

投资银行的中国实践

国际顶级投资银行中国实战报告

程继明 编著



机械工业出版社

随着国际顶级投资银行在中国大施拳脚，国际资本在中国的复兴，投资银行在中国日益受到关注。在加入世界贸易组织后的今天，中国投资银行业面临着新的挑战，它们必须和外国投资银行进行面对面的竞争。

由于投资银行业特别强调创新性与实干性，也由于国际顶级投资银行的保密协议，读者们难于得知顶级投资银行的实战技艺，也难于接近顶级投资银行家。本书将在案例报告与人物报告中满足这一需求，它所记载的资本市场案例，基本上都是国际顶级投资银行在中国的杰作，虽不尽全面，但尚可初步领略国际顶级投资银行的资本运营艺术。

它的读者对象是金融及企业界的人士。

图书在版编目(CIP)数据

投资银行的中国实践：国际顶级投资银行中国实战报告/程继明编著. —北京：机械工业出版社，2004.5

ISBN 7-111-14447-3

I. 投... II. 程... III. 投资银行：跨国银行—研究报告 IV. F830.33

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 042547 号

机械工业出版社(北京市百万庄大街 22 号 邮政编码 100037)

责任编辑：陈海娟

封面设计：鞠 杨 责任印制：施 红

北京铭成印刷有限公司印刷·新华书店北京发行所发行

2004 年 6 月第 1 版第 1 次印刷

1000mm×1400mm B5·6.25 印张·240 千字

0001—4000 册

定价：19.80 元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换
本社购书热线电话(010)68993821、88379646

封面无防伪标均为盗版

“没有人掏出现金，没有人遵守规则，没有人说出真相。”这是否是华尔街定律姑且不说，但华尔街的神奇从中却可窥见一斑。也许，神奇造就魅力，华尔街因给人无限遐想而璀璨，投资银行因永无止境地创新而瑰丽。

我国投资银行业与国际资本市场的要求相距甚远已是不争事实。考察国际顶级投资银行的运作艺术，感悟顶级投资银行大师的成功逻辑，无疑是中国投资银行业发展的需要，也是中国资本市场发展的需要。这或许就是本书的初衷，也构成了本书的内容。

作为一个独立的行业、具有现代意义的投资银行，应当说，始于美国 1933 年通过的《格拉斯-斯蒂格尔法案》。该法案明确了商业银行业和投资银行业的分离，使得金融中介业务显得壁垒分明。当然，完全打破这种分离是大势所趋，投资银行业或许会以更崭新的姿态出现在资本市场。

投资银行的真谛究竟何在？仁者见仁，智者见智。作为金融业的一个细分产业，投资银行与商业银行、保险、信托等细分行业一起，成为近现代金融产业的重要支柱，是资本市场的灵魂。投资银行作为金融产业深化和细分的产物，不仅延续了一般金融业创造信用、媒介一切产业的天赋，而且成为加速一般产业分工、放大“货币”的虚拟权力效用、优化资源配置的效率。

投资银行业的兴起与壮大是 20 世纪金融业的重大发展之一。在发达的市场经济中，作为从事证券承销与交易、企业兼并与重组、项目融资、基金管理、风险投资、财务顾问等多种业务的非银行金融机构，现代投资银行能在融资证券化、资产票据化的现代经济运行中充分发挥资金中介的作用，成为金融市场上最具创新与活力的机构。同时在国际金融市场上，投资银行业务也得到了极大的发展，成为了国际资本市场的跨国兼并交易中的一杆大旗。

投资银行在中国也日益受到关注。在国内，随着金融体制改革日益深化，资本市场向纵深发展，企业直接融资规模加大，企业并购、资产重组方兴未艾，居民投资意识不断加强……，所有这些都对资本市场培育专业化、规范化的金融中介提出了迫切的要求。投资银行作为发达资本市场的灵魂，在中国的创建与发展，已成为人们关注的问题之一。

本书展现给读者的是国际顶级投资银行在中国市场的一件件得意之作，也构成了一幅国际顶级投资银行在中国资本市场的“生肖图”。

其间，美资投资银行可谓竞显风流。摩根斯坦利抢得头筹：自 20 世纪 80 年

代中期开始活跃于中国市场，并于 1995 年 8 月与建行等合资组建国内首家国际性投资银行——中国国际金融有限公司。而高盛后来居上：与摩根斯坦利相比，高盛的中国业务虽然开始较晚，但发展极为迅猛，目前已建立全球投资银行中最为庞大的中国业务。所罗门美邦踌躇满志：虽然中国业务一度乏善可陈，但 2001 年 5 月邀得大中华投资银行传奇人物——法国巴黎百富勤副主席梁伯韬出任亚太区主席，希望其能在入世后的中国市场再掀“红筹股”和“创业板”风云。美林则维系大行尊严：与高盛和摩根士丹利并列世界三大投资银行的美林，从前的中国业务的成绩与其全球地位很不相称，但近几年焕然一新，中国移动和中海油的成功配股，以及 2002 年 2 月中海油 5 亿美元 10 年期全球债的超额发售重新燃起了美林对于中国业务的信心，公司已将中国视为未来 5~10 年业务发展的新增长点。

当然，欧资投资银行也锐意进取、重新布局。瑞银华宝曾经是非缠身，但近期力挽狂澜成效初现。2002 年中银香港 IPO 逆市飚红为其赢得了宝贵的赞许。德意志银行等巨头争相与中国基金管理公司及证券公司等签署了合作协议里昂证券独辟蹊径，将亚洲与中国业务视为战略重点。同时，瑞银华宝、德意志银行、野村证券和大和证券等欧日投资银行，都在积极申请 QFII 资格，他们认为 QFII 将是其中国业务赶超美资投行的大好机会。

国际投资银行中国业务大致可分 3 个阶段：一是 B 股阶段；二是 H 股、红筹股阶段；三是市场潜力更大的 A 股市场阶段。随着中国的入世和金融市场的逐步开放，全球投资银行的“中国之战”将愈演愈烈，胜负输赢尚未决出。在整体国民经济实力稳步增长的同时，国内证券市场的规模不断扩大，新兴企业不断涌现、成长与崛起，跨国投资银行在中国演绎的“资本故事”必将更为精彩壮观。

随着国际顶级投资银行在中国大施拳脚，国际资本在中国的复兴，中国本土“资本复兴”时代也揭开序幕，我们期待更多的曙光与收获。

加入世界贸易组织后，中国投资银行业面临新的挑战，它们必须和外国投资银行进行面对面的竞争。我国的投资银行业尚处于发展初期，目前无论在资金、技术还是在国际竞争经验方面，都还难以应付这种竞争。他山之石可以攻玉，从国际顶级投资银行身上吸取经验和教训，尽量缩小与国外投资银行的差距，推动我国投资银行业更快、更好的发展，也是本书的出发点之一。

作者在与国际顶级投行界人士广泛接触后，发现无论是美资投资银行，还是欧洲投资银行，成功的因素大同小异。第一，“客户至上”的宗旨是永远不变的定律。第二，懂得人是最宝贵的财富。这不仅对我国现代投资银行的经营和管理有一定的借鉴价值，同时对整个国有企业改革都有一定的启迪意义。

要大力发展投资银行业，一要增强投资银行的综合实力，同时在社会分工基

础上锁定目标市场，形成自己的核心竞争力。二是要进行制度创新，国际投资银行合伙人制度，有利于为投资银行业优秀人才的加盟，不失为可供借鉴的产权制度安排；采用中外合资以市场换管理应当说是可行的思路，但国际投资银行在亚洲合资不尽人意的现实也不容忽视。三要不断加强监督管理，加强证券法规制度建设。

在本书即将出版之际，我要由衷地感谢戴敏给了我最初的启迪与真诚的鼓励。同时，感谢机械工业出版社陈海娟等同志为本书出版所做出的努力。也感谢杨国徽同志为本书出版所做的沟通与联络工作。

本书所记载的资本市场案例，基本上都是国际顶级投行在中国的杰作，虽不全面，但尚可初步领略国际顶级投行资本运营艺术，若如愿，本人甚感欣慰。同时，本书也是近几年我工作与学习所得、所思、所悟，虽然付出了心血与努力，但由于本人能力有限，书中错误在所难免，敬请读者见谅。

前言

第一篇 案例报告 1

TCL 换股整体上市开创新模式	1
同仁堂科技：海外分拆上市第一股诞生记	6
新浪：一波三折的纳斯达克之旅	10
撩拨联通 A 股四重幕后玄机	14
中海油上市：天鹅涅槃	21
中海油服 IPO：“变油为金”的神话 ——存续资产海外上市第一股诞生记	27
中航科工：国防第一股将现香港	32
中银香港逆市飚红——中国银行业海外第一股诞生记	37
三峡融资模式引领“资本治水”时代	45
应收账款证券化仍“乍暖还寒”	50
“红筹股之父”中信泰富成长之迷	56
中国石油“三剑客”掀起海外“圈油”热	60
中石油：借助资本市场推动国企改革	65
青鸟环宇：内地注册 H 股香港上市首家企业	71
复旦微电子：造就上海高校第一批“知识百万富翁”	77
中国网通：中国公司首次成功收购海外电信资产	82
人保股份：拔得中国保险公司境外上市头筹	88
分拆上市，神州数码欲 5 年赶超联想集团	94
首创置业 H 股：大资本地产商必经之旅	99
写在搜狐上市三年之际	104

第二篇 人物报告 109

梦幻全球物流经营人

——访中远集团总裁魏家福博士	109
人物特写	
——王仲何：华尔街人生三级跳	117
美林：做永远的牛市	
——访美林亚太区董事王仲何	120
香港证券“大姐大”人生三级跳	
——访南华集团副主席张赛娥女士	124
瑞银华宝：打破华尔街垄断的神话	
——访瑞银华宝（中国）副董事长、中国业务主管何迪	128
渣打：144 年中国结，求解新兴市场方程	
——访渣打银行中国区总裁黄远辉	133
做中德抵押债券“大使”	
——访德国埃森抵押债券银行总裁修特·砍伯	140
第三篇 观察报告	145
博弈股市之一：信息混沌导演股市“劣股驱逐良股”	
——兼谈信息披露的制度安排	145
博弈股市之二：智猪博弈与股市“羊群”现象	149
博弈股市之三：重复博弈再造股市信用	152
银行涅槃之一：不良资产图变的两艘“诺亚方舟”	
——资产证券化+打包出售	155
银行涅槃之二：银行跑马圈地需迈两道门槛	158
银行涅槃之三：外资银行竞现中国“圈地”攻略	161
国资再造之一：国资委时代国资嬗变新政	165
国资再造之二：外资并购九大模式现形记	171
国资再造之三：撩拨 MBO 六重迷局	180
命悬香港 汇丰“软肋”惊现	187

第一篇 案例报告



TCL 换股整体上市开创新模式

2003 年 9 月 29 日，TCL 集团整体上市计划终于获得了证监会批准，而其“换股+公募”的发行上市方案在国内证券市场尚属首创。TCL 以重组、上市、战略扩张为主题的“阿波罗计划”又向前迈进实质性一步。

TCL 集团宣布，集团将以吸收合并 TCL 通讯股份有限公司(000542)的方案上市融资，原 TCL 通讯流通股股东将按每股 21.15 元的价格换取 TCL 集团发行的股份，TCL 集团上市后，TCL 通讯的全部资产、负债及权益将并入 TCL 集团。与此同时，TCL 集团拟以每股人民币 1 元的价格受让其全资子公司 TCL 通讯设备(香港)有限公司持有的 TCL 通讯 25% 股票。该等股票连同 TCL 集团持有的 TCL 通讯 31.7% 股票在本次合并换股时一并予以注销。

TCL 集团此次上市计划颇受业界关注，是因为集团公司借壳子公司上市，成为全国首例换股并购案。“TCL 换股”，被认为是中国证券市场解决上市公司不能分拆个别业务上市或是以其控股的公司上市，也就是“一家企业不能拥有两家上市公司”问题的创新性解决方案，受到普遍关注。

而 TCL 集团将在已经数年没有发过新股的深交所发行上市，更标志着深交所迈出了重发新股的一小步。

借壳子公司整体上市的缘由

“通过吸收合并通讯股份公司实现 TCL 集团整体上市计划，合情合理合法合规，这个模式是最理想的了。”TCL 集团董事长兼总裁李东生向新闻界作了如上表述。

业内人士普遍认为，国内股市中存在的诸多问题与大多数母公司只拆分部分

资产上市密不可分，这种方式使损害中小投资者利益的关联交易难以根绝。李东生表示，TCL 选择集团整体上市不但可以更好地保护中小投资者的利益，还可以为集团业务下一步的高速发展奠定良好的基础。

有业内人士称，有鉴于 TCL 手机业务当前对集团利润贡献特别大，单独上市融资不是没有可能。对此，李东生予以明确否认。他说，集团之所以选择吸收合并通讯股份公司的方式上市，正是为了集中整合内部所有资源，以利于集团整体长远发展。

据悉，在 TCL 集团中，TCL 移动公司目前是整个集团的核心公司。由于 TCL 通讯 1999 年和 2000 年的亏损，目前无再融资的能力，成为一个没有用的“壳”。而 TCL 移动迅速发展的手机业务又为 TCL 集团找到了金矿，成为集团的利润机器。TCL 系中 4 家公司的盈利几乎都靠 TCL 移动的手机业务支撑。

一旦集团上市，在 A 股发行时至少可以放大到 20 倍的市盈率。同时收购 TCL 移动将显著提升拟上市公司的盈利状况，获得更高的发行价格，募集更多的资金，这也符合 TCL 集团的利益。

冰冻三尺，非一日之寒

TCL 系的四块资产中，除已分别在深圳和香港上市的 TCL 通讯(000542，SZ)和 TCL 国际(1070，HK)，还有未上市的 TCL 移动和 TCL 集团。

为达到集团上市的目的，TCL 对四部分资产进行了一系列的整合。从 2002 年开始，TCL 就开始悄悄地进行这个名为“阿波罗计划”的集团整体上市行动。

2002 年 11 月，集团以 5700 万元从 TCL 国际购回白色家电业务，为集团上市增加了一个新的业务，同时减少了关联交易。

2002 年 12 月 12 日，TCL 通讯公告，TCL 集团董事长兼总裁李东生不再兼任 TCL 通讯董事长。虽然 TCL 官方解释为“按照规定，上市公司董事长原则上不得由控股股东单位法定代表人兼任。”但李东生选在这个时候去职，被普遍认为是为 TCL 集团上市做准备。

2002 年 12 月 25 日，TCL 通讯再次公告，原第三大股东惠州南方通信和第六大股东惠州市通信发展总公司向 TCL 集团转让总计 14.94% 的股份。若加上由 TCL 集团在香港注册的全资子公司 TCL 通讯设备(香港)持有的 25% 的股份，TCL 集团对 TCL 通讯持有的股份，由原来的 41.43% 增为 56.37%，占绝对控股地位。

这被业内人士看作是 TCL 集团为实现上市迈出的关键一步：如此一来，TCL 通讯可以合并入集团的会计报表，提高集团的收入规模。

惠州市人民政府市长 2003 年 2 月 13 日表示，惠州市政府有意逐渐减持家电及通讯产品商 TCL 集团股份有限公司股权。TCL 正计划在内地 A 股市场上市，

最快可望 2003 年完成上市工作。

而 2003 年上半年，已经完成为期 1 年的 A 股上市辅导期的 TCL 集团被告知辅导期将延长数月。要实现集团上市显然没有这么简单。分析人士指出，在股市不佳，很多公司正在排队等待上市的情况下，香港上市公司 TCL 国际的母公司 TCL 集团若要在 A 股上市，并募集 30 亿元人民币，显然比较困难。

中金智慧破解换股价格难题

在国内，上市公司不能分拆个别业务上市或是以其控股的公司上市，即“一家企业不能拥有两家以上的上市公司”。一些试图分拆的企业基本上都是绕道海外实现的，例如同仁堂分拆同仁堂科技在香港上市。在国内市场，直接分拆上市的先例还没有，因此 TCL 集团的上市受一定限制。

作为负责 TCL 集团整体上市的主承销商，中国国际金融公司（简称“中金公司”）设计的“换股”议案，则被业界认为是解决这个难题的办法。“换股”的形式，解决了一块资产重复上市的问题，为 TCL 集团在国内 A 股市场上市扫清了障碍。

在 TCL 通讯中，TCL 集团直接和间接持股共占有 56.37% 的股份，其余均为流通股，在流通股中，排名在前的投资基金占有 6.7% 的比例，此次“换股”议案，直接关系到这些机构和 2 万多位独立股东的利益。

据称，此方案的难点是，如何设计 TCL 集团股东与 TCL 通讯独立股东等各方都能获利的方案，以达到“多赢”，这是 TCL 集团换股上市能否成功的关键所在，而其中最为关键的则是换股价格的制定。

如果 TCL 集团以较低的价格实施换股，则独立股东的利益将蒙受损失。境外的法律通常认为这类案例应适用于“关联交易”的有关原则。换股下市意味着资源向大股东的集中，同时导致了股东权益的变动，因此，TCL 的案例适用于“关联交易”的原则，大股东在表决时应当回避，这样独立股东的权益将可能得到保障。

在“换股”方案中，TCL 集团、独立股东各方利益，如有一方失衡，都有可能导致“换股”方案失败，如何平衡两者关系，是 TCL 集团必须解决的问题。

此次折股价格定为 2001 年 1 月 1 日到 2003 年 9 月 26 日间的最高股价 21.15 元，折股比例则用 TCL 通讯折股价格 21.15 元除以 TCL 集团 IPO 价格。因此，此次方案中的换股价格还是具有相当吸引力的。TCL 通讯的停牌价格是 18.24 元，而转股价格是 21.15 元。

21.15 元约相当于过去 30 个交易日 TCL 通讯每日加权价的算术平均价格溢价 15%。对于中小股东来说，此次换股除了因溢价得利外，还可能因 TCL 集团

发行新股的升值而得到额外收益。虽然 TCL 集团愿意以溢价 15% 的高价让利于中小股东，其实本身并不吃亏。TCL 集团并不需要为这一行为支付费用，最终买单的还是 A 股市场的普通投资者。另外，TCL 整体上市后，可以在二级市场实现更大规模的融资，这些小小的损失实在不值一提。

到目前为止，看来这是个多赢的方案。同时也再次证明，对于作为 TCL 集团的承销商——中金公司而言，有足够的智慧和资源实现这种金融创新。

换股合并变身蓝筹

换股合并后的 TCL 集团在证券市场上会有一个什么样的定位呢？

由于在本预案说明书公告之日折股比例尚无法确定，《说明书》对 TCL 集团首次公开发行价格、公开发行的新股数量及本次合并的折股比例进行了假设及模拟测算。

按照通常 10~20 倍的发行市盈率，以 TCL 集团 2002 年 0.267 元的每股收益为基准，预案中给出 3 个模拟发行价格，分别为 2.67 元、4.00 元（15 倍）、5.33 元。折股价格为 2001 年 1 月 2 日至 2003 年 9 月 26 日期间 TCL 通讯流通股最高交易价格 21.15 元。按上述 3 个模拟发行价格，折股比例分别为 7.9213、5.2875、3.9681，TCL 通讯原流通股股票折股数量分别为 64521、43068、32321 万股。预案说明书中假设此次发行新股募集资金 20 亿元，按照 3 个发行价格计算，公开发行股份数量分别为 74906、50000、37523 万股。当时，TCL 通讯的股本总额为 18810.88 万股，流通股为 8145.28 万股。这样，按照上述 3 个折股比例，完成新股发行并换股后，TCL 集团的股本总额分别为 298715、252262、229015 万股；流通股份分别为 139427、93068、69844 万股。按照 15 倍市盈率计算，未来 TCL 集团的流通股本将在 10 亿股左右，鉴于其较好的经营业绩，将加入大盘蓝筹行列。

难以复制的首例换股合并案

TCL 集团向 TCL 通讯全体流通股东以一定比例换股发行 TCL 集团普通股，同时 TCL 通讯注销独立法人地位，其资产注入 IPO 的 TCL 集团。

中金公司设计的此套方案，被称为国内证券市场首例换股合并案。之所以被称为创新方式，是因为该模式绕开了政策的限制。证监会规定，未经特别批准，同一企业集团内不得组建业务相同或相关联的两家上市公司。

TCL 集团通过与上市公司 TCL 通讯换股，将实现 TCL 集团的整体上市。在此之前，国内曾有公司做过类似尝试，例如清华同方曾以换股合并方式成功收

购非上市公司山东鲁颖电子；上市公司原水股份与凌桥股份也曾试图换股合并，但因合并障碍太多而流产。多位专家称，TCL 极有可能成为换股上市的首个成功案例。

据知情人士透露，在 2003 年 9 月 30 日换股方案公布的当天，TCL 集团邀请了一些基金经理们到惠州商谈，从各方面透露的信息上看，大部分流通股股东还是表示支持。

但 TCL 集团的这种方案并不太容易复制，它并不意味着今后的上市公司都可以如法炮制。TCL 方案之所以有可行性，首先在于转股价格，受大势影响，TCL 通讯目前股价不高，因此 21.15 元的转股价格对流通股东具有吸引力，集团付出的成本不是太高。此外，TCL 集团自身业务较多，具备足够的上市能力，而不像某些集团控股公司几乎空壳一个。

评论：创新与市场化的融合

TCL 换股合并首开先河，成为中国证券市场第一例针对上市公司的换股合并案，使得在国外市场相当普遍的模式在中国开始“生根发芽”。它可以为企业在并购时最大限度地相互利用资源并且减少并购中的资金成本。

其意义至少有以下几方面：

第一，制度创新。即绕过了“一家企业不能拥有两家以上的上市公司”的制度障碍；

第二，换股价格和换股比例的确定更为市场化。此方案最为关键的是换股价格的制定。此次折股价格定为 2001 年 1 月 1 日到 2003 年 9 月 26 日间的最高股价 21.15 元，折股比例则用 TCL 通讯折股价格 21.15 元除以 TCL 集团 IPO 价格；

第三，在合并程序上充分考虑中小股东的参与权和市场效率，保护了中小股东的权益。该合并方案还特别强调对中小股东的保护，增加上市公

司重大问题决策的民主性。在充分发挥独立董事在上市公司重大决策中的作用的同时，采取股东大会催告程序，TCL 集团作为控股股东回避表决；

第四，实现“从合到分”又“从分到合”。目前资本市场上普遍存在将优质资产剥离、分拆上市，而母公司与上市公司通过关联交易操纵利润、把上市子公司当作“提款机”等现象。这不仅严重损害了上市公司和中小股东的权益，进而还影响到投资者对证券市场的信心。而 TCL 此次将 TCL 集团换股合并 TCL 通讯实现了“从分到合”，我们期盼着能为走出资本市场的怪圈提供示范；

第五，TCL 首创了国内换股并购的新方式，这就使得市场在原来主要为“存量调整式”收购方式的基础上又增加了“增量注入式”的收购模式。

（完稿于 2003 年）



同仁堂科技：海外分拆上市第一股诞生记

由北京同仁堂股份有限公司(600085)控股的北京同仁堂科技发展股份有限公司(简称同仁堂科技)于2000年10月31日在香港创业板挂牌,成为第3家在创业板上市的H股,这也是大陆1000多家上市公司中成功完成分拆子公司上市的第一家,被媒体誉为“同仁堂模式”。

据悉,此次发行7280万股H股,每股发行价为3.28港元。同仁堂持有上市后的同仁堂科技52.63%的股份。在低迷多时的香港市场,同仁堂科技此次可谓表现不凡。跳空4元开盘后不久就冲高到5.2元,当日收在4.3元,上涨30%多,成为市场一个新亮点。

拆分方案

同仁堂在国内上市以来,每年保持20%以上的稳定增长。同时,同仁堂品牌在全球中药界首屈一指。然而,我国中药的国际市场占有率不足5%,被日本、韩国的“汉方药”挤得难以立足。要改变这种被动处境,利用海外的资本和科技优势,以现代化中药进军国际医药主流市场是一条被广泛认同的道路。

1999年初,有较雄厚的资金实力和绩优资产基础的同仁堂股份有限公司确定了在香港上市的战略方针,并抽调精兵强将,成立了四个项目小组,分别负责海外上市、中药现代化、生物制药和中药电子商务。

海外上市的目标确定下来,同仁堂开始寻找财务顾问研究设计上市方案,接触了多家国内外享有相当声誉的投资银行。

在上市方案上,同仁堂主要考虑了三家公司的意见,即法国里昂证券提出的同仁堂A股基础上增发H股方案,例如科龙电器模式是先在香港发H股,而后在国内发A股,而该方案是先在國內发A股,再到香港发H股;中银国际提出的在同仁堂A股公司之上构筑一家控股公司去香港上市方案,类似于在香港上市的长城科技控股深科技、长城电脑模式;中证万融公司提出的同仁堂A股公司分拆部分高科技资产和业务设立同仁堂科技发展股份有限公司上香港创业板。

在1999年5~11月的半年时间里,同仁堂股份公司以其一向的稳健、持重

的态度深入研究、比较、修订这三种上市方案。1999 年 11 月，中证万融以表格的方式对三种方案的利弊进行了深入的比较，拆分上市的结果也终于随之水落石出了。

至此，可以说同仁堂海外上市迈出了关键性的第一步。

智慧重组

2000 年 2 月 22 日，同仁堂股份公司 2000 年第一次临时股东大会通过议案，同意同仁堂股份公司投资 1.07 亿元(账面值)与其他发起人共同设立同仁堂科技发展股份有限公司。注册资本 1.1 亿元，其中同仁堂股份以制药二厂、中药提炼厂等实物资产及部分现金投入，折股 1 亿股，占总股本 90.909%；同仁堂集团现金出资 291 万元，折股 290 万股，占总股本 2.636%，赵炳贤占总股本 4.545%。大会决议明确表示新公司争取在香港创业板上市。

由同仁堂及多家法人和自然人共同发起设立的同仁堂科技于 2000 年 3 月 22 日在北京经济技术开发区正式注册，注册资本 11000 万元。同仁堂以生产颗粒、胶囊、片剂为主体的仁堂制药二厂、同仁堂中药提炼厂、进出口分公司等实物资产及部分现金投入该公司。同仁堂科技以新型中成药产品为主要业务，此次募集资金将主要用于发展研制治疗心血管药物。

上香港创业板的方案确定了，随之而来的就是这个上市公司的定位和重组问题。经过与财务顾问公司——中证万融和主承销商——中银国际的反复讨论，确立了创业板上市公司的定位原则和操作标准。

重组后，同仁堂科技的预计税后利润，不应高于原 A 股公司同期净利润的 1/3，不应低于原 A 股公司同期净利润的 1/5；以科技含量(科技贡献率)为标准，对 A 股公司及集团的所有产品或业务进行划分，将科技含量高的业务或产品收入同仁堂科技。

基于既要保证 A 股股东根本利益，又要对境外投资者有吸引力的原则，分拆重组还要使 A 股收益大幅提升，并确保同仁堂科技的成长性和企业管理的规范化。

还有，由于香港再融资渠道广泛、灵活，上市后再融资能力会很强，为避免以后增发中持股比例会被稀释过多，在上市方案中特把同仁堂 A 股的持股比例做大。

按照国际惯例，同仁堂科技在股权设置上安排了高层管理人员持股，董事长殷顺海，副董事长田大方、王兆奇，总经理梅群分别出资 50 余万元持股 50 万股。另外，同仁堂分拆上市财务顾问、中证万融董事长、知名投资家赵炳贤个人出资 500 余万元持股 500 万股，成为公司第二大股东。而这些也是公司香港上市的重要卖点之一，充分体现了高层管理人员和具有丰富经验的专业投资者对公司

未来的信心。此举也得到了北京市政府的支持。

按照同仁堂科技的定位方向，未来发展的重要内容之一就是进军生物制药。

老店谱新曲

此次同仁堂科技通过保荐人中银国际在香港创业板配售股份 7280 万股(不含超额配售部分)，发售价每股 3.28 港元，每股面值 1 元人民币。本次配售完成后预计可募集资金 23878.4 万港元。同仁堂科技上市后，公司所持股份预计占同仁堂科技总股本的 54.70%。

同仁堂科技的国际配售刚刚开始，反响相当热烈，发行定价区间已从原先估计的 2.4~2.8 港元，提升至 3.28 港元。据悉，开始配售第一天，仅在香港就已获得 3~4 倍的超额认购。这样，同仁堂 2000 年 3 月 22 日投入的 1 亿元资产，经过半年多的资本运营已有 2.89~3.62 倍的升值。

更为重要的是，此举意味着同仁堂进军国际医药主流市场的战略部署迈出了关键的一步。2000 年 10 月 11 日，香港最大的上市公司和记黄埔斥资约 5000 万元，认购即将上市的同仁堂科技总发行股本的近 10% 的股份，成为最大的战略投资者。此举对股票发行后市表现会产生重大影响。北京控股、北大方正(香港)等众多著名机构亦将成为同仁堂科技的战略投资者。借助和记黄埔世界一流的企业管理机制和经营人才以及强大的国际市场营销能力，同仁堂科技的发展前途看好。

点评：拆分的魅力

除同仁堂外，许多 A 股上市公司都有分拆部分资产和业务，到国内外证券市场再上市的计划，其间不乏大量艰苦的筹备工作。之所以有这么高的积极性，当然是因为分拆上市能够给公司带来许多特别的好处。首先，分拆上市一旦成功，公司就能够获得一笔巨大的投资收益；其次是开辟了一个新的融资窗口；再者公司还可以通过发起人股、认股权等方式，为 A 股公司有关高管人员、核心技术人员建立一套有效的激励机制。一家著名

的上市公司就曾公开提出，要通过分拆上市在几年内造就一批百万富翁、千万富翁。

从同仁堂历时两年成功完成分拆上市的过程来看，对 A 股公司而言，只要成功，分拆一定是重大利好。

分拆上市是个复杂的资本运营行为，既要充分保障现有 A 股股东的利益，又要认真考虑分拆公司股东的要求。设计方案仅仅是第一步，难的是操作“细节”。正像华尔街名言所说：“魔鬼就在细节当中。”

分拆上市比一般上市要复杂一些，至少有两个方面需要注意：首先是 A 股公司自身要有很强的盈利能力和持续高成长性，而且从产品经营角度看确有必要再组建一家股份公司上市；其次，分拆上市要从 A 股股东根本利

益出发设计方案。

同仁堂分拆上市，将为国内公司资本运营带来新的思路。

（完稿于 2000 年）



新浪：一波三折的纳斯达克之旅

2000年4月13日，由摩根斯坦利和中国国际金融公司联合担任主承销商的新浪(SINA.com)在纳斯达克股票市场正式挂牌交易，代码是SINA。

新浪股票上市当天，股价由开市17美元增长至20.8美元报收，涨幅近22%。第二天，新浪股票一直保持稳定小幅震荡，近收市时才受整体影响，略有下挫，收于19.5美元，预计筹资6600万美元。

新浪上市当天，原本有11家企业计划上市。但后来有9家企业临时撤下来，上市推迟。只有新浪和一家软件公司按照计划上市。

但与此同时，纳斯达克股指承接4月10日以来的连续阴跌，市场恐慌性抛售使其遭受了历史上最惨重的打击，股指剧烈下挫355.49点，创历史单日跌幅之最，下跌幅度达到9.7%。与当年早些时候的历史最高位相比，下调幅度达到了34%。几个星期的时间，纳斯达克股票总市值丧失数万亿美元，微软、英特尔、Oracle、思科(cisco)这四大骨干公司的市值自3月27日以来损失4710亿美元。

摩根斯坦利的一位高级管理人员说，这是10年来最糟的一周。新浪能有如此表现，已经很不错了。

重组：绕不过的监管门槛

1999年年中的时候，新浪的上市工作已经准备差不多了。之所以到2000年4月中旬才见分晓，业内分析认为主要在于行业、证券委的监管，而不是所谓“新闻规范”、“出国签证”，原由一是新浪股份中的“外资”如何看待，二是新浪与裕兴一样存在“海外注册”问题。

国家信息产业部表示，境内网络公司申请海外上市，必须把涉及网络内容服务(ICP)的相关业务和资产分离出来。

为了获准海外上市的批准，新浪网这次作出的最大让步就是上市的部分只是北美、台湾和香港三个网站，不包括中国内地网站。在新浪的招股说明书中，上市的新浪公司将不包括北京的ICP业务。境内ICP部分剥离出来重新注册为中