

光明乳业并购Synlait Milk公司的分析与启示

杨淑娥 杨东

一、并购背景

2010年12月光明乳业收购Synlait Milk公司的股权分割正式完成,这是我国乳业首桩海外并购成功案例。光明乳业股份有限公司2002年8月28日经批准在上海证券交易所上市。公司主要从事牛奶和乳制品的开发、生产和销售;奶牛和公牛的饲养、培育;营养保健食品的开发、生产和销售。目前,公司形成了消毒奶、保鲜奶、酸奶、超高温灭菌奶、奶粉、果汁饮料等系列产品,是目前国内最大规模的乳制品生产、销售企业之一。

Synlait Milk公司是新西兰五家独立牛奶加工商之一,曾是新西兰乳品巨头恒天然的牛奶供应商和股东,2007年开始“闹独立”,2008年自建工厂正式投产,主要产品为大包装优质奶粉。目前,该公司一号工厂急需投建第二工厂以满足旺盛的市场需求。据测算,二号工厂整体建造成本估计为9500万新西兰元。由于自有资金不足,Synlait Milk选择了外部融资。通过这次被并购,Synlait Milk公司可以通过光明乳业的担保向中国的银行借款,也可以在中国发行公司债券,其产品借助光明的营销渠道顺利进入中国,扩大其产品的销售市场,可谓“一石三鸟”。

自“三聚氰胺”事件以后,国内中低端婴幼儿奶粉厂商纷纷倒闭,消费者对国外知名品牌的奶粉需求迅速扩大。光明集团正是看准了这一增长空间,同时借助于金融危机、外方企业急需资金的空档展开了这次不同寻常的海外并购。

2010年7月19日,光明乳业发布对外投资公告,拟出资3.82亿元认购新西兰Synlait Milk公司2602万股新增普通股,认购完成后,公司的持股比例为51%。

二、并购动因分析

从光明乳业方来看,此次并购动因主要有四点:

1. 旨在重新获得公司信誉和消费者信任。由于三聚氰胺事件的影响使得婴儿奶粉市场尤其是中高端市场基本已被国外的洋品牌占领。如果想进军奶粉市场,就必须有优质的奶源,且必须扭转消费者对国产品牌奶粉的不信任。光明收购新西兰的优质乳品供应商来为光明提供优质奶源,有利于消除消费者的不信任。

2. 获取资源优势,扩大市场实力,实现协同效应。光明乳业成立之初主要从事奶粉生产,直到改革开放后才开始由奶粉转为液态奶为主,奶粉业务虽然一直保留,但已经是“非主营业务”。近年来中国奶粉市场尤其是婴幼儿配方奶粉的需求增长速度较快,其中高档婴儿奶粉市场销量更是每年以两位数的速度增长。有调研机构认为:自从2008年起,我国已迎来新一波婴儿潮,中国有望成为仅次于美国的世界第二大婴幼儿配方奶粉市场。光明乳业控股Synlait,不但可以借其优势资源进入利润丰厚的婴幼儿奶粉市场,而且其产品将替代公司现在使用的进口工业奶粉,提升公司业绩。

3. 降低原料成本,增加利润。在新西兰收购奶源,有利于降低其在中国市场销售的成本。据相关资料显示Synlait Milk公司向奶农支付的牛奶价格比恒天然公司收奶价低0.25新西兰元,可见其在一定程度上将为光明乳业带来成本优势。根据2008年签订的中国——新西兰自由贸易协定,到2019年,新西兰出口到中国的奶粉将享受零关税,有利于降低光明乳业的成本,增加利润。

4. 股权激励促使管理层寻找新的利润增长点。2010年光明乳业公司对高级管理人员实施股权激励(计划有效期5年)。公司的股权激励与营业总收入、净利润、净资产收益率等业绩直接挂钩。由于公司目前在主营业务方面增长空间明显受到国内同行的挤压,增长空间有限。公司管理层为了履行承诺就必须寻找新的利润增长点。并购Synlait Milk公司可为光明乳业带来丰厚的利润。

三、并购的定价、融资支付及风险分析

此次并购,光明乳业以增资的形式认购Synlait Milk公司新增普通股2602.17万股,从而获得后者的51%股权。按每股3.15新西兰元计算,光明乳业将为此付出8200万新西兰元(约3.82亿元人民币)。收购过程是上海市商务委员会对旗下全资子公司光明乳业国际投资有限公司增资5290万美元,使其注册资本将增至6250万美元,再通过其开设在英属开曼群岛的全资子公司光明

乳业控股有限公司收购新西兰 Synlait Milk 公司 51% 的新增股份。

根据财报显示 Synlait Milk 公司目前正处于高速成长阶段,公司未来的发展趋势较好。根据光明预测 Synlait Milk 公司未来 3 年的销售额分别为新西兰元 2.8 亿、3.85 亿和 4.59 亿,归属于光明乳业的净利润分别为新西兰元 184 万、423 万和 1 082 万。如果把归属于光明乳业利润的值进行折现(折现率按我国商业银行三年定期贷款的年利率 5.96%),光明乳业在三年后可以获得利润 1 459.901 万新西兰元。加上 Synlait Milk 公司能为光明提供优质的奶源,为光明奶粉的质量提供可靠保障,增加消费者对光明奶粉品质的信心,从而使光明获得更多的利润。

在这次并购中,光明乳业采取自有资金加银行贷款方式。目前国内企业到国外并购大部分采用银行贷款。虽然以银行贷款收购能很快解决资金问题,但是这样会把公司并购的风险转嫁到银行。

四、并购的效益与风险分析

光明乳业并购以后 Synlait Milk 公司预计产生以下效益:

1. 加快培育新的利润增长点。光明乳业在 2008 年开始试水中高端奶粉业,并推出了“优幼”系列产品。2010 年光明乳业通过收购 Synlait Milk 公司,可以提高奶粉的质量,增强消费者对“优幼”系列奶粉安全的信任。收购 Synlait Milk 公司也加快了奶粉业作为光明乳业的一个主营业务、支柱产业的速度。

2. 产生协同效应。这次并购光明乳业采取自有资金加银行贷款可以解决 Synlait Milk 公司在二号工厂建设资金不足上的问题,增加其发展后劲。通过这种财务结构的互补,可以获得协同效应。另外,并购还可以使公司从边际利润低的生产活动向边际利润较高的生产活动转移,从而提高公司资本分配效率。在管理上的协同效应主要体现在: Synlait Milk 公司在牛奶生产管理上经验丰富,

而国内的乳品公司对牛奶的生产管理经验不足,通过并购吸收管理人才和队伍,可以提高光明的管理水平和效益水平,从而实现协同效应。

3. 增强公司经营管理能力。通过收购能够学习新西兰先进的乳业管理经验,并可以根据消费的差异化推动产品的多样性。另外,通过收购 Synlait 公司,还可以扩大光明的销售市场。Synlait 公司在国外的销售网络及平台可以使光明进军国际市场,增加销售范围,扩大销售量及产品品种,从而获得更大的利润空间。

在产生良好效益的同时,并购可能给光明乳业带来的风险也不能忽视:

1. 汇率风险。光明乳业收购 Synlait Milk 公司共支付 8 200 万新西兰元,由于公司没有足够的新西兰元,需要将人民币兑换成新西兰元。中国现行汇率政策采取的是有管理的浮动汇率制度,从光明签好协议后到正式完成支付需要较长一段时间,在此期间汇率会发生变动,存在汇率波动的风险,如果不进行套期保值操作,有可能会造成企业因汇率变化而发生亏损。

2. 财务风险。在并购之前, Synlait Milk 公司是由于资金紧缺被并购,光明在并购完成以后,由于二号工厂还没有完成, Synlait Milk 公司的财务状况短期内不会好转,光明乳业要承担收购后财务可能继续恶化的风险。

3. 文化差异风险。由于两家公司所处国度不同,且都有各自的企业文化,并购后存在文化上的差异,会使得合并后管理上出现一些问题,还可能由于文化的差异导致并购后的业绩下滑。因此,光明乳业在并购完成以后要注意并购后的整合中的文化差异,要根据新西兰的管理文化管理和经营公司。

五、启示

1. 并购的目标要与本公司的战略目标相一致。光明在进行海外并购前已经

开始试水婴幼儿奶粉业,并且取得了不错的成绩。但由于受“三聚氰胺”事件的影响,国内奶粉得不到消费者的信任,为了将奶粉做大做强,需要寻找优质的奶源。这次并购目标的选择,与光明乳业战略目标非常契合。如果在进行海外并购中不考虑被并购的企业是否与自己的战略目标一致,而仅仅考虑在金融危机的背景下“抄底”,这样的投资即便在短时间盈利,但是从长远来看,对公司的整体发展是不利的。

2. 并购整合前要进行尽职调查。由于大部分被合并企业的财务状况都不是很好,在并购过程中,被并购方为了能够获得资金注入,会采用各种手段对财务报表进行粉饰,由于国内外的会计政策存在较大差异,使国内企业在审视国外公司的财务报表时容易被蒙蔽。光明乳业在并购之前对这家公司进行了详细的尽职调查,以保证自己不会落入目标公司的“财务陷阱”。

3. 合理控制并购风险。由于在并购过程中会存在着各种风险,如果之前没有做好应对风险的准备,则很有可能在并购过程中出现各种问题,最终导致合并失败。

[本文系上海哲社课题“后金融危机时期长三角地区跨国并购中的财务整合问题(2011SBE00)”研究成果之一]

(作者单位:上海对外贸易学院金融学院)

责任编辑 达青

参考文献:

1. 刘耘. 2002. 我国企业跨国经营的税收筹划分析. 财贸研究, 2
2. 李爽. 2002. 公司购并中的税收筹划. 上海会计, 11
3. 程敏. 2006. 浅析企业并购后的财务整合. 金融与研究, 8
4. 高明华. 2008. 中国上市公司并购财务效应研究. 厦门大学出版社