

全国工商联并购公会 天津股权投资基金协会 联袂推介

PE

Private Equity Fund

# 股权投资基金运作

## ——PE价值创造的流程

叶有明 著

 复旦大学出版社  
www.fudanpress.com.cn

# 致 谢

近年来,我一直打算写一本介绍 PE 运作实务的书。一方面,将自己多年来从事投资的经验与心得做一次全面的梳理总结并将之与同行的朋友们交流。另一方面,将发达国家 PE 的成熟理念与经验介绍给国内同行及相关人士以期对他们的工作有所助益。此外,也希望能够帮助那些计划寻求股权投资基金帮助的中国企业家们了解 PE 的运作模式,从而为未来的融资做好充分的前期准备工作。

很荣幸复旦大学出版社给了我实现想法的机会,也感谢王联合先生的邀请,以及为本书的校订、排版和出版发行而辛勤工作的其他人员。感谢太平洋保险公司的王小卫先生,是他在参加了我的股权投资培训课程后,引荐我和王联合先生取得联系。

全国工商联并购公会会长王巍博士和摩根大通中国区主席兼行政总裁李小加博士应邀为本书作序。他们慷慨的褒奖与推介令我十分感激。

刘敬斌先生、沈晓夏女士、张瑞静女士、周晨夏女士、邓韵女士为本书的资料搜集与整理、图表及文字处理等做了大量的工作。干春晖教授欣然同意本书中引用他选编的一个案例。我对他们的支持与帮助表示衷心的感谢。本书在写作过程中参考、引用了国内外专家、学者和研究机构的一些研究成果、文献与言论,在此对他们表示感谢。

还要感谢我的太太和子女,是她们的理解与支持使我得以全身心地投入工作并完成本书的创作。

由于笔者经验与学识的局限,书中的某些观点未免偏颇,加之成书仓促,疏忽与错误亦难以避免,笔者对由此给读者造成的不便深表歉意,并敬请同行朋友与读者指正。

叶有明  
2008 年 12 月 28 日

# 序 一

## 我们需要叶有明这批人的执著与务实！

“忽如一夜春风来，千树万树梨花开！”短短两年的光景，PE(Private Equity)便蹿红中国大江南北，股权投资基金成为金融界、企业界和政策制定圈里的时尚词汇。如同资本运营、投资银行家和并购一样，股权投资基金从一开始就成为大众事件，与专业人士关系不大。我身边到处都是搞PE的，其中一位半年前还是另一位金融家的司机。

在经济崛起的大环境中，重要的是你在唱什么，而不是你懂什么。我们不就是这样从不懂市场经济起步，一路跌跌撞撞地喊着唱着，用了三十年光景就干出一个具有中国特色的市场经济了么？好像是巴菲特讲过，在涨潮中游泳，穿不穿泳衣并不重要。但是，当潮退了呢？我们还懂PE么，我们还懂市场经济么？

终于，美国次贷危机和其引发的全球性金融海啸一路奔腾而来，转眼间就波及中国本土。到了2008年的圣诞节，搞PE的人突然间就偃旗息鼓、物是人非了。PE界开始消化这两年收入囊中的高价资产，开始应对股东们的质疑，更重要的，开始检讨职业价值、信念和尊严。尽管风水轮流转，但这么短的周期的确让人有冰火两重天的切肤之痛。

接到本书的书稿，颇感意外，居然出版社仍有兴趣推销这样的“明日黄花”。看到本书的作者，或有不解，如此老到的投资专家竟不谙大势孜孜于此。待到检点本书的文字，不禁肃然起敬，继而欣然命笔，愿荐之行家里手，更愿告之大众。

笔者与叶有明相识有十年之久，他曾将他任职的基金公司董事会全体成员带到中国考察，在笔者刚刚创立的并购顾问公司里热烈讨论中国的市场和结构，特别强调以私募股权的方式投资，以并购整合的方式成长。与当时许多任职在著名

华尔街投资银行、在中央和地方政界长袖善舞的“投资银行家”们(事实上是公关专家)不同,叶有明谦和低调,体察细节,其务实态度给我留下深刻印象。今天想来,他是第一批进入中国市场的股权投资者。

多年以来,我们一起推动美国中小股权投资基金群体进入中国市场。在美国和中国的各种研讨会上,叶有明频频登台为中国的股权投资基金市场摇旗呐喊、现身说法,很有感召力。特别是他亲手操作的几个案例,令长期沉浸在勾兑政府关系的许多美国主流股权投资基金也不得不刮目相看。大家都了解的凯雷基金收购徐工集团的案例,真是沸反盈天,结果不了了之。但是,同期,叶有明的几个规模上不相上下的投资案子却是不动声色地功德圆满了。

这本专业书不是市场观念的呐喊,也不是高堂庙宇的阔论,更不是少数精英的呢喃自语,而是循循善诱的叮咛,左膀右臂的扶持,是一本很厚道很中肯的工具书。在PE大潮退下后,真正的游泳者便要开始从容不迫地展现本事了。叶有明的这本书便是一本可以留在书架上的参考工具。

无论我们是否喜欢,全球商业周期还是不可避免地传递到中国本土。人们曾寄予厚望的宏观调控政策到底难改大势,不免“失灵”起来。股权投资基金也会有所变异,有所退却。但是,真正懂得操作的人却可以大有作为了。因此,我们需要一批叶有明这样的专业人士出场。

我们也感谢复旦大学出版社能有这样的眼光和从容心胸,继续为中国本土的股权投资基金产业注入激情和养分。多少有些惶恐不安的PE分子们还要振作起来,在振臂高呼享受荣耀之后,还需要坚韧态度和脚踏实地的工作。中国的股权投资基金市场正在初期,还需长期努力,“切莫怨东风,东风正怨侬”!

全国工商联并购公会会长

天津股权投资基金协会监事长

王巍博士

2008年12月25日

# 向价值创造的理念回归

## (代 序 二)

由“凯雷收购徐工案”引发的民族主义情绪及蒙牛香港上市案引发的“贱卖”争论,将一向低调行事的PE(即股权投资基金)推向了公众的视野。一时间,曾被谑称为“门口的野蛮人”的PE受到了来自官方与民间的广泛关注。人们不禁要问:他们是谁?为什么他们的行为有那么大的影响?他们是怎样赚钱的?

如果说投资银行是过去十年间有志金融才子最为向往的行业的话,在过去的两三年里PE才是统领风骚的众望所归之地。在许多人看来,从事PE不仅能享受投资银行家般的无限风光与高额薪酬,更能获取巨额的资本升值。过去十年中,全球性的资产价格泡沫与泛滥的流动性,特别是廉价的债券供应市场,更为以LBO(即杠杆收购)为主要代表的PE行业带来了空前的繁荣。

与此同时,刚刚在中国大地开始活跃的PE行业又被卷入了来自中国本土的资产泡沫大膨胀之中。2005年末至2007年上半年中国股票市场演绎了长达两年之久的“大牛市”。A股市场的火爆重启了沉寂已久的IPO大门,并催生了大量的热衷于Pre-IPO项目(即上市前融资)投资各类股权投资基金。来自外资的与内资的各路基金大军都以高昂的激情热烈追逐着所有可能上市的项目,并充满信心地等待分享这一千载难逢的资本盛宴。随着A股平均市盈率超过了60倍,Pre-IPO项目的估价也被热捧到10余倍乃至20余倍的净收益——不是上一年实际的净收益,而是预计的1年或2年以后的净收益。很少有人去想,或者说很少有人能够静下心来想一想,这样的投资模式是否正确以及它能否持续。

由“次贷”风暴引发的全球金融海啸终结了这场“投资狂欢的盛宴”。大潮退去,很多投资项目的风险日渐浮出水面。被投资企业上市希望愈发渺茫,且因

全球经济衰退而引发的中国经济大幅减速使许多企业无法实现预计的增长目标。陷入流动性困境的被投资企业无力兑现“回购协议”，昔日的合作伙伴们也难免生出许多相互间的抱怨。曾经信心百倍的 PE 经理们开始品尝到了狂热所带来的苦果，而消化这些苦果可能还需要若干年。

当盛宴不再、喧嚣落定，冷静下来的投资者们已经开始思考这样一个基本的命题：PE 行业存在的核心价值是什么？或者换一个角度说，PE 应秉持怎样的投资理念？当依赖廉价的贷款来赚取快钱的时代结束之时，当资本市场高涨大潮中鱼目混珠的机会消失之后，靠智慧、靠眼光、靠技术、靠辛勤的传统投资时代又一次回归了。

呈现在读者们面前的这本《股权投资基金运作——PE 价值创造的流程》以其精致而细腻的笔触向人们详细介绍了具有代表性的 PE 的投资理念——价值创造，以及在执行层面 PE 是如何践行这一投资理念的。本书的作者叶有明先生是我的大学同窗挚友，他已在一家声誉卓著的美国 PE 工作了近 14 年，现任该 PE 的中国区总裁。有明的睿智、才华、热情与通达帮助他在 20 多年的投资生涯中取得了诸多的成就及业绩。更令我欣慰的是，有明在过去如此喧嚣浮躁的几年里居然能静下心来，在完成诸多颇具规模、较为成功的投资同时，挤出时间，孜孜不倦、点点滴滴地记下自己长期实践中积聚的精华与心得，完成这本著作，使得我们有机会分享国际成熟 PE 的投资理念以及有明本人的思考、智慧与长期的经验。

“从实践中来”令本书独具特色，这使得它可以成为一本很有价值的 PE 知识普及教材，也是一部踏踏实实、着眼于操作层面的工具书。无论是国内初涉 PE 的同行、计划融资或准备转让股权的企业家，还是有志于从事 PE 职业的青年俊杰、金融领域的研究专家，以及相关领域的政策制定者与监管者，都可以从本书中汲取有益的启示。

摩根大通中国区主席 李小加博士  
2009 年 1 月 6 日

# 股权投资是价值创造的过程

## (代 前 言)

“Private Equity Fund”（简称“PE”），中文译成“股权投资基金”。海外股权投资基金进入中国已有十余年历史，已经并正在帮助很多内地的企业家们实现他们的事业理想。

近年来，国内曾就是否成立股权投资基金开展过热烈的讨论，并已有各种背景的股权投资基金发起成立。随着“股权投资基金”概念及其成功案例更频繁地进入公众的视野，越来越多的人开始将关注的目光从“价值实现”转向“价值创造”，即人们不仅关注 PE“赚了多少钱”的问题，同时更关注 PE“怎样赚钱”的问题。

（预期）盈利是任何投资行为发动的直接目的，也是投资行为得以存续的理性前提。不论采用何种运作模式，也不论对哪类项目具有特殊的偏好，股权投资基金的盈利能力均来自于其与合作伙伴的密切协作以及在合作基础上的价值创造过程。

股权投资基金通常以控股或非控股的方式投资于非上市公司（即“目标公司”或“合作伙伴”）。一般而言，对于一个已经存在的企业，引入股权投资的目的是帮助企业抓住有利的市场机遇，以超出历史平均的速度实现企业价值的加速增长。企业价值的加速增长过程就是股权投资的价值创造过程。

在选择目标公司方面，股权投资基金有一套严格完整的程序。在作出一项投资决策之前，股权投资基金通常需要明确：“除资金之外，我们还能为目标公司提供什么？”一份精心准备的商业计划书（Business Plan）可以帮助股权投资基金完整地了解目标公司的过去和现在，并准确地理解目标公司的未来发展规划。股权投

资基金通常会仔细考量其在目标公司的未来发展规划中可以扮演哪些积极的角色,以及,其在未来的积极行动将会对目标公司、相关行业乃至经济社会带来怎样有价值的贡献。

正是基于“价值创造”的核心理念,全球股权投资基金行业才能在过去的数十年中从无到有、从小到大,迅速发展成为与传统商业银行、证券市场可以“比肩齐坐”的重要金融力量。

## 一、价值创造的核心投资理念是由 PE 自身的特性决定的

### (一) 股权投资基金与传统商业银行及证券市场基金的区别

股权投资基金投资于目标公司的股权而不是债权,这是其与商业银行的本质区别。股权投资基金既与合作伙伴一起分享企业经营成功的硕果,同时也承担企业经营失败的风险。在控股(Controlling Interest)的情况下,PE 会通过参与目标公司董事会决议过程及选派高层管理人员与原企业管理团队合作,持续改善企业的生产、经营、研发、营销、公共关系等各方面活动,持续提高企业的市场竞争力和盈利能力。PE 通常会对潜在合作伙伴提出这样的问题:“你的未来发展计划是什么”、“你需要我们为你做什么”。

股权投资基金关注企业在持续经营中的潜在成长性并努力使其成为现实,这是其与证券市场基金(例如,股票投资基金)的根本区别。PE 关注“价值创造”,证券市场基金关注“价值发现”。PE 是“用手投票”,采取“集中策略”,着力于持续改善被投资公司的经营管理;证券市场基金是“用脚投票”,采取“分散策略”,着力于筛选出价值被低估的公司。

股权投资是长期投资,投资期通常超过 3 年,甚至长达十余年,因而必须关注目标公司在中长期的成长性。股权投资的长期性是由于下列因素决定的:

- 股权投资难以随时变现,原因在于资产的流动性差,这不同于证券市场上股票、债券的买卖;
- 股权投资交易费用高,其项目筛选、尽职调查、合同谈判等都需要花费大量的人力与费用,律师、会计师等专业人员费用也十分昂贵;

- 股权投资交易期限长,从前期调研到商务谈判,从作出决策到执行交割,通常需要半年以上时间,某些案例的交易时间甚至超过两年以上。

基于以上事实,在短期内股权投资通常无法实现预期回报。因而,PE 行业的一个流行观点是:收购的成功只是价值增加过程的开始,而不是结束。

## (二) 股权投资基金追求“共赢”

盈利性是一切经济活动得以存续和发展的基本条件。股权投资基金必须为其投资者赢得满意的回报。谁是股权投资基金的投资者呢?以美国为例。美国的股权投资基金的最大的投资者是养老基金,其他还包括保险公司、大学捐赠基金、政府投资机构以及个人投资者。这些投资者将他们的资金委托给经验丰富的专业基金管理公司,不仅使他们得以将精力专注于自身擅长的领域,通常其也可以通过股权投资基金的投资活动而获得丰厚的收益。这些收益通过养老基金等的分配最终为广大的社会公众所分享。

可以说,股权投资基金的出现是社会经济活动市场化高度发展的产物,是社会分工精细化发展的宝贵成果。股权投资基金在为投资者赢得回报的同时,客观上促进了被投资企业与所在行业的健康发展。PE 的任何以“损人”达到“利己”目的的投资行为,都无法持续也难以被包括养老基金在内的机构投资者们所接受。因而,“共赢”是 PE 的唯一理性选择,而实现“共赢”的唯一方式就是“价值创造”。

## 二、PE 与中国合作伙伴共同成长

有学者认为,海外股权投资基金投资中国是中国引进外商直接投资(即“FDI”)的第三个阶段。继 1978 年后港台企业到珠江三角洲投资设厂进行“三来一补”、1992 年后跨国公司在中国的大规模战略投资之后,2000 年以来以 PE 为主的海外金融资本开始尝试大规模进入中国内地。

海外股权投资基金在中国的潜在的内地合作伙伴基本上有三类,即计划改制或改制中的国有企业、由国有企业改制后组建的民营企业、民营企业。这些具有不同股东背景的内地企业在投资决策、经营管理方面存在着很多具有共性的特征。典型地,在长期的粗放式增长方式驱动下,并受特定的商业历史文化氛围影

响,相当多的内地企业都倾向于采用“加法”式的扩张方式,力图在残酷的竞争中胜出。

这种“加法”式的扩张方式在行业高速增长阶段或许是适用的,但当行业发展进入成熟阶段后,总体市场容量增长缓慢,企业扩张速度迅速下降,在高速扩张中被掩盖的内部经营管理问题将逐渐暴露。例如,产品质量控制问题、供应链管理问题、应收账款问题、客户管理问题、人力资源配置问题,等等。PE 在中国所接触的企业中绝大多数都存在这样或那样的“成长中或成长后的烦恼”。

经过十余年的实践,PE 已获得了一些如何帮助内地被收购企业发展的重要经验。例如,通过与原企业管理团队的密切合作,加强公司制度治理、帮助企业明确其市场定位与战略方向、严格内部控制、实施流程再造、改善供应链管理、改进产品质量、改善营销与销售、增加研发投入,等等。

宏观上看,海外 PE 的进入对完善中国的金融市场体系、支持创业投资、促进过度竞争行业的整合等都将起到积极的作用。

可以推断,股权投资基金业务在中国仍处于起步阶段,其“价值创造”的核心理念、专业的投资经验将为中国养老基金、商业保险机构、社会福利与慈善基金、政府某些部门或所属投资公司等机构追求必需的盈利水平提供有益的备选方案。在此基础上,PE 将会在中国获得较好的发展机遇。

叶有明  
2008 年 10 月

# 目 录

致谢 .....	1
序一 .....	王巍 1
向价值创造的理念回归(代序二) .....	李小加 3
股权投资是价值创造的过程(代前言) .....	叶有明 1
<b>1 PE 介绍 .....</b>	<b>1</b>
1.1 PE 的概念 .....	1
1.2 PE 的类型 .....	2
1.3 PE 的组织形式:GP 与 LP 的关系 .....	3
1.3.1 有限合伙制 .....	3
1.3.2 GP 与 LP 的权利和义务 .....	4
1.3.3 为什么 PE 选择有限合伙制 .....	8
1.3.4 PE 的解散 .....	9
1.4 PE 从业人员的要求 .....	9
1.4.1 丰富的企业运营经验 .....	10
1.4.2 能承受巨大压力的良好身心素质 .....	10
1.4.3 出色的沟通能力 .....	11
1.4.4 高超的谈判技巧 .....	12
1.5 PE 的投资策略 .....	13
1.5.1 平台性投资与后续性投资 .....	13
1.5.2 杠杆收购 .....	15

1.6	PE 是积极的资金提供者 .....	16
1.6.1	PE 与其他资金提供者的比较 .....	16
1.6.2	PE 与产业资本的比较 .....	18
1.6.3	哪些企业可以寻求 PE 的帮助? .....	19
1.7	PE 在中国的发展 .....	20
1.7.1	为什么中国需要 PE? .....	20
1.7.2	PE 在中国发展的条件 .....	23
1.7.3	PE 是中国引进 FDI 的第三个阶段 .....	26
附录 1.1	“门口的野蛮人”一说的由来 .....	27
<b>2</b>	<b>PE 投资流程 .....</b>	<b>36</b>
2.1	PE 投资流程概况 .....	36
2.1.1	PE 投资流程图 .....	36
2.1.2	PE 投资的实施进度 .....	39
2.2	项目初选 .....	41
2.2.1	项目来源 .....	42
2.2.2	市场调研 .....	43
2.2.3	公司调研 .....	45
2.2.4	投资备忘录 .....	46
2.2.5	条款清单 .....	46
2.3	尽职调查 .....	47
2.3.1	尽职调查的内容 .....	48
2.3.2	尽职调查的时间 .....	48
2.3.3	尽职调查的费用 .....	49
2.3.4	尽职调查的组织 .....	49
2.3.5	尽职调查的作用 .....	50
2.3.6	尽职调查后的评估 .....	52

2.4	收购过程	52
2.4.1	谈判签约	53
2.4.2	过渡阶段	56
2.4.3	交易结束	57
2.5	收购之后	58
附录 2.1	保密协议样本	60
<b>3</b>	<b>项目来源</b>	<b>62</b>
3.1	项目来源渠道	62
3.2	项目中介的贡献与报酬	63
3.3	执行概要	64
3.4	商业计划书	65
3.5	案例分析	65
3.5.1	“一石数鸟”型	66
3.5.2	“沙里淘金”型	67
3.5.3	“无的放矢”型	68
3.5.4	“想之当然”型	70
附录 3.1	执行概要样本	79
附录 3.2	商业计划书指南	82
<b>4</b>	<b>前期调研</b>	<b>162</b>
4.1	项目信息研读	162
4.1.1	企业经营的历史与现状	162
4.1.2	企业未来的发展计划	164
4.1.3	融资额与股权比例	164
4.2	行业调研	167
4.2.1	交易背景	168

4.2.2	市场概览 .....	169
4.2.3	竞争分析 .....	174
4.2.4	投资亮点 .....	176
4.2.5	投资风险 .....	177
4.2.6	建议 .....	177
4.3	企业调研 .....	177
4.3.1	与管理层会谈 .....	178
4.3.2	经营现场考察 .....	179
4.3.3	客户调查 .....	179
4.3.4	内部尽职调查 .....	180
4.4	前期评价 .....	180
4.5	案例研究:节电设备系统项目的调研与决策过程 .....	181
4.5.1	项目背景 .....	181
4.5.2	PE 的市场调研 .....	188
4.5.3	PE 的公司调研 .....	192
4.5.4	PE 的投资决策 .....	199
附录 4.1	内部尽职调查清单样本 .....	204
<b>5</b>	<b>尽职调查 .....</b>	<b>210</b>
5.1	尽职调查概述 .....	210
5.2	财务与税务尽职调查 .....	213
5.2.1	财务尽职调查 .....	213
5.2.2	税务尽职调查 .....	215
5.2.3	财务和税务尽职调查常见问题 .....	216
5.3	法律尽职调查 .....	218
5.3.1	法律尽职调查的基本内容 .....	218
5.3.2	法律尽职调查重点问题 .....	220

5.4 商业尽职调查 .....	220
5.5 环境尽职调查 .....	221
5.6 其他调查 .....	222
5.6.1 运营尽职调查 .....	222
5.6.2 管理层尽职调查 .....	223
5.6.3 技术尽职调查 .....	223
附录 5.1 财务与税务尽职调查文件清单样本 .....	225
附录 5.2 法律尽职调查文件与资料清单样本 .....	231
<b>6 估值 .....</b>	<b>243</b>
6.1 估值概述 .....	243
6.1.1 估值是交易的条件 .....	243
6.1.2 估值的信息基础 .....	243
6.1.3 估值与交易价格 .....	244
6.1.4 估值方法综述 .....	245
6.2 基于资产的估值方法 .....	247
6.2.1 账面价值法(历史成本法) .....	247
6.2.2 重置成本法 .....	247
6.2.3 市场比较法 .....	248
6.3 基于收益的估值方法 .....	248
6.3.1 DCF 法 .....	249
6.3.2 DCF 法在中国应用的局限 .....	250
6.4 EBITDA 倍数法 .....	251
6.4.1 EBITDA 倍数法公式 .....	251
6.4.2 PE 对 EBITDA 回报率的要求 .....	251
6.4.3 资本性支出与流动资金 .....	252
6.4.4 净利润:衡量公司业绩的陷阱 .....	252

6.5 案例分析 .....	253
6.5.1 案例1:或有负债对估价的影响——担保的案例 .....	253
6.5.2 案例2:应收账款对估价的影响 .....	253
6.5.3 案例3:重置成本法对房屋建筑物价值的评估 .....	254
6.5.4 案例4:收益法对建筑物价值的评估 .....	256
附录6.1 PE投资的“奶牛理论” .....	258
7 交易结构 .....	259
7.1 交易结构概述 .....	259
7.2 资产交易与股权交易 .....	262
7.2.1 资产交易 .....	262
7.2.2 股权交易 .....	263
7.2.3 组合方式 .....	264
7.2.4 特殊的投资安排 .....	264
7.3 支付方式 .....	265
7.3.1 现金支付 .....	266
7.3.2 股权支付 .....	266
7.3.3 付息本票 .....	267
7.3.4 聘用协议或咨询协议 .....	267
7.4 交易组织结构 .....	268
7.4.1 离岸控股公司 .....	268
7.4.2 多层次的控股结构 .....	269
7.4.3 典型的交易组织结构 .....	269
7.5 法律结构——收购所需的法律文件 .....	279
7.5.1 条款清单 .....	279
7.5.2 增资协议 .....	282
7.5.3 股东协议 .....	283

7.5.4 注册权协议 .....	284
7.5.5 其他法律文件 .....	285
7.6 融资结构 .....	286
7.6.1 杠杆收购 .....	286
7.6.2 影响财务杠杆应用的因素 .....	289
7.7 其他影响交易结构的问题 .....	290
7.7.1 账务处理问题 .....	290
7.7.2 行业准入问题 .....	291
7.7.3 优先股的问题 .....	293
7.7.4 红筹上市的问题 .....	293
7.7.5 财务杠杆的问题 .....	294
附录 7.1 尚德控股公司的交易结构 .....	295
<b>8 PE 的投资项目管理与价值创造 .....</b>	<b>300</b>
8.1 综述 .....	300
8.2 财务控制 .....	301
8.2.1 为什么需要财务控制 .....	301
8.2.2 财务控制的战略层面与组织层面 .....	302
8.2.3 财务控制的执行层面 .....	303
8.3 整合人力资源 .....	308
8.3.1 初期整合,平稳过渡 .....	308
8.3.2 持续改进,全面提升 .....	310
8.3.3 人力资源整合所面临的主要挑战 .....	310
8.4 运营支持 .....	315
8.4.1 调整发展战略 .....	316
8.4.2 调整组织结构 .....	317
8.4.3 调整激励机制 .....	317