

# 长城国汇原掌门人宋晓明讲述收购往事

随着董事长宋晓明、独立董事叶檀等5位董事集体辞职以及基金投资人收回投资,运作天目药业(600671)近两年的长城国汇并购基金分崩离析,国内首家并购基金入主上市公司的案例将尘归历史。

对于天目药业而言,这几天既是摘帽的日子,也是未来经营面临更多不确定性的开始。昨日,天目药业开盘即一字涨停至收盘。

证券时报记者 李雪峰

我们应向各位投资人、天目药业全体职工及全体股东道歉。”这是长城国汇原掌门人、天目药业原董事长宋晓明的临别感言。在宋晓明看来,虽然基金对天目药业的收购获得了较高回报,但长城国汇本来可以运用资金和专业实力对天目药业实施更有成效的整合,但是由于股东意见不一致使计划流产,无论如何都是一个遗憾。

而对于并购基金本身而言,宋晓明团队的出走则意味着并购基金在国内的发展并不顺利。但从更积极的角度而言,宋晓明团队对\*ST恒立000622及天目药业的收购为并购基金的发展提供了一个有价值的借鉴案例。在深圳福田中心区一家咖啡厅里,宋晓明向记者讲述了他的17年的投资生涯。

## 11天拿下\*ST恒立

在宋晓明于2006年12月18日赴岳阳与\*ST恒立展开收购谈判之前,已先后有52家企业与\*ST恒立谈判未果。彼时\*ST恒立已连续亏损3年暂停上市,若2006年未能扭亏,则\*ST恒立将直接退市,这是\*ST恒立原大股东湖南成功集团及湖南省政府、岳阳市政府、上市公司股东、上市公司职工及大量债权人等各方都不愿意见到的事。

如果没有11天的连续奋战,恒立很有可能会退市,当然中萃房产也会失去一个多年难遇的投资机会。”宋晓明告诉记者,在\*ST恒立之前,他已在上市公司并购领域摸索了9年,期间曾作为投行顾问协助十余家民企与近百家上市公司就并购或产业整合事宜展开了谈判,碰了无数钉子。感觉凡是上市公司并购中能够遇到的问题,在那几年全碰完了。”他说。

中萃房产当时有意上市,但对资本市场并不熟悉,宋晓明于是结合中萃房产的特点,制定了收购\*ST恒立然后曲线上市的综合方案,后者遂决定出资收购\*ST恒立。

随后宋晓明只身奔赴岳阳,当即抛出了整体解决 偿还大股东资金占用、收购、保牌、债务重组、股改”等各项障碍的一揽子方案,与当地法院、银行及其他债权人展开了多轮谈判。用宋晓明的话说,就是每天只睡几个小时,随时都担心任何一个环节出现纰漏。

收购\*ST恒立的关键在于,如何解决原大股东成功集团5300万元的资金占用问题及\*ST恒立2006年扭亏问题。”宋晓明向记者透露,这两大问题成为了52家收购方的绊脚石。

成功集团是湖南本土十分有影响力的民营企业,但当时占用了\*ST恒立5300万元资金未予偿还。此外,\*ST恒立2006年末还拖欠长城资产接近亿元债务,两项资金超过1.5亿元,资金问题不解决,中萃房产对\*ST恒立的收购将会以失败告终。

如何以最低的成本实现中萃房产的成功入主,是宋晓明在11天内的主要任务。经过各方斡旋,上述两个问题的解决方案是,长城资产豁免\*ST恒立部分债务并从中拨出2300万元帮助成功集团偿还资金占用,中萃房产则支付3000万元偿还剩余的资金占用,由此解决了资金占用问题,结合其他债权打折买断措施,\*ST恒立实现了债务重组收益,一举扭亏,免于退市。

作为代价,成功集团将4110万股划归中萃房产,后者由此成为\*ST恒立控股股东。应该说,在整个过程中,中萃房产是最大的赢家,而长城资产则承受了一定的债权资金损失,成功集团也丧失了上市公司控股权。但是没有此项运作,\*ST恒立无疑将退市,造成的后果可能更加严重。也许正是

由于这个原因,宋晓明随后担任了\*ST恒立的副董事长和代董事长。

最终,中萃房产在\*ST恒立项目上获益逾3亿元。宋晓明透露,如果中萃房产在入主\*ST恒立后注入房地产资产,收益将更为可观,同时\*ST恒立可能早已迎来新生,中萃房产也会迎来质的飞跃,但中萃房产错过了机会。此后,\*ST恒立的控股权被深圳“中技系”以远超3亿元的代价收归旗下。

## 三次举牌天目药业

2008年初,随着私募基金在中国的逐步升温,宋晓明辞去了\*ST恒立的职务,筹划设立并购基金长城国汇,天目药业便是收购目标之一。

而提及长城国汇,宋晓明指出该公司最初的控股股东是长城资产长沙办事处下属的长城土地公司。2008年11月份,从\*ST恒立辞职的宋晓明与昔日“对手”长城资产联合组建长城国汇,长城资产方面是第一大股东,宋晓明则是第二大股东。后来由于长城土地公司内部关系复杂,企业最终被撤销,几经周折,长城资产也于2010年末转让所持有的长城国汇股权。长城国汇由此成为没有强大股东背景的草根并购基金。

宋晓明认为,这是个双刃剑,没有了国有股权的掣肘,长城国汇能够更为便捷地制定投资决策。事实上也确实如此,长城国汇投资长安信息(曲江文旅前身,600706)不到一年,便在该项目中获得了90%的投资回报。

举牌天目药业,不是偶然,我们观察了很久,最终在2011年7月26日实施了首次举牌。”对于举牌天目药业的时间,宋晓明记忆犹新。举牌天目药业之前,长城国汇已先后投资了长安信息、国农科技(000004)两家医药公司,对天目药业的举牌也正是在医药范畴之内。

当时市场对长城国汇的举牌并未料到,甚至连天目药业原大股东杭州现代联合投资有限公司也没有想到,以至于在2011年6月7日,现代联合还筹划天目药业停牌重组。而在之前的2011年5月份,现代联合因借款合同纠纷一案而被冻结股权。此时天目药业停牌重组能否成功,无疑是个巨大的悬念。

果不其然,2011年7月26日,天目药业以终止重组的公告复牌,股票一字跌停。在这一天,长城国汇悄无声息地出手,天目药业股价迅速打开跌停板并一度逼近涨停。

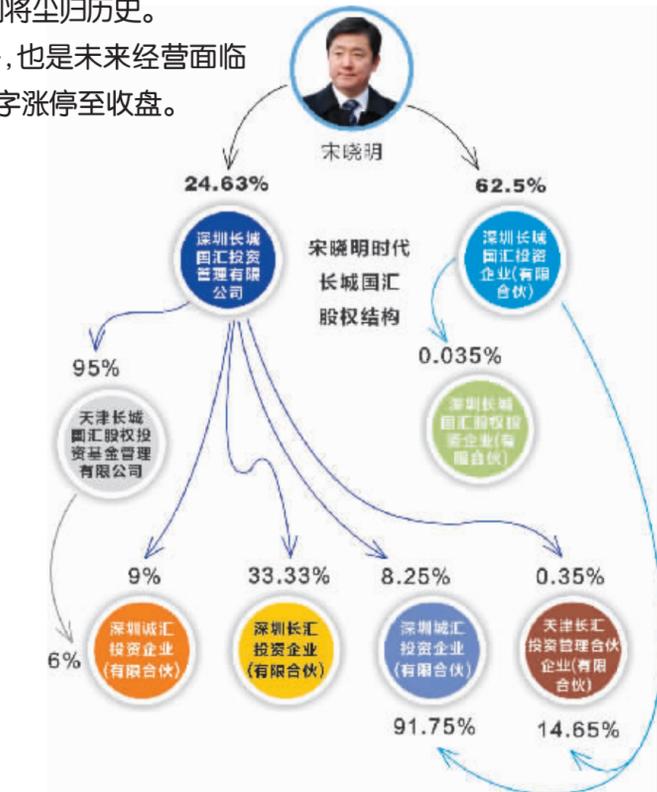
当时我看到天目药业跌停,立即决定举牌,很多人觉得应该在两三个跌停板后再举牌以便降低成本,但两三个跌停板后机会就丧失了,你很难再有在短时间里增持那么多股份,而且其他资金也在盯着天目药业。”对于此次举牌,宋晓明印象非常深刻,这次出手的是长城国汇旗下的深圳诚汇基金,一举增持天目药业5.69%。

随后的8个月,长城国汇旗下的基金先后两次举牌天目药业。

我们收购\*ST恒立采取的是协议转让方式,天目药业其实也可以采取这样的方式。但根据公开信息,现代联合的股权被多轮查封,协议转让无法实现,我们便选择了在市场上公开收购的方式。客观讲,这种收购方式成本更低,不需要支付额外的控股权溢价。”宋晓明说。

在2012年4月份受让自然人沈素英的股份后,长城国汇并购基金毫无悬念地成为了天目药业控股股东。最终,长城国汇并购基金持股比例跃升至24.62%,分别由旗下的深圳诚汇、深圳城汇、深圳长汇、天津长汇分散持有。长城国汇与现代联合达成一致,联合改选了天目药业董事会。

进入天目药业后,长城国汇即开



李雪峰/供图

始对其实施手术,堵住了大量管理漏洞并在第一时间内偿还了天目药业800万元的高息借款,将其变成正常的银行贷款。此外,长城国汇对保健品等应收款项巨大、常年亏损的产品实行现金结算。原来因管理漏洞流失了很多账款,每年大量的货卖出去但款却收不回来,为迅速止血,我们改为现金结算。例如去年天目药业的报表中,表面上看铁皮石斛的销售额降低了,一个很重要的原因是因为结算方式的改变。卖再多产品,款收不回,卖得越多,亏损越大。我们的基本思路是先止血,夯实基础后再扩张。”宋晓明说。

经过一系列的调整,天目药业目前

已经能够确保1000万元以上的日常流动资金,解决了高息借款、员工薪酬等问题,同时天目药业今年一季度还实现了近300万元的经营性利润。按照原定计划,长城国汇下一步将通过重大资产重组等方式使天目药业的资产质量完全改观,提升后者整体价值。但是,长城国汇内部最终未能达成一致。经多方博弈,以天目药业现在的实际控制人杨宗昌为代表的民营股东溢价收购基金投资人的投资。宋晓明团队也将所持长城国汇全部股权转让,自行成立长城汇理,各方宣告分手。至此,国内首例并购基金入主上市公司进行产业整合的尝试告一段落。

## A股市场并购基金渐风行

2008年以来,超过20只本土并购基金成立

证券时报记者 李雪峰

在不少人看来,宋晓明团队撤离天目药业意味着并购基金遭遇了阶段性失利,止观控股董事长张冬晴也直言不讳地表示宋晓明过于理想主义,注定以悲情结束。

从2011年7月26日首次举牌天目药业,到最后取代杭州现代联合投资成为天目药业控股股东至今,宋晓明引领的长城国汇在该项目运作了快两年,若加上此前的一系列考察,则长城国汇与天目药业已有数年渊源,而这段期间也正是国内机构纷纷试水并购基金的时候。

早在2008年,从\*ST恒立代董事长位置上辞职的宋晓明即提出了并购基金一说。此前,2003年,联想旗下的弘毅投资实际上就已经在尝试并购基金,但当时并没有打着并购基金的旗号。

此后的投资实践证明,弘毅投资及深圳创新投分别倚靠联想和深圳政府取得了良好的投资业绩,并购基金的理念开始在国内风行。如弘毅对石药集团、中软国际的投资等均是较为成功的案例。按照并购基金的操作思路,往往会选择较为成熟但经营面临困难的公司,该类公司具备成熟的运作模式,但由于主业疲软股价长期低迷,此时并购基金以相对较低的成本谋求其控股权以便入主改造,通过企业价值的重塑实现投资回报,这与传统意义上的私募股权投资基金有很大的区别。例如在红杉资本、IDG、赛富基金之后,包括达晨、东方富海等创投机构实际上也涉足了并购基金,不过并不以并购基金为主。

如果说长城国汇是草根并购基金,而弘毅与深圳创新投也只是不专一的实业并购基金,那么国内真正意义上的并购基金或许要从中信证券说起。不仅因为中信并购基金是券商系并购基金,更重要的是,在中信证券于

去年11月份试水并购基金后,包括光大、海通等多家券商开始争食并购领域。对于并购基金而言,券商系的加盟显然比草根并购基金或不专一的实业系并购基金更有利于推动这一领域的发展,在专业化与渠道方面,券商系并购基金有着先天的优势。

基于对券商系并购基金的看好,不少资金蜂拥而至,还包括上市公司资金。如卧龙电器在中信并购基金成立近一个月后便拟投1亿元参与认购,认为后者在项目资源、重组增值及投资退出等方面拥有独特优势。去年四季度以来,先后有广宇集团、金叶珠宝、京新药业等上市公司以不同的方式涉足了并购基金领域,去年共有320家上市公司参与了该领域,而券商系并购基金的兴起将并购基金推向了高潮。

来自清科的显示,自2008年以来,有超过20只本土并购基金成立,募资规模则在300亿元以上,若加上外资并购基金,则数量将更多。去年仅深交所上市公司即完成了713起并购重组,对于并购基金而言,上市公司无疑是最好的投资标的,其退出渠道更加多元化,包括协议转让、二级市场减持等。

不过值得一提的是,国内有相当一部分并购重组还停留在炒概念阶段。按照宋晓明的设想,并购基金要实现基金投资人、上市公司职工及上市公司股东多方共赢的局面,其在退出后应该给上市公司寻找下一个能够持续经营的实体,这是并购基金得以长足发展的前提。

作为国内首次入主上市公司的并购基金案例,长城国汇收购天目药业并没有按照既定方案退出,这是包括中信并购基金和宋晓明新成立的长城汇理在内所有的并购基金都要面临的问题。不过从目前的数据不难推测,未来上市公司的并购重组将有越来越多的并购基金参与,以期实现基金持有人和上市公司股东的双赢。

## 宋晓明:将并购基金坚持做下去

证券时报记者 李雪峰

并购基金一直是宋晓明的梦想,并且他没有退休的打算,他准备将并购基金坚持做下去。

“我1993年进入中大学习,读的是国际金融专业,专攻并购方向,毕业后就进入了这个行业,只是当时国内还没有并购基金一说。”宋晓明不过39岁,但在并购领域却已浸淫了17年,完成对\*ST恒立(000622)收购的那年,宋晓明才32岁。在此之前,宋晓明与近百家上市公司有过接洽,但并无独立成功的成功案例,既是屡战屡败,也是屡败屡战。

2008年,离开\*ST恒立的宋晓明与长城资产长沙办事处合资成立了长城国汇,彼时弘毅、深圳创新投等也风生水起。在当时能够傍上金融央企长城资产,对于宋晓明的并购基金而言意义重大。不过宋晓明没有想到的是,长城资产方面次年便划走了长城国汇590万元资金,此举令长城国汇一度陷入困境,宋晓明四处寻找资金,解了燃眉之急。其后经历种种变故,最终由民营股东收购了长城资产所持有的股权,长城国汇也因此变成彻头彻尾的民营并购基金。

按照宋晓明的说法,长城国汇过去4年的诸多曲折,主要是因为公司股东人数较多,各方诉求不一致,以致彼此交流变得异常困难。而在收购天目药业(600671)后,“2012年9月份后的半年多时间里,更是发生了太多跌宕起伏、考验人性的故事”。

经过一系列商谈,由长城国汇民营股东筹集资金溢价收购基金持有人的基金份额,间接实现了基金投资人的成功退出。宋晓明所持有的长城国汇全部股权,则在确保基金投资人收回投资的情况下,低价转让,个人遭受了较大损失。不过宋晓明不以为意,他觉得并购基金的灵魂是信誉和品牌,

维护了投资人的利益,就确保了未来,在长城汇理,他的核心团队都在,这是基金的核心实力。

对于天目药业,宋晓明充满遗憾,他对记者表示,根据目前的情况,尚无无法预测天目药业接下来的命运,但他希望新的股东能够在现有主业的基础上,以增量带动存量的方式继续提升天目药业的价值,能够为股东、为职工创造更大的价值。

“叶檀等独立董事辞职是一种正常的人事变动,可能她认为此前天目药业所倡导的产业整合理念今后未必能继续执行了,所以作出辞职的决定。”宋晓明谈到,去年5月份,他力邀叶檀加盟天目药业,而叶檀的加盟也招致了不小的争议,甚至还引发了“花瓶独董”的讨论。如今叶檀任职不足一年便辞职,令人颇感唏嘘。宋晓明告诉记者,叶檀等独立董事担任天目药业独董后,曾提出过很多好的建议。

眼下对于天目药业而言,随着宋晓明和叶檀等人的离去,又将是一番人事调整。而对于长城汇理而言,今后的并购基金之路是否平坦,则是宋晓明将要面对的问题。

据了解,国内外知名的私人股权基金主要有两种股权形式:一类是大型企业下属的专业投资机构,一类是完全由团队控股的投资机构,前者以弘毅投资、深圳创新投、达晨等为代表,后者则以黑石、KKR、鼎晖等为代表。前者因股东实力雄厚,旗下设立投资机构主要是基于战略考虑,因此会充分尊重基金行业的运行规则;后者则因团队与基金投资者的战略和利益高度一致,因此运行比较稳定。

长城汇理是按照后一种模式设立的。宋晓明介绍,首期募集的基金,将继续走医药产业整合之路,在过去几年中,他们积累了大量医药行业资源,在天目药业未能完成的整合构想,将寻找另外的上市公司去实现。