

能源企业海外并购战略 与风险识别分析

——以中海油并购尼克森为例

桑一 刘晓辉

进入2013年，中国企业海外并购依旧保持强劲增长势头，2月，中国海洋石油有限公司（以下简称中海油）以151亿美元完成并购加拿大尼克森石油公司（以下简称尼克森）。但笔者在研究中也发现，更多的企业在并购过程中遭遇了如国家政策突变、文化冲突、整合经营不善等问题，导致并购受阻。本文以中海油并购尼克森为例，分析能源企业海外并购战略，并对海外并购中所面临的风险进行识别与分析，使企业在认清风险的同时，最大限度发挥并购所带来的协同效应，充分整合，达到“1+1>2”的效果。

一、尼克森并购案风险分析

尼克森是一家位于加拿大阿尔伯塔省的独立的全球性能源公司，在多伦多和纽约证券交易所上市。2012年7月23日，中海油发布公告称，已与尼克森公司达成协议，以151亿美元收购尼克森，其现有约43亿美元的债务将予以维持。2013年2月26日，项目完成最终交割，成为到目前为止国内企业完成的最大一笔海外并购案。

1. 政治风险

尼克森公司涉及的资产分布于加拿大西部、英国北海、美国墨西哥湾等地。因此，并购除需加拿大政府和中国政府批准外，还需获得其资产所在地欧盟和美国政府的批准。油气资产作为国家战略资源有其突出的政治敏感性。中海油在2005年要约收购优尼科时，就曾遭遇来自美国的政治风险影响，当时美国国内的政治舆论认为该笔交易对美国能源及安全构成“明显威胁”，这极大地影响了中海油的并购进程，使其在与并购竞争对手英国石油公司的较量中败下阵来，最终宣布撤回对优尼科的收购要约。

时隔7年，中海油并购尼克森再次遭遇政治风险的考验。根据《加拿大投资法》，资产价值超过3.3亿加元的收购交易须经联邦政府审批，以确保交易能让加拿大获得“净受益”。自中海油2012年8月29日向加拿大政府提出审批申请以来，加拿大国内一直不乏反对的声音，他们认为加拿大的国

家资产不应落入中国国有企业手中。在经历了漫长的4个月等待后，中海油最终于12月7日获得审批通过，其间经历了加拿大政府两次审查延期。在审批通过的同时，加拿大政府表示：“未来外国国企如欲收购加拿大企业，将会面临更加严格的审核，尤其涉及自然资源的收购，只有在非常特殊的情况下才会获得考虑”。可见，能源企业在海外进行并购的政治风险切实存在，且将来有可能面临更为严峻的并购环境。

尼克森交易在加拿大本国审批的一波三折，也为随后在美国的审批带来极大的不确定性。美国政府传统上相当重视对外资企业的政治安全审查，且尼克森处在美国的邻国加拿大，有着明显的地缘政治因素。2012年11月，中海油和尼克森曾重新提交申请，幸运的是，2013年2月12日，该并购案获得了美国外国投资委员会的批准，扫除了交易面临的最后障碍。

2. 财务风险

公告显示，中海油以普通股每股27.5美元对价收购尼克森，较该普通股上一交易日收盘价溢价61%。中海油认为并购符合公司的全球并购战略，公司是依据审慎的财务策略和价值驱动原则，综合评估尼克森公司现有资源、回报及风险因素做出的决定。但同时也应看到，并购尼克森确实给中海油带来巨额的债务负担与持续大额的资本支出，这都对中海油今后能否拥有一个持续、稳定的现金流带来考验。

首先，并购使得公司资产负债率大幅攀升。中海油发布的公告显示，并购后中海油总负债将由1299亿元人民币升至2662亿元人民币，资产负债率将由31%升至48%。而国际石油企业的资产负债率一般在20%至30%之间。并购后，如何保持合理的资产负债水平，是摆在中海油面前的一个重大课题。一方面，公司要顺利收购尼克森，需利用财务杠杆，获得更多外部融资。总额151亿美元的并购资金中，有60亿美元来自外部银行贷款。另一方面，并购后公司要实现持续经营，并为今后潜在的并购活动留有余地，需要公司拥有合理的资产负债水平，保持稳定的信用评级，从而不影

响公司继续融资的能力。

第二, 并购使得公司现金流面临考验。由于尼克森公司拥有的很多资产尚在投资期, 回收并实现盈利尚需一定周期, 因此给公司现金流带来压力。根据中海油发布的公告, 尼克森 2011 年油砂储量占到公司总证实储量的 64%, 但产量仅为总产量的 19%。从中海油披露的 2013 年第一季度经营业绩中可看到, 并购后公司资本支出大幅攀升, 由上年同期的 96.42 亿元人民币增至 148 亿元人民币, 增长 53.5%, 而同期的销售收入却仅增长 14%, 由 492.82 亿元人民币升至 561.79 亿元人民币。

3. 人员整合与文化融合风险

中海油一直将国际化作为公司经营战略, 虽然近年来一直活跃在国际能源并购市场, 但整合像尼克森这样一家业务完整的大型跨国企业, 对其遍布北美、非洲和欧洲的资产进行统筹化管理, 对其资产进行保值、增值, 对中海油来说, 这种管理经验还是非常欠缺的。而且, 东西方文化存在差异, 若不能很好地沟通理解双方文化、理念与思想, 肯定会大大影响并购整合效率。此外, 整合过程中还需要大量技术及管理人才, 中海油今后肯定也将面临较大的人员缺口。

二、中海油并购管理现状及后续整合建议

1. 调整财务结构以保障公司拥有充足的现金流

首先, 保持评级稳定, 保持中海油拥有以较低融资成本获取资金的能力。2013 年 2 月 26 日, 中海油完成尼克森并购后, 国际评级机构穆迪就立即发布公告表示, 维持中海油与中国国家主权评级一致的 Aa3 评级不变, 保证了公司在资本市场的稳定, 维持了公司良好的融资能力。

第二, 公司通过发债获取充足现金流。在完成并购交割后的 2 个多月, 公司就着手对其财务结构进行调整。5 月初, 中海油在国际市场上公开发行为期 3 至 30 年不等, 所得款项主要用于偿还收购尼克森公司的短期贷款。公司通过借入长期资金偿还短期债务的方式, 对公司债务结构进行优化, 以保持良好的流动性。国际评级机构穆迪给予此次债券发行的评级为 Aa3, 展示了公司能够以较低融资成本在市场上获取现金的能力。

第三, 加强对油价的分析与预测。尼克森在加拿大长湖等地拥有油砂资产, 对于此类非常规油气资产开发, 所需投入高且对油价波动敏感。根据中海油发布的公告, 尼克森 2011 年长湖项目油砂作业成本为 83.44 加元/桶, 考虑到矿费因素, 其成本已接近 90 加元/桶。因此, 建议中海油对未来油价进行分析与预测, 适时对部分高成本非常规资产项目展开一定的套期保值操作, 以保证项目的最低投资收益, 保障公司有稳定的现金流入, 规避油价下行风险。

2. 渐进性进行并购后的业务及人员整合

中海油在并购之初就对两家公司今后的整合做出了一系列的承诺, 为日后平稳过渡奠定了基础。中海油的承诺包括: 保留尼克森现有的管理层和员工, 确立卡尔加里为中海油在北美和中美洲的总部, 定期向加拿大政府报告生产数据, 在多伦多交易所上市, 投入大量资金用于长期开发加拿大的油气资源等。

对于业务整合, 应派出相关业务部门骨干人员, 与尼克森对应部门进行直接的沟通与交流。对其现有管理制度、控制流程、工作理念及管理手段进行充分、细致的了解。在对相关业务深入了解的基础上, 站在中海油集团层面上提出整合、改进建议, 从而对并购企业的业务进行更为切实有效的管控。同时, 也应利用尼克森这个良好的平台, 加强对公司国际化人才的培养, 吸取尼克森先进的管理理念与工作方法, 从而提升中海油整体的国际化管理水平。

对于文化整合, 应尊重双方的管理理念与管理文化。在日常管理中进行有效的沟通, 并逐步建立双方的互信机制, 消除外方人员在并购初期可能有的担忧与恐慌, 保持人员的稳定。这些都将成为两家公司的平稳整合带来正面影响, 并有助于中海油在当地建立良好的公共形象, 营造良好的舆论环境。

3. 最大限度发挥并购协同效应

协同效应是指并购后竞争力增强, 导致净现金流量超过两家公司预期现金流之和, 或合并后公司业绩比两个公司独立存在时的预期业绩高, 即“1+1>2”的效果。

从资源角度, 并购使中海油储量和产量显著增长。并购尼克森使中海油探明储量增加约 30%, 产量增加约 20%; 公司战略性进入英国北海地区, 同时在加拿大、尼日利亚和墨西哥湾的业务得以加强, 使公司发展平台更加多元化。

从财务角度, 并购产生成本节约的协同效应。并购前, 尼克森的穆迪评级为 Baa3, 为投资级级别中的最低评级, 融资成本较高。并购后, 尼克森可以利用母公司中海油的高等级信用评级获取低成本资金, 使尼克森自身的财务费用大大降低。

从整合角度, 并购后两家企业能否真正的融合是并购成功与否的关键。理想的状态是中海油在对尼克森进行有效管控的同时, 又保持其应有的独立性。首先, 中海油应制定明确、清晰的经营策略, 对两家企业重合业务进行调整与优化; 同时, 对尼克森自身特有业务进行熟悉与了解, 对其先进技术与管理方法进行吸收并合理运用, 以实现优势互补。第二, 中海油与尼克森应有共同的公司价值与愿景, 建立中外员工互信、依赖的和谐关系, 从而增强企业凝聚力。■

(作者单位: 中国海洋石油总公司资金部 石家庄铁道大学)

责任编辑 张璐怡