价格司统一确定，发电收益相当稳定，这为长江电力收购秘鲁配电股权奠定了实力基础。

二、并购动因

（一）配合控股股东三峡集团的业务布局。

早在 2016 年 11 月 21 日长江电力的控股股东——长江三峡集团、葡萄牙电力公司、国家开发银行共同与秘鲁能矿部共同签署了圣加旺三级水电站项目融资备忘录，并将该项目纳入中国与秘鲁两国产能合作第二批早期收获项目清单。此外，在 2017 年 11 月 29 日，中国国家开发银行与三峡集团环球水电投资秘鲁公司在秘鲁首都利马签订了总金额 3.65 亿美元长期贷款提款协议，助力秘鲁圣加旺三级水电站项目的实施。

先有三峡集团在秘鲁开发水电站项目，再有长江电力收购秘鲁配电公司，产销一条龙的服务水到渠成。长江电力相关负责人表示长江电力投资南美配电项目完成后，收购标的核心资产——LDS 公司可与中国三峡集团在当地已有水电项目形成发电、配电协同效应，提高整体竞争力，降低整体海外投资风险，为未来公司在秘鲁及南美区域进一步拓展配售电业务奠定良好基础。

(二) 形成核心能力，实现国际化发展战略。

LDS 公司自身具备的极大优势同样是长江电力选择收购秘鲁的配电相关业务的重要原因。据公开资料显示，LDS 是秘鲁当地具有重要影响力的公用事业公司，主要在秘鲁首都利马地区开展配售电业务，约占秘鲁全国市场份额的 28%。除配电业务外，LDS 公司还拥有 10 万千瓦已投产的水电资产，以及约 73.7 万千瓦的水电储备项目。有关数据显示自 2019 年以来，LDS 公司经营情况整体较优，现金流充沛，具备稳定的长期盈利能力。LDS 公司主要业务为受政府监管的配售电业务，投资回报为政府核定的合理准许收益的范围，并且拥有在首都利马经济最发达区域的永久特许经营权。长江电力投资南美配电项目有利于长江电力在配售电领域形成核心能力，逐步形成发、配、售电产业链协同发展的创新模式，实现发展战略走向国际化。

三、并购双方企业介绍

(一) 并购企业——长江电力&长江国际。

长江电力，即中国长江电力股份有限公司，是由中国长江三峡工程开发总公司(简称"中国三峡总公司")作为主发起人于年 2002 以发起方式设立的股份有限公司。2003 年 8 月 28 日中国三峡总公司与中国长江电力股份公司签署资产收购协议，由长江电力股份公司收购三峡工程 2 号、3 号、5 号、6 号发电机组。2003 年 11 月 18 日，长江电力于上海证券交易所成功上市。长江电力是全球最大的水电上市公司，2021 年中国长江电力股份有限公司位居《2020 福布斯》全球上市公司 2000 强第 348 位，在中国 500 强排行榜中排名第 197 位。

中国长江电力股份有限公司属发电行业，公司以大型水电运营为主要业务，运行管理三峡、葛洲坝、溪洛渡、向家坝等 4 座巨型电站，为社会提供优质、稳定、可靠的清洁能源，在发挥梯级电站综合效益、促进节能减排、推动我国经济社会发展等方面发挥了重要作用。

长江电力通过全资子公司长电国际竞标购买美国纽约证券交易所上市公司 Sempra Energy 在秘鲁配电等资产。长电国际于 2010 年 12 月 6 日在香港注册成立，系长江电力股份有限公司全资子公司，经营范围为境外电力项目的开发、投资、运营以及相关行业的股权投资等业务。

（二）交易标的—SAB 及 POC 公司。

1. 核心资产—LDS 公司。

SAB 公司和 POC 公司拥有的核心资产为 LDS 公司，LDS 公司设立于 1996 年 8 月，是在利马证券交易所上市的公司，是秘鲁第一大电力公司，主要在秘鲁首都利马地区开展配电业务，约占秘鲁全国市场份额的 28%，是秘鲁具有重要影响力的公用事业公司。除配电业务外，LDS 公司还拥有 10 万千瓦已投产的水电资产，以及约 73.7 万千瓦的水电储备项目。LDS 运营水平处于行业领先地位，公司经营情况整体较好，盈利能力长期稳定，现金流充沛。LDS 公司主要业务为受政府监管的配电业务，投资回报为政府核定的合理准许收益，并拥有在首都利马经济最发达区域的永久特许经营权，经营效益稳定并持续增长，是秘鲁最具有重要影响力的公用事业公司。

2. 主要股东—Sempra 荷兰。

Sempra 的主营业务为无实际商业运营。其作为 Sempra Energy 智利发电及输配电资产，秘鲁发电及配电资产以及墨西哥天然气和发电资产的持股平台。Sempra 荷兰是 Sempra Energy 全资控股子公司，主要是作为其秘鲁、智利和墨西哥资产的控股公司，2016 至 2018 年净资产及年收入均呈现稳定增长态势，截至 2018 年 12 月 31 日，Sempra Energy 经审计的资产总额约为 606.4 亿美元、所有者权益约为 171.4 亿美元，2018 年度 Sempra 经审计的营业收入约为 116.9 亿美元、净利润约为 11.3 亿美元。Sempra 荷兰和 Sempra Energy 与公司之间均不存在产权、业务、资产、债权债务、人员等方面的其他关系。Sempra 荷兰未经审计的资产总额约为 55.9 亿美元、净资产额约为 54.3 亿美元；2018 年度，Sempra 荷兰无营业收入，未经审计的净利润约为 4.8 亿美元。

3. 财务指标。

截至 2018 年 12 月 31 日，SAB 公司母公司财务报表口径下的资产总额约为 8.0 亿美元、净资产约为 7.3 亿美元，2018 年度，SAB 公司母公司财务报表口径下无营业收入、净利润约为 9,992 万美元。

截至 2018 年 12 月 31 日，POC 公司合并财务报表口径下的资产总额约为 20.1 亿美元、净资产约为 10.7 亿美元，2018 年度，POC 公司合并财务报表口径下的营业收入约为 9.8 亿美元、净利润约为 1.7 亿美元。

截至 2018 年 12 月 31 日，LDS 公司合并财务报表口径下的资产总额约为 17.7 亿美元、净资产约为 8.1 亿美元，2018 年，LDS 公司合并财务报表口径下的营业收入约为 9.6 亿美元、净利润约为 1.6 亿美元。

4. 估值情况。

根据第三方财务顾问出具的约束性报价轮估值报告，估值基准日为2019年12月31日，采用分部加总法，SAB、POC及LDS资产企业价值共约43-51亿美元，股权总价值为37-45亿美元。

四、并购交易过程

（一）并购过程。

长江电力已经完成其投资南美配电项目的所有必要监管批准和备案，包括秘鲁反垄断审批、百慕大金融局批准、中国发改委托和商务部的境外投资备案。2020年4月24日，中国三峡集团控股上市公司长江电力发布公告称，已成功完成对LDS公司83.6%股权的交割，收购完成后，将触发对LDS公司剩余不超过约13.7%股份的强制要约收购，后续尚需履行强制要约收购义务。强制要约收购完成后，长电安第斯通过SAB公司和POC公司共计间接持有LDS公司约97.14%的股份。根据秘鲁法规的相关规定，完成强制要约收购后并不会触发LDS退市。

（二）相关交易风险。

1. 财务风险。

长江电力虽然有实力收购秘鲁配电，但260亿人民币的现金报价已经超过了2018年226亿的归属净利润，从2018年现金流净值看，长江电力只有53.34亿元人民币，想要完成收购，必须要大举融资。

长江电力2014-2018年的资产负债率保持在35%至50%左右，为投资南美配电项目二展开融资，最直接的结果会让公司的资产负债率提升。

2. 旧网改造风险。

Sempra Energy在智利的配售电网络至2019年仍较为老旧，随着智利当地经济的发展，用电量增加，以前的配售电网络可能负荷不上了，必须重新建设和扩容。这必定会给长江电力带来后续的成本增加。

3. 后续运营风险。

完成对LDS的收购后，LDS可能会面临用电量增长未达预期、网损率升高、运维成本上升等风险，同时电网维护危险系数高，需做好安全事故管理工作。这要求长江电力拥有并充分利用其现有专业管理团队，做好LDS资产日常经营管理工作，持续提高经营效益和运营指标，确保运营管理始终保持在行业标杆水平。

4. 公司治理风险。

LDS 公司长期按欧美企业标准进行公司治理,后续管控要保持其市场活力及运维效率,确保 LDS 公司增长符合预期、持续控制网损率及运维成本,还必须满足我国上市公司的相关监管要求。长江电力在落实上市公司管控相关要求的同时,还需要参考 Sempra 公司治理模式,通过行使股东权利以及董事会对重大事项进行管控,日常经营交由本地化专业管理团队执行,同时派遣部分人员参与。

5. 现金回流汇率风险。

秘鲁配电收益以美元计价,配电费还将根据汇率、通胀等因素进行月度调整,行业本身对汇率存在自然对冲。长江电力将加强相关地区汇率走势研究,如需股息回流,可选择适当的窗口以规避汇率风险。汇率风险整体较低。

6. 地缘政治风险。

南美地区,一向政治风险比较高,政局不稳定、经济不稳定、货币不稳定的事情时有发生,国家债务危机时有发生。秘鲁历史上,也没有少发生过经济危机。所以,秘鲁资产收购的最大的风险点在于收购的时候用的是美元,但是,电网收到的钱是秘鲁当地货币,长江电力需要把它换成人民币或者美元才能拿回来国内。当秘鲁发生政治危机或者经济危机的时候,当地货币必然大幅贬值。

五、并购后续发展

秘鲁商业环境良好,市场体制健全,国别风险较低,是南美地区国别风险最低的国家之一。该国配售电属政府监管行业,整体风险更低。长江电力投资南美配电项目完成后,LDS 公司可与中国三峡集团在当地已有水电项目形成发电、配电协同效应,提高整体竞争力,降低整体海外投资风险,为未来公司在秘鲁及南美区域进一步拓展配售电业务奠定良好基础。长江电力这一投资项目属海外成熟电力市场的配售电资产,投资该项目有利于长江电力在配售电领域形成核心能力,实现向水、电两端延伸和国际化发展战略,逐步形成发、配、售电产业链协同发展。长江电力的投资项目核心资产秘鲁 LDS 公司财务和经营状况良好,资产负债总体健康,盈利水平长期稳定增长,现金流充沛,作为上市公司信息透明,长江电力投资本项目可实现稳定的投资收益。交易将导致合并报表范围发生变更,预计未来将会给长江电力带来一定的营业收入及利润贡献。

资料来源:

[1] 长江电力官网.中国长江电力股份有限公司 2020 年年度报告,
<http://www.sse.com.cn/disclosure/listedinfo/announcement/c/2020-04->

30/600900_20200430_28.pdf.

[2] 长江电力官网.中国长江电力股份有限公司投资南美配电项目的公告,
http://quotes.money.163.com/f10/ggmx_600900_5672014.html.

[3] 二朗基金.长江电力收购秘鲁资产的风险点.
<http://finance.sina.com.cn/stock/relnews/cn/2019-09-30/doc-iicezzrq9483599.shtml>.