

财华声明：

财华刊载的《新财富》文章已经过授权。其他媒体和网站未经《新财富》授权，不得转载财华刊载的《新财富》文章。网站及其他媒体如有合作意向请直接与《新财富》联系。为提高显示速度，财华所刊载的《新财富》文章只保留了文字部分。读者如需阅读全文，请直接与《新财富》联系。

《新财富》订阅电话：86-755-83234721

联系人：刘小姐 网址：[www.newfortune.net.cn](http://www.newfortune.net.cn)

# 控制现金流

## 郭广昌在复星的 资本运作

复星是在什么主线下收购并运作如此多的企业？控制现金流！  
当他有足够的实力时，一定要使收购付出的现金仍然掌握在自己手里，  
为此他与出让方成立合资公司，并由他控股。  
他热衷于收购现金流充沛的商业流通企业，以补充高利润产业，  
并通过股权激励来推动经营现金流的实现。  
他利用股市进行权益性筹资，系下公司互保获取银行贷款；  
介入证券业，为产业整合提供金融服务。汪姜维/文\*

郭广昌和他的复星系展露了内地最具想象力的运作模式。在5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。

郭广昌热衷于投资,最为推崇李嘉诚:“他没有什么专业,投资就是他的专业,他靠的就是专业的眼光和判断力。”(关于李嘉诚的故事参见本刊2003年2月号封面文章《大策略——李嘉诚如何思考》)

而复星投资的核心就是现金流的平衡。“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。”复星实业总经理汪群斌说,“我们也主张控股,关注负债率比较低的企业,如果负债率太高,会损害我们的信用。”

在郭广昌描绘的复星系结构中,“复星集团”(指上海复星高科技(集团)有限公司)是复星集团中位于第一层次的“以投资银行业务为中心的金融产业平台”,是“整个集团的金融中心、资本中心和资金中心”。而第二层次的产业集团层面则是“以推动各产业发展为核心的上市公司群体”,第三层次的专业公司层面是“以提升竞争能力为主线的专业公司”。

## 收购南钢： 控股合资、“先设立、后增资”、 托管保证金

复星今年巨资要约收购“南钢股份”(600282),体现了其操控现金流高超技艺。

这次收购简单来讲,就是复星出现金,南钢集团出资产,双方成立合资公司,由复星控股。然后通过增资,合资公司收购“南钢股份”。经过这样安排,收购资金仍掌握在复星手中。

收购是为了控制企业,如果用最少的现金流权(所有权)拥有最多的控制权,这样收购付出的资金最少。

如图(见第42-43页“复星集团产业架构图”),收购完成后,“复星集团”及其相关企业共拥有“南钢股份”的现金流权为43%(60%×70.95%),而拥有控制权为60%。

为缓解出资压力,复星分两步走:“先设立、后增资”。第一步,复星三家关联公司以现金出资6亿元,南钢集团以一些经营性资产出资4亿元,成立合资公司“南钢联合”。而第二步双方同比例增资,复星仍以现金增资,南钢集团则以“南钢股份”股权增资。

南钢集团以“南钢股份”股权增资,需经政府批

准。审批需要时间,而且先期成立的合资公司已由复星控制,所以第二步增资复星所需的现金就可通过各种融资安排来实现。另外,根据合资协议,复星需将为“南钢联合”增资而先期缴付2.1亿元。这样,复星出资8.1亿元就可达到收购的目的,当然这8.1亿元还在控制之中。

一个需出资16.5亿元(合资公司最终注册资本27.5亿元的60%)的合资计划,在精巧安排下,只需要8.1亿元的初期出资即可实现。

按照常规思路,往往直接收购60%的“南钢股份”股权,根据“南钢股份”2002年底的净资产数据,超过10亿元(60%×174253万元)的现金要即刻流出复星系。换取的只是“南钢股份”的60%控制权和现金流权;复星的收购方式,是用8.1亿元换取“8.1亿元”+“南钢股份”的60%控制权和42.57%的现金流权。且“南钢股份”2002年底的货币资金余额高达9亿元。

这大大减少了复星的筹资压力,因为复星集团2002年底的货币资金余额只有12亿元。

在此次收购期间,复星系还在内部做了一个资金安排:2003年3月27日,“复星产业投资”将其今年年初刚刚合资成立持有的“国药集团医药控股有限公司”(本文简称“国药控股”)的49%股权托管给上市公司“复星实业”,从而获得5亿元托管保证金。

从时间来看,托管的时间与合资公司成立时间(2003年3月24日)仅差三天,而从资金数量来看,约5亿元的托管保证金与“复星产业投资”需要出资的合计金额5.5亿元也差不多。是不是一个巧合?

此外,复星在2002年参股“友谊股份”也采取类似的做法,只是没有控股合资公司。

## 收购资金来源： IPO+ 配股 + 集团担保借款

复星真正的公司收购和产业整合都发生在旗舰企业“复星实业”(600196)1998年8月上市之后。复星另两个核心产业的“复地”和“复星信息”也在“复星实业”上市当月成立的(“复地”的详细情况见附图《复地曲折上市》,投资信息产业的情况见附图《信息产业:抢占优势媒体资源》)。

“复星实业”收购企业数量之多,值得关注(详细情况见附图《复星实业20亿元大收购》)。上市5年来,共收购、参股40多家公司,涉及的细分产业包括生物制药和诊断试剂、中药、西药、医疗器械和医药商业等

\*本刊编辑惠锋对本文亦有重要贡献。

领域。

5年中,复星实业在投资收购方面共动用了近20亿元的资金。由于涉及公司多、累计金额大,收购资金的来源和结构极为重要。

“复星实业”投资资金主要来自股市融资及银行贷款。

如表1,1998-2002年,“复星实业”累计的经营活动净现金流为4.1亿元,平均每年只有8200万元,远远不足以应付累计14亿元的投资净现金流出,必须依靠筹资活动。

5年中,“复星实业”通过筹资活动净流入的资金高达13亿元,仅较投资净流出少1亿元,这1亿元的缺口依靠经营活动完全可以解决。

在筹资结构上,通过吸收权益投资(股票市场融资等)共筹集资金9亿元,6.4亿元依靠借款,筹资成本(分配股利、支付利息以及筹资费用)为2.2亿元。

各个年度之间的融资结构会随着融资条件和投资力度的情况有所不同。如表2,“复星实业”在过去5年中的权益性投资基本呈逐年稳定增长的趋势,不过各个年度的资金结构则大不相同。在1998-2000年,由于1998年通过IPO、2000年通过配股筹集了约8亿元的资金并且投资相对较少,所以权益投资的资金基本上可以依靠这些筹资,而通过借款筹集的资金相对较少且借款和还款基本相当。

但到了2001年,情况则完全不同。“复星实业”原本计划在2001年发行可转换公司债券,但未能成功。同时,我们可以看到,这一年中权益性投资非常高,除了表2显示的权益性投资支出近3.2亿元外,“复星实业”还在这一年预付股权转让款2.8亿元,两项合计6亿元,达到了历年最高峰。由于不能通过权益资本市场筹到资金,所以这一年“复星实业”的累计借款金额大幅增长,从2000年不到4亿元增长至12亿元;而且借款金额远远超过还款金额,缺口达到5亿元,“复星实业”这一年末的短期借款余额也从上年的1.27亿元增至6.26亿元,其中5.465亿元由“复星集团”提供担保。

2002年,“复星实业”的投资金额有所下降,为4.75亿元,同时由于部分投资的收回以及购并子公司期初货币资金的补充,所有投资活动的资金净流出从上年的4.87亿元降到了1.5亿元。投资流出的减少大大减轻了筹资的压力,但由于2001年巨额的借款余额,2002年借新还旧的压力增加,所以累计借款金额反而有所增加,增至17亿元;不过借款金额与还款金额基本相当,净增不到1亿元。

## 资金流的行业战略: 收购商业流通企业

郭广昌最推崇的商人李嘉诚做企业的一个重要的策略是“收购或从事不同回报期的业务以降低风险”。其中,通常回报期短的业务,如零售和酒店,对当前经济状况较为敏感,这些业务的好处是在经济好的时候抓住时机获得较丰厚的利润,现金流量也比较连续。

大概也是基于这样的考虑,郭广昌在近两年也介入了现金流量充沛的商业流通领域(收购情况见附图《商业流通业:参股“友谊股份”,控股“豫园商城”》)。复星旗下一家媒体的报道证实了这样做的目的:按照梁信军(复星集团副董事长)的说法,商业流通领域的企业对于复星具有很重要的战略意义,像联华超市、豫园商城,有遍布全国的连锁药店,有200亿的零售额,而起码有3到4个月的时间,大约有60亿的供货商的资金可以延期支付,“这是国内的惯例,美国也是这样的,只不过是开信用证。至于怎么操作,要按规范办。”

我们研究发现,“友谊股份”和“豫园商城”的经营活动净现金流的确非常充沛,远远好于生物制药的“复星实业”。

如表4,在过去5年中,“友谊股份”和“豫园商城”的净利润累计分别为2.88亿元和5.36亿元,而两者的经营活动净现金流的累计金额均超过了9亿元;与之相对应的是,“复星实业”过去5年累计5亿元的净利润只带来了4.14亿元的经营活动净现金流。

而且,如果仅看2002年度情况,“友谊股份”和“豫园商城”的经营活动净现金流分别是其净利润的4.5倍和5.3倍,而“复星实业”的经营活动净现金流只相当于净利润的70%。其中,“友谊股份”的现金流状况又远远好过“豫园商城”,这主要是由于“友谊股份”在2000年收购了中国最大的连锁超市“联华超市”。从“友谊股份”2002年的资产负债表,我们可以看到,“友谊股份”年末的应付账款和应付票据的合计金额高达13.4亿元,远远超过了其存货的余额7.7亿元,这说明其不仅很多存货采购款可以延迟支付,甚至于某些已经买出的商品的采购款项都可以延期支付。

然而,根据“豫园商城”和“友谊股份”披露的公开信息,我们并没有发现这些“具有战略意义”的上市公司为“复星集团”的产业整合直接提供资金方面的支持。不过,在复星集团未来的资金整合平台“德邦证券”中,“豫园商城”以现金出资30240万元,占30%股权,

成为最大股东。

## 经营现金流实现的体制保障 管理层持股

对于致力于做投资银行的复星来说,投融资的现金固然非常重要,但企业运行支撑的基础还在于产业,也就是经营活动。“上面两个层次平台能否立得住脚,最根本的、最重要的基础在于第三层次的专业公司。”郭广昌非常明白这一点,“我们目前的现状是,贷款规模越来越大,如果我们自身的造血功能不强的话,资金链的压力会越来越大。”

然而,对于复星来说,众多的专业公司涵盖众多不同的行业,但除GE外还很少有其他企业能够证明多元化能够成功。面对这样的质疑,梁信军不以为然,“我们是看好一个团队才投资的。——当然我要派财务总监,复星的原则是给经理人权限,但经理人要给我透明。”梁信军还称,“我们是通过合适的激励机制让那人与复星整体的利益高度一致。”

从复星的旗舰企业“复星实业”,我们的确可以看到:虽然主营业务并不出色,但它能依靠旗下众多企业的投资收益保证整体利润不断增长(见附图《复星实业:越来越依赖投资收益》)以及现金流量的相对稳定。从母公司财务报表来看,1998-2002年间,“复星实业”母公司的经营活动净现金流入累计只有6620万元,而同期“复星实业”从所投资的下属公司中通过分配股利共获取净现金流入则达到了1.8亿元。那么,复星是通过怎样的合适的激励机制“让那人与复星整体的利益高度一致”的呢?

我们发现,复星在收购整合一家新的企业时,往往会通过让管理层持有部分股权的方式来达到这样的目的。郭广昌对媒体称,“集团层面就我们5个人有股份,但是新来的人会在他分管的专业公司里面有股份,这样既有激励,也使得他必须把他分管的业务做上去。”

这一方式体现在“复星实业”对生物医药产业的整合之中。在“复星实业”下属企业的股权结构图中,无论是诊断试剂的核心企业“复星医学”及其下属的“复星长征”、医疗器械产业的整合平台“创新科技”,还是整合知名的中药国有企业“花红药业”、西药国有企业“重庆药友”,甚或信息产业中的“上海21世纪广告有限公司”,复星无不采用股权的激励方式。

“复星医学”原本为“上海复瑞房地产开发经营公司”,主业为房地产开发,注册资本只有1500万元。后转向做诊断试剂,且在2000、2001年为“复星实业”

带来了2072万元和1232万元的收益。为推动其进一步的发展,“复星医学”于2002年11月进行增资,“复星实业”增资8075万元,占95%股份,“广信科技”和自然人朱耀毅各出资200万元和300万元,分别占2%和3%的股权,将“复星医学”的注册资本增至1亿元。这里,自然人朱耀毅目前是“复星实业”的副总经理,同时还是“复星长征”的总经理。而“复星长征”,原本由“复星实业”直接持有75%的股权。为了将作为总经理的朱耀毅的利益与“复星长征”保持一致,“复星实业”在今年6月份将持有的“复星长征”75%股权以账面值5721万元转给了“复星医学”,由于朱耀毅持有“复星医学”3%的股权,这样他也就间接持有“复星长征”的股权。

而对于医疗器械的整合平台“创新科技”,2001年3月之前只有“复星实业”和“复星医学”两个法人股东,分别持股90%和10%。在2001年3月份的增资扩股中,公司总经理兼“复星实业”副总经理的丁晓军也出资120万元参与了增资,占3%的股权。

在采用增资扩股的方式收购知名的中药国有企业“花红药业”的增资扩股协议中,原广西花红药业厂厂长、现“花红药业”董事长兼总经理韦飞燕及其管理层共6个自然人也参与了增资,但具体持有的股权没有披露。

而在整合西药国有企业“重庆药友”中,虽然我们并没有直接发现管理层的身影,但在股东中出现了以“重庆药友”前身“重庆制药六厂”命名的“重庆制药六厂职工持股会”。即使在“复星朝晖”、“复星药业”等企业,我们也发现“复星实业”及其关联公司持有的股份一般都是百分之九十几,而剩下的百分之几,我们猜想很可能就是管理层持有的股份。

此外,“复星信息”旗下最为成功的媒体《21世纪经济报道》的广告经营公司“上海21世纪广告有限公司”中,也有管理层的股份。

## 介入证券业: 服务复星产业整合

郭广昌眼中的复星集团是“投资银行”。作为“整个集团的金融中心、资本中心和资金中心”,复星集团就不能缺少真正的金融产业(投资于金融业的情况请见附图《复星的其他产业投资》)。

在证券业处于低潮之时,复星开始介入。2002年5月,在原“丹东国际信托投资公司”的几家营业部的基础上以及“沈阳恒信国有资产经营有限公司”的参与下,复

星集团旗下“复星产业投资”及其控股的上市公司“豫园商城”，联合“天药集团”控股股东“天津金耀集团”、“复星实业”第三大股东“上海申新（集团）有限公司”等公司，合资发起成立了“德邦证券有限责任公司”（简称“德邦证券”），注册资本10.8亿元。

在“德邦证券”中，“复星产业投资”和“豫园商城”共持有49.74%的股权，相对控股。同时，原本就与复星集团有关联的“天津金耀集团”和“上海申新集团”合共持股37.17%。两者加起来占股本的86.91%，均以现金出资。而以证券营业部等资产出资的沈阳恒信国有资产经营有限公司、抚顺市融达投资有限公司和丹东国际信托投资公司等3公司仅持有余下的13.09%的股权。目前，“德邦证券”共有12家证券营业部。

对于复星，投资证券公司，不仅仅为了获取投资收益，更为重要的是用来整合资源。今年5月19日，“德邦证券”挂牌成立仪式上，“德邦证券”总经理王韬光称，“德邦将以专业化的特色服务、较强的创新研发能力、竞争性的激励机制等手段为所有掌握最佳商业模式或接近掌握最佳商业模式的优秀企业提供投行服务，特别要为复星集团的产业整合提供金融支持，以实现资源的最有效配置。”

郭广昌则表示，复星集团介入证券业既是一种反周期的战略性投资，也表明了复星通过构筑强大金融平台去整合社会资源的决心。

他给“德邦证券”的定位是，“当前中国和世界都面临着极好的产业整合机会，德邦应紧紧抓住这个机会，在借鉴复星十多年来形成的投资理念和经验的基础上，轻装上阵，通过吸引最优秀的投行人才、提供最佳的服务质量，精心服务于复星的产业整合，服务于优势企业的产业整合，为包括复星在内的一批中国企业在世界的崛起提供强大的金融支持，并藉此打造自己在金融产业的强势地位，力争用3-5年的时间跻身于中国投资银行的前列。”



# 复星实业 20亿元大收购

五年来，“复星实业”共进行了累计14亿元的权益性投资，这些投资共为其带来了4.78亿元的投资收益；而与此同时，其营业利润先增后减，五年累计金额不足1亿元。

“复星实业”是整个复星集团的起源，也是其产业集团层面最为核心的实体，其盈利模式同样沿袭了整个复星集团的理念：虽然营业利润很不理想、主营业务收入也只有区区的10亿元（还占不到整个集团的1/3），但依靠稳定增长的投资收益，“复星实业”获得了不错的盈利。在这样一个专业的产业集团中，也细分了很多的细类，涵盖诊断试剂、医药流通、中药、西药、原料药、医疗器械等领域，下属投资的企业多达三、四十家。其中下属的20多家药厂中，只有1家是复星自己建的，其余全是合资和收购而来的，其五年的上市公司历史就是一段投资收购史。

1998-2002年，“复星实业”共进行了14亿元的权益性投资，这个数字正好与其投资活动的净现金流一致。五年中，这些投资带来的投资收益逐年增长，累计共为“复星实业”带来了4.78亿元的投资收益；而与此同时，其营业利润先增后减，五年累计金额不足1亿元（见附文《复星实业：越来越依赖投资收益》）。

2003年，“复星实业”还通过托管“复星产业投资”持有的国药集团医药控股有限公司49%股权，投资金额5亿多元，这是“复星实业”在医药领域最大的一笔投资。

## 生物制药及诊断试剂：3亿元5年赚1亿元

生物制药及诊断试剂是“复星实业”上市之初的主导产业，也是毛利率最高的主营业务，其诊断产品2002年的毛利率高达71%，而同期的药品制造及销售的毛利率只有33.6%。不过，受国家政策限制，这一主要业务的主营收入2001、2002年均只有1亿元左右，发展空间非常有限。

在生物制药及诊断试剂方面，“复星实业”共有六家主要的子公司，总投资3.1亿元，这些公司在过去五年中共为“复星实业”创造了约1亿元的投资收益，投资回报率为32%。其中，生物制药业务最核心的企业是一

家近年来连续亏损的公司——上海克隆生物高技术有限公司（本文简称“克隆生物”）；而诊断试剂业务最核心的企业上海复星医学科技发展有限公司（本文简称“复星医学”）的业绩相对要好。

“克隆生物”成立于1992年12月，由第二军医大学和上海市科委联合投资创建，主要研发生产克隆伽玛干扰素和克隆怡宝。“复星集团”于1997年2月参与投资，占51%股份，这些股份于2个月后以3400万元卖给了“复星实业”，溢价1380.4万元。

从“复星实业”披露的信息来看，投资“克隆生物”在1997、1998年获得了较好的回报，其中1997年还通过转让EPO产品技术服务获得了700万元的收入。

对于基因技术产品的良好发展机遇，“复星实业”肯定不能放过。于是，1998年8月，“复星实业”变更原来收购生产维生素公司的计划，以2500万元的价格从上海利康实业总公司手中溢价买下了“克隆生物”另外45%的股权，持股比例增至96%（另外4%股权2000年7月前由“复星实业”下属的“创新科技”持有，后转给“广信科技”0.5%、上海复星高新技术发展有限公司1%、上海复星房地产开发有限公司1%和上海复星信息产业发展有限公司1.5%），并另出资4100万元作为“克隆生物”的设备改造及补充流动资金。之后的1999年，“克隆生物”也确实为“复星实业”带来了1337万元的投资收益。

不错的收益加上对基因技术产品的美好预期，“复星实业”于2000年初对“克隆生物”做出进一步增资的决定，将其注册资本由2500万元增至1亿元。

然而，好景不长，自2000年开始，“克隆生物”一直亏损。2000年，“克隆生物”给“复星实业”带来了16万元的微亏，并将此前获得的1143万元盈利以现金的方式进行了分配；至2002年，“克隆生物”累计共给“复星实业”带来了3926万元的投资亏损；此外，2002

年末,该公司还欠“复星实业”的往来款项达9489万元。

诊断试剂业务最核心的企业“复星医学”,是由此前的“上海复瑞商务发展有限公司”(本文简称“复瑞商务”)于1999年5月更名而来的,而“复瑞商务”在1998年4月之前是从事实业投资和开发复星花园一期的“上海复瑞房地产开发经营公司”。

注册资本1500万元的“复星医学”获得了较好的投资回报,2000、2001年分别为“复星实业”带来了2072万元和1232万元的收益。为进一步的发展,“复星实业”于2002年11月增资8075万元,占95%股份,将“复星医学”的注册资本增至1亿元。2002年,“复星医学”也实现了1539万元的净利润。

在生物医药方面,“复星实业”还收购了上海实业医大生物技术有限公司(本文简称“上实医大”),组建了上海复星生物医药研究院有限公司(本文简称“复星研究院”);在诊断试剂方面,“复星实业”收购了上海复星长征医学科学有限公司(本文简称“复星长征”),以及参股了上海市卫生局下属的中美合资上海华泰生物工程实业有限公司(12.5%)。

“上实医大”原本由“香港上海实业国际投资有限公司”和“上海医大尚益科技实业联合公司”各出资51%和49%联合组建,生产我国第一个拥有自主知识产权的国家一类生物技术新药“思凯通”,后来“复星实业”在1998年按出资价分别收购两者持有的25%和26%股份,占该公司51%的股权。这种参股的合作方式,能够使该公司得以继续使用“上海医科大学”的资源,复星集团此后的很多次收购都有类似的特点——即充分利用被收购公司的资源和团队。“上实医大”的这部分51%股权后于2000年底以出资价转让给了计划在香港创业板上市的“克隆生物”。“上实医大”的投资在1999年为亏损200万元,而转让至“克隆生物”下面后,“克隆生物”也立即连年亏损,十分巧合。

“复星研究院”于2000年8月由“复星实业”和“复星医学”分别出资6720万元和280万元投资组建,这部分资金来自2000年配股筹资。2001、2002年,“复星研究院”分别为“复星实业”带来了2343万元和1186万元的投资收益。

“复星长征”原名上海长征-康仁医学科学有限公司,成立于1989年2月,是目前国内最大的生化试剂生产和销售企业。1999年6月,“复星实业”出资2430万元收购了上海利康科技实业总公司在上海长征-康仁医学科学有限公司34%的股权,并将名称变更为现名。2000年5月,“复星实业”进一步用2000年配股资金出资150万美元从香港华美集团收购了“复星长征”的22%股权;2001年3月,又以125.23万美元受让了原股东澳大利亚Trace

Scientific Ltd.持有的19%股权,持股比例升至75%。三次收购共支付溢价金额1658万元,而1999-2002年,“复星长征”为“复星实业”带来的投资收益为1913万元。2003年6月,“复星实业”将持有的“复星长征”股权以账面值5721万元转给了诊断产品核心企业“复星医学”,由于“复星长征”的总经理朱耀毅持有“复星医学”3%的股权,这样做将非常有利于推动管理层去提升“复星长征”的竞争力。

## 西药制造:3年投4亿元 准备大干一番

“整个医药行业有1500亿的利润,其中60-70%属于西药”,对于要做“医药新经济代表”的“复星实业”,肯定是不放过西药这块最大的蛋糕。在2000-2002年的三年间,“复星实业”共在西药制造方面投资了约4亿元,目前已经取得投资收益约1亿元。

据2000年年报,“复星实业”中西药制造是以上海复星朝晖药业有限公司(本文简称“复星朝晖”)为核心的。我们看到,这家核心企业的注册资本只有区区的1000万元,2002年实现净利润1109万元,2002年末总资产为1.7亿元,净资产2868万元,负债率高达83%,1.4亿元负债中1.21亿元为欠“复星实业”的往来款项。

然而,“复星实业”将这家小公司作为中西制药的“桥头堡”,也不是没有道理的。我们可以看看“复星朝晖”的企业简介:“复星朝晖”的前身是第二军医大学朝晖制药厂,始建于1958年,为全军最早的具有独立法人资格及独立经济核算的制药企业。

后来,“复星朝晖”于1999年由复星集团承包经营,后被“复星实业”于2000年1月以零资产方式受让并出资490万元组建,占49%股份;后于2000年4月又出资460万元受让了46%的股权,持股比例增至95%。虽然公司小,但不仅有第二军医大学的背景,而且还是民政福利企业,可以免征企业所得税,增值税全额先征后返。

于是,这家不简单的“小公司”就成了“复星实业”进军西药制药的核心平台,并成为2000年8月配股筹资的重要投资项目,“复星朝晖”技改项目总投资为1亿元,已于2002年完成全部投资,这也是2002年末其欠“复星实业”1.21亿元的主要原因。“复星朝晖”的投资取得了不错的回报,2000-2002年共为“复星实业”带来了3312万元的投资收益。

在收购重组“复星朝晖”的同年5月,“复星实业”出资14549万元参与了天津药业有限公司的改制,持有改制后的天津药业集团有限公司(本文简称“天药集团”)的22%股权。后于2001年5月又出资2780万元

从天津开发区泛亚太有限公司手中收购了 3% 的股权，持股比例增至 25%。三年来，“天药集团”共为“复星实业”带来了 5411 万元的投资收益。2001 年 5 月，“天药集团”发起成立了“天药股份”，并于当年 6 月发行上市，“天药股份”是全球最大的皮质激素原料药生产商。

“复星实业”在西药方面另外两个主要的公司均是由于 2002 年与重庆化医控股（集团）有限公司（本文简称“重庆化医”）合资成立的。

一家的前身是“重庆化医”于 1950 年创建的科研事业单位重庆医药工业研究院，时下著名的减肥药“曲美”的研究成果即出自该院。改制后，更名为重庆医药工业研究院有限责任公司（本文简称“重庆医工院”），“复星实业”出资 3128.91 万元，占 56.89% 的股权。由于是由科研机构转制成立，“重庆医工院”自 2002 年起五年内享受全额免征营业税、所得税、房产税、土地使用税等，2002 年全年实现盈利 220 万元。

另一家“重庆药友制药有限责任公司”（本文简称“重庆药友”）的前身是创立于 1939 年的重庆制药六厂。2002 年 5 月，“复星实业”与“重庆化医”、重庆制药六厂职工持股会签署关于“重庆药友”增资扩股的协议，“复星实业”出资 6831.68 万元，持股 51%。“重庆药友”2002 年实现盈利 2975 万元，2002 年末净资产 14258 万元。

## 中药制造：1.5 亿元试水，主要为参股

相比于西药，目前中药的市场空间要小得多。“复星实业”在这方面的投资也相对要少很多，中间也出现过一些曲折，目前只有一家控股的子公司（2002 年进入），其余的公司均为参股。1999-2002 年，“复星实业”在中药产业总投资达 1.5 亿元，已获得投资收益 3200 多万元。

在 IPO 投资计划的六个投资项目中，“复星实业”安排了一个中药项目——增资收购上海五洋药业健康产品有限公司（本文简称“五洋药业”），但投资的金额是六个项目中最少的，只有 1500 万元，仅占 IPO 募集资金的 4.3%。“五洋药业”创建于 1993 年，由中方和新加坡五洋投资有限公司合资组建。不过，“复星实业”在 1998 年报中声称要将“五洋”树立成其在中成药领域的品牌，位置与生物制品、基因药物、核酸检测试剂等产品领域的“克隆”品牌和药品流通零售领域的“复星”并驾齐驱。

1999 年 1 月，“复星实业”按照既定计划完成了对生产 16 种中药的“五洋药业”的增资扩股，出资 1500 万元，占比 60%。接下来的 1998-2001 年，“五洋药业”连年盈利，总共只给“复星实业”带来了 698 万元的投资收益，分得现金红利 424 万元；但时至 2002 年，“五洋药业”出现了亏损，造成 275 万元的投资亏损。在这五年

中，“复星实业”也没有给“五洋药业”进行更多的后期投入，这一点似乎在 2000 年报已有所表露（以“复星朝晖”为核心企业的中西制药事业部不再提“五洋药业”）。2002 年 6 月，“复星实业”将“五洋药业”按照原价转让给了“福建德胜实业集团”，全身而退。据复星旗下的媒体报道，“复星旗下有一家中药厂，注册资本金 600 万，复星占 60%，每年税后利润 300 多万，连续 5 年都在分红，但是复星还是力图想把它的销售额提高，5 年换了三任总经理，教授、卖药大王、跨国公司的营销总监都有，但始终未能奏效。”虽然其中报道的数据与“五洋药业”有诸多不符，但估计这家中药厂就是“五洋药业”。

“复星实业”控股比例最大的中药企业，是 2002 年增资收购的著名妇科药品“花红片”的制造企业广西花红药业有限责任公司（本文简称“花红药业”）。2002 年 9 月，“复星实业”下属控股子公司上海复星医药产业发展有限公司（本文简称“复星医药”）与“花红药业”董事长兼总经理韦飞燕等其他投资者对“花红药业”进行了增资扩股，“复星医药”出资 3068.18 万元，占 45% 股权。“花红药业”2002 年实现销售额 1.6 亿多元，净利润 1851 万元，年末总资产 14609 万元，净资产 8146 万元。

除了“花红药业”外，“复星实业”还在中药产业间接参股了“羚锐股份”（600285），直接参股了武汉中联药业股份有限公司（本文简称“武汉中联”）、上海静安制药有限公司和浙江天一堂药业有限公司。

2000 年 5 月，“复星实业”和下属控股子公司“复星医学”分别出资 5159 万元（3450 万元来自 2000 年配股募集资金）和 554 万元受让了河南省信阳市建设投资公司、河南省信阳华银房地产开发有限公司持有的河南信阳信生制药有限责任公司 90.3%、9.7% 的股权，后于 2001 年 11 月更名为“上海复星医药产业发展有限公司”（本文简称“复星医药”）。而“复星医药”持有“羚锐股份”15.04% 股份（2000 年 10 月上市后，上市前的持股比例为 25%），是其第二大股东。“羚锐股份”是全国硬膏剂生产最大企业之一，2000-2002 年间共为“复星实业”带来 927 万元投资收益。

2002 年 4 月，“复星医药”出资 5000 万元受让“武汉中百集团”持有“武汉中联”的 32.19% 股权，并于当年获益 459 万元。“武汉中联”的鼻贴片市场份额在全国处于领先地位。“武汉中联”已经从 2003 年 4 月开始进入上市辅导期，由闽发证券提供辅导，计划明年下半年在上交所上市。

此外，“复星实业”还于 1999 年 6 月出资 1121.7 万元收购了上海静安药材经营总公司持有的上海静安制药有限公司 80% 股权的一半，1999-2002 年为“复星实业”



带来投资收益605万元。“复星实业”下属的“复星医药”于2001年12月出资430.31万元受让了浙江天一堂药业公司工会所持有的浙江天一堂药业公司7.25%的股权。“复星实业”还在2000年4月出资180万元与上海童氏药业股份有限公司合资组建上海童氏复星药业有限公司,占60%股权,主营中成药、精制饮片等,但由于该公司涉及药品经销权的审批,目前该项目还在申报过程中。

在中药方面,“复星实业”的上层公司“复星集团”也在2002年1月参股了中国蜂王行业独领风骚多年的“南京老山药业”的股份制改造。“南京老山药业”由南京农垦产业(集团)控股、“复星集团”和南京药业股份有限公司参股,并计划在今年进行IPO。

## 医疗器械: 近两年投资1亿元开拓的新领域

正如“复星实业”在2000年报中声称的建立了“以上海创新科技有限公司(本文简称‘创新科技’)为核心企业的医疗器械事业部”,“复星实业”的医疗器械产业基本是以“创新科技”为平台展开各种运作的。1999-2002年的四年中,“创新科技”本身及其下属公司共投出资金约为1亿元,“创新科技”为“复星实业”带来的投资收益合计为2739万元。

“复星实业”首先利用IPO募集资金全资收购了“创新科技”。1998年5月,“复星实业”从IPO募集资金中拿出3076万元从上海市科技创业中心手中溢价433万元收购了“上海创新科技有限公司”的全部股权,1999年11月完成全部并购程序,其间“复星实业”将“创新科技”的10%股权转让给了下属控股子公司“复星医学”。

后来“创新科技”在2001年3月进行了增资扩股,注册资本从2000万元增至4000万元。原股东“复星实业”和“复星医学”分别增资1800万元、80万元,增资后分别占90%和7%,同时该公司总经理丁晓军出资120万元,占3%。

以“创新科技”为平台的运作基本上在2002年进行。2002年2月,“创新科技”出资1000万元受让“钢铁研究总院”所持有的“北京普鲁斯钢研外科植入物有限公司”40%的股权,公司更名为“北京普鲁斯复星外科植入物有限公司”,注册资本200万美元。2002年12月,“创新科技”与上海市血液中心、上海医药血液技术产业发展有限公司、上海市血液中心工会委员会合资成立上海输血技术有限公司,注册资本600万元,其中“创新科技”出资264万元人民币,占44%的股权。

“复星实业”在医疗器械方面最核心的公司、主营牙

科医疗器械的上海复星医疗器械有限公司(本文简称“复星医疗器械”)也被安排在“创新科技”下面进行运作。“复星医疗器械”正式成立于2000年6月,其前身是1999年1月由“克隆生物”和“复星医学”各出资180万元(占90%)和20万元(占10%)成立的上海利丰科技发展有限公司。据“复星实业”年报推测,“克隆生物”是在2000年将其所持的90%股权转让给了“创新科技”,并同时将公司名称进行了变更、确立了医疗器械的主营业务。“复星医疗器械”在2001年进行了首次增资扩股,注册资本由200万元增至1000万元,“创新科技”增资410万元,持股比例降至59%;2002年再次增资,注册资本增至3000万元,“创新科技”增资1585万元,持股比例增至72.5%。

“复星医疗器械”正式成立后两个月,“创新科技”和“复星医疗器械”各出资210万元(占95%)和11万元(占5%)收购了江苏淮阴医疗器械有限公司(本文简称“淮阴医疗器械”),并于2001年12月对“淮阴医疗器械”进行了增资扩股,注册资本增至500万元,双方持股比例不变。

此外,2001年3月,“创新科技”出资600万元参股了上海百荃医疗器械有限公司(本文简称“百荃医疗器械”),占60%股份。后来“创新科技”又分别在2001年9月和2002年出资60万元、101万元从其他股东手中受让了“百荃医疗器械”6%和9.6%的股权,持股比例增至75.6%。

在医疗器械方面,除“创新科技”为主要平台外,“复星实业”还在2002组建了上海复星埃科得科技有限公司,“复星医学”也在2002年8月出资90万美元与美国Biolog公司合资组建上海复星佰珞生物技术有限公司(占75%的股权,主要进行生物工程设备及附件的研发、生产和销售)。“复星实业”还在2000年用配股资金1484.04万元增资参股上海新亚药业金山有限公司项目,占25%股权,该公司是目前国内最大的专门从事新型高档软质铝管药用包装材料的开发、生产和销售的专业公司,三年共为“复星实业”带来投资收益556万元;其25%的股权已于2003年6月以2040万元的价格全部转让给了上海市佳田制造有限公司,转让价格相当于投资成本加三年的投资收益。

## 医药商业: 三年投出9.5亿元,占半壁江山

正如十分重视整合商贸流通企业一样,医药商业也是“复星实业”在整个大医药链条中最为重视的环节。在过去五年以及今年上半年,“复星实业”共在医药商业领

域投资高达 9.5 亿元，是“复星实业”在医药行业其他领域投资的总和，其中最大一笔投资为今年支付给“复星产业投资”的国药集团医药控股有限公司托管保证金。这些投资由于投入时间较短，尚未产生很大的收益，过去三年共获得投资收益 4800 多万元。

就在“复星实业”IPO 的资金投向计划里，有一项投资 1.51 亿元的计划，是六个计划中投资金额最大的，占 IPO 募集资金的 43%，这项计划就是“与全国部分省市约 150 家医院合作新建现代生物医学技术研究应用中心”。

这个计划初看起来是研究方面的计划，但其实是“复星实业”“独创的营销方式”，也就是医药商业方面的投资，这充分体现了郭广昌们的商业智慧。不过，“新建现代生物医学技术研究应用中心”，实际上只是购买各种医疗检测专用设备供各医院免费使用，“复星实业”还可以获得分成收益。从实际投资的情况来看，这个投资计划对于资金融通也十分有帮助：原计划 1998 年投资 12835 万元、1999 年投资 2265 万元，实际上由于大宗采购获取的价格优惠和付款优惠以及其他原因，“复星实业”在 1998 年只投资了 1015 万元用于购买专用设备（虽然“复星实业”1998 年报披露为 6305 万元，但固定资产明细项目表明该项投资最多只有 1015 万元），1999 年新增的专用设备为 3693 万元但同时减少专用设备 1346 万元，而更多的投资是在 2000 年完成的，2000 年增加专用设备为 7523 万元（同时减少专用设备 3496 万元）。

不过，不管怎样，这种“独创的营销方式”充分反映了“复星实业”非常重视对流通环节进行投资，这对于今天竞争十分激烈的医药行业来讲是很有前瞻性的。接下来，“复星实业”大规模投资医药商业也就毫不奇怪了。上市之初，“复星实业”就确定了将“复星”建成医药连锁品牌的目标。“复星实业”目前拥有复星大药房、上海药房、金象大药房、永安堂等著名品牌的零售连锁店 500 余家。

第一笔投资就是与国内商业巨头“友谊集团”合作。2000 年 1 月，上海复星药业有限公司（本文简称“复星药业”）盯上了中国最大的商业企业“友谊集团”，出资 250 万元与“友谊集团”下属的子公司“联华超市”合资组建了“上海联华复星药品经营有限公司”（本文简称“联华复星”），双方各占 50% 的股份（关于复星收购“友谊股份”的详细情况见前面附图）。

此后的运作基本是以“复星网络”（后来的“复星医药投资”）为平台进行的。

在“复星实业”2000 年配股投资计划中，投资最多的一个项目是“投资组建上海复星网络发展有限公司（本文简称“复星网络”）”，项目投资总金额 10417 万元：2600

万元用于增资“复星药业”，1200 万元用于收购上海药房股份有限公司（本文简称“药房股份”）27% 的股权，1000 万元对上海宝山医药公司增资，其余 5617 万元建立一个一流的医疗健康门户类网站（择机进入电子商务）。“复星网络”于 2000 年 9 月正式组建，并于 2001 年 8 月更名为上海复星医药投资有限公司（本文简称“复星医药投资”）。

成立当月，“复星医药投资”即与“复星实业”、“复星朝晖”和“复星研究院”共同出资 6120.926 万元，与北京华方投资经营公司投资设立北京金象复星医药股份有限公司（本文简称“金象复星”），占 49% 的股份。“金象复星”主营药品销售，于 2001 年 1 月正式注册成立。2002 年 12 月，“金象复星”增资扩股，“复星医药投资”出资 374.76 万元，复星各关联公司合计持股比例增至 50%（其中“复星医药投资”持 47%，“复星实业”、“复星朝晖”和“复星研究院”各持有 1%）。

同月，“复星实业”还出资 2460 万元，受让了上海雷允上北区药业股份有限公司（本文简称“雷允上北区药业”）1200 万股股份，占 24% 股权。2000 年 12 月，“复星实业”再次出资 2000 万元与上海长江口商城股份有限公司合资设立“上海新世纪药业有限公司”（本文简称“新世纪药业”），占 40% 股权。两家公司均主营药品批发和零售。

2001 年 1 月，“复星医药投资”出资 1454 万元受让上海宜川购物中心（集团）有限公司持有的“复星药业”46% 的股权；此次股权转让后，“复星实业”和“复星医药投资”合计持有“复星药业”97% 的股权。次月，“复星药业”与“复星医药投资”分别出资 510 万元和 490 万元，将“复星药业”所属的上海地区的零售药店分拆成立了“上海复星大药房连锁经营有限公司”，目前拥有门店 50 多家，经国家药监局批准成为药品零售跨省连锁试点企业。

2002 年 1 月，“复星医药投资”、“复星药业”与北京东方达泰资产经营公司、北京华辰伟业投资管理中心合资共同发起设立北京永安复星医药股份有限公司（本文简称“永安复星”），注册资本为 1.5 亿元，“复星实业”及控股子公司合计出资 6900 万元，占 46% 的股权（其中“复星实业”25%，“复星医药投资”20%，“复星药业”1%）。“永安复星”经营范围包括销售中西药、中药材、医疗器械、生物化学药品、消毒剂、保健用品、医药原料、中药饮片加工等。

2002 年 3 月，“复星实业”出资 1200 万元与湖州市国有资产经营公司、湖州医药有限公司职工持股会共同改制设立湖州复星医药有限公司（本文简称“湖州复星”），占 40% 股权。“湖州复星”经营范围包括中药材等产品。

# 控制现金流

与和“友谊集团”合作的操作手法类似，2003年1月，“复星集团”旗下的“复星产业投资”又与中国最大的医药集团“中国医药集团总公司”在上海合资成立国药集团医药控股有限公司（本文简称“国药控股”）。其中，“中国医药集团总公司”以其拥有的全资（或控股）的11家子公司的净资产出资52425.64万元，占51%股权；“复星产业投资”以现金出资50369.7325万元，占49%股权。“复星产业投资”持有的这些股权在2003年4月转给“复星实业”进行托管，“复星实业”支付托管保证金50369.7325万元。