

中国并购评论

(~~2009~~年第三册)

东方高圣投资顾问公司
中国收购兼并研究中心 编著

清华大学出版社
北京

内 容 简 介

摇摇《中国并购评论》系列丛书应中国并购市场发展大势而生,以呼唤、倡导战略性并购在中国的大发展为主旋律,旨在架设专业论述并购理论、并购业务、并购市场的平台。本书的内容主要是:国内外先进的并购理论、并购技术及其在实践中的具体应用;国内并购市场盘点、发展前景展望、并购效应排序等整体态势综述;并购政策法规、并购市场热点、并购案例、并购心得等并购实战指导。目前,并购监管日益完善,上市公司和几大行业内部战略并购的发展如火如荼,外资并购开始全面兴起——并购重组投资银行已成为中国资本市场发展的重要领域,其广阔的发展空间及其巨大的效益与风险正成为市场的关注重点。《中国并购评论》以写照并购在中国的发展历程、把握并购在中国的发展脉络、推进并购在中国的高效发展为历史使命,是国内外并购领域有识之士共论中国并购大业、推进中国并购市场的重要舞台。

本书适合企业家、管理者、研究企业并购的专家、学者及关注并购市场的人士阅读。

版权所有,翻印必究。举报电话:010-62770175,010-62776969

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

本书防伪标签采用清华大学核研院专有核径迹膜防伪技术,用户可通过在图案表面涂抹清水,图案消失,水干后图案复现,或将表面膜揭下,放在白纸上用彩笔涂抹,图案在白纸上再现的方法识别真伪。

图书在版编目(CIP)数据

中国并购评论 第三册 东方高圣投资顾问公司,中国收购兼并研究中心编著. —北京:清华大学出版社, 2004

ISBN 7-302-10000-0

I 援中... 摇 II 援①东...②中... 摇 III 援企业合并 原研究 原中国 摇 IV 援云四四四四

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 000000 号

出版者:清华大学出版社

地 址:北京清华大学学研大厦

邮 政 电 话:(010)62770175

邮 编:100084

社 总 机:(010)62770175

客 户 服 务:(010)62776969

责任编辑:徐学军

印 刷 者:清华大学印刷厂

装 订 者:北京国马印刷厂

发 行 者:新华书店总店北京发行所

开 本:16开 印张:12 字数:15千字

版 次:2004年 1月第 1版 2004年 1月第 1次印刷

书 号:ISBN 7-302-10000-0

印 数:1-1000

定 价:15.00元

《中国并购评论》丛书 特约顾问与 编委会成员

总顾问：茅于軾

顾顾问(按姓氏笔画排序)：

巴曙松 宋逢明 陈悦 陈学荣
钟伟

编委会：

主 任：陈明键

副主任：张红雨 朱宝宪

委 员(按姓氏笔画排序)：

田荣红 任宇光 朱宝宪
张红雨 陈军 陈明键
邹玲宏 林仁兴 高磊
陶旭城 温锋

主 编：朱宝宪

副 编：张红雨 冀书鹏

编 辑：吕爱兵 姚文祥 赵霞

张泽晗

卷首语

翻过一页 员

名人财技追踪

探寻企业家的非常之道 猿

双簧？对决？张海、顾雏军博弈华意电器 缘

出身亿元供对方套现 郭广昌并购手法为何突变 员

鲁冠球大智慧：如此控制并购风险 员

寻求财务突围 西部啤酒王连番上演绝地反击 苑

国企并购方法

从“圈钱”到价值创造 猿

两年拉长一次：“东风巨人”速成秘诀 猿

长城公司在渝钛白的债务重组魔术 源

国能集团 源月股改：非现金并购创新方式 源

攀钢榜样：以并购催动国企成长 缘

中软股份：子公司 苑 亿元整体吞吃母公司事件 缘

融资的突围

融资困境下的并购潜规则 远

比李东生更绝 康缘药业 融资的翻版 裁 集团 远

安徽水利 融资的：罕见的利益平衡游戏 苑

国企德赛八高管 先 融资的 后 买壳上市 苑

中国“灯王”梦断 融资的 幕后另有平衡 愿

山西药厂 融资的 精妙设计 苑

外资并购探讨

外资摸到了中国并购市场的门道 苑

哈啤范本：更易制造李东生式国企富豪 苑

哈啤股权争夺战对中国并购市场的三大启示 员

西藏 增持山鹰转债：看不清的幕后那只手 愿

新桥回牵深发展的启示：国际化并购需要循序渐进 员

财务性并购解析

并购进入全面精算时代 员

中航简单故事复杂玩 入主山航前途难料 员

九次举牌吓阻对手 破解金鹰竞购南京新百谜局 员

精达股份并购案全面精算 员

戈德卖壳启示录：高校公司退出主板有宿命？ 员

卷尾

编辑手记 员

翻过一页

东方高圣投资顾问公司摇首席执行官 • 陈一舟

2009年11月10日，上海市浙江商会为刚刚辞世的均瑶集团董事长王均瑶举行公祭大会，我在默哀的队列中，对着“半世奇才领军浙商魂牵黄浦江；一代骄子胆大包天名扬海内外”的挽联默默祈祷：均瑶先生的人生翻过一页，愿均瑶先生早日往生极乐。

人生会翻过一页，企业会翻过一页，社会也会翻过一页。中国历经30年改革开放，市场经济正从自由竞争的初级篇章，历史性地迈进垄断竞争的高级篇章，法制环境大变，商业规则大变，政府行为大变，然而，是不是每个企业都能自动翻过这一页、并在新的篇章里续写新的辉煌呢？

德隆没能翻过这一页，公司倒在第一章的结尾；均瑶先生也没能翻过这一页，天不假年人奈其何！一个企业倒下，一个企业家倒下，看似殊途，事出同缘。在第一章中，成功企业家的特质是以非常之勇气，反其道而行之，1000万元的投資做10000万元的项目不会是他们的选择，1000万元撬动一个亿才是他们行事的风格。因为走正道就没有超常规的发展和利润，也因为当时有法制环境、有空间让企业家不走正道，所以以小搏大，短融长投，打通关节，搞定关系，第一代老板用这些非正道的方式，变种不可能为可能，才得以让那些让人叹为观止的商业奇迹，成为他们人生的点缀。

然而，企业壮大了，企业家成名了，结果却是企业脆弱，企业家疲惫，企业可能被一根稻草压倒，企业家可能被一阵微风吹倒。他们之所以没有机缘翻过一页，时下颇有市场的民企原罪论并不足以给出全部解释，真正的根结在于世易时移，新的篇章已经开始，游戏规则已经改变，成熟市场经济的竞争是资本密集的垄断竞争，资本的天平正朝向战略简单、执行强大的走正道企业倾斜，要想在新篇章中独领风骚，必须学先进、“傍大款”、走正道。

因此，翻过一页看似简单，实则不易，这需要大智慧和大勇气。许多曾在第一章里叱咤风云的企业，跳出路径依赖重获涅槃并非不可能，只是否定自我太难，否定成功的自我更难，他们中的大多数，注定无法克服长期路径依赖而走出新路。

成功翻过一页的也不乏其人，万通和泰达分别代表了前一章中具有强烈创新意识的民营企业与国有企业，二者的股权合作，宣告了新“公私合营”这条全新路径从此诞生，这不仅不是万通对民营企业发展道路的扬弃，也是泰达对国有企业成长道路的扬弃，而在这番自我

扬弃之后，最终双双拿到了进入新一章的入场券，开始泼墨书写各自企业发展史上新的一页。

在新旧篇章前开后合的历史关口，回首曾经风靡一时的财务型并购，这些中国并购史初级篇章的必然产物，都或深或浅地打上了不走正道的烙印。本书（《中国并购评论》~~第四~~第三册）中所选案例虽然发生于~~第四~~第三年，但可谓是一些企业家代表作的集合，他们或大展财技，或玩火自伤，精彩各异。将这些案例集结成书，目的是总结历史，翻过这一页，向历史告别，书写战略型并购的新篇章。

战略型并购这一新篇章的主题，便是新“公私合营”。可以预言，万通和泰达这些立于新“公私合营”潮头的弄潮儿，必将成为中国经济史第二章的主角。翻过一页，走进新“公私合营”的并购大时代，企业家们，你们准备好了吗？

探寻企业家的非常之道摇摇姚文祥

摇摇均瑶集团创始人王均瑶英年早逝，惋惜之声不绝于耳。一位媒体朋友满口遗憾地对我说：“可惜可惜，一个值得好好研究的人没了。”

相信持有这种心态的人不在少数，因为王均瑶，这位 38 岁的年轻富豪身上，有着许多让人称奇的商业故事，但由于此前一直藏身于非公众公司的幕后，外界只能看到这些故事的冰山一角。王均瑶借上市公司大厦股份登陆资本市场成功在即，这些商业故事也在慢慢向外人敞开怀抱，他却猝然离去，后人对均瑶集团的研究，注定将留下无法弥补的空白。

更大的遗憾事则存在于均瑶集团的后继者心中。据说王均瑶生前已做了妥善的安排，但他两个年轻的弟弟，能否继承他的未竟之业，还是被当作一个问号高悬在旁观者心中。这种担心并非杞人忧天，创始人的高度往往是民企所能达到的高度，均瑶集团今天的成就，与王均瑶的行事风格、人脉积累密切相关，而今这些也随王均瑶一起离去。

非常之人必有非常之事，非常之事必有非常之道。虽然，在超级富豪的光环和商业奇迹的光辉之下，王均瑶们折冲樽俎甚至一嗔一喜的非常之事，可能更能让人津津乐道，但对于以促成交易为己任的投资银行来说，研究这些企业家们的非常之道，有着双重的必要性：一是了解他们的交易习惯，有助于在日后可能的合作中，迅速找到最能打动对方的法门；二是学习他们的运作技巧，并推而广之，帮助其他企业走上高峰。

在我们的研究视野中，近来饱受争议的顾维军注定必不可少。面对张海突然插手争购华意电器，顾维军靠着产业链、交叉持股等手段，牢牢控制住了华意电器的未来走向。这起并购案后来还有很多变故，但顾维军的过人手腕，由此可见一斑。

近年来复星系的迅猛扩张，也让其掌门人郭广昌不得不仔细研究。“参股一增资一控股”曾作为这位复星系掌门人的招牌动作而为人熟知，但在与国药集团联合收购一致药业时，一向以小搏大并严格控制现金流的郭广昌却将 5 亿元拱手送出自己的掌握之中，背后的原因远比表面精彩。

有“民企常青树”之誉的鲁冠球，则是被当作民企榜样进入我们的视野。这位老人几十年来稳扎稳打，创造了堪与 蹒跚媲美的成长曲线。而他的稳扎稳打，既表现在他谨慎的产业扩张上，也表现在他不急不躁的整合节奏上，这些大智慧“知易行难”，当那些曾与鲁冠球并肩立于时代潮头的企业家们逐渐远去，更凸显了万向王国中鲁冠球的大智慧。

西部啤酒王杨纪强则是另外一个例子。民营企业融资难，但在民企做大做强过程中，

打通融资渠道却是必须跨过的门槛。杨纪强在走过一条曲折的融资路线之后，最终携手世界第二大啤酒厂商嘉士伯，走上了“学先进，傍大款，走正道”的康庄大道。

当然，大象无形，大道无痕，能被人一眼看清底牌的人，恐怕很难成就富豪之业，所以这里的研究，绝不是想对这些企业家做盖棺定论。但当一个时代慢慢远去，当一个个企业家渐次离开，打着这些企业家鲜明个性标签的运作手法，也将一并消失。我们希望：即使我们错了，活着的这些企业家们还能站出来指正，如果他们能接着说“事情的真相是……”那就是最大的幸事——还是古人说得简洁，这叫“抛砖引玉”。

摇摇尽管顾维军在竞购的第一回合失掉先机，但进退自如的位置丝毫没有受损；而对于精通资本运作之道的张海而言，此举很可能意味着其重返资本市场的开始。

双簧？对决？张海、顾维军博弈华意电器

吕爱兵摇冀书鹏摇姚文祥

对决还是双簧？

如果没有张海，格林柯尔（~~原远，匀~~）董事局主席兼总裁顾维军对~~国~~年的回忆，无疑将会更为圆满。在这一年里，这位现年~~源~~岁的福布斯富豪成功囊括美菱电器（~~国~~），要约收购亚星客车（~~远~~），不仅将其冰箱产能扩展至~~愿~~万台，坐拥中国冰箱业~~源~~的江山，并首先成功切入汽车制造产业，成为抢在国家收紧汽车投资前，芸芸家电企业中成功抢滩的幸运者之一。

但就在~~国~~年的最后一天，原凯地系核心人物、现健力宝集团总裁张海突然现身顾维军觊觎多日的景德镇华意电器总公司（下称华意电器）。华意电器是华意压缩机股份有限公司（~~国~~，华意压缩）的第一大股东，年产~~缘~~万台无氟压缩机、~~愿~~万台冰箱、~~圆~~万台空调器，压缩机产销~~源~~万台，居全国第一。此前从未涉足制冷行业的张海，突然将其整体收购了。

与张海一起现身前台的还有中国华意控股有限公司、三水健力宝健康产业投资公司和景德镇市汇和工贸公司，原股东景德镇市国资委拟向三方分别转让华意电器~~源~~、~~源~~和~~员~~的股权。

中国华意控股有限公司（~~悦~~）于~~国~~年在英属维京群岛注册，注册资本~~缘~~万美元。该公司控股股东为江达明，此人曾任泰康人寿保险公司郑州分公司负责人、广州证券机构管理总部总经理，现任广东健力宝集团有限公司执行总裁。江达明称，他在境外投资者的委托下控股，不代表健力宝，并拒绝透露境外投资者的名称。

健力宝投资有限公司的注册资本~~圆~~亿元，法定代表人是张海，而其大股东三水市正天科技投资的控制人之一，也是张海。

景德镇市汇和工贸有限公司则代表着华意电器原管理层的利益，注册资本只有~~缘~~万元，经营范围为陶瓷生产、木竹制品加工和国内贸易（见图 员）。

但在此次收购正式披露之前，呼声最高的当属顾维军旗下的广东科龙电器股份有限公司（~~国~~，科龙电器）。自~~国~~年~~员~~月以来，顾维军通过科龙电器对全国冰箱业进行了大规模的并购整合，先后将科龙、容声、美菱、康拜恩四大名牌揽入怀中。

同在~~国~~年，当时科龙电器以其下属企业广东科龙模具有限公司和顺德容声塑胶制品

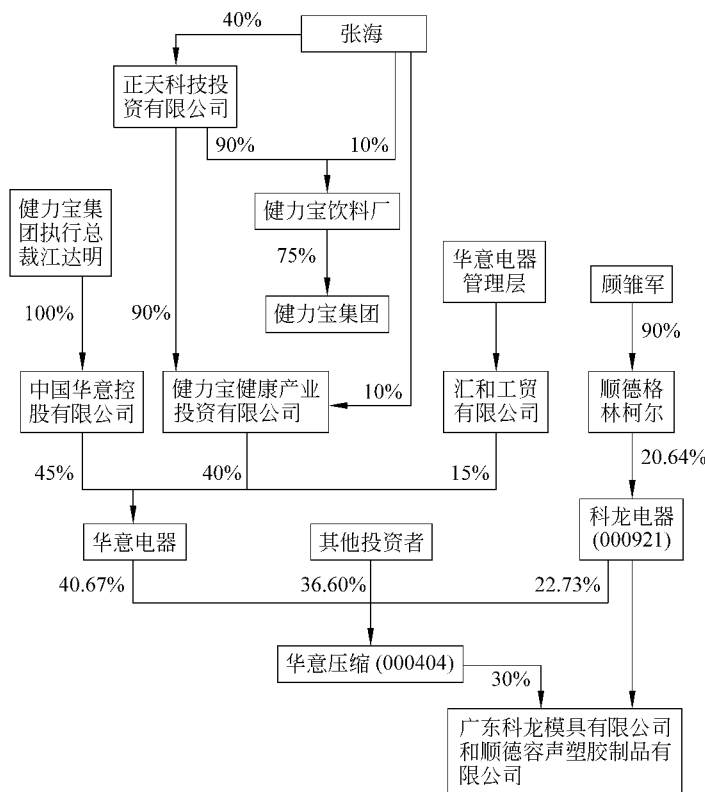


图 员 瑶华意压缩股权图

有限公司各猿猿股权，换得猿猿的华意压缩。但不知何故，圆园园年猿月，科龙电器放弃了华意压缩的增资配股，股权因此摊薄至圆园猿猿。这次竞购华意电器，顾维军刘郎复来。若能买下华意电器，意味着从制冷剂到核心配件压缩机，再到整机，顾维军就可以真正将整个产业链整合起来——目前，科龙电器生产冰箱所使用的压缩机部分来自华意压缩，而美菱电器的冰箱压缩机主要由华意压缩旗下的浙江加西贝拉提供。

然而在张海与顾维军的得失之间，故事仅仅展现了一个开端。有报道称，顾维军意在假手张海，以摆脱景德镇地方政府对华意压缩的种种掣肘，其中包括解决华意电器对上市公司的巨额资金占用问题。

以华意电器为舞台，这两位资本市场的知名高手到底是在真刀真枪对决，还是一出双簧戏，后面的演出将会更精彩。

顾维军撒手为哪般

据称，这次科龙失手，主要原因在于压缩机是冰箱的上游产业，出于对将来销售渠道的多样性以及保持公司在行业中的独立性等的考虑，景德镇政府不愿华意压缩被下游的科龙电器掌控，由此才有了张海的机会。

失手之后，顾维军说：“我认为这个事情（收购华意电器）现在划上句号了。国内现在压缩机行业并非处于紧缺状态，供应相当充足，我看不出一个制冷企业非要收购一家压缩机企业的必要性。”

这番言辞并非矫情，因为尽管华意电器旁落，但顾维军对于华意压缩的控制并未削弱。他还有几把好牌。

1. 产业链条的控制

由于制冷压缩机专用性非常强，独立企业的生存能力很差，容易受到下游厂商的纵向压榨，因而在国际上，制冷压缩机从来都是与冰箱、空调等终端产品制造商纵向集成的。

2004年，华意压缩与科龙电器的关联交易为 9.17 亿元，占其当期销售额的 28.9%。而以顾维军目前在冰箱业的地位，足以对作为上游厂商的华意压缩加以颜色。

2. 交叉持股的牵制

在上市公司中，二股东通常坐享投资收益，极少出面干涉经营者。科龙电器在华意压缩的经营中，也是基本没有声音。但它以下属的广东科龙模具有限公司和顺德容声塑胶制品有限公司各 10% 股权换取 10% 华意压缩的股权，可以说是科龙电器强力牵制了华意电器以及华意压缩，顾维军就是希望通过上下游巨头企业之间的相互持股，打造完整的产业链。

鉴于华意压缩的重要意义，顾维军不可能对其走向始终沉默，未来如果公司有不利于他目标的动作，他就会通过手中 10% 的股权，影响华意压缩。

此外，顾氏还可以影响广东科龙模具有限公司和顺德容声塑胶制品有限公司，进而影响华意电器，因为后者一来只占上述两公司各 10% 的股权，二来上述两公司为非上市公司，其经营控制权在科龙电器手中。

3. 企业主营不会改变的预期

在张海与景德镇政府达成的收购协议中，华意电器将设一股国有金股，由地方政府或其授权机构持有，国有金股不干预新公司的经营决策，不参与分红，但有权提议召开股东会和董事会，并对改变新公司注册地、猴年内改变主营方向、与框架协议相抵触的职工安置方案等重大事项行使否决权。新公司成立三年后，国有金股取消，其特别否决权自动失效。

作为竞买者之一，顾维军对国有金股也应早就心知肚明。既然华意压缩的主业在未来 猴

年不会改变，其打造完整产业链目标也可安然无恙。猿年后，若华意电器或华意压缩要改变主业而剥离出压缩机资产，以华意压缩二股东的名分，顾雏军应该可以在未来的竞买中获得主动。而剔除了上市公司的壳价，届时压缩机资产的售价当比现时要低。他已经有了格林柯尔、科龙电器、美菱电器、亚星客车等四家上市公司，华意压缩的意义当在产业整合，而非壳资源。

此外，如果顾雏军现时购得华意电器，其对华意压缩的持股比例将达 28.9%，触发要约收购点。在 2004 年已对亚星客车进行过要约收购的情形下，一年内两度玩火，显然并非顾雏军这样的高手所愿，更何况要约收购得付出相当的时间和资金成本。

对于张海得手的现实，科龙电器副总裁严友松表示相当遗憾。“华意电器是一个制冷企业，生产制冷剂的格林柯尔才是更适合的收购者。”他说，科龙电器暂时不会减持华意压缩，但会密切留意大股东的相关动作，任何事情都是动态的，任何可能都不排除。

从表面上看，顾雏军在与张海的竞争中似乎先折一阵，但其控制力并未削弱，而暂时的退出还能让他从容杀入汽车行业，退一步海阔天空。

张海火中取栗

2004 年初以 1.5 亿元收购健力宝 25% 股权之时，张海便宣称要踏踏实实做实业，但此后公司除了推出“爆果汽”和“第五季”之外，他在饮料界并无太多建树，倒在足球经营上颇有声色，从平安保险手中接过深圳队之后，2004 年末又传出将收购辽宁队和上海国际等两支中超球队的新闻。

此次收购华意电器，健力宝集团执行总裁江达明的论调也是为“做实业而来”，绝非简单的资本运作。健力宝看好冷热饮料售卖机，认为这种机器将成为重要的食品销售媒介，健力宝希望借华意电器完善产业链。

将一个年产 100 万台压缩机的龙头企业，拿来与一个刚出襁褓的软饮料品牌——第五季和爆果汽相配？显然，此次张海在产业构想之外，还有更为现实的意图。

利益已有保障

张海的运作模式在国外有“企业屠夫”之谓，他们往往低价吸入一些资质还不错的企业，然后输出自己的管理，一旦改造成功就转手套现，继而展开新的收购。

华意压缩姿色颇佳，2003 年到 2004 年净利润分别为 1.5 亿元、1.2 亿元和 1.1 亿元。2004 年前三季度，华意压缩报亏损 1000 万元，每股亏损 0.1 元。这除了经营问

题之外，还在于大股东占用大笔资金，截至 2007 年 5 月，有 1.8 亿元（华意压缩净资产仅为 1.4 亿元）。这笔债务将是张海入主后要处理的一个至关重要的问题。

我们再看健力宝。在张海入主之前，总资产为 1.8 亿元，负债 1.4 亿元左右，其中流动负债为 1.1 亿元、银行负债 1.1 亿元。但张海通过抵押资产、多方融资、置换债务等手段，成功化解难题。这回 1.8 亿元债务，当更不在话下。

张海显然不是压缩机业的行家里手，但拥有顾维军这样的大客户，在顾全力整合和开拓冰箱产业之时，压缩机的销量必定得到长期和稳定的保障，华意压缩的水涨船高似无疑问。

就中期来说，国有金股限制张海 3 年内不能改变华意电器的主营，但以后者在行业的龙头地位，3 年后并不愁找不到买家。如果能化解华意电器目前的危机，仅以它目前所持华意压缩 1.4 亿元的股权估价，对应的净资产值就在 1.4 亿元左右。

由于非流通股和流通股之间存在着巨大价差，如果二者能在未来 3 年~5 年内并轨并实现全流通，将产生较大的升值空间。以目前 1.8 倍的市净率（股票市价/每股净资产）作为价差的参考，假设目前二级市场价值回归已经基本到位，如果 3 年内实现全流通，年均复合增长率为 15%；如果 5 年实现全流通，年均复合增长率为 10%；如果 3 年实现全流通，年均复合增长率为 15%。

获得资本运作平台

在淡出曾风云一时的“凯地系”之后，张海暂时失去了上市公司平台。此前外界一直在静待张海将健力宝运作上市的表现，但截至目前并不见动静。粤股上市的条件是 3 年赢利，且完成股份制改造一年，即使一切顺利也耗时不少，显然不如借壳华意压缩便捷。

华意压缩并不是一个好壳。截至 2007 年中期，其总资产 1.8 亿元，净资产 1.4 亿元，总股本为 1.4 亿股，如果张海希望健力宝借壳上市，华意压缩大致够用。

而在 2007 年 5 月 31 日，华意压缩还狠狠地提取了一笔固定资产减值准备——拟计提 1.4 亿元，相当于每股提取 1.4 元减值。在这样使劲地挤水分之后，华意压缩这个壳已经变得物有所值。对于精通资本运作的张海而言，此举很可能意味着其重返粤股的开始。

收购母公司股权，寻找利润空间

按照协议，此次收购的价格以华意电器 2007 年 12 月 31 日的资产评估结果为主要依据。若经评估后的净资产为负值，则受让方在承担全部债务的前提下以零转让金受让；若为正值，则以净资产值为基础另行商定转让金。

选择收购母公司而不是上市公司的最大优点在于，收购方可以相对方便地通过剥离收购

对象的不良资产，以此扣减相关费用，从而降低收购目标的标的额。在 2014 年深华强（2014 年）管理层收购母公司华强集团的案例中，这一优点表现得非常明显。2014 年 12 月 1 日，华强集团经评估的国有净资产为 1.5 亿元，但其转让价格按其净资产值总额的 80% 为基准，扣减经各方核定的在岗员工经济补偿金等费用之后，最终的转让价压缩至 1.2 亿元，这在上市公司国有股的直接转让中是难以想像的。

目前，对于华意电器收购价有数种不同的版本，金额在 1 个亿到 1.5 个亿之间。但《公司法》规定，“有限责任公司对外投资累计投资总额不得超过本公司净资产的 50%”，以华意电器管理层注册的汇和工贸有限公司 1 亿元的注册资本，并在华意电器中占 15% 推算，其净资产并不大。尽管目前华意电器总资产与负债等财务数据未知，但若近期没有大笔的资本注入，华意电器净资产的想象空间实在有限，这为善于解决企业债务问题的投资者来说，收购母公司股权无疑提供了更多的赢利机会。

国有金股：张海与顾维军的缓冲器

本收购案中，另一亮点是“国有金股”的设置。

“金股”概念起源于英、法，在一些涉及公共利益的国有企业（如航空公司、地铁公司）的民营化过程中，采取了设置国有金股的做法。

在中央决定一般性竞争行业国退民进之后，一些资本高手在接收国有股时会带来两个问题：一个是职工安置，一般是出钱买断工龄，由此给政府增加就业负担；另一个是债务，民间收购者要么在账上做手脚，要么向政府要求豁免。

在此背景下，有些国资管理部门借鉴国外“金股”制的思路，政府以股东权利实施干预，以保障职工利益并支持地方就业、维护地方稳定。在本案中，国有金股也保护了华意电器管理层的利益，更在张海与顾维军的竞争中充当了缓冲器。

现代企业中，收益有“控制权收益”和“货币收益”两部分，前者由拥有企业控制权的管理层直接占有，后者由股东分享。在中国，管理层对企业经营控制力很大，甚至可以影响股权转让这类本该由股东决定之事。

华意电器管理层的“货币收益”已在 15% 股权上得到体现。但相对于张海，15% 股权的话语权较小，难以保证“一朝天子一朝臣”不会出现，也即难以避免管理层的“控制权收益”不受到损失。

国有金股使得张海在未来 3 年内难以改变华意电器的主业，因为从未涉足过压缩机行业，如果没有太大的不愉快，张海将不出意料地将 3 年内经营权交给原管理层。

而管理层的稳定，使得顾维军有理由相信：华意压缩的压缩机业务不会有太大改变，可

以暂时避免目前上演激烈的竞购。而在与顾维军合作了 猿年之后，原管理层的存在有助于张海与顾维军之间的沟通。

于是，在张海与顾维军的竞争之间，国有金股与华意电器管理层将扮演一个平衡者的角色，而他们的价值取向与最终认同，可能成为左右华意电器和华意压缩未来落点的重要因素。

《财经时报》 圆年 圆月 圆日

摇摇收购一致药业只可视为郭广昌资本运作协奏曲中的一个变奏，此役也从一个侧面表现了其高明之处。

出 184 亿元供对方套现，郭广昌并购手法为何突变

吕爱兵 陈瑶 姚文祥

郭广昌 “突然变线”

自 2004 年起全面进军资本市场以来，无论是介入羚锐股份（2004 年），还是收购友谊股份（2005 年）；无论是潜入天药股份（2006 年），还是控制南钢股份（2007 年），复星系的掌门人郭广昌的资本运作目标都锁定于上市公司的母公司，其“参股—增资—控股”的资本运作路径，已成为郭氏财技的一个招牌动作。

然而，2008 年 1 月 1 日，郭广昌的惯常资本轨迹突然发生了改变。

是日，深圳市投资管理公司（下称深投公司）与国药集团医药控股有限公司（下称国药控股）达成协议，前者转让所持深圳一致药业股份有限公司（2007 年，2008 年，一致药业）1.8 亿股国有股份（占总股本的 33.33%），国药控股将接替其成为一致药业第一大股东。

国药控股成立于 2003 年 1 月，注册资本 10 亿元，由中国医药集团总公司（占 50% 股权）与上海复星高科技（集团）有限公司（占 50% 股权）合资成立。尽管复星系并非控股方，但目前郭广昌任董事，具体负责国药控股的发展事宜，因此收购一致药业，被认为是复星系医药产业扩张步伐的延续。

作为此次并购的目标公司，一致药业虽只是一个地方品牌，但其子公司深圳市一致医药连锁有限公司拥有近 1000 家连锁店，名列全国零售连锁业第 10 名，在深圳医药零售市场占有约 20% 的份额。

在当前医药流通业正日益受到青睐的背景下，此次并购是以 10 家国内知名医药企业竞相拉开序幕，最后深圳市圈定了上海医药（2008 年）、国药集团、海王生物（2008 年）、健康元（2008 年）联合丽珠制药、东盛集团和广药集团等六家医药界龙头企业。

起初，聚光灯定格在健康元董事长朱保国与东盛科技（2008 年）董事长郭家学二人身上。近年来，二人在丽珠集团（2007 年）和潜江制药（2007 年）的并购中两次交手，最终各胜一役，此次再度狭路相逢，其中隐露出的“江湖争霸”意味自然备受瞩目。更何况，此前朱保国号称握有 10 亿元现金，正搜寻着投资猎物。

而最后的赢家郭广昌并未引起外界太多的关注。尽管郭广昌在医药产业扩张势头甚猛，但直接拿现金收购股权，这种目前上市公司并购中最为常用的手段，意味着大笔的收购资金将脱离收购者的控制，对于一向善于以小博大并严格控制现金流的郭广昌来说，这种做法显

然非其习惯。

根据协议，一致药业每股转让价格的确定以其 2014 年 12 月 31 日为基准日经审计的每股净资产值为基础，溢价 10%。截至 2014 年第三季度，一致药业每股净资产为 10.5 元，据此推算，国药控股将付出近 100 亿元现金。

仅拿出 100 亿元的真金白银还不是事件的终结。由于本次股权转让达到 10% 门槛，已触发 10% 的全面要约收购底线，并购方国药控股要么履行要约收购义务，要么向证监会申请要约豁免。

若发起要约收购，除此次交易的 100 亿股股份，目前一致药业还有 1.5 亿股非流通股，流通粤股和流通月股各 1.5 亿股，以发布提示性公告的 12 月 31 日为基准日，粤股的 12 月 31 日均价 10.5 元，月股的 12 月 31 日均价 10.5 元。仅应对流通股股东的要约收购，国药控股至少还需准备 100 亿元现金。

虽然 2014 年，郭广昌在南钢股份经历了一场走过场般的要约收购，这段经历或许有助于郭广昌应对目前的情势，但要约收购毕竟要付出可观的资金成本和时间成本。

较之于此前简洁明快且不事声张的风格，郭广昌此次“突然变线”，其原因以及背后的图谋，留给市场更多的疑问。

郭广昌无奈直接收购

2000 年以 100 万元起家，10 余年间投资收购范围涉及生物制药、房地产、信息产业、商贸流通、金融、钢铁、汽车等领域，直接和间接控股参股的公司超过了 100 家，总资产达 1000 亿元，净资产 100 亿元，销售总额达 1000 亿元——在复星系的迅猛扩张中，郭广昌每一次围绕上市公司的资本运作，都是围绕母公司做文章，这种玩法的优势，也随着复星系的壮大为人瞩目。这些做法的优点在于：

1. 资金始终在可控范围之内

资金是资本高手的终极筹码，如何摆布手中有限的筹码，使之在发挥效用且不离自己的控制？参股上市公司母公司，郭广昌不仅曲线控制了上市公司，而且使付出的现金仍然掌握在自己手里。其创业伙伴、现复星系医药产业投资的旗舰公司复星实业（2009 年）总经理汪群斌曾说：“我们主张以增资为主，不主张转让，因为增资的现金流就在我们的体系里面。”

2. 分步出资缓解资金压力

参股—增资—控股的运作程序，不仅避免了一次性支付大量现金，也可有效预防投资决策失误。而在选择了正确的投资对象之后，又可及时享受投资收益，为以后的资本运作提供资金支持，减轻了筹资压力，实现“滚雪球”式的发展。

3. 依靠产业链而非股权控制

股权控制是有形控制，而国内企业的控制大多在于无形控制，这种无形控制有如企业的经营控制、企业产业中供应链控制。复星系在庞大的产业体系之中，无形控制重于有形控制。在参股母公司之初，复星系通常以第二大股东的的面貌出现，但最终郭广昌总能在合资企业中获得相当的话语权，这得益于复星系下逐渐成形的庞大产业链，在经常爆发公司控股权争夺战的中国资本市场，郭广昌靠着产业链把握着合资公司的走向。

但在一致药业的收购中，郭广昌却选择了少见的直接收购方式，原因无他，而是其惯用手法的使用环境发生了改变。

上市公司母公司不可改造

郭广昌这种非现金流出的并购方式，主要是通过对上市公司母公司进行改造，从而达到控制母公司，再控股上市公司。这一系列资本运作的前提之一，是上市公司具有一个可以改造的母公司。

在改造并控股母公司的过程中，郭广昌的做法也因具体情况的不同而相异。

在介入天药股份之时，郭广昌的切入点是直接参股其第一大股东天津药业集团，通过复星实业持有的 10% 股权获得对上市公司的话语权；而羚锐股份第二大股东是河南信阳信生制药有限公司，2005 年 10 月，复星实业全盘接手后者的股权，最终进入羚锐股份。

如果不方便直接对母公司进行改造，郭广昌的另一个选择就是与其合资成立一个新的公司，再将上市公司的股权置入其中。如 2005 年 10 月，南钢股份原大股东南钢集团公司与复星系下的三家关联公司合资成立南京钢铁联合有限公司，然后将南钢股份的股权转让到合资公司，从而实现对上市公司的控制。

但由于一致药业的大股东深投公司，乃深圳市政府所属的专业投资公司，复星系要想参股或者合资深投公司，再实现对一致药业的控制，几乎完全没有可能。

原控制方要退出

非现金流出的并购方式几乎都是“只进不出”的非“等价交换”，即收购方付出现金获得上市公司控制权，上市公司原控制方让渡部分控制权却不能得到现金，而只享有原来拥有的权益，上市公司原控制方与新控制方在一起共同发展。

实现共同发展的惟一条件，是上市公司原来控制方与新控制方志同道合，大家都不离开上市公司。在复星系下属的友谊股份、南钢股份、天药股份等公司中，新、老大股东一起经营着上市公司，复星系为获得控制权付出的现金存留于上市公司或其母公司中，也有利于上市公司的发展。