



图片来源 / www.cpress.com

实力说话：光明食品的海外并购路

跨国并购

优势互补

国际化



范博宏为香港中文大学
财务学系教授、经济金融
研究所所长。



顾亦玮为香港中文大学
经济金融研究所研究员。

范博宏 顾亦玮/文 光明食品收购新西兰新莱特乳业的成功和收购法国优诺食品的失败两个案例表明，找到买卖双方的利益契合点，并且在此基础上寻求一种能够照顾多方利益的合作方式，是跨国并购成功达成的核心。更重要的，专注于实力的提升仍然是中国企业迈向国际化的基础。

“走出去”正在从一个口号变成一股浪潮。十年前,中国企业投资海外的实例屈指可数,而时至今日,跨出国门的中国企业如雨后春笋般涌现。从2003年起,尤其在2009年金融危机后,中国企业对外投资迅猛增长。据中国商务部的统计,截至2012年,中国境内投资者共对全球141个国家和地区的4425家境外企业进行了直接投资,累计实现非金融类直接投资772.2亿美元(图1)。

跨国并购是海外投资的一个重要途经。中国企业海外并购案的数量和金额从2006年起一直呈上升趋势,并在近两年达到高潮。据不完全统计,2012年中国企业海外并购案例达到112起,总金额298.25亿美元。

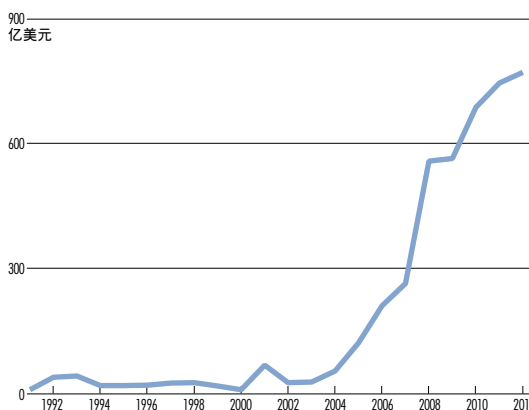
上海光明食品集团(下称“光明食品”)可谓这股国际化潮流中的弄潮儿。2007年,光明食品制定出战略计划,围绕乳业、糖、酒、休闲健康食品、食品分销和终端零售六大核心产业,在全球范围内展开收购兼并。在2010年至2012年短短的三年时间里,光明食品先后参与了8项海外并购案,并购对象来自澳大利亚、新西兰、美国、英国和法国五个国家,其中4项成功达成。2012年11月,光明食品更是豪掷70亿元成功并购英国知名食品公司维他麦,达成国内食品行业最大宗的海外并购项目。

光明乳业股份有限公司(下称“光明乳业”,600597),作为光明食品旗下乳业领域的上市公司,依照集团的国际化大战略,也试图通过兼并收购获取海外优质乳业资源,提升国际竞争力。光明乳业成功收购新西兰新莱特乳业(Synlait),让新西兰的优质乳源可以为己所用。随后,光明食品试图把全球第二大酸奶制造商法国优诺(Yoplait)迎进门,配给光明乳业,但是在出价最高的情况下仍然以失败告终。通过积极寻求海外合作,光明乳业降低了并购中的风险,然而自身实力上的欠缺成为其国际化道路上的阻碍。

以“洋”奶挽救中国乳品声誉

中国的食品安全似乎已经成为一个让人绝望的话题。从苏丹红到地沟油,以及时有曝出的各种以“毒”或“假”字当头的新名词,让中国消费者不禁

图1:1991-2012年中国对外直接投资流量情况



自嘲“尝尽百毒”。在曝出的种种食品安全问题中,乳制品的质量问题尤为引人关注,三聚氰胺、“皮革奶”、激素门等乳业食品安全事件一次又一次打击着消费者的信心。而对于质量比一般乳制品要求更高的婴幼儿奶粉则更甚,越来越多的父母宁愿花费更多去选择洋品牌以求保证子女健康成长。近年的香港奶粉代购狂潮,正是在这种需求推动下产生的。

乳制品安全问题频发,原因是多方面的,除了生产者和销售者利欲熏心,为获取利益不择手段外,还有其自身行业的特殊性。奶业产业链长,从饲料的生产、奶牛的育种和喂养,到挤奶、收奶,仅仅是原奶生产中就有颇多影响质量的因素,后续还有加工、仓储、运输、销售会对产品质量产生影响。加上中国目前以散户养殖为主的奶牛饲养方式,令原奶生产过程难以标准化,除了导致原奶品质差异大以外,生产过程也须由多个经营者完成,更增加了质量控制的难度。同时,中国乳制品行业竞争激烈,企业为生存争抢奶源从而放松原奶质量的监管,政府对食品安全违法行为监管和打击力度不够,也是促成原奶质量普遍下降的重要原因。

相较中国原奶价格不断上涨且质量参差不齐,一些欧美乳业发达国家的原奶价格低廉且品质好,这种现状吸引中国乳制品企业借道海外获取乳业资源,依靠国外优质的奶源和生产中严格的质量监控,挽救国内乳制品的信誉危机。作为畜牧业大国的新西兰,成为中国乳制品企业最先瞄准的目标。同时,中国政府大幅下调婴幼儿奶粉的进口关税,从原有的20%降低至5%,对中国乳企在海外生产产品再转内销也相当有吸引力。

光明乳业成为最早迈出海外生产脚步的中国乳企。2010年,光明乳业以4.31亿元成功认购新西兰

图2:光明乳业扣除大市变动后的累计日异常回报率

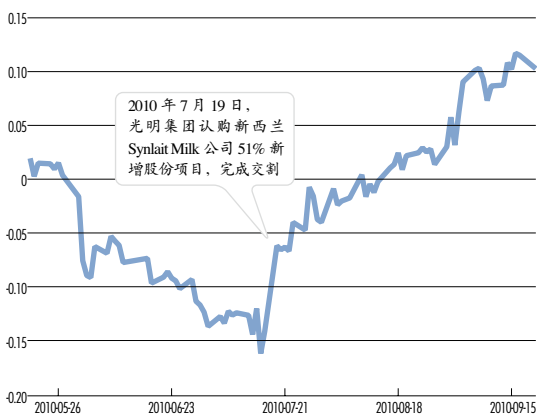


图3:伊利股份扣除大市变动后的累计日异常回报率



新莱特乳业51%的股份,新莱特乳业成为光明乳业的控股子公司。市场对于光明乳业的这一起海外并购反应积极,在收购信息公布后,企业扣除大市变动后的累计日异常回报率一路攀升(图2)。

在达成收购后,光明乳业投资的新莱特二期工厂开工建设,并在2011年底建成投产。二期工厂完工后,光明乳业依靠新莱特乳业的奶源和生产技术,推出了自己的高端婴幼儿奶粉品牌“培儿贝瑞”。产品完全依靠新莱特进行生产加工,光明乳业以“原装进口罐”进口销售。新莱特2012年度营收为3.77亿美元,增幅26.1%,税后盈利630万美元。光明乳业2012年年报显示,其海外地区的营业收入为19亿元,同比增加16%。“培儿贝瑞”在中国市场的销量显然对业绩起到了积极作用。

虽然光明乳业的乳制品仍以液态奶为主,2012年液态奶营收占乳制品营收的75.8%,同比增加16.69%,但是其他乳制品的营收增速更大,达21.18%,而“培尔贝瑞”品牌无疑助推了光明乳业在奶粉业务上的营业收入。在国内婴幼儿奶粉市场,由于国产奶粉问题频出,消费者对其失去信心转而投向进口奶粉,诸如美赞臣、多美滋、雅培、惠氏等国际著名婴幼儿奶粉品牌受到众多中产收入家庭的青睐,进口奶粉几乎占领了整个中国高端婴幼儿奶粉市场。光明乳业通过收购新西兰的乳企,在新西兰建立工厂,获得了能与同类国际品牌竞争的基础,加上自身在国内的大规模营销渠道,有望通过国内的高端婴幼儿奶粉赢回声誉。

其他中国乳制品龙头企业紧跟光明乳业的步伐。2012年末,伊利股份(600887)宣布投资11亿元,通过收购新西兰大洋洲乳业有限公司100%股权,在新西兰兴建配方奶粉厂,此举获得市场积极反应(图3)。而雅士利也在2013年初展开其在新西兰总额约11亿元的投资项目。

各取所需的合作,降低并购阻力

新西兰作为全球最大的乳制品出口国,乳制品交易量占到全球的1/3。乳业是新西兰最大的出口创汇产业,乳制品占新西兰出口总额近1/3,每年乳



制品出口额约97亿美元。和大多数国家一样，新西兰的海外投资监管体制也要求以特定财产在其境内投资的外国人事先获得批准，而在新西兰占有举足轻重地位的乳业资源当然位列其中。

光明乳业收购新莱特，在获取新西兰的投资许可上没有遇到任何困难。在达成收购之前，新莱特已有的一号工厂由于大量订单而满负荷生产，急需投建第二工厂以满足旺盛的市场需求，但是经历了金融危机的新西兰，在融资方面十分困难。2010年5月末，光明乳业参与新莱特的竞购，两个月后，尽职调查及所有相关法律文件的洽谈和签署即告完成，双方对外宣布了并购事宜。当年9-10月，光明乳业陆续收到新西兰海外投资办公室决定通知书、国家发改委的项目核准批复以及上海市商委的批复。2010年11月，光明乳业公告称认购新莱特新增股份项目已完成交割手续，就此完成了中国乳业的首次海外并购。

伊利股份采取的并购策略与光明乳业类似，都是通过控制新西兰的乳制品加工企业来间接控制优质奶源，以此减少收购的阻力，同时降低收购成本。

光明乳业用了不到6个月的时间就完成了对新莱特收购的所有事项，收购速度之快可谓少有。新莱特本身运营良好及其与光明乳业间良好的协同作用以外，牧场这一乳业核心资源独立于收购之外是一个重要的原因。光明乳业对新莱特的控股，其实仅仅意味着控制了对方的生产线。为新莱特提供奶源的牧场仍然由原股东100%控股。光明乳业虽然可以得到优质原奶发展高端婴幼儿奶粉，但是无法插手供应链的最上游。

伊利股份采取的并购策略与光明乳业类似，都是通过控制新西兰的乳制品加工企业来间接控

制优质奶源，以此减少收购的阻力，同时降低收购的成本。

上海鹏欣集团有限公司对新西兰16座牧场漫长而艰难的收购道路，印证了触及牧场这一核心资源所需要付出的代价。新西兰对涉及战略性土地资源牧场的海外并购审核要求非常严格。在2010年7月该并购发起后，新西兰海外投资办公室对此的裁决一度延迟，新西兰国内各方对于此项收购争议颇多。当地富豪Michael Fay更是针对这16座农场发起了一项1.5亿美元的投资案，希望能阻止鹏欣集团的收购。鹏欣集团努力向新西兰政府证明这起收购对当地经济的积极作用，还计划与新西兰国有企业Landcorp Farming Limited成立一家各占50%股

权的合资公司，鹏欣集团拥有16座牧场的土地并负责募资开发，而Landcorp将负责牧场的运营。在种种努力之下，收购终于在两年之后的2012年11月31日达成。

虽然光明乳业收购新莱特后并没有直接控制新西兰的原奶资源，但是牧场为新莱特供应的优质原奶能够被光明乳业所利用。光明乳业既可以获得优质乳业资源和生产技术，又绕开了可能因收购牧场而带来的种种阻碍，这一合作方式让光明乳业轻而易举地获得了所需。鹏欣集团在收购牧场资源时，选择与新西兰的国有企业合作，通过联合当地企业实现利益的平衡是这一收购案得以成功落地的重要原因。



虽然光明乳业收购新莱特后并没有直接控制新西兰的原奶资源，但牧场为新莱特供应的优质原奶能够为光明乳业所用。

牵涉多方利益,买家实力是达成收购的关键

在光明乳业成功收购新莱特不到一年后,其母公司光明食品集团参与了另一起乳制品行业的收购案。收购对象是全球著名的酸奶品牌——法国优诺食品公司50%的股权。作为全球营收第二的酸奶品牌,优诺公司由私募股权机构PAI及法国农业合作社Sodiaal各持50%股份,而此次出售的股权为PAI所持有的部分。光明食品希望通过此次收购来提高其产品的经济附加值。

Sodiaal的持股意味着收购案关乎法国农民的利益,法国政府对此收购案尤为关注,希望找到一个合作者使优诺获得更大的发展潜力。而对于PAI来说,出售股权的目标在于最大化股东利益。两者差异化的利益取向,让收购案变得尤为复杂,最终买家的选择,也无法单纯用出价来衡量。

虽然光明食品给出了优诺50%股权的最高价,但是仍没有赢得卖家的青睐,最终美国通用磨坊食品公司与优诺达成收购。光明食品除了在政治与监管上遇到障碍之外,自身国际化水平不足也成为一大劣势。优诺的股东更希望与一家国际程度高的企业成为合作伙伴,以此来进一步开拓新兴市场。同时,中国乳业的负面事件也成为光明实现收购的障碍,一些股东担心光明的入主损害优诺的品牌形象。

有人将兼并收购形象地比喻成一场婚姻。正如在婚姻双方各自拥有的长处是促成双方组建家庭的原因,企业兼并收购中的优势互补是并购最终能够达成的重要原因。在自我发展中增强实力、积累优势,成为中国企业“走出去”的必由之路。光明乳业等中国乳业的龙头企业依靠充盈的资金成功获取国际范围内的乳业资源,让很多人欢呼中国乳业的“逆袭”,但是光明食品在优诺上的失利提醒我们,自身实力才是硬道理。虽然光明乳业通过新莱特获得了优质奶源,并且依靠新莱特的生产与质量管理体系能够生产高品质的产品,但是这并不能从根本上提升光明乳业在世界乳制品行业的竞争力。在中国乳品行业遭受信任危机的当下,企业只有通过自身对产品质量的严格监控以及更高品质产品的研发,才能称得上真正的强大。

企业兼并收购中的优势互补是并购最终能够达成的重要原因,在自我发展中增强实力、积累优势,成为中国企业“走出去”的必由之路。

对中国企业海外并购的启示

海外并购是企业发展壮大的一条捷径。通过跨国兼并,企业能够在很短的时间内获取全球范围内的优质资源,掌握先进的技术,抑或是开拓新的市场。

虽然这是一条近路,但是这一路上可谓荆棘丛生,从宏观的政治、文化、法律和财税体系到微观的并购对象的企业人力资源架构及市场运营,每一个环节都有失败的风险。中国企业海外并购成功的比例并不高,有49%的跨国并购交易未能达成。并购对象若是包含所在国的核心资产,会因牵涉多个利益相关方而使交易风险大增。找到买卖双方利益契合点,并且在此基础上寻求一种能够照顾多方利益的合作方式,是跨国并购成功达成,双方实现协同效应的核心。获取自身所需的资源不一定必须占有核心资源,若能够通过合作的方法既获得所需又绕开核心资源的占有,将有助于降低并购风险。如果需要占有核心资源,寻求本国企业的合作,以此来实现并购的双赢,也会有效降低并购风险。

全球经济在步履蹒跚中复苏,这给了渴望参与国际竞争的中国企业一个千载难逢的机会。中国市场旺盛的需求,成为中国企业海外并购的重要筹码。要成功达成跨国并购,企业实力还是硬道理。专注于实力的提升仍然是中国企业迈向国际化的重要基础。

对于本文内容您有任何评论或补充,请发邮件至xincaifu@xcf.cn。