

公司金融案例



经管案例库

ECONOMIC AND
MANAGEMENT CASE LIBRARY

CORPORATE FINANCE CASE STUDY

沈红波 编著

乐普医疗的控制权转移

——国企产权改革和战略布局

中兴通讯股权激励

——制裁危机下的复兴号角

美年健康收购慈铭体检

——企业横向并购的竞争优势

万达院线的纵向并购

——全球视野的并购整合之路

 复旦大学出版社

序 言



公司金融是以投资者的视角,分析以公司形式为主的企业如何运行、如何融资的学科,涉及治理(governance)、融资(financing)、估值(valuation)三大核心问题。已有的公司金融理论来自美国等发达国家的理论和实践总结,是一门实践性很强的学科。

然而,在已有的教学体系中,目前大部分仍然采用西方学者所著的公司金融教程。西方的公司金融理论固然重要,但是存在两个重大不足之处。第一,西方理论并不完全适用于中国。例如,西方的企业都假设是自由市场经济中的企业,融资遵从优序融资理论;但是,中国许多国企由于预算软约束和高管晋升激励,在所有者缺位的背景下多以增加负债为资本结构目标。民企也与西方教科书中有较大差异,例如中国由于IPO管制使上市民企估值过高导致的股权融资偏好,等等。第二个不足之处,就是新兴市场中快速增长的国家,很多金融实践问题领先于理论的发展,这些都导致了传统的教科书难以完全解释现实的问题。

案例研究和大样本研究,都是公司金融的重要研究方法。然而,案例研究(Case Study)相比大样本实证研究,从教学的角度,具有举一反三、理论联系实际、学以致用等清晰的特点。这可以弥补传统理论教学方法的不足,更适用于中国目前快速发展的金融市场。

沈红波副教授在复旦大学金融研究院从事微观金融理论研究和教学工作,对于企业融资、公司治理、财务管理等领域有深刻的研究和一些独到的见解。在《公司金融案例》一书中,他分别从股权激励、国企改革、债券违约、社会责任、并购重组等视角,深入分析了中兴通讯、乐普医疗、紫金矿业

等 9 家公司的典型案例。该书是他长期研究和教学经验积累的成果,其中多篇案例还获得“全国金融硕士教学案例大赛优秀案例奖”。

我相信,《公司金融案例》的出版,对中国公司金融和证券估值的研究,特别是金融专硕的案例教学将产生积极的影响。

陈学彬

2018 年 5 月 18 日

于复旦大学金融研究院

前言



从目前的教学实践来看,公司金融以及公司金融蕴含的公司价值评估,以及重大事件冲击对公司价值的影响尚处于重大理论领域。目前还没有系统的基于案例研究和实务经验出发的公司金融案例。这将不适应现代公司金融本科和专业硕士教学的需要。

本书的中国公司金融案例立足于中国当前的资本市场,其中多篇案例获得全国金融教学案例大赛优秀案例。本书从企业社会责任、分拆上市、兼并收购、借壳上市、国企混合所有制改革、股权激励等角度对现实中的重要案例进行了研究,既是《公司金融》教材的有益补充,也有益于读者课余时间进一步研究。

本书的特色之处在于:

已出版的案例主要有两大类:一类是从企业出发的企业财务管理案例;另一类是从资本市场和投资者出发的公司金融案例。

在企业财务管理案例方面:已有的《财务管理案例分析》等重点课程教材,其主要的出发点是管理学的企业管理,并不是针对资本市场的公司金融价值评估。引进版的《财务案例》^①,同样立足于企业而非金融市场,其主要的特点是案例较为陈旧,且不是大家熟悉的中国案例。

在公司金融案例领域:主要有《转型经济中的公司治理——基于中国上市公司的案例》^②和《中国公司财务案例》^③等。这些案例从政府治理、公

① [美] 卡尔·凯斯特:《财务案例》(第12版),2009年,北京大学出版社。

② 陈信元,朱红军:《转型经济中的公司治理——基于中国上市公司的案例》,2007年,清华大学出版社。

③ 李克穆:《中国公司财务案例》,2006年,北京大学出版社。

公司治理等角度出发,但一方面案例较为陈旧,另一方面并不特别针对企业价值。目前市场急需最新的针对中国资本市场的公司金融案例研究。

本书有两个亮点:第一是立足于中国当前最新的案例,内容各有侧重,形成较为完善的体系,包括公司治理、分拆上市、借壳上市、股权激励等;第二是本书的读者以金融市场的投资者为出发点,主要强调公司的内在价值及其变化逻辑。与复旦大学出版社出版的《公司金融》^①每章小案例不同,本书的案例更加完整,研究和讨论更加深入,更符合本科生课外配套以及研究生案例教学。

① 沈红波:《公司金融》,2017年,复旦大学出版社。

目 录



序言 1

前言 1

案例一 美年健康收购慈铭体检 1

 理论分析：企业横向并购 1

 案例研究：美年健康收购慈铭体检 3

 思考题..... 34

 分析思路..... 35

 附件..... 37

案例二 乐普医疗的控制权转移 43

 理论分析：控制权转让与国有混改 43

 案例研究：乐普医疗混改 45

 思考题..... 56

 分析思路..... 56

 附件	59
--	----

案例三 万达院线的纵向并购 65

 理论分析：企业并购整合	65
 案例研究：万达院线并购	68
 思考题	78
 分析思路	79
 附件	82

案例四 紫金矿业的环境污染和社会责任 85

 理论分析：企业环境保护和社会责任	85
 案例研究：紫金矿业	87
 思考题	101
 分析思路	102
 附件	107

案例五 顺丰控股借壳鼎泰新材上市 108

 理论分析：借壳上市和 IPO 上市	108
 案例研究：顺丰控股借壳鼎泰新材上市	110
 思考题	135
 分析思路	135

	附件.....	137
案例六	山水水泥控制权争夺带来的信用风险	142
	理论分析：信用风险与债券违约	142
	案例研究：山水水泥债券违约	147
	思考题.....	162
	分析思路.....	162
	附件.....	168
案例七	中兴通讯股权激励：制裁危机下的复兴号角	174
	理论分析：国有企业的代理成本和股权激励	174
	案例研究：中兴通讯的股权激励	179
	思考题.....	203
	分析思路.....	203
	附件.....	205
案例八	云南白药混合所有制改革中的控制权安排	212
	理论分析：混合所有制改革控制权安排	212
	案例研究：云南白药混改上市	214
	思考题.....	227
	分析思路.....	227

 附件.....	231
---	-----

案例九 长城动漫并购承诺中的业绩承诺陷阱	236
-----------------------------	-----

 理论分析：对赌与业绩承诺陷阱	236
--	-----

 案例研究：长城动漫并购承诺	238
---	-----

 思考题.....	257
--	-----

 分析思路.....	258
---	-----

 附件.....	260
---	-----

参考文献	264
-------------	-----

案例一

美年健康收购慈铭体检

——企业横向并购的竞争优势

案例摘要

2017年10月10日,美年健康发布公告称,非公开发行股份购买慈铭体检剩余72.22%股权暨募集配套资金获得证监会批准,交易完成后,慈铭体检将成为美年的全资子公司。自从2014年与慈铭签订股权转让协议,美年收购慈铭历经坎坷,终于尘埃落定。体检行业从美年健康、爱康国宾、慈铭体检三足鼎立转变为美年健康与爱康国宾两雄争霸。而收购完成后,美年及慈铭在专业体检市场的占有率超过25%,两者在市场布局、营销、采购、管理等方面也将发挥协同效应,规模效应将进一步凸显,远远领先于第二龙头爱康国宾。本案例通过分析并购交易的来龙去脉,阐明高成长性的体检行业的格局变换、横向并购带来的规模效应以及美年健康未来的发展趋势,为投资者和企业家提供借鉴。



理论分析：企业横向并购

一、横向并购

企业兼并一般可以分为纵向兼并、横向兼并和混合兼并。横向兼并是指生产或经营同一、相似产品的企业间的兼并。例如,两个钢铁厂之间的兼并就是一种横向兼并。

兼并的目的是为了迅速扩大生产规模,提高规模效益和市场占有率。横向兼并有两个明显的效果:实现规模经济和提高行业集中程度。横向兼并对市场权力的影响主要是通过行业的集中来进行的,通过行业集中,企业市场权力得到扩大。

采用横向兼并的基本条件是,兼并企业需要并且有能力扩大自己产品的生产和销售,兼并双方企业的产品及产品生产与销售,存在相同或相似之处。

二、横向兼并对行业结构的影响

横向兼并对行业结构的影响主要表现在以下三个方面。

(1) 减少竞争者的数量,改善行业结构。当行业竞争者数量较多而且处于势均力敌情况下,行业内所有企业由于激烈的竞争,只能保持最低的利润水平。通过兼并,使行业相对集中,行业由一家或几家控制时,能有效地降低竞争激烈程度,使行业内所有企业保持较高利润率。

(2) 解决了行业整体生产能力扩大速度和市场扩大速度不一致的矛盾。在规模经济支配下,企业不得不大量增加生产能力才能提高生产率,这种生产能力的增加和市场需要及其增长的速度往往是不一致的,从而破坏供求平衡关系,使行业面临生产能力过剩和价格战的危险。通过兼并,将行业内生产能力相对集中,企业既能实现规模经济的要求,又能避免生产能力的盲目增加。

(3) 兼并降低了行业的退出障碍。某些行业,如钢铁、冶金行业,由于它们的资产具有高度的专业性,并且固定资产占较大比例,使这些行业中的企业很难退出这一经营领域,只能顽强地维持下去,致使行业内过剩的生产能力无法减少,整个行业平均利润保持在较低水平上。通过兼并和被兼并,行业可以调整其内部结构,将低效和老化的生产设备淘汰,解决了退出障碍过高的问题,达到稳定供求关系,稳定价格的目的。

横向兼并通过改善行业结构,使兼并后的企业增强了对市场的控制力,并在很多情况下形成了垄断,从而降低了整个社会经济的运行效率。因此,对横向兼并的管制一直是各种反托拉斯法的重点。

三、规模经济效益

规模经济效益是指适度的规模所产生的最佳经济效益,随着规模的加大,生产成本和经营费用都得以降低,从而能够取得一种成本优势。在微观经济学理论中,它是指由于生产规模扩大而导致的长期平均成本下降的现象。由于规模经济的作用,管理成本的高低与公司规模的大小成反比,公司越小,参加企业年金的管理成本就越高,这是中小企业站

在企业年金门槛之外的一个重要原因。

规模经济效益是水平并购的经营协同效应的一个主要来源。第一,水平并购会带来工厂规模经济效益,它一般来源于资源的不可分性。第二,企业规模的扩大,可以使用更大型和更有效率的机器设备,设备的规模成本指数降低。第三,从整个企业经营的角度来说,水平并购会带来大规模采购的收益。采购量的增加增强了企业在要素市场上的地位,这种地位表现为企业讨价还价的能力以及获取信息的能力的增强等,从而带来采购上的规模经济。另外,水平并购还会使企业能够进行更专业化的分工,这样会提高效率 and 节约成本。



案例研究：美年健康收购慈铭体检

2017年7月12日对美年健康来说是一个值得欢呼雀跃的日子,这一天,证监会官网发布的《并购重组委2017年第40次工作会议审核结果公告》中显示,美年健康发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易事项获得无条件通过。根据美年大健康此前发布的《关于调整发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易方案的公告》可知,本次交易是指美年健康拟以非公开发行股份及支付现金的方式,购买天亿资管等5名股东持有的慈铭体检72.22%的股权。公告称,慈铭体检72.22%股权的交易作价为26.97亿元,美年健康拟以非公开发行150 765 381股股份及现金支付3.50亿元的方式支付。本次交易完成后,慈铭体检将成为美年健康的全资子公司。

至此,美年健康与慈铭体检这场持续了三年的并购终于落下帷幕。而原本美年健康、慈铭体检、爱康国宾“三足鼎立”的局面,随着美年健康收购慈铭体检而改变,民营体检迎来二元对立。

纵观美年健康的并购历史,不难发现其运用资本的能力和做大做强的决心,而此次并购也可谓一波三折。早在2014年,慈铭IPO失败后,美年便与慈铭签订收购协议,并于当年收购了27.78%股份,剩余股份由美年实控人俞熔控制的天亿资管、维途投资(68.40%)及慈铭创始人韩小红等(3.82%)持有。但在2016年收购剩余72.22%股份过程中,另一大巨头爱康国宾向商务部提交书面实名举报,称美年健康及其实际控制人俞熔涉嫌违反《反垄断法》,矛头直指慈铭体检收购案,交易被迫中滞。2017年4月,事情又迎来转机,商务部裁定美年收购慈铭事项不构成垄断,并购交易再次推进,美年于6月公告定增草案并随即获得证监会批准,收购事项终于落地。

此次两大行业巨头合并对体检行业无疑是一枚重磅炸弹，强强联合带来的到底是1+1>2的规模效应还是尾大不掉的沉重负担？俞熔对此信心满满，其从2016年起对公司持续增持，也给投资者们打了一针强心剂。

一、从三足鼎立到两雄争霸，美年缘何收购慈铭？

(一) 政策、消费、人口等多因素助力，体检行业成长性高

政策方面，在过去，由于我国医疗资源稀缺，优质医疗资源基本分布在治疗领域，“重治疗、轻预防”，限制了疾病预防的发展。近年来，在医保控费的大背景下，国家全力支持预防医学的发展，出具了一系列纲领性文件(见表1-1)。其中，体检作为疾病筛查的重要手段，是政策支持的重点方向，尤其是在优质医疗资源稀缺的背景下，国家重点鼓励社会资本进入体检行业。

表 1-1 国家关于医疗服务及预防医学政策发布

时 间	政 策 要 领	政 策 文 件	发布机关
2016 年	2030 在健康产业,形成一批具有较强创新能力和国际竞争力的大型企业,成为国民经济支柱性产业	《健康中国 2030 规划纲要》	国务院
2017 年	重点突破精准医疗、“互联网+”健康医疗、大数据等应用的关键技术,支持基因检测等新技术在慢性病防治领域推广应用。针对中医药具有优势的慢性病种,形成慢性病中医健康干预方案并推广应用	《中国防治慢性病中长期规划(2017—2025 年)》	国务院
2017 年	“实施健康中国战略”:全方位全周期健康服务;坚持预防为主;支持社会办医;推进医养结合	习近平总书记十九大报告	—
2017 年	在 2020 年形成若干具有影响力的特色健康服务产业集聚区,在体检、专科、全科等领域,加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构	《关于支持社会力量提供多层多样化医疗服务的意见》	国务院

数据来源：卫生部政府网站

消费层面，伴随消费升级和自我健康管理意识的觉醒，高质量的医疗服务产品越来越受到居民的青睐。随着我国经济实力的不断增强，居民可支配收入不断提高，愿意为健康体检支付高额费用的人数逐步增加(见图1-1)。我国每年赴日本体检的超过35万人，人均体检费用为2—5万元，说明我国的高端体检消费市场存在巨大空间。此外，2010年以来，医疗保健消费占居民总消费的比例持续攀升，医疗保健消费增速远高于居民人均消费增速(见图1-2)。

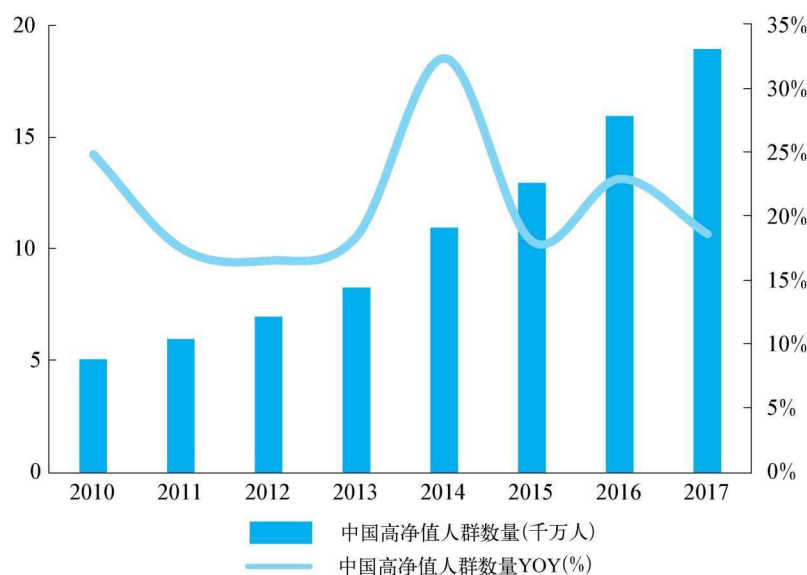


图 1-1 中国高净值人群数量及增速

数据来源：Wind

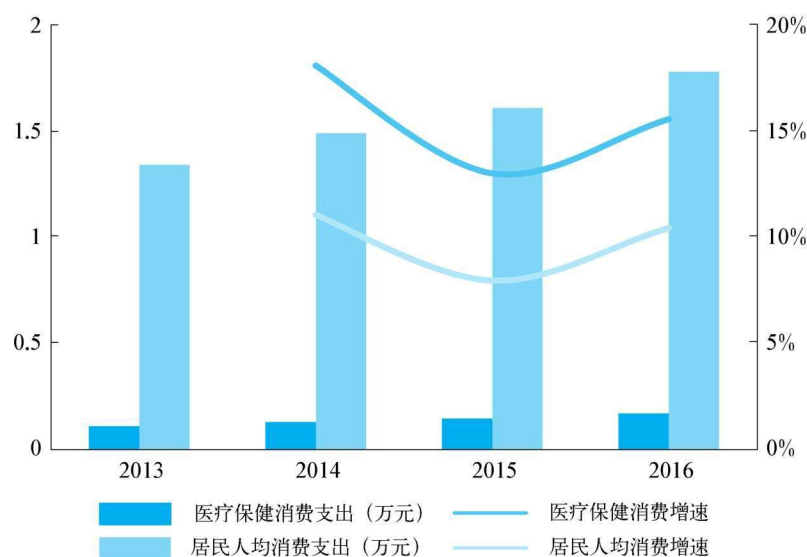


图 1-2 近年居民医疗消费增速高于消费增速

数据来源：Wind

人口层面,我国面临着严重的人口老龄化和慢性病年轻化。根据联合国预测,1990—2020年世界老龄人口平均年增速度为2.5%,同期我国老龄人口的递增速度为3.3%,世界老龄人口占总人口的比重从1995年的6.6%上升至2020年的9.3%,同期我国由

6.1%上升至11.5%，无论从增长速度和比重都超过了世界老龄化的速度和比重，到2020年我国65岁以上老龄人口将达到1.67亿，占全世界老龄人口的24%。人口老龄化已经给我国医疗保障体系带来了极大挑战。老年人口的患病率、病发率显著高于其他年龄组，是医药需求、健康管理发展的重要动力，亟需关注健康体检、保健、疾病的早期诊断和治疗以降低疾病发病率、提高重大疾病治愈率。

同时，随着城镇化发展，我国环境污染加剧、居民生活节奏加快、社会竞争压力加重、食品安全问题层出不穷，导致慢性病患病因素不断增加。高血压、糖尿病、高血脂、癌症等慢性病占死因的比重已达80%以上，成为致死疾病中的主要类型。2015年糖尿病患者人数约1.1亿，18岁及以上成人糖尿病患病率为11.6%，糖尿病前期率为50.1%。这些疾病很多都是可以通过体检发现、排查并及早预防的，因此健康体检必不可少。慢性病发病率、死亡率的上升也催生出专业体检机构在常规体检服务外，推出专病专查的服务项目。随着居民收入水平的提高、居民健康意识的提高，中国健康体检行业的需求将显著提升。

我国体检行业可分为两个发展阶段：①团检普及阶段：在用人单位福利性体检推动下，体检覆盖率不断提升；②个检普及阶段：体检覆盖率继续提升，消费高端化推动目前，被动体检向主动体检方向发展。目前我国处在从第一阶段到第二阶段的过渡期。一二线城市已进入第二阶段，三四线城市处于团检覆盖率提升和个检消费升级共同作用的阶段。2016年我国体检行业规模1160亿元，相较2009年的240亿元增长了383%，年复合增速约为25%。体检人次约4亿人，相较2009年的2.4亿人次增长了66%，年复合增速约7.5%（见图1-3，图1-4）。

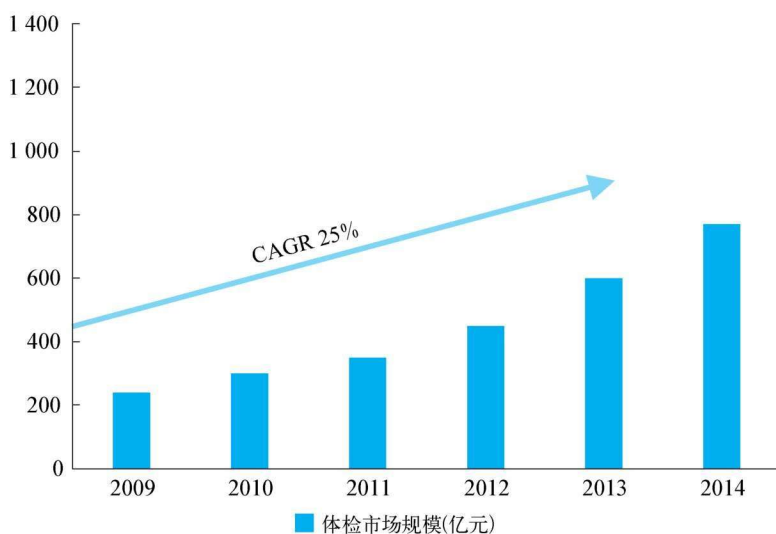
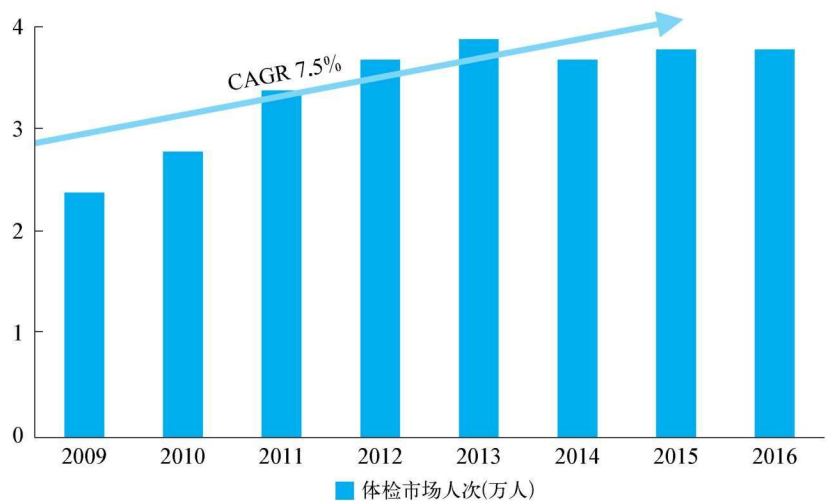
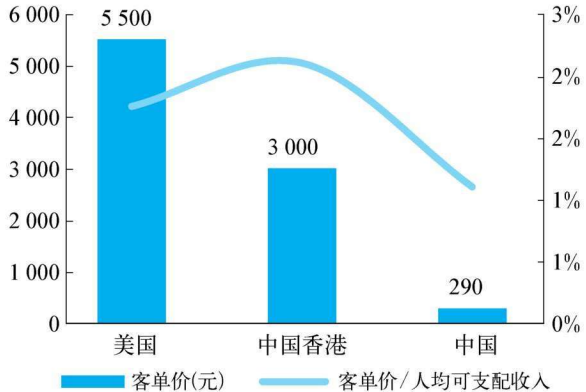
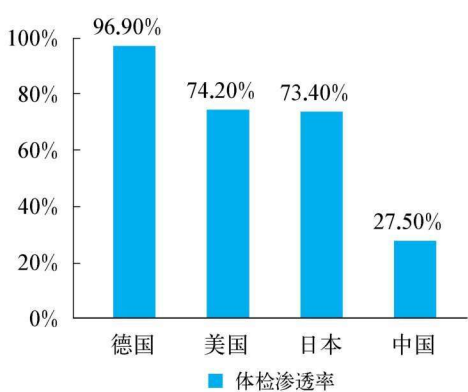


图 1-3 中国体检市场规模

数据来源：前瞻数据库



通过国内外对比可以发现(图 1-5,图 1-6),我国的健康体检渗透率和客单价方面都有很大的提升空间。从体检人次角度,我国体检普及率明显低于发达国家,渗透率仅 27.5%。在工业较发达的江浙沪、珠三角等区域,由于企事业单位的团检客户较多,渗透率较高。而在全国大部分地区,团检覆盖面较低。随着团检覆盖面的增加和个检意识增强,体检渗透率还存在提升空间。从体检价格角度来说,我国健康检查整体平均客单价约为 290 元,远低于中国香港的 3 000 元/人和美国 5 500 元/人。我国健康检查客单价占人均可支配收入的比例约为 1.2%,与美国和中国香港 2.0%的水平相比,还存在提升空间。随着消费升级、健康意识提升、个检比例的持续上升,预计客单价将持续提升,据调研,我国三四线城市居民可接受的个检价格为 1 000 元/人。



未来五年,随着体检渗透率的不断拉升和客单价的不断提高,市场规模相对目前将会提升至少 1 倍,是空间广阔的蓝海市场。

(二) 资本、产业资源和流量决定公司竞争力

体检行业对资金要求高,体检中心的设备、场所和人工配置需要高额的初始投资成本。随着行业不断发展和消费者对检测精度的更高诉求,体检机构对医疗设备采购成本将会越来越高。例如,在临床诊断上,3.0T 核磁共振在某些特定部位(大脑、脊柱)发现细微病灶的概率比 1.5T 高,而 3.0T 核磁设备的价格约为 1.5T 的两倍。因此,体检行业对资金需求将呈现逐步递增趋势,融资能力强的公司更能占领先机。

纵观中国龙头体检机构的发展历程,不难发现,每一个龙头公司迅速扩张的背后,都离不开资本市场的支持。美年健康在借助资本扩张速度方面领先,迅速走上扩张之路(表 1-2)。

表 1-2 龙头机构融资扩张之路

机构名称	获投金额	获投时间	投资机构
美年健康	3.8 亿元人民币	2012 年 A 轮	凯雷投资、华金投资、大众交通、晟果创业
	3.6 亿元人民币	2013 年 B 轮	中国平安、凯辉中法基金、凯雷投资、高益咨询
	2.6 亿元人民币	2014 年 C 轮	分享投资、舜喜投资、凯德投资、北京信中利
慈铭体检	0.098 亿元人民币	2004 年 A 轮	鼎晖创投
	0.25 亿元人民币	2008 年 B 轮	鼎晖投资、健之康业
	1.3 亿元人民币	2013 年 C 轮	鼎晖投资、平安创新、天团资本
爱康国宾	数百万美元	2005 年 A 轮	上海创投
	数百万美元	2006 年 B 轮	美国中经合
	0.25 亿美元	2007 年 C 轮	经纬中国、清科创投、美国中经合、华登国际
	1 亿美元	2013 年 D 轮	高盛、新加坡政府投资
	0.4 亿美元	2014 年 F 轮	中投公司
瑞慈医疗	4.2 亿元人民币	2015 年 A 轮	霸菱亚洲

数据来源:公司公告

此外,体检人次和客单价是体检中心盈利的两大决定因素。

体检行业考验产业资源,目前龙头公司已形成品牌效应。当前龙头企业不断向上下游延伸,逐步形成生态圈闭环。通过产业链资源的整合和服务项目的增加,体检产品的附加值不断提升,缩短盈亏周期,加快现金回笼,从而实现“价”的增长,企业的扩张速度随之越来越快,行业集中度不断提升,呈现“强者恒强”的马太效应。