

门口的野蛮人？——万宝股权争夺战¹

案例正文：

摘要：本案例主要适用于《公司金融》和《企业并购》课程。案例以 2015 年 7 月开始的万科和宝能股权争夺事件为主要线索，首先回顾了万科和宝能股权争夺“历史事件”，然后阐述宝能通过各种渠道筹集资金并通过子公司钜盛华和前海人寿购买万科的股权成为其第一大股东，同时分析了其他入局者安邦和华润的动态及在股权之争中的地位；紧接着描述了万科通过停牌、拟定向增发、合纵连横、施加舆论压力等方式进行反击；最后分析了截至目前万宝之争的现状和发展趋势。本案例旨在引导学生通过万宝的股权争夺战了解企业的股权结构，并进一步思考各企业股权结构与公司治理的相互关系。

关键词：万科；宝能；筹集资金；股权结构；公司治理

0 引言

2016 年初，北京正在经受一场始料未及的强寒流，但一座五星级酒店的意大利餐厅内却很温暖。万科老总王石选了个背对人群的位置，泰然拉开椅子。餐厅服务员毕恭毕敬地站在桌边，雪白的毛巾搭在臂上。王石看看菜单，点了西班牙火腿，并礼貌地要求配上菜单里没有的哈密瓜。然后转过头和坐在对面的记者

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汪辰媚、廖颢、高昱共同编写。作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。未经允许，本案例的所有部分都不能以任何方式与手段擅自复制或传播。

2. 本案例授权全国金融专业学位案例中心使用，全国金融专业学位案例中心享有复制权、修改权、发表权、发行权、信息网络传播权、改编权、汇编权和翻译权。

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。

5. “门口的野蛮人”指华尔街通常用来形容那些不怀好意的收购者。

聊起天来。

几个月前，王石还在英国，他海外访学路线的第二站。作为中国最有名的房地产商人之一，王石的游学计划始于 2011 年的哈佛大学，随后是剑桥，接下来他打算去耶路撒冷和伊斯坦布尔，这个计划最早也要到 2017 年才能完成。他的路线自西向东；方向则从商业到文化，最终进入他感兴趣的伊斯兰历史、宗教与哲学。

在剑桥，王石的访学方向是“犹太东亚史”，两位导师一个是英国人，一个是日本人。每周他与导师见面讨论一次，平时拿着导师开的书单去图书馆借书读书。这个课题延伸自哈佛两年多的学习。他认为，了解西方资本主义思想，更多的破题是从宗教开始的。和在哈佛一样，王石最终将在剑桥停留的时间从原计划的一年延长到了两年。

但 2015 年夏天，来自国内的消息中断了剑桥的宁静。这年 8 月，他回到中国，在朋友冯仑的办公室，王石和宝能集团董事长姚振华长谈了四个小时。那是他们第一次见面。姚振华表达了对王石的欣赏，但王石明确表示：“不欢迎。”

到了这年 12 月初，一则“万科第一大股东易主”的消息开始传开：“宝能系”通过钜盛华、前海人寿等“一致行动人”，在二级市场连续举牌，超越华润集团，成为万科企业股份有限公司的第一大股东。“万宝之争”迅速演变成最热门的财经话题。

事情刚刚过去十几天。在北京这间温暖的餐厅里，他穿着一件黑色的高领薄毛衣，那种类似军人的表情提醒人们，也许他正面临人生中最大的一场事业挑战……

1 背景简介

1.1 王石和万科

王石，万科企业股份有限公司创始人，1984 年组建万科前身深圳现代科教仪器展销中心。1988 年起任公司董事长兼总经理，直至 1999 年不再兼任公司总经理，但一直是万科的精神领袖。现任集团董事会主席，兼任中国房地产协会常务理事、中国房地产协会城市住宅开发委员会副主任委员、深圳市房地产协会副会长，深圳市总商会副会长等职。他是中国商界的标杆式人物——创立企业，稀

释股权，以职业经理人为理想，又以登山、极限运动、出书在人们心中留下深刻印象。

万科企业股份有限公司成立于 1984 年 5 月，总部设在广东深圳。1988 年进入房地产行业，是目前中国最大的专业住宅开发企业。1991 年成为证券交易所第二家上市公司，持续增长的业绩以及规范透明的公司治理结构，使公司赢得了投资者的广泛认可，是股市里的代表性地产蓝筹股。

表 1 为宝能系展开大举收购万科之前的万科 A 股主要股东持股比例。从 2000 年王石引入华润集团²作为万科第一大股东后，华润与万科一直合作默契，多年来华润仅扮演财务投资者的角色，对管理层日常事务并不干涉，截至 2015 年 6 月华润持有万科股份 14.89%。第二大股东为 HKSCC NOMINEES LIMITED³持股比例为 11.9%。其他主要股东持股比例相对较小。

表 1 万科 A 股主要股东持股比例

编号	股东名称	股东性质	持股数量(股)	持股比例(%)
1	<u>华润股份有限公司</u>	国有法人	<u>1645490000</u>	<u>14.89</u>
2	<u>HKSCC NOMINEES LIMITED</u>	外资股东	<u>1314930000</u>	<u>11.9</u>
3	<u>国信证券-工商银行-国信金鹏分级 1 号集合资产管理计划</u>	其他	<u>456993000</u>	<u>4.14</u>
4	<u>GIC PRIVATE LIMITED</u>	其他	<u>151921000</u>	<u>1.38</u>
5	<u>刘元生</u>	其他	<u>133791000</u>	<u>1.21</u>
6	<u>MERRILL LYNCH INTERNATIONAL</u>	其他	<u>124049000</u>	<u>1.12</u>
7	<u>中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002 深</u>	其他	<u>95999700</u>	<u>0.87</u>
8	<u>万科企业股份有限公司工会委员会</u>	其他	<u>67168500</u>	<u>0.61</u>
9	<u>中国人寿保险(集团)公司-传统-普通保险产品</u>	其他	<u>63399900</u>	<u>0.57</u>
10	<u>UBS AG</u>	其他	<u>59198600</u>	<u>0.54</u>
合计				37.23

尽管万科的管理层不是控股股东，但是可以通过顶层制度的设计实现对公司

² 全称“华润（集团）有限公司”（以下均简称华润），是一家在香港注册和运营的多元化控股企业集团，其前身是1938年于香港成立的“联和行”。2003年归属国务院国有资产监督管理委员会直接管理，被列为国有重点骨干企业。

³ HKSCC NOMINEES LIMITED：香港中央结算有限公司（Hong Kong Securities Clearing Company Ltd. (HKSCC)）经营香港的中央结算及交收系统，乃认可的结算机构。香港中央结算有限公司是港交所全资附属公司。

的掌控。王石曾表示，“万科一直是股权高度分散的企业，万科多年以来已经适应了这种股权结构，万科的管理层有积极的发言权。”

2010 年万科开始正式进入商业地产，多地成立商业管理公司，2011 年正式宣布三大产品线。2015 年，万科累计实现销售面积 2067.1 万平方米，同比增长 14.43%；销售金额 2614.7 亿元，同比增长 21.54%。就目前房企公布业绩来看，万科继续稳坐“一哥”宝座。

经过多年努力，万科确立了在住宅行业的竞争优势：“万科”成为行业第一个中国驰名商标，旗下“四季花城”、“城市花园”、“金色家园”等品牌得到各地消费者的接受和喜爱；公司研发的“情景花园洋房”是中国住宅行业第一个专利产品和第一项发明专利；公司物业服务通过全国首批 ISO9002 质量体系认证；公司创立的万客会是住宅行业的第一个客户关系组织。同时也是国内第一家聘请第三方机构，每年进行全方位客户满意度调查的房地产企业。

公司在发展过程中先后入选《福布斯》“全球 200 家最佳中小企业”、“亚洲最佳小企业 200 强”、“亚洲最优 50 大上市公司”排行榜；多次获得《投资者关系》等国际权威媒体评出的最佳公司治理、最佳投资者关系等奖项。

1.2 姚振华和宝能系

姚振华，深圳市宝能投资集团董事长。早年靠卖蔬菜起家，几十年间，就将其掌舵的“宝能系”发展成集地产、保险、物流、小额贷款、教育、医疗、农业等众多产业的庞大而神秘的商业帝国。曾任广东潮联会名誉会长、广东省政协常委，并与王石一起成为《特区拓荒牛 卅载竞风流》4 上榜人物。（见附录 1）

宝能系是以宝能集团为中心的资本集团。深圳市宝能投资集团有限公司，是宝能系的核心。宝能集团成立于 2000 年 3 月 23 日，注册资本 3 亿元，姚振华是其唯一的股东，持股比例为 100%。集团旗下包括金融业、地产业、商业运营、现代物流、文化旅游、民生产业等六大板块，下辖宝能地产、前海人寿、钜盛华、广东云信资信评估、粤商小额贷款、深业物流、创邦集团、深圳建业、深圳宝时惠电子商务、深圳民鲜农产品多家子公司。宝能集团在资本市场还控股宝诚股份，同时是深振业 A 的第二大股东。

⁴ 《深圳特区报》专题栏目，排名前 30 位的深圳地产行业领军人物。



图1 宝能集团涉足领域

宝能集团董事长姚振华通过宝能集团及宝能控股(中国)有限公司控制下属核心企业。其中，宝能集团旗下参控股公司就有40多家，加上宝能控股旗下的31家核心企业，宝能系家谱中至少有70多家公司。仅宝能集团直接控股公司就多达18家，其旗下注册资金最多的即为钜盛华，钜盛华参控股的企业多达15家，前海人寿是其中之一。而钜盛华和前海人寿是本案例中宝能争夺万科股权的两名主要战将。

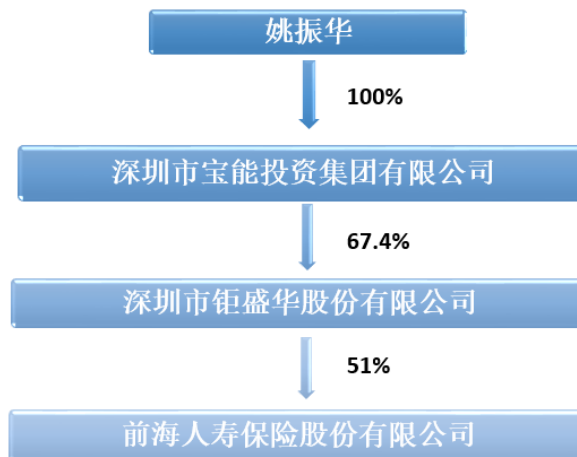


图2 宝能与钜盛华、前海人寿股权结构

作为宝能系的金融平台，前海人寿51%股权由钜盛华持有，而钜盛华则有67.4%的股权被宝能集团所持。前海人寿的其他股东，包括深圳市深粤控股有限公司、深圳粤商物流有限公司等绝大部分皆为宝能系成员。

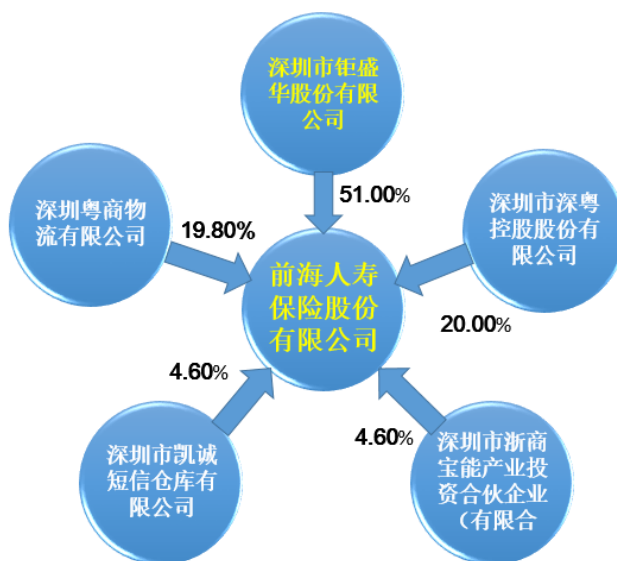


图3 前海人寿主要股东关系图

作为保险界的一匹黑马，前海人寿是宝能系大量投资的主要筹码。前海人寿2011年9月获准筹备。2012年2月获得保监会批准成立，2013年度规模保费就突破百亿元，达143.1亿元，在全国人身险公司中排名第13位。2014年达到348亿元。2015年前十个月，前海人寿保费规模已达618亿元。前海人寿2014年公开宣称的目标是，当年(规模)保费达500亿元左右，2015年目标1000亿元。

2 万宝前世今生战绩

2.1 万科枭雄史——君万之争

1993年5月28日，万科成功发行B股，当年6月旋起宏观调控之风。此后，万科挟资金优势，攻城略地，地产项目如雨后春笋般发展起来：上海万科城市花园首批业主入主，上海万科广场、深圳荔景大厦竣工；青岛银都花园预售超过预期；北京万科城市花园消费者热捧；天津万科中心顺利发售；鞍山东源大厦封顶，沈阳城市花园开工，深圳海神广场破土。一切都在不确定的摇摆中寻找着平衡，一切都在机会主义中进行着取舍，无序中寻求有序：公司的地产项目和投资比重稳定上升。

然而，正如美国一本写华尔街80年代一桩著名并购案的图书《门口的野蛮人》中，将风险投资家比喻为站在上市公司门口的野蛮人那样。进入1994年，一群野蛮人已在万科不知不觉间守候多时，万科董事长竟浑然不觉。

刚成立不久的君安证券本想通过承销万科 B 股来“大展宏图”，不料因推销不力，手中压了 1000 万股，当时成本价 12 元，而市价只有 9 元，净亏损值达 3000 万元。无奈之下，君安走上了自救之路，企图通过炒作改组新闻、抬拉股价乘机出货减少亏损，并夺取公司控制权。（见附录 2）

1994 年 3 月 30 日下午 3 点，君安证券召开新闻发布会，正式提出对万科的意见，并通读了由四名股东支持发起的《告万科企业股份有限公司全体股东书》，其中提出，万科的产业结构“分散了公司的资源和管理层的经营重心”，已经不能适应现代市场竞争。君安证券等股东要求对万科业务、管理层进行重组，并推荐 8-10 位董事候选人进入董事会。很明显，这是一场精心策划和准备的“逼宫”。

万科紧急停牌三天，在联系各方大股东争取支持的同时，查出了对手开“老鼠仓”的形迹，寻得对手软肋所在，万科随后向证监部门举证。证监会随后派专人南下深圳调查。这场直奔万科管理层而来的争夺战，以君安一方放弃改组而告终。

万科内部似乎流传过这种说法：“君万之争”——万科的“遵义会议”。君万之争后，胜败两方的发展道路截然不同，1999 年，张国庆因君安证券内部情东窗事发而被检察机关羁押；2003 年 5 月，王石登上了地球之巅……

然而，在涉险过关后，万科并未因此而改变持股过于分散的股权结构。王石在自传中甚至还写道，万科的股权分散程度在中国证券市场中是少见的。1993 到 1997 年，最大股东持股比例始终没有超过 9%，1998 年前 10 名股东持股比例总共为 23.95%，是一个典型的大众持股公司。也正是王石的这份过度自信，使得 20 年后又招来“野蛮人”的入侵。

2.2 宝能“围猎”史——三举深振业

“宝能系”之凶猛在于“不打招呼就进门，而且无视主人是谁”。在前海人寿成立以前，宝能系就曾经在 A 股掀起过波浪。

2010 年 6 月，宝能系通过钜盛华和银通投资开始在二级市场向深振业的控制权发起攻击，当时，银通投资的唯一股东为姚建辉，与姚振华是兄弟关系。

2010 年 7 月，深振业第一次发布《简式权益变动报告书》，披露钜盛华和银通投资已经持有深振业 5% 的股权，成为公司第二大股东。公开信息显示：深振业的股权在 2010 年 6-7 月间被频繁进出，大笔买入、小笔卖出。

而这与宝能系通过钜盛华和前海人寿举牌万科的初期打法极为相似，在万科 2015 年 7 月份首次发布的《简式权益变动报告书》上可以看到，打头阵的前海人寿在 2015 年 1~7 月份之间，也是频繁倒腾万科，依旧是大笔买入、小笔卖出。

受举牌影响，深振业股价波动，各路游资聚集其中，随后深振业第一大股东深圳国资委开始警觉，携巨资猛烈反击，由此拉开了一场长达 3 年的股权争夺战。在深振业股价波动期间，深圳市国资委阵营火速入手深振业，由此使得深圳市国资阵营持股比例提升到 27.06%。

当然，宝能系也没闲着，在此期间借力钜盛华继续增持，宝能系阵营合计持股比例一度增至 7.34%。

双方缠斗升级，令深振业的股价被急速抬升，尤其是从 2010 年 7 月 16 日到 7 月 29 日股价表现尤其强劲，短短 9 个交易日深振业收盘价从 5.6 元涨到 9.45 元，累计涨幅接近 70%。

但这似乎并没完，2010 年 12 月底，深振业披露，宝能阵营再次举牌，钜盛华和银通投资于 2010 年 11 月、2010 年 12 月多次买入深振业，合计持股比例已经达到 10%。之后，深圳国资委再次反击，进一步增持，截至 2010 年年末，深圳国资委阵营持股比例已经达 29.05%。

有媒体报道称，宝能系当时回应称“之前举牌深振业 A 主要是从投资角度考虑。”而这和前海人寿举牌万科时的说辞如出一辙。

2012 年 3 月，钜盛华第三次举牌，增持深振业，并且还叫来了一个新同伴——华利通投资一起玩，截至 2012 年 3 月，宝能系阵营对深振业的持股比例已经达到 15%。此时，深圳国资委已经“忍无可忍”，在此后的增持公告中，毫无隐晦地表示，增持的目的为维护深圳市国资委对深振业的控股权。

最终，在双方展开激烈争斗之后，宝能系在深振业 A 获得 3 个董事会席位。当前，宝能系已经清空了深振业股票。可见，宝能系在资本运作功力之深厚。

此后，宝能系继续在二级市场上大举“捕猎”了多家上市公司，总投入超过 500 亿。2014 年以来，利用钜盛华、前海人寿两大核心平台，宝能系通过举牌或参与定增入股的上市公司包括华侨城、中炬高新、韶能股份、明星电力、南宁百货、合肥百货、南玻 A 等。



图4 宝能系对部分上市公司的持股比例

3 推演终有时，战场见厮杀

“几年前王石经历过这么一次收购，他当时赢了，他认为以后还是这样，但是他忘了三十年河东三十年河西，今日的资本市场已经不是原来的资本市场。”

——复旦大学教授李若山

2015年6月15日-2015年8月26日，股票市场连续52天下跌2368点，跌幅43%，出现千股跌停的“盛况”，市值蒸发24万亿。2015年6月27日，中国人民银行宣布降准降息积极救市。2015年7月8日，保监会发布《提高保险资金投资蓝筹的通知》，放宽保险资金投资蓝筹股票监管比例。宝能系抓住时机，通过前海人寿购入万科股份，拉开了万宝之争的序幕……

3.1 明修栈道，暗度陈仓——宝能战前扩充装备

3.1.1 资本投入

钜盛华从2014年起，实收资本大幅度的飙升，使得股本从13.1亿元扩充到101亿元，使得钜盛华的资产负债表出现了突变。截至2015年10月，宝能集团为钜盛华注入了约150亿的实收资本，而从钜盛华的现金流量表来看，2014年及2015年1-10月“吸收投资所收到的现金”仅为73.5亿元。

表 2 2012-2015 年（10 月）钜盛华吸收投资所收到的现金

单位：元

项目	2015 年 1-10 月	2014 年度	2013 年度	2012 年度
吸收投资所收到的现金	1,800,000,000.00	5,550,000,000.00	327,194,480.00	340,000,000.00

那宝能是以何物作为资本注入的呢？答案是：在开发的商业城。2014 年钜盛华的账面存货高达 142 亿，同比增加了 130 亿，那么这个金额就和 150 亿很接近了。为什么说这个存货是商业城，而不是住宅楼呢？因为 2015 年 10 月的时候这笔存货被结转了，不是售卖了，因为 2015 年前 10 个月钜盛华的收入只有 4.2 亿元。2015 年 10 月的投资性房地产从 26 亿猛增到 188 亿，新增的 162 亿从哪里来？主要是 2014 年的 140 亿存货结转而来。

表 3 2012-2014 年各年年末及 2015 年 10 月 31 日合并资产负债表局部资料

单位：元

项目	2015 年 12 月 31 日	2014 年 12 月 31 日	2013 年 12 月 31 日	2012 年 12 月 31 日
流动资产：				
货币资金	2,226,003,489.23	323,481,724.78	205,095,632.18	577,567,541.42
应收账款	37,311,333.75	36,994,103.19	16,704,755.89	13,804,271.22
预付款项	6,114,003,941.89	1,915,129,440.23	950,674,383.64	185,831,904.70
应收利息	163,720,233.27	173,080,455.28	155,554,339.02	150,669,342.08
其他应收款	10,202,741,664.57	3,771,761,866.50	1,733,517,079.54	3,252,027,475.20
存货	158,396,694.71	14,236,390,102.77	1,172,683,860.73	533,867,022.46
发放的短期贷款及委托贷款		3,492,826,749.44	229,485,184.43	208,345,440.00

投资性房地产一般都是对外出租的房地产，根据宝能集团的业务情况来看，只能是商业地产项目了。但是哪个项目能有 162 亿这么大呢？从钜盛华 2014 年的增资历程来看，一共增资了 6 次，每次金额大小不一，说明这 162 亿的项目不是某个单一的大项目，而是 6 个项目分别注进来的。平均来看，每个项目 27 亿左右，比较符合常理。同理，2015 年 10 月 31 日公司又被注资了 20 亿，也是宝能在 2015 年把以商业地产项目作为资本注入到钜盛华形成的。

3.1.2 外部借款

宝能集团通过实物注资可谓是一举多得，一方面做大了钜盛华的资产，为其方便融资打下了伏笔。另一方面，自己不用掏现金出来。钜盛华拿了这个项目之后，将手中的投资性房地产连同前海人寿的股权，拿去找金融机构抵押借款，2015年10月31日长短期借款合计较2014年底增加了106亿元。

钜盛华除了找金融机构借钱，还找关联方借了不少钱。2015年10月末其他应付款飙升到112亿，增加了95亿。总的来看钜盛华找关联方或第三方融资了95亿，至于关联方或第三方怎会有能力给他提供31亿的现金呢？后面会提到这是靠抵押融资以及杠杆融资弄来的资金。

表4 2012-2014年各年年末及2015年10月31日合并资产负债表局部资料

单位：元

项目	2015年12月31日	2014年12月31日	2013年12月31日	2012年12月31日
其他应收款	10,202,741,664.57	3,771,761,866.50	1,733,517,079.54	3,252,027,475.20
其他应付款	11,218,901,673.54	1,677,129,566.82	1,627,642,888.49	1,717,267,850.34

净效果是钜盛华最终向关联方或第三方净融资31亿。加上他找银行借贷的131亿元，公司融资额达到了162亿元。

3.1.3 质押融资

通过资本投入和外部借款，钜盛华拿到了200多亿元现金，钜盛华把这个钱花到哪里去了呢？从2015年1-10月的现金流量表我们可以看到，钜盛华投资及其他与投资相关的活动支付的现金合计约180亿元。而从2015年10月31日的资产负债表我们，可进行以下分析：

首先钜盛华可供出售金融资产增加了83亿元，其中包含华侨城、中炬高新、南玻集团这三家股票价值约55亿元，另外27亿元可能是钜盛华已经交割的万科A股票市值。其次，预付款增加了42亿，极大可能是为参加韶能股份定增提前支付了认购款。最后到2015年12月向其他股东收购了前海人寿股权，增持了31%。前海人寿净资产是112亿元，如果按照1.5倍PB进行转让的话，31%股权的转让款约为52亿。

看了钜盛华的资产负债表，不禁要问，他哪来那么多钱去抢购万科300亿的市值呢？最有效可行的办法就是杠杆之上加杠杆。

表 5 2015 年 7-12 月宝能系质押情况

时间	质押方/借款方	质押标的	质押股数 /亿股	质押标的 注册资本 /亿元	质押标的 净资产/ 亿元	抵押率 估计	融资额/ 亿元
7 月	钜盛华+一致行动人	前海人寿	8.9	45	112	50%	11
8 月	钜盛华+一致行动人	前海人寿	4.2	45	112	50%	5
9 月	钜盛华+一致行动人	前海人寿	8.5	45	112	50%	11
11 月	钜盛华	万科	7.3	111	186	50%	51
11 月	宝能	钜盛华	31	163	186	40%	14
12 月	钜盛华	前海人寿	9	45	112	50%	11
12 月	姚振华	宝能	0.9	3	估算 200	30%	18

根据上表，以及目前金融市场对质押标的的融资比例，我们估算出钜盛华及一致行动一共融出了 89 亿元，宝能集团融出了 14 亿元，姚振华融出了 18 亿元，一共融出了 121 亿元。

其中在 10 月 31 日之前钜盛华及小伙伴们一共融出了 27 亿元，可以推断，这些钱全部用来支援钜盛华了，在前面的报表分析里已经详细说明这些资金的使用情况。

10 月 31 日之后一共融出了 94 亿元，但是还没完，他准备在杠杆之上再加杠杆，怎么加杠杆呢？他选择了 2015 年 11 月 11 日成立深圳市浙商宝能产业投资合伙企业（有限合伙），该公司出资额是 200 亿，宝能集团出资 67 亿（94 亿资金还剩 27 亿元），华福证券出资 133 亿（这笔钱不一定是华福证券自有资金）。2015 年 11-12 月，浙商宝能可能通过股权和债权的方式将这 200 亿资金注入到钜盛华。

表 6 深圳市浙商宝能产业投资合伙企业（有限合伙）的股东信息

股东名称	出资额（万元）	出资比（%）	股东属性	股东类别
华福证券有限责任公司	13290000000	66.4500	自然人	有限合伙人
深圳市宝能投资集团有限公司	6700000000	33.5000	自然人	有限合伙人
深圳市浙商宝能资本管理有限公司	10000000	0.0500	本地企业	普通合伙人

具体融资路径如下图所示：



图5 宝能系融资路径

钜盛华拿了200亿，该怎么使用呢？具体情况如下表所示：

表7 钜盛华200亿使用情况

期间买入金额	钜盛华	资管计划
截至2015年10月底	80亿	0
2015年11-12月	130亿	99亿元

钜盛华的200亿资金是在11-12月期间拿到的，同时又支付了130亿的现金，剩下了70亿作为劣后级用于成立了优先：劣后=140：70的资管计划，一共资金是210亿元，其中直接在二级市场购买万科股票耗资99亿元，目前资管计划尚有可使用额度为111亿元。另外宝能及关联方还有27亿元可使用。

3.2 花开两朵，各表一枝——进击的宝能，买买买



钜盛华买入万科是通过两个实体分三步进行的。首先，钜盛华的一致行动人

前海人寿通过二级市场买入万科，并于 2015 年 7 月 10 日（哪一年？）举牌。此后，再是钜盛华同月稍晚时出手，与前海人寿一同继续买入。钜盛华继续增持，前海人寿 8 月后未继续增持，并与前海人寿一起举牌。

前海人寿和钜盛华自 7 月起通过二级市场买入万科股票，自 7 月 11 日前海人寿第一次举牌，钜盛华/前海联合体共发布简式权益变动书公告 4 次（含一次补充公告），详式权益变动书有关公告 2 次（含一次修订稿）：

表 8 2015 年 7 月-12 月前海人寿持有万科比例变动

公告日期	公告内容/联合持股比例	公告主体
7 月 11 日	简式权益变动书 5%	前海人寿
7 月 25 日	简式权益变动书 10%	钜盛华，前海人寿
8 月 4 日	简式权益变动书补充公告	钜盛华
11 月 20 日	简式权益变动书 15.04%	钜盛华，前海人寿
12 月 7 日	详式权益变动书 20.008%	钜盛华
12 月 16 日	详式权益变动书修订稿	钜盛华

3.2.1 前海人寿买入过程——单刀直入，速战速决

前海人寿买入万科的过程比较简单，交易方式为集中竞价，综合前述公告所披露的信息，整理前海人寿买入进程如下。其战术基本一致：大笔买入，小笔卖出。在 2015 年 6 月净买入 2.04 万股；7 月净买入接近 6.56 亿股；8 月净买入 0.8 亿股。可以看到前海人寿部分的交易 8 月就已经完成，净买入总额达到 7.36 亿股，持股比例达 6.66%。

表 9 2015 年 6 月-8 月前海人寿买入万科股份过程

日期	买卖方向	价格区间（元/股）	成交数量	持股比例
2015.06	买入	14.74	20500 股	-
2015.06	卖出	15.63	100 股	-
2015.07 前	买入	13.28-15.47	5.53 股	5.00%
2015.24 前	买入	13.28-15.47	1.03 股	0.93%
2015.07	卖出	13.16	8700 股	-
2015.08	买入	12.7-14.38	0.8 亿股	0.73%
合计	净买入	-	7.36 亿股	6.66%

考察万科三季报股东明细，即可大致看到前海人寿持有万科的最终状态（如下图）。前海是通过旗下保险产品买入的，进入前十大股东的两只产品“海利年年”和“聚富产品”合计持股 6.14%，也就是说前海的持股主体都在这里了。

2015 三季度

排名	股东名称	占总股本比例(%)
1	华润股份有限公司	15.2300
2	香港中央结算(代理人)有限公司	11.9000
3	国信证券·工商银行·国信金鹏分级1号集合资产管理计划	4.1400
4	前海人寿保险股份有限公司·海利年年	3.1700
5	中国银河证券股份有限公司	3.0700
6	中国证券金融股份有限公司	2.9900
7	中信证券股份有限公司	2.7000
8	华泰证券股份有限公司	2.0900
9	招商财富·招商银行·德赢1号专项资产管理计划	2.0600
10	前海人寿保险股份有限公司·聚富产品	1.9700
合 计		49.3200

图6 2015年前三季度前海人寿占万科总股本比例



图7 前海人寿旗下保险产品“海利年年”

3.2.2 钜盛华买入过程——一路高歌，缠绵悱恻

钜盛华买入历程相比前海人寿复杂的多。根据公告披露信息，乍一望去，一路高歌：7月和8月，直接大笔买入9.26亿股，占股比例达8.38%；之后11月和12月通过资管计划进一步买入5.49亿股，截至12月净买入合计14.75亿股，持股比例13.35%。

表10 2015年7月-12月钜盛华买入万科股份过程

日期	买卖方向	价格区间（元/股）	成交数量	持股比例	主体
2015.7	买入	13.28-15.99	4.50 亿股	4.07%	券商-钜盛华
2015.8	买入	12.66-14.06	4.76 亿股	4.31%	券商-钜盛华
2015.11	买入	14.37-15.23	0.65 亿股	0.59%	资管计划
2015.12	买入	14.98-19.80	4.84 亿股	4.38%	资管计划
合计	净买入		14.75 亿股	13.35%	

只看以上买入结果看似简单直接，但深究起来，却缠绵悱恻。钜盛华买入万科的部分，分为三个阶段：2015 年 7-8 月收益互换+融资融券；10-11 月大宗回购互换权益；资管产品买入。使用四种方法：融资融券，收益互换，大宗交易，分级资管（大约优先劣后 1：2）。

第一阶段，2015 年 7-8 月，钜盛华通过互换和两融买入，完成时，持股 8.38%，持股结构如图。其中融资融券形式买入公司 A 股 37357310 股，持股比例为 0.34%；收益互换形式持股 888713162 股，占绝大部分达 8.04%。

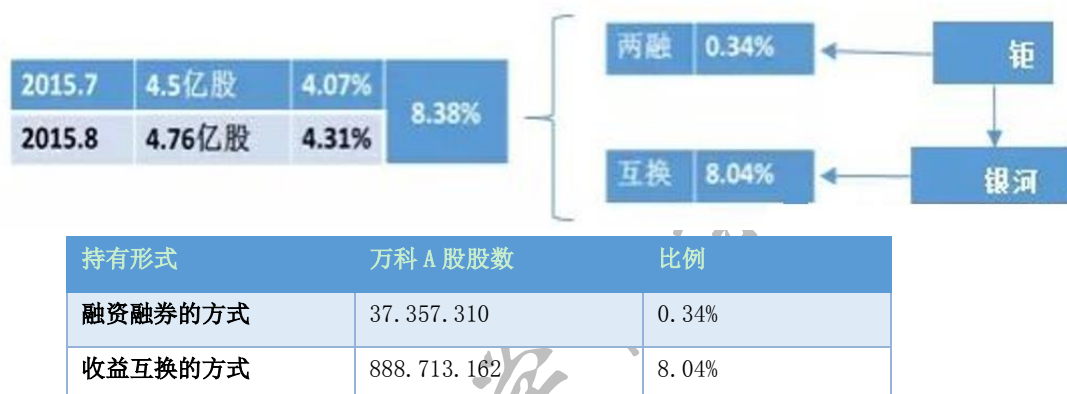


图 8 钜盛华通过两融和互换买入万科股份

第二阶段，2015 年 10-11 月，钜盛华分两批交易，于 2015 年 10 月 14 日-20 日大宗买回通过互换权益持有的万科约 3.3 亿股；10 月 27 日-11 月 17 日大宗买回通过收益互换持有的万科约 5.6 亿股。如图所示，这两批次大宗交易占据了 10 月-11 月万科 A 大宗交易的绝大部分。

交易日期	成交价(元)	成交量(万股)	成交额(万元)	买方营业部
2015-11-17	14.28	15,995.30	228,412.94	中信证券深圳深南大道
2015-11-16	14.33	14,888.00	215,666.48	机构专用
2015-11-05	14.38	9,100.00	130,858.00	中信证券深圳深南大道
2015-11-04	14.50	3,129.40	45,376.30	中信证券深圳深南大道
2015-11-04	14.50	5,836.02	84,622.31	中国银河证券深圳深南大道
2015-11-02	14.50	4,137.90	59,999.55	中国银河证券深圳深南大道
2015-10-30	14.50	3,448.20	49,998.90	中国银河证券深圳深南大道
2015-10-27	14.24	14,051.80	200,097.63	中国银河证券深圳深南大道
2015-10-20	14.50	12,707.45	184,258.10	华泰证券深圳益田
2015-10-19	14.50	2,258.10	32,742.45	中国银河证券深圳深南大道
2015-10-17	14.45	1,888.00	27,110.40	中国银河证券上海淮海中路
2015-10-14	14.28	7,689.30	109,803.20	华泰证券深圳益田
2015-10-14	14.28	10,517.84	150,194.70	国信证券深圳泰然九路

除去涂黑部分 5.6 亿股

除去涂黑部分 3.3 亿股

图 9 钜盛华通过大宗交易买回万科股份

随着大宗交易购回股份，截至 2015 年 11 月 10 日，钜盛华通过二级市场、融资融券和收益互换的方式供给持有万科 A 股 926070472 股，占万科总股本的 8.38%。11 月 11 日万科公告股东钜盛华质押 7.28 亿股万科 A 股给鹏华资产管理（深圳）有限公司，此次质押股权占万科股本总额的 6.59%。

第三阶段于 11 月 27 日开始，钜盛华通过三组资产管理计划买入股票合计 4.97%，其中南方资本管理有限公司所管理的一组买入股数为 4.35 亿股，持股比例达 3.94%；泰信基金管理有限公司和西部利得基金管理有限公司买入股数合计近 1.13 亿股，持股比例达 1.03%。

表 11 钜盛华通过资产管理计划买入万科股份^{①⑤}

资产管理人	资管计划名称	交易日期	价格区间（元）	证券数量（股）	占比
南方资本管理有限公司	安盛 1 号	11.27-12.02	14.37-18.24	97,649,123	0.884%
	安盛 2 号	12.01-12.02	15.42-18.24	89,724,515	0.812%
	安盛 3 号	12.02	16.54-18.24	84,540,563	0.765%
	广钜 1 号	12.02-12.03	17.63-19.03	163,481,676	1.479%
	小计			435,395,877	3.940%
泰信基金管理有限公司	泰信 1 号	12.03-12.04	18.56-19.80	82,699,426	0.748%
西部利得基金管理有限公司	西部利得金裕 1 号	12.04	19.20-19.50	12,600,000	0.114%
	西部利得宝禄 1 号	12.04	19.34-19.80	18,395,698	0.116%
	小计			30,995,698	0.280%
	合计			549,091,001	4.969%

钜盛华在权益变动报告书修订稿中明确了资金来源，采用劣后级：优先级=1：2 的杠杆进行出资。资管计划整体约 96 亿元，优先级出资约 64 亿元，而劣后级钜盛华出资约 32 亿元。

^{①②}资料来源：万科企业股份有限公司“简式权益变动报告书”

表 12 资管计划具体资金来源及期限②

金额单位：万元

资产管理人	资产管理计划	资金总额	本公司出资	优先级委托人出资	优先级资金期限
南方资本管理有限公司	安盛 1 号	149,469.97	49,823.32	99,646.65	封闭式运作，存续期满前不得退出
	安盛 2 号	149,469.54	49,823.18	99,646.36	
	安盛 3 号	149,469.20	49,823.07	99,646.13	
	广钜 1 号	299,953.33	99,984.44	199,968.89	封闭式运作，存续期满前不得退出
泰信基金管理有限公司	泰信 1 号	156,288.60	52,096.20	104,192.40	封闭式运作，存续期满前不得退出
西部利得基金管理有限公司	西部利得金裕 1 号	24,443.34	8,147.78	16,295.56	不定期开放，开放日可退出
	西部利得宝禄 1 号	36,064.65	12,022.88	24,045.77	
合计		965,162.63	321,720.88	643,441.75	

大体的买入流程是如下图所示。从各主体加仓比例来看，急先锋前海人寿在 7 月最先入手；之后 7 月底和整个 8 月，转换为钜盛华做主力前海人寿辅助进攻；到了 11 月底开始启动资管计划买入股份。截至 12 月 4 日，宝能系持有万科 A 股股数为 22.11 亿股，占万科总股本的 20.008%。整体来看，宝能系战术策划精密，各战队配合度高，进攻干净利落，可见宝能系对资本的运作游刃有余。

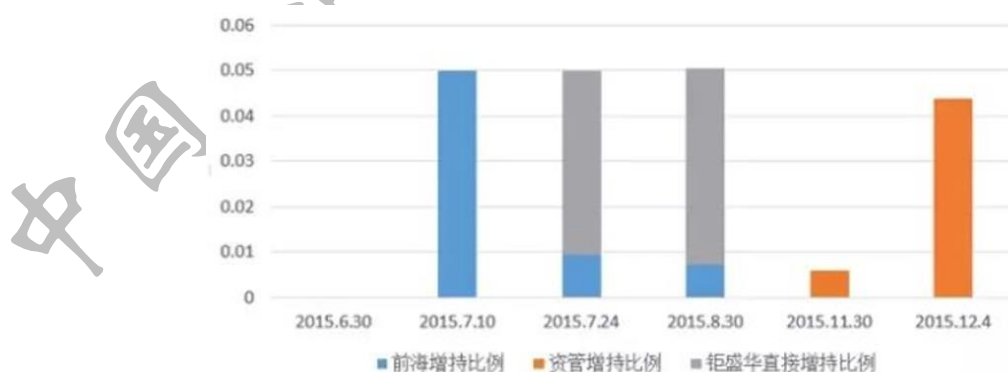


图 10 宝能系各主力加仓比例



图 11 宝能系联合体合计持股比例

这之后宝能乘胜追击，又跑到香港市场去买了差不多 2% 的股权，累计买入达 22.5%。12 月 18 日万科停牌前，“宝能系”钜盛华再买入 8196 万股万科股票。据香港交易所披露文件显示，深圳市钜盛华股份有限公司买入万科 A 股份的平均价格为每股 23.304 元人民币。从数据和成交情况推测，宝能在 A 股买入困难，所以才选择在香港进行轮番买买买。截至 12 月 24 日，钜盛华持有万科约 19.4 亿股，占万科总股本 17.61%；前海人寿持有约 7.35 亿股，占万科总股本 6.66%；宝能系持有的万科股份总比例升至 24.27%，稳坐万科第一大股东的宝座。

2015-12-24	2015-09-30	2015-06-30	2015-03-31	2014-12-31	该股票最热门的概念题材
主要股东持股变动公告					
机构或基金名称	持有数(万股)	持股变化(万股)	占总股本比例(%)	实际增减持(%)	股份类型
深圳市钜盛华股份有限公司	194551.83	新进	17.61	新进	流通A股
华润股份有限公司	168275.92	不变	15.23	不变	流通A股
HKSCC NOMINEES LIMITED	131492.96	不变	11.90	不变	流通H股
前海人寿保险股份有限公司	73587.74	新进	6.66	新进	流通A股

图 12 2015 年 12 月万科主要股东持股变动情况

3.3 其他入局者

3.3.1 半路杀出个程咬金——安邦⁶

面对前海人寿及其一致行动人钜盛华的汹汹来势，另一路险资巨头安邦则低

⁶ 安邦财产保险股份有限公司（以下简称“安邦”）成立于2011年12月31日，总部设在深圳，注册资本金为370亿元。凭借一流的企业文化和创新机制，已经成为全国分支机构最全的财产保险公司之一，拥有37家分公司，1400多个服务网点，经营各类财产险、责任险、信用保证保险、短期意健险、以及上述业务的再保险，和国家法律、法规允许的保险资金运用业务。

调收集筹码。2015 年 12 月 8 日晚，万科发布公告称，截至 2015 年 12 月 7 日，安邦保险集团通过其旗下安邦人寿保险、安邦财产保险、和谐健康保险及安邦养老保险合计持有公司股份 55252.63 万股，占公司总股本的 5%。

表 13 2015 年 11 月-12 月安邦保险买入万科股份过程

月份	账户名称	成交数量(股)	成交最低价 (元)	成交最高价 (元)
2015 年 11 月	和谐健康保险股份有限公司-玩万能产品	88,203,054	14.28	15.24
2015 年 11 月	安邦养老保险股份有限公司-团体万能产品	26,180,363	14.28	14.65
2015 年 12 月	安邦财产保险股份有限公司-传统产品	152,812,119	15.01	18.24
2015 年 12 月	安邦人寿保险股份有限公司-稳健型投资组合	43,482,237	18.20	18.24
2015 年 12 月	安邦人寿保险股份有限公司-保守型投资组合	241,848,531	17.84	19.75

对于安邦此番耗巨资举牌万科的目的，外界虽了解较少，但作为 A 股市场上著名的“举牌者”，其在招商银行、民生银行上的大手笔仍让不少投资者记忆犹新。在安邦与生命人寿展开关于金地集团的股权争夺战中，安邦接连举牌招商银行及民生银行，并成功派驻人员进入招商银行董事会，虽然并无太大动作，却展现出安邦不满足于一般财务投资者的风格。安邦此次举牌，或对万科未来局势产生重大影响。

安邦购买万科股份，对外公布的目的是看好万科前景。对于此次举牌，安邦保险集团表示，此次增持主要是出于对万科未来发展前景的看好，其在未来 12 个月内将根据证券市场整体状况，并结合万科的发展及其股票价格情况等因素，决定何时增持万科的股份及具体增持比例。

从以往资料可得，此番并非安邦首次买入万科。2014 年三季报中，安邦人寿保险股份有限公司一稳健型投资组合以 2.35 亿股的持股位列万科第四大流通股股东。不过，在随后的 2015 年一季报中，其已不在公司前十大流通股股东名单中。值得注意的是，2015 年一季度，万科股价位于 12-14 元附近。然而，在 2015 年 12 月初，万科连续两个涨停后，安邦才大举买入实现举牌，成本远高出其一季度卖出的价格。

安邦虽然表示此次增持主要是出于对万科未来发展前景的看好，但业内有分

析指出，安邦的突然介入，无疑使万科原本复杂的股权争夺局势变得更加扑朔迷离。12月17日，安邦继续增持万科A股1.05亿股，每股增持均价为21.81元。18日增持万科A股股份2287万股，每股均价为23.55元。此时，安邦系占有万科A股股份升至7.01%，共耗资在108亿-128亿元区间。已经成为宝能系、华润外的A股第三大股东，可谓分量不轻。

著名经济学家宋清辉就提出，因为安邦举牌时点巧妙，是左右格局的一股重要力量，支持哪一方，哪一方的胜算就很大。

在目前万科股权结构中，原大股东华润股份持股比例为15.29%；长期支持管理层的刘元生持有股份占总股本的1.21%；再加上盈安合伙持有的4.14%，三者合计达20.64%，与前海人寿及一致行动人持股比例旗鼓相当。

3.3.2 试图反击，终成旁观——华润

截至2015年8月27日，宝能持股比例短暂超过了万科的第一大股东华润，这是大股东的位置15年来首次易主。华润系试图反击，在8月31日和9月1日通过港股增持万科A股，将持股比例由原来的14.89%提升至15.23%，超过了宝能系持股。

表14 2015年7月-12月万科主要股东持股比例变动情况

万科股东	7月10日	7月24日	8月26日	9月1日	12月7日	12月10日	12月11日	12月15日	12月18日
宝能系旗下：前海人寿	5%	5.93%	6.66%	6.66%	6.66%	6.66%	6.66%	6.66%	6.66%
宝能系旗下：钜盛华	0.00%	4.07%	8.38%	8.38%	13.35%	15.08%	15.79%	16.86%	16.86%
前海人寿+钜盛华	5.00%	10.00%	15.04%	15.04%	20.01%	21.74%	22.45%	23.52%	23.52%
华润	14.89%	14.89%	14.89%	15.23%	15.23%	15.23%	15.23%	15.23%	15.23%
安邦	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	7.01%

但随后，宝能系继续追击。如前所述，11月27日-12月6日，钜盛华通过资管产品斥资百亿买入万科A，最终占据总股本的20.008%再度超越华润成为万科第一大股东。12月10日和11日，又花52亿元继续增持万科，使得持股比例达到22.45%，击败华润，坐稳了万科第一大股东的位子。

而在8月31日和9月1日反击之后，华润一直沉默无言，并未就后期股权风云变幻公开表态，退居后线做旁观者。不难得知，华润集团虽有充足的资金，

但身为央企，因种种因素制约，暂时不会出手增持万科。而具体因素，可做以下推测分析：

（1）第一次决策增持时，没有充分评估实现目标所需支付的对价。当钜盛华再次增持时，华润不得不放弃当时设定的目标，这实际上等于是变相承认当时的决策失误。

（2）华润第一次增持万科夺回第一大股东，是一系列行动的开始。也就是说，处于自身利益考虑，华润在等待反击的时机，选择一个股价不是太高的时候，完成增持，从而理性控制“维持第一大股东地位”的成本。

（3）从各自目前所拥有股权来看，宝能系已经远远超出华润约 7%。如果重新夺回第一大股东的位置，所需资金不是一个小数目。而万科股价正处于高位，如果华润进入，宝能系恰好可以解套退出，从而赚取不菲的收益，华润不想做这个冤大头。

（4）华润集团由于原董事长宋林涉嫌严重违纪违法被查，刚经历一轮人事动荡，傅育宁接替宋林执掌华润集团。现任华润集团董事长傅育宁偏向于稳妥，属于专业化的“技术官僚”，并且华润并没有“不计代价”增持的充足理由，所以，华润目前没有采取行动也是情理之中。

（5）全国企业信用信息公示系统显示，宝能系旗下宝能地产股份公司的蒂尔达股东为华润深国投信托有限公司，该公司持股比例达到了 17.88%。华润信托的最大股东即为华润股份有限公司。这也可能是华润不采取行动的原因。（见附录 3）

4 若社稷颠覆，当背城死战——万科反击

从 2011 年开始，王石开始了游学之路，先后在美国哈佛和英国剑桥大学读书。2015 年 4 月，他还被剑桥大学授予院士称号。

然而 2015 年夏天，来自国内的消息中断了剑桥的宁静。这年 8 月，王石回到中国，在朋友冯仑的办公室，和宝能集团董事长姚振华长谈了四个小时。那是他们第一次见面。

姚振华表达了对王石的欣赏，但王石明确表示：“不欢迎。”

一份王石在万科的内部讲话流传出来。在会议中，王石解释了他为什么不欢

迎宝能系：“不欢迎的理由很简单：你的信用不够。”他认为，一旦宝能系成为第一大股东，可能会毁掉万科最值钱的东西。“万科最值钱的是什么？就是万科品牌的信用。”

王石认为，一旦宝能系控股，大的投资公司、大的金融机构以及商业评级机构就会对万科的信用评级重新调整。王石称，最近几年国际机构给万科的评级是给全世界地产公司中最高的，这意味着万科的融资成本非常低，一旦宝能系进来，可能影响万科的评级。

在“遇见大咖”^{①7}一段访谈中，王石还说到：“我捍卫的不是说我一定要在万科，我捍卫的不是万科董事长，我捍卫的是我30年形成的文化，这个文化就是钱，什么叫文化？一个企业品牌叫什么文化？你可口可乐你什么都没有了，你只要是可口可乐的品牌就可以贷到款，就可以建工厂，你一卖就有人喝，道理是一样的。万科不是一样吗？你怕什么呢？”

此次万科之所以面临危机，根源上在于万科的股权过于分散，没有一枝独大的控股股东。王石虽然是万科创始人，但他本人在万科的股份只占不到2%，这是因为1988年万科股份化改造，4100万资产做股份，40%归个人，60%归政府，而王石主动放弃了自己个人拥有的股权。对于当初放弃股权的这一决定，王石表示不后悔，他相信自己的经营理念，他在意的是万科的品牌和文化。因此不管野蛮人是谁，王石都要拼死捍卫。万科反击了！

4.1 祭出拖字诀——停牌，继续停牌

4.1.1 双股停牌，决战开始

2015年12月18日，万科A在深交所发布公告称（见附录4），因万科企业股份有限公司正在筹划股份发行，用于重大资产重组及收购资产，根据《深圳证券交易所股票上市规则》的有关规定，经公司申请，该公司股票自2015年12月18日下午13:00起停牌，待公司刊登相关公告后复牌。万科在港交所也发布了公告，其H股下午一点起暂停买卖，同时，与该公司有关的所有结构性产品也将同时暂停买卖。

①7 “遇见大咖”是由中央电视台二套推出的纪实财经人物纪录片，为观众讲述各位企业家在创业路上的艰辛与感动，万贯家财背后的辛勤与汗水。

这次临时停牌是王石带领的万科管理层反击行动的开始，万科或将以重组之名“耗死”宝能。一方面，万科停牌定增，可以拖延宝能通过二级市场继续收购股票。另一方面，更重要的是宝能系的杠杆资金需要支付成本，其无论从股价的维持，还是资金成本来说，都耗不起。

4.1.2 一拖再拖，硝烟再起

春节之后，万宝之争硝烟并未停息，战场第二季硝烟再起。2016年1月5日晚间，万科在联交所发布公告称：在咨询香港地区及中国大陆的相关监管机构后，本公司向联交所提出申请，于2016年1月6日早上9时开始恢复其H股买卖。与此同时A股继续停牌。

2016年1月15日，万科发布公告称（见附录5），因本次筹划的重大资产重组极为复杂，涉及境内外多项资产、多个相关方，公司与多个潜在交易对手方已持续进行谈判和协商，但截至目前具体交易对价、支付方式、交易结构、目标资产具体范围等仍在谈判过程中。因涉及的资产、业务、财务等各方面核查工作量较大，相关工作难以在2016年1月18日前完成并实现A股复牌，公司股票申请继续停牌。并表示将在3个月内，即2016年3月18日前做出重组预案披露。

4.2 拟定向增发⁸——稀释宝能股份

有参与制订方案的机构人士透露，万科此次是突击停牌做定向增发股份的方案，且为了规避宝能参与，只能往3年期定增方向策划，初步计划定增20%股份，其中10%作为员工持股计划，另外10%向市场募集资金。万科方面人士对记者表示，该方案可能性很大，但也还不确定。

目前，万科总股本为110.375亿股，若定增20%的股份，将新增22亿股。若方案成功通过，宝能持股比例将被压缩至19.67%。如此一来，万科方面的一致行动人与宝能的占股比例将得到平衡甚至向万科倾斜。

按照不低于停牌前20个交易日的股票均价打9折计算，此次定增价格在16-17元/股，筹集资金约350亿-370亿元。但可能由于时间较长，股价变动大，也会选择以发行期首日作为定价基准。

8. 定向增发，是指上市公司向符合条件的少数特定投资者非公开发行股份的行为，规定要求发行对象不得超过10人，发行价不得低于公告前20个交易日市价的90%，发行股份12个月内（认购后变成控股股东或拥有实际控制权36个月内）不得转让。

4.3 合纵连横——争夺控股权

4.3.1 启动拉票模式，拜访公募基金⁹

无论定增的价格和对象如何，万科管理层绕不开的，是出席股东大会 2/3 投票权的通过。宝能系手握万科 24.27% 的股权，对于股权分散的万科，要在股东大会上收获占万科总股本 48.54% 以上的股权支持，难度极大。截至 2015 年三季度末，公募基金持有约 4.42% 的万科股权，证金公司持有 2.99%。可见金融机构的态度，对双方争夺非常重要。

2015 年 12 月 20 日有消息称，王石已开始拜访大型公募基金，华夏、博时、富国等均在列。不久，一张王石和一众基金经理聚餐的照片在微博上流传，印证了之前的传言。（见附录 6）

4.3.2 深夜诉衷肠，拉拢安邦成盟友

2015 年 12 月 23 日晚间，万科集团官网发布一则《关于欢迎安邦保险集团成为万科重要股东的声明》称，安邦保险集团在举牌万科后，万科与其进行了卓有成效的沟通，万科欢迎安邦成为万科重要股东，并愿与安邦共同探索中国企业全球化发展的广阔未来，以及在养老地产、健康社区、地产金融等领域的全方位合作。

紧随其后，安邦保险集团发表声明称：万科是中国房地产行业公认的标杆企业，拥有业内最优秀的团队和最受认可的品牌、信用。我们看好万科发展前景，会积极支持万科发展，希望万科管理层、经营风格保持稳定，继续为所有股东创造更大的价值。

这两份公告在相互肯定对方业界低位、彼此尊重之意之外，双方在具体的新兴不动产需求方面，比如养老地产、地产金融等方面找到了合作点。

对于阻击宝能系入主的万科来说，持有万科 A 股股份 7.01%—占总股本的 6.18%—的安邦若与宝能结盟会让其坐实第一大股东位置，若与万科携手则刚好相反。这两份公告意味着，万科管理层与安邦已然结盟。在目前激烈的“万宝之

9 公募基金 (Public Offering of Fund)，公募基金是受政府主管部门监管的，向不特定投资者公开发行受益凭证的证券投资基金，这些基金在法律的严格监管下，有着信息披露，利润分配，运行限制等行业规范。例如目前国内证券市场上的封闭式基金属于公募基金。公募基金和私募基金各有千秋，它们的健康发展对金融市场的发展都有至关重要的意义。

争”中，万科的管理层获得了安邦的重要支援，将一起对抗“野蛮人”宝能系的恶意收购。

在万科的股权结构中，被称为华润万科系的股份包括华润持有的 15.29%，盈安合伙持有的 4.14%，以及与万科管理层有深厚情谊的个人股东刘元生持有的 1.21%，如今加上安邦持有的 7.01%，华润万科系总计持有万科总股本的 26.82%。这超过宝能系 24.26% 的持股数字，华润万科系坐稳第一大股东位置。看上去，安邦的助阵将使战争天平向王石倾倒。宝能很难再组起更有效的进攻。

4.3.3 “老大哥”终发声，华润称全力支持万科

从 2015 年 7 月开始，宝能系不断增持万科，华润面对第一大股东之位可能丢失的后果，仅在 2014 年 8 月 31 日和 9 月 1 日两次增持万科，分别为 752.15 万股、2974.3 万股，两次增持共耗资约 4.97 亿元，增持比例为 0.4%，一度夺回大股东位置。但是此后宝能系继续大规模增持，至 2015 年 12 月 18 日晚间万科宣布因重大事项重组停牌为止，宝能系持股比例已经达到了 24.27%，距离 30% 的控股股东地位仅差 5.73%。此后，华润集团陷入沉默，既没有增持动作，也没有发声表态。

2016 年 3 月 8 日，华润董事长傅育宁在“两会”现场遭遇香港媒体记者围堵。在被询问到有关万科股权之争的时候，傅育宁表示，现在市场比较敏感，不想多说。但认为万科是个好企业，华润集团会全力支持。

傅育宁此番表态声援万科，是万宝大战爆发后，华润方面首次公开力挺万科。这次匆忙之中的表态，被解读为给了外界更明确的信号：华润对万科表示支持。万科集团官方自媒体《万科周刊》随即转载媒体报道，全文复述了傅育宁的支持言论，其中意味不言而喻。

4.4 舆论施压——获取社会支持

4.4.1 微博谈“信用与情怀”

2015 年 12 月 21 日，王石在微博上发表“信用与情怀”文章，开篇先是对其 17 日的内部讲话做了解释，称对宝能的“不欢迎”非是“情怀与资本”的对决，而说宝能“信用不够”也并非道德评判，而是风险考量。

王石说，“‘信用不够’”并非道德评判，而是风险考量”，并对一名万科“铁粉”解释，“潮汕商帮是中国传统商帮的一支，聪明吃苦善经营，其足迹遍布五

湖四海，至今更在商场上扮演重要角色，成果累累。我佩服潮汕商人，万科不乏优秀的潮汕员工，老王亦有许多潮汕朋友。”

此前的 2015 年 12 月 19 日，在万科停牌之后，王石曾在微博留言“下周一见”，并转发一篇题为《万科被野蛮入侵背后的真相，一场大规模洗钱的犯罪》的文章。而 2015 年 12 月 21 日的微博又强调商人要遵守底线。可见，王石的在暗示前海人寿资金运用违规，甚至还可能涉及海外洗钱活动。

王石在微博中说道，“至于情怀，作为一个商人，谁没有情怀？以赚钱为唯一目的是一种情怀；遵守底线为投资者赚钱是一种情怀；不仅给投资者赚钱，还为社会提供积极的能量也是一种情怀。拥有哪种情怀，是价值观的体现。价值观没有唯一答案，只有每个人不同的选择。在守法的前提下，一种价值观确实无法审判另一种价值观。但企业是通过价值观聚集起来的一群人，企业价值观如果发生突变将是一场灾难。这只是一个简单事实，而并非价值判断。”

而宝能系下的前海人寿在 20 日晚间已发表了一份说明，解释了买入万科的情况，变相回应了王石的隐晦指责。“前海人寿作为金融机构，严格遵守并符合中国人民银行关于反洗钱的有关规定，定期接受中国人民银行的监督指导。”

4.4.2 天山峰会¹⁰剑指“民企”

2016 年 1 月 30 日，在新疆天山天池举办的 2016 首届天山峰会上，作开幕式演讲的万科董事会主席王石，直面近期万科股权之争。他表示我国作为社会主义国家，如果在行业内举足轻重的是一个纯的外商或民营企业，会有危险。他不欢迎民营企业成为万科第一大股东。

王石称，这么多年来，万科一直是国有股占第一大股东，过去设计是这样的，现在是这样的，将来也会是这样的。“在民营企业，不管我喜欢不喜欢你的时候，你要想成为万科的第一大股东，我就告诉你，我不欢迎你。因为这是万科的混合所有制所决定的，虽然现在股权之争还在进行之中，但是结果非常清楚，混合所有制把多种因素结合在一块，我们为中国转型往前发展。”

天山峰会的这段讲话再一次表明了万科不欢迎宝能的坚定态度。但由于王石

10 “天山峰会2016”新疆发展新动能在海拔1900米的天山天池“海西大帐”中隆重开幕。本次峰会由新疆维吾尔自治区体育局、昌吉回族自治州政府联合主办，无界传媒、阜康市政府承办。峰会以新疆发展新动能为主题，旨在搭建新疆开放性的政经交流新平台。

的讲话中语言过激，且坊间断章取义，割裂了原文，单独摘出了王石不欢迎民企当第一大股东来解读，使得王石反被指“傲慢”、“歧视民营企业”。

2016年2月6日，王石在微博发文就涉民企言论致歉，针对外界指责其在“天山峰会”上发言提到的不欢迎民企成为万科第一大股东的系列言论，王石回应称，若说看不起民企或民营企业家，那是连自己也看不起了。

5 多兔傍地走，安能辨雌雄？

2015年底的“万宝之争”，随着万科长达近3个月的停牌而进入僵持阶段。2016年3月12日，即万科拟定召开临时股东大会的前几日，万科发布公告，宣布与深圳地铁集团¹¹达成战略合作意向，这家拥有国资背景的企业将带着400亿-600亿元的资产入主万科万科。这是继万科2015年12月18日宣布停牌重组后，曝光的重组进程中重要一环。

知情人士透露，此次深圳地铁入股后，万科、华润以及深圳地铁集团三方的持股比例将超过40%，三方如果签署协议成为一致行动人，将一举超越宝能系夺回万科第一大股东席位。即便此前持股意向不明的安邦集团选择与宝能系联手，两者的持股比例也不足30%。此次战略协议的达成，将令万科和宝能系的股权大战尘埃初定。

处于万宝股权之争另一端的宝能系则较为被动。这家被万科称为“门口野蛮人”的地产集团目前面临多方质疑，市场一度担忧在近期股市下跌后，宝能系通过高杠杆资金增持万科的风险会大幅增加。

可正当大家认为结局已尘埃落定之时，万宝之争又起风波。原定于2016年3月14日上午在万科总部举行的“深圳地铁集团与万科集团战略合作媒体见面会”临时取消，给出的原因是双方还未做好充分准备。战争就是这样，没有决战到最后一刻，谁也不知道谁将成为真正的胜者。

2016年3月17日，万科A临时股东大会在深圳举行，这是“万宝之争”发生之后，万科首次举行的股东大会。这场进行了近2个小时的股东会，是“隔空

¹¹ 深圳市地铁集团有限公司，前身为深圳市地铁有限公司，成立于1998年7月31日，2009年更名为深圳市地铁集团有限公司，注册资本29.9亿元人民币，经营范围为城市轨道交通项目的建设运营、地铁资源和地铁物业的综合开发。

对战”9个月的宝能系与万科第一次公开直接接触。会议现场，万科董事会主席王石和宝能系，成为股东们关注的焦点。与外界预想的剑拔弩张相反，万科与宝能系的接触，更多的是“谈笑风生”。角力各方万科、宝能系、华润、安邦以集体赞成继续停牌的形式，向外界宣告目前他们“利益一致”。而向来支持万科管理层的华润集团，则出人意料地“倒戈”，对万科与深圳地铁集团合作中一系列程序性行为表示不满。这也为日后万科的走向增添了新变数。

这场股权之争至今还在从各个角度展开演绎，最终何去何从，暂且不论。然而，万宝之争的现象背后，其实是中国经济直面转型升级的当下，过多的流动性与有限的投资机会之间的巨大矛盾，这种供给不平衡的状况，导致凶猛的资金会不断攻城略地。“万宝之争”其实也给中国的资本市场带来了一个新的特征，就是资本市场的各方博弈正在越来越复杂化，资本为王的特征更加彰显，在这样的资本环境下，还会有越来越多的保险资金举牌上市公司，也会有更多元化的资本去试图夺取上市公司的控股权，然后通过并购重组、资产整合等各种方式达到各自的目的。

自1984年成立以来，万科经历了三十多年的风风雨雨，逐渐发展成现在中国最大的专业住宅开发企业。而内部股权分散问题给了万科城门外的窥探者以可乘之机。万宝之争孰是孰非我们不可妄加评判，说宝能系是救世主也好，说他是野蛮人也罢。但股权之争给整个市场敲响了警钟，现代金融市场瞬息万变，各企业要想持久鼎力，那就只有不断适应市场的需要，完善自身运营结构。万科能否再一次击退他人入侵，击退之后又是否会有巩固“城墙”的举措，让我们拭目以待！

（案例正文字数：17, 409）

Outside the wall, are they barbarians?

—— The scramble about equity between Vanke and BAONENG

Abstract: This case is mainly suitable for “Corporate Finance” and “Mergers and Acquisitions (M&A)” course. The case began in July 2015, Vanke and BAONENG to equity for the event as the main clue. Firstly, the case playback “history” about equity fights with Vanke and BAONENG. Then BAONENG raised funds through various channels and through subsidiaries, JUSTHERE and QHL, purchase the equity of

Vanke as its largest shareholder. At the same time, analyzed the other incoming business of Vanke through suspension, draw up to the issue, “the nation”, in the form of public opinion pressure and back. In the final analysis the present situation and development trend about the scramble. This case is to lead students to know the problem about decentralized equity structure and learn different management idea and works.

Key words: Vanke; BAONENG; Financing; Equity Structure; Corporate Governance

附录：

附录 1 宝能集团董事长姚振华发展历程



附录 2 万科与君安证券股权争夺



1992年，42岁的王石与37岁的张国庆

还是盟友哦！



1993年，37岁的张国庆与42岁的王石

盟友！ → 敌人！



家有千口—主事一人

张国庆（君安）
王石（万科）
夏斌（交易所）
王林（证监会）
张西甫（新一代）
文哲（海南证券）
李德成
（深圳投资）
.....

你们要

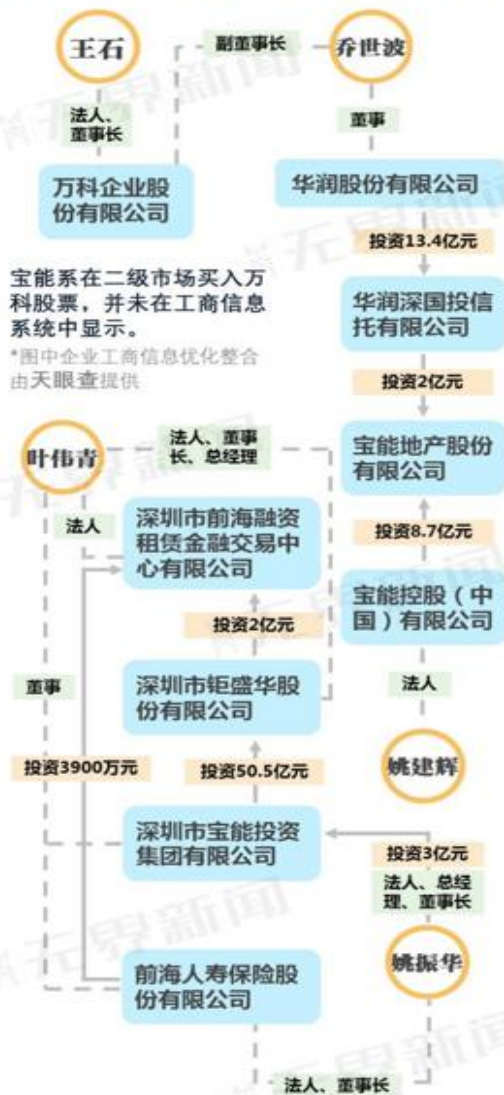
相亲
相爱嘛



刘鸿儒
1992-1995
证监会 首任主席

附录3 万科、华润和宝能三者内在关系

企业图谱之
万科、华润、宝能的年度大戏



注：华润深国投信托有限公司曾于2013年发起计划募集资金总计36亿元的信托计划，主要用于宝能地产赣州商业综合体的开发，其中2亿元用于向宝能地产增资。

附录 4 关于万科企业股份有限公司股票临时停牌的公告



附录 5 万科关于筹划重大资产重组停牌期满申请继续停牌公告



附录 6 王石与各基金经理聚会

@曹山石

王石跟一堆基金经理约饭局，搞统战工作。



中国金融专业学位案例中心