

An Empirical Study on the Growth of Small and Medium-Sized Pharmaceutical
Enterprises through M&A in China

by

Yan Zhou

A Dissertation Presented in Partial Fulfillment
of the Requirements for the Degree
Doctor of Business Administration

Approved March 2015 by the
Graduate Supervisory Committee:

Ker-Wei Pei, Chair
Hong Chen
Wei Shen

ARIZONA STATE UNIVERSITY

May 2015

中国中小医药企业并购重组的成长性实证研究

作者：周延

工商管理学博士

学位论文

答辩委员会同意于 2015 年 3 月参加答辩

答辩委员会成员：

贝克伟，主席

陈宏

沈伟

亚利桑那州立大学

2015 年 5 月

ABSTRACT

This thesis starts with an analysis of the current situation of the pharmaceutical industry in China, and discusses the strategic mergers and acquisitions (M&A) by small and medium-sized enterprises (SMEs) in the pharmaceutical industry in China. It elaborates on the rationale for the development of the mergers and acquisitions of the pharmaceutical SMEs. Then a literature review is provided on the causes of corporate mergers and acquisitions such as the economies of scale, synergistic effect, transaction costs, market power, and strategic diversification. Next, the thesis analyzes the underlying rationale for the M&A transactions in the pharmaceutical industry in China, and explores the likely path of successful value creation for pharmaceutical SMEs in China. Specifically, with five in-depth case studies of M&A transactions of pharmaceutical firms, this thesis reveals the critical success factors leading to value creation and growth in the practice of mergers and acquisitions of the pharmaceutical SMEs in China.

Key words: Small and medium sized pharmaceutical enterprise, merger and restructuring, share acquisition, growth

摘要

本文从中国医药业发展现状分析入手，探讨了我国医药行业中中小医药企业实施并购重组的可能性，并阐述了研究中小医药企业并购发展的理论价值。在评述和总结了企业并购的规模经济、协同效应、价值低估、市场势力等理论的基础上，本文分析了我国医药行业实施战略并购的动因和特殊性，籍此提出我国中小医药企业并购选择的发展道路。企业成长性是以持续经营为前提，以企业价值增长为最终目标的一个过程；其外在表现是企业规模的由小到大，内在表现是企业素质的提高。通过我国医药企业并购重组的案例分析，揭示了成功案例对我国中小医药企业并购实践的启示。

关键词：中小医药企业，并购重组，股权收购，成长性

目录

	页码
表格目录.....	viii
图形目录.....	ix
公式目录.....	x
符号注释表	xi
章节	
1 绪论.....	1
1.1 研究背景和意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义.....	6
1.2 国内外研究现状.....	7
1.2.1 国外研究现状.....	7
1.2.2 国内研究现状	12
1.3 研究内容、方法和创新点	15
1.3.1 研究内容	15
1.3.2 研究方法	16
1.3.3 创新点	18

章节	页码
2 企业并购的基本理论.....	19
2.1 并购及其相关概念.....	19
2.1.1 并购的概念.....	19
2.1.2 并购重组的分类.....	21
2.2 企业并购动因理论研究.....	22
2.2.1 规模经济理论.....	22
2.2.2 协同效应理论.....	23
2.2.3 市场势力理论.....	25
2.2.4 代理问题和管理主义理论.....	26
2.2.5 并购重组与发展战略理论.....	28
2.3 企业成长性简述.....	29
3 中国医药行业并购重组趋势分析.....	31
3.1 中国医药行业并购现状.....	31
3.1.1 中国医药企业并购特点.....	31
3.1.2 中国医药企业并购中存在的问题.....	33
3.2 中国医药行业并购重组动因分析.....	34
3.2.1 国家的医药产业政策主导并购前行.....	34

章节	页码
3.2.2 高投入的行业特征驱使着并购的发展	37
3.2.3 国内医药产业集中度远低于世界平均水平	37
3.2.4 外资进入压力加大，在华医药行业并购加速	38
4 中国医药企业并购重组案例的实证分析	42
4.1 华润集团收购三九药业的实证分析	42
4.1.1 华润（集团）有限公司简况	44
4.1.2 三九医药集团简况	46
4.1.3 重组的环境及原因分析	47
4.1.4 重组的实施过程	49
4.1.5 重组后的成长性分析	51
4.2 华源集团医药并购的实证分析	54
4.2.1 华源集团简况	55
4.2.2 上海医药集团简况	56
4.2.3 北京医药集团简况	57
4.2.4 重组实施过程	57
4.2.5 重组结果及动因分析	60
4.3 誉衡药业并购案例的实证分析	62

章节	页码
4.3.1 誉衡药业简况	62
4.3.2 上海华拓医药简况	64
4.3.3 重组环境与并购过程.....	65
4.3.4 重组后的成长性分析.....	67
4.4 深圳高特佳投资集团（PE）并购博雅生物实证分析	72
4.4.1 高特佳集团介绍	73
4.4.2 博雅生物介绍.....	74
4.4.3 并购过程.....	75
4.4.4 上市前的资源整合分析	76
4.4.5 上市后的资本运作分析	77
4.5 本章实证分析结论总结.....	82
5 某集团并购某中小医药企业案例分析	87
5.1 并购主体与并购流程.....	88
5.1.1 并购公司——天下控股集团.....	88
5.1.2 标的公司——沈阳格林制药公司.....	90
5.1.3 并购的流程.....	91
5.2 并购重组与企业成长性分析	92

章节	页码
5.2.1 并购重组前沈阳格林经营状况.....	92
5.2.2 并购重组后企业成长性分析.....	94
5.3 并购过程中的经验之谈.....	101
5.3.1 完善公司管理层股权激励机制.....	101
5.3.2 并购后的公司治理分析.....	104
6 全文总结与研究展望.....	120
6.1 全文总结.....	120
6.1.1 并购重组能有效地提高中小医药企业的成长性，关键因素在于并购后的整合	120
6.1.2 金融资本并购重组中小医药企业要注重整合，发现价值，创造价值.....	123
6.1.3 中小医药企业并购重组中的保障措施.....	125
6.1.4 中小医药企业并购重组后的整合措施.....	126
6.2 研究展望.....	129
参考文献.....	131

表格目录

表格	页码
1 新古典主义和行为主义关于兼并浪潮的观点对比	8
2 企业成长性指标	30
3 2013 年医药行业重大政策回顾	37
4 华润并购三九大事表	44
5 三九集团 2008 年集团资产及债务情况表	52
6 重组前后三九集团偿债能力表	52
7 誉衡药业财务报表 ^[45] (2010 年-2013 年)	63
8 华拓医药财务报表 ^[19] (2012 年-2013 年)	65
9 誉衡药业收购财务绩效分析	71
10 博雅生物从被高特佳控股整合后的财务绩效	77
11 天安药业财务状况	79
12 博雅生物 2014 年上半年分布产品和服务	80
13 案例分析总结	82

图形目录

图形	页码
1 2006-2010 年中国医药行业并购市场整体统计	40
2 2006-2010 年中国医药行业并购市场 VC/PE 相关并购趋势	41
3 三九集团重组前控股情况	51
4 并购重组后的沈阳格林制药公司的公司治理结构	106
5 沈阳格林制药公司重组后的组织架构	108
6 沈阳格林制药公司新建信息中心	113
7 沈阳格林制药公司信息中心 SAP 管理系统运行监测	113
8 中国医药企业并购重组路径设计	121

公式目录

公式	页码
1. $NPV = Sp - \Delta P$ 公式 (1)	24
2. $Sp = EPS_w - EPS_m (1 + \rho)$ 公式 (2)	24
3. $\Delta P = P_o - P_B$ 公式 (3)	24

符号注释表

FDA	Food and Drug Administration	美国食品药品监督管理局
GMP	Good Manufacturing Practice	药品生产质量管理规范
GSP	Good Supply Practice	药品经营质量管理规范
ICU	Intensive Care Unit	重症加强护理病房
IPO	Initial Public Offerings	首次公开发行股票
M&A	Mergers and Acquisitions	兼并收购
MBO	Management Buy-Outs	管理层收购
NPV	Net Present Value	净现值
OEM	Original Equipment Manufacturer	代工生产
OTC	Over The Counter	非处方药
PE	Private Equity	私募股权投资
SME	Small and Medium(-Sized) Enterprise	中小企业
TGA	Therapeutic Goods Administration	澳大利亚治疗商品管理局
VC	Venture Capital	风险投资

第 1 章 绪论

研究问题

本文聚焦于中国中小医药企业的并购重组带来的成长性(价值创造)分析,成长性主要体现在中小医药企业通过并购重组在市场竞争优势、公司治理和内控、财务绩效等方面得到持续提高,研究目的在于通过成长性分析选择一条适合我国中小医药企业发展的并购之路。由于本文主要聚焦于中小医药企业,大多属于非上市公司,无法提供充分的量化数据支持,所以本文主要采用案例分析和论证了并购重组成功的关键因素是并购重组后的整合,分别分析了产业资本和金融资本并购重组的案例,突出了金融资本在收购过程中信息不对称的情况下,收购后充分发挥自身的资源整合能力和投资管理能力,通过规范公司治理,实现经营战略、人力资源、企业文化、财务、金融资源等方面的整合,进而传导到业务经营,通过业务经营能力的大幅改善,使得企业的内涵式增长和外延式扩张并举,最终实现价值创造。

1.1 研究背景和意义

1.1.1 研究背景

医药行业一直以来都被誉为是“永远的朝阳产业”,在多数人看来,社会对于医药产品的需求从某种意义上来说就是一种“刚性需求”。近年来,我国的医药产业也一直处于持续高速

发展的状态，逐渐朝着规模化、集约化的方向迈进。但是，不管是企业的核心竞争力还是产业结构分布的合理性，与发达国家相比，我国医药产业还是相对比较落后的(李婷，2013)。

改革开放以来，我国的医药产业发展以年均 16%左右的迅猛速度快速增长，远远超过了我国全国工业的平均增速，已经成为亚太区发展最快的医药市场。随着医疗体制的改革以及人民生活水平的提高，不管是国内还是国际对医药产品的需求会进一步增加，我国医药市场势必获得长足的发展。

但是由于历史遗留问题以及其他很多原因，我国医药产业与发达国家相比仍然属于低技术、低效率、低利润的产业，“一小二多三低”的局面还是没有从根本上得到改善。“一小”指大多数生产企业规模小。据统计，目前我国医药商业企业几乎 90%为小型企业。据中国医药商业协会统计，2010 年排在前三位的医药商业是中国医药集团总公司、上海市医药股份有限公司、九州通集团有限公司，分别实现商品销售 123.5 亿元、97.2 亿元、61.7 亿元，三家加起来仅占全国市场的 12.8%；全行业中年销售额过 50 亿元的医药企业只有 6 家，过 20 亿元的有 17 家，过 10 亿元的只有 39 家，年销售额超过 2000 万元的企业不到 5%。

“二多”指企业数量多、产品重复多。目前全国药品批发企业 1.65 万家，从事零售业的有 11.9 万家，实现的年医药销售额却不到全球市场的 10%。同时所经销的产品种类重复性强，我国生产的化学药品 97%都是仿制药品。新药的创新研制能力及制剂水平低下，创新药物很少。

“三低”是指企业集约度低、利润率低、管理效能低。近年来我国医药行业的毛利一直在下降。据中国医药商业协会提供的数据显示,目前国内药品批发行业的平均毛利率为12.6%,而平均费用率却达到12.5%。与此同时,在行业内,特别是众多小型企业的散、乱、差的现象还在一定程度上存在,行业素质的升级需要靠一定的时间过程实现(中国行业研究网,2014)。

许多中小医药企业由于缺乏自身优势产品、新药研究开发能力、管理能力及经济效益低下,遇上政策环境变化,生存便成问题。中小医药企业无法发展壮大原因主要有如下六大原因:

1、战略迷失

“联想之父”柳传志概括企业经营管理三要素是“建班子、定战略、带队伍”。定战略的意义和重要性、原则、方法、内容、步骤等说起来是常识性的东西,但为什么在一些医药企业现实运作中就容易出现偏差,容易迷失。其实,任何企业战略都是以人为本,靠人去执行,战略规划本身很好,但是员工在中间看不到个人利益;缺乏努力的动力,尤其是损害一些敏感人物的利益时,战略执行就会变得非常困难。而在激烈竞争中,成败的差距往往在99%的努力和100%的努力之间。而很多企业老板不知道问题出在哪里,不停地换人换思路,往往是一错再错,连挽回的机会都没有,而事后也无法反思出有意义的经验和教训。企业反复变换战略思路,战略迷失,总是不能实现目标(焦燕东,2011)。

2、市场无策

中小医药企业面对市场的残酷，往往显得束手无策。很多做大做好的企业都是采取做广告的策略，有企业一年 3 亿多元的广告费，销售能达到 42 亿元；还有企业一年投入 11 亿元广告费，换回 80 多亿元的回款；更有企业在央视打广告，选择明星代言，销售额就能迅速增长。但中小医药企业往往支撑不了上央视广告的庞大费用。而对于终端，庞大的人海战术人力费用也不菲。对于中小医药企业而言，进也难、退亦难。

3、产品散乱、缺乏竞争力

有一些医药企业建立几十年，针剂、片剂、胶囊、丸剂种类齐全，可以生产几十种产品，拥有上百个产品的批准文号，但是却多为普药，并且每个产品的竞争企业都有几十家，在这样的情况下，产品很难打开销路，与大型制药企业竞争。并且，由于国内很多中小医药企业缺乏研发能力，无法形成后续的新品供给链，导致产品竞争力越来越低。

4、资金短缺

自 2011 年 3 月 1 日起，凡新建药品生产企业、药品生产企业新建（改、扩建）车间均应符合《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》的要求。现有药品生产企业血液制品、疫苗、注射剂等无菌药品的生产，应在 2013 年 12 月 31 日前达到《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》要求。其他类别药品的生产均应在 2015 年 12 月 31 日前达到《药品生产

质量管理规范(2010年修订)》要求。未达到《药品生产质量管理规范(2010年修订)》要求的企业(车间),在上述规定期限后不得继续生产药品(中国银河证券,2013)。

新版 GMP 的实施对中小医药企业来说无疑是雪上加霜,中小医药企业规模小、资金有限,维持正常的生产运营之余很难有多余的资金按照新版 GMP 的要求进行车间改造,大量的中小医药企业因此很难生存下去。

5、管理混乱

一些中小医药企业内部管理混乱,责、权、利不清;财务资金管理散乱,监控不力,信息失真;企业决策“拍板式”,管理意见不统一,政令难通;员工感觉在公司做事难,老板则感觉员工没有尽心工作;工作效率降低,成本不断增加,严重制约企业经济效益的改善和市场竞争能力的提高。

一些企业管理者总是离市场很远,对外部市场的信息缺乏了解,对于企业内信息了解片面,导致企业管理者并不了解企业的真实情况,决策偏离企业的实际情况,人心涣散。一年更换几任营销老总,离职的都会带走部分客户和主要营销骨干,企业的资源在不断变换中消耗殆尽。

6、决策者短板

企业的决策者或者主要经营决策人其实是企业这个“木桶”上那块最重要的短板,但他们又决定着企业的生死存亡。决策者的思想高度决定企业能走多远,决策者的品德决定企业

的诚信，决策者的抗风险、抗压、危机处理能力决定企业的“免疫”能力，决策者对人力、产品、市场资本、品牌等资源整合经营能力决定企业的生存质量和发展效率。

正因为如上原因，中国众多的中小医药企业一直无法摆脱困境，实现跨越式发展。所以，我国医药企业要想提高整体竞争力、实现产业整合以及结构合理化，并购重组就成为了一个非常重要的手段。

1.1.2 研究意义

企业的并购重组活动是发生在现代经济社会中最有意义的经济活动之一。企业并购是企业实现产业更替和升级的重要途径，在提高产业集中度，实现规模经济的同时，促进组织结构的优化和资源的合理配置。目前，并购作为一项实现企业战略和产业优化的方法和措施，正在我国经济发展中发挥着越来越大的积极作用。就经济学而言，并购重组活动有助于驱动资源从低效到高效的配置。就公司个体而言，并购重组的经济作用在于通过参与并适应变革，从而帮助公司获得新的竞争优势或维持原有的竞争优势。企业并购重组的主要研究领域有并购重组的动因，并购重组后的资源整合，重组的绩效评价等。西方国家学者对于并购重组的研究集中在并购动因和并购功效分析，在并购动因方面总结出规模经济、协同效应、市场势力、代理问题和发展战略等理论，并购功效分析则侧重于财务绩效和经营绩效等方面。与西方国家相比，我国企业的并购重组活动起步较晚，因此对其研究探讨也较晚。目前，国内学者对企业并购的研究主要集中在在上市公司的绩效变化，在并购模

式选择对并购方和标的方业绩影响等方面研究探讨得比较深入，对企业并购后的整合和成长性（价值创造）的研究较少，而对细分行业生物医药行业的研究就更少了。对于集高技术、高投入、高收益、高风险和长周期特点于一身的医药行业。并购无疑是最便捷的实力扩张、抗衡对手的途径。我认为通过研究中小医药公司在市场经济环境下的并购重组，分析中小医药公司并购重组后对企业成长性与价值创造的影响，对企业们如何更好更快地促进中小医药企业发展，具有现实的指导和借鉴意义。

1.2 国内外研究现状

1.2.1 国外研究现状

近年来，关于企业并购重组的研究，国外的学术研究主要着眼于产生并购的原因和并购产生的作用功效两个方面。

一、产生并购重组的原因分析

Harford (2005) 谈到，由于兼并可以推进应对新的环境变化，积聚的兼并浪潮可以归为市场时机选择或产业冲击汇聚因素。他们的研究发现，经济的、管制的和科技的冲击会驱动产业兼并浪潮；然而，是否冲击导致一轮兼并浪潮取决于是否有足够的总体资本流动性；即使产业冲击没有汇聚，这种宏观的流动性组成也会引起产业兼并随着时间推移而积聚；与包含这种流动性成分的经济模型相关的市场时机选择变量并不能对此有所解释；在

分部门的现金收购的同时期的峰值则表明了兼并活动的经济动机。在他的研究中，还对新

古典主义和行为主义关于兼并浪潮的观点进行了对比（见表 1）：

他的理论侧重于从宏观角度去解释企业并购重组的原因，兼并浪潮这种理论很有创新性，为我们拓宽思路提供了借鉴，然而该项理论没有涉及具体的行业或企业，因此不一定适用于我们所要研究的医药行业企业。

项目	新古典主义	行为主义	经验分析的发现
产业浪潮的成因	资产流动性伴随着管制或经济的冲击	产业内的价值高估及价值的扩散	资产流动性伴随着管制或经济的冲击
积聚浪潮的成因	由于宏观流动性因素引发的多个同时的产业浪潮	在积聚中的高估和扩散	由于宏观流动性因素引发的多个同时的产业浪潮
现金的公司部门收购	在浪潮中增加：可能由股票出价方进行	在浪潮中不会增加：不会由股票出价方进行	在浪潮中增加：由股票出价方进行
浪潮前的利润回报和市场/账面价值比率	高，如果资金流动性依赖于资产价值的话	高	高
浪潮前的利润回报的离差	没有预测	高	正常
浪潮后的利润回报	没有预测	低	正常
信贷紧缩的度量	低，如果资金流动性重要的话	没有预测	低
兼并后的经营业绩	比没有兼并要好	在浪潮中变差	相似/较好在浪潮中

表 1 新古典主义和行为主义关于兼并浪潮的观点对比

Lehto (2006) 等探讨了创新对并购的影响，即当企业自身拥有创新能力时，是否会增加其收购其他企业的倾向，或这种创新能力的拥有是否会吸引其他企业，而导致其被收购的问题。他们的研究表明，掌握新技术在手的企业，可以通过兼并被直接运用到其他企业，而其所有权变化的方向取决于公司在使用该技术时的实际能力；对于与兼并相关联的已掌握的创新的可观察到的转移，可以在商业化进程中或在新产品进入大的市场的措施中保持领先；在企业手中出现的新技术会通过兼并产生协同外部化的新机会；在投资比重较大的加工产业，由于高进入成本以及所有公司都希望更有效率发展的责任，作为创新能力的拥有者，会趋于收购低效公司；而另一方面，在非加工产业，收购的目标企业往往是创新者，即在非加工产业创新者往往容易会被竞争优势在于其他领域而不是在创新能力的其他公司所并购，这表明拥有未完成的创新的企业也同样会被收购。

在后面的案例分析中，我们会发现实际情况与 Letho (2006) 的理论还是很契合的，有创新能力并购方通过受过是低效的缺乏创新的企业是自己掌握的新技术大规模的协同外部化，另一方面金融资本发现有创新能力的中小企业通过收购让其价值得到进一步提升，因此企业的创新能力对并购重组有着至关重要的影响。

上世纪 90 年代后，兼并在日本兴起，该研究利用宏观经济和兼并数据，用计量经济学方法分析了泡沫经济后向内的跨国兼并和国内兼并的短期运行模式。结果显示，改革后的模式不同于先前低水平的兼并；国内和向内的兼并受宏观因素的不同影响，意味着进行兼

并的基本原理不同；此外，研究也一定程度支持“贱卖”可以看作是在后泡沫时期日本兼并活动的驱动力的争论。

显然日本的国情与产业结构与我国有着很大的不同，因此日本企业的兼并重组模式不一定适用于国内中小医药企业。不过计量的方法给企业兼并的短期运行模式给出了具体的定量的结果，这给我们可以在案例分析中增加财务数据的计量分析的启发，但由于本文的研究对象主要是中小医药企业，多是非上市公司，量化数据不够充分，因此本文主要采用案例分析研究的方法，同时尽可能多的寻找合适的的数据以支持其论证。

二、并购重组的功效分析

Andrade (2004) 等探讨了兼并的经济角色，通过在行业和公司水准的兼并和内部法人投资的比较研究，他们发现明显的证据证明兼并行为随着时间通过行业积聚，但是内部投资则不同。在行业结构再造中，兼并起着“扩张性”和“收缩性”的双重作用。在上世纪 70 年代和 80 年代，过剩的生产量驱使产业通过兼并而合并，同时最高生产量的利用通过非兼并的投资触发了产业扩充。在 90 年代，这种现象由于很好的成长前景、高收益率和接近的生产量而发生逆转，产业经历了最狂热的兼并活动。

Megginson (2004) 等讨论了在战略兼并中积极长期的业绩的决定因素。在公司主业与长期兼并业绩之间有明显的正关联：主业减少的兼并会导致显著的长期负面表现，平均 18% 的股东财富损失，9% 的公司价值损失以及兼并三年后的经营现金流的明显下降；保持

或增加主业的兼并会导致长期业绩的边际改善。主业变化的程度很重要。主业每 10%的减少会导致股东财富的 9%损失，公司价值的 4%的折损，以及至少 1%的经营业绩的下滑。现金融资的保持或增加主业的兼并长期业绩表现最佳，而股票融资的主业减少的兼并相应表现最差。主业变化的度量在两个时间段都很重要；公司主业变化的程度是更重要的公司主业或多样化的度量标准。

本文的案例都是企业针对主营业务医药业务的兼并收购，除了企业在并购重组过程中应该聚焦主营业务以外，还要关注对兼并收购后主营业务进行整合，只有在有效整合的基础上，才能使企业的长期业绩得到改善。

Shahrur(2005)主要分析了水平收购对兼并企业的竞争者、收购产业的供应者和消费者产业的福利的影响。与共谋和顾客能力动机相矛盾，研究发现存在对目标和投标企业股东的积极的相结合的福利效应的收购子样本，对竞争者、供应者和企业消费者的显著的正面的反常的回报；这意味着在他们研究样本中通常的收购是由于效率考虑所驱使；但是，他们也发现例证说明如果供应者是集中的，则水平收购增加兼并企业的购买者能力。

Cassiman (2005) 等研究了并购对研发过程的影响，通过对 31 个单独的兼并案例的深入分析，他们指出在兼并合伙人之间的技术和市场关联性明显地对研发过程的投入、产出、业绩和组织结构有影响。在拥有先前的互补性技术的合作者之间进行的兼并会在兼并后导致更加积极的研发表现；完全相反的是，当兼并实体是科技替代性的，他们明显地会

在兼并后降低他们的研发水准；研发效率在兼并实体是科技互补性的，比他们是替代性的时提高更显著，这些结论支持了范围经济效应，而驳斥了规模经济效应；此外，在合作者在兼并前活跃于同样的科技领域的情况下，研发的减少是更明显的；如果兼并实体在他们兼并之前在产品市场上曾是竞争对手比他们之前不是对手研发效率获利较小，这表明对手企业从兼并中的技术获利较少。

从国外医药行业并购宏观环境看，产业政策、法律、资本市场都有利于制药企业间的并购，以形成拥有强劲实力的跨国制药企业来参与国际竞争。政府从医药产业政策、投入资金、实施优惠政策等方面不断鼓励并购提升产业集中度，优化产业结构。如美国的医药行业并购历史长达一个世纪，在这个过程中逐步形成了完善而健全的与并购有关的法律体系。医药企业兼并重组也是医药经济全球化的必然趋势，是医药产业高度集中化和专业化的发展要求。同时，资本产权市场的培育和发展为医药企业的并购活动提供了良好的投融资平台，极大地支持了超大型并购案交易。医药企业数量也从 3000 多家并合到现在的 300 多家，企业都拥有了强大的核心竞争力，医药产业结构得到了极大优化（张健，2009）。

1.2.2 国内研究现状

余力和刘英（2004）全面分析了中国上市公司 1999 年发生的 85 起控制权转让的案例，统计了 2002 年 55 起重大资产重组案例的并购市场业绩，并且全面考虑了出现并购绩效所需的时间因素以及实证研究的实效性，从而揭示中国公司的并购动机及并购市场业绩。

通过研究分析后表明：并购重组会给目标公司带来正的收益，其中目标公司的累计超额收益率为 24.502%，超出了 20%的国际水平，然而并购方的收益则不明显且缺乏持续性。

这项研究聚焦于上市公司的并购重组，由于我国的资本市场起步晚于发达国家，因此在许多方面与发达国家有不小的差距，因此并购重组对目标公司的超额收益与国际水平也有很大的不同。本文聚焦于中小医药企业，所以案例都是非上市公司或者上市公司在上市之前的收购，研究的标的与余力和刘英有很大的不同，非上市公司没有充足的数据来计算累计超额收益率，因此我们研究的重点在企业成长性和并购后的整合。

李善民、陈玉罡（2013）研究分析了发生于 2006 年至 2010 上半年的 40 起公司并购活动，通过研究分析可以看出，并购事件发生后可以使得目标公司的经营业绩有所上升，而并购公司的财务业绩则会呈现逐年下降的趋势，从整体上来看，上市公司并购后的财务业绩呈显著的下降趋势。

该项研究将重点放在标的公司和并购公司在并购重组以后的异同上，受他们的启发，本文也在部分案例中将研究分解为标的公司和并购公司，不过与李善民等研究结论不同的，誉衡药业和博雅生物收购后（个案分析见后），由于整合得成功，标的公司和并购公司的业绩都有很大的提升。

郭永清（2011）选取 2005 至 2010 年沪深两市 151 个上市公司的并购重组案例进行分析，把上市公司的并购重组案例分别划分为横向并购、纵向并购与混合并购三大类，对各

种模式下的公司并购后的财务业绩进行了全面研究分析，通过财务数据的全面比较后可以发现：横向并购有利于提高上市公司的财务业绩，在纵向并购模式下，公司并购前后的财务业绩变化不明显，而混合并购不但没有提高上市公司的财务业绩，反而使其财务业绩更加恶化。

郭永清的研究与李善民和陈玉罡（2013）他们的研究有某种程度的类似，本文中的案例以医药行业中小企业的横向并购为主，同时也涉及了跨行业整合，例如华源集团的案例，结果并购重组以失败而告终，与李善民他们的研究结论不谋而合。但他们的研究也有一定的局限性，譬如在金融资本主导并购重组的博雅生物的案例中，高特佳就通过跨行业收购医药品种取得了并购重组的成功。

自 20 世纪 90 年代以来，世界排名前列的跨国医药公司大多进行了不同规模的兼并、重组，从而形成了葛兰素-史克比成，辉瑞-华纳兰博特，赫斯特-罗纳，阿斯特拉-捷利康等一批超大规模的制药企业。这些医药企业通过兼并、联合获得了强大的资本、优秀的医药人才、完善的营销网络、过硬的技术开发实力，迅速提高了市场竞争力而更有利于自身的长期发展。而国内的医药企业在过去的几十年间，也持续地进行着并购重组的资本运作，其中上市类公司的标的公司在并购重组之后存在着较高的累计超额收益率，经营业绩也有所上升，而并购公司的财务业绩则会呈现逐年下降的趋势，从整体上来看，上市公司并购

后的财务业绩呈显著的下降趋势。并且，并购类别对并购业绩也有很大的影响，混合并购不利于提高上市公司的财务业绩，纵向并购模式下则对财务业绩变化不明显，横向并购能提高上市公司的财务业绩。

1.3 研究内容、方法和创新点

1.3.1 研究内容

本文首先回顾了我国医药行业现状与存在问题及国内外医药企业资产重组的现状与动态，之后详细阐述中小医药企业资产重组的理论基础，紧接着进入本文分析的重点——通过实例对医药企业资产重组运作模式和绩效进行比较和分析，着重分析某集团股权收购某中小医药企业的动因、过程、环境及整合后的治理等，最后得出结论并提出一些建议。

第一章是绪论部分。通过我国医药行业现状分析，以及国际医药行业发展历程，探讨了我国医药行业并购重组发展的可能性，以及选题背景和研究意义。梳理了国内外研究现状，并简单概括本文研究的内容、方法和创新点。

第二章主要是企业并购的基本理论介绍。阐述了并购的概念和分类，详细介绍了企业并购动因研究理论以及企业成长性理论，为我国中小医药企业并购重组和成长性研究做铺垫。

第三章主要对中国医药行业并购重组进行了分析，指出行业的特殊性主要包括产品研发时间较长、资质牌照审批制等资源稀缺性，同时指出我国医药行业的并购必然性及特点，

同时并对上市医药企业、非上市医药企业并购重组的特点和问题进行了探讨，指出了中国医药行业并购重组的趋势。

第四章主要对国内医药行业并购的典型案例分析进行深入分析，并将并购公司分为产业资本和金融资本两种类型进行研究，产业资本并购重组中小医药以华润集团、华源集团和誉衡药业并购重组为例；金融资本并购重组中小医药以高特佳（PE）并购控博雅生物为例；探讨产业资本和金融资本在参与中小医药企业并购重组中的异同。突出了金融资本在收购过程中信息不对称的情况下，充分发挥自身的资源整合能力和投资管理能力，发现价值并创造价值。

第五章是根据笔者亲自参与实施的天下控股集团并购重组沈阳格林制药公司的实证案例，分析我国中小医药企业在并购重组中的改革与创新，并且总结了并购重组后的公司治理的经验，并希望通过此实际案例分析我国中小医药企业在重组并购中可以借鉴的经验。

第六章是全文总结和展望。研究结论包括：股权收购是我国中小医药企业并购重组的有效途径，通过并购重组能够有效地提高中小医药企业的成长性，关键因素在于并购后的整合；金融资本能有效并购重组中小医药企业等结论。

1.3.2 研究方法

本文主要采用了文献研究法和案例分析法来对中国中小医药企业并购重组问题进行研究。

1、文献研究法

文献研究法主要是指搜集、鉴别、整理与公司并购重组动因与企业成长性研究相关的文献,并通过充分地占有与并购相关的文献资料,进行并购文献的调研,以便掌握有关的并购的动态、并购的前沿进展,了解前人已取得的研究成果、研究的现状等形成对并购动因与企业成长性的科学认识。对过去和现在并购动因与企业成长性的研究成果进行深入分析,指出目前的并购动因与企业成长性的研究水平、研究动态、应当解决的问题和未来的发展方向,提出自己的观点、意见和建议。并依据有关理论,研究条件和实际需要等。对各种并购动因与企业成长性的研究成果进行评述,为本文后半部分多个医药企业并购重组的案例研究提供基础和条件。

2、案例分析法

本文的案例研究分析方法,具体可以分为案例描述和案例分析,包括国有的华润集团收购三九医药案例,华源集团并购重组案例;民营的誉衡药业并购上海华拓医药和 PE 金融资本的高特佳集团并购博雅生物的案例描述与案例分析。还包括笔者亲自参与实施的天下控股集团并购重组沈阳格林制药公司的案例。案例描述主要对并购公司和标的公司进行介绍,对并购重组过程和并购重组环境进行叙述;案例分析主要将理论与实际紧密结合,利用定性研究与定量分析相结合的方法对并购双方企业的成长性进行研究。不仅从定性的角度分析了中小医药企业的并购重组行为,而且从企业成长能力和企业成长潜力两方面数据进

行了定量分析。透过现象分析本质，探究并购重组可遵循的一些内在原理。使文章紧密联系实际，具有一定现实意义。

1.3.3 创新点

本文主要在下述几个方面进行了创新：

(1) 对医药上市公司、非上市公司、民营企业的并购重组模式的特征进行了研究，并指出股权收购是中小型医药企业并购重组的有效模式。

(2) 分别从产业资本参与并购重组和金融资本参与并购重组两方面，选取了誉衡收购上海华拓医药和高特佳集团（PE）收购博雅生物这两个案例进行深入研究，之前研究多关注产业资本的整合，本文的研究填补金融资本对医药行业并购重组这方面的空白。

(3) 根据某投资集团股权收购某中小医药企业案例的实证研究，天下控股集团股权收购沈阳格林制药公司后，通过公司治理结构、财务管理、制度管理、人才管理等一系列的资源重组运作，将沈阳格林制药公司打造成为以创业板上市为改革目标、以规范现代企业管理制度为运营目标的中小医药企业的发展典范。

(4) 从医药行业角度，分析比较了上市公司和非上市公司并购重组后在整合的不同运作模式、趋势分析以及产生问题的异同，详细地归纳总结了中国医药行业并购重组的现状特点和发展趋势。

第 2 章 企业并购的基本理论

2.1 并购及其相关概念

2.1.1 并购的概念

企业并购是企业之间进行兼并与收购行为的简称。它是企业实行资本运作、扩大企业经营的重要形式，也是在市场经济条件下进行产业组织结构调整、优化资源配置的重要途径。并购其实是“兼并”和“收购”概念的合并。

一、兼并

兼并，是指两家或更多的企业、公司合并为一家企业。公司兼并可以采取吸收合并与新设合并两种形式来实现。吸收合并是指一家公司取得另一家公司的全部产权，被兼并公司解散，兼并公司继续存在的合并形式；新设合并是指两家或者两家以上的公司合并为一家新的公司，合并各方解散，新设公司继续存在的一种合并方式。由此可见，不管是吸收合并还是新设合并，在合并完成后只有一家法人公司存在。在国际社会科学百科全书（International Encyclopedia of Social Science, 2007, 381）里的定义则是：“兼并是指两家或更多的不同的独立的企业合并为一家。这种合并可以采取多种形式，最典型的一种是一家公司用现金、股份或负债方式来直接购买另一家公司的资产。”

二、收购

收购，是指对企业的资产或股份的购买行为，也就是一家公司在证券市场上用现款、债券或股票购买另一家公司的股票或资产，以实现对该公司的控制，而该公司的法人地位并不消失。收购可以分为资产收购与股权收购，资产收购是指收购方购买目标公司的部分或是全部资产的行为；股权收购是指收购方直接或间接购买目标公司的部分或全部股票，并根据持股比例与其他股东共同承担目标公司的权利与义务。在股权收购情况下，企业的资产所有权并没有发生转移，但是公司资产所代表的股东权益发生了转移。按照收购方所获得股权数量，可以分为以下三种情况：一是参股收购，即收购方仅购得目标公司的部分股权。在这种情况下，收购方通常仅以进入目标公司的董事会为目的。二是控股收购，即收购方购得目标公司达到控股比例的股权。三是全面收购，即收购方购得目标公司的全部股份，目标公司成为收购方的全资子公司。

三、区别

兼并与收购的区别，首先，兼并行为的结果往往是目标公司法人地位的丧失，成为收购方的一个组成部分，而在收购行为中，目标公司被收购方保留其法人的地位。兼并与合并的差别首先在于合并（尤其是新设合并）具有一定的平等性，兼并具有一定的强制性；其次现为合并（尤其是新设合并）的无偿性和兼并的有偿性的差别。

2.1.2 并购重组的分类

按并购 (M&A) 前企业间的市场关系，并购可分成三类：

1、水平并购 (横向并购)，并购企业的双方或多方原属同一产业，生产同类产品。

2、垂直并购 (纵向并购)，并购企业的双方或多方之间有原料生产、供应和加工及销售的关系，分处于生产和流通过程的不同阶段，是企业全面控制原料生产、销售的各个环节，建立垂直结合控制体系的基本手段。

3、混合并购，同时发生水平并购和垂直并购，或并购双方或多方是属于没有关联关系产业的企业，通常发生在某一产业的企业试图进入利润率较高的另一产业时，常与企业的多元化战略相联系。

按出资方式，并购也可分为三种形式：

1、现金并购，指并购公司支付一定数量的现金，以取得目标公司的所有权。目标公司的股东得到了所拥有的股份的现金支付，从而失去了任何选举权或所有权。

2、股票并购：指并购公司采取增加发行本公司的股票，以新发行的股票替换目标公司的股票。特点是无需支付现金，不影响并购的现金状况，同时目标公司的股东不会失去其股份，只是股权从目标公司转到并购公司，从而丧失了对公司的控制权。

3、杠杆并购，指由一家或几家公司在金融信贷支持下进行的并购。特点是只需少量的资本即可进行，并且常常以目标公司的资本和收益作为信贷抵押。此外还有按并购的手段和态度作善意收购与恶意收购之分。

2.2 企业并购动因理论研究

在现代经济生活中，具有特定竞争优势的企业之所以选择并购而不是新建的原因，在于以下几方面：第一，并购一个企业较之新建一个企业所用的时间短得多；第二，并购重组一个企业的过程比新建一个企业的过程简单；第三，现代资本市场为并购提供了便利的条件——在股票市场上收购一家上市公司仅需控股达到一定比例，而无需拥有其全部股权（梁国勇，1997）。但具体而言，理论上对于企业并购行为的动因解释是很多的，主要包括下列一些理论。

2.2.1 规模经济理论

所谓规模经济，是指厂商的生产随其生产规模的扩大而产量增加，每单位产出的成本逐渐下降；马歇尔在《经济学原理》一书中提出了大规模生产的好处成为新古典经济学谈论规模经济理论的主要依据；按照马克思在《资本论》中的有关资本集中与经济增长理论论述，在竞争条件下，追逐剩余价值刺激企业不断扩张，导致生产规模的相应扩大，从而引起资本的集中，增加规模经济效应；马克思的全球化理论中涉及的国际分工与国际贸易，商品交易与资本的全球化其实也是追求规模经济的一种表现（胡英标，2006）。

企业并购对规模经济产生直接影响，通过并购对工厂的资产进行补充和调整，可以使企业在保持整体产品结构的同时，实现产品深化生产，或者运用统一的生产流程，减少生产过程的环节间隔，充分利用生产能力，使其经营成本最小化，达到最佳规模经济的要求。

美国经济学家，芝加哥大学教授施蒂格勒认为，“随市场的发展，专业化厂商会出现并发挥功能，在这一方面规模经济是至关重要的，一个厂商通过并购其竞争对手的途径成为巨型企业是现代经济史上一个突出现象。”企业并购还有利于从市场营销、管理、科技开发等环节促进企业的规模经济目标，企业并购后，原来分散的市场营销网络、科技人员可以在更大范围内实现优化组合。这些规模巨大的厂商是技术进步的源泉。

对规模经济（包括工厂规模经济和企业规模经济）的追求往往是企业横向并购的主要动机。

2.2.2 协同效应理论

协同作用的概念最早是由德国物理学家哈肯（Hagen）提出来的，后来 20 世纪 60 年代由 H·伊戈尔·安索夫首次提出以来（安索夫，2013），一直是西方大型企业在制定多元化发展战略、策划并购活动时所遵循的一个重要的原则。

企业并购中的协同效应有两种被广泛认同的定义：一种是 J. F. Weston 在其提出的协同效应（Synergistic Effects）理论（法律快车，2013）中所定义的：“协同效应是指两个企业兼并后，其产出比兼并前两个企业产出之和还要大，这一效应常被称为 2+2=5 效应”；另

一种是 Sirower (2000) 在《协同陷阱：并购游戏输在哪里》一书中的定义：“协同效应是两家公司合并后的经营效益比两家独立企业所期望取得效益之和的增加部分”。

企业通过并购重组以增加企业的价值，其来源主要为协同效应。按照协同效应理论，公司并购中并购公司向目标公司除支付市场现价以外，还要为未来某个时刻可能产生的现金流量预先支付溢价。如果并购者能够实现目标公司原先预期的业绩，那么显然可以用下式表示并购战略的净现值，即：

$$NPV = Sp - \Delta P \text{ 公式 (1)}$$

式中：Sp 为协同效应价值，可以分为总额协同价值和每股协同价值。若 ΔP 为每股收购溢价，则每股协同价值可用下列公式表示：

$$Sp = EPS_w - EPS_m (1 + \rho) \text{ 公式 (2)}$$

$$\Delta P = P_o - P_B \text{ 公式 (3)}$$

式中：EPS_w 为未来每股收益；EPS_m 为目前每股收益； ρ 为每股收益预期增长率；P_o 为收购目标公司的每股股票价格；P_B 为目标公司被收购前的每股股票价格（初宜红，2005）。

公司并购是一项特殊的投资活动，其协同效应主要表现为以下三种基本形式：管理协同、运营协同、财务协同。管理协同效应即企业并购后，因管理效率的提高而带来的收益。如果 A 公司的管理比 B 公司的更有效率，在 A 公司并购 B 公司之后，B 公司的管理效率提高到 A 公司的水平，那么这起并购就达到了提高效率的目的，即这里所说的产生了管理协

同效应。运营协同效应主要是指并购企业生产经营活动在效率方面带来的变化及效率的提高所产生的效益；经营协同效应还表现在并购双方的资源互补上，如双方在研发能力及营销能力互有优势，则并购就能提高资源的使用效益；建立在经营协同基础上的理论假定在行业中存在着规模经济，并且在合并之前，公司的经营活动水平达不到实现规模经济的潜在要求。财务协同效应指的是兼并给企业在财务方面带来的种种效益，这种效益的取得不是由于效率的提高，而是由于税法、会计处理原则及证券交易等内在规定的规定的作用而产生的一种纯现金流量上的收益；其具体体现为资金成本的降低和合理的避税效应（董运保，2006）。

此外，并购协同效应还体现为无形资产协同效应和产业协同效应。无形资产协同效应指并购后由于目标企业品牌提升、技术升级以及核心竞争力增强产生的增效作用；产业协同效应指并购带来的产业结构或专业协作水平的改变所带来的增效作用。

2.2.3 市场势力理论

市场势力是指企业对市场的控制能力，强大的市场势力可以使企业获得一定程度上的垄断权，这种垄断权有利于企业保持垄断利润和原有的竞争优势，其理论根源是 Hymer 的垄断优势理论（卓勇，2013）。市场势力理论认为并购活动主要动机在于借助并购可以有效地降低进入新行业的障碍，通过利用目标企业的资产、销售渠道和人力资源等优势，实现

企业低成本、低风险的扩张可以减少竞争对手，从而增强对企业经营环境的控制，提高市场占有率，并保持长期获利的机会。

关于市场势力问题，一种观点认为，增大公司的市场份额会导致合谋和垄断，兼并的收益正是由此产生的。但即使在一向崇尚自由竞争的美国，对基于控制市场目的这种并购行为也一直存在争议。按照《克莱顿法》，在一个高度集中的行业中，如果一家占有市场 10% 份额的厂商合并了另一家占有市场 2.5% 或略多一点的厂商，司法部很可能“反对”这种合并；而另一种观点则认为，产业集中度的增大，正是激烈竞争造成的结果。由于在产品价格、产量、类型、质量与服务等方面的决策所涉及的维度宽泛，层次复杂，不可能通过简单的合谋达到目的；因而体现了集中度高的产业中的大公司之间，竞争变得越来越激烈了；由此反映出，关于市场势力的理论，尚有许多问题有待进一步研究（张维和齐安甜，2002）。

2.2.4 代理问题和管理主义理论

Jensen 和 Meckling (1976) 在其论文中，系统地阐述了代理问题的含义。在现代经济的公司制的组织形式下，所有权和经营权相分离，但是所有者和管理者之间的契约不完备或者不可能被低成本地执行，由此产生代理问题，即作为代理人的企业经营者面临为人（企业所有者）还是为已的道德选择。

代理理论对于公司并购的解释包含以下一些观点：一是降低代理成本 Fama 和 Jensen (1983) 认为，公司代理问题可通过适宜的组织程序来解决。在现代企业的公司所有权和

经营权分离的情况下，经营者拥有决策的制定和执行权力，而所有者则管理决策的评估和控制问题，这是解决代理问题的内部经营机制；而并购则是解决代理问题的外部机制，当目标公司代理人产生代理问题时，可以通过证券市场的股票收购获得控制权而造成的接管，改选现任经理和董事会成员，让那些潜在的经理和董事取而代之，以减少代理问题的产生（冯云，2008）。

二是管理层论：Muller（1969）提出假说，认为代理人的报酬决定于公司的规模，因此代理人具有通过收购扩大公司的规模，而忽视公司实际投资收益率的个人动机；此外，经营管理层因为可能为了自己报酬的增加而发动并购，或并购那些需要特殊管理能力才能有效运转的公司，以使公司增强对经营管理层的依赖，企业规模还能提高经营者心理满足程度和社会地位，给予其更大的权力和职业保障，提供较大的稳定性和安全感^[11]。

三是过度自信（Hubris）假说：Roll（1986）提出，以竞标理论中的“赢者诅咒”理论为基础，根据拍卖市场特点提出的“过度自信”假说认为，即在有效市场里，公司的市值已经基本反映公司的实际价值，但由于收购公司经理层过分自信、盲目乐观而高估目标公司价值，从而发动收购。Roll（1986）认为收购企业的经营管理者试图通过兼并其他企业来提高企业利润，如果兼并确实没有产生协同效应，没有收益，那么，收购公司实现收购的过高的付款实际上造成收购公司的财富向目标公司转移，导致收购企业股东利益受到损害。过度自信

假说可以解释为什么经营管理者即使在过去经验表明收购存在一个正的估值误差的情况下仍然会做出收购决策（孙国茂，1998）。

2.2.5 并购重组与发展战略理论

所谓企业发展战略，是指企业对经营活动的整体部署和安排。实施企业发展战略的实质是开发或形成独特的获利能力或核心竞争力，并把这种潜在或核心能力转化为起源的竞争优势与经济附加值。因此企业并购的动机一定要围绕着企业的发展战略。

企业发展战略大致可以分为三种类型，即稳定战略、扩张战略、以及防御战略。所谓稳定发展战略，是指提供原有产品与服务、并保持原有经营规模的企业发展战略；所谓扩张战略，是指开发新产品、新市场、新工艺、并扩大企业经营规模的企业发展战略；所谓防御战略，是指企业减少投资、出售资产或放弃某些经营业务的企业发展战略。不同的企业发展战略要采用不同的实现方式。其中：实现稳定性发展战略的主要方式，是企业内部的积累与投资；防御性发展战略的主要实现方式为，减资、剥离、分立与破产清算；而实现扩张性发展战略，则可以采取企业并购、内部投资、合资经营、特许权经营等方式。企业并购是扩张性发展战略的基本手段，主要是企业并购相对于其它方法来的快，并且投资少、收益高。企业扩张型战略又可以区分为单一化扩张战略、一体化扩张战略和多元化扩张战略，对于不同的企业扩张战略采用的并购模式也是不同的。单一化扩张战略，是指集中扩大单一产品或服务经营规模的发展战略；一体化扩张战略，是指经营范围向上下游产业扩张的

发展战略；而多元化扩张战略，则是指从事不同产品生产或服务的企业扩张战略。针对不同的扩张战略采取的不同的并购模式。实施单一化扩张战略要求采取横向并购，实施一体化扩张战略要求采取纵向并购，而实施多元化扩张战略则要求进行混合并购。

2.3 企业成长性简述

企业成长性是以持续经营为前提，以企业价值增长为最终目标的一个过程；其外在表现是企业规模的由小到大，内在表现是企业素质的提高；具体可以表现在企业生存能力由弱到强、企业素质由低到高、企业竞争力由弱到强。

从量化的角度看，企业成长性可以分为成长能力和成长潜力。前者可以分解为盈利能力、营运能力、偿债能力、市场营销能力、技术创新能力、信息化能力等。后者可以从财务增长潜力、人力资源潜力和行业成长潜力等几个维度去研究。具体的指标可以见表 2。

成长能力											成长潜力							
盈利能力			运营能力			偿债能力		市场营销能力		技术创新能力		信息化能力		财务增长潜力		人力资源潜力		行业成长潜力
净资产收益率	总资产收益率	销售净利润率	总资产周转率	存货周转率	应收账款周转率	资产负债率	流动比率	市场占有率	销售收入增长率	R&D投入产出比	R&D投入比率	内部信息化系统健全程度	经营信息化系统健全程度	净利润增长率	净资产增长率	人均培训支出	科研人员比例	行业收入增长率

表 2 企业成长性指标

第 3 章 中国医药行业并购重组趋势分析

3.1 中国医药行业并购现状

从我国第一家医药上市公司哈医药于 1993 年 6 月在上海证交所挂牌以来,国内医药企业的并购也一直处于不断向前发展的过程。九十年代伊始,医药领域的并购事件还只属于个别现象,数量少、方式单一,且多为现金并购,主要是由一些经营较好的企业并购经营不善的企业,通过这种强弱并购,提高整个医药行业的产业集中度,调整产业结构。但是,随着我国医药产业的不断发展,许多企业已经颇具规模和实力,为了进一步扩大竞争优势,他们希望通过并购获得品牌和市场的优势,这就导致并购数量大幅度增加,行业内的资产重组快速发展。目前,我国医药企业的并购仍然处于一个高潮阶段,只是不管是并购的主体还是并购的形式和范围都在不断扩大(张建新、申俊龙和王慧,2008)。

3.1.1 中国医药企业并购特点

1、并购规模较小,次数较多

我国医药上市公司的并购规模普遍较小。在 2006 年至 2010 年 5 年的时间里,中国医药并购市场共完成 92 起并购,其中披露具体金额并购案例有 78 起,并购总额仅为 22.63 亿美元,这相对于国外医药企业动辄百亿元的并购规模还是存在一定差距。从并购频率来看,我国医药上市公司并购次数也普遍偏多。

2、以横向并购为主

所谓横向并购，就是指生产同类或者相似产品的企业之间的并购。医药企业通过横向并购一方面可以达到规模效益，降低成本；另一方面企业在获得同类或者类似产品之后也同时获取了互补市场份额，迅速扩大占有率。众所周知，我国医药企业由于一直以来都存在“多、散、乱”的问题，数量多，规模小，生产成本低，缺乏科研能力和竞争力，在这种现状下国内企业主要是通过横向并购达到产品的协同性，市场的互补性，从而把企业市场做大做强，面对跨国制药企业的竞争压力。

3、政府在并购中起推动作用

并购属于现代市场经济的正常活动，在国外政府不会对企业的并购行为过多干预。但是目前在我国，政府在医药企业并购中还是发挥着比较重要的作用。一方面是因为我国资本市场与发达国家的资本市场相比还不成熟，关于并购的法律政策以及实际操作还不完善；另一方面这也是由我国医药行业的现状所决定的，政府希望能在他们的推动下能够改善我国医药企业数量多、规模小、行业集中度低的局面，从而提高我国医药产业的整体竞争力（李栋华和卞鹰，2008）。

3.1.2 中国医药企业并购中存在的问题

1、并购方式单一

虽然各种资本已经在市场发挥作用，但现金支付是我国医药企业并购领域最为常见的支付手段，运用财务杠杆进行收购的案例很少。比如太太药业收购丽珠集团动用了近 6 亿元现金，华润集团采取承担了几十亿的债务对三九医药进行重组，采用的就是这两种典型的支付手段。但采用现金支付方式很有可能出现资金流动困难，使并购企业掉入债务陷阱，加大并购公司的财务风险，而且现金并购对被并购方人员积极性的调动也不及股权支付。随着资本市场的逐步发展，已经涌现出公开市场收购、股权置换、借壳上市、MBO 等各种各样的交易方式，但由于国内资本产权市场的不成熟，采用多样化支付方式需要时间（刘昱洋，2008）。

2、并购后整合不力

企业并购不仅是一项财务活动，经营控制权的取得并不意味着并购的终点和成功，只能算是整个并购战役第一个回合的胜利，要取得并购的成功必须对目标企业进行整合，使其与收购企业的整体战略、经营步调相一致，相互配合，具体包括：战略整合、业务整合、制度整合、组织人事整合和企业文化整合。并购的成功与否不仅要看被并购的企业所能创造价值的的能力，最重要的是要看并购后并购方对企业整合的能力。根据一项调查表明，所有并购失败的案例中，并购前失败率在 30%，并购中失败率在 17%，并购后整合阶段则是

高的 53%，由此可见并购后的整合对并购重组是最重要的。纵观中国医药并购市场，许多医药企业在完成并购后由于整合不力，使得并购方之前所做的一切努力都付诸东流，华源、东盛等企业就是在快速扩张后忽略了整合最终造成并购失败（张毅，2006）。

3.2 中国医药行业并购重组动因分析

医药行业是一个科技含量高、集约化和国际化程度高的产业，与人民的生命健康和生活质量等切身利益息息相关。进入二十一世纪以来，我国医药行业一直保持较快发展速度，产品种类日益增多，技术水平逐步提高，生产规模不断扩大。过去的十年间，药品市场总规模由 2000 年的 1572.00 亿元上升到 2009 年的 6194.00 亿元复合年增长率高达 16.5%，中国已成为世界医药生产大国。但是，我国医药行业发展中结构不合理的问题长期存在，自主创新能力弱、技术水平不高、产品同质化严重、生产集中度低等问题十分突出，行业的特殊性主要包括产品研发时间较长、资质牌照审批制等资源稀缺性，运用并购手段推动医药行业整合重组将成为医药业持续健康发展的必由之路（梁国勇，1997）。

3.2.1 国家的医药产业政策主导并购前行

医药行业的第一个显著特征是其政策主导性。国家医药管理局曾多次表示要加快医药行业的并购重组，并先后出台了系列政策和措施鼓励医药企业开展跨地区、跨行业、跨所有制的并购。“十二五”规划进一步明确了医药产业的发展方向，即在现有大型企业集团的基础上，通过股票上市、兼并、联合、重组等方式，着力培育与国际跨国公司相抗衡的大型医

药企业集团。并且随着新医改的不断推进，基本药物目录制度等政策的逐步实施，强者更强的马太效应将继续发挥作用，整合有利于行业龙头继续做大做强。

近几年，医药行业各类政策与工作安排陆续出台，如表 3 所示，政策导向加快促进产业集中度提升。2010 年 4 月，卫生部公布了《医药卫生体制五项重点改革 2010 年度主要工作安排》，提出了国家就 8500.00 亿元医药改革投资细化到 2010 年的具体举措，而医药“十二五”规划则大力鼓励提高行业集中度，并且近期三部委联合发布的《关于加快医药行业结构调整的指导意见》，明确了行业整合方向以及调整组织结构的 5 大具体目标，希望通过“十二五”五年的调整，使发展方式明显转变，逐步实现我国医药行业由大到强的转变。这些目标分别是：基本药物主要品种销量居前 20 位企业所占市场份额应达到 80%以上；在化学药领域，争取有 10 个以上自主知识产权药物实现产业化；在生物技术药物领域，争取有 15 个以上新的生物技术药物投放市场；在中药领域，培育 50 个以上疗效确切、物质基础清楚、作用机理明确、安全性高、剂型先进、质量稳定可控的现代中药，同时促进民族药的研发和产业化，促进民族药标准提高，加强中药知识产权保护；在医疗器械领域，培育 200 个以上拥有自主知识产权、掌握核心技术、达到国际先进水平、销售收入超过 1000.00 万元的先进医疗设备。

时间	部门	相关文件
1月6日	国务院	《2013-2015年生物产业发展规划》，生物产业产值年均增速保持在20%以上。到2015年，我国生物产业形成特色鲜明的产业发展能力，在全球产业竞争格局中占据有利位置；生物产业增加值占国内生产总值的比重比2010年翻一番，工业增加值率显著提升。到2020年，生物产业发展成为国民经济的支柱产业。
1月22日	工信部、财政部、发改委、证监会等12部委	《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》，其中明确指出医药行业兼并重组的主要目标和重点任务。
1月25日	商务部	商务部拟对药品批发、零售行业分级管理制定行业准入、退出制度
2月19日	国家药监局	新修订的《药品经营质量管理规范》，是我国药品流通监管政策的一次较大调整，新规范对企业经营质量管理要求明显提高。
2月20日	国务院办公厅	《关于巩固完善基本药物制度和基层运行新机制的意见》，纠正了基药招标中唯低价取的导向，遵循质量优先、价格合理的原则。
4月24日	工信部	今年五大专项扶持生物医药产业，包括：1.产业振兴和技术改造专项 2.通用名化学药发展专项 3.蛋白类生物药和疫苗发展专项 4.高性能医学诊疗设备发展专项 5.中药材生产扶持项目
9月27日	人民日报	发展大健康产业，就是转变传统医疗产业发展模式，即从单一救治模式转向“防—治—养”一体化防治模式。继续发展以医疗器械为主、以药品为主的医疗医药工业，还应加快发展以保健食品、药妆、功能性日用品等为主的保健品产业，以个性化健康检测评估、咨询服务、疾病康复等为主的健康管理服务产业。

9月27日	国务院	《中国(上海)自由贸易试验区总体方案》的通知，在试验区服务业扩大开放措施中提到“试点设立外资专业健康医疗保险机构”、“允许设立外商独资医疗机构”。
12月10日	国家中医药管理局	《中国中医药标准体系表草案》，共发布了中医药国家标准27项，行业及行业组织标准470多项，形成了相对独立完整的中医药标准体系框架。

表3 2013年医药行业重大政策回顾

3.2.2 高投入的行业特征驱使着并购的发展

医药行业的另一个显著特征就是新药的研究与开发是其发展的核心。制药企业的生存和发展，在很大程度上取决于企业能否持续开发出新药，这样企业才能在新药的专利保护期内，获取较多的利润以弥补研发的开支。医药研发的特点是周期长和投入大，显然，高昂的研发投入和巨大的研发风险是众多的中小型制药企业难以承担。这样，并购就成了国际范围内制药企业常采用的手段。并购不仅扩大企业规模，增强新产品开发能力，避免重复生产与开发，合理调整产品结构，还能增强跨国市场经营网络，增强国际市场竞争力。

3.2.3 国内医药产业集中度远低于世界平均水平

医药行业的第三个显著特征就是成熟市场的行业集中度很高。在世界范围内，前100家全球医药企业供应着全世界的80.0%药品。并且，全世界近90.0%的药物生产是来自发达国家：美国占30.0%，日本24.0%，德国13.0%，法国9.0%，英国6.4%，瑞典4.0%。

全球前十强的制药企业已经占有国际药品市场份额的 50.0%，而中国医药工业前十名只占有国内市场的 25.0%，相对而言，中国医药市场的集中度严重偏低，束缚了整个医药产业的发展，调整医药产业结构及产业特征已迫在眉睫。而并购重组是加快产业集中进程的有效手段。只有通过大刀阔斧的结构性调整和整体产业化的升级，通过并购重组优胜劣汰等方式进行产业链的整合，才能解决产业集中度偏低的问题，推动行业的快速发展。

3.2.4 外资进入压力加大，在华医药行业并购加速

医药需求的世界性和医药经营的跨国性是医药行业的又一特征。医药产品是国际贸易最广泛的产品之一，使少数发达国家和部分发展中国家在全球医药市场上实现了跨国经营。根据南方医药经济研究所的数据显示，埃及的 32.0%、阿根廷的 50.0%、印度的 70.0%、巴西的 78.0%、厄瓜多尔的 90.0%以至许多非洲国家的 100.0%的市场份额都被跨国医药公司所占领。跨国医药公司经过多年的激烈竞争和疯狂购并，已经形成了少数跨国医药公司统治着国际医药市场的局面。医药企业通过跨国经营，可以实现规模经济，降低成本费用，实现利润最大化，从而提高其竞争力，占据更大的市场份额。

随着中国药企的日益壮大，有市场价值的药品和企业的涌现，中国这个极富吸引力的大市场必然成为世界医药巨头争夺的目标。目前外企在华并购加速增长，许多跨国制药企业已经直接或间接通过独资、合资等方式，进入了我国医药市场，相当一部分已经在国内站稳脚跟，正稳步扩大市场份额。根据清科研究中心的数据显示，从 2006 年到 2010 年的

五年间，医药行业外资并购共发生 10 起，交易金额达 7.55 亿美元。随着跨国制药企业在国内市场的扩张，我国制药企业将面临着巨大的竞争压力。与跨国制药巨头相比，我国制药企业在资本实力、销售收入上相距太远，巨大的差距与激烈的市场竞争迫使企业的快速兼并，寻求并购的渠道。中国医药集团无论是联合抵抗还是加盟世界制药巨头提升层次，都会带来国内医药行业格局的变化。

根据清科研究中心数据，2006 年至 2010 年中国医药并购市场共完成 92 起案例，其中披露具体金额的并购案例共有 78 起，并购总额为 22.63 亿美元。2006 年医药行业并购规模较小，仅发生了 6 起案例，并购总额为 4.64 亿美元。2007 年以来，医药并购市场维持在较高的水平，2007 年全年完成 18 起案例，并购总额高达 6.08 亿美元。2008 年和 2009 年在金融危机的冲击下，医药行业的并购放缓了步伐，并购案例数和金额都有所下降，分别发生了 17 起和 10 起案例，披露金额的案例涉及金额分别为 2.96 亿美元和 1.67 亿美元。2010 年中国医药并购市场共完成 41 起并购交易，同比增长高达 310.0%；披露金额的 36 起并购案例涉及金额 7.28 亿美元，同比增长达 336.3%，不论并购案例数量还是并购金额都创造了新的历史纪录（朱玉春，2001）。

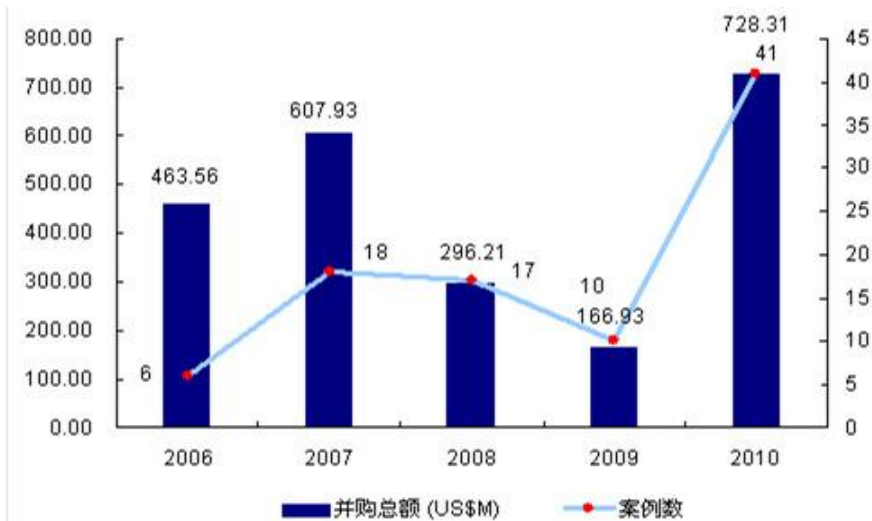


图 1 2006-2010 年中国医药行业并购市场整体统计

根据清科研究中心的研究数据，2006 年至 2010 年，中国医药并购市场共完成 11 起 VC/PE 相关的并购案例，其中披露具体金额的并购案例共有 11 起，并购总额为 4.72 亿美元。2006 年医药行业整体并购规模较小，未发生与 VC/PE 相关的并购案例。2007 年和 2008 年分别发生 1 起，并购总额分别为 178.09 万美元和 5,857.00 万美元。2009 年以来，医药并购市场 VC/PE 相关的并购维持在较高的水平，2009 年全年完成 3 起案例，并购总额高达 1.15 亿美元。2010 年 VC/PE 相关并购更是突破了历史新高，共完成 6 起案例，披露价格的并购有 6 起，并购总金额为 2.97 亿美元，平均并购金额为 4,955.86 万美元。与去年同期相比，2010 年并购案例数增加 3 起，同比增加 100.0%；并购金额增加 159.4%。

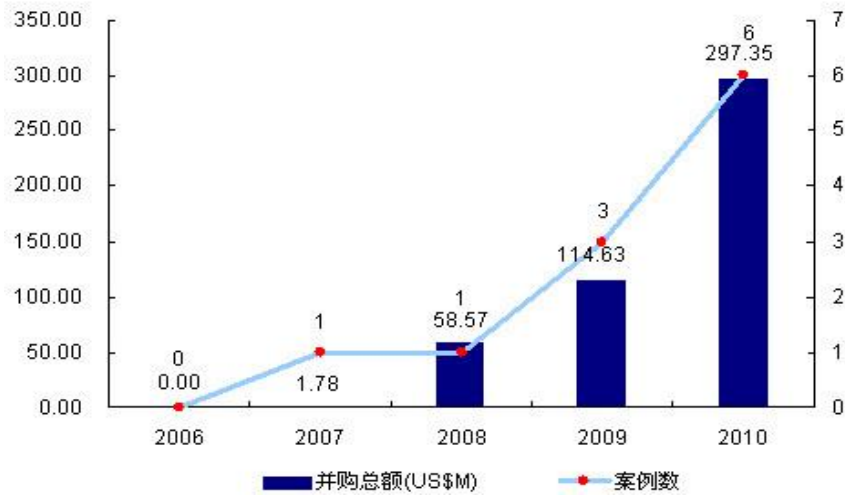


图 2 2006-2010 年中国医药行业并购市场 VC/PE 相关并购趋势

第 4 章 中国医药企业并购重组案例的实证分析

通过上一章医药企业并购重组的行业分析，我了解到我国医药行业的并购重组存在极大的必要性，同时并购重组中也存在并购手段单一和并购后整合不力等问题。从微观的企业角度出发，并购重组的主体不仅局限于产业资本，随着金融资本的不断壮大，PE 以控股股东的身份对医药企业进行并购重组的案例也不断发生。笔者作为主导过金融资本并购重组医药企业的过来人，希望通过多个案例的分析，结合自己的实践经验，深入探讨研究中国医药公司尤其是中小医药企业并购重组对企业成长性的影响，给今后中小医药企业的并购重组提供借鉴。

本章是本文的重要部分，将分别讨论不同背景医药公司的并购重组情况，尤其是如何并购后的整合传导到业务经营，提高企业成长性的。国企方面，华润集团成功收购三九药业，华源集团的并购重组则以失败告终；民营医药公司方面，誉衡药业是产业资本，对上海华拓进行横向并购，深圳高特佳投资是金融资本，对博雅生物并购重组的目的在于对未来价值创造。下面，我就对案例逐一分析。

4.1 华润集团收购三九药业的实证分析

三九医药集团是中国最著名的医药企业之一，旗下“三九胃泰”，“999感冒灵”等诸多品牌更是家喻户晓。华润（集团）有限公司作为一家央企，在日用消费品，地产，基础设施及公共事业建设等方面更是有着举足轻重的地位。而正是这两家看似风马牛不相及的企

业，却被发生在2007年底的一件震动中国医药行业的大事联系了起来----2007年11月27日，国务院国资委宣布，华润集团全面接管三九集团。至此，三九集团并入了华润大家庭。2012年2月，公司名称由“三九医药股份有限公司”正式变更为“华润三九医药股份有限公司”。至此，华润基本上完成了对三九集团的重组。华润三九的总市值也一直稳定保持在医药行业上市公司前列（罗平华，2011）。

看到这里，人们不禁会问：当初的三九医药遇到了什么困境？华润为什么会并购重组这家公司？重组是如何实现的？华润三九的现状怎样，未来又在何方？本节将以华润并购重组三九的案例为背景来系统阐述上述问题（余光和杨荣，2012）。

时间	事件
2007年3月	国资委决定华润集团托管三九集团，经国资委批准的三九集团“管委会”对三九集团的重组和重要工作开始实施管理。
2007年11月27日	国务院国资委宣布华润集团全面接管三九集团。三九医药正式加入华润大家庭。
2007年12月18日	三九医药股份有限公司发布公告，详细披露了董事会审议通过的大股东及其关联方占用的37.58亿元资金的清偿方案。
2008年9月2日	三九医药推出新股改方案。
2008年9月26日	三九医药股权分置改革相关股东会在深圳本部召开，会上宣布决议：三九医药股份有限公司股权分置改革项目顺利过关。
2009年11月10日	三九医药发布公告称：董事会决议公司名称由“三九医药股份有限公司”变更为“华润三九医药股份有限公司”
2010年2月11日	三九医药正式更名为“华润三九医药股份有限公司”，公司股票代码“000999”不变。
2011年3月5日	华润三九发布2010年度报告。年报显示，实现净利润8.16 亿元，同比增长15.01%；营业收入43.65 亿元，同比下降10.05%；基本每股收益为0.83 元，同比增长15.28%。公司拟向全体股东每10股派息3 元（含税）。
2012年2月10日	华润三九发布公告：公司以6亿元中标受让顺峰药业100%股权。
2013年	华润三九2013年成功收购广东顺峰药业有限公司和桂林天和药业有限公司。

表 4 华润并购三九大事表

4.1.1 华润（集团）有限公司简况

华润（集团）有限公司前身是1938年中共为抗日战争在香港建立的地下交通站，1948年改组更名为华润公司，1952年隶属关系由中共中央办公厅变为中央贸易部（现为商务部）。1983年，改组成立华润（集团）有限公司。1999年12月，与外经贸部脱钩，列为中央管理。2003年归属国务院国有资产监督管理委员会领导下的中央企业。主营业务包括日用消费品

制造与分销、地产及相关行业、基础设施及公用事业三块领域，旗下共有20家一级利润中心，在香港拥有5家上市公司：华润创业(HK291)、华润电力(HK836)、华润置地(HK1109)、华润水泥(HK1313)和华润燃气(HK1193)。2013年7月8日，《财富》杂志发布的全球500强排行榜，华润集团名列187位，首次进入200强，排名上升46位。

华润集团下设七大战略业务单元和19家一级利润中心，有实体企业2,300多家，在职员工40万人(2011年数据为：下设7大SBU，21家一级BU，实体企业1,200家，在职员工35万人)。华润在香港共有5家上市公司，在内地总有6家上市公司。旗下“蓝筹三杰”，华润创业、华润电力、华润置地位列香港的恒生指数成份股。华润燃气、华润水泥位列香港的恒生综合指数成份股和香港的恒生中资企业指数成份股。华润集团是全球500强企业之一，2012年排名居全球第233位，自2005年起连续获国资委A级央企称号，2011年在央企业绩考核中位居第7。华润零售、华润雪花啤酒、华润燃气经营规模全国第一。华润电力在中国是业绩增长最快、运营成本最低、经营效率最好的独立发电企业；华润置地是中国内地综合地产开发商最具实力的企业之一；雪花啤酒、怡宝水、万家超市、万象城是享誉全国乃至国外的著名品牌。截至2012年末，总资产9370亿港元。2012年末，实现销售收入4057亿港元，股东应占净利润191亿港元。集团核心业务包括消费品(含各种零售、啤酒、食品、饮料)、电力、地产、医药、水泥、燃气、金融等。华润的多元化业务具有良好的市场竞争优势和产业基础，其中零售、啤酒、电力、地产、燃气、医药已成为行业领先地位。

4.1.2 三九医药集团简况

三九医药集团是国务院国有资产监督管理委员会直接管理的国有大型中央企业。集团组建于1991年12月，由原国家经贸委、中国人民解放军总后勤部批准成立，其前身是总后勤部所属企业深圳南方制药厂。集团以医药为主营业务，以中药制造为核心，同时还涉及工程、房地产等领域。目前，集团拥有上市公司“三九医药”以及20多家通过GMP认证的医药生产企业，拥有近1000个中西药产品和覆盖全国的医药销售网络。

三九集团还培育了闻名国内外的三九品牌，全国驰名商标“999”多次被国家权威机构评为“中国最高认知率商标”。根据北京名牌资产评估有限公司发布的2005年度中国最有价值品牌评价，“999”品牌价值为83.06亿元。2006年1月10日，中国品牌研究院发布“中国100最具价值驰名商标”排行榜，三九商标位居药品行业第一位。1999年4月21日，由三九集团、三九药业股份有限公司等5家公司发起设立股份制公司。2000年3月9日在深圳证券交易所挂牌上市，股票代码000999。

4.1.3 重组的环境及原因分析

华润集团重组三九医药，正是发生在中国医药行业飞速发展的时期，其外部环境本文在4.1.2中已详细列出，这里不再重复。而重组的直接原因，首先是三九集团在2003年至2007年间遇到了前所未有的困境，其次是纵观诸多重组计划，华润提出的最具备可行性。

1、三九医药的困境

2003年至2007年，也就是重组发生之前的五年时间里，三九医药面临着极大的困境，其中尤其以集团内部资本市场的困境最为严重。主要表现在以下几个方面(万良勇,2006)：

(1) 债务危机。三九医药2004年4月13日发布的“关于大股东股份冻结情况及公司诉讼事项的公告”中披露：中国工商银行深圳市上步支行对三九医药提起诉讼，要求偿还3.74亿元贷款。截至2004年3月31日，公司大股东深圳三九药业及三九集团持有本公司的国有法人股696,667,067股中582,067,067股(占公司总股本的59.46%)已被司法冻结，80,000,000股(占公司总股本的8.17%)已被质押冻结。

(2) 监管处罚公告。2001年8月，证监会对大股东占用上市公司巨额资金行为提出批评。同年10月，深圳证券交易所对三九医药及有关人员进行公开谴责，主要问题是三九医药对三九集团巨额的资金往来披露不充分。2002年7月，证监会更是因为上述问题对三九股份有限公司及其相关的多人进行了处罚。

(3) 还款计划。三九医药董事会通过了大股东的组合还款计划，主要包括三九集团、三九药业通过处置部分股份，转让三九发展股份及“999”系列商标等资产方式偿还欠款。2005年还策划运用金融创新的方式，即“以股抵债”的方式进行偿还。这些均表明三九集团及三九药业已经没有足够的经营现金流入用于偿债。可以推断，这些资金的输入并没有取得预想的效果。中小股东投入的真金白银并没有获得良好的回报，恰恰相反，资金黑洞越来越大。

2、华润的胜出

三九集团重组可谓一波三折，牵动了多方力量。此前，共有五个投资联合体递交拉正式的重组计划书，主要为上海实业控股有限公司（联合凯雷投资集团），华润（集团）有限公司，新世界基建（中国）投资有限公司（联合CCMP亚洲投资基金），德意志银行集团（联合中信证券），上海复星高科技（集团）有限公司。五个联合体的出价基本一致，均为40亿人民币。在这个价格的基础上，各方的重组方案的细节，包括涉及重组的资产，债务承担比例和方式，所占股权比例等。而股权的比例成为决定由谁重组的重要条件。

华润的方案能够最终胜出，最重要的一点就是：华润是整体重组，会接盘三九集团所有的资产，包括医药，地产等在内，并且承担所有债务。

4.1.4 重组的实施过程

2007年初，华润的高层管理者就多次到三九集团进行实地考察。当时，三九集团旗下的三九医药是效益最好的。华润拟整合三九，也正式因为看好三九在OTC和中草药上的不俗建树。但是为了与其他收购集团竞争，华润仍然是决定将包括地产等其他项目在内的三九集团整体收购，同时全面承揽三九集团所负的全部债务。

2007年底，华润全面接管三九集团。2008年4月，华润通过现金及债务抵销方式最终解决了三九医药的占用资金问题。清欠的彻底完成，巨额银行债务的清偿，解除了三九医药资产的安全隐患，直接为三九医药业绩增长提供了支持。一方面财务费用显著降低，另一方面公司资产负债率降低，为公司长期发展提供了稳健的财务结构。2008年度三九医药实现净利润与上年同期相比增长超过70%，达到5亿元（钟国斌，2013）。

同时，清欠的完成也为股改扫清了障碍。在2008年股票市场大幅下跌的背景下，华润医药经过与流通股东的反复协商，确定了参照市场平均对价水平的股改方案，并在2008年未经相关股东会议审议通过后顺利实施。清欠和股改的完成是三九医药在资本市场的转折点。

与此同时，华润也开始整合重组三九集团的供销资源。华润旗下北京医药和安徽华源于2008年与三九医药签订了三九系列产品的购销协议，且合同金额较前一年增加12.9%

(胡芳, 2008), 华润的这个实质性重组动作是希望加大资源共享, 提高效率, 以提升企业业绩。

华润重组三九医药后, 公司确立了清晰的发展战略。自2008年起, 华润先后剥离了地产、食品、医药分销、零售等非主营业务, 医药制造业务在营业构成的比例不断提高(57%—88%); 先后收购了黄石、南昌、淮北、顺德等地的医药企业。

2011年, 在集团主导下, 华润整合了北药天然药事业部四家企业。在逐步清理非主业、回归医药制造主业的基础上, 结合公司情况制订了品牌OTC、中药处方药制药业务发展战略。

重组后整合传导到业务经营, 提高企业成长性的机制:

- 1、通过战略管理传导: 确立清晰的发展战略, 剥离非主业, 主营核心业务定位于OTC和中药处方药
- 2、通过经营管理传导: 整合集团供销资源, 将运作东阿阿胶的成功经验复制到三九医药中来, 把收购来的优秀的OTC药品和自身优越的OTC渠道成功嫁接
- 3、通过企业文化传播: 华润入主三九带来的最大提升在于先进管理理念的引进与“战略, 组织, 文化”的落地, 通过组织架构调整可实现管控的一致性与战略协同的一致性, 明显增强团队高效运作能力。

4、通过财务整合传导：华润通过现金及债务抵销方式最终解决了三九医药的占用资金问题。清欠的彻底完成，巨额银行债务的清偿，解除了三九医药资产的安全隐患，直接为三九医药业绩增长提供了支持。一方面财务费用显著降低，另一方面公司资产负债率降低，为公司长期发展提供了稳健的财务结构。

4.1.5 重组后的成长性分析

1、财务指标提升

华润对三九集团重组的整合效应在企业债务上体现的尤为明显。重组之前，三九集团主要由国有法人控股（见图3）同时债台高筑。重组后，2008年集团资产及债务情况见表

5（路滨琪，2013）：

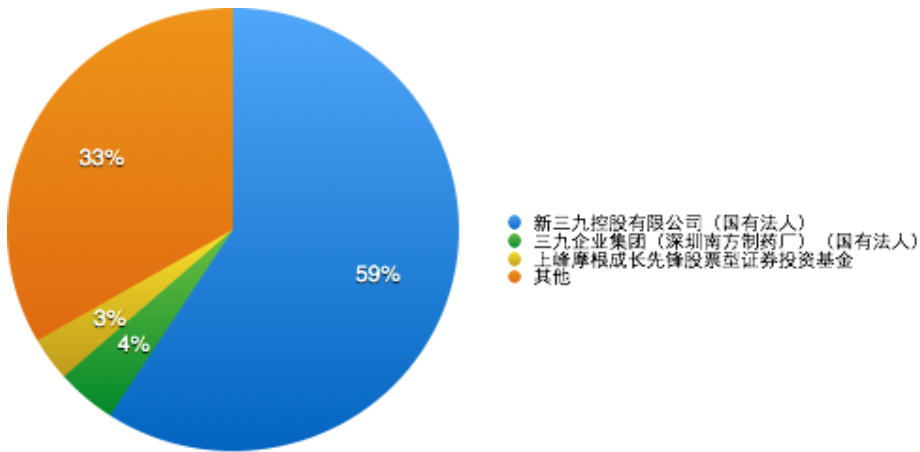


图3 三九集团重组前控股情况

项目	期初余额	期末余额	同比增长
流动资产合计	2,586,500,793.85	6,571,214,096.53	-60.64%
固定资产	1,047,641,514.59	743,804,276.62	40.85%
无形资产	1,094,882,865.00	81,639,238.64	1241.12%
非流动资产合计	2,464,957,109.96	1,366,496,230.17	80.39%
资产总计	5,051,457,903.81	7,937,710,326.70	-36.36%
流动负债合计	1,624,146,518.81	4,953,108,428.29	-67.21%
非流动负债合计	14,629,078.00	26,337,125.14	-44.45%
所有者权益合计	3,412,682,307.00	2,958,264,773.27	15.36%

表 5 三九集团 2008 年集团资产及债务情况表

从表 5 可以看出，2008 年重组后，三九集团流动资产减少，非流动资产（主要是无形资产）增加，但是资产总计仍然减少。同时，公司负债大幅减少。出现这种情况的主要原因便是华润的债务重组使得大量的流动资产冲抵了债务。而所有者权益的增加则源自于该年度利润总额的增加。该年度三九的利润总额同比增长 61.18%，净利润增长 85.38%。可见，该年度公司经营状况良好，并没有因为债务重组一事而使公司业务受到影响。

与此同时，公司的偿债能力也不断提高。由表 6 的流动比率，速动比率可以看出，重组后，三九的短期偿债能力较高，并且还在进一步提高。而从资产负债率和有形资产负债率来看公司原本的负债经营程度较高，经过债务重组后情况已有所改观。长期偿债能力提高，且处于一个相对合理的水平。

项目	2008年	2007年	2006年
流动比率	1.59	1.33	1.27
速动比率	1.29	1.21	1.19
现金流量比率	0.96	0.12	0.1
资产负债率	32.44%	62.91%	63.92%
有形净值负债率	70.70%	173.47%	192.56%

表6 重组前后三九集团偿债能力表

2、市场营销能力提升

华润三九自2007年底进入华润集团后，5年多以来，全面引入华润6S管理体系，完成清欠股改、完善法人治理、整合内外部资源，实现销售额复合增长25%，净利润复合增长30%的巨大飞跃，多次获得上市公司“金牛百强”、“价值百强”等荣誉，重回中国最优质上市公司行列。

华润三九主营核心业务定位于OTC和中药处方药。OTC核心产品在感冒、胃肠、皮肤和骨科用药市场占据了较高的市场份额，同时在中药注射剂行业享有较高声誉，拥有参附注射液、参麦注射液、华蟾素等10多个中药注射剂品种。“999”品牌是中国驰名商标，公司成功打造了999全系列家庭用药品牌。三九胃泰系列、999感冒灵系列、999皮炎平、999中药注射剂系列和抗生素系列等一批国家名优产品，在国内药品市场上具有很高的知名度。

3、品牌价值提升

2008年，华润入主三九集团，在开展清欠股改、完善公司法人治理结构同时，将“999”系列商标作价10.14亿元人民币，归还上市公司，“999”品牌正式回归医药主营，开始了品牌管理的新时期。此后公司制定了“1+N”品牌战略。“1”品牌线——即999主品牌，“N”品牌线——其他专业品牌，通过培养、并购等方式，打造多个专业品牌。

2012年，三九胃泰、999感冒灵、999皮炎平、999小儿氨酚、999正天丸、999强力枇杷露、气滞胃痛颗粒、999参附注射液、999参麦注射液、舒血宁注射液、华蟾素、999新泰林（注射用五水头孢唑啉钠）、999中药配方颗粒等，单品种年销售均超过亿元人民币。其中，999感冒灵系列销量连续六年位居感冒药市场第一。

华润三九同时筹建市场与品牌管理部。这不但是华润三九战略一致性的体现，更是公司主动顺应行业大势的关键行动。未来，华润三九希望核心业务市场与品牌管理部在团队合作、市场营销、产业链协同等方面，全力打造卓越组织能力，以高度开阔的视野和创新精神，探寻全新的商业模式与产品、品牌的营销策略，推动公司战略目标的达成。

4.2 华源集团医药并购的实证分析

作为国资委直属的华源集团 13 年来的发展堪称一部“企业并购史”。从 1992 年 7 月在上海浦东成立至 2005 年末，进行了大大小小 90 多次并购，资本由最初的 5 亿元扩增到 572 亿元，一度发展成为拥有纺织、农机、医药业的巨无霸企业集团，创下了中国企业并购的神

话。然而，这位神话缔造者在 2005 年却遭遇了成立以来最尴尬的境地，短短数月便遭到了来自银行的十几起贷款逾期诉讼，最终因无力还款而被重组。

4.2.1 华源集团简况

华源集团是由原纺织部为参与浦东开放开发，联合外经贸部和交通银行总行在 1992 年共同创办的大型综合性集团公司，最初注册资本金 1.4 亿元。公司经过 90 多次并购后成为中国最大的医药集团及国有纺织集团。旗下拥有 8 家上市公司，资产规模从最初 5 亿元扩张到危机前的 572 亿元。2005 年 9 月中旬华源系遭到上海银行和浦发银行 10.65 亿元和 1.64 亿元的债务起诉；9 月 22 日，华源集团所持上市公司市值 11.48 亿元的股权被法院冻结，华源危机爆发，公司面临重组。华源的成长史堪称一部央企并购史，而周玉成也因此被誉为“并购先生”。

公司成立前三年主要从事国际贸易和房地产。这两项业务的迅猛发展为华源在短期内积累了雄厚的资本。1995 年，华源并购了常州华源化学纤维有限公司、锡山长苑丝织厂、江苏秋艳集团等纺织企业。1996 年 7 月，华源将上述企业资产置入新成立的华源股份，并在上交所上市。不久，华源又将并购的常熟双猫纺织装饰有限公司、江苏太仓雅鹿公司、上海华源国际贸易发展有限公司等资产并入华源发展，并在同年 10 月在上交所上市。随后的 1996~1998 年，华源先后收购江苏、山东六家农机企业，组建冠名以华源的合资公司。1998 年 6 月华源又联合这六家农机企业发起华源凯马机械有限公司，并在 B 股上市，迅速建立

起从中小功率柴油机到拖拉机、农用车，呈纵向一体化的农机产业链，成为中国农机业最大的制造商和销售商。

4.2.2 上海医药集团简况

上海医药集团股份有限公司是一家覆盖医药研发与制造、分销与零售全产业链的国内 A 股市场大型医药类上市公司上海医药集团股份有限公司（股票代码 601607），是上海发展生物医药产业的龙头企业。上海医药集团股份有限公司股东分别是由上海医药（集团）有限公司、上海盛睿投资有限公司、申能（集团）有限公司以及其他公众股东组成。

上海医药集团股份有限公司拥有中央研究院以及 3 家国家级技术中心和 14 家省（市）级技术中心，与中科院药物所等 80 多家著名科研院所建立长期战略合作关系，已成功研发国家级新药 277 个，申报十余项国家“重大新药创制”科技重大专项。拥有信谊、广东天普、第一生化、新亚、常药、药材、青岛国风、胡庆余堂、正大青春宝等一批核心生产制造企业，生产涵盖化学制剂、生物制剂、中药和保健品、化学原料药等领域产品，有 3000 余个药品生产批文，其中列入国家基本药物目录 198 个，独家品种 156 个，中药保密品种 8 个，中药保护品种 31 个，共计 18 个产品已通过美国 FDA、澳大利亚 TGA 等认证，可直接在美国或者澳洲市场销售。拥有包括信谊、雷氏、龙虎等中国驰名商标在内的 20 余个知名品牌，拥有心脑血管、抗感染、消化系统、神经系统、抗肿瘤等治疗领域销售过亿产品 20 个。分销规模位列华东和上海最大、全国第二，分销渠道遍布中国 30 个省市，纯销占销售收入比

例达到 65%。与世界前 50 强制药跨国公司中的 36 家和与国内前 100 强制药企业中的 91 家建立了重要合作伙伴关系，与国际、国内 4000 余家客户保持密切的业务关系，经营品种万余种。物流基地 10 个，拥有中国 8 个省市的零售连锁药店近 2000 家（上海医药集团股份有限公司主页，2014）。

4.2.3 北京医药集团简况

北京医药集团有限责任公司（以下简称“北京医药集团”）是一家投资主体多元化的国有大型综合医药产业集团，从事药品、医疗器械的研发、生产和流通，主要在化学合成药物、天然药物、原料药中间体、营养保健品、医疗器械、制药装备、生物技术制剂、医药流通等领域为患者和社会提供富于创新和卓有成效的产品和服务，其中很多产品和服务居于中国领先地位。

北京医药集团以北京为中心，建立现代化的生产基地、分销中心和高水平的研发中心，产品销售覆盖全国各地和世界 20 多个国家和地区。北京医药集团拥有以北京为中心覆盖全国各地的分销网络和国际先进水平的医药现代物流中心，提供医药批发、配送、零售连锁和医院分销服务。

4.2.4 重组实施过程

为了使中纺科技城上市并拥有自己的主业，华源集团把目光投向了资本市场，并最终选择了通过浙江凤凰借壳上市。浙江凤凰在重组之前主要做日化产品如洗衣皂，和化工产

品如脂肪醇。它是上海的老八股之一，1990 年上市，在老的投资者中很有知名度。但由于日化行业竞争激烈等原因，浙江凤凰的效益每况愈下；后来进行了“康凤重组”(浙江康恩贝公司控股浙江凤凰)，但也未有起色。因此有人认为华源入主该公司风险很大，特别是日化行业与华源原有的纺织和农机业关联度极低。可是周认为，一方面这是个“壳”资源，另一方面浙江凤凰也有自己的优势(凤凰有一个较好的脂肪醇项目)，经过适当的重组和战略调整是可以扭亏为盈的。

1997 年 11 月 29 日，华源集团通过股权转让方式，从浙江康恩贝公司手中以每股 1.925 元的价格受让其持有的浙江凤凰 29.09% 的股权，转让总金额 5220.174 万元，成为浙江凤凰的第一大股东。同时对浙江凤凰的资产进行剥离重组，一方面浙江凤凰受让中纺科技城中华源集团持有的部分股权 3830 万股，成为中纺科技城的最大股东，实现了华源的优质资产对浙江凤凰的注入，每年为浙江凤凰带来 1000 万元的稳定的投资收益。另一方面，在地方政府的支持下，浙江凤凰通过出售康恩贝公司 95% 的股权和向兰溪市经济建设公司出售凤凰城共获 13242.18 万元的变现资金，剥离了不良资产，同时还争取到兰溪市政府对以前借给凤凰的 4500 万贷款五年之内免息的优惠政策。1998 年 6 月 30 日，华源协议受让了浙江交联电缆公司持有的浙江凤凰的 12% 的社会法人股。此次转让后，华源集团共持有浙江凤凰的社会法人股 3830.4 万股，占其总股本的 41.09%。同时通过受让华源集团持有

的中纺科技城的 12.7% 的股权，使浙江凤凰持有的中纺科技城的股权增到 51%，成为中纺科技城的绝对控股股东。

中国医药行业的“散、小、乱”的状况充满了整合机会。且周玉成整合医药行业的“野心”巨大。在前期收购中，华源把辽宁本溪三药、安徽朝阳药业、阜新药业、北京星昊等一批小企业“一古脑儿”收入华源制药旗下，大有“萝卜快了不洗泥”的气概。而真正让华源有了行业地位的收购还是 2002 年和 2004 年华源集团以 11 亿元和 11.6 亿元现金收购上海医药集团 40% 的股份和北京医药集团的 50% 股份。然而，在此前后，华源集团一直没有停止尝试并购天津医药集团、哈药集团的努力；同时，华源集团借上药之手欲并购山东新华医药集团和山东鲁抗医药集团。华源集团的“野心”过于巨大，膨胀得也过于迅速。至此，华源医药产业主要由三块构成——上海医药、北京医药和华源制药。

截至 2005 年年底，华源集团累计控制了超过 400 家企业，涉及纺织、医药、贸易和农业机械等众多领域，其中还包括 8 家上市公司。华源系也曾显赫一时。除了华源股份、华源发展、凯马 B 和华源制药 4 家华源嫡系公司，还包括上药集团下属的上海医药、中西药业和北医集团下属的双鹤药业和万东医疗（天和网，2011）。

4.2.5 重组结果及动因分析

重组结果

2004 年国家宏观调控，包括纺织业在内的九大行业被定为调控产业。随后，银行开始紧缩银根，对纺织业不看好，同时对医药行业的无序竞争也表示担忧。这对中国最大的纺织和医药企业华源来说，无疑是“当头一棒”。2005 年，华源母公司每个月到期需偿还的银行债务达 3 亿~4 亿元。而早在 2004 年上半年，华源的资金链开始出现问题，到期银行贷款已经无足够现金流来偿还。这是母子公司体制造成的结果，母公司借钱进行并购，集团开始缺血，只能占用子公司资金。而且，华源资产负债不合理，短期借贷用于长期投资相当严重，这也是华源财务难以走出困境的一个主要原因。据顾旭介绍，当时华源母公司负债已达 50 多个亿，2004 年上半年华源长期投资达到 38 亿元，而集团股东权益不到 20 亿元，资金缺口近 20 亿元。资产负债率达 70%，都是短债长投，而作为华源所在的制造业一般资产负债率不超过 50%，华源负债率已经非常高。而且华源的庞大和财务体系的复杂，集团所属的 400 多家子公司，7-8 层控股层级，给财务管理和内部控制带来了极大的困难。

于是，在 2005 年 9 月 16 日到 9 月 20 日，不到一周的时间内，华源系遭到上海银行和浦东发展银行 10.65 亿元和 1.64 亿元的债务起诉；9 月 22 日，华源集团在上市公司——

华源制药(600656.SH)、华源发展(600757.SH)、华源股份(600094.SH)——中，所持的市值 11.48 亿元的股权被法院冻结，一直流传中的华源系资金链危机浮出水面。

如果在过去，国企出现这种情况，一般都是通过银行直接注资，来解决资金链问题。但对于华源来说，银行注资已不可能。一方面，华源自身的负债率已接近 80%；另一方面，金融改革之下，银行业都在优化贷款质量、清除不良资产，更谈不上注资之说。于是，在央企中，选择其中一家作为平台来重组华源，似乎是各方都能接受的方式。

失败原因分析

华源进入上药集团和北药集团，虽力求实现纺织和医药的整合效应，却由于纺织板块日颓，医药板块内部也难有协同，仅是“兼而不并”，使并购流于形式。此外，华源内控薄弱，没有实现财务整合，最终使资金链断裂，从而导致整个集团的倒塌。华源集团财务危机原因分析（王晓岚，2008）：

- 1、原始资本金不足，引起资产负债率长期偏高。
- 2、短贷长投，导致债务结构不合理。
- 3、扩张太快，且采用风险较大的支付现金方式。

从贷款结构可以看出，华源的大部分贷款是短期贷款，但并购行为又是长期的投资行为，这种短贷长投的行为大大增加了财务风险，一旦银行催贷，面临极大的还款压力，很容易造成资金链的断裂。

4、公司组织结构失衡。公司层层控股，管理链条过长，使个别企业的突发事件对整个集团产生不良影响。

5、盲目并购，扩张过程中形成大量不良资产。

6、公司管理能力跟不上过快的并购速度，整合不力。

13 年以来，华源集团仅以区区数亿元资本金为基础，高度依赖银行贷款支撑，在其日益陌生的产业领域，不断复制“并购—重组—上市—整合”，实则有并购无重组、有上市无整合的模式。由于华源集团快速扩张，内部管理、尤其是财务管理没有及时跟上。

4.3 誉衡药业并购案例的实证分析

4.3.1 誉衡药业简况

誉衡药业全称为哈尔滨誉衡药业股份有限公司，成立于 2000 年，公司位于哈尔滨利民开发区医药科技园内，占地面积 5 万多平米。公司现有员工 700 余人，誉衡药业是黑龙江省政府认定的“高新技术企业”，也是国家科技部认定的“国家火炬计划新医药产业基地首批骨干企业”。

目前公司拥有通过国家 GMP 认证的小水针、冻干粉针、头孢类冻干粉针、胶囊、片剂、栓剂、粉针灌装、肿 s 品八大品系的自动化生产线，具有年产片剂、胶囊剂 2 亿片粒、水针剂 4800 万支、冻干粉针剂 4000 万支的能力。目前公司已有 34 个规格产品上市，其中鹿瓜多肽注射液（松梅乐）为公司的核心产品，获得国家专利保护。

2010年6月23日，誉衡药业（002437）在深圳证券交易所正式挂牌上市。发行股数3500万股，发行后总股本为1.4亿股。

经营指标	2010年	2011年	2012年	2013年
营业总收入	57,545	54,636	71,103	130,788
营业利润	18,121	13,863	19,752	19,875
利润总额	18,306	13,651	19,916	26,683
总资产	219,447	231,225	256,460	294,014

单位：万元

表7 誉衡药业财务报表（网易财经，2014）（2010年-2013年）

誉衡药业将产品研发视为企业的生命力，确立以骨科用药、心血管药物、抗肿瘤为研发重点，以注射剂的开发为首选的产品线开发战略。

一类新药一直被认为是市场空间大、竞争优势强，也是容易出重磅弹的地方，到目前为止誉衡拥有3个一类新药：与汉方药业合作的人神经生长因子注射液，这是全球唯一获得批准的人源性的神经生长因子；另一个是从银杏叶中提取的银杏内酯B注射液，是我国银杏类制剂中的第一个一类新药，也是世界上唯一的银杏单体注射液；第三个是西北大学研发的秦龙苦素，具有保肝、利胆、抗炎及抗病毒功能。公司在心血管产品线上缺乏面向大市场的重磅品种，为了迅速做大做强，公司决定收购上海华拓医药。

4.3.2 上海华拓医药简况

上海华拓医药科技发展股份有限公司(以下简称:华拓医药)成立于2000年6月(股份制合作企业),是上海市人民政府认定的民营高科技医药企业。公司历经14年的发展,已从最初的单纯医药研发型企业拓展到了如今集研发、生产、营销等产业链资源于一身、且具有较强盈利能力的医药企业。

上海华拓医药股份有限公司有四个全资子公司:上海和臣医药工程有限公司、启东华拓药业有限公司、哈尔滨莱博通药业有限公司、海南华拓诺康药业有限公司。上海和臣医药工程有限公司专注医药工业工艺技术研发、孵化与产业转化;启东华拓药业有限公司为专业化从事化学合成药物中试与产业化发展基地;哈尔滨莱博通药业有限公司作为医药制剂产业基地,拥有注射用无菌粉原料、无菌粉针、抗肿瘤冻干粉针、固体制剂等8条GMP生产线;海南华拓诺康药业有限公司为具有医药销售GSP资质的销售公司(上海华拓医药科技发展股份有限公司官方网站,2014);

华拓医药核心产品为注射用磷酸肌酸钠,该品种为心肌保护剂,主要用于心脏手术中保护以及心肌梗塞的治疗,1997年由原研企业意大利阿尔法韦士曼公司引入,目前在心脑血管西药品种位居前3位,终端市场总量约30亿元。对比同类桂哌齐特与前列地尔等品种,磷酸肌酸钠的安全性高,副反应少,近年来在学术推广带动下增长迅速,2012年样本医院增速47%。

上海华拓的产业链布局，用意在于对国内磷酸肌酸钠市场格局的掌控。由于 100%拥有莱博通药业，并且合同约定了其作为海口齐力、天成药业磷酸肌酸钠制剂的唯一经销商，故上海华拓事实上已经成为国内磷酸肌酸钠制剂的龙头企业，市场份额超过 40%。

公司定位于“医药技术产业”，包括化学、天然药物研发与技术转化，其中尤以具有自主知识产权的新药研发和中药现代化为发展重点，目前，通过华拓医药研究并批准临床研究的新药 91 个；正在进行临床研究的新药 4 个；已获得新药证书 28 个；已转让项目 45 个，实现技术转化收入 6817.5 万元；在注册产业化 OEM 项目 5 项，已实现产业化项目 2 项，累计销售收入 14259.03 万元。

经营指标	2012 年	2013 年
营业总收入	33,268	33,820
营业利润	5,250	8,297
利润总额	5,294	7,856
总资产	29,577	39,883

单位：万元

表 8 华拓医药财务报表 (2012 年-2013 年)

4.3.3 重组环境与并购过程

誉衡医药上市之初，主打产品鹿瓜多肽是骨科产品，医保乙类品种，发改委单独定价。鹿瓜多肽成为了骨折治愈药品龙头，成为一个 10 亿元级别的品种。市场占有率 75% 左右，产品覆盖超过 5000 家医院。

公司在营销方面具有较突出实力，但仅有鹿瓜多肽一个过亿品种，适用范围单一，市场有限，即使作为行业龙头，公司未来也无法在这一品种上获得较大的增长。过去多年中，誉衡药业主要品种鹿瓜多肽为公司提供了主要业绩，但公司的增长主要依赖这一品种，在行业配置上显得过于单一，有一定风险。其他品种如头孢米诺受限抗制约，吉西他滨也受降价影响，增长并不明确。为了丰富公司产品线，公司展开了行业扩张。

2012年，誉衡药业收购蒲公英制药75%股权，获得核心产品安脑丸，目前这一品种已经进入基药目录，此前由于蒲公英自身销售能力有限，该品种销售规模尚不大，未来有望在公司较强的营销支持下进行推广，目前市场开发进度较好，未来在逐步完成基药招标进入放量期后，预计有望成为公司未来业绩增长的重要驱动力。2013年，誉衡药业并购澳诺（中国）制药，获得葡萄糖酸钙锌口服溶液。这一产品已经在2013年中报中，为公司贡献了1000万收入。

因为公司原有心脑血管产品中缺乏面向大市场的重磅品种，为了丰富公司心脑血管产品线，所以决定并购华拓医药。并购后，华拓医药的主打产品磷酸肌酸钠将迅速壮大公司心脑血管产品线，并与新并购获得的安脑丸，即将获批的银杏内酯B形成市场协同，这将对公司拓展市场及产品储备具有重要作用，有利于完善公司的产业布局及提升未来的盈利能力，增强公司的整体实力和市场竞争优势，符合公司及股东的利益。

2014年1月10日，哈尔滨誉衡药业股份有限公司与上海华拓的59名股东签订了《股权转让协议》，公司以6.9亿元的股权转让款收购华拓59名股东合计105920677股的股份，收购比例为62%。

2014年2月18日，公司与上海华拓的部分股东签订了《股权转让协议》，此次签订转让协议的标的股份占上海华拓总股本的11.9%，截止2月18日，公司已签订股权转让协议的标的股份占上海华拓总股本的98.8584%，本次收购已完结（哈尔滨誉衡药业股份有限公司，2014）。

4.3.4 重组后的成长性分析

1、规模成长性

誉衡药业具有优势的方面是它的营销体系，誉衡药业使用了独创的TRP营销，即电话营销（T）+驻地招商（R）+医院学术推广（P）。这一方式可以先通过电话筛选，在提供给驻地团队，驻地团队帮助代理商寻找客户，而市场部则进行协同，在终端医院科室进行学术推广。这一层层推进的方式，能有效的找到更多的客户。效果也是令人满意的，其一可以表现在应收账款方面风险较低，因为企业强势，可以先款后货；其二整体的销售费用率低，一般理想状态下可控制在10个百分点左右，这比单纯自建地面队伍的费用低出很多；其三企业实现了精细化销售，对市场和终端的把控更趋深入。目前这一营销方式已经成为国内许多医药企业的学习榜样。

华拓医药的磷酸肌酸钠作为一种优秀的能量补充剂，能广泛用于心外科、心内科、神经内科、ICU 等几乎所有临床科室，与临床常用的果糖、复合辅酶等品种相比具有供能效力更强大，起效更迅速，更安全等优势，具有一定的临床优势。此外磷酸肌酸作为细胞功能保护剂，新适应症也在逐步拓宽，具备成为全科用药的潜力。

同时，华拓还具备原料优势。磷酸肌酸原料药制备具有一定门槛，目前拥有制剂批文的企业只有 5 家，其中河北天成无原料药批件。上海华拓子公司莱博通的销售一直增长稳定，2012 年样本医院市场份额为 13.47%。上海华拓的优势在于原料药工艺稳定，目前正与原研企业合作原料药生产，已处于认证阶段，而最主要竞争对手北京利翔因原料问题，近期已出现供货不足，为上海华拓进一步抢占市场创造机遇。

2、整合效应

誉衡药业与上海华拓具有显著的协同效应，体现在：

(1) 磷酸肌酸钠可与誉衡药业原有的安脑丸、代理帅克的氯吡格雷、以及在研的银杏内酯 B 构成协同作用，在销售队伍及渠道方面具有共享性。

(2) 誉衡药业长于销售，可将磷酸肌酸钠销售到更多的省份，更多的医院，提升产品的终端覆盖率及市场份额。

(3) 基于磷酸肌酸钠的质量优势，结合誉衡药业的销售实力，不排除将来在定价上形成差异化的可能性，从而进一步巩固其在市场上的龙头地位。

3、战略规划

目前，公司并购结合自主研发，储备了丰富的心血管产品。新药品中，银杏内酯 B 预计今年或明年也有望获批，市场规模接近百亿，多个潜力大品种颇具看点，公司未来增长空间已经全面打开，已形成了多个大品种驱动成长的发展格局，未来两年净利润增长有望翻倍。

所以，誉衡药业在收购上海华拓后，在战略上调整了几项措施：制定了以研发为主业，市场营销为重点的企业发展战略，将分散在多个品种上的生产力集中到磷酸肌酸钠等重磅产品上，形成公司的研、产、销一体化体系；加强了上海华拓产品的市场销售工作，由于目前磷酸肌酸钠仅纳入了 12 个省份的城镇居民与职工医保和新农合，而北京，上海等核心省份尚未列入。2014-2015 年即将进行新版医保目录的扩容。磷酸肌酸疗效确切，价格合理（日均费用 120-250 元），被纳入的可能性高。考虑北京等重点省份，纳入医保后磷酸肌酸市场有望继续放量。

4、行业成长性

长期以来，我国医药行业一直处于“小、散、乱、差”的格局中，产业集中度低、企业产品同质化等问题一直困扰医药行业，既不利于集约化运营和降低生产成本，也不利于市场有序竞争。

通过并购重组优胜劣汰等方式进行产业链的整合，才能解决产业集中度偏低的问题，推动行业的快速发展。自 2011 年 6 月发布《产业结构调整指导目录（2011 年本）》后，我国医药行业收购兼并和联合重组日渐活跃。

2013 年一年，中国医药集团，华润集团多个重组项目顺利实施，一批企业通过并购重组迅速扩大规模，实现了产业链整合和业务布局调整，提升了市场竞争力，有力地推动了产业组织结构优化。此外，华东医药、康芝药业和科伦药业等上市公司热衷收购重组，解决产能矛盾，加快产品或结构调整。从国际上看，工业化发达国家的医药商业集中度都在 90% 以上，且药品批发整合快于零售，制药会相对滞后于批发。在新医改环境中，国家希望加快产业集中度的提高和管理升级。

5、财务成长性

2014 年上半年誉衡完成了上海华拓的收购，华拓 2 月份开始纳入上市公司合并范围，自购买日起到 2014 年上半年为上市公司贡献的净利润 6691.57 万元，誉衡药业在收购盈利能力大幅超越上市公司的上海华拓后，不仅在营业收入和经营现金净额上有了一定的提高，而且在利润率和净资产收益率上也有了大幅的提高，兼并收购的整合效应等绩效凸显。

誉衡药业收购财务绩效分析	誉衡药业	誉衡药业	同比增减	上海华拓
单位：元	2014 年上半年	2013 年上半年		2014 年上半年
营业收入	906,599,728.62	617,848,109.57	46.74%	209,925,177.34
归属上市公司股东利润（扣 非）	190,585,454.42	92,816,449.66	223.73%	66,915,652.30
经营现金流净额	211,848,206.80	147,152,852.27	43.96%	
加权 ROE	8.15%	3.95%	4.20%	

表9 誉衡药业收购财务绩效分析

综上，重组后整合传导到业务经营，提高企业成长性的机制：重组后整合传导到业务经营，提高企业成长性的机制：

1、通过战略管理传导：制定了以研发为主业，市场营销为重点的企业发展战略，将分散在多个品种上的生产力集中到磷酸肌酸钠等重磅产品上，形成公司的研、产、销一体化体系通过经营管理传导

2、整合集团供销资源，磷酸肌酸钠可与誉衡药业原有的安脑丸、代理帅克的氟吡格雷、以及在研的银杏内酯B构成协同作用，在销售队伍及渠道方面具有共享性，整合后协同效应凸显。

4.4深圳高特佳投资集团（PE）并购博雅生物实证分析

以上案例主要是产业投资者在本产业相关的上下游产业链寻找并购标的，并购后产业投资者以丰富的实际产业经验和资源整合能力提高并购后实体的多方面效率。那么做为金融资本并购实体的案例也正在逐步增多，并购后，金融资本可以给予目标公司哪些不同于产业投资者的资源呢？下面我将以深圳高特佳投资集团（PE）并购博雅生物的案例做为实证分析，来阐述该类型并购的对企业成长性的影响，并从中分析该类型并购的经验和技巧。了解金融资本在收购过程中信息不对称的情况下，如何充分发挥自身的资源整合能力和投资管理能力，发现价值并创造价值。

4.4.1 高特佳集团介绍

深圳市高特佳投资集团有限公司是国内最早成立的风险投资机构之一，发展至今一直秉承“为产业服务，做价值投资”的理念，率先推行主题行业投资，集并购整合、PE、VC、天使投资等多手段工具，聚焦于医疗健康产业，实现对资源整合控制的股权投资，其中控股并购博雅生物（300294）并成功推动其登陆创业板，为国内首创。高特佳凭借其强大的资源整合能力以及富有经验的投资团队，无论是在金融资本运作领域，还是在健康医疗领域，都确定了股权投资业务未来的优势地位。

历经十多年的发展，高特佳直接投资的项目数量近 100 家，其中包括深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司（SYSE:MR）、深圳中兴通讯设备股份有限公司（000063）、江西博雅生物制药股份有限公司（300294）、四川川大智胜软件股份有限公司（002253）、郑州煤矿机械集团股份有限公司（601717）、山东矿机集团股份有限公司（002526）、方直科技股份有限公司（300235）、信质电机股份有限公司（002664）、深圳市宇顺电子股份有限公司（002289）、海南天煌制药有限公司、江苏晨牌药业集团股份有限公司、深圳市贝斯达医疗器械有限公司、安徽贝克联合制药有限公司、回音必集团（江西）东亚制药有限公司在内的多个成功案例。

高特佳投资是深圳市创业投资同业协会的副会长单位，和深圳市福田区创业投资联合会副会长单位，连续多年获得“深圳十佳创投机构”的荣誉，被清科研究中心评为“2014 年中国创业投资机构 50 强（本土）第 13 名”、“2014 年中国医疗健康领域投资机构 10 强”等。

4.4.2 博雅生物介绍

江西博雅生物制药股份有限公司位于江西省抚州市。公司成立于 1993 年，是江西省唯一一家经国家认定的血液制品定点生产单位，现有员工 450 多人，其中专业技术人员占 35%以上，大专以上学历占 50%，研发人员占比达到 10%。1998 年率先在全国血液制品行业中通过国家药品 GMP 认证，2001 年被认定为国家火炬计划重点高新技术企业，2010 年被认定为国家级高新技术企业，建有省级企业技术中心，2012 年 3 月 8 日公司股票在深圳证券交易所正式挂牌，成功登陆创业板。

公司目前拥有白蛋白、免疫球蛋白和凝血因子 3 大类 7 个品种 21 个规格的产品，是人血白蛋白、静注人免疫球蛋白规格最全的生产企业之一，同时也是全国三类产品齐全的少数企业之一。现正在研发凝血因子 VIII（AHG）、凝血酶原复合物（PCC）、人纤维蛋白胶（FS）、破伤风人免疫球蛋白（HTIG）、手足口病人免疫球蛋白及重组因子类产品，力争成为全国血液制品行业中品种最多、规格最全的公司之一。

血液制品是在临床输血的基础上发展起来的，较好地解决了全血不易运输和用量大、有效期短的问题，其主要用于肿瘤、肝病、糖尿病、免疫性疾病等的治疗和传染性疾病的被动免疫和治疗、血友病治疗以及大手术止血等方面，并用于医疗急救、重大灾害以及战伤抢救上。在多种重大疾病的治疗和预防方面，血液制品有着其他药品不可替代的重要作用，属于国家战略性资源。

4.4.3 并购过程

2007年10月，高特佳听到了关于江西博雅即将出售的消息，于第一时间派出了团队去江西抚州做尽职调查。鉴于高特佳对生物医药行业已经有很深的认识和投资成功经验，从开始调查，到最后签订协议不过两个月的时间，尽调只是为了解决一些法律、财务上的问题，对于商业模式和行业定位高特佳已经高度认可。

2007年12月9日，高特佳与合瑞实业和新兴生物分别签署股份转让协议，约定合瑞实业将持有的70.01%的股份以7841.12万元的价格转让给高特佳，新兴生物将持有的14.99%的股份以1678.8万元的价格转让给高特佳。深圳市高特佳投资集团已完成对江西博雅生物制药股份有限公司85%股权的收购，本次收购表明高特佳集团向生物制药行业领域拓展的决心与步伐。

4.4.4 上市前的资源整合分析

1、战略投资者引进

在高特佳成功收购的一年后，做为 PE 行业的领军人物和公司的控股股东，高特佳充分整合金融资本圈的资源，为了未来成功上市，积极引入战略投资者和财务投资者，大幅提高公司的财务融资能力，为 2009 年的投资扩建做好资金准备。

2009 年 7 月 11 日，博雅生物股东大会做出决议，海峡创投向公司增资 5,000 万元，认购 8,871,834 股，占增资后总股本的 15.625%；高特佳汇富向公司增资 1,000 万元，占增资后总股本的 3.125%；大正初元向公司增资 1,000 万元，占增资后总股本的 3.125%。

公司的注册资本由 4,435.9122 万元增加至 5,677.9689 万元。随着战略投资者和财务投资者的引入，2009 年，公司投资 1.5 亿元，在抚州市金巢经济开发区建造的一座年投血浆 500 吨的现代化生物制药产业园正式投产。园区占地 101 亩，由国内一流的医药设计所，按照一流的工艺、一流的装备和一流的环境，高标准设计建造。高标准生产线的投产解决了长期困扰博雅生物产能瓶颈的问题，随着产能进一步扩大，市场地位也得到进一步提升。

2、财务绩效分析

随着高特佳的入主和战略投资者以及财务投资者的介入，确立未来三年内的 IPO 计划，高特佳利用他们丰富的资本市场经验进一步提高博雅生物的经营管理能力，通过强化公司治理结构达到价值创造的效果。按照 IPO 的标准完善公司治理结构，包括完善股东大会、董事会、监事会以及公司各项规章制度，同时要求公司做到业务、资产、人员、机构、财务等方面的“五独立”。在高特佳的控股整合下，博雅生物的经营业绩基于收购时的年 600 多万元净利润得到大幅提高。

单位：万元	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年
总资产	31,642.85	29,522.61	33,115.43	77,700	100,000
净资产	16,449.46	19,743.71	26,267.12	75,200	84,700
营收	11,972.34	14,182.35	19,672.46	22,700	24,500
净利润	3,150.58	4,997.65	6,523.41	7,515	8,240
ROE	19.15%	25.31%	24.83%	9.99%	9.73%
净利润率	26.32%	35.24%	33.16%	33.11%	33.63%
资产负债率	48.02%	33.12%	20.68%	3.22%	15.30%

表 10 博雅生物从被高特佳控股整合后的财务绩效

4.4.5 上市后的资本运作分析

目前，高特佳在传统医疗领域投资了近 30 家企业，仅在 2013 年，就投了 9 家企业，投资接近 9 亿元的规模。高特佳对博雅生物是一个很好的补充。如果没有这么一个股东背景，博雅生物在公司战略、资本方面，获取资源的能力就会受到限制。高特佳针对于

博雅生物的主要并购策略如下：高特佳掌握的一些确定性较高的项目就让博雅生物直接并购，如天安药业，对于一些项目存在一些不确定，需要整合高特佳的资源，就由高特佳和博雅联合收购，比如海康生物，另外一些会由高特佳根据既定策略，由高特佳独立完成等到适当的时机再注入上市公司。

A、收购天安药业

由于血液制品行业的优点是成长稳定，毛利高；但缺点很明显：它受原料的制约，没法高速增长获得满堂喝彩。因此博雅生物确立了要进入非血液制品领域，进行横向并购。

2013年12月25日，博雅投资最终以18,445万元的价格成功拍下“贵州天安药业股份有限公司55.586%股权转让项目”，并与转让方贵州赤天化股份有限公司在贵阳签订了《贵州天安药业股份有限公司55.586%股权（2040万股股份）转让项目交易合同》。

天安药业简介：系国内上市企业贵州赤天化股份有限公司控股的一家集科研、生产、销售为一体的高新技术企业。公司主要致力于治疗糖尿病药物的深度开发和研究，是糖尿病药物的专业化制药企业。公司现有19个品种，其中化学原料药4种（格列美脲、羟苯磺酸钙、阿嗪米特、瑞格列奈），化学药制剂11种（片剂8种，胶囊剂3种），中药制剂4种（片剂1种、胶囊剂3种），公司主打产品为盐酸二甲双胍肠溶片、格列美脲片、羟苯磺酸钙胶囊。

整合绩效和财务绩效

博雅生物公司在董事会的带领下，紧紧围绕发展战略目标，齐心协力，刻苦经营。

2014 年上半年，实现营业总收入 190,819,220.73 元，较上年同期增长 66.33%；实现营业利润 52,995,144.93 元，较上年同期增长 24.98%；归属于上市公司股东的净利润为 44,458,744.47 元，较上年同期增长 16.54%。报告期内，天安药业纳入合并报表范围，合并后公司的业务规模得到显著提升，盈利能力有所增强，为公司贡献 14,811,918.74 元净利润。

单位 (元)	2011 年	2012 年	2013 年三季报
总资产	92,050,309.77	100,765,968.71	112,313,746.77
净资产	74,402,800.55	82,527,331.27	87,173,464.54
营收	76,909,576.98	99,387,518.77	81,994,475.13
净利润	17,363,885.85	20,124,530.72	16,646,133.27
ROE	23.34%	24.39%	19.10%
净利润率	22.58%	20.25%	20.30%
资产负债率	19.17%	18.10%	22.38%

表 11 天安药业财务状况

2014 年上半年博雅生物原主业血液制品营收和毛利略有下滑，内生性增长遇到瓶颈，通过外延式收购非血液制品，不仅使天安药业的盈利能力有所增强，而且毛利较高的安多可（盐酸二甲双胍肠溶片）为整个上市主体营收和利润保持双增长立下汗马功劳，收购整合后的财务绩效明显。

项目(单位：元)	营业收入	毛利率	营业收入增速	毛利率增速
人血白蛋白	56,515,490.55	52.47%	21.26%	-3.18%
静注人免疫球蛋白	42,051,721.93	54.00%	-19.99%	-2.88%
安多可	32,311,113.67	64.16%		

表 12 博雅生物 2014 年上半年分布产品和服务

B、联合高特佳收购海康生物

面对我国血液制品行业市场的快速增长，血液制品市场呈现整体供不应求的发展机遇。2013 年 6 月博雅生物出于公司战略考虑，决定收购浙江海康生物制品有限责任公司部分股权。海康生物是一家专业从事血液制品研发、生产和销售的生物制药企业。公司厂址位于浙江温州市，具备年处理 150 吨原料血浆生产能力。公司是浙江省唯一一家经政府批准建设并拥有单采血浆站的企业，其下属的磐安单采血浆站目前正常运营，其于 2007 年 2 月获得浙江省卫生厅的设置许可，2009 年 1 月建成并获得《单采血浆许可证》，近年来采浆量保持较快增长趋势，预计 2012 年采浆量在 20 吨左右。同时，海康生物持有新疆德源生物工程有限公司 41.98%的股权，德源生物也是一家专业从事血液制品研发、生产和销售的生物制药企业。公司厂址位于新疆乌鲁木齐市，具备年处理 100 吨原料血浆生产能力。

由于海康生物未来两年将停产进行 2010 版 GMP 认证的改造，未来能否顺利通过 GMP 认证存在不确定性，为了有效控制收购风险，降低经营的不确定性，博雅生物决定

与深圳市高特佳精选恒富投资合伙企业（有限合伙）、深圳市高特佳瑞富投资合伙企业（有限合伙）、深圳市高特佳瑞佳投资合伙企业（有限合伙）、顾维艰、沈荣杰共同出资收购海康生物 68%股权，其中公司 3,643.765 万元收购 32%的股权、高特佳恒富收购 15%的股权、高特佳瑞富收购 6.5%的股权、高特佳瑞佳收购 6.5%股权、顾维艰收购 5%的股权、沈荣杰收购 3%的股权。本次收购完成后，本公司持有海康生物 32%的股权，与温州海螺集团有限公司并列第一大股东，收购的目的是提高公司的市场占有率，实现协同效应，为公司达成进一步做大做强的战略目标奠定基础。

经过一年多的合作运营，海康生物的发展没达到当时博雅生物收购的预期，鉴于公司发展现状，博雅生物未来将集中优势资源积极拓展新浆站，拓宽现有单采血浆站的采浆区域，通过自我发展的方式增加原料血浆的供给，公司拟以 57,511,136.00 元向宁波奇螺投资管理有限责任公司转让浙江海康生物 32%股权，转让后，公司不再持有海康生物股权，其交易价格合理、公允，不存在损害公司利益及全体股东的利益。本次转让所持有的海康生物 32%股权，提升了公司整体资产质量，符合公司及全体股东的利益。通过联合高特佳收购不确定较大的项目，合理规避收购标的的风险，不损害上市公司利益，为进一步内涵性增长和外延式扩张做好充足的资金准备。

综上，重组后整合传导到业务经营，最终实现企业价值创造的机制：

- 1、通过财务整合传导：做为金融资本的代表高特佳投资集团通过引入战略投资者和财务投资者，帮助企业融资，解决了长期困扰博雅生物的产能瓶颈问题。
- 2、通过经营管理传导：通过强化公司治理结构达到价值创造的效果。按照IPO的标准完善公司治理结构，包括完善股东大会、董事会、监事会以及公司各项规章制度，同时要求公司做到业务、资产、人员、机构、财务等方面的“五独立”。
- 3、通过战略管理传导：利用金融资本的并购资源，帮助企业制定内涵式增长和外延式扩张的双轮驱动的发展战略。

4.5 本章实证分析结论总结

案例公司	类型	动因分析	整合关键
华润三九	国企	协同效应中的运营、管理和财务协同理论	OTC 产品和 OTC 渠道嫁接
上海华源	国企（失败）	代理理论中的“管理层论”和“过度自信假说”	有并购无重组
誉衡药业	民企	协同效应中的运营和管理协同理论	产品和医药流通邻域整合
博雅生物	民企（PE 控股）	规模效应理论和多元化扩张战略	金融资本资源的嫁接

表 13 案例分析总结

本章的案例分析几乎涵盖了中医药行业所有并购重组的类型，包括国企医药公司并购重组案例，民营医药企业并购重组，还有金融资本 PE 并购控股医药公司的案例等等。

国企医药公司华润三九并购重组的案例从并购动因理论研究的角度看主要与协同效应理论有关，具有先进管理经验的央企华润集团通过并购极大的提高了三九的管理效率，体现了管理协同效应，同时华润之前成功控股运作东阿阿胶的宝贵经验与资源和拥有成熟的OTC渠道很好的和三九胃泰等OTC产品嫁接，体现了运营协同效应，华润针对三九进行债务重组以及资金运作一定程度上体现了财务协同效应。在动因分析的基础上，我们进一步认识到重组过程中的关键步骤是整合：一是加强公司治理，规范股东与上市公司之间的关系；二是梳理核心业务，对非主营业务进行剥离；三是实施组织变革与文化重塑。尤其是第三步，让三九这个具备制药与营销丰富经验的团队有了更进一步可持续发展的能力。华润入主三九带来的最大提升在于先进管理理念的引进与“战略，组织，文化”的落地。华润这些年强调的战略，组织，文化对企业发展有现实意义。简单，坦诚，阳光的文化首先保证了企业战略的有效实施。华润三九过去一年在集团指导下大力推进的组织变革也证明，通过组织架构调整可实现管控的一致性与战略协同的一致性，明显增强团队高效运作能力，不仅为建设运营管控型企业提供了组织保障，也使得企业开始具备成本竞争优势。

然而并非所有的国企医药公司并购重组都能像华润这个案例那么成功。华源的并购由于诸多原因就最终以失败告终。华源并购失败，首先，很大程度上缘于盲目并购。多元化投资与经营作为分散财务风险的一种重要手段，可以减少企业的风险损失。但是如果不切实际地搞多元化投资与经营，涉及过多产品或项目，主业不突出，不仅不能分散风险，反而会

使企业陷入困境。该动因和代理理论中的“管理层论”和“过度自信假说”有关。并购企业应端正并购动机，根据自己的发展战略，立足长远发展，从理性层面考虑规模效应，实行强强联合、优化重组，从而达到企业间优势互补、提高核心竞争能力的目的。其次，重视财务风险的防范与控制从财务角度看，资产负债结构的优化和调整以及现金流量的合理匹配是抵御流动性风险、防范财务危机的根本举措。在并购融资过程中，应遵循优化资本结构的要求，尽可能按合理的资本结构安排负债与股权比例；应在对未来流动资金进行准确预测的基础上，合理配置资产与负债结构；应当适当平衡长、短期负债，使企业资金能满足未来现金流的需要，又不至于使大量资金沉淀在企业而降低资金的使用效率。再次，加强企业并购后的财务整合工作“有并购无重组、有上市无整合”是华源并购失败的重要原因之一。华源并购失败的现实表明：仅仅追求并购的表面效应，而忽视了并购的财务整合，“捷径”就有可能变成“困境”；纵使拥有先进的技术和丰厚的资本，但缺乏财务整合能力，仍然无法避免并购的失败。因此，并购企业在并购协议签署以后，应根据事先的规划安排，有计划、有步骤地对并购后的企业进行财务整合。不同的并购企业，其财务整合的框架也有所不同，但一般来说可以概括为：“一个中心、三个到位、七项整合”。一个中心即以企业价值最大化为中心。三个到位，即对并购企业经营活动、投资活动及融资活动的财务管理到位。七项整合包括财务管理目标、财务制度体系、会计核算体系、资产、业绩考核体系、现金流转内部控制及债务的整合。

作为上市公司的誉衡药业，是民营医药企业中的佼佼者。誉衡并购重组具有极佳的战略眼光，在并购重组后实现了产业的整合，这为许多企业的资产重组提供了有益的借鉴和启示。第一，围绕企业发展战略选择重组目标是确保重组成功的首要条件。越来越多的证据表明，专业化程度低的多元化企业缺乏持续的核心竞争力，目前，我国不少医药企业就是因为盲目的多元化而失去生存的空间。誉衡药业重组的企业为医药企业，而且与誉衡药业发展战略相仿，资源之间存在优势互补。这主要采用了企业发展战略理论中的单一化扩张战略，第二，整合双方的优势资源是重组成功的主要保证。并购完成后，如何整合双方的优势，从而实现资源的优化配置，发挥协同效应，是重组成功的关键。上海华拓的品种将为誉衡药业带来有利的业绩支撑，同时，上海华拓也利用了誉衡药业在医药流通领域的优势，扩大了销售额，迅速的提升了综合竞争力，体现了协同效应中的运营和管理协同理论。

由于金融资本的属性，高特佳的并购之路从一开始就异同于前几个案例，高特佳从2007年底收购净利润仅有600万元的未上市的中小生物医药企业到目前将其打造为市值40-50亿的上市公司，金融资本在并购整合中发挥了巨大的能量，充分体现了规模效应理论（引入资本扩建增产）和企业发展战略中的多元化扩张战略（通过收购天安药业发展非血液制品医药产业）。博雅生物市值提升的关键步骤1、运用金融资本资源积极引入战略投资者和财务投资者为内涵性增长和外延式扩张准备充足的资金；2、利用金融资本丰富的

资本市场经验进一步提高博雅生物的经营管理能力，按照 IPO 的标准完善公司治理结构，包括完善股东大会、董事会、监事会以及公司各项规章制度，同时要求公司做到业务、资产、人员、机构、财务等方面的“五独立”；3、在公司成功上市后，联合金融资本打造专属于博雅生物的并购战略。博雅生物从一家未上市公司成长为行业内翘楚，金融资本采取的如上措施起到很大的促进作用，同时高特佳收购博雅生物的经验和技术也值得其他金融资本学习和借鉴。

综合来说，不管是国企还是民企，产业资本还是金融资本，对一个企业进行重组运作，首先考虑的是对被收购的资产进行筛选和重组，购买的只是那些有效的经营资源、对于非经营性业务、有问题的应收账款、其他第三产业部门，就要慎重筛选和重组。对于原有公司一套生产经营体制，如果非常健康而有效的話，那就保持它的机制，如果企业的机制有问题，那么收购后必须对原有部门进行整合。整合的主要框架聚焦于如何通过资本和管理的投入达到规模效应、协同效应等成长性增长，在此基础上再运用多元化扩张战略让企业达到新的高度，下一章我将用自己集团并购的实例进一步分析并购整合的关键点。

第 5 章 某集团并购某中小医药企业案例分析

上一章我通过对国内国企和民企的并购案例得出了整合的概念性框架。这一章，将以天下控股集团并购沈阳格林制药公司为例，讨论综合型金融资本并购中小医药企业的效果和经验。金融资本通过选择并购对象，发现价值，充分发挥自己的资源整合能力和投资管理能力，强化公司治理结构，改善企业营运机制，完善绩效评估体系，积极推行股权激励制度，实行员工和管理层持股等措施，通过以上措施帮助企业创造价值。在天下控股集团并购格林制药的案例中，天下控股集团并购后主要的整合在于实施“研发—生产—营销一体化”经营战略，主要包括研发中心的设立、车间改造、顺利通过新版 GMP 认证、车间升级、产能大幅提升、销售模式的多元化、营销能力大幅提升，很好的实现了并购后的协同效应和规模效应。但在整合中也遇到一些问题，整合中首先要注意的是产权问题，由于标的公司——沈阳格林制药是民营企业，而民营企业大多内部组织复杂，产权关系不清，彼此之间存在隐藏权责现象，这在很大程度上增加并购的风险和难度，因此在实施并购之前，天下控股集团组织专门的小组去到沈阳格林制药进行尽职调查，对存在疑问的产权关系，与公司领导问询沟通，寻求解决方案，理清了产权关系。其次，格林制药的经营范围是生产小容量注射剂、冻干粉针剂、原料药、口服液等医药产品，而天下控股集团则是综合型金融控股集团，业务涵盖金融证券、矿产资源、生物医药、旅游地产、现代农业等五大行业，由于经营范围不同，标的公司原有的客户关系和社会资源可能会流失。如果不注重保护无形资产，

品牌价值和商标形象也会受到损害。天下控股集团在控股沈阳格林制药以后，非常注重保护公司原有的客户资源和品牌价值，在维护原有客户的基础上，增加营销费用，拓展公司销售渠道，将品牌做大做强。最后，在整合中避免人力资源冲突。由于变更了控制权，必须对标的公司人事做出调整。由于职位数量有限，会使一些管理人员丧失原有的职位或权威。并购后企业发展方向的调整，也会使一些技术人员无用武之地。如果人力安排计划和激励机制调节不当，从董事会成员到销售人员各个层次都会引起冲突。例如，高层管理人员离职，关键的中层管理人员和技术人员难以保持稳定，都要导致企业人力资源的流失。为了防止这种情况发生，天下控股集团采取温和的人员调整政策，只在关键的职位重新安排领导，尽量保持人员队伍的完整性和延续性，使得整合期的人力资源有效过渡。

5.1 并购主体与并购流程

5.1.1 并购公司——天下控股集团

二十世纪 90 年代初期，医药行业的高速增长让早期进入医药行业的厂家取得了较高的回报，吸引了大批的厂家挤入医药行业，导致了严重低水平的激烈竞争，行业产品严重供大于求。在此背景下，国家“十一五”、“十二五”规划明确规定控制医药投资项目重复上马，鼓励优势资源兼并重组。正是这项国家政策的出台，让天下控股集团有低成本进入医药行业的投资机会。另外，一些融资渠道有限的中小医药企业面对 2010 年新版 GMP 整改要求，急于寻求战略融资平台，这就给天下控股集团提供了一个较好的并购时机。

天下控股集团是聚集长三角资本构建的国内一家大型金融控股集团，旗下拥有天下资本集团、半岛旅游地产集团、渤海投资集团三大产业集群，涉猎金融证券、矿产资源、生物医药、旅游地产、现代农业等五大行业。截止至 2013 年 5 月，天下控股集团在全球总计拥有 26 家全资或控股的子公司及一家在民政部门登记的周延慈善基金会。

天下控股集团深耕中国金融投资和产业投资市场二十余年，控股资产规模稳健增长，2012 年集团管理的总资产已近 50 亿元。天下控股集团旗下的天下资本集团投资参股的大西南矿业股份有限公司是贵州省最大的民营矿业集团；2013 年，天下资本集团在山西参股了一家煤化工企业，并控股了一家年产 500 万吨的大型煤田。天下控股集团旗下半岛旅游地产集团在沈阳市周边收贮了万亩土地储备，计划打造一座新兴的生态旅游新城。

在国内资本市场领域，天下控股集团投资并协助玉龙股份(601****)、南洋科技(002****)、天银机电(300****)、和邦股份(603****)等多家公司登陆二级市场。

天下控股集团专注于国内医药产业投资机会的挖掘，对国内医药产业发展有着独到见解。自 2010 年，天下控股集团成功投资沈阳贝恩制药有限公司、辽宁沃顿生物制药有限公司等多家医药企业。天下控股集团在医药投资领域制定了可持续化的长期发展战略，坚守规范而稳健的运营理念，强化医药企业回报社会、服务民生的责任意识，力争通过管理变革和社会资源整合，聚合竞争优势，将集团医药企业打造成为具有自主知识产权和国际竞争优势的中西药及生物医药产品的医药上市公司。

5.1.2 标的公司——沈阳格林制药公司

沈阳格林制药公司(以下简称为公司)成立于二零零四年八月九日,生产范围包括小容量注射剂、冻干粉针剂、原料药、口服液等生产。公司于2006年、2008年、2010年分别通过了水针剂、冻干粉针剂、固体制剂和合剂的GMP认证;2007年至2009年,公司吸收合并了沈阳克达药业有限公司,并将原克达药业名下的136个固体制剂品种所有权转移至公司。

公司占地面积22230平方米,其中主要建筑面积8500平方米,其中办公化验楼3000平方米、生产车间5500平方米,包括针剂生产线、固体制剂生产线、口服液和原料药生产线,另尚有近10000平方米空地预留作为II期投资建设。

公司针剂车间具有年生产能力约为1500万支的冻干粉针剂生产线和年生产能力约为2000万支的水针剂生产线。公司固体制剂生产线片剂年产能达到1.8亿片,胶囊剂年产能达到8000万粒。

2009至2010年,公司年销售收入分别为2400万元、4000万元。公司拥有全国独家中药品种消正扶正口服液、龙苓春合剂,并于2008年引进3.1类心脑血管重磅药物米屈胍,公司集中所有可利用的资源,全力为这个重磅品种服务,经过三年努力完成了临床试验工作,并已向国家食品药品监督管理局提出新药审批申请。

三年辛苦的付出，将公司有限的资源使用殆尽，在按照 2010 年新版 GMP 实施整体改造的背景下，公司渴望有一股新力量的进入，期待一个合适的战略合作伙伴。

5.1.3 并购的流程

2011 年 9 月 12 日天下控股集团董事会决定出资溢价收购沈阳格林制药公司 51% 的股权。2011 年 10 月 19 日，股权过户手续完成，至此收购事宜全部完成，天下控股集团正式成为沈阳格林制药公司的控股方。2011 年 11 月 10 日沈阳格林制药公司注册资本变革，由 2150 万元增到 1 亿元，实收资本 1 亿元。

在天下控股集团并购沈阳格林公司之后，集团领导将先进的公司治理理念传递给沈阳格林公司的管理层，带动公司建立完善的公司治理结构、全面的企业制度建设、信息化的管理理念，并且在集团领导的影响下推进了人力资源整合，建立了人力资源储备与人才培养规划，这些都是天下控股集团的先进管理理念对沈阳格林公司的传导效应的集中体现。除了在公司治理方面的传导效应外，天下控股集团对沈阳格林公司在公司未来经营战略方面也起到了至关重要的作用。众所周知，对一个制药企业而言，经营战略决定着一个公司的未来，天下控股集团将“研发-生产-销售一体化”思路传递到沈阳格林公司，建立了“研发-生产-销售一体化”经营战略。综上所述，沈阳格林公司在天下控股集团的深刻影响下进行重组与整合，无论在公司治理还是经营战略上都获得了长足的发展。

5.2 并购重组与企业成长性分析

天下控股集团并购沈阳格林公司后对企业整合、发挥传递效应、凝聚核心竞争力、实施“研发—生产—营销一体化”战略，成为其有效快速扩张的关键因素。为实现战略目标打下了基础，2013 年天下控股集团追加沈阳格林公司 20 亿元投资，沈阳格林公司更名为沈阳格林集团。

沈阳格林集团制定了以生产为基础、市场营销为重点、研发为支撑的企业发展战略。根据沈阳格林集团规划，在沈阳浑南新区建设集团的药物研发中心-沈阳贝恩药物研究院，在沈阳沈北蒲河经济开发建设 10 万平米的新药品生产基地，沈阳格林公司将是销售基地，以形成沈阳格林公司的“研发—生产—营销一体化”全产业链体系。

5.2.1 并购重组前沈阳格林经营状况

在天下控股集团并购重组沈阳格林公司之前，沈阳格林公司是一家注册资本为 2500 万人民币，占地面积约 22230 平方米的中小型药品生产企业。公司以制剂的生产、销售为主，无新药研发机构，虽然拥有一百多个产品，但受生产条件及生产能力限制，大多数产品均无法生产，少数在产品种在单一、不完善的营销体系下，也无法创造其应有的价值，公司年销售收入在 4000 万以下，无法实现跨越式发展。

1、公司研发缺失

沈阳格林公司拥有生产批件一百余个，但拥有自主知识产权的创新药物寥寥无几，绝大多数均为有上百家竞争对手的仿制药，这是目前我国医药产业的普遍问题。沈阳格林公司也正如我国大部分医药企业一样，创新投入严重不足，并没有成立专门的研发部门进行新药研发，创新药物研发能力几乎为零。形成此局面的原因：一是公司管理层对研发的重视不够，没有充分认识到研发对一个医药企业来说关乎着企业未来的长远发展；二是公司资金不足，无法保证对研发进行持续的资金投入。

2、公司生产设备老化、生产能力有限

沈阳格林公司生产范围包括小容量注射剂、冻干粉针剂、原料药、口服液等。公司于2006年、2008年、2010年分别通过了水针剂、冻干粉针剂、固体制剂和合剂的GMP认证；生产车间5500平方米，包括针剂生产线、固体制剂生产线、口服液和原料药生产线。尽管公司看似车间生产范围齐全，可以生产多种剂型的产品，但各车间生产设备老化，尤其在新版GMP实施之际，原有设备已经无法满足新版GMP的要求，更无法满足现代化生产的需要，而新版GMP的厂房及设备改造需要几千万的资金投入，这对于一个中小型医药企业来说，以往的销售收入远远无法完成车间及设备的改造升级。

3、公司技术水平低

由于沈阳格林公司在医药行业属于中小型医药企业，规模小、盈利能力差，因此公司往往无法吸引和留住高水平技术人才。医药行业是一个技术要求高的行业，无论是新品研发还是老产品的技术改进都需要大量的创新型技术人才。因此导致公司研发水平低，无法开展新品的研发工作，甚至一些老品种的技术改进工作都无法顺利完成，随着国家对药品生产的技术水平及质量标准的逐年提高，公司的一些老品种的原有技术路线已经无法满足国家日益提高的质量要求，无法正常生产销售。

4、公司营销体系不健全

一个公司无法实现跨越式发展，研发、生产固然重要，但营销体系也负有不可推卸的责任。2009至2010年，公司年销售收入分别为2400万元、4000万元。仅仅能维持公司的正常运营，盈利能力偏弱。公司原有的营销模式是销售代理，好的产品不断地进行全国大包，产品的销售权外放，短期看似销售上去了，但是受制于全国总代，价格体系因难以掌控变得混乱。企业核心的管理和销售团队松散或兼职者居多，企业效率低下。

5.2.2 并购重组后企业成长性分析

天下控股集团并购重组沈阳格林公司之后，给沈阳格林公司带来最直接的是经营战略思想的改变和资金的引入，经营战略思想和资金的引入对研发、生产、营销产生了一系列

多米诺效应，逐步传导和放大，逐渐形成一个完善的“研发—生产—营销一体化”的全产业链经营战略模式。

1、技术创新能力提升

从天下控股集团并购重组沈阳格林公司之初，天下控股集团领导层就将全面建设现代化、规范化的研发中心作为公司治理工作的重中之重。经过近一年的努力，沈阳格林公司研发中心正式成立，有了公司的支持及资金的投入，研发中心迅速发展壮大。

建立研发中心、极具创新力

作为一家视研发如生命的公司，建设研发中心以来，已经累计投入 5000 万元用于软硬件建设及人才投入，研发中心承载着公司战略品种研发的使命，目前已经配备了药物合成室、制剂室、药理室、药物分析室等药物研发各个学科的实验室及全国领先的仪器设备。软硬件建设齐全后，研发团队的建设至关重要，公司斥巨资引进一批拥有高学历与高素质的研发人员，目前人员规模达到了 50 余人，其中博士后 1 人、博士 3 人、硕士 36 人，硕士及以上学历人员达 80%以上，这支高水平的研发队伍为企业的新药研发提供了强有力的技术支持。研发中心不仅进行自主研发，同时也非常重视与国内外前沿的高校及科研院所的合作，响应国家号召，走产、学、研相结合的新型研发道路。研发中心先后与沈阳药科大学、中国医科大学、上海医药工业研究院、中国军事医学科学院等多家高校及科研院所建立了长期的合作关系，丰富了公司产学研结合的研发模式。

研发中心现有研发课题达 20 多项，其中在研的具有自主知识产权的一类新药 4 个，均为世界首创的全新化学实体，均已申请专利。经前期药效及毒理试验证实其与临床现有药物相比，作用机制新颖、药效高、毒副作用小，具有成为“重磅炸弹”的潜力。除此之外，研发中心还有多个抗肿瘤和心脑血管系统临床急需的品种在研，力争取得首仿，为临床解决燃眉之急、为广大患者降低用药成本做出最大的努力。

战略布局长远

天下控股集团领导层高瞻远瞩，战略布局长远，充分认识到，研发对一个医药企业未来跨越式发展的重要性，因此，非常重视新药研发与仿制药创制。虽已拥有自己的研发中心，但公司有着更加宏伟的目标：研发中心依托雄厚的资金实力、强大的人才储备和得天独厚的技术资源，构建辽沈地区最大的药物研发基地，以强大的研发实力为核心，借鉴仿创结合的研发模式，立足于企业、逐步覆盖辽沈、走向全国，致力于转化高校科研成果、开发创新药物、打造仿制药创制平台、为药品生产企业提供高质量的研发成果和强大的技术支持，为中国的医药产业注入了新鲜的技术力量。

在公司目标的指引下，沈阳格林公司在浑南生物医药产业园投入 5000 万元资金，已建设完成沈阳贝恩药物研究院，占地面积 5000 平方米，致力于打造现代化药物开发试验基地，目前主体工程已经落成，正在进行后期的完善及设备的购置等工作，预计 2014 年下

旬即可入驻。公司预计在未来 3-5 年投入 1 亿元人民币全力支持药物研发工作，致力于新药研发与仿制药的创制，将沈阳贝恩药物研究院打造成全国最大的药物研发基地。

2、生产能力提升

车间改造、顺利通过新版 GMP 认证

自 2011 年 3 月 1 日起，凡新建药品生产企业、药品生产企业新建（改、扩建）车间均应符合《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》的要求。新版 GMP 的实施对大部分中小医药企业来说无疑是致命的打击，对于并购重组前的沈阳格林公司而言，公司的销售收入维持正常的生产运营之余，根本无法按照新版 GMP 的要求进行车间改造，最终的结果只能是停产甚至宣布破产。然而天下控股集团的并购重组给沈阳格林公司带来了新的希望，天下控股集团对于沈阳格林公司的现状立刻做出决定，投入近 1 亿元按照新版 GMP 的要求进行 GMP 改造，历史一年多的时间，公司针剂车间终于完成了软硬件升级，顺利通过了新版 GMP 认证，目前已经获得了新版 GMP 证书，针剂车间已经恢复生产。而与此同时，到目前为止，1200 多家无菌制剂企业中，仍有逾七成的企业未通过新版 GMP 认证。

车间升级、产能大幅提升

沈阳格林公司成立于 2004 年，车间设备大部分已陈旧，并且由于制药技术日新月异，近十年间制药设备已更新换代，公司原有的设备已经无法满足生产需要，经常出现设备故障，不仅大大降低了工作效率，也造成了物料的浪费。但在天下控股集团并购重组沈阳格

林公司之前，原有公司决策层并没有充分认识到这一问题的重要性，同时也并没有足够的资金进行车间改造升级。在天下控股集团并购重组沈阳格林公司之后，集团领导迅速做出决策，认为车间改造升级迫在眉睫，只有车间改造升级、生产效率提高，才能保证产品质量，为销售供货解决后顾之忧。

2013 年拥有国内最大的 OTC 市场营销网络的某集团与沈阳格林公司正式建立了长期合作关系，全权代理氨酚咖那敏片的国内市场销售权，沈阳格林公司的氨酚咖那敏片一经上市就取得了惊人的成绩。在氨酚咖那敏片带来如此爆发式销售增长的同时，需要固体制剂车间必须具备足够的产能，满足市场的巨大需求，而恰好沈阳格林公司在天下控股集团的英明决策下于 2012 年完成了固体制剂车间的改造升级，车间产能迅速提升，自动化程度提高，这亦才保证了固体制剂车间突然增加的产能要求。通过这一事件，充分证明了天下控股集团的战略决策与资金引入对沈阳格林公司所带来的积极意义。

3、市场营销能力提升

沈阳格林公司原有的营销模式单一，天下控股集团并购重组沈阳格林公司之后，集团领导层认为对于一个制药公司来说，研发是企业的生命线，决定公司未来的高度，生产中坚力量，决定了公司产品的供应和质量，销售是先锋兵，没有销售就切断了公司的经济来源，研发与生产再好，企业亦难以生存下去。因此集团领导层当机立断，斥巨资重建沈阳格林公司营销团队，开拓渠道，由单一的营销模式向多种营销模式并存的方式转变。

根据公司现有 OTC 品种、冻干剂品种情况，公司采用代理商模式进行销售，可以最大限度的减少销售费用投入。针对不同地区及代理商要求的不同，销售积极制定灵活的销售策略和促销政策。未来公司将有 2-3 个 3.1 类心脑血管药投入市场，单一的销售模式显然不能满足市场需要，将原有单一招商销售模式转向自建销售渠道和招商相结合的混合销售模式。自建销售渠道促使沈阳格林公司独家品种自己掌握销售渠道，树立产品形象，宣传产品文化，扩大产品影响力

经过两年的努力，沈阳格林公司目前已经建立起了一支成熟、稳定的营销队伍，目标营销模式、品牌营销模式、知识营销模式各种营销模式并存，各种销售渠道共同发展，使公司的销售业绩得到了巨大的改善，实现了跨越式的发展。

4、运营能力提升

天下控股集团并购后对企业整合、发挥传递效应、凝聚核心竞争力、实施“研发—生产—营销一体化”战略，沈阳格林集团制定了以生产为基础，市场营销为重点，新药研发为支撑的企业发展战略。根据沈阳格林集团规划，在沈阳浑南新区和沈北蒲河经济开发分别建设两个集新药研发、药品生产于一体的大型药品产业基地，形成沈阳格林公司的“研发—生产—营销一体化”全产业链体系。

以市场为导向，发挥销售系统的市场链接作用

公司各部门通力合作、协调沟通。对于销售系统来讲，要做的工作就是：一方面要及时准确地把产品性能、质量差异、需求状况等信息和客户的愿望传递到企业的科研部门和生产部门，以便及时进行产品结构和数量调整，为企业改进产品性能和新产品开发的方向进行准确定位提供帮助；另一方面，要采取多种方式，建立有效的信息沟通体制，加强企业(主要包括生产、科研部门)和下游客户的衔接，加快市场信息、产品生产、性能等信息的传递，切实把销售部门的市场链接作用充分发挥出来。

加快产品改进和新产品开发，增加产品技术附加值

生产、销售、研发中心一道，建立和完善产销研一体化体系。通过建立完善各项工作制度，搭建技术服务平台，完善客户信息网络，使产销研一体化工作逐步走向制度化、规范化、程序化。公司的生产、销售、科研部门共同成立“产销研互动工作平台”，进一步研究把握公司产品性能、质量差异、技术需求和发展趋势，及时调整产品结构，提高产品质量，开发高附加值产品，满足市场的差别化需求，使产销研一体化战略能够切实做到服务客户、引导生产和发展科技。

增强产品价值链各环节的衔接，创造和谐经营环境

实施产销研一体化全产业链战略，一个重要目的就是要建立一个能够使企业、下游经销商、直供客户，乃至终端客户相互沟通的平台。企业产销研一体化战略的内涵要在营销实践中进一步扩大和延伸，进而关注并重视整个产品链每个环节的信息反映。向上要了解

生产现状和科研方向，向下要掌握中间商、直供用户和终端用户的愿望和需求，同时还要判断同行产品市场的技术发展趋势，积极主动做好上下沟通、左右协调工作，及时解决每个环节出现的问题。要使广大客户充分利用产销研一体化工作平台，将存在的问题、困难和愿望，以及终端客户、终端市场的各类信息及时反映给企业，从而使双方能够积极沟通，真诚合作，进一步增强产业链各环节的衔接，创造生产与销售、销售与中间商、中间商与终端用户，乃至整个产品链各环节的和谐，努力构建企业产品市场和谐稳定、文明竞争环境。

5.3 并购过程中的经验之谈

5.3.1 完善公司管理层股权激励机制

天下控股集团为了改善沈阳格林公司治理结构，降低经营成本，提高管理效率及经济效益，增强公司凝聚力和市场竞争力，促进公司的可持续发展，决定实施高级管理层股权激励机制。天下控股集团向沈阳格林公司高层管理人员开放部分股权，占公司股权的比例为总量的 30%。

股权激励于 20 世纪 70 年代末起源于美国硅谷，其成因是为了解决股东与经营者之间的利益矛盾，建立对经营的长效激励机制。实施股权激励制度可以将公司的利益、股东的利益和管理层的利益紧密地联合在一起，有利于防范代理问题的发生，完善公司治理结构。

1、股权激励的模式选择

激励模式是股权激励的核心问题，直接决定了激励的效用。目前，国际上典型的股权激励模式有经营者/员工持股、管理层/员工收购、虚拟股票、股票期权、限制性股票、业绩股票、股票增值权和延期支付八种。其中以股权期权、限制性股票和股票增值权的使用较为广泛。考虑到沈阳格林公司的实际情况，公司采取经营者持股和管理层收购两种模式。《上市公司股权激励管理办法（试行）》中规定，我国上市公司可以采用的股权激励模式有限制性股票、股票期权和法律以及行政法规允许的其他方式。未来随着沈阳格林公司不断发展壮大并成功上市后，公司也会选择其他股权激励的模式。

2、股权激励的额度选择

股权激励作为一种重要的激励手段，其根本目的在利益协同、风险共担，鼓励高管人员为提高公司业绩，增大公司市场价值而尽职尽责工作。因此，高管人员股权激励的比例和数量必须同盈利和绩效相挂钩。实现了盈利，奖励高管人员的股份越多，才能实现股权激励的作用。高管人员股权激励比例的确定应该根据实际完成的社会经济效益情况，并考虑高管人员在生产经营中所负责任的轻重及承担风险程度等因素具体确定。具体实施时，首先要建立科学的，能全面准确地反映高管人员业绩的考核指标体系，可确定以下三类指标：资产经营考核指标，即资产保值增值率；资产营运效果考核指标，主要包括净资产收益率，资产负债率等；综合管理类考核指标，包括质量管理，产品开发情况，安全生产和公司管理与

改革等。其次，从考核标准看，初步考虑可由高到低依次划分以下几个档次：一是完成由董事会确定的年度任务指标；二是年度主要经济指标到或超过本公司最好水平；三是年度主要经济指标居国内同行业领先地位；四是年度主要经济指标到国际先进水平。股权激励旨在使高管人员获得企业现在或未来的部分物质产权，从而承担起对公司经营的风险。股权激励比例过小，会使股权激励流于形式，不足以起到激励的作用，而股权过于集中，会拉大公司内部收入差距，产生新的收入分配不公。因此，结合公司 2009 年股权收购情况及各方面综合因素考虑，最终沈阳格林公司被收购后原创始人股东持股 10%，后开放 20%的限制性股权作为公司高管持股部分，伴随公司后续不断发展壮大，会逐步调整和完善股权激励制度。

3、股权激励的来源选择

股权激励的来源主要包括大股东转售、定向增发和二级市场回购三种。在沈阳格林公司成立之初，少部分管理者通过股改持股，为了提高管理效率，增强公司凝聚力和市场竞争能力，促进公司的可持续发展，公司进一步实施了高级管理层股权激励机制，大股东转售给管理层部分股份。

股权激励作为一种长效的激励机制，激励机制的实施可以督促高级管理者改善公司的内部控制水平。企业价值随着内控水平的提高会有显著利好影响。高级管理层股权激励计

划适时得当，可以将公司的利益、股东的利益和管理层的利益紧密地结合在一起，能够促进公司治理结构完善，提高企业竞争力。

5.3.2 并购后的公司治理分析

公司治理(Corporate Governance)是一组规范公司相关各方的责、权、利的制度安排，是现代企业中最重要制度架构，它包括公司经理层、董事会、股东和其他利害相关者之间的一整套关系。

天下控股集团股权收购沈阳格林制药公司后，通过公司治理结构、财务管理、制度管理、人才管理等一系列的资源重组运作传导到业务经营，最终实现企业价值创造，将沈阳格林制药公司打造成为以创业板上市为改革目标、以规范现代企业管理制度为运营目标的中小医药企业的发展典范。

1、建立完善的公司治理结构

公司治理结构，是一种联系并规范股东（财产所有者）、董事会、高级管理人员权利和义务分配，以及与此有关的聘任、监督等问题的制度框架。简单的说，就是如何在公司内部划分权力。

沈阳格林制药公司治理结构的重组是涉及公司并购成败的三个基本要素：

一是如何保证天下控股集团的投资回报。在所有权与经营权分离的情况下，由于股权分散，天下控股集团有可能失去控制权，企业被内部人（即管理者）所控制。这时控制了企

业的内部人有可能做出违背天下控股集团利益的决策，侵犯了并购股东的利益。这种情况引起投资者不愿投资的后果，会有损于企业的长期发展。重组沈阳格林制药公司的治理结构正是要从制度上保证天下控股集团的控制与利益。

二是沈阳格林制药公司内各利益集团的关系协调。这包括对经理层与其他员工的激励，以及对高层管理者的制约。这个问题的解决有助于处理公司与天下控股集团的利益关系，又可以避免因高管决策失误给公司造成的不利影响。

三是提高沈阳格林制药公司自身抗风险能力。并购后，随着沈阳格林制药公司的规模不断扩大，公司中股东与企业的利益关系、公司内各部门的利益关系、公司与其他企业关系以及公司与政府的关系将越来越复杂，发展风险增加，尤其是法律风险。在沈阳格林制药公司建立合理的公司治理结构，能有效的缓解各利益关系的冲突，增强公司自身的抗风险能力。

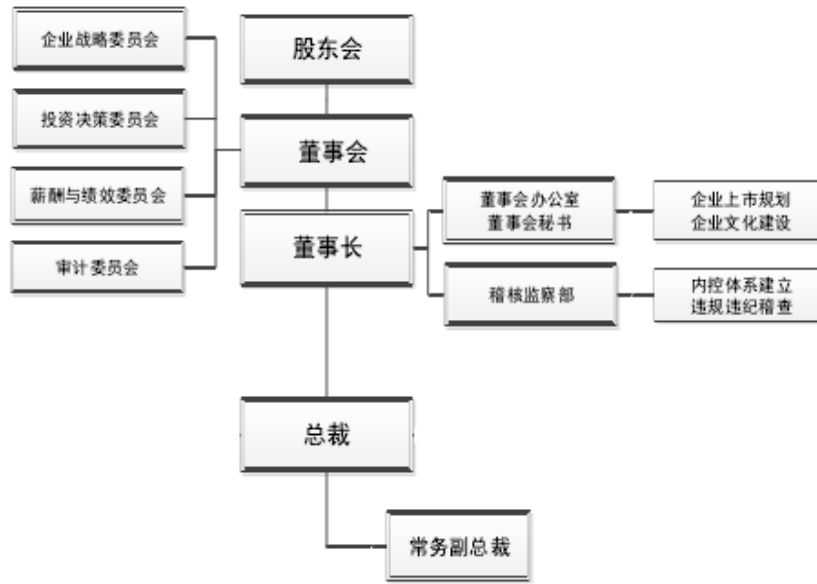


图 4 并购重组后的沈阳格林制药公司的公司治理结构

天下控股集团收购沈阳格林公司后，召开股东大会，会议决定调整董事会成员，设立监事会，制定公司章程同时废止原有章程，成立企业战略委员会、投资决策委员、薪酬与绩效委员会、审计委员会，会议选取原沈阳格林制药公司法定代表人担任公司总裁（总经理），并设置常务副总裁配合总裁开展各项工作。

天下控股集团收购沈阳格林公司后，着力改善原先自然人一股独大的持股模式，积极引入战略投资者宁波德宏创业投资有限公司成为公司股东（持股 5%），并着意与有实力的投资银行进行合作，在沈阳格林制药公司发展的未来继续引进医药行业的战略投资者，丰富公司的股权治理结构。

天下控股集团重建沈阳格林制药公司的治理结构之后，立即着手调整公司财务、采购、人力、行政等部门，将集团专业化水平较高的整合团队人才派驻至沈阳格林公司，通过规范公司财务管理、财务监督、审计监察工作，建立科学、规范、透明的企业管理体系。2012年，沈阳格林公司新建研发中心，重组营销中心，进一步明确生产部、质量部、工程设备部等核心部门的工作职能分工。经过半年多的努力，整个公司的组织架构已基本明确。

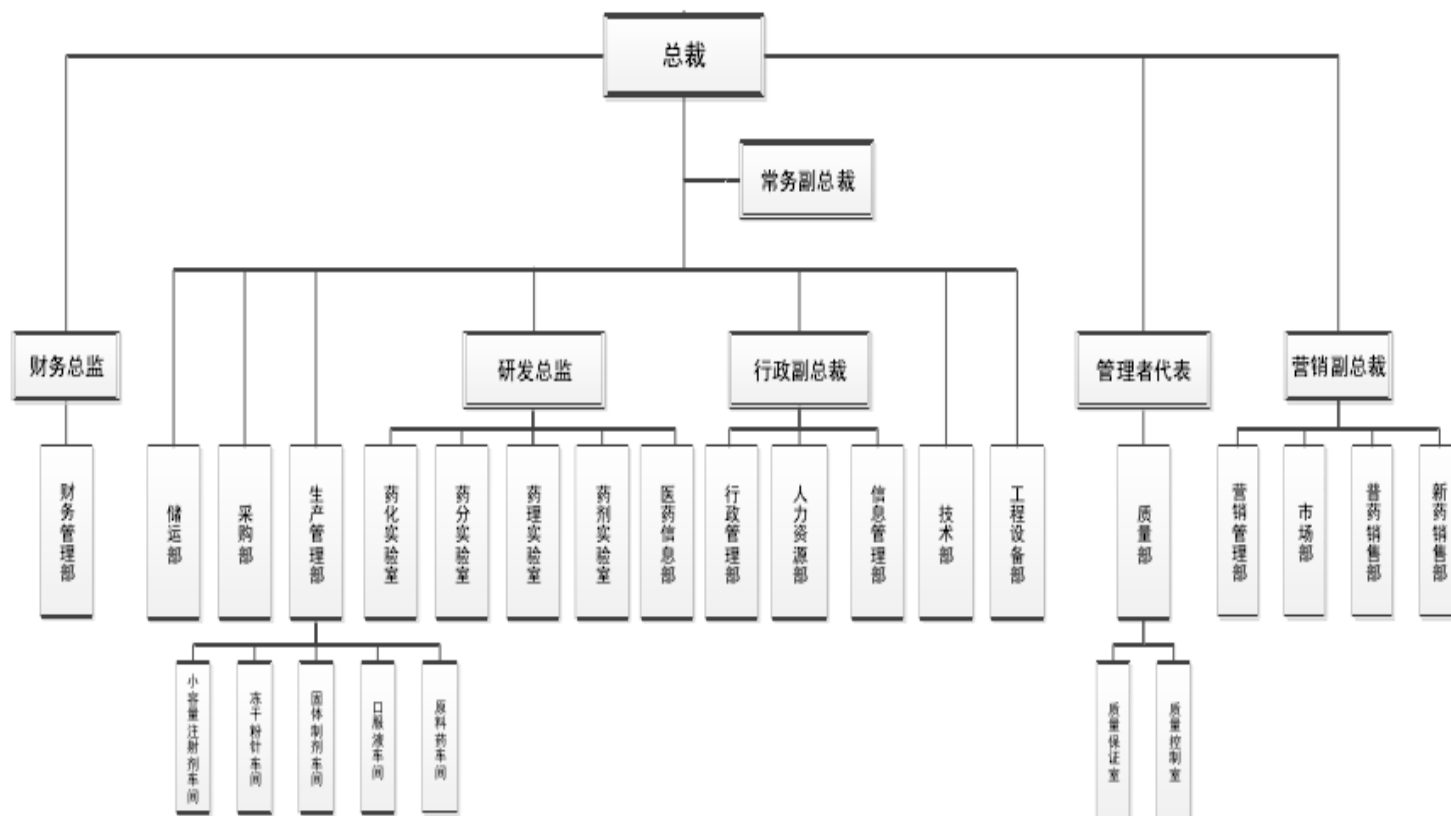


图 5 沈阳格林制药公司重组后的组织架构

2、企业制度建设管理实务

企业制度建设是指企业围绕管理工作的科学化、规范化、程序化、标准化和系统化等所进行的一系列活动的总称，包括制度的建立、执行、修改、完善、责任追究等。天下控股集团收购沈阳格林制药公司后，在重组公司治理结构和组织架构的同时，重点开展企业制度建设。

企业的各项规章制度是企业赖以生存的命脉。在医药制造业竞争日益激烈的情况下，效率是每一个制药企业追求的目标。而要使得重组后的沈阳格林制药经营有效率，一部完整而又可行的管理规章制度是绝对必要的。天下控股集团认为，建设企业规章制度并不是把别人现成的东西拿来抄袭，而是必须遵循一定的原则和方法，根据沈阳格林制药公司的发展目标和经营特色制定各项规章制度。

沈阳格林制药公司的制度建设分为八个步骤进行：

一是疏理，公司董事会办公室对现有的制度进行全面的疏理，通过疏理确定本公司制度是否缺失、是否与上级规定相冲突、是否适应实际工作和管理的需要、是否可行等，从而确定需要制定和修改完善的制度；

二是调研，董事会办公室联合行政管理部对需要制定和修改的制度在公司内部进行广泛的调研，从而使拟要制定和修改的制度更加适用；

三是策划，董事会办公室组织不同人员参加制度建设会议，听取各部门的意见，汇总大家意见后由行政管理部汇总出制定或修改制度的具体意见和方案；

四是建立，董事会办公室根据策划后的方案、上级的规定、企业的实际及领导的要求，安排专人负责起草或修改制度，及时制定出规范合理具有可操作性的制度；

五是审查，董事会办公室对制定或修改完成的各类制度要召开相关会议(职工代表大会、公司管理层例会、总裁办公会等)对制度的合法性、规范性、有效性和可操作性等方面进行审查；

六是发布，行政管理部对审查通过的制度以文件形式进行发布；

七是执行，董事会办公室、公司管理层、高管层确保发布的各项制度及时、准确、全面地执行到位；

八是修改完善，董事会办公室针对制度执行过程中出现的新情况、新问题以及上级的新要求及时的进行修改完善，使制度始终保持在适用状态。

2012年2月，经过四个月的努力，沈阳格林制药公司董事会办公室修改并制定了《资金使用管理制度》、《公司合同管理制度》、《研发项目立项管理制度》、《员工手册》、《人力资源管理制度》、《档案管理制度》、《招标、采购管理制度》、《客户档案管理制度》、《保密管理制度》、《无形资产管理制度》、《印章管理制度》、《财务管理制度》、《授权管理制度》、《对外担保管理制度》等几十项管理制度。

为保证公司安全管理，完善公司各项应急管理体系，董事会办公室协同各部门联合制定了《环境污染事故应急预案》、《消防应急预案》、《重大安全事故应急预案》、《重大自然灾害应急预案》、《宿舍安全应急预案》、《员工食堂卫生安全应急预案》、《工程施工应急预案》、《化学试剂使用安全预案》、《安全生产应急预案》，公司人力资源部、行政管理部还组织公司全体员工并参加了消防安全应急员培训及消防安全应急演练。

3、企业信息化管理实务

当企业发展到一定的阶段，常规的管理显然已不能满足现实发展的需要，所以如何实现规范化、标准化管理来提高企业经营效益，就成为一个新的议题。如果不建立与之相适应的管理信息系统，就很难在这个竞争日趋激烈的时代获胜。

ERP (Enterprise Resource Planning , 企业资源计划) 管理系统是指建立在信息技术基础上，以系统化的管理思想，为企业决策层及员工提供决策运行手段的管理平台。ERP 管理系统可以让企业更合理地配置企业资源 (包括人员、物品、资金、设备、信息等)，强调企业人、财、物、供、产、销全面结合、全面受控、实时反馈、动态协调、以销定产、以产求供，效益最佳、成本最低，流程式管理、扁平化结构，是企业物流、资金流、信息流和知识流相结合的全面的企业管理工具，它的运转需要整个企业全面投入配合。

作为当今国际上一个最先进的企业管理模式，ERP 信息管理系统在体现当今世界最先进的企业管理理论的同时，也提供了企业信息化集成的最佳解决方案：将企业的物流、人

流、资金流、信息流统一起来进行管理，以求最大限度地利用企业现有资源，实现企业经济效益的最大化。

天下控股集团正是看中了德国 SAP 公司优越的 ERP 系统开发模式，于 2012 年 4 月正式与 SAP 中国公司（上海）签署购买合同，为沈阳格林制药公司正式引进 SAP R/3 软件系统作为公司信息化管理系统。

SAP 信息管理系统是一种通过计算机系统固化了的管理的方法，它可以让企业更合理地配置企业资源（包括人员、物品、资金、设备、信息等），优化业务，提高企业的管理水平，增强企业的竞争力。

2012 年底，SAP 信息管理系统在沈阳格林公司正式运行。该系统运行以来，沈阳格林制药公司的直接经济效益的有所提高，并提高了公司运营管理的标准化、规范化。另外，SAP 信息管理系统还对公司形象改善、管理思维提升、员工积极性的激励方面都有所帮助。



图 6 沈阳格林制药公司新建信息中心

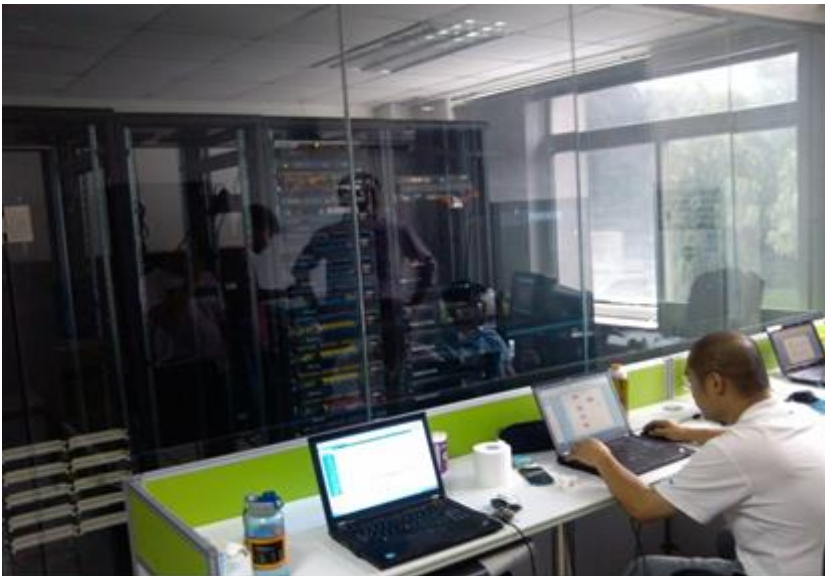


图 7 沈阳格林制药公司信息中心 SAP 管理系统运行监测

根据沈阳格林制药公司 SAP 项目管理小组的统计预测 ,公司使用 SAP 信息管理系统已

实现如下经济效益 :

(1)库存下降 30%-50% :公司的药品库存投资减少 1.4-1.5 倍 ,库存周转率提高 50%。

(2) 延期交货减少 80% : 当库存减少并稳定的时候, 公司服务水平提高了, 准时交货率将平均提高 55%, 误期率平均降低 35%, 这就使公司销售部门的信誉大大提高。

(3) 采购提前期缩短 50% : 公司采购人员有了及时准确地生产计划信息, 就能集中精力进行价值分析, 货源选择, 研究谈判策略, 了解生产问题, 缩短了采购时间和节省了采购费用。

(4) 停工待料减少 60% : 由于原材料需求的透明度提高, 计划也作了改进, 能够做到及时与准确, 原料也能以更合理的速度准时到达, 因此生产线的停工待料现象将会大大减少。

(5) 制造成本降低 12% : 由于库存费用下降、劳力的节约及采购费用的节省等一系列人、财、物的效应, 必然会引起生产成本的降低。

(6) 公司管理水平提高, 管理人员减少 10%, 生产能力提高 10%-15%。

天下控股集团在沈阳格林制药建设 SAP 信息管理系统, 是一种需要连续投入才能成功及产生效益的管理工具, 这种投入主要包括资金、人员和时间等。没有强大的连续投入, 在沈阳格林制药公司实施 SAP 信息化管理是不可能成功的。

实施 SAP 管理的项目决策者必须清楚认识 SAP 的真正作用, 这点非常重要。成功实施 SAP 的关键在于企业的总体素质, 更直接的是取决于天下控股集团决策者坚定不移的意志和义无反顾的决心。因为 SAP 项目想在很短的时间内产生明显的效益几乎是不可能, 在各

种抱怨、反对、抵触等压力下，决策者的支持态度很可能会从实质性的支持改变为形式上的支持，造成实施进度停滞不前，甚至最终取消项目。很多企业在 SAP 的实施初期都很顺利，可到了数据初始化阶段、系统并行阶段就出问题，特别是并行阶段，在这阶段对于业务人员来说工作量会成倍增加，而业务人员的重点仍是放在旧的运作方式上，新系统只是试用，对数据跟进往往不主动，结果造成越并行越乱，最后是对 SAP 信息管理系统失去信心。

在这种时候，天下控股集团坚持“先上再说”的工作原则，强迫沈阳格林公司的管理层切实转换管理思维，督促各部门全力配合 SAP 管理系统的运行。SAP 信息管理系统正式运营后，天下控股集团董事局主席还时常关心公司 SAP 系统的应用情况，并支持集团稽核监察部对 SAP 的考核部门做好监督、改进工作。在天下控股集团、沈阳格林公司高管的不断努力下，公司的 SAP 管理系统的实施工作得以持之以恒。

4、推进人力资源整合，建立人力资源储备与人才培养规划

在资产重组中人力资源的整合非常重要，这是重组完成后首先要解决的问题。天下控股集团在并购沈阳格林公司后，在人力资源战略管理及整合上，采取四大策略：沟通策略、激励策略、文化兼容策略、及人才引进培养策略。

沟通策略

让员工理解兼并收购的动因、目的和效应，并让员工找准自己在未来公司的目标定位，最大限度的降低和减少因信息不畅通而引起的情绪波动，在人员初期管理上实现顺利过渡。

激励策略

企业收购和兼并中，企业原有人员的收入待遇一直是员工关心和敏感的话题，为此新组建的沈阳格林公司，对原有薪酬体系进行调整，薪酬理念由市场跟随型向混合型转变，既：替代性强的基础岗位采取市场跟随型薪酬、关键岗位人员的薪资水平采取中上游甚至领先市场的薪酬来进行激励，一线生产人员采取定额计件工资制，多劳多得，提高效率。同时每年拿出一定比例的薪资增长额度，用来激励工作表现业绩突出的人员。整合后薪酬体系焕发了原有人员的工作热情，工作效率和责任心有了极大改善。

文化兼容策略

将天下控股集团的企业文化理念植入沈阳格林公司中来，并逐渐成为全体员工普遍认可的价值观、思维方式及行为规范的统一企业文化。

人才引进及培养策略

人力资源整合中，一方面积极留住原有的核心人员，另一方面启动采取“内外结合、双轨并行”的人才引进及培养计划。

(1) 人才引进实现由“外部引进为主”向“内部培养、外部补充为辅”的方式转变。既：整合之初，在重要关键岗位上招贤纳士，在行业中高薪聘请优秀职业经理人加盟公司，拓展公司经营者的经营理念、管理思路，通过精细化管理来规范公司生产经营各环节的行为；

二是建立人力资源储备及人才培养计划，实施基于公司发展战略的培养计划，发挥公司各梯次核心人才中坚力量的作用。

(2) 人才培养计划。人才培养，是企业长青的秘密，培养一批认同公司企业文化、愿意在公司长期稳定工作的核心骨干员工，解决中高层管理人员短缺问题，满足公司持续及扩张式发展及内部优秀人员晋升的需要，是公司启动人才培养计划的初衷。

为此，2012 年公司一方面派驻天下控股集团优秀的年轻硕士及博士到沈阳格林公司工作，另一方面在全国著名的大学启动校园招聘计划，招聘优秀硕士及博士毕业生 10 余人加入到沈阳格林公司，并分别在生产、质量、研发、工程等核心部门实岗实职锻炼。2013 年及 2014 年 2 次启动一线生产校园招聘计划，吸引具有大专及以上学历的人员，充实一线岗位。

同时，为进一步加快培养进度及效果，满足沈阳格林公司后续发展的需要，公司拨付专项培养资金，启动“种子计划”、“阳光计划”及“精英计划”。

“精英计划”----- 中层管理岗位梯队人才（在职骨干员工）

“阳光计划”----- 核心骨干人才（在职优秀人员及部分新入职硕士毕业生）

“种子计划”----- 一线骨干班组长、主机手（一线工人）

以上三项人才培养计划作为公司的梯队培养方案，其培养建设原则为：

共同培养原则

培训方案由人力资源部制定，公司审核批准，公司各部门作为培养基地，共同实施培训工作。

梯队搭建原则

一线工人以“种子计划”为主；在职及新入职优秀本科、硕士毕业生，以“阳光计划”为主、精英计划为辅；新入职有工作经验的优秀人员或现有在岗人员以“精英计划”为主，“阳光计划”为辅。

适时任用原则

进入后备管理人才培养计划的人员，应有明确的任用职位，“阳光计划”人员应适时部门内调动岗位、熟悉并掌握部门内各岗位主要工作内容，“精英计划”人员应适时实职任用。

持续性原则

后备管理人才培养工作原则上每二年开展一次，保证优秀人才生生不息。

在此培养原则的基础上，公司对此计划在组织保障、人员甄选、培养周期、建设程序、培养内容、课程设计、导师选择、实岗锻炼、激励及推出机制等多个环节进行细化推进和过程管控，保证后续人才梯队培养计划的顺利实施。

综上，重组后整合传导到业务经营，最终实现企业价值创造的机制：

1、通过战略管理传导：形成“研发—生产—营销一体化”经营战略，实现研发从无到有、从弱到强的跨越式发展，生产车间升级、生产能力大幅提升，转变营销模式、多种营销模式并存

2、通过经营管理传导：整合公司财务、采购、人力、行政等部门，将集团专业化水平较高的整合团队人才派驻至格林药业，通过规范公司财务管理、财务监督、审计监察工作，建立科学、规范、透明的企业管理体系。于2012年4月引进德国SAP软件，提高公司管理效率和水平。

3、通过股权激励政策传导：结合公司2009年股权收购情况及各方面综合因素考虑，最终沈阳格林公司被收购后原创始人股东持股10%，后开放20%的限制性股权作为公司高管持股部分，伴随公司后续不断发展壮大，会逐步调整和完善股权激励制度。通过股权激励制度，让管理层高管和股东利益一致。

第 6 章 全文总结与研究展望

6.1 全文总结

并购重组在国外的实施既有“链接”企业所有者和经营者利益,全面提升企业业绩的一面,同时又由于其负面效应的存在而使人喜忧参半。股权收购形式的并购重组在我国毕竟是一个新生事物,许多问题还有待作深层次的探索和研究。特别是医药企业并购在我国这样发展中的市场经济国家实施就更具有特殊意义,如何使并购顺利推行,如何在我国现有的企业环境中提高中小医药企业资产并购的操作和实施质量,规范并完善公司治理,就显得更为重要。本文的研究目的就是为了在我国中小医药企业中设计出切实可行的并购重组模式,充分发挥股权收购对中小医药企业的良性运作,为企业的资源优化建设提供科学的依据。本文在吸收国内外研究成果的基础上,综合运用理论与方法,对并购重组的理论与中小医药企业股权投资的实践问题进行了较为系统的研究,本文的主要研究内容和结论如下:

6.1.1 并购重组能有效地提高中小医药企业的成长性,关键因素在于并购后的整合

企业发展壮大的途径一般有两条:一是靠企业的内部不断积累,实现渐进式成长;二是通过外部并购,迅速扩张企业规模。内容扩张是一个缓慢而不确定的过程,而通过并购发展则要迅速得多,它可以给企业带来很多益处,使企业迅速发展壮大。

美国著名经济学家史蒂格勒在考察美国企业成长路径后指出:“没有一个美国大公司不是通过某种程度、某种形式的兼并收购而成长起来的,几乎没有一家大公司主要是靠内部

扩张成长起来的”(卓勇和李冬明，2013)。医药行业作为一个高科技、高集约化、高投入、高风险的产业，通过并购来优化资源配置具有重要的作用，更是发展的必然趋势。

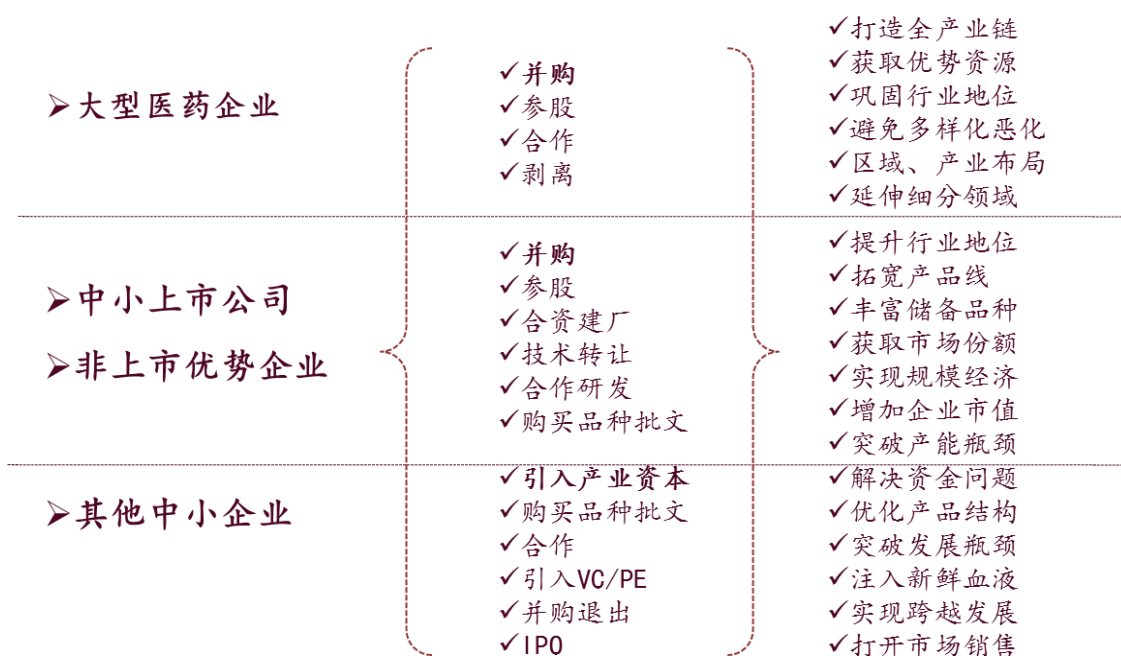


图 8 中国医药企业并购重组路径设计

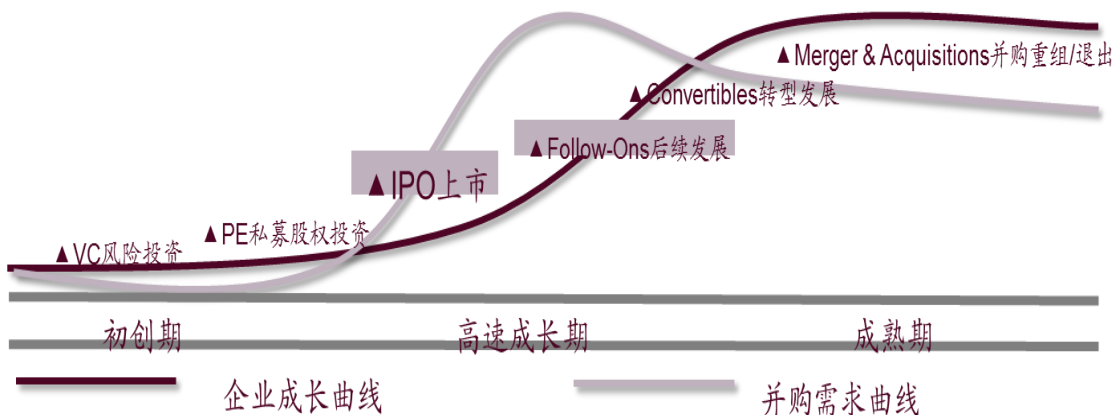


图 9 中小企业医药企业战略并购后的发展曲线

并购可以分为兼并购和收购，其中收购又可以分为资产收购和股权收购。股权收购这种方式保留标的公司的法人身份，相对灵活，是中国中小医药企业并购的有效方式。2013 年以后，进入“变局时代”的中小医药企业在并购道路上寻求发展的重中之重，就是采取战略并购策略。通过战略并购，中小医药企业一是可以获得强大的融资平台、资源平台，二是获得成熟的销售渠道，三是可以获得先进的管理经验，四是可通过接受上市公司股票成为上市公司股东，实现间接上市，五是可以分享上市公司成长带来的收益。

战略并购者对中小医药企业进行股权收购，不仅能解决中小医药企业的资金困难，还能引入并购者的资金、技术、管理、市场、人才优势，能够促进中小医药企业产业结构升级，增强企业核心竞争力和创新能力，拓展企业产品市场占有率。战略并购方是致力于医药企业长期经营，谋求获得长期利益回报和中小医药企业可持续发展的境内外大企业、大集团和上市公司。中小医药企业的所有者通过转让控股权或全部股权，将企业的资产及经

营权转让给战略并购者，使行业资源得到优化整合，原中小医药企业所有者获得高溢价的现金回报，或获得战略并购者的股票成为重组后公司的股东，与中小医药企业共同发展。通过以上成功和失败的案例，分析论证了并购重组可以有效的提高中小医药企业的成长性，成功的关键因素在于并购后的整合与管理。

6.1.2 金融资本并购重组中小医药企业要注重整合，发现价值，创造价值

学术界的学术界对产业资本并购重组的案例研究有很多。一般而言，产业投资者在本产业相关的上下游产业链寻找并购标的，并购后产业投资者以丰富的实际产业经验和资源整合能力，从而提高并购标的和本身实力。这方面的研究工作充分肯定了产业资本并购重组的有效性。那么金融资本并购实体的案例也正在逐步增多，并购后金融资本可以给予并购标的企业哪些不同于产业投资者的资源以及因此产生的绩效呢？本文以深圳高特佳投资集团（PE）并购博雅生物和天下控股集团并购沈阳格林制药公司这些案例，分析了金融资本并购重组企业的有效性。研究表明，金融资本并购重组中小医药企业存在高绩效表现。以高特佳并购博雅生物为例，高特佳集团是专注于医药健康领域的风险投资机构，属于金融资本而非产业资本，2009年并购并控股博雅生物后，凭借自身在资本市场上的经验和资源，帮助博雅生物引入财务投资者，公司的注册资本由4,435.9122万元增加至5,677.9689万元，公司投资1.5亿元，在抚州市金巢经济开发区建造的一座年投血浆500吨的现代化生物制药产业园，解决了产能瓶颈的问题，提高了博雅生物的市场地位。同时，资金的注入

帮助博雅生物降低了财务费用，优化了资产负债结果，净利润大幅提高的同时，净利润率上升，资产负债率下降，财务绩效大幅提升。最终，博雅生物在创业板成功上市。天下控股集团并购沈阳格林制药公司的案例则更加侧重于并购重组后的改革与创新，天下控股集团是经验丰富的 PE 投资者，先后投资并协助多家公司成功发行，登陆股票二级市场。天下控股集团并购重组沈阳格林公司之后，给沈阳格林公司带来最直接的是经营战略思想的改变，对研发、生产、营销产生了一系列多米诺效应，逐步传导和放大，逐渐形成一个完善的“研发—生产—营销一体化”的全产业链经营战略模式。此外，操作过多次资本运作的天下控股深知好的管理层对于企业做大做强的作用，控股沈阳格林之后，立刻完善公司管理层的股权激励机制，增强了公司凝聚力，促进了公司的发展。综合看来，金融资本熟稔资本市场，因此能更加高效地找到投资人，引入财务投资者，增强企业资本金，帮助企业做大做强；同时，因为金融资本经手过不同行业的不同企业，能有效辨别出企业目前的短板，在公司治理和经营战略等方面做出改革，同时引入股权激励等创新，促进企业的发展。站在高的位置去看问题，制定长远的发展战略，注重企业长期可持续发展。在上市后的资本运作方面，金融资本也有着产业资本无法比拟的优势，通过寻找好的并购标的，将优质资产注入上市公司，扩大上市公司市场份额，改善上市公司基本面，从而推高股价，使得金融资本所持的股份增值。

我国医药企业的发展还任重道远，中小医药企业的并购活动必须结合行业、企业自身的特点及相关制度环境，选择企业的方式合理进行；必须要从战略的目标出发，而不是只为了短期利益舍本逐末；注重并购后的整合，整合是并购成败的关键所在。

6.1.3 中小医药企业并购重组中的保障措施

在并购过程中，首先，要明确收购行为主体和性质。企业自身应跳出眼前利益的局限，从长远发展角度来规划并购重组行为。企业的收购行为应是企业符合发展战略，遵循客观经济规律，为适应市场变化、增强竞争优势而通过市场来形成和最终实现的市场行为。背离这一本质的行政手段的勉强撮合都是难以奏效的。

其次，可以通过行业内部横向并购、重组，扩大中小医药企业经营规模，降低经营成本。国内中小医药企业并购要积极开展以水平并购为主，逐步取代纵向并购为主。尤其是对化学原料药行业等传统的优势产业，发挥比较优势，实行规模扩张，稳固专有药品的国际市场份额。

最后，在企业并购过程中，应该充分寻求中介机构的帮助。管理咨询公司、金融顾问公司、投资银行、会计事务所等多种中介机构可在企业并购中发挥多方面的作用，使要约、谈判、评估、财务、法律等方面更加规范有序，同时可逐步减少政府或人为干预和暗箱操作。

6.1.4 中小医药企业并购重组后的整合措施

并购后整合可以说是整个并购重组中的核心环节，笔者结合自身经验，认为并购重组后的整合要考虑如下方面：

(1) 经营战略的整合

经营战略的整合，首先要从并购后公司内部的变化入手。要针对企业并购的不同目标，分析工业规模经济、企业规模经济、降低交易费用等因素给企业带来的新优势，以及与竞争对手相比公司仍然存在的不足，以采取扬长避短或扬长补短的战略方针，寻找到内部潜力之所在。其次，公司并购后，要分析它是否通过并购改变了它的市场地位，占有了更多的市场份额。它可能由追随者壮大为有挑战力量的挑战者，它也可能通过市场份额的变化跻身于行业的领导者，那么，它就要根据市场地位的变化，相应调整自身的发展战略。第三，对公司的总体战略转移的思考。由于新技术的出现，以及行业竞争环境的恶化等原因，公司往往会考虑逐渐退出一个行业，转同另一个新行业，那么它进入一个新行业最直接的方式就是通过混合并购在这种情况下，并购后的公司其发展战略的重点在于逐步把并购公司资源进行转移。

(2) 人力资源的整合

人力资源的相应调整是并购重组管理整合的重要内容。企业并购重组中人力资源应当合理整合、有效管理。一是选派合适的整合主管。选派具有专业管理才能，同时诚实可靠的

人担任目标企业的整合主管，以确保充分地发挥整合效果。整合主管必须具有较强的感召力、诚实和正直的个人品质，这对于留住人才是极其重要的。其次，重视并购后员工的教育和培训。人力资源的发展有诸多途径和相应实施计划，培训是其中应用最为广泛的一个途径，同时也是吸引、激励和留住人才的一个有效方法。再次，建立科学的考核和激励机制。在激励方式上，强调个人、团队和组织激励有效结合；在激励报酬机制设计上，从价值创造、价值评价、价值分配的事前、事中、事后三个环节出发设计奖酬机制；就报酬本身而言，除了薪酬以外，还包括机会、职权、信息分享、股票、股权和荣誉等诸多方面。

(3) 企业文化的整合

在公司并购中，文化的融合是“软性化”的，很难用一种较统一的和规范的方式进行，在操作中需要较高的艺术性。需要寻找依据并购类型及各并购公司的具体情况进行公司文化整合的方式，方可发挥并购的效力和作用。首先，有目的的选择，减少过渡成本。企业并购决策不可只考虑经营规模和财务等物质标准，管理风格、企业文化等无形标准也应占有一席之地。在选择并购对象是，要首先选择那些和自身企业文化相融的企业，有时，为了获取文化的优势，宁可暂时放弃一些财务利益。其次，以并购类型选择整合方式。具体分两种：

- 1、吸纳方式下的公司文化整合。在这种整合中，被兼并企业的公司文化更多地被抛弃，主要是适应兼并企业的企业文化。当然，被接管企业的企业文化中也有合理的成分，文化之

间的整合需要找到互相兼容的切入点。2、联合兼并中的公司文化整合。在这一类型中，较多的是通过相互渗透式的融合，最终形成你中有我、我中有你的公司文化主体。

(4) 财务的整合

并购企业在并购协议签署以后，应根据事先的规划安排，有计划、有步骤地对并购后的企业进行财务整合。首先要对财务管理目标重新进行制定，明确的财务管理目标是并购后公司财务管理机制运行是否有效的判断依据。并购双方在很多情况下财务管理目标会出现差异，必须整合使其达到一致。其次，重现设置财务人员的部门和岗位，尤其对标的公司在异地的，可以委派或者重新任命财务主管人员，并通过财务主管对目标公司所有财务人员重新调整。并且，财务整合的主要任务就是要满足并购后经营调整对资金的需求。为此，公司在实施以后的首要任务就是实现对目标公司的资金控制，即时锁定目标公司的银行账户，及时回笼货款，清理往来账务，对融资和长期投资实行严格控制。在资金使用上实行预算管理制度，实行一体化的资金运作。最后，对并购各方的资产、负债进行分拆、整合，重新配置和优化组合。对不符合公司整体发展战略需要的资产，及时出售和剥离，对非相关资产即不能与并购公司形成协同性的资产应予以分拆和出售。对符合公司目标的优质资产进行优化组合，注重增量投入，发挥系统效应，促进公司规模效益。

6.2 研究展望

尽管本文在并购重组的基本概念、中小企业医药企业股权收购的案例实证分析方面作了部分研究工作，但总体来看，这些工作还处于探索阶段，取得的成果也是初步的，在并购重组的理论研究和实证研究方面还需要进一步展开讨论，与本文关系密切的相关研究展望如下：

1、中小医药企业股权收购下公司治理结构的研究。股权收购获得巨大成功是不可辩驳的事实，但同时，不成功案例的出现也为大家瞩目。然而，股权收购仍不失为截至目前的最佳的运作手段。有待进一步研究的问题是如何强化并购重组下公司治理结构。在企业内部从制度上建立其“防护墙”，以确保公司治理有效，使并购重组机制得以充分发挥作用。

2、中小医药企业并购重组运作有效性模式的进一步研究。如重组有效性的进一步阐述，所选系数及系数细化、量化的经济学、管理学意义上的研究，以使得并购重组的实施更具有操作层面的指导意义。

3、医药企业并购重组风险理论的进一步研究。即便是西方发达国家企业并购重组风险也并非总是有效规避的，处于向市场经济转制中的中国更是如此。如何使并购重组扬长避短，优化企业集成风险管理系统的整个信息流程，建立一种全方位立体性的信息网络，将是风险管理信息系统发展的一个新领域。

4、新的理论和新的研究方法在并购重组研究中的应用。本文运用经济学、管理学理论对并购重组进行了研究，这仅仅是一种尝试和抛砖引玉。

当然，中小医药企业并购重组所涉及的理论和实践问题很多，而本文的研究只是沧海之一粟，因此本文中的提法和阐述或许存在诸多不足之处，还有很多复杂、深入的研究有待于今后去努力完成

参考文献

- Andrade, G., et al. 2004. "Investigating the economic role of mergers." *Journal of Corporate Finance*, 10: 1-36.
- Cassiman, B., et al. 2005. "The impact of M&A on the R&D process: An empirical analysis of the role of technological and market-relatedness." *Research Policy*, 104:195-220.
- Fama, E.F., and Jensen, M.C. 1983. "Separation of Ownership and Control." *Journal of Law and Economics*, 26(1): 301-325.
- Harford, J. 2005. "What drives merger waves?" *Journal of Financial Economics*, 77: 529-560.
- Jensen, M.C., and Meckling, W. H. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.
- Lehto, E., et al. 2006. "How Do Innovations Affect Mergers and Acquisitions Evidence from Finland?" *Journal of Industry, Competition and Trade*, 6: 5-25.
- Meggison, W., Morgan, A., and Nail, L. 2004. "Mergers: Corporate focus and cash." *Journal of Banking & Finance*, 28(5): 523-552.
- Mueller, D.C. 1969. "A Theory of Conglomerate Mergers." *The Quarterly Journal of Economics*, 83(4): 643-659.
- Roll, R. 1986. "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers." *Journal of Business*, 59(2):197-216.
- Shahrur, H. 2005. "Industry structure and horizontal takeovers: Analysis of wealth effects on rivals, suppliers, and corporate customers." *Journal of Financial Economics*, 76: 61-98.
- Sirover, M.L. 2000. *The Synergy Trap: How Companies Lose the Acquisition Game*. Simon & Schuster Australia; Asia-Pacific Ed.
- H·伊戈尔·安索夫 (2010), 《战略管理》, 译者: 邵冲, 机械工业出版社。
- 初宜红 (2005), 《企业并购的协同效应解释》, 《山东社会科学》, 12, 140-141。
- 董运保 (2006), 《并购的协同效应分析》, 《桂林航天工业高等专科学校学报》, 4, 45-47。
- 冯云 (2008), 《透视全球第五次企业并购浪潮》, 《企业家信息》, 10, 12-13。

法律快车 (2013),《企业兼并理论的产业组织述评》,
<http://www.lawtime.cn/article/lll44116344625700196571>.

郭永清 (2011),《我国上市公司资产并购绩效实证分析》,《青海金融》,6, 41-44。

哈尔滨誉衡药业股份有限公司 (2014),《哈尔滨誉衡药业股份有限公司关于签订股权转让意向书的公告》,公告编号 2014019。

胡芳 (2008),《华润整合三九供销资源》,《中国医药报》,3.7。

胡英标 (2006),《企业规模经济理论研究》,《时代经贸(下旬刊)》,4, 72。

焦燕东 (2011),《我国中小医药企业长不大的八大“软肋”》,《中国医药报》,
<http://news.pharmnet.com.cn/news/2011/07/28/338168.html>。

路滨琪 (2013),《华润三九重组 5 年: 市值和净利“双丰收”》,《新华每日电讯》,10.17,
007 版。

李栋华、卞鹰 (2008),《医药行业并购研究述评》,《改革与战略》,24(9), 169-171。

李婷 (2013),《我国医药企业并购研究》,《现代商贸工业》,2, 5-6。

李善民、陈玉罡 (2013),《评我国上市公司纵向并购的战略动因与经营绩效分析》,《管理评论》,3, 1-2。

罗平华 (2011),《华润三九集团内部资产整合年内完成》,《证券时报》,5.23, A06 版。

梁国勇 (1997),《企业购并动机和购并行为研究》,《经济研究》,8, 40-46。

刘昱洋 (2008),《医药企业并购类型及应注意问题研究》,《企业活力》,11, 88-89。

彭志刚、涂人猛 (1999),《上市公司资产重组的动因、模式与绩效》,《南方经济》,5,
16-19。

上海医药集团股份有限公司主页 (2014),《公司概况》,<http://www.pharm-sh.com.cn/>。

上海华拓医药科技发展股份有限公司官方网站 (2014),《公司概况》,
<http://www.huatuodrug.com/>。

- 孙国茂 (1998),《企业资产重组导论》, 企业管理出版社。
- 天和网 (2011),《中国华源集团有限公司 CWGC 并购扩张案例分析》,
http://www.tianhenet.com.cn/qyzx/2011/0610/6502_5.shtml.
- 网易财经 (2014),《誉衡药业(002437)财务报表摘要》,
http://quotes.money.163.com/f10/cwbbzy_002437.html.
- 王晓岚 (2008),《企业并购过程中的目标企业估值问题探讨》,《商场现代化》, 6 : 23-26。
- 万良勇 (2006),《我国企业集团内部资本市场的困境与功能实现问题》,《当代财经》, 2 (255), 78-81。
- 余光、杨荣 (2012),《企业并购股价效应的理论分析和实证分析》,《当代财经》, 1 , 55-63。
- 余力, 刘英 (2004),《中国上市公司并购绩效的实证分析》,《当代经济科学》, 26 (4), 6。
- 张健 (2009),《国内外医药行业并购比较及分析》,《中国医药技术经济与管理》, 3 (6), 45-48。
- 张维、齐安甜 (2002),《企业并购理论研究评述》,《南开管理评论》, 2 , 21-26。
- 张建新、申俊龙、王慧 (2008),《我国医药行业并购发展态势探析》,《江苏科技信息》, 5 , 24-26。
- 张毅 (2006),《我国医药行业并购重组现状研究》,《科技情报开发与经济》, 16(7) , 121-122。
- 中国行业研究网 (2014),《中国药企正面临“一小二多三低”现状》,
<http://www.chinairn.com/>.
- 中国银河证券 (2013),《楚天科技(300358)受益新版 GMP 政策 红利或推高业绩》,
2013.12.31 , <http://www.chinastock.com.cn/>.
- 钟国斌 (2013),《华润重组后三九医药巨变》,《深圳商报》。

朱玉春(2001),《从交易费用经济学角度谈企业的并购》,《西北农林科技大学学报(社会科学版)》,3,32-34。

卓勇、李冬明(2013),《西方跨国公司并购动机理论综述》,《信阳师范学院学报(哲学社会科学版)》,5,25-29。