

PDF-CASE2015006

海航集团的资本运作之道¹

案例正文

摘要：本案例旨在配合金融硕士相关课程中资本运作模式内容的教学，引导学生理解和掌握资本运作的概念、特点和主要方式。案例描述并分析了海航集团二十多年来资本运作的过程及效果，重点包括股份制改造、海外融资、股票发行和上市、兼并重组和银行融资五大资本运作方式，并在案例中或明或暗地提出海航集团的三大决策性问题：（1）如何定位海航集团不同阶段的资本运作模式；（2）如何分析不同阶段海航集团资本运作的内外因；（3）如何根据不同阶段的不同情况选择海航集团最优的资本运作之术。本案例主要适合《金融理论与政策》、《公司金融》课程教学，也可作为金融学综合分析案例使用。

关键词：海航集团；资本运作；海外融资；并购重组

0 引子

岱宗夫如何，齐鲁青未了。

造化钟神秀，阴阳割昏晓。

荡胸生层云，决眦入归鸟。

会当凌绝顶，一览众山小。²

1. 本案例由重庆大学经济与工商管理学院的皮天雷副教授和硕士研究生马诗琦、袁军共同编写。作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。

2. 诗词注解：本诗是诗圣杜甫名作，全篇紧紧抓住“望”字写景，写景中又处处烘托着一个“高”字，把

——唐 杜甫《望岳》

诗圣杜甫的五言律诗，描绘出五岳之首泰山的宏伟壮阔，高屋建瓴。本诗表现出诗圣敢于攀登绝顶、俯视一切的雄心和气概。自然界中有此制高点，商界中，亦有着睥睨群雄的高段位操作存在，那便是资本运作；亦有一位高瞻远瞩，深谋远虑的高人，他便是海航集团董事长陈峰。

2015年3月29日，习近平总书记在海南省博鳌国宾馆同出席博鳌亚洲论坛2015年年会的中外企业家代表进行亲切座谈。40余位中外企业负责人中，海航集团董事局主席陈峰作为唯一进行主题发言的中国企业代表，向习近平总书记汇报了民航改革建议及海航集团发展情况。

“作为民族企业，海航希望能为中国梦的实现做点事。”

陈锋表示，习总书记提出的“一带一路”发展战略对实现中国梦非常重要，顺应“一带一路”的战略设想，海航先后成立了乌鲁木齐航空、福州航空、北部湾航空，并积极发展海上物流，收购了全球两大集装箱租赁公司 GE Seaco 和 Cronos，参与构建空中和海上丝路。

就是这位豪情万丈，心怀猛虎的陈峰董事长曾经骄傲地说，

“中国没有人能看懂海航。”

说中国人不懂海航，是因为他认为自己所掌控的海航集团这些年来的腾挪闪移没有人能理解。

尽管业界、学界一致认为海航的核心竞争力是资本运作。韬光养晦，厚积薄发的陈峰董事长却一直不承认自己是一个资本运作高手。

“资本运作高手是把自己的钱不断地呼风唤雨，像索罗斯他就是，恰恰我根

泰山的万千景色、高大的气势渲染得纤毫毕现。最后两句诗写诗人想象中登上绝顶后放眼四望的景象，其他的山在泰山面前显得低小，以此衬托出泰山的高大。

3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种管理行为是否有效。

本不懂金融也不懂股票。资本运作的高手是不断利用资本市场的机会实现财富和价值的增长,而我是充分运用了资本市场发展的每次机会,来支持我实业的发展。所以我不是资本市场运作的高手,我是实业发展充分利用资本市场机会的高手。”

存在即真理,1993年至今,陈锋带领下的海南航空在短短十几年的时间里从最初的1000万元起家,凭借其管理团队高超的资本运营能力和富有远见的战略,实现了持续、健康、快速的发展。海航集团用了20多年的时间创造了商业史上的奇迹,由90年代创立的最年轻航空公司迅速成长为中国第四大航空企业集团,产业链延伸至航空、机场、酒店、旅游和商业等领域,成功实现了从传统航空企业向巨型企业集团的转型,从偏居一隅的海南岛走向全国、走向世界。

夜幕降临,陈锋在海航大厦的董事长办公室向外眺望。明亮的落地玻璃窗外,是海口市依旧熙熙攘攘的街道和更远处的星辰大海。回首过往和海航一起的成长,陈锋回忆起二十余年来艰苦创业的点点滴滴和那一个个为人称道的资本运作传奇……

1 背景介绍

案例中的海航集团前身是海南省航空公司。海航集团于2000年1月经国家工商行政管理局批准组建,以航空运输业为主体,产业覆盖航空运输、旅游服务、机场管理、物流、酒店管理、金融服务、地产、商贸零售、航空食品和其他相关产业。海航集团对所从事的产业实行专业性产业管理模式。二十余年来,海南航空的业务版图从南海明珠初步发展到全球布局,总资产近4800亿元,参控股上市公司10家,2014年实现收入逾1300亿元,为社会提供就业岗位逾11万个。目前,海航已跻身中国航空业前四强,中国500强企业第120位,正向世界500强企业阔步迈进。海航集团目前的业务版图可大致分成航空、实业、资本、旅游、物流五大板块。



图 1 海航集团业务板块结构图

1.1 海航航空

海航航空是海航集团旗下核心支柱产业集团，对旗下航空运输企业和航空相关企业实施产业管理。

海航航空以航空运输企业群为主体拓展全球布局，以航空维修技术（MRO）、通用航空（航校）、商旅服务（销售）、地面支援、航空物流等配套产业为支持打通全产业链，通过金融投资和新兴业务带动，目标打造成为立足中国、面向全球、服务品质与企业规模均进入全球行业前列的大型国际航空集团。

截至 2015 年 2 月，公司总资产接近 1900 亿元，航空运输机队总规模 541 架，开通国内外航线 680 余条，通航城市 210 余个，年旅客运输量 6822 万人次。运营管理海南航空、天津航空、金鹿公务、祥鹏航空、首都航空、西部航空、福州航空、乌鲁木齐航空、北部湾航空、扬子江快运、myCARGO、加纳 AWA 航空、法国蓝鹰航空等航空公司。

1.2 海航实业

海航实业集团有限公司是海航集团旗下五大产业集团之一，致力于打造一个以基础产业、房地产和商业为三大核心业态，以海航投资为投融资平台的产融结合实业集团。截至 2015 年 1 月，海航实业总资产逾 1800 亿元，年收入逾 370 亿元，旗下 5 家上市公司（海岛建设 600515，美兰机场 HK00357，西安民生 000564，海航投资 000616，首长科技 HK00521）、9 家机场、15 栋持有型物业、330 余家商业零售门店，为社会提供就业岗位 34000 余个。

1.3 海航资本

海航资本承载海航集团金融板块职能，依托海航集团的产业运营经验及与之配套的专业化金融服务能力，发展实体金融与虚拟金融，通过多元金融工具的组合与创新，全力打造金控架构下的“综合金融服务及金融交易服务提供商”。

海航资本拥有租赁、保险、信托、证券、期货、投资银行、基金、保理等传统及创新金融业务，致力于发展虚拟金融与实体金融，突出核心主业，抓住中国金融变革机遇，优化配置现有资源，对旗下各金融业务实施差异化管理。

截至 2014 年 12 月底，海航资本资产规模超过 5000 亿元，拥有各类成员公司近 30 家，拥有国内营业网点逾 1200 家，业务遍及全世界 100 余个大中城市。

1.4 海航旅游

海航旅游集团于 2007 年 3 月成立于北京，是海航集团三大战略业态之一——航空旅游的核心企业，是一个涵盖了航空、旅游、IT 互联网、投资金融、酒店、食品等多重业务领域的现代大型旅游集团。

目前，海航旅游的服务网络布局亚洲、欧洲、美洲多个国家和地区，下辖航空产业机队规模达 144 架；航线覆盖 160 余个城市，拥有亚太地区最大、机型最新的公务机队，机队规模 79 架、管理国内外酒店 440 余家、可租赁车辆 525 辆、151 家旅游门店，年均接待游客数量近 3000 万人次。

1.5 海航物流

海航物流作为海航集团五大产业之一，依托集团强有力的战略支持，致力于打造物流投资、物流金融、物流科技、现代海运、装备制造、专业物流六大物流产业，构建金融和科技双轮驱动的现代物流运营商和解决方案提供商。截至 2014 年 12 月，海航物流总资产逾 700 亿元，2014 年收入逾 100 亿元。

2 厚积薄发，聚沙成塔（海航前期资本运作）

“我们不断地用中国资本市场调整我们的股本金结构，然后再借债，因为飞机这么贵总要花钱哪。怎么办呢，借钱！”

航空运输业是资本高度密集的行业，如何通过有效的资本运作，以最低的成本获得企业发展所需要的资金，并充分运用到生产运营的全过程，从而在同行业中获取竞争优势，是航空运输业企业经营能力的一个重要体现，也是海南航空发展初期陈锋必须认真思考的重中之重。在海航集团成立十周年的纪录片中，集团董事长陈文理用一句话形容了这家航空企业的诞生历程。

“海航就是一个石头子儿里蹦出来的黑孩子。”

从无到有的海南航空，几乎从一诞生就被注入了金融的基因。纵观海航前期发展，主要采用了以下几种传统的资本扩张模式：股份制改造、融资租赁、海外融资、公开发行及上市、银行债务融资和兼并重组。在我国不同的政策背景下，海航及时出击，充分抓住机遇做大做强。陈锋带领着整个企业韬光养晦，厚积薄发，终于在1993年至2003年的十年时间里悄然崛起，成长为综合性的企业集团。

2.1 初出茅庐，股份制改造扬帆起航

1989年10月，海南航空经民航总局和海南省政府批准成立。两年后海南航空获得民用航空运输业经营许可证，主营航空客货运输业务、航空维修和服务、航空旅游等业务。对于资金高度密集的航空运输来说，海南省政府投资的1000万元显得微不足道，用海航人的话来说“连个飞机的零部件都买不到”，但是当时的海航并没有退缩，而是积极采取措施，获得融资，同时也开启了他们的腾飞之路。

1992年，我国颁布了《股份制企业试点办法》，标志着国企股份制改造正式开启。在此办法中，交通，尤其是资金密集型和规模经济要求高的行业都在试点范围之列，这两条航空运输企业都具备。海航也正是在这一年抓住了历史机遇，通过定向募集进行股份制改革，筹集2.5亿资金，成为全国第一家股份制航空企业。其股权结构如图一所示。

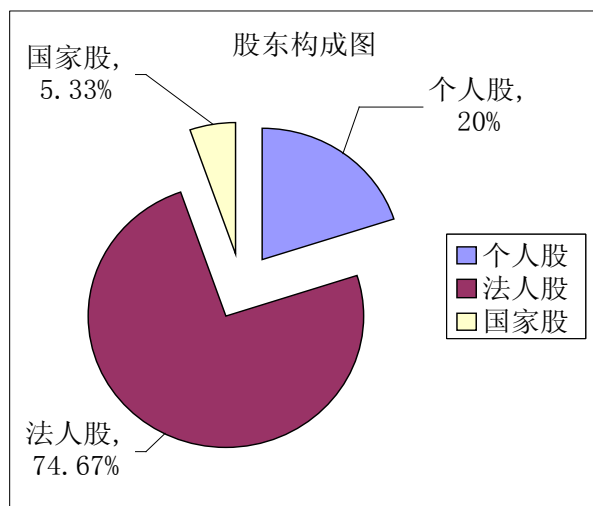


图2 海南航空股份制改造后股东构成

2.2 舌灿莲花，融资租赁的秘密武器

早在海航创业初期，当时的管理层就从国际投资者那里掌握了飞机融资租赁的“核心机密”：那就是在将飞机作为固定资产抵押贷款的同时，还可以将有关航线的未来收益权以“期货”方式再度抵押贷款。由于国内银行早期一般只接受固定资产抵押，所以航线收益“期权”抵押一般是由经验丰富的外资投行来完成。

1992年股份制改造完成后，海航通过法人股募资获得2.5亿元融资（其中有1亿元为国资）和从上海交行总部获得6亿抵押贷款购买两架波音737，然后以2架波音737为担保，再向美国方面定购2架飞机。如此循环，巧妙利用财务杠杆，实现了飞机“由一变二，二变四”，使得越来越多的飞机飞到了海航。

据陈峰回忆，当时寻找担保银行时，因为银行不懂，他就讲，

“飞机从海南到北京一张票1000块，可以装150人，来回就是30万，一天再飞个北京，再飞个广州，去掉成本一天就挣45万。”

陈峰的舌灿莲花，使上海交行动了心。双方商定使用固定利率结算贷款，仅此一项银行就净赚100多万美元。银行很高兴，问到反担保对象是谁？陈峰表示，如果还不起钱，就以飞机抵债。作产权登记时，银行自动将本属于自己的飞机划在了海航的账上。这相当于“我不仅借给你钱，还首先把飞机交给你”，如此这般，陈峰轻松地拥有了两架飞机。

就这样，从银行贷款买一架飞机，把飞机抵押买第二架飞机，再把这两架飞

机抵押买更多的飞机，最后形成一个倒金字塔结构。只要有飞机在飞就有现金收入，只要有现金收入能够偿还以前的贷款，公司就能够持续经营下去。银行贷款是海航持续扩张的要素，因而高负债率也就成了海航的一个特点。

有人说，陈峰的高明之处就在于总是在拿别人的钱来玩儿。

在这种“一机两吃”的结构性融资模式下，海航将飞机采购变成了一个规模庞大的融资平台。到2000年前后已经获得了中外金融机构超过150亿元的融资额度，为其后期的大规模并购提供了充足的资金保障。其出色的融资业绩曾获当年“亚洲最佳交易”和“年度融资创新”两项大奖。飞机“一变二，二变四”的故事也成为资本运作界一个广为流传的传奇。

由于飞机采购贷款的融资年限长达10至15年，获得了超额融资的海航集团得以从容地将长期贷款投入各项短期收购之中，并以后续融资的资金来偿还前期融资。在这一“长贷短投”的融资租赁模式下，海航集团长期被业界视为激进的“反周期运力扩张”模式，意外地获得了新的解释：集团在市场低迷之际大规模的飞机和航材采购，不仅是扩充运力，更是偿还前期借贷和展开后续收购的重要金融杠杆。

海航管理层对融资租赁这项“秘密武器”的运用屡试不爽，海航集团几乎每次大规模的并购扩张都是以金额庞大的飞机采购为其先导。直到海南航空2010年的年报中，与飞机租赁业务相关的长期借款和应付款项依然高达数百亿元。

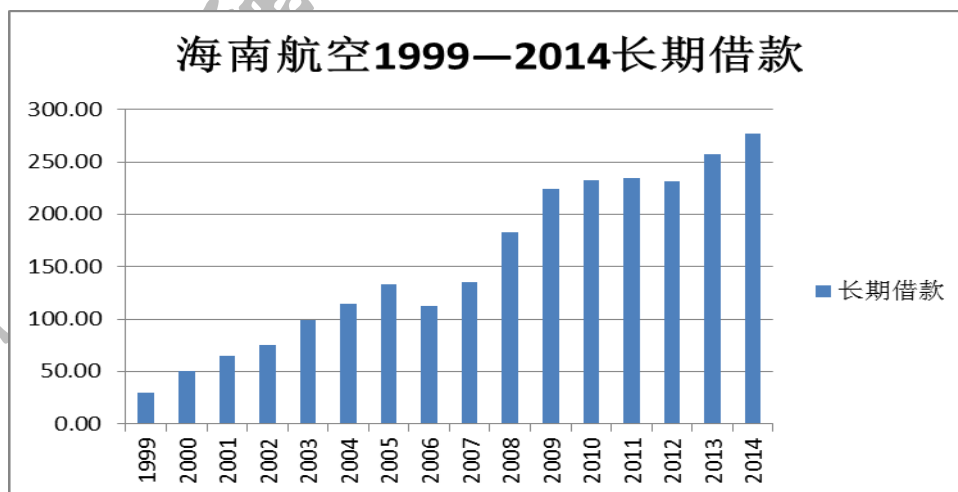


图3 海南航空(600221)历年长期借款余额(单位:亿)

据海航集团内部人士介绍，海航的采购部门“买飞机压力很大”，常常为飞

机预付款和租金的周转而焦虑不安。“但老板不管，只要来了飞机，就拿去变成钱。”海航工作的重要考核指标之一就是各部门的融资情况，“借的钱越多越好”。

在过去数年中国土地和房地产价格暴涨的大背景下，海航集团以高额融资成本所收购的大量资产项目，几乎无需经营便可轻易地获取高额的资产增值溢价，更令尝到了甜头的管理层欲罢不能。

2.3 泰山之会，借力资本市场上市发行

航空业是一个资本密集型产业，海航要想快速发展必须借助我国资本市场。90年代，我国证券市场处于快速发展时期，企业上市准入条件较为宽松，另一方面，当时我国外汇依然处于紧缺状态，因此海航赴港上市也是情理之中。海航适时地抓住这一机遇，成为我国第一家在A股、B股、H股全面上市的航空公司。

（1）B股上市

1997年海南航空在境内以每股0.47美元价格发行外资股B股7100万股，共募集3337万美元（折合人民币2.7669亿），其中7100万元转做股本，其余转为资本公积金。所筹资金全部用于新增3架波音767飞机相关配套设施、设备的投资及购买。B股发行后，公司注册资本变更为4.71亿元。

（2）A股上市

1999年11月，海南航空A股上市交易，共发行20500万股，发行价格为每股4.6元，募集约9.43亿元资金，其中发行费用为1450万。在此次募集的9.285亿元中20500万元转做股本，其余转为资本公积金。A股发行后，股份公司的注册资本增加至6.76亿元，股东权益增长到20.26亿元，公司总资产达到66.02亿元。

（3）H股上市

1998年08月17日，民航总局正式同意海南航空入股美兰机场有限责任公司2亿元人民币，占美兰机场注册资本25%。2000年，海航集团出资7.84亿控股美兰机场，并使其当年实现扭亏为盈。2002年11月18日，美兰机场H股在港上市交易，此次发行2.017亿股，筹资近1亿美元。至此美兰机场正式被纳入海航旗下，成为其第二家上市子公司，并且为海航在今后的发展打下了坚实的基础，此后每年为母公司带来了大量现金流。同时，海航集团从一家单一航空控股集团发展成为多主体的集团公司。

2.4 四海结客，海外融资吸引“资本大鳄”

1994年，国家加大开放力度，同意外商有条件地投资民航运输业，这又为海航创造了重大机遇。在我国航空业，海南航空是第一家中外合资的公司。

（1）结缘索罗斯

“为向国际一流的空运企业目标迈进，现有的国内资金条件根本无法满足海南航空的需求，全世界30%的资本集中在华尔街，把资金渠道和美国资本市场对接，就等于接上一条输血管。”

这一次，陈峰将目光锁定到了华尔街，通过发挥他那非同寻常的人格魅力和舌灿莲花的“讲故事”能力，成功说服索罗斯旗下美国航空责任有限公司注入2500万美元，占发行后总股本25%，海南航空也成功演变成为一家外资投资公司。那么，是什么样的故事打动了精明的索罗斯？海航的两位创业者、当家人陈峰和王健在三个月内十进十出华尔街，回答了索式基金200多个问题，主要强调了下面三个方面：一、海航从一开始建立就采用了国际会计师准则，聘用一流的会计师做审计；二、海航雇佣了美国最大的律师事务所世达律师事务所草拟法律文件；三、在给股票私募时，海航聘用了美国华尔街最权威的评估公司——SH&E（国际航空运输咨询公司）。SH&E在评估中说，海航的管理在中国是一流的，在世界也是一流的。

“其实，作为一个精明的金融大鳄，索罗斯们看中的，是我们的现代企业制度和海南的独特资源。”

索罗斯基金被陈峰动人的“故事”所吸引：中国是一个谁也不能错过的市场，一个世界的机遇！从此，索罗斯成为海航的战略投资伙伴。

海航初期积极海外融资，特别是与索罗斯基金结缘的原因有四：一是国家政策：1988年国务院印发的《关于海南岛进一步对外开放加快经济开发建设的座谈会纪要》指出境外客商参股在25%以上的企业，可以享受外商投资企业的优惠待遇，而索罗斯基金恰好只投资25%，符合文件要求。其次，当时我国外汇紧缺，而购买租赁飞机必须以美元支付。再次，正如陈峰所说，索罗斯就是一块招牌，只要说服了他注资，海航便拿到了进入华尔街资本市场的入场券。最后，引入战

略投资者以后，可以吸取国外先进经验，提升海航整体实力。

（2）牵手欧洲巨头

2002年海航集团控股的美兰机场获准在港上市，为更好推动上市进程，海航集团找到了当时欧洲机场管理行业巨头丹麦哥本哈根机场管理公司，向其定向增发2017万股，占发行后总股本20%，共募集1.66亿美元，同时还为美兰机场带来了先进的管理经验以及一系列的合作机会。

（3）情定摩根大通

如果说海航创业最初，借助资本运作是“逼上梁山”，而后8年，海航则是找到了让资本运作与产业经营相互促进的最佳方式，海航的资本运作也越发娴熟。2000年，海航与合作银行JP Morgan Chase¹以LIBOR利率-0.125和-0.1的最优惠利率，融资8000万美元用于购买两架B737-800飞机，这一出色的融资业绩荣获了《Airfinance Journal》²颁发的“2000年度亚洲最佳交易奖”和“2000年度融资创新奖”。国际金融界的这两项对海航融资技能的奖励，充分肯定了海航在飞机融资方面所取得的业绩，同时也证明海航不仅具备了从国际资本市场进行大规模融资的能力，而且能够纯熟地发挥多年来在国际资本市场拼搏所积累的经验和技术。2001年10月，海航再一次牵手摩根大通，融资2.5亿美元购买5架波音737-800型客机。

2.5 稳扎稳打，国内金融进行长期合作

海航不断扩张的同时，航空业绩也不断提升，在资本市场上的知名度也在不断提高。1997年，美国标准普尔公司给予了海航中长期债券B+级的评级，意味着海航发行债券无需投资银行担保，这从侧面说明海航资信水平得到了资本市场的认可。海航不但成功地与国际资本市场对接，也与国内金融界建立了长期的战略合作伙伴关系。海航提出了产业平台与金融平台互动的理念，得到了国内金融界的高度认可。海航陆续与中行、农行、建行、工行签订银企协议，1998年2月，海航获得中行65亿元授信额度；2000年，工行授予海航20亿元授信额度，至2012年12

¹ 摩根大通集团（JPMorgan Chase & Co），业界称西摩或小摩，总部在美国纽约，总资产2.5万亿美元，总存款高达1.5万亿美元，占美国存款总额的25%，分行6000多家，是美国最大金融服务机构之一。

² Airfinance期刊是航空金融权威杂志。每个工作日发布最新的关于航空公司、飞机租赁公司、制造商和机场的融资新闻。用户使用Airfinance杂志来分配资源，寻找新的投资机会和分析竞争对手。

月，海航共获3000亿银行授信额度，为海航资本扩张提供了坚实的保障。另一方面，2000年，农行向海航提供11亿元贷款以支持海航购买10架多尼尔飞机；2002年，工行向海航提供40.66亿元贷款以支持其并购重组。国内金融机构对海航的支持反映了他们对企业品质和发展前景的认同，而成功的资本运作也为海航的发展提供了强劲的动力。

2.6 三足鼎立，并购重组打造新航空巨头

海航成立初期，规模还十分弱小。公司高层认为当时航空业利润较高，国内民航业进行大规模重组至少还需几年。然而，2000年民航总局一纸令下，启动了行政性重组，国航联姻西南航空组建新国航，南航吞并北航、新疆航空，而东航则并购了云南航空及西北航空，至此中国民航业形成三足鼎力格局，三大航空集团垄断了我国80%的市场，这对刚刚起步的海南航空来说，着实是一沉重的打击。为了避免被三大航空公司吞并，海航开始走上了并购重组的扩张之路。无心插柳柳成荫，为了保存自身独立性步入资本市场并购重组的海航，在重组了长安航空、新华航空以及山西航空后，不仅获得了优质航空资源，而且得到了大量具有升值空间的土地资源。海航初尝“并购”这颗资本运作皇冠上的明珠的甜头后，便一发不可收，此后屡屡出击国内外市场进行扩张并购。

2000年8月，海航联姻西北内陆陕西长安航空，共同组建长安航空公司。海航以3架加拿大冲八一400飞机等实物及资金共计6.5亿注入长安航空公司，在此基础上组建的长安航空有限责任公司注册资本达到7亿多元，其中海航出资86.2%，长安航空出资13.8%。完成重组后，海航将与长安航空形成支线航线网络及航班的共享，同时也拓展了海航的支线战略规划。

2001年，海南航空股份有限公司、神华集团有限责任公司和海南航空集团共同出资对新华航空进行重组，更名为新华航空有限责任公司，注册资本为18.3亿元，其中海南航空出资9.33亿元，海航集团出资1.65亿元，神华集团出资7.32亿元。海南航空占注册资本51%股份；神华集团持有40%的股权，海航集团占股9%。2002年，海南航空与海航集团签订资产置换协议，将海航集团持有新华航空的9%股权置换给海南航空，最终海南航空持有新华航空60%的股权。海航重组新华航后，控股了中字头的新华航空，打破了三大航空集团的民航市场格局，完成了战

略性的部署，同时为海航集团组建大新华航空夯实了基础，是海航发展史上关键性的一步。

2001年7月经民航总局和山西省政府批准，山西航空、海航集团及海南航空、长安航空重组成立山西航空有限责任公司。山西航空注册资本为3.2亿元，其中海南航空以飞机及部分航材等实物评估作价2.8亿元和500万元现金作为出资，占总注册资本的89.06%；山西航空以经评估确认的主营业务净资产作价2000万元为出资，占比6.25%；长安航空以1500万元现金出资，持股4.69%。尽管此次重组的山西航空规模较小，但也为海航带来了40多条航线，进一步延伸了海航西部支线布局。

2002年10月，经民航总局批复，海航集团旗下四家航空公司（海南航空、新华航空、长安航空、山西航空）统一使用海南航空“HU”两字代码（IATA代码）、统一CI标识、统一安全责任，实施合并运行。至此海航基本完成国内民航市场的布局，此举不但为海航赢得生存机会而避免被三大航空集团收购，同时也为组建大新华航空奠定了基础。

3 妙计连连，帝国崛起（海航近期资本运作）

海航在第二阶段处于高速扩张期，板块帝国已然显现，资本运作更加频繁，尤其在08年金融危机之后，海航频频出手并购，在航空、实业、资本、旅业、物业五大板块资本运作创新不断。

3.1 三管齐下，航空板块寻求突围

一直以来，海航不甘居于全国第四大航空公司，但在目前这种环境下，三大国有航空公司垄断航线，海航国内市场占有率始终在12%左右，因而海航管理层希望借助大新华航空整合现有资源，打造国际一流牌，并积极拓展海外市场。同时，布局三大航空公司“遗忘”的支线市场，试图采取农村包围城市的方式，组建地方性航空公司。最后，希望通过海外并购，整合海外优质资源，占领海外市场，布局全球化战略。

（1）暗度陈仓，大新华转向大海航

大新华在成立之初就承负着海航集团崛起的使命，组建大新华航空主要分三

个步骤，第一步便是整合海南航空、新华航空、长安航空及山西航空资源，实现合并运行，统一代码，并逐步实现“一体化”运营，这一关键步骤在 2002 年 10 月份初步完成。第二步，筹建大新华航空集团，此时主要采用私募股权方式进行。2004 年新华航空控股公司成立，注册资本为 30.86 亿，海南省政府出资 15 亿占股 48.61%，成为第一大股东，索罗斯基金投入 5.75 亿持股 18.64%，神华集团也顺势将手中持有 40% 的新华航空股权转为大新华航空 5.76% 的股份，剩余股份由海航集团及关联公司持有。2006 年 6 月新华控股借助海南航空定向增发获得社会法人股 16.5 亿股，占总股本 46.7%，成为海南航空第一大控股股东。2007 年新华航空获取牌照，正式投入运营，标志着第二步的圆满完成。此后，大新华航空将作为海航集团航空业核心，而大新华又以海南航空为核心，并逐步将海南航空、新华航空、长安航空、山西航空全部资产纳入大新华航空旗下，为第三步全面上市做铺底。

表 1 2006 年海南航空定向增发情况（资料来源：海南航空公告）

公司名称	认购股份数量（万股）	占认购总额比例（%）
新华航空控股有限公司	165,000	58.93
海口美兰国际机场有限责任公司	45,000	16.07
三亚凤凰国际机场有限责任公司	15,000	5.36
长江租赁有限公司	30,000	10.71
嘉信投资管理有限公司	24,000	8.57
海南泰衡实业有限公司	1,000	0.36
合计	280,000	100

然而 2008 年突如其来的世界金融危机打乱了大新华上市的三步走计划，并将这一赴港上市计划延后数年。海航集团不得不改变策略，发行 28 亿元公司债拯救上市失败的大新华，同时进行私募融资。两年后做客网易财经会客厅时，面对记者“大新华的上市计划搁置这么久，遭遇到的阻力是什么？”的问题，陈锋坦言：

“在大新华红筹两年多以前 IPO 进行到最后接近成功时金融危机了，被低估了净资产市盈率了，世界都成那模样了，还能发吗？”

2011 年 5 月，海航集团宣称大新华获得申银龙盛基金 80 亿入资，缓解了大新华资金短缺，同时海航给出了双退出方案：一个是新华 H 股上市方案，另一

个是利用A股上市的海南航空反向吸收合并大新华资产,实现在A股的整体上市。在回答记者“大新华上市是在H股,有没有考虑回归A股?”的问题时,陈锋以涉及敏感问题为由拒绝回答。

2011年8月,海南航空发布公告称公司拟将10.8亿受让控股股东大新华航空持有的新华航空32.41%股份,此后新华航空将成为海南航空全资子公司,大新华航空上市日程也整体提速。2011年12月,海南航空又将手中持有的海岛建设33.33%股权以及海南航鹏、海南国旭及国善三家公司100%股权作价43.27亿转让给控股股东大新华航空,进一步为大新华赴港上市铺路。

然而资本市场的瞬息万变和航空市场市场份额及顾客认可度的变化发展又让海航高层突然转变了方向。2012年4月,海南航空正式公告,宣布成为股东海航集团旗下航空资源的整合平台,并承诺在36个月内,将通过股权转让或其他重组行为,将大新华航空持有的云南祥鹏航空有限责任公司全部股权注入海南航空。而之前,这一角色的扮演者是大新华航空。2002年10月,海南航空集团决定在海南航空股份有限公司之外,打造一个新的融资平台。海航集团当时的想法是,海南航空的品牌的地域性太强,相比之下,“新华”有中字头背景,更具全国性色彩,和当时还略显得偏向一隅的海南航空相比,新成立的大新华航空将面对整个中国市场,通过合并运行,将航线网络扩展为以国内干线和国际航线为主。“大新华航空”的成立将有望实现由地域性航空公司走向全国性航空公司的构想。

但形势的发展并未遵循最初安排的轨迹运行。

“海南航空的发展太好了。”

海航集团总会计师王东辉回忆称。无论在品牌建设还是运营管理上,海航在随后的几年间都表现颇佳。在机队和规模上,不仅迅速成长为国内第四大航空公司,而且2011年、2012年连续获评为Skytrax¹五星航空公司,成为国内唯一一

¹ Skytrax是一家以英国为基地的顾问公司,是Inflight Research Services的附属公司,其主要业务是为航空公司的服务进行意见调查。其最广为人知的,是每年一度举办的年度全球最佳航空公司奖及年度全球最佳机场奖。

家获此荣誉的航企。分析师们认为，一旦“大新华航空”上市，它虽然控股海南航空，但之间必然存在着同业竞争，这将不利于“大新华航空”的发展。因此，海南航空这枚曾经的“弃子”因此获得了重新被审视的机会。

2012年4月，海南航空发布宣称未来3到5年将旗下系列航空资产全部纳入上市公司的公告标志着大新华航空作为航空资源整合平台将不复存在，大新华航空赴港上市也将遥遥无期，取而代之的是大海航的成功崛起。

（2）以小博大，组建地方性航空公司

2004年，海航集团、山西航空、云南石林航空经民航总局批准成立云南祥鹏航空，注册资本7.71亿元，其中海航占股67.95%，山西航空占股31.38%，云南石林航空占股0.67%。2006年2月，云南祥鹏正式营运。2008年6月，海航集团与云南省国资委共同筹建云南航空股份有限公司，最终计划流产。次年6月，云南省国资委向祥鹏航空注资3亿，增资后新华航空与云南国资委分别持有祥鹏航空68%及32%。此次注资既体现了云南省政府对海航集团的扶持帮助，同时也为海航集团提供了急需的现金流。

2009年6月，海航集团、天津保税区投资有限公司以及海南航空共同出资组建天津航空，注册资本13亿元，运行基地设在天津滨海新区国际机场，主要营运国内干线及国际航班。

海航通过与地方政府合作，一方面可以获得优惠的税收政策，同时还可获得具有较大升值空间的土地资源。例如海航当年重美兰机场所获3000亩土地当年仅为70元/亩，如今升值到500-600万元/亩，升值幅度之大，令人咂舌。有了这些土地，海航一方面可以坐等升值，另一方面可用来抵押获取贷款，亦可以与第三方地产公司合作共同开发而获取高额利润，海口海航、国瑞城就是其中一例。

另一方面，通过董事长陈锋及管理层核心成员多年励精图治，与政府维护良好的关系。当海航集团遇上资金短缺时，这些地方政府都会出手相助，如海南、天津、北京、重庆、云南及西安政府分别向海航集团旗下子公司注资：15亿、5亿、4.5亿、4亿、3亿、3.5亿，这也是何海航偏爱与地方政府合作的原因。

（3）兼收并蓄，海外并购重组

在国内主线和支线纷纷采取妙计突围的同时，海航在海外市场上也频频出

手，布局全球化战略，打造国际一流品牌。

2006 年 11 月 28 日海航集团入股 45% 的香港航空有限公司在港正式宣布成立，海航成为其控股股东。海航通过收购中富航空及港联航空成功挤进了香港民航市场，一方面为海航实施国际化战略打下了基础，同时也为海航开辟了欧洲航线，打破了南航、国航国际航班的垄断局面。

同时，海航积极整合资源，迅速占领海外市场。2010 年 1 月，海航集团收购澳大利亚 ALLCO 公司飞机租赁业务，海航集团通过旗下海航香港子公司以 1.5 亿美元单独完成此次收购。收购完成后公司原有管理团队基本保持不变，此后海航集团将借此平台在澳大利亚航空、物流和金融服务等领域开展多元化发展。收购澳大利亚 ALLCO 公司后，海航将其资产及业务迅速整合到海航香港旗下，从而迅速改善了海航香港业绩。打破三大航空公司垄断，实施“曲线救国”。

长期以来，国内及国际航空资源被国航、南航、东航垄断，海航却无法分一杯羹，例如北京—巴黎航班是一条优质航线，长期由国航东航把持，海航为打破窘境，试图通过海外收购反向击破，从而打破三大航空公司的垄断格局。2011 年海航收购了土耳其 ACT 货运航空公司及 Mytechnic 机务维修公司，是海航集团迈向国际化的关键一步，同时也为海航开辟了欧洲根据地。2012 年 12 月，海航集团又在欧洲“斩获一城”，成功收购法国蓝鹰航空 48% 的股份，成为公司第二大股东。法国蓝鹰成立于 1946 年，总部位于巴黎，运行基地为法国戴高乐机场，主要运营法国国内以及阿尔及利亚、摩洛哥、突尼斯、葡萄牙、意大利等国际定期航班。海航收购蓝鹰可谓是“一石三鸟”，其一通过蓝鹰可以申请巴黎直达北京的国际航班，实现“曲线救国”；其二蓝鹰经营航班主要集中在欧洲及北非地区，这恰好与海航拓展北非市场的国际化战略相吻合；其三，蓝鹰整体业绩较好，一旦欧洲经济复苏将会为海航带来大量现金流。同时，海航与其他合作伙伴成立的加纳 AWA 航空公司也在 2012 年 9 月正式投入运营，未来可与蓝鹰在北非市场形成完美对接。

从 2010 年收购澳大利亚 ALLCO 公司飞机租赁业务到 2012 年 12 月成功收购法国蓝鹰航空 48% 的股份，海航一直在实施海外战略规划，反观同一时期的国内三大航空公司却裹足不前。

3.2 同气连枝，实业板块合理搭配

（1）有机造血，重组西安民生、宝商集团

2003年5月27日，海航集团与西安民生进行重组。海航集团以每股3.2866元的价格受让西安国有资产管理局持有的西安民生股份5180万股，转让价款总计为1.7亿多元人民币，重组完成后，海航集团持股（国有法人股）25.65%，成为西安民生第一大股东。重组后当年西安民生利润同比上涨72%；2004年一季度营业额同比去年增长26.36%，利润同比增长52.96%。同时，海航集团也获得了西安民生的大量现金流及上市融资平台，这些都为日后海航资本运作提供强有力的保障。

2006年3月24日，海航集团重组陕西大型商业上市公司宝商集团，海航集团以9582万元受让宝鸡国资委、宝鸡卷烟厂及宝鸡市大众投资有限公司共计4284.80万股宝商集团的股权，持股比例为22.27%，海航集团成为第一大股东。一方面，商业市场是航空运输主业的交联产业，与财务公司、地产等关联产业共同构成海航战略链的组成部分。另一方面，海航集团重组宝商后，将充分利用西安民生和宝商集团两家上市公司的优势打造商业产业集团，以百货业态（时尚百货与大众百货）为主导，大卖场、超市和发展专业店为辅，采取收购、兼并、合作、托管、商誉输出等方式，实现规模与效益的迅速增长。2008年6月，海航开始重组西安民生与宝商集团资产，海航集团将宝商集团原有商业资产注入西安民生，同时将航空食品资产注入宝商集团，并以宝商集团为上市平台，构造海航“易集团”，并逐步通过宝商集团进行重组，从而实行资产证券化。

海航起初重组西安民生及宝商集团或许只是因为零售板块与航空板块有交叉，重组后可以起到更大的协同作用，进一步提升集团整体盈利能力。其次，西安民生与宝商集团主要以零售业为主，而该行业几乎不具有行业周期性，因此不受宏观经济太大影响，可以为海航提供大量现金流，几乎为海航并购起到造血作用。例如在海航接受西安民生后，西安民生迅速向海航财务公司输血1.9亿（与其转让总价相近），与此同时，西安民生的短期借款也不断增加，在2011年一季度达到11.4亿元，西安民生一方面向海航“输血”，另一方面却又不断向银行借款。同时，宝商集团也在不断为海航“输血”，其年报显示仅2009年在海航财务存款流量高达6.5亿元，年末余额为1.3亿元。这一纪录从海航系上市公司的主营业务的收付账款净额（应付账款+预收账款-应收账款-预付账款）便可

得到证实。

表 2 “海航系”上市公司收购前后主营业务收付款净额对比

上市公司	收购前		收购后		净额变动 (万元)
	时间	净额(万元)	时间	净额(万元)	
西安民生	2003. 12. 31	12242. 63	2004. 12. 31	15612. 76	3370. 13
易食股份	2005. 12. 31	9798. 51	2006. 12. 31	12114. 85	2916. 34
SST 天海	2007. 12. 31	10540. 70	2008. 12. 31	6614. 32	—3926. 38
ST 筑信	2008. 12. 31	6342. 55	2009. 12. 31	9806. 15	3463. 60
渤海租赁	2010. 12. 31	14644. 54	2011. 09. 30	15919. 35	1274. 81
九龙山	2010. 12. 31	43257. 75	2011. 09. 30	24728. 98	—18528. 77

由上表可知：海航系上市子公司的收付款净额在被收购后称递增趋势。最后，由于西安民生及宝商集团均为上市公司，且为海航商业整合平台，海航必然通过关联交易获取资金来进行扩张并购。例如 04 年及 05 年期间，海南航空与西安民生共建的科航大厦在 2008 年以成本价 6 亿多元转让给海航集团，随后海航集团又在 12 月份将其 95% 股权以 17.28 亿元的总价转让给上市公司海南航空，海南航空因此在 2008 年爆出 14.24 亿元的亏损，而海航集团却扭亏为盈（当年盈利 9699 万元），并得以发行 28 亿元公司债券，拯救大新华航空上市失败的资金链断裂危机。

（2）主动出击，布局全国零售百货市场

2010 年 9 月，海航斥资近 9 亿，完成对上海第四大超市公司上海家得利的全资收购。家得利拥有综超和标超门店共 157 家，营业面积超过 15 万平米，完成收购后，海航商业又添一大主力，顺利进入华东市场。

2011 年 3 月，海航旗下民生家乐收购陕西三棵松超市，收购完成后，民生家乐门店数量将增至 37 家，年销售额近 10 亿。同时这也与西安民生 5 年规划——做强区域，走向全国。实现销售额 150 亿元，进入中国百货前五强相一致。

2011 年 4 月，海航商业收购天津国际广场，继续布局京津区域。2011 年 4 月 29 日，湖南省政府与海航集团签订战略合作框架，协议中海航商业将收购湖南家润多超过 80% 的股权及购宝乐商业 100% 股权，通过收购家润多超市，海航商业填补了华中市场业务空白，为海航商业布局全国迈出了坚实的一步。

(3) 地产发力，借壳 ST 筑信妙计出彩

2007 年 5 月，海航集团出资 17.5 亿成立海航置业，并将大英山机场 3000 亩土地储备及海口新城区开发建设有限公司划拨其旗下。2008 年，海航集团出资 12 亿成立海航地产，此后这两家公司进行专业分工：海航地产专注于岛内房产开发，而海航置业这专注于岛外地产开发，舞台更加广阔。海航置业成立三年来，每年复合增长率超过 100%，到 2010 年资产规模 317 亿，土地储备超过 3000 万平米，与同期万科、中海、碧桂园等房企不相上下。

2009 年 5 月 6 日，ST 筑信发布公告：公司控股股东天津大通及其一致行动人天津市艺豪科技发展有限公司与海航置业签订增资协议，公司的控股股东将由天津大通变更为新生地产，公司实际控制人将变更为海南航空股份有限公司工会委员会。至此，海航置业曲线借壳上市圆满成功。

海航成功控股 ST 筑信体现着海航集团资本运作的高超技能。最早海航集团本想通过收购天津大通所持有的 ST 筑信股份达到借壳目的，只是当时天津大通并不希望直接卖壳，因此拒绝了海航。随后海航提议由海航置业出资现金 4.213 亿元对其旗下全资子公司新生地产进行增资，而天津大通及其一致行动人艺豪科技分别以其持有的筑信 3972.25 万股、3000 万股分别作价 13028.99 万元、9840 万元对新生地产进行增资，分别占增资后总股本的 13.44%及 10.15%，而海航置业因持有新生地产 67.3%间接控股 ST 筑信，这样一方面能使海航达到快速借壳的目的，同时也解决了天津大通的利益问题，这一精妙的做法着实闪烁着海航集团资本运作高手们集体智慧的结晶。

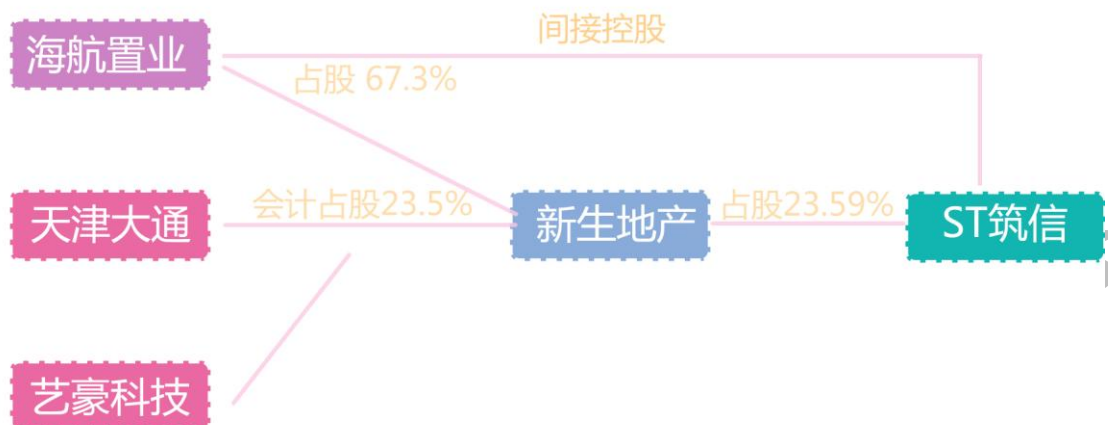


图4 海航借壳 ST 筑信示意图

(4) 盛名在外，门口的野蛮人空手而归

在事业板块不断扩张的海航集团除了布局卖场和房地产外，还将目光投向了日用品生产商——上海家化。上海家化前身是香港广生行，后通过兼并上海日用化学公司，家化集团正式成立。2001年，上海家化在上交所成功上市。从30年代的“双妹”、到属于历史经典的“友谊”，家化拥有“六神、美加净、家安、佰草集、清妃、高夫、珂珂”等诸多知名品牌。

2010年9月7日，上海市国资委在上海联合产权交易所公开挂牌方式出让家化集团100%股权。上海家化的股权受到众多资本青睐，其中包括鼎晖国际、中信资本、红杉资本等20多家机构的青睐，然而，上海家化严苛的出让条件，让很多“求婚者”望而却步。最后，三家背靠大集团的复星产业、海航商业和平浦投资横空而出。

戏剧性的是，海航集团是在挂牌结束前最后一刻突然杀出的。有家化集团知情人士透露：

“海航商业是10月10日下午，挂牌结束前最后一刻，向上海产权交易所递交申请材料的，事先没和我们有过任何沟通与前期尽职调查。”

这一看似草率的决定，其实已经包含了海航集团的深思熟虑。海航集团旗下

航空产业和物流产业，将为家化集团旗下产品提供坚固且密集的流通网络；家化集团的高端产品则有望与海航集团旗下酒店旅游资产定向对接，可以开拓更广泛的市场。更重要的是，海航集团一贯的扩张手法就是获得上市公司控股权后，将所控上市公司股权全部质押，以获得进一步扩张所需的资金。因此海航集团希望通过“门口的野蛮人”¹的方式，让上海家化的股东没有太多的时间去思考权衡，从而增加自己收购的胜算。

然而，积极扩张，资本运作的盛名在外，海航集团背后的小算盘还是被人看透，海航竞购家化集团股权的目的，就是将上海家化作为资本运作平台。

“如果海航集团获得上海家化股权，继续以其惯用的手法操作，则上海家化的权属构成将无法明确，变数太大，这与上海国资委改制上海家化的初衷不符。”

因此，对于海航集团的竞购，上海家化并不买账。2010年10月31日，上海家化发布公告，承诺如公司发展情况依然良好，经营活动产生的现金流量净额持续增长，除股权激励增发外，不提交其他任何形式的再融资方案（含票据及债券融资）。上海家化承诺三年内不募资，就是为了阻退海航竞购。

最终，家化集团还是选择与平安信托联手，海航集团功败垂成。

3.3 搭台唱戏，资本板块全面完善

除了频繁的资本运作，海航集团在2007年成立了专门的金融板块—海航资本。最初的海航资本更像是企业内部的投资银行，主要为实业提供服务。

“只能说做了一点与海航产业发展关系密切的小金融。”

海航集团执行总裁李先华表示，海航最初介入金融业是在2003年。当时，海航成立了自己的财务公司作为一个资金池，同时介入了部分保险经纪公司和信托公司，商业银行、证券公司等风险大的都没有进入。

后来，海航资本的独立性越来越强，并在传统的金融租赁业务之外，拿到了证券、基金、保险、银行、货币兑换、小额贷款等全金融牌照。

（1）敢为人先，借壳 ST 汇通注资渤海租赁

¹ “门口的野蛮人”被华尔街用来形容那些不怀好意的收购者。

2007年,商务部主管的内资试点融资租赁企业渤海租赁在天津保税区成立,注册资本1亿元。至2008年起海航资本为了借壳上市,陆续向其注入几十亿资金。在2009年末,经过6次连续注资的渤海租赁注册资本一度达到62.6亿,并于2010年初进行重大资产重组,5月末渤海租赁借壳 ST 汇通获得证监会审批通过,10月末更名为渤海租赁,同时也成为我国境内金融租赁行业第一个上市公司。

2010年12月初,也就是渤海租赁借壳成功不到两个月时间,渤海租赁拟通过其全资子公司天津渤海以现金加债务方式,全资收购海航香港100%的股权,交易价格为24.3亿元。其中16.5亿以现金方式支付,剩余7.8亿为海航集团及海航总部对海航香港的债务。渤海租赁成海航租赁系整合平台。

渤海租赁是在2011年5月获批重组,10月才挂牌更名。然而,就在,当年12月份其便发布公告,称公司将以现金16.5亿加承担债务的方式,全资购买海航香港100%股权,交易总价24.3亿,这难免让人怀疑海航有倒抽上市公司资金之嫌。其实渤海租赁购买香港海航资产原因有二:一是做大利润,海航集团在借壳上市曾经承诺2010至2012年经审计归属母公司利润不低于3亿、3.62亿和4.32亿,差额由海航置业补足,海航集团负连带责任。同时,渤海租赁近年利润部分由政府补贴构成,而预计2011年补贴将下降到7.58%,因此海航集团将优质资产海航香港注入渤海租赁,以做大会计利润。另一方面是,海航集团当时为推进渤海租赁借壳连续6次注资共计几十亿元,因此此次注入海航香港便可从上市公司中倒抽部分资金,以实现资产证券化。

作为融资租赁业唯一一家上市公司渤海租赁对海航集团的作用远不如如此,自渤海租赁借壳上市以来,海航资本先后将其股权进行质押融资数十次,至2013年1月,共质押渤海股份40.8%,占海航资本持有总股本的90.87%,通过信托募集资金约26亿。至此,我们不难发现渤海租赁在海航系中所起的作用,而这些资金大部分又进一步促进海航进行更多并购。

(2) 开疆辟土, 并购民安参股华安

2010年10月29日,经过20多天的竞价,海航集团旗下关联公司以15.413亿的价格获取民安财险的全部股权,此举为海航金融版图再下一城,同时也填补了财

险业务的空白。2011年6月，海航旗下海航资本与海航酒店控股以每股5元的价格成功购入华安财险19.643%，交易费用高达25亿，成为第二大股东。同时，海航此次参股仅作为财务投资，不参与公司日常经营，这进一步加强了海航保险市场的地位。

其实海航早在入主宝商集团是便间接持有了华安财险 6.45%的股份，正式步入保险业。而 2010 年海航系联合全资收购民安也将海航进军财险市场角逐的决心推向一个高潮，2011 年海航系入股华安，更是暴露其“野心”。其实海航进军财险市场一方面是看中了民安财险强大地潜力以及稳健的发展，同时这也是海航以低成本扩张，曲线进军财险市场，瓜分市场利润的最好时机。最后，若是民安或者华安未来经营稳当公开上市，那将为海航集团提供更大的资本运作平台。

（3）模式完善，收购安徽农商行

2012 年 12 月 16 日，陈锋在接受《证券市场周刊》的记者采访时，确认海航集团将收购一家位于安徽的农商行。此次如果安徽农商行投资成功，海航金融控股集团将得到进一步完善，银行板块也会得到加强，未来“产业+金融”的模式也将整合成形。

（4）高瞻远瞩，入主亿城股份

2013 年 8 月 6 日，停牌已达半月之久的亿城股份对外发布公告，公司控股股东乾通实业与海航资本正式签署《股份转让协议》，同意将其持有全部股份转让给海航资本，交易完成后，海航资本将成为公司最大股东，持股比例高达 19.98%。此次交易海航花费近 16 亿购买亿城股份 2.86 亿股，折价每股 5.63 元，收购溢价高达 105%，7 日亿城股份便开盘涨停。

公开资料显示，亿城股份主营业务是房地产开发及矿产开采等，同时年报还显示了亿城股份近三年来业绩并不理想：2010 年主营收入 30.74 亿，净利润 5.46 亿；2011 年主营收入下降至 21.56 亿，净利润为 3.62 亿；2012 年主营收入上升至 25.5 亿，但净利润进一步下滑至 3.21 亿。由下表可以看出亿城投资在公司经营方面（如 ROE 从 8.27%下降至 5.04%）表现得并不十分出色，甚至开始走向下滑。同时，公司主要盈利指标如营业利润率从 20.58%下降至 9.98%，这一系列数据表明亿城投资并非具有较强盈利能力的高增长公司。

表 3 亿城投资近年盈利指标及营运能力综合表

日期	毛利率	营业利润率	净利率	资产收益率	净资产收益率	总资产周转率
2012-3-31	51.24%	19.05%	12.71%	1.79%	2.78%	0.08%
2012-6-30	51.67%	20.58%	14.43%	3.52%	5.55%	0.14%
2012-9-30	45.50%	18.60%	13.22%	4.97%	7.76%	0.22%
2012-12-31	45.94%	17.51%	12.22%	5.25%	8.27%	0.24%
2013-3-31	41.32%	21.48%	21.23%	0.99%	2.24%	0.04%
2013-6-30	29.36%	13.96%	11.68%	2.34%	4.71%	0.14%
2013-9-30	28.86%	13.04%	10.70%	2.63%	4.77%	0.16%
2013-12-31	27.49%	9.98%	8.04%	2.95%	5.04%	0.22%

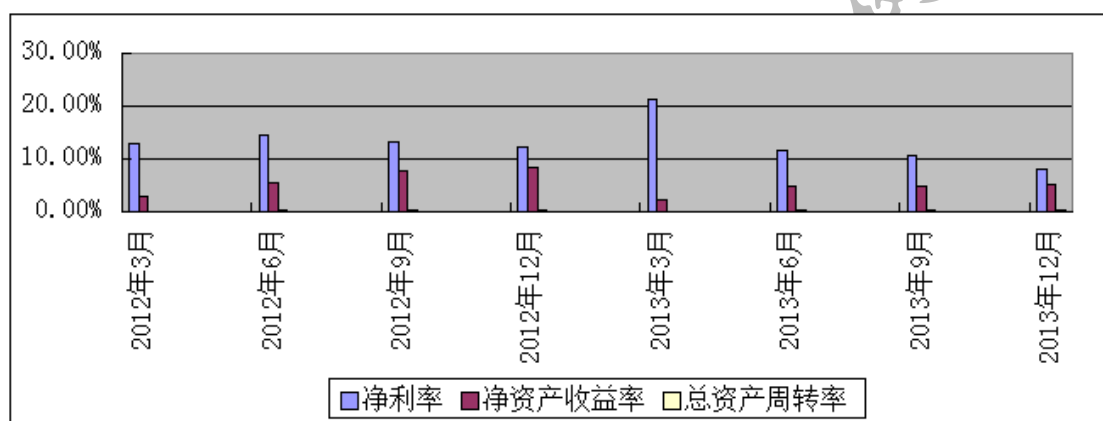


图 5 亿城投资近期营运指标及盈利指标的变化

为何此时海航集团出手接盘呢？资料显示亿城股份之前涉足页岩气开发，曾经溢价收购新疆一处矿产，而该矿产富含页岩气开发的必备原料陶粒支撑剂，且我国将要建立大型页岩气陶粒支撑剂重点实验室，那么此处矿产必为重点投资对象，因而此次海航收购可为一举三得：第一，可获得丰厚的经济效益，页岩气必为未来人类主要能源之一；第二，也可保证未来航空燃料的供给；第三，海航也可将集团内部资产注入亿城股份，将其打造成综合金融服务提供商。

3.4 连横合纵，旅业板块统筹兼顾

（1）整合提速，旅业集团合并酒店集团

海航酒店集团成立于 2000 年，2005 年完成产权与经营权分离，2006 年在港注册成功。2006 年底，酒店集团管理的酒店达 34 家，资产超过 50 亿，在 2007

年《HOTELS》¹评比中位列全球 71 位，国内第 3。然而成立不足一年半的海航旅业此时却以小吞大，并掉海航酒店，这也充分说明海航未来将多元化发展，做综合服务商。海航集团 2006 年将注册地移师香港更能窥探出海航欲将酒店集团打造成国际连锁酒店品牌的战略目标。而 2013 年成功并购西班牙酒店巨头 NH 酒店 20% 股权使海航酒店又向国际化更迈进一大步。

海航全力打造酒店产业一方面与海航要做“行、娱、吃、住、游”一体化综合服务商战略相一致。其次，酒店产业属于一次性投资而未来收入较为稳定的行业，这很符合海航多元化策略。再次，当全球经济复苏后，酒店产业将为海航带来可观现金流，这有进一步为海航进行并购提供稳定的资金保障。最后，酒店行业往往伴随着大量储备土地，一旦升值，将会是一笔不菲的收入。

(2) 借壳九龙山，打造旅游综合平台

2011 年 3 月，九龙山发公告称公司控股股东平湖九龙山及外资 B 股股东 Resort Property International Ltd. 将九龙山 A、B 股共计 29.9% 股权受让给海航置业，转让价为 13 亿。次后，海航高层又将九龙山划归海航旅业，并将其作为海航旗下旅游度假区开发与管理的整合平台。

实际上，海航当初借壳九龙山只是为了做旅游地产，后来高层为提升海航开发与管理旅游景区能力，而将九龙山划归给海航旅业，其中原因如下：一，做综合旅游业提供商是海航集团未来重点发展的一大目标，由表 4 可知九龙山的盈利指标如毛利率及净利率相对较高，且公司 ROE 也由 1.04% 逐渐攀升。另一方面，九龙山的经营现金流及投资现金流有较大波动，这两大特点正好使其成为海航旅业集团收购的重点对象，海航集团收购后通过系列资产重组便可逐步改善公司现金流，从而扩大企业价值，另外也可吸收九龙山优质资源，做强旅游板块。

¹ HOTELS 杂志是国际酒店与餐厅协会的会刊，创刊发行已经有 40 年，是全球酒店行业领导媒体，全面报道全球酒店行业的发展开发和商业运营等信息。2006 年开始出版 HOTELS 中文版，中文版将针对中国大陆和港澳地区的酒店行业进行全面报道，内容涉及酒店开发与融资、酒店开业经营和酒店日常经营。HOTELS 杂志每年公布酒店业内权威的《世界酒店（集团）300 强排行榜》，中文版将每年公布中国酒店业《中国酒店 100 强排行榜》，这部分群体收入占全球酒店行业总收入的 76%。

表 4 九龙山两年内核心财务指标表

日期	毛利率	营业利润率	净利率	资产收益率	净资产收益率
2010-3-31	10.63%	1688.45%	1144.70%	0.95%	1.04%
2010-6-30	23.18%	1424.20%	1046.05%	2.13%	2.51%
2010-9-30	1.86%	901.04%	652.96%	2.31%	2.36%
2010-12-31	26.63%	349.39%	78.29%	1.01%	0.64%
2011-3-31	55.26%	175.83%	130.84%	1.25%	1.53%
2011-6-30	48.28%	43.41%	37.44%	3.58%	5.37%
2011-9-30	45.14%	34.40%	30.73%	4.30%	6.36%
2011-12-31	46.34%	23.19%	18.50%	2.85%	4.15%

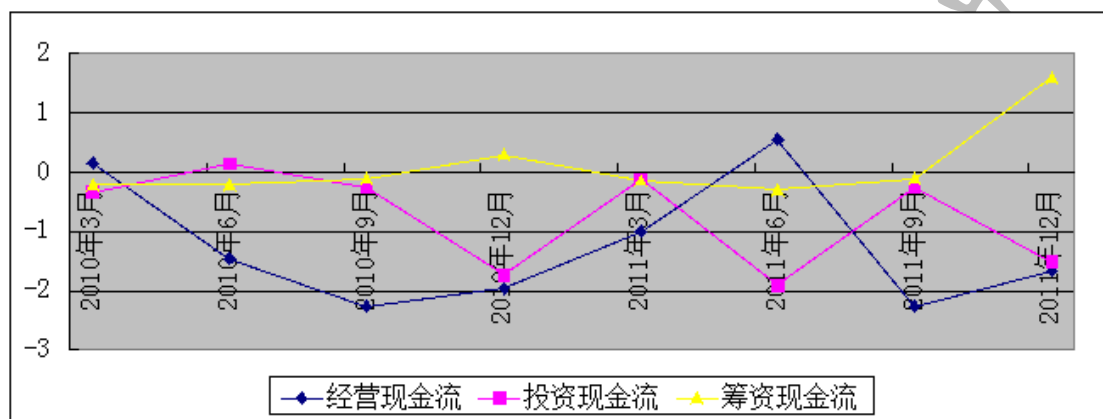


图 6 九龙山近两年现金流量变化趋势图

第二，旅游产业属于新兴产业，一旦我国居民可支配收入达到一定标准，该产业将呈现几何式增长，收入更是无法估量的。第三，九龙山原本是做景区旅游开发与综合管理的上市公司，公司具有先进的开发管理经验，如果海航旅业能充分利用，将是集团一大优势资源。

（3）海外并购，布局全球化旅游体系

2013年2月27日，西班牙NH酒店集团对外公告董事会正式批准向海航集团出售20%股权。这标志着海航集团对NH酒店集团股权竞购成功，并将一举跻身世界酒店行业领先地位。同时海航集团又向国际化迈进了一大步，并购完成后不仅提升海航酒店知名度，而且将为其带来先进的管理经验及客观的现金流量。

3.5 与时俱进，物流板块异军突起

2000-2011年中国物流业规模不断扩大，年均增长22.4%。2011年中国物流占服务业比重15.7%，占GDP比重6.8%。物流业快速发展，为中国经济发展提供了

快捷通畅的物流服务，成为经济发展的重要支撑力量。海航集团也抓住物流板块迅速崛起的契机，成立物流板块，进军物流行业掘金。

（1）审时度势，进军物流行业

2009年3月，大新华物流控股有限公司在上海注册成立，注册资本64亿，其前身即为海航集团于2004年成立的扬子江物流，只因当初海航物流网络并未建成，扬子江物流并无多大起色。同年10月，海航集团以现金加订单的方式出资50亿，一举购入金海重工50%的股份，成为其控股股东，从而为海航进军海运做好了铺垫。最初，海航集团成立大新华物流只是为了获取整个物流体系中的高额利润，因为海航发现做航空板块物流利润几乎很少，而利润大头集中在终端物流商及地面物流，进而成立扬子江物流，也就是大新华物流的前身。其二，海航集团想借助行业洗牌契机，探索海陆空现代物流创新模式，打造海陆空一体化综合物流供应商。收购金海重工是为了拓展远洋海运，同时利用浙江等地打造现代化综合物流体系。而大新华物流收购天天快递、控股元智捷诚更是为了提升大新华物流陆运实力；另一方面，由于我国快递行业刚进入快速发展期，国内基本没有一家上市的快递公司，因此海航集团通过大规模并购并进行资产重组可再造一上市平台，从而为海航并购“造血”。

（2）推陈出新，重组 ST 天海

2006年，海航集团同天海集团签署协议，天海集团拟将所持 SST 天海的18408.852万股（占 SST 天海股份总数的37.37%），以初定2亿元的价格，全部转让给海航集团，同时海航集团承担天海集团及 ST 天海相关债务6.62亿元，同时海航集团将获得天海集团所属的部分建筑及土地。2013年6月4日，天海股改复牌，公司以债务豁免所形成的4亿元资本公积金定向转增4亿股，其中，向全体 A 股流通股东每10股定向转增12.9162股，共计13392.73万股；向大股东大新华物流控股和全体 B 股流通股东每10股定向转增8.1194股，共计26607.27万股，这场历时7年的股改终于完成。

海航重组 ST 天海，一是为了获取天海壳资源，为之后大新华物流注资或整体上市做铺垫。二是获取天海集团部分建筑及储备土地，而土地是海航集团最看重的也是最具升值潜力的不动产。三则是拉拢地方政府，获取政府补贴及税收减

免优惠。例如 2008 年大新华航空上市失败面临资金断裂危机，天津滨海新区政府立即注资 5 亿海航旗下公司，帮助抵御风险。

（3）再次起航，并购海外物流巨头

2011年10月，海航集团宣布以10.5亿美元价格正式完成对 GE SEACO 公司 100%股权收购，从而正式进军全球航运市场。据了解，GE SeaCo 由 GE 与 SeaCo 公司按照5：5 的比例合资成立，是全球第五大集装箱租赁公司，拥有并管理着超过130 万 TEU 的标准集装箱，其集装箱出租率、回报率均处于行业领先地位。海航在全球市场低迷期购入 GE Seaco 公司是为了低价收购优质资产，以较低成本快速布局去求物流体系。并购完成后，海航集团将借助 GE Seaco 公司商业模式及管理经验，迅速完成全球物流网络铺设及战略布局。

4 展望未来，奋斗不息（海航未来资本运作计划）

陈峰的思绪随着潮汐慢慢勾回，往昔的厉兵秣马铸造了脚下的海航集团帝国，然而比大地更开阔的是海洋，比海洋更广阔的是天空，比天空更广阔的是梦想。对于未来，陈峰和海航集团充满梦想，满怀信心。

2015 年初春，一份海航内部资料表明，海航正在执行一项“超级 X 计划”，即“2015 年以 6000 亿元进入世界前 100 强，2020 年 1.3 万亿元进入世界 20-30 强，2025 年以 1.6 万亿元进入世界前 10 强”。

陈峰表示，海航传统的跑马圈地式粗放型管理模式，要向世界级的企业管理转型。

我们给海航确立了一个“十二五”规划，海航集团将成为一个世界级的企业：

第一，未来 5 年，海航集团要实现收入近万亿，海航集团将成为继中石油、中石化、国家电网之后的第四家万亿企业；第二，世界级的企业管理方式转型；第三，塑造社会责任感，海航要实现中国“商道”文化精神。

（案例正文字数：19889）

The Way of HNA Capital Operation

(School of Economics and Business Administration, Chongqing, China,
400030)

Abstract: This case is to cooperate with finance related courses in the capital operation mode, the content is to guide master of finance understand and grasp the concept of capital operation, characteristics and main ways. This case describes and analyzes the HNA capital operation of the process and effect for more than twenty years, mainly including joint-stock companies, overseas financing, stock issuance and listing, merger and reorganization and five big bank financing capital works. The case covers HNA's three decisive questions. One, how to locate HNA various stages of the capital operation mode? Two, how to analyze different stages HNA capital operation for inside and outside? Three, how to choose the different situation of HNA Group optimal capital operation in different stages?

In the case of HNA Group, formerly known as Hainan airlines. HNA Group in 2000. menstrual State Administration for Industry and Commerce approved the establishment, the aviation industry is main body, covering air transport industry, tourism services, airport management, logistics, hotel management, financial services, real estate, retail trade, catering and other related industries. HNA Group for professional industrial management pattern in the industry. Since two decades ago, HNA business territory develops from the South Sea Pearl to the initial global layout, the total assets is nearly 480billion Yuan, holding 10 listing Corporation, in 2014 HNA achieved revenues of over 130billion Yuan, providing more than 110thousand jobs for the community. At present, HNA has been the top 4 among the Chinese aviation industry, 120th of the top 500 Chinese enterprises, , is stride forward to the world 500 strong enterprises. HNA

Group, the business territory can be roughly divided into five parts, aviation, industrial capital, tourism, logistics.

Key words: HNA group; Capital operation; Overseas financing; Merger Acquisition

中国金融专业学位案例中心

案例正文附件

附录 1 海航集团 LOGO



附录 2 海航集团望海国际广场











附录 3 海南航空 LOGO




附录 4 西安民生 LOGO/宝商集团会员卡



附录 5 海航航空旗下航空公司

 <p>海南航空 HAINAN AIRLINES</p> <p>海南航空股份有限公司</p> <p>www.hnair.com Tel: 0898-66739801 Fax: 0898-68875305</p> <p>了解详情</p>	 <p>天津航空 Tianjin Airlines</p> <p>天津航空有限责任公司</p> <p>www.tianjin-air.com Tel: 022-58208888 Fax: 022-58208899</p> <p>了解详情</p>	 <p>HONGKONG AIRLINES 香港航空</p> <p>香港航空有限公司</p> <p>www.hkairlines.com Tel: 852-31511800 Fax: 852-31511838</p> <p>了解详情</p>	 <p>Lucky Air 祥鹏航空</p> <p>祥鹏航空</p> <p>www.luckyair.net Tel: 871-67128306 Fax: 871-68098598</p> <p>了解详情</p>
 <p>West Air 西部航空</p> <p>西部航空有限责任公司</p> <p>www.chinawestair.com Tel: 023-86068888 Fax: 023-86799629</p> <p>了解详情</p>	 <p>HK Express 屬於香港的低成本航空</p> <p>香港快运航空有限公司</p> <p>hkexpress.com Tel: 852-3902-0288 Fax: 852-3151-1801</p> <p>了解详情</p>	 <p>大新华航空 GRAND CHINA</p> <p>大新华航空有限公司</p> <p>www.hnair.com Tel: 950718</p>	 <p>Urumqi Air 乌鲁木齐航空</p> <p>乌鲁木齐航空有限责任公司</p> <p>www.urumqi-air.com Tel: 95071059 Fax: 0991-3809293</p> <p>了解详情</p>



myCARGO

www.mycargo.aero

Tel: 090-216-5881020

了解详情



HNA Technik

海航航空技术有限公司

gca-technik.hnair.com

Tel: 0898-65756766

了解详情



海航货运

HNA CARGO


海航货运有限公司

www.hnacargo.com

Tel: 0898-66281765

Fax: 0898-66258841

了解详情



myTECHNIC

AIRCRAFT MRO SERVICES


myTECHNIC

www.mrotechnic.com

Tel: 090-216-5880570

Fax: 090-216-5880572

了解详情



海航航校

HNA AVIATION ACADEMY

海南航空学校有限责任公司

www.hnaa.net.cn

Tel: 717-6532919

Fax: 717-6532885

了解详情




AIAA

AIRCRAFT INTERNATIONAL ASSOCIATION FOR L&R

澳大利亚国际航空学校有限公司

Tel: 612-6584-0484

了解详情



GX Airlines


北部湾航空

广西北部湾航空有限责任公司

www.gxairlines.com

Tel: 95071111

了解详情



海航销售

HNA SALES

海南海航航空销售有限公司

www.airshop.com.cn

Tel: 0898-68875473

Fax: 0898-65319852

了解详情

附录 6 海航集团巧计借壳 ST 筑信后股权结构图



附录 7 海航集团与中信银行在海口签署战略合作协议



附录 8 在习主席陪同下，海航集团天津航空订购 20 架巴航工业 E190 系列飞机



附录 9 海航已关停内部 200 家小企业

2011 年岁末，总资产三千亿的海航集团新闻不断。“海航传统的跑马圈地式粗放型的管理模式，向世界级的企业管理转型。”2011 年 12 月 31 日，海航集团董事长陈峰表示，在全球宏观经济萎靡情况下，海航已做好“过冬”准备，早在今年 7 月就关停了集团内部 200 家小企业。与此同时，从 2008 年大举并购的海航，悄然发生变化。

万亿资产目标

《21 世纪》：海航集团 2011 年业绩如何？

陈峰：截至 2011 年 12 月 31 日，海航集团总资产 3000 亿，收入 1200 亿，员工 10 万人。我们给海航确立了一个“十二五”规划，海航集团将成为一个世界级的企业：第一，未来 5 年，海航集团要实现收入近

万亿，海航集团将成为继中石油、中石化、国家电网之后的第四家万亿企业；第二，世界级的企业管理方式转型；第三，塑造社会责任感，海航要实现中国“商道”文化精神。

《21 世纪》：海航发展模式如何？为何不断收购上市公司？

陈峰：海航集团坚定不移的发展实业，以现代服务产业为发展方向。主业是航空业，包括与此相关的“吃、住、行、游、乐、娱”，这个基本围绕航空业，拉大产业链。

为什么要这样呢？因为航空业好年景，收益高，坏年景，巨额亏损；所以海航必须发展旅游、物流等产业。这些都是以实业发展为基础，但是实业发展需要投资，需要融资，同时需要资本市场的支持。所以航海、实业、金融、资本市场，构成海航发展的产业链条，独特的商业发展模式。

海航做资本市场，是为了发展实业；海航发展金融业，现代资本市场的金融手段，必须以实业为基础，相互促进，共同发展。海航集团负债率低于 80%，海南航空的负债率更低，海航集团的负债是健康的，海航集团的经营收入 1200 亿，现金流好。

200 家：关停企业调整转型

关闭战略意义的小企业。此外，对项目的清理和对闲置资产的处置，海航实现增收节支逾 40 亿。关于海航集团最近的调整转型，我们内部叫做“关、停、诊”这基于三个基本考虑：

其一，2012 年全球经济“寒风凛凛”，现在欧洲的主权债务危机，与 2008 年的经济危机是同一个问题，“大变局大动荡”的将持续开始。危机来了，我们要做好准备。

其二，海航传统的“跑马圈地”式粗放型的管理模式，向世界级的企业管理架构转型。2008 年金融危机以后，海航集团并购的速度很快，这些收购的资产，我们需要精耕细作。头 3 年，我们是跑马圈地式的并购，以后我们就不是这样的。今年我们收购世界级的企业 GE SeaCo，10.5 亿美元，过去管的是小企业，现在管理的是世界级的企业。

其三，我们在积蓄能量，准备新的发展。我们在今年 6 月以后，200

家缺乏盈利而且不具有战略意义的小企业。2011年，我们的调整转型，取得了良好的成绩。

海航作为大公司，小的项目不做了，我们以后做产业整合的事情，做大公司该做的事情，以后海航只吃大项目，不吃小项目，开始成功的转型。

（——摘自：21世纪经济报道，2012年）

中国金融专业学位案例中心