



毕马威前哨观察系列

深谋远虑，交易筹划
护航“一带一路”投资

kpmg.com/cn

核心提示：

- 01 灵活设计交易架构和激励计划，实现多方共赢
- 02 购买并购险产品为交易提供额外保障
- 03 合理预估项目实际资金需求总额，为资金缺口做好预案

案例背景

征延公司¹（买方）是一家上市的基础设施行业综合解决方案供应商，在国内工程咨询领域处于领先地位。公司客户主要是大型工程承包企业，覆盖行业包括交通基础设施、水利、环境治理、建筑、电力等。

为了进一步实现“做大做强”的目标，更好地服务于客户在不同地区的建设工程项目，征延公司不仅陆续在国内收购工程咨询公司，还将眼光瞄准海外市场，尤其是“一带一路”地区。

“一带一路”沿线国家基础设施建设市场需求旺盛，市场容量大且增速较快。在“一带一路”倡议推动下，域内国家间互联互通领域内的合作逐步向纵深推进，中国各大型工程承包企业纷纷走出国门，积极参与到“一带一路”基础设施项目建设中。

考虑到客户需求和公司未来发展需要，征延公司计划在“一带一路”沿线寻找合适的收购目标，期望通过并购快速完成“一带一路”业务布局。

经过第一轮考察和筛选投资目标工作，征延公司发现，在“一带一路”沿线，寻找符合收购标准且有意愿出售公司资产的潜在收购目标并不容易。在项目组认真研究了美国《工程新闻记录》(ENR)发布的全球工程咨询企业排行榜并收集了大量工程咨询公司出售的市场情报之后，位于东欧林弗德国的纳德森工程咨询公司进入了征延公司的视野。

纳德森公司在ENR全球工程咨询公司排行榜上进入了前100名，虽然总部位于东欧，但在全球近20个国家设有办事处，目前在40多个国家运营项目。2013年以来，在东南亚、中亚和印度市场，纳德森业务增长迅速。从业务板块看，除了在交通基础设施领域内实力较强外，纳德森公司在水利和环境治理行业也拥有一定竞争优势，而这两大板块恰好是征延公司未来业务发展的重点。此外，通过初步接触，项目组发现，纳德森的控股股东——东欧某知名私募基金——的资产出售意愿十分强烈，表示愿意与征延公司立即进行磋商。基于这些考虑，征延公司决定就收购纳德森公司控股权项目展开工作。

在征延公司提交了收购意向书之后，私募基金表示初步接受该收购请求并开放了虚拟数据库。在项目组对数据库资料进行了初步分析之后，纳德森公司运营中存在的一些问题逐步显现出来。

• 近年来业绩大幅下滑，目前处于亏损状态。

2008年金融危机爆发后，林弗德国基建市场萎缩，纳德森公司的业务量呈断崖式下跌。2013年，中国提出的“一带一路”倡议为公司发展带来新机遇。在经过多轮讨论和研究后，管理层决定开拓“一带一路”沿线市场，抓住区域基建行业的发展机遇，实施国际化战略。虽然战略初见成效，但由于林弗德国市场不景气，海外业务规模尚小，目前公司仍处于亏损状态。


• 营运资金短缺，账上留存大量贷款。

市场不景气和业绩不佳导致公司营运产生的现金流不足，因此只能通过获取银团贷款来支持业务发展，而大量贷款又产生高额利息，使公司运营成本增加。

• 公司海外业务较多，尽职调查工作难度加大。

公司在多个“一带一路”国家设有子公司和分支机构，一方面，这些国家确实存在较高的运营风险；另一方面，如果要在所有纳德森公司开展运营的国家进行全面的尽职调查工作，会使项目成本大幅增加。

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专家的独到见解和行业最佳实践。本案例中的中外企业名称和投资地国名称均为虚拟。



基于这些问题，征延公司管理层就是否继续这个收购项目展开了激烈的讨论。考虑到项目的复杂性，征延公司决定聘请第三方机构协助公司进行项目决策。毕马威团队凭借丰富的“一带一路”项目经验、覆盖“一带一路”全区域的服务网络、对于工程咨询行业的深入理解以及强大的“一站式”服务能力赢得了该项目。

通过初步调研以及和征延公司管理层多轮讨论，毕马威团队认为纳德森公司具有一定的收购价值，这主要体现在以下三个方面：

- **目标公司在“一带一路”沿线多个国家设有办公室，已初步形成“一带一路”产业链布局。**

纳德森进入“一带一路”市场较早，近几年随着域内国家基建市场快速升温，纳德森收入增长迅速，盈利能力也在逐步提升，目前“一带一路”收入占公司整体收入比例近50%。

“一带一路”沿线国家是征延公司未来业务拓展重点区域。如果在这些国家从零开始发展业务，不仅需要投入大量的人力物力资源，而且耗时长，成功率也缺乏保障。因此，纳德森在“一带一路”市场具有的先发优势恰好能够弥补征延公司的短板。

- **目标公司财务管理规范，公司治理结构清晰。**

目标公司的控股股东为知名私募基金，小股东为公司管理层（“持股管理层”）。在多年基金持有期内，目标公司建立了规范的财务管理体系和IT系统，能够向潜在投资者提供较为全面的财务信息。

公司成立了董事会和股东会，针对预算管理、重大投资、关键经营决策等事项建立了一套规范的体系和流程，管理层的日常经营和年终考核也有章可循。良好的财务管理和公司治理体系大大降低了交易后整合工作可能面临的风险。

- **控股股东出售意愿强烈，持股管理层支持本次交易。**

作为财务投资者，私募基金的投资周期一般为五至七年，而纳德森的控股股东持有公司资产已超过八年，急于寻找机会实现退出。对于持股管理层来说，控股股东发生变更必然会对公司运营产生不利影响，但征延公司的进入有可能使这样的不利影响降到最低。这是因为一方面，双方业务存在互补性，潜在协同效应较大；另一方面，征延公司来自中国，在获取“一带一路”专项资金支持方面具有优势。

基于这些考虑，持股管理层对征延公司收购意向表现出积极态度，多次与征延公司管理层面对面沟通。私募基金和持股管理层的态度使征延公司在项目初期即掌握了主动权，为后期磋商中为己方争取有利的交易条件奠定了基础。

基于毕马威的分析，征延公司也意识到，虽然纳德森的财务指标不尽如人意，但其海外业务布局和收入增长预期对于征延公司来说具有重大战略意义，最终，征延公司做出了收购纳德森控股股权的决定。

在本案例中，我们对交易过程中的关键环节、客户公司遇到的问题进行了重点提示分享了项目成功经验，希望能够为中国企业在“一带一路”沿线开展类似并购项目提供有益的参考和借鉴。

灵活设计交易架构和激励计划， 实现多方共赢

在项目初期沟通过程中，私募基金提出的交易建议主要包括两个内容：

- **交易股份数量：**

出售全部私募基金所持股份。

- **交易金额：**

纳德森近几年业绩表现不佳，即使是计算息税折旧摊销前的利润也仅是微利水平。若采用常用的倍数法²计算，项目估值将低于卖方多年前的投资额。因此私募基金提出以一个远高于倍数法计算结果的固定价格出售股权。

在此前私募基金收购纳德森的交易文件中对随售权³进行了规定，因此，持股管理层也选择以与私募基金相同的交易条件出售所持股份。

在分析了上述诉求后，毕马威团队认为，虽然这样的要求在并购交易中十分常见，但考虑到纳德森目前经营状况欠佳，如果以这样的条件实施交易将会使征延公司暴露在巨大的风险中，这主要体现在三个方面：

- **未来需要注入大量资金以维持公司运营。**

这样的交易条件意味着所有持股者完全退出，也就是说，征延公司所投入的资金将完全由控股股东和持股管理层获得，而非进入目标公司。考虑到纳德森当前的业绩表现以及存在大量银团贷款的情况，征延公司在交易后将需要向纳德森注入大量资金以助其摆脱困境，维持经营。

- **公司实现持续、稳定经营面临挑战。**

征延公司缺乏海外运营经验，在交易后相当长的一段时期内，目标公司的运营将主要依赖现有管理团队。尽职调查结果显示，目前管理层的薪资结构主要以固定薪酬为主，与业绩挂钩的浮动薪酬比例很小。如果持股管理层不再持有公司股权，那么在未来经营中管理层道德风险发生概率将会增加，目标公司运营将有可能失控。

² 倍数法：这里是指采用企业价值/息税折旧摊销前利润的倍数，乘以企业息税折旧摊销前利润得出公司在独立情形下（不考虑协同效应的让渡）的企业价值。

³ 随售权：又称随卖权、参售权、共同出售权或跟随权，指权利人（通常是少数股东）有权按照其出资比例参与到其他股东（通常是原始股东、多数股东）拟出售股权的交易中，以相同价格和条件出售其股权。

- **交易价格虚高。**

控股股东提出的交易价格与征延公司管理层的预期相差较大，根据毕马威团队初步估计，该价格也远高于市场平均水平。而且，考虑到目前纳德森盈利状况不佳，未来公司资产价值有可能因为亏损而进一步缩水。

征延公司是上市公司，一方面需要考虑交易价格过高对公司未来经营将会产生的不利影响，另一方面也需要对公众股东负责，充分预估较高的收购价格有可能对征延公司在资本市场表现带来的负面影响。

针对这些风险点，毕马威团队充分考虑了征延公司和纳德森股东诉求、林弗德国同行业企业薪酬体系特点以及私募基金运营特性，在与各方进行充分沟通的基础上，提出了以下具有针对性和较强操作性的解决方案：

- **改股权收购为注资。**

将交易方式由收购股份转变为注资，不仅能够大幅稀释目前控股股东和持股管理层所持股权，使征延公司获得纳德森的绝对控制权和董事会席位，而且也可以使纳德森在交易后可以获得资金以偿还银团贷款，维持运营。

- **为持股管理层设计了更具吸引力的激励计划。**

降低固定薪酬比例，增加与业绩紧密挂钩的年度奖金和员工持股计划，从而提高整体薪酬水平。若超额完成业绩目标，持股管理层将获得高额奖金以及更多股份，而股份也将带来收益分红。

除了目前的持股管理层，毕马威团队还建议征延公司将其他关键岗位的管理和技术人员纳入到员工持股计划中，进一步提高核心员工积极性。

- **灵活设计私募基金股份交易价格决定机制。**

针对私募基金所持股份交易价格，毕马威团队提出两个方案：1) 以一个较低的固定金额作为保底价格；2) 以目标公司未来两年的业绩（息税折旧摊销前利润）表现为基数，乘以一个利润倍数计算交易金额，即：交易金额 = 倍数 $\times ((P1+P2)/2)$ - 当期净负债。其中，P1、P2分别为交易后第一年和第二年的息税折旧摊销前利润，倍数则参考市场上针对同类型企业所采用的企业价值/息税折旧摊销前利润的估值倍数。最终交易价格选取两个方案中金额较高的一个。

该方案提出后，持股管理层和私募基金的反映大不相同。

在持股管理层看来，过去纳德森曾经有过辉煌的历史，目前经营不善主要是受到宏观环境影响，管理层有信心使纳德森重新回到行业领先者的地位，因此毕马威团队提出的提高与业绩挂钩的浮动薪酬比例的方案对持股管理层十分有利。此外，员工持股计划的实施将使持股管理层有望在未来获得更多股份，从而抵消了本次交易大幅度稀释持股管理层所持股份带来的负面影响。

对于私募基金来说，这个方案意味着两年后才能实现完全退出，不仅时间过长，而且交易金额中的浮动部分具有较大的不确定性。因此，控股股东提出提高固定金额，以实现快速回笼资金和降低交易风险的目标。

在得到这些反馈意见后，毕马威团队和征延公司管理层进行了深入讨论。最终，毕马威团队建议，利用私募基金与贷款银团之间良好的关系，促使私募基金在交割前与银团开展谈判，对目标公司账上的大额银团贷款进行减免，减免金额的百分之三十将奖励给私募基金。这种方式不仅能够提高私募基金实际所得，而且也会大幅降低目标公司负债。

针对私募基金对于公司未来业绩前景的担忧，毕马威团队也多次协调持股管理层与私募基金进行沟通，成功使私募基金重拾对公司经营团队和市场前景的信心。经过两周艰苦的谈判与沟通，私募基金最终同意了该方案。



毕马威专家点评：



许多中国企业在开展“一带一路”并购项目时，对收购价格和风险因素十分重视，然而却往往忽视交易架构的影响。

在实际项目中，交易架构不仅涉及各方股份比例分配、收购新增或既有股份的方式，还会在很大程度上影响到税务负担和未来上市前景等诸多问题。可以说，设计交易架构是一个需要综合考量财务、税务和法律三方面因素的关键环节。因此，在交易初始阶段，中国企业需综合考虑收购目标、卖方和自身实际情况、所在地法律法规等因素，巧妙设计适合的交易架构，使自身利益最大化。

值得注意的是，最终采用何种交易架构还取决于双方的议价能力和谈判策略。在本案例中，买方在交易初期即取得主动权；在谈判策略方面，买方在毕马威团队的建议下，提出了具有吸引力的管理层激励方案，把买方、卖方和经营团队的利益捆绑在一起，提前赢得持股管理层的支持，取得了良好的效果。



购买并购险产品为交易提供额外保障

随着境外并购日渐兴起，越来越多的公司认识到尽职调查工作的重要性。在本案例中，征延公司聘请了毕马威团队协助开展财务、税务以及人力资源的尽职调查工作。由于纳德森在多个“一带一路”国家设有子公司，一些子公司的规模又比较小，比如塞尔维亚、克罗地亚等，如果对所有子公司都开展细致的尽职调查工作，那么人力、物力和时间成本将会十分高昂。然而，如果不进行全面调研，征延公司管理层又担心出现重大风险，因此左右为难。

毕马威团队在分析了目标公司各子公司的具体情况后，提出三点建议：

- 对于销售收入占比较高、投入较大或是所在国风险评级较高的三类子公司开展详细的尽职调查工作。这些子公司或是对于纳德森整体运营影响较大，或是存在重大风险隐患，因此需要在尽职调查阶段加大投入；
- 针对除以上三类子公司以外的分支机构，在合并报表和总部文件层面开展尽职调查工作，以明确是否存在不合理现象或法定资料缺失的情况，并就特定问题进行追踪；
- 购买适合的并购险产品，针对未在尽职调查期间发现的潜在重大风险提供保障。

此时，卖方之一的私募基金也提出希望征延公司购买并购险产品，由并购险为一些有争议的“陈述与保证条款”提供额外保障，以缩短双方在讨论相关条款时所耗费的时间。因为征延公司缺乏购买并购保险产品的经验，因此希望毕马威团队能够协助判断此次交易是否需要购买并购险以及购买并购险的成本。

针对这些问题，毕马威团队根据过往项目经验并结合本次交易特点进行了深入分析：

- **在本次交易中建议征延公司购买并购保险产品，主要原因包括：**

- 1) 与其他并购项目相比，“一带一路”沿线投资项目的不确定性和风险较高，除尽职调查以及“陈述与保证条款”之外，如购买并购保险产品将可以更好地保护买方利益；
- 2) 私募基金通常倾向于寻求完全、无责任退出，购买并购保险有助于实现这一目标，因而更能调动私募基金达成交易的积极性；
- 3) 由于控股股东——私募基金——是通过设立特殊目的实体⁴对目标公司进行控股，因此如果未来发现交易存在任何问题，征延公司向私募基金要求赔偿损失也将是一件耗时费力的事情，在这样的情况下并购险将会提供额外保障。

- **在本交易中，可考虑购买的并购保险产品包括两种：**

- 1) 防范交易风险的并购保险产品，例如针对“陈述和保证条款”购买并购保险产品；
- 2) 防范目标公司运营风险的并购保险产品，如董事及高级经理人员责任保险产品。

- **关于并购险费率。**

一般来说，“陈述与保证”并购险产品的费率取决于赔偿上限，通常在百分之一至百分之三之间；若设置较高的赔偿上限，保险费率也将相应提高。此外，需要注意的是，与一般“陈述与保证”并购保险产品相比，特殊“陈述与保证”并购险产品的费率较高，如环境风险、诉讼、税务等。根据毕马威团队分析，本次交易特定类别风险较低，因此可以考虑不够买特殊“陈述与保证”并购保险产品。

- **关于并购险成本分摊。**

并购险成本可以由交易双方共同负担，负担比例由双方谈判决定，在交易中握有主动权的一方可以争取承担较少的成本。在本次交易中，私募基金出让股权的意愿强烈且希望实现无责任退出；从潜在买家来看，除征延公司以外没有出现其他竞标方。因此毕马威团队建议征延公司充分发挥交易主动权在握的优势，在谈判中争取由私募基金承担更多的并购险成本。

征延公司在充分考虑了购买并购险的利弊以及相关成本后，接受了毕马威的建议，并在毕马威团队的协助下，在谈判中积极争取由控股股东承担并购险成本的百分之六十。

⁴ 特殊目的实体是为了特殊目的而建立的法律实体。在并购交易中许多私募基金通常会设立特殊目的实体，并通过后者直接控股目标公司。



毕马威专家点评：



虽然在国际并购项目中交易双方购买并购险的情况很常见，但是大多数中国企业对于并购险却不是十分了解，很多企业还停留在通过分期支付款项来降低交易风险的阶段。根据毕马威团队以往项目经验，在跨境并购中买方提出分期付款要求往往意味着将失去交易机会，因此我们建议中国企业通过购买并购险的方式降低跨境交易风险，加快项目进程。

尤其是当中国企业在“一带一路”沿线开展投资时，虽然详细、全面的尽职调查确实是交易中不可或缺的关键环节，但由于“一带一路”域内国家投资风险较高，而且在本案例中目标公司运营涉及多个国家，因此仅开展尽职调查工作并将发现的关键风险点反映在“陈述和保证条款”和“特殊保证条款”中无法为交易提供足够保障，而并购险则为企业提供了另一道防护屏障。

购买并购险需要注意的一些关键点包括：



- **需提供英文尽职调查报告。**

保险公司通常会要求保险购买方提供由国际知名事务所出具的英文尽职调查报告作为参考，这主要是因为提供并购保险产品的保险公司一般都是国际大型保险公司，审核员也为外籍人士。此外，承保公司还可能要求保险购买方就一些问题进行澄清，若尽职调查工作不够详尽，将很难通过审核。



- **承保公司通常会拒绝仅购买特殊“陈述与保证”并购险产品的要求。**

保险公司通常只会向已购买了一般“陈述与保证”并购险产品的客户提供特殊“陈述与保证”并购险产品，如果保险购买方仅购买特殊“陈述与保证”并购险产品，保险公司通常会拒保。



- **并购险购买流程周期较长。**

从保险购买方提交尽职调查报告到承保公司出具保单，一般至少需要两周时间，此外，保险购买方选择合适的承保公司也相当耗时。因此毕马威建议中国企业在为“一带一路”项目购买并购险时，应充分考虑项目时间表要求，尽早与各保险公司接洽，充分利用保险经纪人的服务缩短购买周期。



合理预估项目实际资金需求总额， 为资金缺口做好预案

经过两个多月的尽职调查和谈判工作，征延公司和卖方进入到交易合同签订阶段。此时，征延公司项目经理与毕马威财务顾问团队联系，希望能够确定此次交易的实际投资总额，为向征延公司董事会汇报做准备。

在沟通中，毕马威团队认识到，征延公司理解的投资总额即为交易额，这其实忽略了交易后纳德森运营资金和资本性支出的需求（即“额外资金需求”）。

根据财务尽职调查结果，纳德森营运资金需求主要包括存货（已确认收入减去开票收入金额）、应收账款和应付账款；资本性支出需求主要包括境外收购工程咨询公司或设立新公司所需的资金投入。由于实施国际化战略和近几年在“一带一路”市场的扩张，纳德森每年都需要为营运资金周转和资本性支出投入大量资金。

纳德森多年持续亏损使公司目前运营产生的现金流已无法满足未来发展需要，同时，由于公司负债率较高，即使在交割后利用征延公司的注资还清部分贷款，纳德森也难以再从银行获得资金支持。因此，毕马威团队在分析了纳德森未来发展规划并进行了相关财务预测分析后指出，除3,000万美元交易款外，征延公司还需投入的额外资金总量高达1,000万美元，两者之和才是本项目的实际资金需求总额。

针对这个项目的资金需求，毕马威团队从实际出发向征延公司提出了以下融资建议：

- **通过股东借款和海外融资获取资金。**

纳德森所需资金的来源不仅局限于征延公司资本金注入，股东借款也是一个可以考虑的渠道。与资本金注入相比，股东贷款更为灵活：若纳德森未来经营状况良好，征延公司可以收回这笔借款用作他用；若纳德森经营状况不佳，因为征延公司的这笔股东借款需要支付利息，而利息支出可以在税前扣除，因此这笔借款可以实现为纳德森公司节税的效果，增加税后可分配利润。

此外，征延公司还可以考虑通过海外融资为纳德森提供资金，这也是一个与当地金融机构建立良好关系的良机。

- **事先与贷款银团沟通，提前为可能出现的资金缺口做好预案。**

在尽职调查工作中，毕马威团队发现银团贷款合同中包括控制权变更条款，根据这个条款，银团有权在目标公司发生控股权变更时撤回贷款。因此，毕马威团队建议征延公司在纳德森持股管理层和控股股东的协助下，提前与贷款银团就此次交易进行沟通，赢得对方的理解与信任。否则，在交易签约后，纳德森很有可能因为贷款银团突然撤回资金而陷入困境。

最终，由毕马威团队牵头，在纳德森持股管理层和私募基金的协调下，征延公司和银团最终签署了谅解备忘录，后者承诺在征延公司成为纳德森的控股股东后，将继续为纳德森提供融资。此外，征延公司通过股东贷款为纳德森提供额外资金的计划也得到了落实。



毕马威专家点评：



由于中国境内外资金流动尚受到一定限制，且大多数中国企业在海外资金有限，因此在跨境并购项目的中后期，中国企业需要预估交易实际资金需求总量，制定融资计划并就资金汇出总额在外汇管理局进行登记。如果最终需要汇出的资金总额（包括交易款和需额外投入的资金）远大于登记数额，且目标公司难以从当地市场获得其他融资，目标公司的运营可能会受到不利影响。

与其他项目相比，“一带一路”投资更容易获得金融机构支持。考虑到海外市场借款利率远低于中国境内利率，毕马威建议中国企业充分利用国际金融机构、海外金融机构等融资渠道进行项目融资。因此，中国企业在开展“一带一路”项目时，不仅要重视与中国主要政策性银行建立良好关系，也需要与投资地金融机构、国际金融机构和新型多边开发金融机构等保持经常性沟通，探索多方面合作机会。



结束语

自“一带一路”倡议提出以来，越来越多的中国企业走出国门，积极在“一带一路”沿线开展并购交易，投入到“一带一路”建设浪潮中。

然而在实际项目中，我们看到很多“一带一路”沿线的并购目标通常存在这样或是那样的问题，与发达国家企业相比投资风险明显加大。许多中国企业在项目初期看到潜在风险后望而却步，忽视了标的公司的战略价值；在交易中，一些中国企业又往往将注意力集中在收购价格和尽职调查工作上，没有认识到为保障交易后项目顺利运营，还有很多其他的工作需要周密筹划，因此出现了一个又一个失败案例。

在本报告中，毕马威在案例分析的基础上，为中国企业开展“一带一路”投资提出了具体建议。在项目初期，企业应明确自身战略需求以及标的企业应具有的核心优势，充分挖掘项目潜在风险点，从公司中长期发展战略出发进行交易决策；在交易进行过程中，中国企业应全方位考量各项风险因素，尤其是对交易后项目运营将产生重要影响的风险因素，巧妙设计交易架构、购买合适的并购保险产品并测算总体资金需求，提前为可能出现的问题做好预案。

一言以蔽之，战略决定高度，深虑护航远行。

联系人



江立勤

毕马威“一带一路”工作组主管合伙人
投资并购服务主管合伙人
毕马威中国

电话：+86 (10) 8508 7077

邮件：michael.jiang@kpmg.com



王虹

投资并购服务合伙人
毕马威中国

电话：+86 (21) 2212 3557

邮件：rainbow.wang@kpmg.com



张文倩

投资并购服务副总监
毕马威中国

电话：+86 (21) 2212 3375

邮件：ellen.wq.zhang@kpmg.com

感谢毕马威“一带一路”工作组协调人陈剑虹对本报告做出的贡献。

如需获取更多毕马威“一带一路”专题信息，请
扫描二维码或登陆网站：

[https://home.kpmg.com/cn/zh/home/insights/2017/11/
belt-and-road-initiative.html](https://home.kpmg.com/cn/zh/home/insights/2017/11/belt-and-road-initiative.html)



kpmg.com/cn/socialmedia



如需获取毕马威中国各办公室信息，请扫描二维码或登陆我们的网站：
<https://home.kpmg.com/cn/en/home/about/offices.html>

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。

© 2018毕马威企业咨询 (中国) 有限公司 — 中国外商独资企业，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。中国印刷。

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-MARKETS18-B&R-0008c

二零一八年六月印刷