

青岛海尔并购通用家电： 中国上市公司直接收购境外资产

案例简介:上市公司青岛海尔在谋求产业转型升级,不断推进国际化战略的大背景下,斥资约 54 亿美元成功收购美国制造业巨头通用电气的家电业务板块,成为 2016 年中国资本市场最引人注目的海外并购案例之一。本次交易由青岛海尔上市主体直接通过现金收购境外资产,在并购方案选择、并购风险防范、并购执行效率方面具有较强的借鉴意义。本次并购完成后,青岛海尔将全面发挥青岛海尔和通用电气的协同效应,直接提升青岛海尔的盈利能力,不断深化青岛海尔的国际化战略,持续提升青岛海尔的全球品牌影响力。

一、交易的背景和目的

自 2008 年全球金融危机爆发以来,世界各国持续吸引外资以振兴经济,跨国企业内部产业布局开始调整,部分限制产业领域开始逐步对中国开放。同时,中国经济进入了“新常态”。在“供给侧改革”和“产业转型升级”的压力下,中国政府出台了一系列优化并购重组行为的利好政策,中国企业

“走出去”的愿望日益强烈,对海外市场、高端产品、技术和人才的需求日益增长。青岛海尔本次收购通用家电的主要考虑如下:

(一) 国内市场乏力,完善全球布局

近年来,国内抑制投机性需求,从而导致房屋需求增速有所下降,这直接影响到家电市场的更新需求和新增需求。2013 年度、2014 年度和 2015 年 1~9 月,青岛海尔营业收入分别为 8,660,564.64 万元、8,877,544.45 万元和 6,263,705.10 万元。自 2014 年以来,受宏观经济增速趋缓的影响,国内家电市场增速有所下降。

在国内市场“内生性增长”乏力的情况下,为实现进一步发展,青岛海尔坚持“全球化下的增长”战略,收购了海尔集团在亚洲、欧洲、中东、非洲以及美国等国家地区的海外白电业务并受托管理斐雪派克(Fisher & Paykel Appliances Holdings Limited)相关资产。但是,但从 2015 年中报数据看,其来自于海外的销售收入仅占总收入的 13%,无论是规模还是比重都低于美的和格力,此次收购则可能会大大改善海尔海外收入的规模与比重,进一步向美国高端成熟市场进行“外延式拓展”。2015 年 1~9 月通用家电实现营业收入 46.58 亿美元,其中约 90% 来自于美国市场。通用家电在美国家电市场占有率近 20%,是全美第二大家电品牌。交易完成后,青岛海尔可通过资源共享迅速打开并深入美国市场,有利于公司国际化发展的步伐加速进行。

(二) 产业转型升级,引入优势资产

目前国内白色家电普及率已较高,产品更新换代、释放需求成为主导,白电行业增长驱动因素由销量增长转变为与消费升级结合的结构提升,白电行业已进入“消费升级”时代。青岛海尔 2015 年上半年的分产品收入构成中,三大白电冰箱、空调、洗衣机贡献度合计 70%,厨卫电器贡献度仅为 8%。近年来,青岛海尔持续整合集团资产,并通过引入战略投资者 KKR 协助公司整合全球优质资源,大力促进公司厨电业务,以完善产品结构,提升盈利能力。而通用的厨电产品凭借其出色的产品性能和客户体验,在美国市场占有率近 25%,排名第一。本次交易完成后公司的厨电产品有望迎来快速发展。

(三) 发挥协同效应,提升盈利能力

从销售渠道来看,通用家电作为全美最大的家用电器制造商之一,

2015年1~9月营业收入高达46.58亿美元,其中90%来自于美国市场,并已构建了一个覆盖全美、辐射全球的销售网络,长期与Sears, Lowe's, Home Depot和Best buy全美四大连锁家电零售商保持良好且密切的战略合作关系。

从成本协同方面来看,本次交易完成后,通过共用供应商的资源整合、非共用供应商的资源共享所带来的采购成本节约将为交易双方带来最为直观和显著的成本协同效应。

从研发实力看,通用家电研发团队逾600人,在全球拥有4个研发中心,分别位于美国、中国、韩国和印度。青岛海尔位于中国、日本、新西兰、德国的研发中心可与通用家电研发中心进行全球研发资源共享,研发能力的壮大提升决定了未来公司整体的产品竞争力。

本次交易完成后,青岛海尔将通过一系列整合计划的实施,借助销售网络互补、采购成本节约、技术及研发优势共享等方式,计划实现近百亿元的收入协同(约占2014年度双方合计收入总额的8%左右),以及超过10亿元的成本节约协同(约占2014年度双方合计采购总额的2%左右),最终有望带来约15亿元的利润协同。

二、交易方案简况

(一)方案概要

2016年1月14日(美国东部时间),青岛海尔与通用电气签署了《股权与资产购买协议》,青岛海尔拟通过现金方式向通用电气购买其家电业务相关资产,交易金额为54亿美元。

(二)交易各方

1. 收购方——青岛海尔

青岛海尔是全球最大的白色家电制造企业之一,在国内市场,2014年冰箱、洗衣机、热水器等产品份额继续保持行业第一,空调产品市场份额位居第三;在全球市场,根据欧睿国际(Euromonitor)调查数据显示,海尔大型家用电器2014年品牌零售量的全球市场份额为10.2%,第六次蝉联全球第一,海尔冰箱、洗衣机、冷柜、酒柜的全球零售量继续

蝉联全球第一。最近三年，青岛海尔的网络化转型、互联网实践也初见成效，初步形成了智慧生活生态圈布局。此外，公司持续整合集团的海外资产，并引入全球顶级私募股权投资机构 KKR 作为公司战略投资者，促进公司在厨电业务、卡萨帝品牌业务、U+ 业务等方面的发展，为国际化战略进一步夯实基础。

2012 ~ 2014 年，青岛海尔的总资产分别达到 496.88 亿元、610.93 亿元、750.06 亿元，年增长率分别为 22.95%、22.77%；营业收入分别为 798.57 亿元、866.06 亿元、887.75 亿元，年增长率分别为 8.45%、2.50%；归属于母公司净利润分别为 32.69 亿元、41.74 亿元、49.92 亿元，年增长率分别为 27.68%、19.60%。2014 年年底公司资产负债率为 61.18%，毛利率为 27.52%。

2. 出售方——通用电气

通用电气是一家多元化工业和金融服务公司，产品和服务范围广阔，工业板块涉及发电和水处理、航空、运输、石油天然气、医疗、能源管理、电器与照明等；金融服务业务范围涉及商业贷款和租赁、个人贷款、信用卡等。近三年来，公司不断进行业务调整，逐步剥离缩小电器和金融板块，向航空、能源以及医疗设备等核心工业板块倾斜。目前，公司正积极发展工业互联网，致力于结合数字技术以及在航空、能源、医疗等领域的专业优势，向全球一流的数字化工业企业转型。2014 年年末，通用电气的资产总额达到 6483.49 亿美元，营业总收入达到 1485.89 亿美元，净利润达到 153.45 亿美元。

(三) 交易标的

交易标的包括与通用电气家电业务相关的非股权资产、股权、相关负债等。

通用电气及其子公司持有的非股权资产系上述交易标的主要组成部分，包括不动产、主要生产设备、办公设备、存货、与经营相关的应收应付款项、相关知识产权、其他与业务有关的资产等，其业务范围涵盖厨电产品、制冷产品、洗衣产品、洗碗机和家庭护理产品五大类型，为消费者提供约 30 种不同类别、数千款不同型号的领先家用电器产品及其相关的配套服务。

股权资产包括 10 家全资子公司股权、3 家合资公司股权〔1〕及 3 家参股公司少数股权。〔2〕

承接的负债主要是与拟转让资产相关的全部负债,大部分应交税费、递延所得税和付息债务已剥离。

本次交易拟购买的标的资产结构如图 1 所示:

交易标的财务信息按照 GE 编制财务报表时所采用的会计政策编制,这些会计政策符合美国公认会计原则的相关规定,并以美元作为列报货币。交易标的最近两年一期未经审计的财务数据如下表所示:

交易标的主要财务指标表

单位:百万美元

项目	2015 年 9 月 30 日	2014 年 12 月 31 日	2013 年 12 月 31 日
资产总额	3535	3238	2881
负债总额	1642	1398	1437
所有者权益合计	1892	1840	1444

单位:百万美元

项目	2015 年 1~9 月	2014 年度	2013 年度
营业收入	4658	5908	5783
EBITDA	374	405	365
EBIT	223	200	176

〔1〕 3 家合资公司中包含无锡小天鹅通用电器有限公司,持有无锡小天鹅其他 70% 股份的股东拟行使优先购买权购买通用电器持有的 30% 股份。2016 年 3 月 4 日,无锡小天鹅向青岛海尔出具了行使优先购买权的书面确认函件,因此最终收购资产中不包括无锡小天鹅的 30% 股份。

〔2〕 根据 GE 律师的确认,通用电气已于 2016 年 1 月将其持有 3 家参股公司之一的 Precision Tool, Die and Machine Co., Inc. 的少数股权转让与第三方,因此青岛海尔此次拟收购的参股公司由 3 家变更为 2 家。此外,根据《披露函》中的陈述,通用电气及其下属公司有权在交割日前向第三方转让其所持有的另一参股少数股权公司 Appliance Recycling Centers of America, Inc. 的少数股权部分,如果通用电气继续向第三方转让所持该公司少数股权,青岛海尔可收购的参股公司将减少为 1 家。

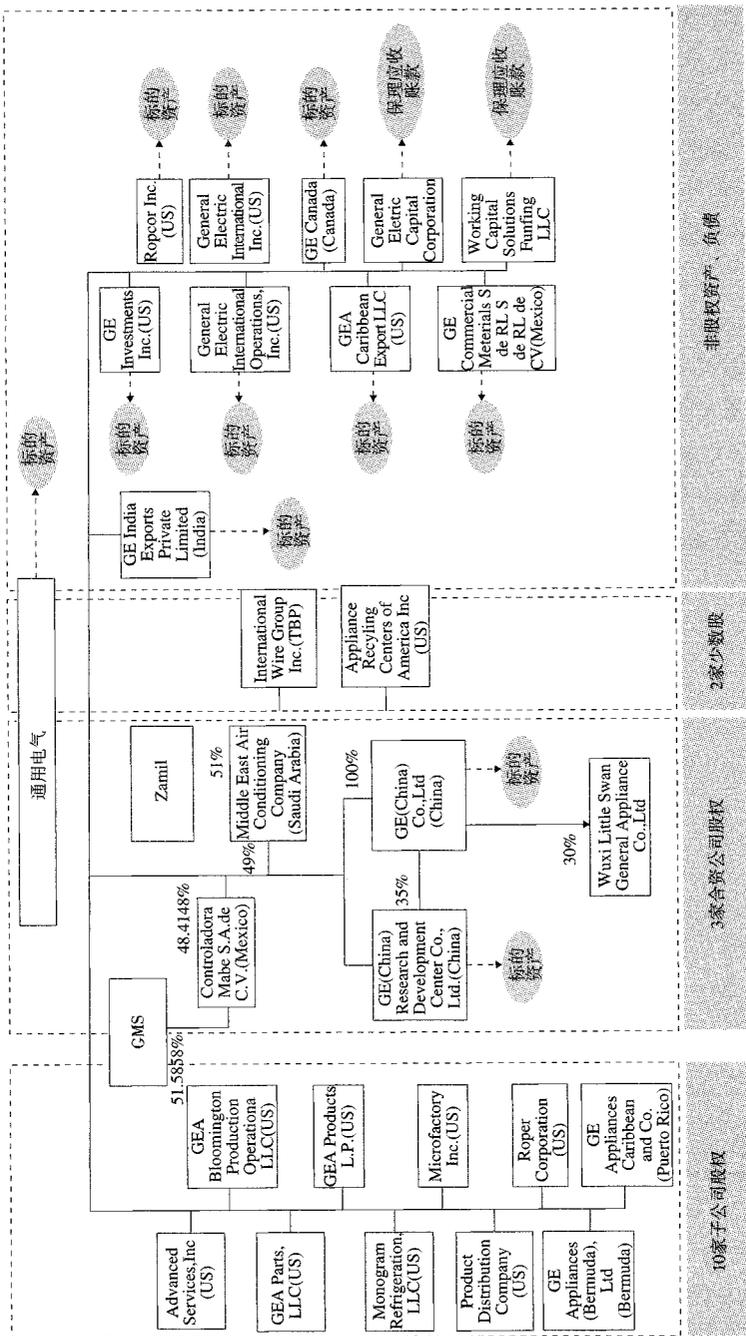


图1 本次交易拟购买的标的资产结构图

(四) 交易估值和作价

本次交易作价 54 亿美元,相关价格是青岛海尔在综合考虑并全面评估目标资产的资产状况、盈利水平、品牌、技术和渠道价值等因素的基础上确定的,采用了可比公司法和可比交易法两种方法进行估值。

本次交易针对通用家电的作价为 54 亿美元,由于付息债务、现金及现金等价物以及少数股东权益均为 0,因此对应的企业价值和股权价值均为 54 亿美元。根据通用家电管理层提供的财务数据,其 2015 年的 EBITDA 为 5.52 亿美元,截至 2015 年 12 月 31 日的净资产为 20.85 亿美元,因此本次交易的 EV/EBITDA 倍数为 9.78x,P/B 倍数为 2.59x。

(五) 交易架构

公司通过其香港全资子公司海尔香港在美国、荷兰、新加坡、印度、韩国、BVI 等国家和地区设立公司,用于承接本次交易的相关资产。

青岛海尔拟设立的境外架构如图 2 所示:^[3]

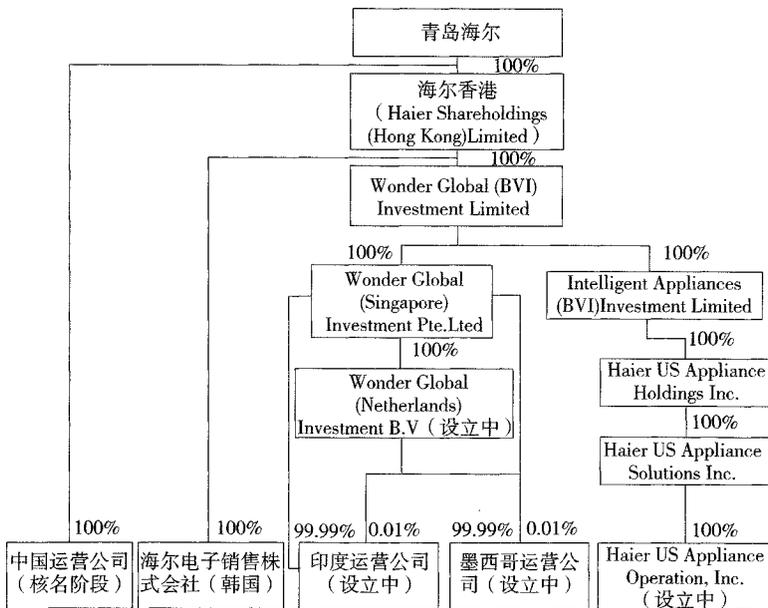


图 2 青岛海尔拟设立的境外架构图示

[3] 截至 2016 年 4 月 1 日,除图 2 中中国运营公司尚未设立完毕外,其他境外主体均已设立完毕。

三、本次交易的特点

2014年瑞典伊莱克斯宣布收购GE家电业务，耗时将近一年，但最终因未通过美国司法部反垄断审查而被GE终止。鉴于上次交易失败的经验教训，此次竞标流程重点强调速度和确定性。面对拟收购资产繁多、审批程序复杂、竞标对手众多的现实情况，从2015年10月19日停牌到2016年1月15日竞标成功，青岛海尔共花费了3个月的时间锁定交易，执行效率较高。本次收购采用了以下方案设计，保证了交易速度，减小了交易的不确定性。

（一）上市公司直接收购标的资产

一般而言，海外并购的交易结构主要有以下三种：一是上市公司直接收购或者通过设立境外子公司收购境外标的资产，该种模式最为简单，能够最大限度地节省成本，但是对上市公司的资金实力要求较高，而且严格的上市公司停牌期限规则使得在规定时间内完成交易存在一定的困难；二是大股东或并购基金先收购境外资产，然后注入上市公司体内，该种模式下上市公司采用股份支付更为方便，可以在一定程度上缓解资金压力，而且在收购标的阶段不需要面对上市公司监管机构的问询或者审核，但是可能产生比较高的中间成本，而且以大股东为收购方的，向上市公司注入资产时，还可能承担业绩承诺的义务；三是上市公司参股并购基金，并购基金先收购标的公司，然后由上市公司获得标的的控制权，该种模式下上市公司可通过并购基金提前了解目标企业，储备与培育战略业务，形成上市公司与项目公司之间的缓冲带，而且由于上市公司只需付出部分出资，且根据项目进度逐期支付，无须占用上市公司过多的营运资金，可以降低上市公司的资金压力有所减轻，但是这种模式下，上市公司的监管和信息披露成本和融入基金带来的成本也比较高。

本次交易中，青岛海尔抓住通用电气的关键要求设计收购方案，并采用了简单快捷的第一种交易结构，最终竞标成功。由于标的资产对青岛海尔的未来发展极具战略意义，且体量较大，以上市公司为主体直接

收购标的有利于降低并购风险,确保交易成功。首先,以上市公司为主体可以避免因同业竞争问题带来的额外监管审批要求。将海尔集团作为主体有可能因同业竞争问题带来相对更多的境内外监管审批的要求,反而拖慢交易进程,增加收购的不确定性。其次,采用以上市公司为收购方一步到位的方案可以避免重复交易和不确定性。通过集团收购+注入上市公司“两步走”的方式虽然可以降低上市公司的现金压力,但是资产所在地主要在美国,且体量较大,海尔将来在资产注入过程中就必须考虑估值、对价、税务、监管审批、二次整合等诸多问题,而且收购控股股东资产构成关联交易,还可能面临同业竞争、关联交易公允性、必要性的质疑和证监会、股东大会的审议风险,如果采用股权作为支付方式可能还需要面对摊薄中小股东收益的问题。因此,从海尔的角度来看,以上市公司为收购方更加符合效率原则,能够降低整体交易风险,更符合全体股东的利益。

(二)采用现金直接收购,且资金准备较为充分

此次收购采用现金方式支付,现金类并购重组目前证监会已经授权交易所通过信息披露监管的方式进行监管,使得并购审核流程简化,大大提升审核效率。由于我国对外投资法律的限制,中国企业开展海外并购直接以中国公司股权作为支付对价往往存在障碍,而且基于流动性和我国严格外汇管理环境的考虑,出售方往往也不愿意接收股权对价,因此目前境外并购支付方式仍然以现金为主。因此无论是从效率还是风险可控的角度来看,现金收购都更为适合本次交易。

此外,青岛海尔作为上市公司,融资成本较低,且资产负债率不高,在取得银行融资支持时能够取得更加优惠的融资成本以及更为宽松的融资条款,相应的融资结构也更加灵活:青岛海尔可以选择将部分收购贷款置于标的层面,通过标的资产现金流偿还贷款,也可以发挥上市主体的优势,通过发挥资本市场资源配置作用以优化资本结构。

本次交易资金来源为青岛海尔自筹资金及通过申请并购贷款等多种融资方式获取的资金。国家开发银行将向青岛海尔全资子公司 Haier US Appliance Solutions Inc. 提供一笔相当于所购买资产实际交割金额 60% 或 33 亿美元(孰低)的长期贷款。青岛海尔和海尔集团作为担保方为本次并购贷款提供全额担保。青岛海尔自有资金情况也比较好,截至

2015年9月30日，青岛海尔账面现金及现金等价物约240亿元，融资后资产负债率也小于70%，具备现金收购的条件。

（三）并购交易流程控制妥当

竞标性交易对于买方的执行效率和执行能力具有非常严格的要求，需要明确的时间表并保证实施。青岛海尔对整个并购流程的控制较好，并进行了充分的尽职调查和事前安排，以提高交易确定性，降低并购失败风险。本次交易过程中可能涉及的主要环节和风险包括市场环境变化导致的主要合同条件变化、融资安排、反垄断审查、监管审批以及青岛海尔作为一家上市公司的股东大会审议风险。青岛海尔为了将风险降低到可控范围内，做了一些事前准备工作：一是在融资方面，海尔取得了两家银行的融资承诺函，其中包括一家外资银行，以证明收购资金的确定性；二是反垄断审批方面，海尔联合律师团队对收购后市场份额做出预判以确保交易不会受到美国监管方面的阻挠；三是在监管审批方面，海尔与境内相关监管机构做了预沟通，事先了解监管要求，做好了充分的监管报批准备；四是在股东大会投票方面，海尔首先取得了海尔集团、KKR等主要股东的支持承诺，并统计了往年股东大会的投票结果以证明投票结果的可预见性；五是在交割方面，海尔通过过往丰富的收购整合经验，向GE证明本次交割将顺利完成。

四、案例点评

（一）竞标性收购的利益平衡

本次交易是典型的竞标性收购，竞标性收购在海外并购中是一种常见方式。

竞标性收购的主要特点为：第一，卖方为获得较高的交易价格和更好的合同条件，往往会吸引多个竞标方参与竞标，买方竞争相对激烈，合同谈判相对弱势；第二，竞标过程中，卖方通常发出一到两轮竞标要约，不断筛选出最合适的买方；第三，一旦发出要约，竞标到交易的整个过程具有严格的时间限制，需要各方及时作出反应；第四，竞标结果尚未确定之前，买方和卖方往往都具有较高的保密要求。

竞标性收购中,卖方筛选竞标人最主要的考虑因素是交易的确定性、价格和执行效率,其中确定性是最主要的考虑因素,并非出价最高就一定能够竞标成功。而中国企业由于文化不同、信息不对称、政府审批等原因,在交易的确定性上不占优势,往往通过支付高溢价或者高额分手费来增加卖方的信任度。因此,收购方应当采取措施尽量减小收购中的不确定性。青岛海尔的本次并购交易约定了高昂的“分手费”的条款,根据双方签署的《股权与资产购买协议》,若本次交易未通过所涉及的反垄断审批,则终止费金额为2亿美元,若本次交易未完成所需的监管机构备案,或未获得青岛海尔股东大会批准,则终止费金额为4亿美元,根据草案披露的信息,青岛海尔2014年归属于母公司的净利润为人民币49.92亿元,两类终止费分别接近青岛海尔归属于母公司净利润的1/4和1/2,一旦违约将给青岛海尔带来重创。

竞标性交易天生具有保密的要求,特别是交易价格、结构安排等敏感信息,该等信息一旦被竞争对手知道将完全丧失竞争性,上市公司如何在平衡好自身商业利益同时保证中小股东的知情权是需要考虑的一个问题。目前主要是上市公司申请部分信息的豁免披露,虽然监管机构会考虑企业遇到的实际困难,但上市公司应及时披露能够披露的信息,并说明该等信息的获取方式及使用该等信息的风险,保护中小投资者的知情权。

(二) 交易对价高于评估值的合理性

青岛海尔本次收购GE家电业务的交易作价54亿美元大幅高于出让方底价33亿美元,也大幅高于A股市场对该类资产的估值范围,因此在财务上并非“抄底”型收购。但是对被收购企业的估值除了考虑被收购企业的独立价值,还应当考虑收购带来的协同效应,即被收购企业对收购方所具有的价值,收购方根据其特定目的对被收购资产进行评估,进而产生独立价值之上的溢价,因此,相同的资产面对不同的投资者,其价值可能是不同的。而本次交易的战略意义在于GE家电90%的业务收入来自于美国,100多年历史的品牌资源造就了忠实的用户群,本次交易不仅稳固了海尔在全球家电市场的地位,也可以与GE实现产品、供应链、销售网络等方面的协同效应。

反过来,协同效应有时候也会促使资产出售方降低价格。据悉,本

次 GE 竞价中青岛海尔并非出价最高的一方,但 GE 同样看重青岛海尔作为收购方产生的协同效应及其品牌价值提升意义,最终青岛海尔获得了 GE 董事会的一个推荐票,导致青岛海尔成为最终的胜出者。

协同效应作为资产溢价的重要因素,是并购的基础。协同效应也是最受认同的企业并购动机理论。该理论认为,企业通过合并产生协同效应达成的结果,通常能够减少成本和增加收入。协同效应具体表现为三种效应:一是管理协同,两家管理水平不同的企业通过并购重组活动完成合并,合并后的企业管理效率水平明显高于合并前两家企业的管理水平之和。二是经营协同,并购后企业经营效率、经营业绩的提升明显大于合并前两家企业的经营业绩之和。三是财务协同,企业并购重组活动对企业财务管理方面带来诸如避税、财务指标提升等各类改善。

协同效应的发挥在不同类型的并购重组间存在差异。理论上说,横向并购有助于公司迅速扩大生产能力、降低生产成本,并进而提高行业集中度,降低竞争激烈程度,最终保持较高的利润率。纵向并购有助于公司获取对上下游产业链的控制权,提高与前端客户和后端原材料供应商的议价能力及行业信息的获取能力等。多元化并购有助于企业进入新产业,分散经营风险,实现战略转型。但是在实践中,同行业和上下游的并购的成功率更高,这主要是由于公司对行业的了解程度有助于其更加清晰地认识协同效应及其实现的路径。

与同行业并购相较,多元化并购的效果则不确定性更高。从数据结果看,目前我国市场的多元化并购能够助推企业“做大做强”,但持续时间较短,仅为三年。美国的并购史也表明,相当一部分多元化并购在未来几年显示出增长乏力、盈利下降等“后遗症”,以至于下一次并购浪潮时,将上一次多元化产业进行剥离。因此,要警惕未来年度多元化并购的负面影响集中爆发。对一些主业尚可、以概念炒作作为主的盲目多元化并购,监管应通过加大重组问询力度,强化信息披露等方式提高并购要求。