



毕马威前哨观察系列

“一带一路”投资 商业尽职调查的辩证观

kpmg.com/cn

核心提示：

- 01 从政治风险中看到投资机遇
- 02 隐形的市场门槛和显性的市场进入限制条款一样重要
- 03 市场化运营带来激烈竞争，但也降低了系统性风险
- 04 避免掉入“注重历史和现状而忽视长远发展趋势”的陷阱
- 05 潜在进入者往往比现有竞争对手更具威胁
- 06 目标资产的“软实力”与“硬条件”同等重要



案例背景

铎延公司¹为一家大型国资发电集团，主要经营煤电站的建设和运营。近年来，国内环保压力加大和燃煤价格上涨导致企业资产收益率下滑；同时，由于国内发电总体产能过剩，加上清洁能源装机容量快速增长，使得煤电市场份额逐步下滑，煤电设备平均实际利用小时数一直维持在较低水平。

在这样的情况下，铎延公司果断采取措施应对困难局面：一方面加快布局以天然气发电为核心的清洁能源板块，另一方面则积极响应“一带一路”倡议，寻求国际化发展以提高整体业务组合的收益和抗风险能力。

通过复杂的项目筛选流程，铎延公司将目标锁定为某中东大型能源水务集团在土耳其新投资的天然气电站。该中东集团因内部战略调整，希望出售土耳其天然气电站的控股权。铎延公司对这个项目很感兴趣的主要原因包括三个：

- 土耳其是“一带一路”沿线国家，在该国的投资项目有可能享受到更多政策扶持；
- 该电站设备和技术较为先进，发电效率高，与土境内其他天然气发电站相比具有较强的竞争优势；
- 经过近三十年的市场化改革，土耳其电力行业已经形成了一套成熟的市场竞争机制，并已与欧盟电力市场全面接轨，因此投资该项目有利于铎延公司管理团队积累在自由竞争的电力市场机制下，投资和运营电站的宝贵经验。

但同时，铎延公司管理层对于投资该项目也存在一些顾虑：

- 政治风险较大：2016年7月，土耳其爆发军事政变，虽然在政变中执政当局并未被推翻，但其政权稳定性堪忧，使项目面临极大的政治风险；
- 未来的盈利能力难以预测：市场化运作的土耳其电力行业竞争激烈，铎延公司担心在这样的市场环境中土耳其电价波动难以预测，对项目进行准确估值比较困难，项目未来的盈利性也难以得到保障；
- 来自煤电和水电的竞争压力：从经济性上来看，天然气发电比不上煤电和水电，因此虽然目前在土耳其天然气发电份额较大，但从中长期看，天然气发电的市场份额有可能受到煤电和水电的侵蚀，从而影响项目的市场前景。

面对正反两方面的考量，铎延公司管理层举棋不定。最后，管理层决定聘请毕马威服务团队协助公司制定投资决策，主要工作是围绕上述三个初步识别的风险点，同时兼顾其他监管、市场和运营方面可能遇到的问题，针对该项目开展全面的商业尽职调查工作。

在商业尽职调查工作中，我们发现铎延公司在项目初期对于三大风险的认识不够全面，同时也识别出其他一些风险点。在本案例中，我们总结了该项目商业尽职调查结果的关键点，并对企业容易出现的一些错误进行了重点提示，希望能够为其他计划在“一带一路”沿线开展能源类投资的中国企业提供一些有益的参考和借鉴。

¹ 本案例以中国企业对外投资过程中常见问题为主线，综合毕马威专业服务团队的多个真实案例经验创作而成，旨在从真实案例呈现的管理矛盾出发，就中国企业在“一带一路”沿线开展业务时面临的主要问题与挑战进行深入分析，提出应对策略，并与读者分享毕马威独到的专家见解和行业最佳实践。

从政治风险中看到投资机遇

2016年7月发生的政变对土耳其经济带来了重大影响，增长乏力、通胀高企、本地货币里拉迅速贬值，一时间，投资者对土耳其市场望而却步。然而，在对土耳其市场环境进行了多维度的分析之后，毕马威服务团队发现虽然本项目面临较大的政治风险，但土耳其政变也带来了极易被众人忽视的发展机遇。

在2016年的政变中，土执政当局并未被推翻，也没有发生持续的对抗、冲突和混乱。由于政变被当局迅速平息，反对派势力大幅削弱，土耳其政府对政局、社会和经济控制力反而因此得以增强。政变结束后，土耳其的政治风险在一定程度上得以释放，政府也采取了一系列有利于稳定社会、发展经济和改善民生的改革措施，使得土耳其的经济在2017年得以快速恢复，甚至实现了反弹。

另一方面，短期政局动荡导致土资产价值被低估，这为投资者提供了较好的市场进入机会。尤其是在发电行业，虽然市场恢复情况超出预期，但投资者对于大笔电站类资产投资仍持观望态度，致使土耳其电站项目估值处于历史低位，出现了难得的投资窗口期。



毕马威专家点评：



“一带一路”沿线的一些地区政治风险较高，这引起了中资企业的关注。但在重视政治风险带来的负面影响的同时，企业也需要注意到，重视投资项目的政治风险并不意味着需要对风险进行过度或片面解读。

在某些情况下，短期政权动荡不一定会妨碍市场的中长期发展，有时甚至恰恰意味着政治风险的释放，成为促进社会变革的驱动因素，为社会和经济的中长期发展奠定了良好的基础。因此企业需要对政治风险进行辩证和动态的分析和研判，为科学决策提供依据。



初步市场调研结果显示，经过近三十年的市场化改革，土耳其电力行业对于外资已取消了牌照、燃料供应、当地用工和电力上网等方面的限制。因此，铎延公司认为在土耳其电力市场对外资企业已实现国民待遇，与本地企业可公平开展自由竞争。

然而，毕马威服务团队经过深入调查后发现，土耳其电力监管当局虽未针对外资企业设置准入和运营等方面的障碍，但却通过各种补贴和售电等政策倾斜，帮助土耳其本地企业、尤其是国有企业获得不小的竞争优势。这些倾斜性的政策主要包括：

- 对土耳其国有及公私合营的发电企业电量上网提供销售保障：土耳其国有及公私合营发电企业可与土耳其国家电力批发公司签订长期购电协议，购电价格与公开电力交易市场电价脱轨，且购电协议有效期高达十年甚至以上。此类购电协议实际上形成了针对土耳其国有及公私合营发电企业的电力包销承诺和隐性电价补贴，而这个政策不对外资企业开放；
- 土耳其2017年9月出台的容量电价补贴政策征求意见稿明文规定：土耳其电力监管当局每年为符合容量补贴（指按发电装机容量计算的政策补贴）的发电厂制定容量补贴预算，当预算额度不足以覆盖所有符合条件的发电企业时，将优先保证对本地企业的补贴发放，剩余部分按照均分原则发放给外资企业。因此，该补贴政策也明显不符合外资企业国民待遇原则，实际上强化了土耳其本地发电企业对外资企业的竞争优势。



毕马威专家点评：



企业在“一带一路”沿线国家地区开展投资时，需要认识到无显性的市场准入限制条款并不代表外资获得国民待遇，企业还需要重视隐形的市场门槛。要做到这一点，企业就必须全面、深入地研究外商投资和行业监管政策，包括产业政策、税收优惠和各种政府补贴等。



土耳其已实现了除输配电环节以外的电力供应链各节点之间的自由交易，同时建立并完善了电力交易市场机制和电价市场化形成机制。铎延公司的最初判断是激烈的市场竞争将导致土耳其电力上网价格波动大，电价走势难以预测，从而影响目标电站估值结果的准确性。

然而，在对土耳其电力市场体系进行了更为系统和深入的研究之后，毕马威服务团队发现，在自由竞争的市场中，供求关系、竞争格局和上下游议价能力等因素成为电价形成的主要驱动力，因此从中长期来看，市场机制下的发电环节投资、运营和竞争格局演变都更加符合经济学中的“理性人假设”原理，使得市场电价走势的可预测性大大提高，投资面临的系统性风险降低。反而是在指令性计划和监管定价下的市场中，电价走势更多地受到人为干预，从中长期来看不确定性增强。

这个结论也得到了预测模型的支持。在与土耳其市场电价预测公司紧密合作的基础上，毕马威战略团队将宏观、监管、国际燃料价格变动、气候等相关外部影响变量输入电价模拟预测模型后发现，模型预测得出的电价与历史电价耦合度相当高，从而印证了在自由市场机制下，土耳其电力价格预测的可信度明显高于铎延公司最初的判断。



毕马威专家点评：



企业在“一带一路”沿线开展投资时，须注意到虽然一些国家的经济和整体行业发展水平落后于中国，但某些特定行业的市场化程度却远远高于中国市场。一方面，这意味着更为激烈的市场竞争，但另一方面也表明在中长期，这些行业市场发展的可预见性和稳定性较强，中国企业可以利用公开、透明的市场规则参与竞争，实现公司战略发展目标。

在这样的市场中博弈也给了企业学习成长的机会，是中资企业成为世界一流跨国公司的必经之路。



避免掉入“注重历史和现状而忽视长远发展趋势”的陷阱



4.1 产业政策变化趋势

在土耳其，为扶持本土矿产业，政府对本地褐煤发电业持保护态度，并为此对褐煤发电最大的替代性能源产品——进口煤征收惩罚性关税。对此，铎延公司的初步判断是，本地褐煤发电站受益于较低的发电成本，将对天然气电站形成较大威胁。

然而，在进一步分析了土耳其政府电力能源结构顶层设计方案、政策动向以及土耳其电力市场竞争格局之后，毕马威服务团队认为，从中长期看，土耳其政府对进口煤电的限制措施有可能发生变化，最有可能对天然气发电形成威胁的反而是进口煤电。

首先，虽然煤电不符合政府大力发展清洁能源、降低温室气体排放的战略方向，但煤电同时兼具发电成本低和发电量稳定的特点，能够满足政府制定的提高发电系统经济性和保障电网安全的能源战略目标，因此，在未来相当长的一段时间里，煤电仍将成为土耳其电力结构中的重要组成部分。

其次，调研和检测结果表明，用土耳其主要产区所产褐煤发电的经济可行性较低，无法实现低成本发电的目标。虽然在短期内土耳其政府可能不会改变其对本地褐煤发电的支持，但随着电力需求的不断增长，继续对进口煤发电进行严格限制将有可能导致电价飙升，制约了经济发展。因此，未来土耳其政府很有可能会适度放松对进口煤电产业发展的限制，天然气发电的市场份额将会受到影响。



4.2 原材料价格走势

近几年来，页岩气革命大幅提高了天然气产量，而全球经济增长乏力导致天然气需求不振，这使得国际天然气价格一直在徘徊，铎延公司因此初步判断在收购土资产后，天然气成本因素不会对电站盈利能力带来负面影响。

然而，毕马威服务团队却认为，从中长期来看，以欧盟和中国为首的国际社会对环境的关注度不断提升，为减少大气污染和温室气体排放，能源消费结构调整必然会朝清洁能源替代石油、煤炭等高污染能源产品的方向进行。因此，未来由天然气替代燃煤而带来的市场需求增长很有可能将会支撑天然气价格保持中长期温和稳定增长。

基于这样的判断，毕马威服务团队就中长期电站原材料价格将有可能出现上涨这一潜在风险因素，对铎延公司进行了重点提示。



毕马威专家点评：



由于中国企业在“一带一路”沿线的投资多集中在资本密集、回收期长的能源和基建等领域，中长期市场趋势和风险因素预判远比研究历史和目前的情况更为重要。

因此，在开展“一带一路”项目可行性论证时，企业应注意不要掉进“注重历史和现状而忽视长远发展趋势”的陷阱。比如，一个国家中长期产业政策的制定、实施和变化趋势将遵循经济和市场发展规律，在投资决策时，企业需要深入理解产业政策制定背后的驱动因素，判断产业政策的发展趋势，综合评估短期政策和中长期政策变化对项目投资和运营带来的影响。



潜在进入者往往比现有竞争对手更具威胁

土耳其主要发电能源分别为水电、煤电、天然气电和其他可再生能源。由于天然气发电成本较高，因此铎延公司很担心其他发电方式可能会对天然气发电带来的威胁。

在综合分析各类发电方式的优势劣势和土耳其能源发展战略之后，毕马威服务团队认为，从中长期看，天然气发电在土耳其能源结构中的比重将大幅提升，而目前尚未投入运营的核电有可能成为天然气电的最重要的竞争对手。

首先，经过多年大规模的开发，土耳其境内的优质水电资源已经所剩无几，新的水电项目因为高昂的综合社会成本（对生态、水文、地质的影响，居民搬迁和城镇重规划等）遭到当地社区和环保组织越来越激烈的反对。同时，由于全球气候变暖，近年来土耳其频频出现干旱天气，发电灌溉两用水电站不得不将更多的蓄水量用于灌溉，导致现有水电设备的实际利用小时数不断降低，水电站项目的整体经济性显著降低。

其次，煤电属于高污染产业，从长期来看，清洁能源是发展趋势，煤电很难对天然气发电形成实质性的威胁。

第三，目前在土耳其，风电装机容量小、实际利用小时数低、输出不稳定、固定资产投资额高，使其无法成为电网主力电力来源。此外，电场的运营也需要高度依赖财政补贴才能维持盈利性，再考虑到土耳其风力资源丰富的西部地区已基本开发完毕，新规划的风电区多集中在风能资源不集中的东部地区，风电开发的盈利性将面临更为严峻的挑战。

最后再来看核电。土耳其政府已将核能视为电力能源发展的战略性选择，并已开始与多家国外核电集团接洽，开展项目初步规划。毕马威服务团队在综合分析了多方信息后判断，土耳其首家核电站有望在2025年左右投入运营。而核电由于能量密集、装机容量大、发电成本较低、无直接化学污染、使用寿命长，一旦投入市场将对天然气发电形成直接威胁。



毕马威专家点评：



企业在分析、判断“一带一路”国家和地区的市场竞争格局时，需要尤其关注行业潜在进入者及其影响。由于“一带一路”沿线多为新兴经济体和发展中国家，市场、行业的竞争格局也在较快演进中。西方发达国家和中国市场的历史发展情况可作为研判“一带一路”沿线中长期市场发展方向和竞争格局演变趋势的重要参考依据。



目标资产的“软实力”与“硬条件”同等重要

资产质量、价格、投资环境等因素属于投资标的物的“硬条件”，而管理团队的经营理念和经验则是“软实力”。由于铎延公司拟投资项目的运营和维护都外包给了专业团队负责，因此在项目的初期考察过程中，铎延公司重点围绕项目的“硬条件”展开调研和分析，对于“软实力”的影响重视不够。

然而，基于过去积累的项目经验，毕马威服务团队指出，即便是在同样的条件下，不同的电站经营团队的管理能力和经验不同，采取的销售策略不同，这些不同将在很大程度上影响电站的收益水平。

比如，高水平的电站运营团队会制定详细发电计划，在用电高峰、平峰和低谷期根据计划准确调解发电量满足用电需求，有时甚至能做到每日调解，此外，运营团队还能够就突发情况及时作出反应。强大的计划制定和执行能力以及快速反应能力能够降低电厂的运维成本，提高盈利水平。

再比如，在抵御市场风险、提高电站业绩稳定性方面，高效的电站管理和运营团队能够灵活配比电力现货市场（日前、日内和实时交易）和期货市场的销售电量，利用各种电力衍生品实现套期保值和风险对冲。

在毕马威团队的建议下，铎延公司把电站管理层的经验、过往业绩和团队稳定性也列为尽职调查的重要考量因素。



毕马威专家点评：

企业在分析、判断“一带一路”国家和地区的市场竞争格局时，需要尤其关注行业潜在进入者及其影响。由于“一带一路”沿线多为新兴经济体和发展中国家，市场、行业的竞争格局也在较快演进中。西方发达国家和中国市场的历史发展情况可作为研判“一带一路”沿线中长期市场发展方向和竞争格局演变趋势的重要参考依据。





结束语

根据毕马威的观察，中国企业在开展“一带一路”项目投资可行性分析时，在商业相关的尽职调查工作中面临一些误区和挑战。在实际工作中，认识到可能出现的误区、对风险因素进行辩证分析并做出合理预判，将能在很大程度上提高项目估值的准确性和投资决策的科学性，而能否做到这一点也考验着项目团队的专业能力和判断力。

毕马威拥有全球网络和丰富的跨境交易项目经验，能够在“一带一路”全区域协助客户解决项目整个生命周期中遇到的问题。未来我们还将继续加大投入，为中资企业在“一带一路”沿线的投资和贸易活动保驾护航。

联系人



康琦明

全球战略服务合伙人

电话：+86 (10) 8508 5867

邮件：lq.kang@kpmg.com



李晶

全球战略服务总监

电话：+86 (10) 8508 5815

邮件：jing.j.li@kpmg.com

感谢毕马威全球战略服务经理余显俊和毕马威“一带一路”工作组协调人、副总监陈剑虹对本报告做出的贡献。



中国内地

北京

中国北京东长安街1号
东方广场毕马威大楼8层
邮政编码: 100738
电话: +86 (10) 8508 5000
传真: +86 (10) 8518 5111

重庆

中国重庆邹容路68号
大都会商厦15楼1507单元
邮政编码: 400010
电话: +86 (23) 6383 6318
传真: +86 (23) 6383 6313

福州

中国福州五四路137号
信和广场12楼1203A单元
邮政编码: 350003
电话: +86 (591) 8833 1000
传真: +86 (591) 8833 1188

杭州

中国杭州民心路280号
平安金融中心A幢12楼
邮政编码: 310016
电话: +86 (571) 2803 8000
传真: +86 (571) 2803 8111

青岛

中国青岛东海西路15号
英德隆大厦4层
邮政编码: 266071
电话: +86 (532) 8907 1688
传真: +86 (532) 8907 1689

沈阳

中国沈阳北站路61号
财富中心A座19层
邮政编码: 110013
电话: +86 (24) 3128 3888
传真: +86 (24) 3128 3899

天津

中国天津大沽北路2号
天津环球金融中心
津塔写字楼40层06单元
邮政编码: 300020
电话: +86 (22) 2329 6238
传真: +86 (22) 2329 6233

成都

中国成都红星路3段1号
国际金融中心1号办公楼17楼
邮政编码: 610021
电话: +86 (28) 8673 3888
传真: +86 (28) 8673 3838

佛山

中国佛山灯湖东路1号
友邦金融中心一座8层
邮政编码: 528200
电话: +86 (757) 8163 0163
传真: +86 (757) 8163 0168

广州

中国广州市珠江新城珠江东路6号
周大福金融中心21楼
邮政编码: 510623
电话: +86 (20) 3813 8000
传真: +86 (20) 3813 7000

南京

中国南京珠江路1号
珠江1号大厦46楼
邮政编码: 210008
电话: +86 (25) 8691 2888
传真: +86 (25) 8691 2828

上海

中国上海南京西路1266号
恒隆广场2号楼25楼
邮政编码: 200040
电话: +86 (21) 2212 2888
传真: +86 (21) 6288 1889

深圳

中国深圳深南东路5001号
华润大厦9楼
邮政编码: 518001
电话: +86 (755) 2547 1000
传真: +86 (755) 8266 8930

厦门

中国厦门鹭江道8号
国际银行大厦12楼
邮政编码: 361001
电话: +86 (592) 2150 888
传真: +86 (592) 2150 999

香港特别行政区和澳门特别行政区

香港

香港中环遮打道10号
太子大厦8楼

香港铜锣湾轩尼诗道500号
希慎广场23楼
电话: +852 2522 6022
传真: +852 2845 2588

澳门

澳门苏亚利斯博士大马路
中国银行大厦24楼BC室
电话: +853 2878 1092
传真: +853 2878 1096

创新空间

毕马威智能创新空间

南京集庆门大街272号
苏宁慧谷E07-1号21楼
邮政编码: 210017
电话: +86 (25) 6681 3000
传真: +86 (25) 6681 3001

毕马威创新创业共享中心

中国北京丹棱街3号
中国电子大厦B座6层603室
邮政编码: 100080
电话: +86 (10) 5875 2555
传真: +86 (10) 5875 2558

kpmg.com/cn

本刊物所载资料仅供一般参考用,并非针对任何个人或团体的个别情况而提供。虽然本所已致力提供准确和及时的数据,但本所不能保证这些数据在阁下收取本刊物时或日后仍然准确。任何人士不应在没有详细考虑相关的情况及获取适当的专业意见下依据本刊物所载资料行事。

© 2017 毕马威会计师事务所 — 香港合伙制事务所,是与瑞士实体 — 毕马威国际合作组织(“毕马威国际”)相关联的独立成员所网络中的成员。版权所有,不得转载。香港印刷。

毕马威的名称和标识均属于毕马威国际的商标或注册商标。

刊物编号: CN-MARKETS17-SD-0004c

二零一七年十二月