

拆解涌金系千亿帝国:切割实业 归核PE

证券时报记者 李雪峰

一场基于私募股权投资(PE)归核化的资产重组运动正在涌金系帝国悄然进行,经由此次重组,涌金系仅保留国金证券一个上市平台,其余资产将通过PE投资分散于彼此互不关联的标的公司。

5月下旬,涌金系旗下的医药上市平台九芝堂与牡丹江友搏药业达成卖壳协议,后者拟将预估65亿元的资产整体置入九芝堂,同时受让涌金系所持九芝堂28.06%股权。交易完成后,涌金系对九芝堂持股比例将从40.35%降至4.84%,完成退位。

几乎在上述卖壳协议签订的同时,涌金系刚刚进一步减持千金药业。从2002年接管国资背景的九芝堂,再到2004年以第二大股东身份推动千金药业上市,最后于2007年完成国金证券借壳上市,涌金系历次资本运作路径均有迹可循,且充满低调、精准、凌厉的“魏东风格”。

近年来,陈金霞时代的涌金系承袭低调风格,不再凌厉,弃壳九芝堂更是准备将低调演绎至极致。然而,若据此低估涌金系的资本人脉和操盘手腕,则未免以偏概全。撇开涌金系低调的面纱,其无孔不入的资本渗透力量依旧彰显着涌金系的纯正血脉。

以低调的行事风格作为掩护,现时的涌金系通过错综复杂的合伙基金及新老关联方,大量突击入股或参与增发,至少同时控股或参股19家上市公司、拟上市公司或新三板挂牌公司,形成了庞大的“类涌金系”企业群。此外,涌金系在历次投资过程中大多将股权控制在5%以内,并在12个月内悄然完成无需披露的减持,神不知鬼不觉地快进快出,已然成为涌金系特定的投资风格。

PE归核化:挥刀自宫

若以时间序列为线索,可发现九芝堂及其控股股东长沙九芝堂集团、间接控股股东涌金投资控股有限公司(下称“涌金投控”)几乎与涌金系相伴相生,某种程度上讲,魏东生前构建的涌金系300亿金融帝国的基础便是九芝堂及九芝堂集团。时至今日,涌金系仍在官网将医药产业列为其三大产业之一。

早期的涌金系并不甘于仅仅充当简单的PE角色,而是希望在PE之外切入上市公司实体经济,这与“德隆系”的风格颇为类似。由此,涌金系积极介入了九芝堂前身长沙九芝堂(集团)有限公司的股份制改造,并推动后者于2000年6月份上市。

彼时,在九芝堂首届董事会及监事会名单中,涌金系成员朱锦伟、周福民赫然在列,两人均系涌金系旗下公司北京涌金财经顾问有限公司高管。

颇具戏剧色彩的是,九芝堂原董事长余克建在公司改制之前就曾大胆提出“基因嫁接”思想,即为九芝堂引入新的成长基因,大量运用合资、合作、收购、股份制改造、上市、增发等手段,打造“超常发展”的九芝堂。

结果,九芝堂完成股份制改造4个月后,日后成为涌金系三大投资主体之一的湖南涌金投资(控股)有限公司(下称“湖南涌金”),系涌金投控前身便宣告成立。2002年1月份,上市不足两年的九芝堂被长沙国资局易手,湖南涌金接管九芝堂集团,正式入主九芝堂。

2004年3月,湖南涌金充当第二大股东的千金药业上市,湖南涌金持股比例长期维持在约17.32%,与千金药业控股股东株洲国有资产投资控股集团(下称“株洲国投”)持股比例相差仅2%左右。尽管是第二大股东,但涌金系在千金药业曾经的9人董事会中长期占据3个非独立董事席位,与株洲国投董事席位对等,拥有相当重要的话语权。

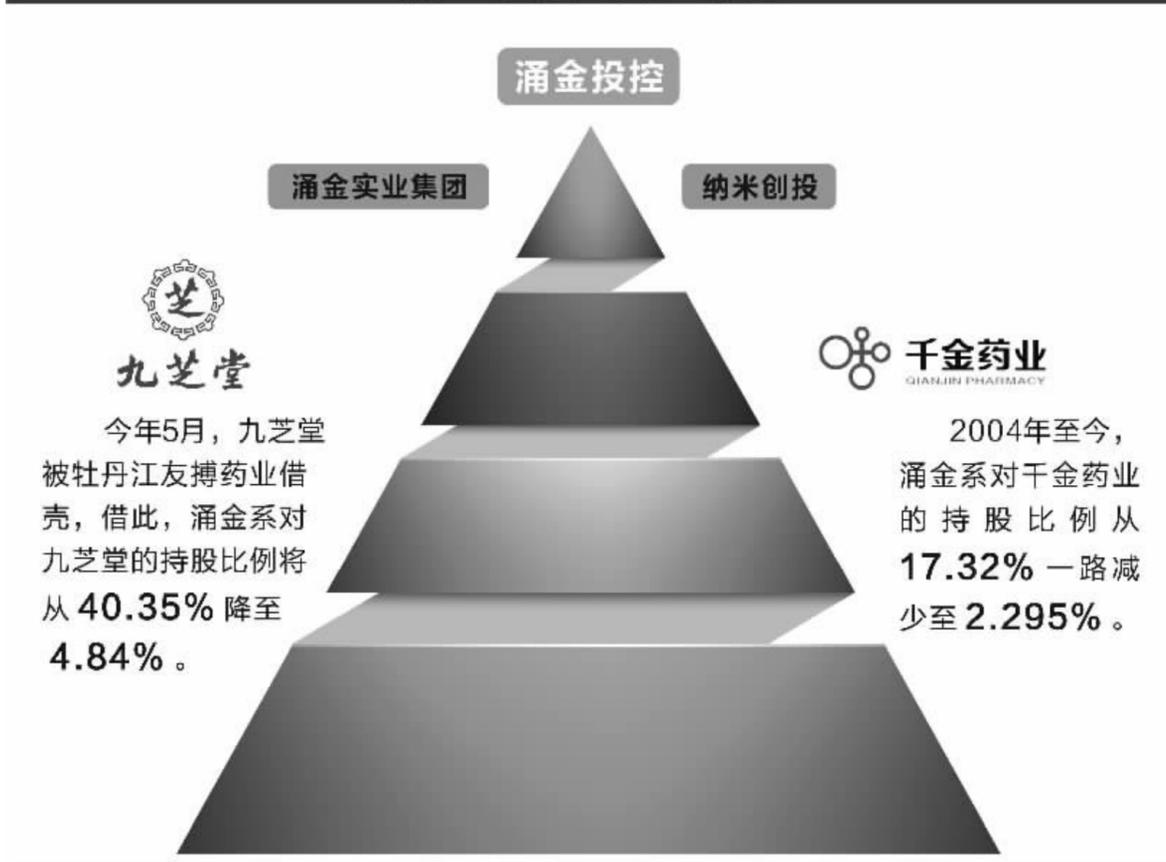
至少在2010年上半年之前,尤其是魏东离世前,涌金系整合千金药业乃至谋求控股的计划始终存在。在此期间,涌金系于2005年参与增资扩股入主国金证券前身成都证券,随后于2007年主导国金证券借壳完成建设。

换言之,涌金系鼎盛时期曾控制九芝堂、国金证券两家上市公司,并以与株洲国投对等的控制权直接参与千金药业的日常事务,其产业属性远强于PE属性,以至于涌金系在其他项目上的PE投资一度被忽略。

需要指出的是,涌金系产业属性与PE属性并无绝对分水岭,只不过在魏东2008年离世不久后,涌金系于2010年下半年开始全面撤离已整合无望的千金药业,包括股权剥离及人员撤离。特别是日前涌金系决定将九芝堂控股权转让予友搏药业掌门人李振国,涌金系的PE归核化才进入加速阶段。

若仅将国金证券视为金融服务而非实体业务平台,则涌金系在置入九芝堂控股权后将彻底退出实体业务。此处的悬念是,涌金系切割医药业务是基于主动性的战略调整还是不得已而为之,尚有待观察。不可否认的是,被涌金系执掌多年的九芝堂在业务方面并无太多出彩的表现,有一种观点认为,陈金霞时代的涌金系并不具备操盘实业的能力,或者说涌金系与生俱来的能力便只是资本运作。

涌金系千亿资产帝国



涌金系部分PE投资案例

上市公司	股票代码	涌金系投资主体	入股时间	IPO前合计持股比例	上市时间	IPO后累计持股比例	涌金系退出时间
东华测试	300354	上海祥禾投资	2010.3	6.80%	2012.9.20	5.10%	2013年下半年
凯利泰	300326	上海祥禾投资	2009.12.21	5.88%	2012.6.13	4.39%	2013年下半年
中航装备	300308	上海祥禾投资	2010.8.12	4%	2012.4.10	3%	2013年上半年
新筑股份	002480	涌金实业集团	2007.8	1.43%	2010.9.21	1.07%	约2011年下半年
康得新	002450	上海慧潮共进投资	2009.3.28	6.85%	2010.7.26	5.14%	2011年下半年
科伦药业	002422	涌金实业集团、九芝堂、李湘敏	2008.3.25	3.14%	2010.6.3	2.36%	约2011年下半年
数字政通	300075	赵伟	2008.9.1	4.52%	2010.4.27	3.39%	2011年上半年
碧水源	300070	上海纳米创业投资、魏锋	2008.8.27	2.43%	2010.4.21	1.81%	2011年上半年
泰胜风能	300129	涌金实业集团	2008.1.7	4.54%	2010.10.19	3.41%	约2011年下半年
潮宏基	002345	上海慧潮共进投资	2008.9.27	6.67%	2010.1.28	5%	2012年上半年
水晶光电	002273	陈金霞	2007.11.15	2.59%	2008.9.19	1.94%	2009年下半年
大华股份	002236	魏东、涌金实业集团	2007.6.17	8.98%	2008.5.20	6.72%	2011年下半年
软控股份	002073	北京知会科技投资、魏东	2000.10.27	12.24%	2006.10.18	9.15%	2011年上半年

李雪峰/制表 彭春霞/制图

财富金字塔:多级结构

根据当时的预估,魏东离世时,涌金系控制的资产或已高达300亿元。经过数年的经营,目前涌金系仅在九芝堂、国金证券对应的股权市值即超过300亿元,若加上云南国际信托及分散于各个投资标的对应的股权价值,涌金系直接控制的资产或已超过千亿元。

这些千亿级别的资产具体如何分布?证券时报记者注意到,涌金系资产庞杂,散落于各个投资平台,但并非无迹可循。结合现有的公开资料,可基本勾勒出涌金系金字塔式的财富层级结构。

位于涌金系金字塔最顶端的系陈金霞及涌金系元老人物沈静、刘明、俞国音、赵勇等人,他们直接控制三家公司,即涌金投控、涌金实业(集团)有限公司(下称“涌金实业集团”)及上海纳米创业投资有限公司(下称“纳米创投”)。

其中,涌金投控在涌金系相当于上市公司直投平台,目前分别直接持有国金证券、千金药业8.24%、2.3%股权,并与陈金霞累计控制九芝堂集团86.43%股份,而九芝堂集团则分别直接持有九芝堂、国金证券40.35%、18.09%股权。

纳米创投则是涌金系金融信托投资平台和PE投资平台之一,直接持有云南国际信托23%股权。目前云南国际信托单一第一大股东是云南财政厅,但纳米创投及涌金系其他成员合计持有云南国际信托55%股权,系其实际控制方。

此外,纳米创投还以执行事务合伙人的角色管理着上海鸿华股权投资合伙企业(有限合伙)(下称“上海鸿华”)及上海泓成股权投资合伙企业(有限合伙)(下称“上海泓成”)。

其中,上海鸿华参股沈阳隆基电磁科技公司,后者拟于深交所上市,而上海泓成则持有西南药业及另外两家拟上市公司节能股份(拟于上交所上市)及伟乐科技股份(已启动上市计划)。

相比纳米创投,涌金实业集团则是涌金系

真正意义上的PE投资平台,其层级结构也更为明显。具体而言,涌金实业集团除直接持有东方通6.06%股权外,至少控股3家二级投资平台,包括上海涌金理财顾问有限公司、浙江涌金中富投资公司(下称“涌金中富”)及上海涌金投资管理公司(下称“涌金投资”)。

上述二级投资平台还继续设立合伙基金等三级或四级投资平台,且大量引入关联方,客观上令涌金系投资版图更具张性。如上海涌金理财顾问有限公司曾以普通合伙人身份设立拉萨涌金慧泉投资中心(有限合伙)(下称“拉萨涌金”),后者持有浙江华康药业(已完成上市辅导)7.1%股权,同时控股上海慧潮共进投资公司。

2008年至2009年期间,上海慧潮共进投资公司曾大量入股拟上市公司,如康得新、潮宏基等,并在这些公司上市后12个月内火速减持退出。

对于涌金实业集团旗下二级投资平台的特点,涌金投资无疑最具代表性,该公司通过三级平台上海济业投资合伙企业(有限合伙)(下称“上海济业”)同时管理两家四级投资平台上海祥禾泓安和上海祥禾投资。

据现有的公开资料,上海祥禾泓安与涌金系元老赵勇,以及疑似涌金系的关联方广州至善创投至少持有蓝盾股份等公司股权;而上海祥禾投资则持有华懋科技、润达医疗、正海磁材、西南药业、星业科技(新三板挂牌公司,代码430429)、沈阳隆基电磁科技公司、厦门万里石股份(拟于深交所上市)等公司股权。

另外,上海祥禾投资还与涌金系成员杨利华旗下的上海谦业投资将通过参与资产收购而间接入股东土科技,上海谦业投资本身还持有维力医疗2.63%股权。

不难看出,涌金系金字塔结构中,顶端的陈金霞等核心成员并不直接与下端的三级、四级投资平台形成交叉,遥控管理及职业经理人制度在涌金系资产帝国中被大量运用,也令陈金霞的行事风格显得更为低调。

资本运作密码:潜行伏击

近年来,陈金霞极少出现在公众视野,随着

涌金系对九芝堂控股权的转让,陈金霞及其掌控的涌金系或将进一步淡出,但这并不影响涌金系对财富扩张的角逐。

事实上,整合千金药业折戟、运作九芝堂技术等实业层面的负面因素,并未对涌金系形成实质性冲击,相反,在抛空千金药业、弃壳九芝堂等动作的背后,涌金系对PE业务的聚焦定位将更为精准。

几乎与转让九芝堂控股权同时进行的是,涌金系的PE项目已遍地开花,先是维力医疗于3月份成功上市,而后自5月份以来,涌金系至少有4个项目进入收获或收尾阶段。

其中颇具轮回意味的项目是哈尔滨奥瑞德光电借壳西南药业,涌金系成员上海泓成、上海祥禾投资及其一致行动人高冬、李湘敏据此合计持有西南药业16.71%股权,仅次于西南药业实际控制人左洪波、褚淑霞夫妇及其一致行动人的持股比例。

2010年12月,奥瑞德前身奥瑞德有限公司实施成立以来的首次增资,上海泓成及上海祥禾投资合计以每股注册资本11.79元的价格出资1.01亿元参与增资,取得奥瑞德有限公司27.95%的股权。

次年1月,奥瑞德有限公司因对管理层、骨干员工实施股权激励,令上海泓成及上海祥禾投资持股比例稀释至27.15%,随后的5月份,奥瑞德有限公司完成股份制改造。

2012年8月,奥瑞德实施第二次增资,上海泓成及上海祥禾投资持股比例再度降至25.09%,若加上一致行动人高冬、李湘敏,则涌金系彼时仍一度持有奥瑞德29.2%的股份,直逼左洪波、褚淑霞夫妇及其一致行动人33.59%的持股比例。

为此,涌金系及奥瑞德其他股东于去年8月份集体将部分股权无偿让予左洪波、褚淑霞夫妇,以维系后者对奥瑞德的控股地位,推动借壳西南药业工作。今年5月份,奥瑞德完成借壳西南药业,涌金系最终持股比例达到16.71%,西南药业遂成为继国金证券、九芝堂外,涌金系持股比例最高的公司。

以西南药业目前市值测算,涌金系持股市值超过60亿元,相比于此前入股成本,涌金系的

投资回报率可谓相当高。

据业界分析,上述项目之所以颇具轮回意味,一是该项目与涌金系曾以第二大股东身份推动千金药业上市类似,二是在奥瑞德完成借壳西南药业之后,涌金系也在忙于弃壳九芝堂,这与“太极系”脱壳重组西南药业如出一辙。

另两个正在实施的项目是北京嘉和一品和北京拓明科技,两公司将分别被西安饮食、东土科技收购,涌金系由此将实现曲线入股上市公司。上海祥禾投资、西藏涌金累计持有嘉和一品5.5%的股份,后者被西安饮食定增收购后,上海祥禾投资、西藏涌金合计持有西安饮食0.78%股权。以西安饮食目前的市值测算,涌金系对应的股权市值将达到6000万元,投资回报率为100%。

需要注意的是,涌金系在利用层级平台进行PE投资的同时,经常会连带关联自然人入股。如自然人李湘敏曾与上海泓成等涌金系成员集体入股奥瑞德,亦曾与上海祥禾投资等人入股拓明科技;此外,广州至善创投实际控制人冯伟亦曾与涌金系相关公司联动投资,但公开资料中鲜有李湘敏、冯伟等人的信息,业界一般将此类自然人一并归入涌金系。

历数涌金系2008年以来的PE投资项目,均系提前埋伏,而后动用各方资源加速资产增值。相比于其他PE主体,涌金系在Pre-IPO或借壳方面堪称精准,包括奥瑞德、润达医疗在内,涌金系仅以IPO方式实现资本退出的项目即超过40个,借壳方式退出的项目亦高达十余个。

操盘秘籍:快进快出

从2002年接管九芝堂至今,涌金系坚守达13年之久。此外,从2010年下半年即开始减持千金药业,涌金系至今仍持有千金药业2.3%股权。至于国金证券,虽然近年来频频股东不睦乃至涌金系萌生退意的传闻,但涌金系并未公开对此予以置评。

与上述死守控股权不同的是,涌金系在PE投资领域则奉行快进快出的原则,鲜有恋战。更为精妙的是,涌金系刻意控制持股比例的痕迹较为明显,其投资的项目上市后,持股比例一般低于5%的监管红线。部分项目上市后,涌金系持股比例甚至被稀释至前十大股东开外。如此操作的结果是,市场无法锁定涌金系的交易时间,亦无从获知涌金系的交易动向。

以科伦药业为例,涌金实业集团、九芝堂及李湘敏2008年3月份共出资1亿元参与科伦药业增资。截至科伦药业2010年6月份上市前夕,前述涌金系成员合计持有科伦药业3.14%股份,系科伦药业彼时第四大股东。

2010年6月份,科伦药业完成上市,涌金系持股比例降至2.36%,上述任何一方持股比例均不足以进入前十大股东之列,以至于一度被忽略。12个月限售期之后,涌金系便可减持科伦药业,但市场无法根据公开资料判断涌金系的减持路径,仅能大致判断涌金系的退出时间约在2011年6月份之后。

同样是在2010年,新筑股份、泰胜风能上市后,涌金系持股比例分别为1.07%、3.41%,同样均不在前十大股东之列,后续的减持行为遂无迹可循。

今年4月份,蓝盾股份以发行股份及支付现金的方式全资收购广州华伟科技,此番收购前,广州至善创投、上海祥禾泓安及赵勇合计持有广州华伟科技9.77%股份,系后者第三大股东。

结果,在累计获得蓝盾股份761.67万元现金对价后,涌金系上述成员最终取得的蓝盾股份持股比例为0.76%,未进入前十大股东。于是,从表面上看来,蓝盾股份与涌金系不存在丝毫关联,却悄然打通了退出渠道。

有时候,涌金系无法确保项目公司上市后自己不进入前十大股东,但颇为奇妙的是,涌金系往往能将持股比例控制在5%以内。证券时报记者梳理了涌金系2000年至2010年入股的13个已上市项目,仅有软控股份、大华股份、康得新、潮宏基、东华测试5个项目,涌金系在其上市后持股比例高于5%,且其中软控股份、大华股份系涌金系多个成员扎堆持股所致。

不论是否进入前十大股东抑或持股比例是否超过5%,涌金系一般在项目上市12个月后退股。例如东华测试2012年9月份上市后,上海祥禾投资持股比例为5.1%;2013年11月份,上海祥禾投资先小幅减持东华测试至4.9989%并披露权益变动书,此后则迅速从东华测试2013年年报前十大股东中消失。同样,涌金系成员上海慧潮共进投资公司在潮宏基2010年1月份上市后,持股比例为5%,2011年5月份先减持至5%以下,2012年上半年减持完毕。

目前,涌金系投资的伟乐科技股份、沈阳隆基电磁科技公司、浙江华康药业等,持股比例均在7%左右,一旦上市,涌金系持股比例预计会降至5%以内。

正如陈金霞本人的处世风格,涌金系在PE领域也尽可能低调,但涌金系构建的资本帝国毕竟依然庞大,其一丝一毫的举动,均会引发资本市场系列连锁反应。在PE归核化的路上,涌金系已渐行渐近。