



# 国企混改中的控制权转移问题

## ——以云南白药为例

小组成员：张蓝月 周晓畅 牟星奕 胡一了 饶馨怡 李孟菲 章昱忻



# 目录

1

／ 国企混改概况

2

／ 上市国有企业控制权转移分析

3

／ 国企混改案例分析——云南白药

4

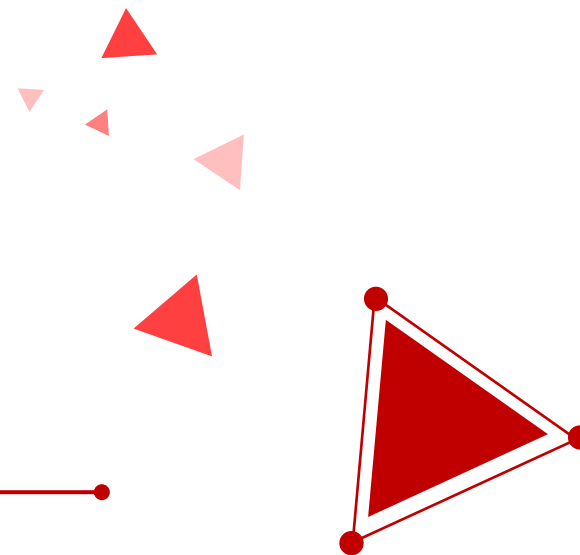
／ 未来国企混改方向

# 01

## *Part One*

### 国企混改概况

---







# 国企改革历史梳理

“扩权让利”  
初步探索阶段

“规范治理”  
推动创新阶段

1978-1993

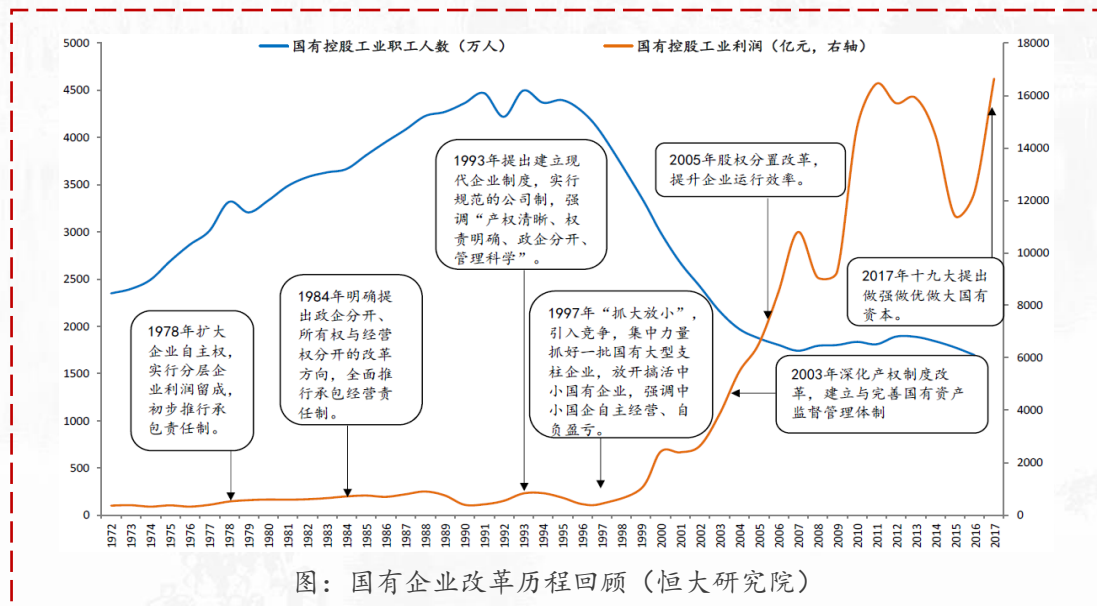
1993-2003

2003-2013

2013至今

“抓大放小”  
初步发展阶段

“混合所有制”  
纵深推进阶段



扩权让利

抓大放小

规范治理

混合所有制

## 1978-1984：放权阶段

关键词：自主经营、利税改革、放权让利

相关政策决议：《关于扩大国营工业企业经营自主权的若干规定》、《关于国营企业实行利润留成的规定》、《关于国有企业利改税试行办法》等

## 1985-1992：权力分离阶段

关键词：两权分离、政企分开

相关政策决议：《企业破产法》

## 1993-2002：“抓大放小”现代化初步发展阶段

关键词：现代企业制度、企业优胜劣汰

标志：1993年，中央提出了财产权概念，要求企业拥有法人财产权，并进一步要求国企建立比较完善的现代企业制度，使国有经济在国民经济中发挥更好的主导作用

## 2003-2013：“规范治理”股份制推动创新阶段

关键词：股份制

相关政策决议：《企业国有资产监督管理暂行条例》、《企业国有资产法》、《中共中央关于完善社会主义市场经济体制若干问题的决定》等

## 2013至今：“混合所有制”纵深推进阶段

关键词：混合所有制

相关政策决议：十八届三中全会《决定》、《关于深化国有企业改革的指导意见》



# 国企混改政策及阶段梳理

时间	政策梳理
2013.11	《关于全面深化改革若干重大问题的决定》发布，国企混改开始
2014.03	国务院发布【2014】14号文《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》
2015.08	中共中央国务院印发【2015】22号文《关于深化国有企业改革的指导意见》(1+N系列文件总纲)
2015.09	国务院【2015】54号文《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》
时间	政策梳理
2015.10	发改委联合财政部等发布【2015】2423号《关于鼓励和规范国有企业投资项目引入非国有资本的指导意见》 国务院办公厅发布【2015】79号文《关于加强和改进企业国有资产监督防止国有资产流失国办发[2015]79号文的意见》
2015.12	国资委联合财政部等发布【2015】170号文《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》
2016.04	国务院发布【2016】19号文《关于印发加快剥离国有企业办社会职能和解决历史遗留问题工作方案的通知》
2016.06	国务院、国资委、财政部发布第32号令《企业国有资产交易监督管理办法》
2016.07	国务院办公厅发布【2016】56号文《关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》
2016.08	国务院办公厅发布【2016】63号文《关于建立国有企业违规经营投资责任追究制度的意见》 国资委发布【2016】133号文《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》 国资委联合财政部发布【2016】252号文《关于完善中央企业功能费雷考核的实施方案》
2017.04	国务院办公厅发布【2017】36号文《关于进一步完善国有企业法人治理结构的指导意见》
2017.11	国家发展改革委、财政部等发布【2017】2057号文《关于深化混合所有制改革试点若干政策的意见》
2018.08	国资委发布【2018】70号文《关于印发<国企改革“双百行动”工作方案>的通知》

## 1.0阶段

2013.11-2015.09

定义：1.0 阶段实现企业产权结构多元化，在治理结构上建立制衡，但在资源导入和体制转型上“混而不合”

表现：混改仅在央企子公司层面操作，国有独资企业引入非公、民企、外资，但国资占比仍在50%以上，仍保有绝对控股地位

划分标准：战略投资者引入

50%

## 2.0阶段

2015.09-2019.10

定义：2.0 阶段根据企业核心主业发展和核心能力提升的需要，注重引进合适的战略投资者，在资源导入和体制转型上“既混又合”，真正实现结构性调整 and 市场化转型，“为改而混”

表现：混改对象提升到上市公司层面，以联通混改为代表，国有股权降到50%以下，国有股东董事会席位也降至半数之下，但仍然是第一大股东和实际控制人

划分标准：控制权转移

控股

## 3.0阶段

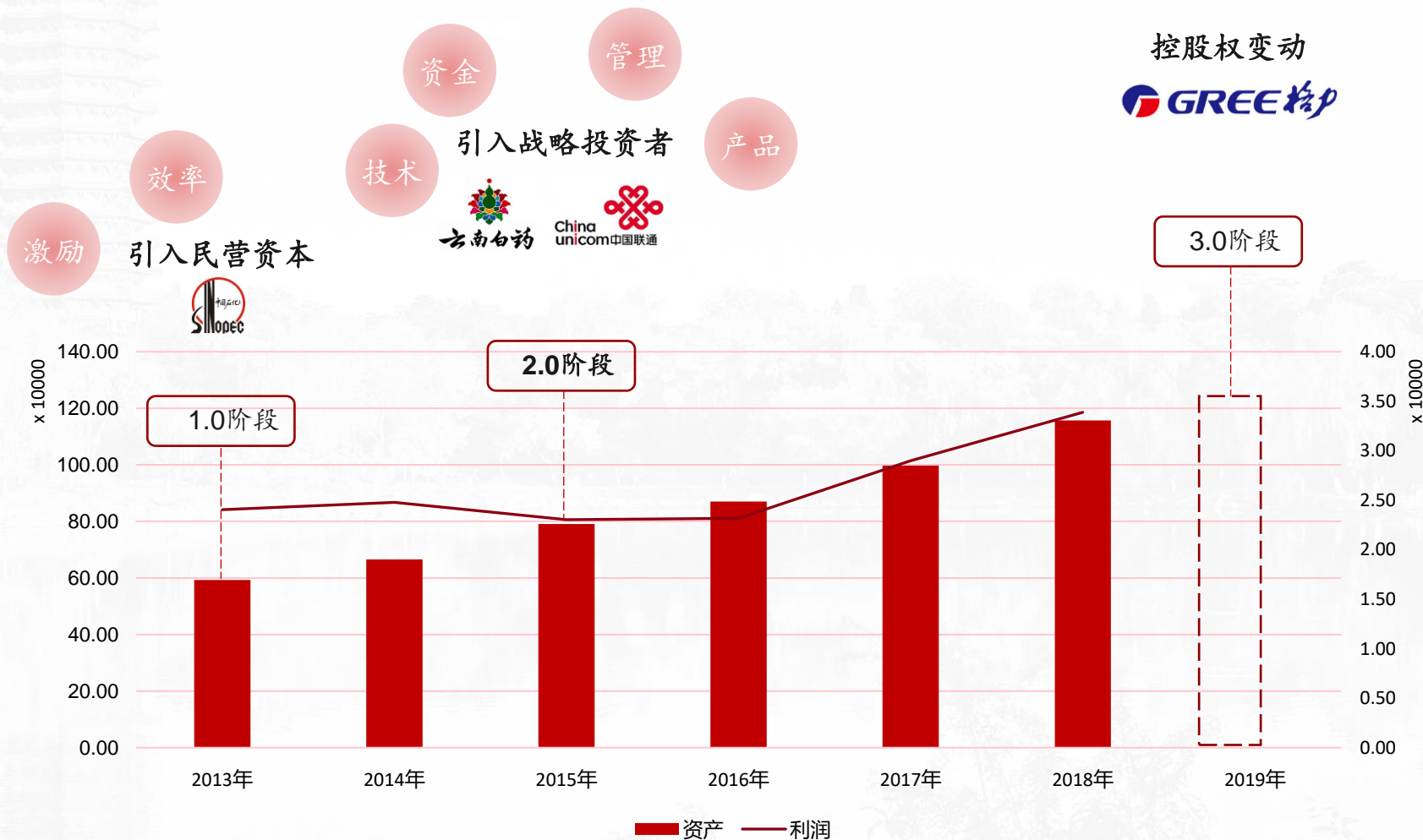
2019.10-至今

定义：3.0 阶段强化了2.0阶段“既混又合”的概念，由国企单一主导转化为国企、民企共同主导

表现：国企控制权转移，以珠海明骏获格力电器15%股权受让成为第一大股东为标志（10月28日）



# 国企混改各改革阶段考量



国企混改后资产及利润变化





# 国企混改名单总结——210家试点企业

## 第一批混改名单

第一批混改“6+1”试点,共计9家企业

所属集团	上市公司	所属行业
东航集团	东方航空	交通运输
联通集团	中国联通	通信
南方电网	文山电力	电力及公用事业
	*ST佳电	电力设备
中国核建	中国核建	建筑
中船集团	中国船舶	机械
	中船科技	机械
	中船防务	国防军工
浙江省国资委	海正医药	医药

## 第二批混改名单

第二批10家混改革试点企业

所属集团	所属行业
三峡集团	电力及公用事业
中车集团	机械
中国国际货运航空有限公司	交通运输
中国民航信息集团公司	交通运输
中国联合网络通信有限公司	通信
中国核燃料有限公司	建筑
湖南航天有限责任公司	交通运输
中国盐业股份有限公司	非上市
中国黄金集团黄金珠宝有限公司	有色金属
中粮资本投资有限公司	农林牧渔

## 第三批混改名单

31家中央企业和地方国有企业入选

### 双百行动

400家左右

行业：电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工、有色金属、汽车为主

## 第四批混改名单

160家

中央企业107家

地方企业53家

资产总量超过2.5万亿元



## 国企混改推进现状

- 在涉及国计民生的大型央企中，可以看到目前的国资比例仍然较高

领域	市场结构	产权状况	混改企业	混改对象	业务领域	类型	所属层级	混改后国资比例
铁路	中铁完全垄断	国有独资	中铁总公司	京沪高铁	铁路建设	项目	三级	>90%
				杭绍台高铁	铁路建设运营	项目	三级	49%
民航	国航、南航、东航寡头垄断	国航51.75% 南航41.14% 东航38.22%	国航集团	国货航	航空物流	子公司	三级	55%
			东航集团	东航物流	航空物流	子公司	三级	50%
油气	中石油、中石化、中海油寡头垄断	中石油86.01% 中石化70.86% 中海油64.44%	中石化	中石化销售公司	销售	子公司	三级	70%
电信	中国移动、中国电信、中国联通寡头垄断	中国移动72.72% 中国电信70.89% 中国联通75.3%	中国联通	中国联通A股	整体	子公司	二级	53%
电网	国家电网、南方电网寡头垄断	国有独资	南方电网	深圳前海蛇口供电公司	配售电	项目	三级	>92%

### 目前进度

已引入投资者（非国有资本）

- 美国达美航空（3.22%）
- 携程（3.22%）
- 均瑶集团
- 吉祥航空等

### 拟混改方案

- 发行股份募集资金共780亿
- 新引入战略投资者持股比例合计35.19%，员工股权激励2.7%，公众股东25.4%

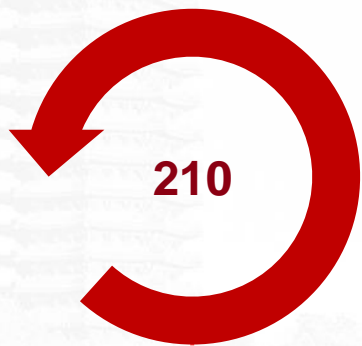
已引进战略投资者

- 百度、阿里巴巴、腾讯、京东、苏宁、滴滴
- 中国人寿、中国中车、网宿科技、用友网络、宜通世纪

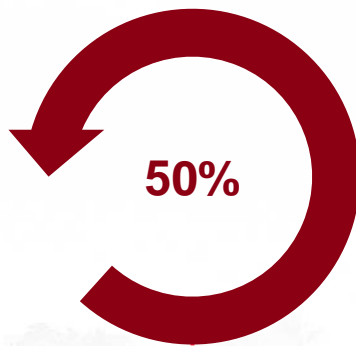




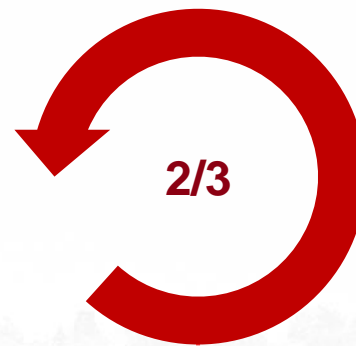
## 国企混改概况总结



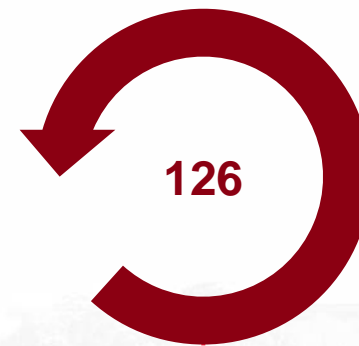
- 发改委与国资委已确定了4批共**210**家混改试点企业
- 主要行业：电力、石油、天然气、铁路、民航、电信、军工等领域



- 中央企业二级子企业的混合所有制占比超过**50%**
- 已经开展混合所有制改革的企业户数占比**68.9%**



- 超过**2/3**的中央企业引进了各类社会资本
- 重点行业领域两批**19**家混合所有制改革试点扎实推进



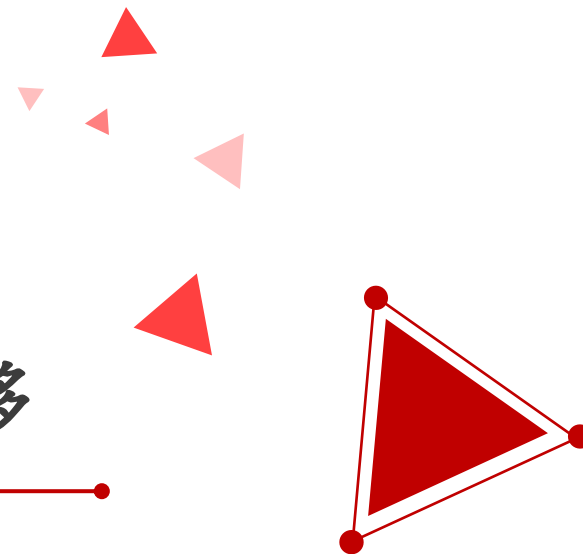
- 中央企业**10**家子公司员工持股试点全面实施
- **21**个省份的**126**户企业开展了员工持股试点

# 02

## *Part Two*

### 上市国有企业控制权转移

---





# 数据来源与清理

所有数据来源于Wind、巨潮资讯网



目前存在的所有上市公司实际控制人名称及属性

- 公司选择：所有主板、中小板、创业板上市/挂牌公司
- 时间段：2013-至今



1

特殊事项处理

- 同一公司多年发生控制权转移的当作多次控制权转移事件
- 同一公司一年内发生多次控制权转移当成一次控制权转移



3



2

筛选出国有股

- 国有股权认定：国资委、中央国家机关、中央国有企业、地方国资委、地方政府、大学为实际控制人



4

数据分析

- 2013年至今国有股权转让趋势-从**时间**、**变更类型**、**行业**、**地域**、**规模**、**国有股权属性**、**业绩改善**等方面
- 近三年股权转让案例详解





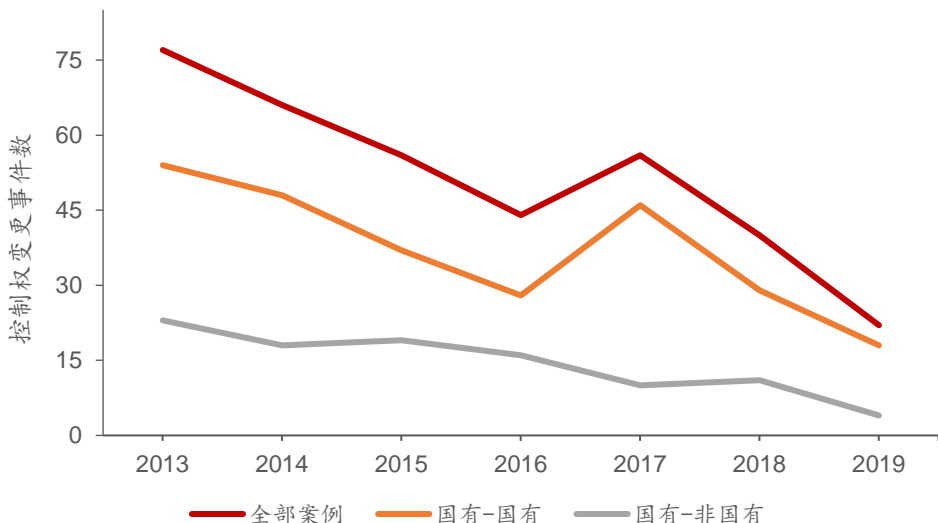
# 上市国企控制权变更案例统计

1

## 时间趋势

- 发生控制权变更的企业数量在时间上整体呈下降趋势，但在2017年有所回升；
- 分为控制权变更后保持国有和转为非国有两种类型：两者总体趋势一致，但2017年和2018年发生分化。前者的数量2017年有较大幅度回升，2018年转而下降；后者2017年持续下降，2018年略有回升；

国企控制权变更时间趋势

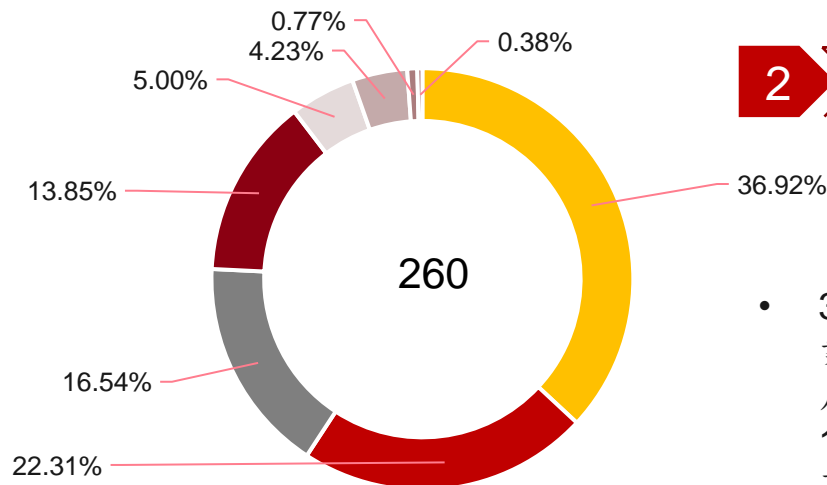


2

## 变更类型

实控人完全保持国有属性

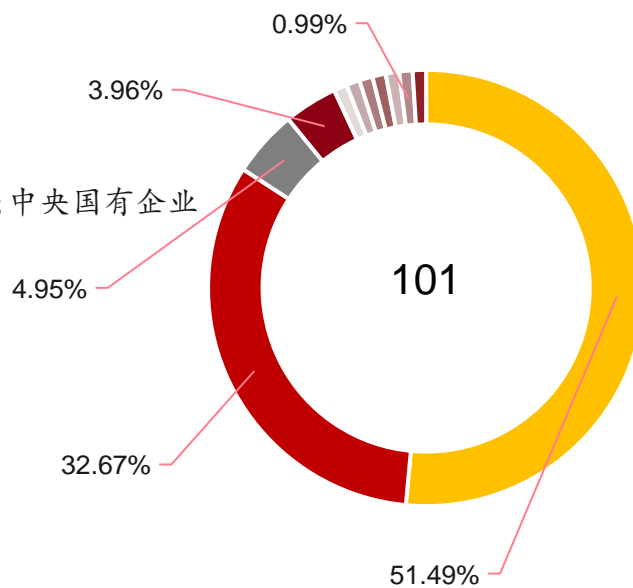
- 地方国资委
- 中央国有企业
- 地方政府
- 国资委
- 中央国家机关
- 地方国有企业
- 大学
- 集体企业



- 361个国企实控人变更案例中，有260家变更后继续保持国有，有101家变更后含有非国有属性；

实控人转为非国有性质

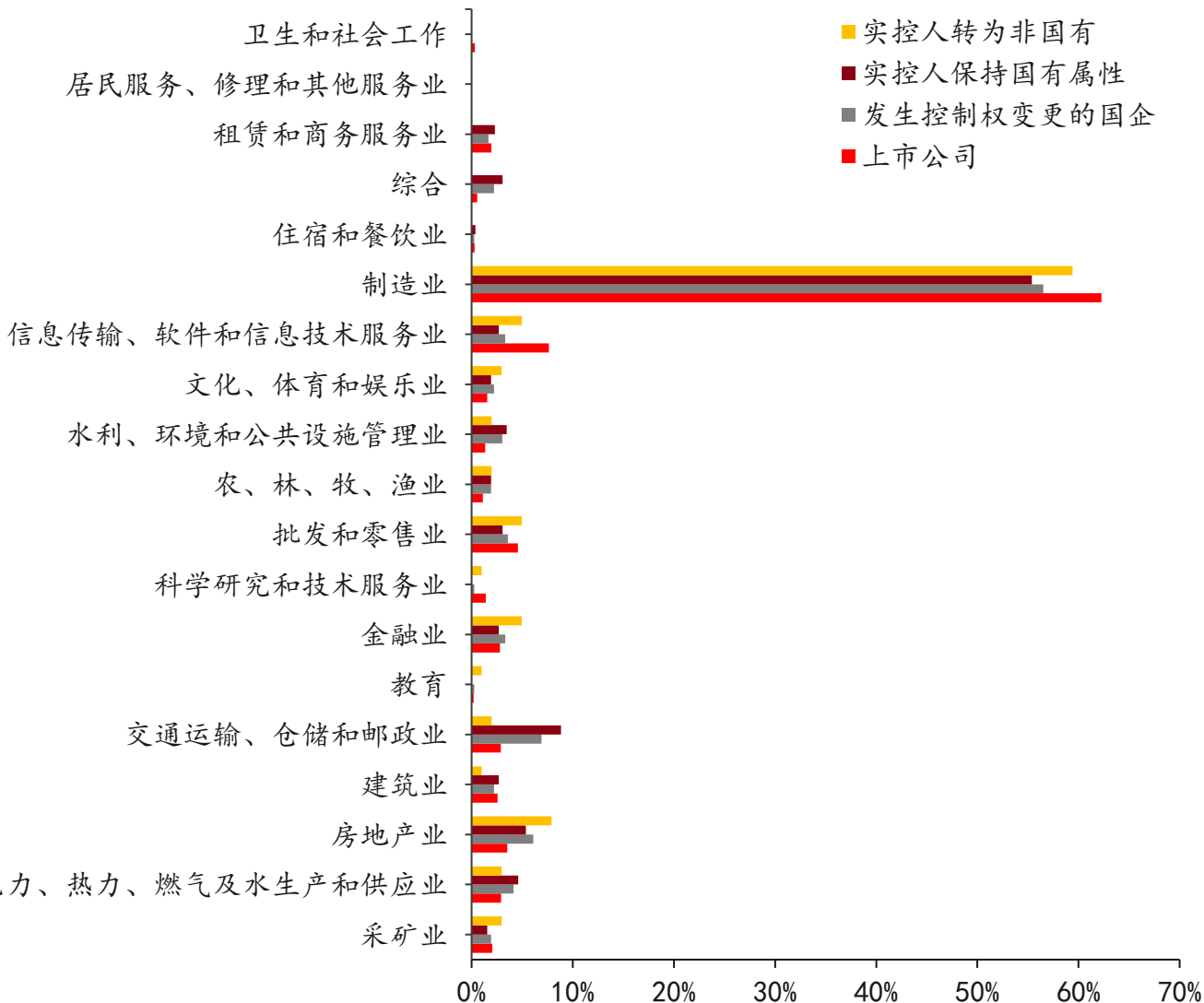
- 个人
- 无实际控制人
- 境外
- 其他
- 地方国有企业；其他；中央国有企业
- 地方国资委；个人
- 个人；中央国家机关
- 个人；中央国有企业
- 职工持股会(工会)
- 中央国家机关；其他
- 中央国有企业；个人



- 国有-国有：实控人主要为国资委、国家机关、国有企业、地方政府；
- 国有-非国有：超过50%转为个人，约30%变为无实际控制人，其他主要是转为外资或含有非国有成分；



# 上市国企控制权变更案例统计



3

## 行业汇总

- 两种变更类型的行业分布差异较小；
- 制造业占比最多；
- “交通运输...” “电力...” “水利...” 等行业的国企实控人变更为非国有的情形较少，可能由于涉及到国民经济命脉；
- “信息传输...” 实控人变更为非国有的情形略多于国有情形；

证监会行业	国有-非国有	国有-国有	国企控制权变更案例	上市公司
电力、热力、燃气及水生产和供应业	2.97%	4.62%	4.16%	2.93%
交通运输、仓储和邮政业	1.98%	8.85%	6.93%	2.88%
水利、环境和公共设施管理业	1.98%	3.46%	3.05%	1.36%
信息传输、软件和信息技术服务业	4.95%	2.69%	3.32%	7.64%
制造业	59.41%	55.38%	56.51%	62.27%
综合	0.00%	3.08%	2.22%	0.55%
租赁和商务服务业	0.00%	2.31%	1.66%	1.96%

(由于篇幅限制，上表只展示了部分值)



# 上市国企控制权变更案例统计

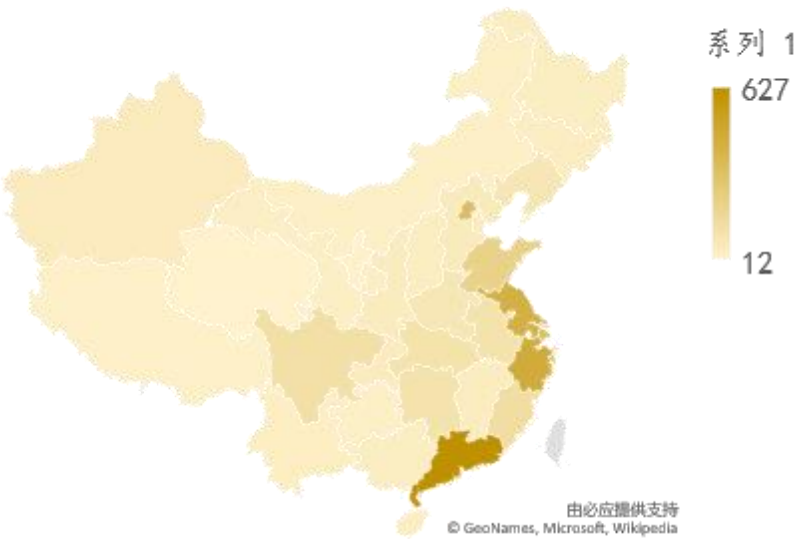
4

地域汇总

地区	国企控制权变更	国有-国有		国有-非国有	
		数量	占比	数量	占比
北京	27	18	66.67%	9	33.33%
广东省	27	17	62.96%	10	37.04%
山东省	23	18	78.26%	5	21.74%
江苏省	22	20	90.91%	2	9.09%
上海	22	14	63.64%	8	36.36%
新疆维吾尔自治区	22	16	72.73%	6	27.27%
浙江省	19	15	78.95%	4	21.05%
湖北省	18	12	66.67%	6	33.33%
陕西省	18	16	88.89%	2	11.11%
辽宁省	17	11	64.71%	6	35.29%
四川省	13	8	61.54%	5	38.46%
吉林省	8	4	50.00%	4	50.00%
海南省	7	3	42.86%	4	57.14%
甘肃省	5	5	100.00%	0	0.00%
福建省	4	4	100.00%	0	0.00%
宁夏回族自治区	4	4	100.00%	0	0.00%
青海省	3	0	0.00%	3	100.00%
天津	3	3	100.00%	0	0.00%
内蒙古自治区	1	0	0.00%	1	100.00%
合计	361	260	72.02%	101	27.98%

(由于篇幅限制，上表只展示了部分值)

上市公司地域分布



- 控制权发生变更的国企与上市公司整体地域分布差异不大，但分布更均匀，同时新疆、湖北、陕西等地区相对突出；
- 北京、广东、山东、江苏、上海、新疆、浙江等地绝对数量最多；
- 江苏、陕西、甘肃、福建、宁夏等地区更相对其他地区更倾向保持国有控制权；
- 广东、上海、辽宁、四川、吉林、海南、青海、内蒙古等地区相对更能接受控制权变为非国有；

实际控制人变更地域分布





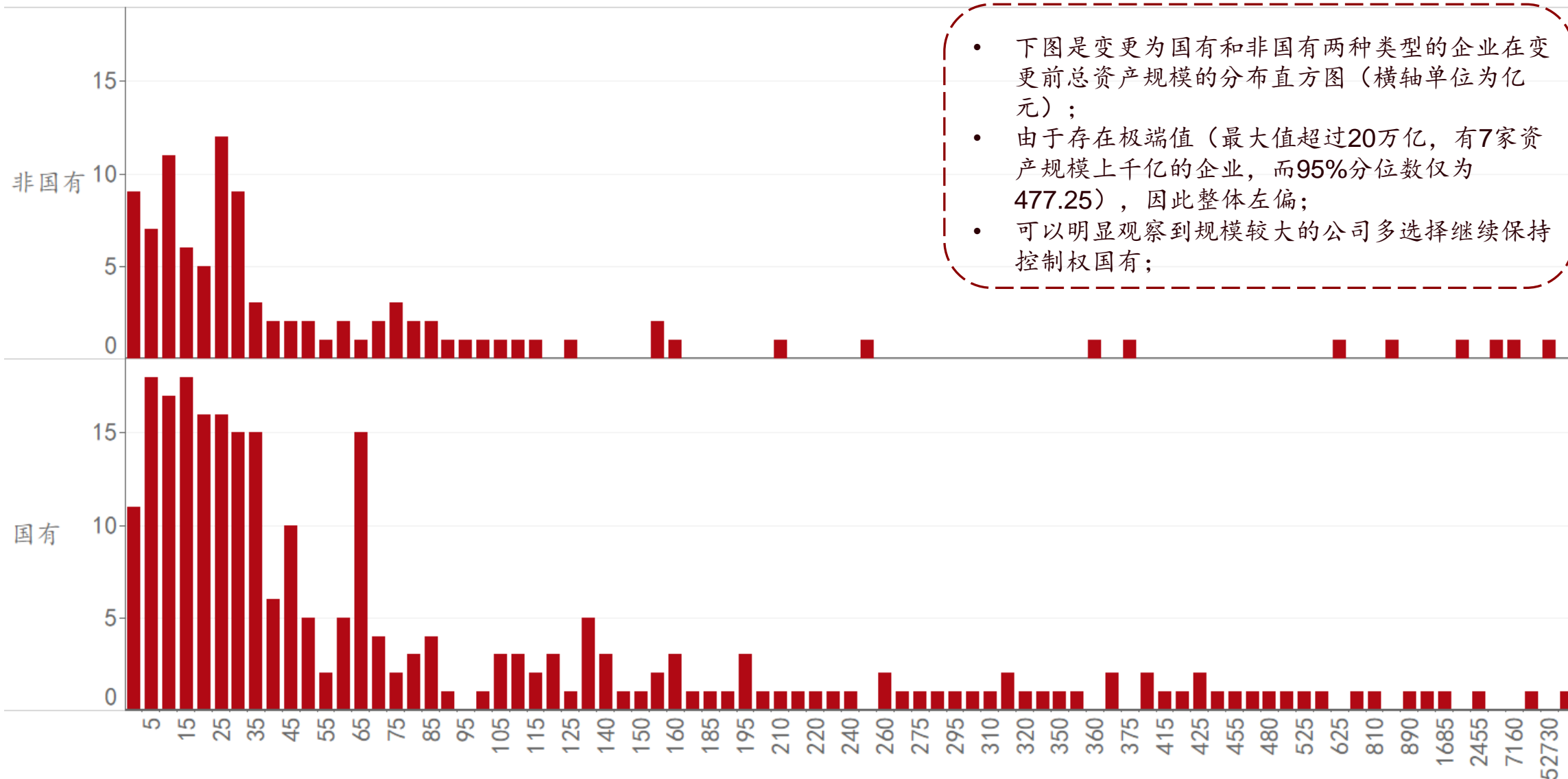


# 上市国企控制权变更案例统计

## 总资产分布

5

## 规模汇总



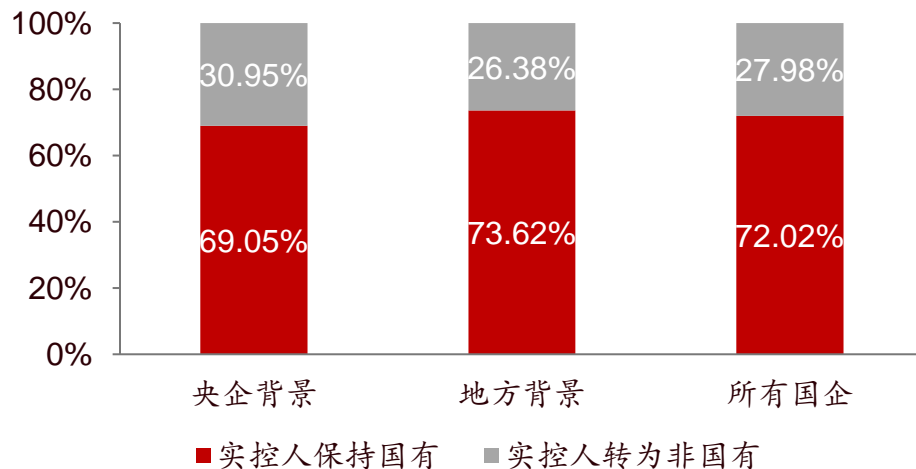


# 上市国企控制权变更案例统计

6

央企v.s地方

变更前实控人背景

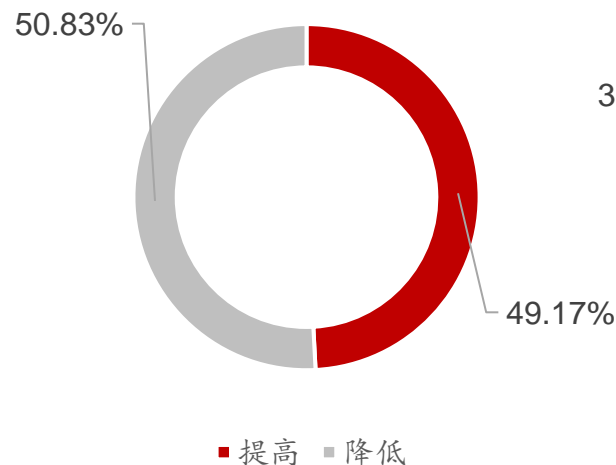


- 央企背景：实控人含有国资委、中央国有企业、中央国家机关；
- 地方背景：实控人为地方国资委、地方国有企业、地方政府、大学等；
- 经统计，共有126家央企背景（其中87家选择保持国有控制、39家选择变为非国有），235家为地方背景（其中173家选择保持国有控制，62家选择变更为非国有）
- 从上图中看，实控人背景没有带来显著差异，央企背景相对更能接受变为非国有；

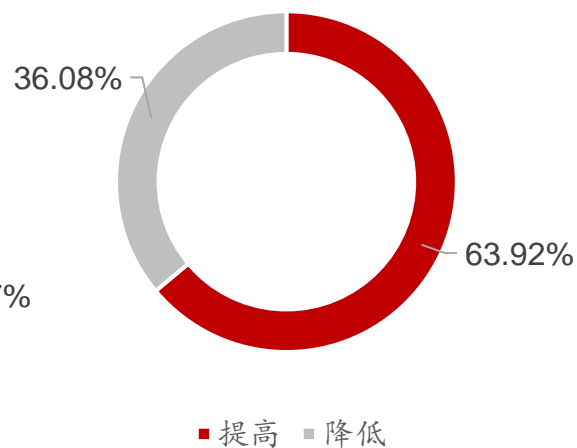
7

ROE是否提高?

变更后保持国有



变更为非国有



- 数据处理：有13家企业变更前一年的净资产为负数（无法计算ROE），变更后净资产均为正，因此算作ROE提高；部分企业在2019年完成实控人变更，尚无变更后的ROE数据，此处统计排除掉了这种情况；
- 经统计，共有240家企业实控人变更后仍为国有，其中118家ROE提高，122家ROE降低；有97家企业变更为非国有，其中62家ROE提高，35家ROE降低；
- 根据图中比例，变更为非国有的企业更有可能提高绩效；
- 分析缺陷：没有考虑行业ROE的变化情况；只考虑了ROE的短期变化，没有考虑长期水平；



# 2017年-2019年10月国有股权发生控制权转移名单

证券代码	证券简称	变更前实控人名称	变更前实控人属性	变更后实控人名称	变更后实控人属性	地区	变更完成时间	变更方式
600243.SH	青海华鼎	青海省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	于世光, 朱砂	个人	青海省	2017/8/11	管理层收购
000751.SZ	锌业股份	国务院国有资产监督管理委员会	国资委	于洪	个人	辽宁省	2017/9/30	无偿划转
600545.SH	卓郎智能	乌鲁木齐市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	潘雪平	个人	新疆维吾尔自治区	2016/10/28	借壳上市
000301.SZ	东方盛虹	苏州市吴江区人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	缪汉根, 朱红梅	个人	江苏省	2018/4/12	反向购买
600069.SH	银鸽投资	河南省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	孟平	个人	河南省	2017/3/15	要约收购
600774.SH	汉商集团	武汉市汉阳区人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	阎志	个人	湖北省	2019/1/2	要约收购
601005.SH	重庆钢铁	重庆市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	四源合股权投资管理有限公司	其他	重庆	2017/10/12	债务重组
600399.SH	ST抚钢	辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	沈文荣	个人	辽宁省	2017/9/13	债务重组+协议转让
300291.SZ	华录百纳	国务院国有资产监督管理委员会	国资委	何剑锋	个人	北京	2018/3/21	协议转让
600215.SH	长春经开	长春市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	陈爱莲	个人	吉林省	2017/4/19	协议转让
000715.SZ	中兴商业	沈阳市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	方威	个人	辽宁省	2019/3/28	协议转让
600721.SH	*ST百花	新疆生产建设兵团农业建设第六师	地方政府	米恩华, 杨小玲	个人	新疆维吾尔自治区	2019/4/26	协议转让

证券代码	证券简称	变更前实控人名称	变更前实控人属性	变更后实控人名称	变更后实控人属性	地区	变更完成时间	变更方式
000793.SZ	华闻集团	中国国际广播电台, 朱金玲	个人; 中央国家机关	和融浙联实业有限公司, 中国国际广播电台	中央国家机关; 其他	海南省	2018/11/19	协议转让+增资
000678.SZ	襄阳轴承	湖北省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	贾志宏	个人	湖北省	2018/12/29	协议转让
000538.SZ	云南白药	云南省人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委			云南省	2017/6/29	增资扩股
002033.SZ	丽江旅游	丽江玉龙雪山省级旅游开发区管理委员会	地方政府	张松山	个人	云南省	2017/11/27	增资扩股
000601.SZ	韶能股份	韶关市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委			广东省	2017/7/5	二级市场增持
600872.SH	中炬高新	中山火炬高技术产业开发区管理委员会	地方政府	姚振华	个人	广东省	2019/3/22	二级市场增持+协议转让
000597.SZ	东北制药	沈阳市人民政府国有资产监督管理委员会	地方国资委	方威	个人	辽宁省	2018/4/25	二级市场增持
002167.SZ	东方锆业	国务院国有资产监督管理委员会	国资委			广东省	2017/1/5	董事会改组
600409.SH	三友化工	中国东方资产管理股份有限公司	中央国有企业			河北省	2018/4/12	董事会改组
600742.SH	一汽富维	国务院国有资产监督管理委员会	国资委			吉林省	2018/10/12	董事会改组
600661.SH	昂立教育	中华人民共和国教育部	中央国家机关			上海	2019/1/31	董事会改组
600797.SH	浙大网新	浙江大学	大学			浙江省	2019/7/11	股东解除一致行动





## 特征分析

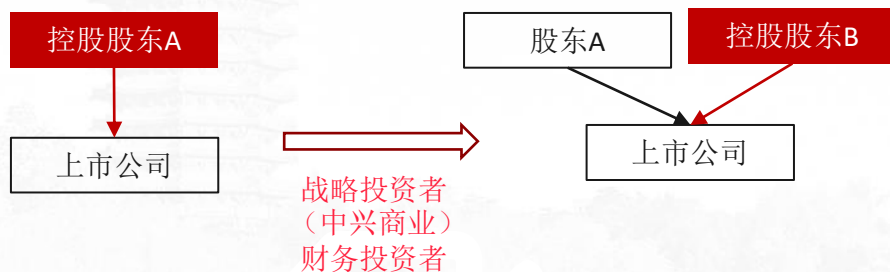




# 实际控制人变更的常见方式

## 协议转让

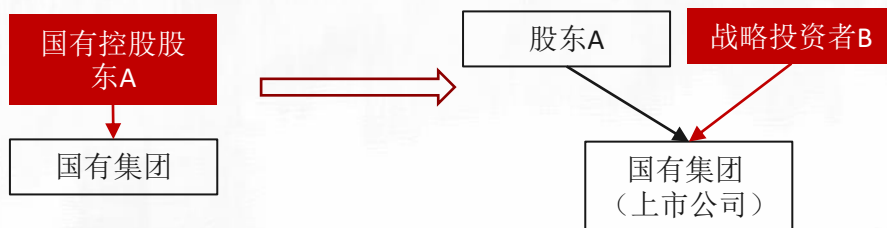
- 控股股东直接转让上市公司股份 E. G. 华录百纳、长春经开、中兴商业



- 大多原控股股东保留少部分股份，少数控股股东将股权全部卖掉 (\*ST百花)
- 新引入的控股股东可能做出有关业绩或者当地发展的承诺。

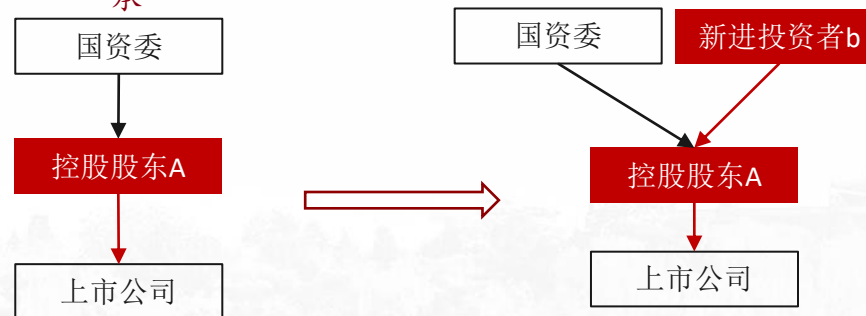
## 增资扩股

- 国有集团引入战略投资者之后，集团整体上市 E. G. 云南白药



## 协议转让

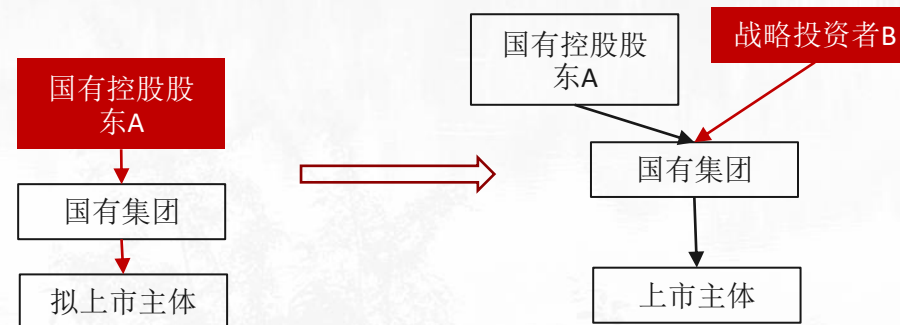
- 控股股东（国有集团）转让自己的股份 E. G. 襄阳轴承



- 国资委可能会先转让给国有资产经营管理有限公司，再将股份转让给投资者

## 增资扩股

- 上市公司控股股东引战 E. G. 丽江旅游

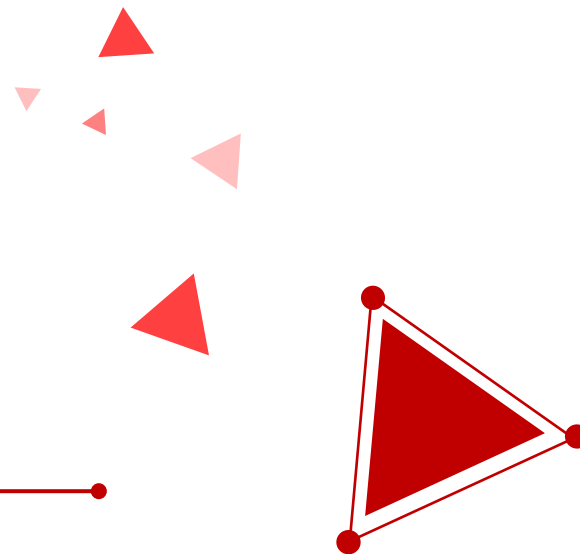


# 03

## *Part Three*

### 国企混改案例分析

---







# 云南白药混改-背景介绍

参与方概况——云南白药



公司历史沿革

1902

云南民间名医曲焕章研制“曲焕章百宝丹”

1955

曲焕章之妻将秘方赠予云南省政府，正式更名为云南白药，国家将其列为绝密，进行最高级别保护

1993

云南白药厂改制为云南白药实业股份有限公司，于深交所上市

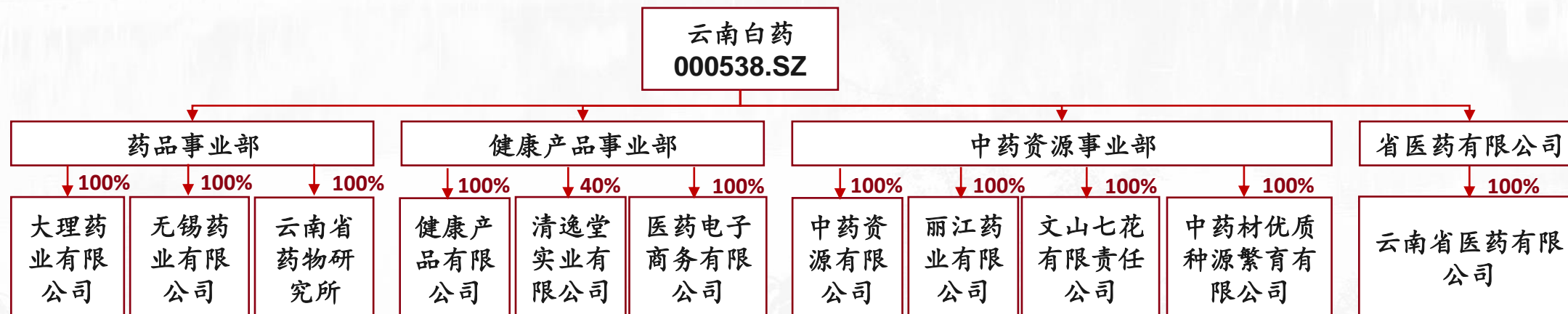
1996

出资控股大理制药厂、文山州制药厂、丽江药业有限公司，更名为云南白药集团股份有限公司

2009

云南白药控股有限公司正式成立，无偿受让云南白药41.52%国有股份，成为控股股东

公司业务分布

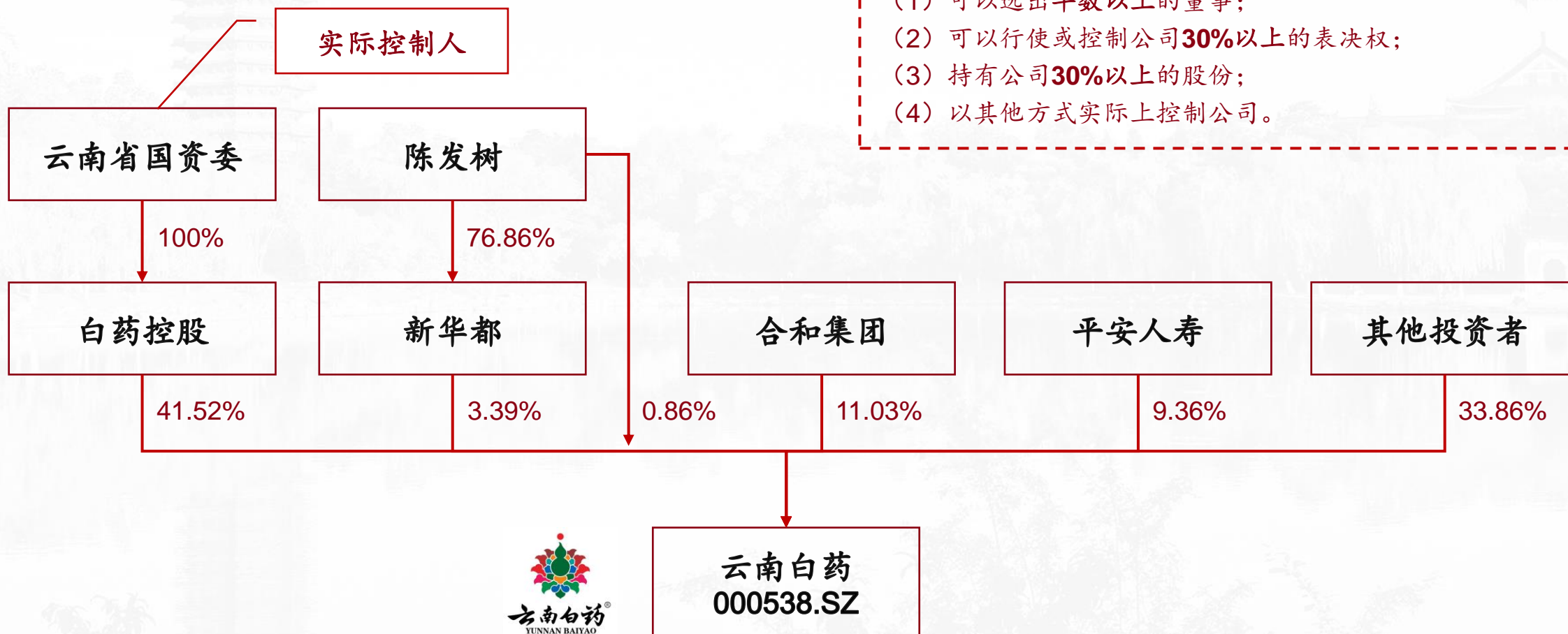




# 云南白药混改-背景介绍

参与方概况——云南白药

## 混改前的股权结构图：



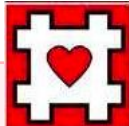
根据公司章程，上市公司的控股股东需具备以下条件之一：


- (1) 可以选出半数以上的董事；
- (2) 可以行使或控制公司**30%**以上的表决权；
- (3) 持有公司**30%**以上的股份；
- (4) 以其他方式实际上控制公司。



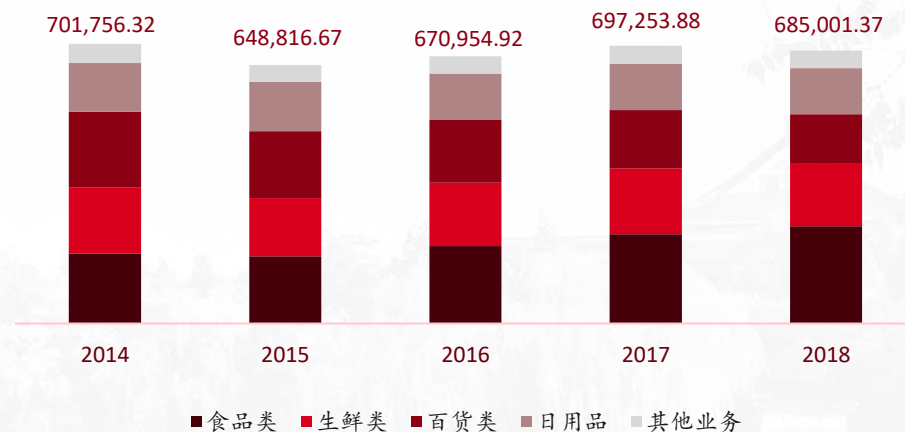
# 云南白药混改-背景介绍

参与方概况——新华都、江苏鱼跃

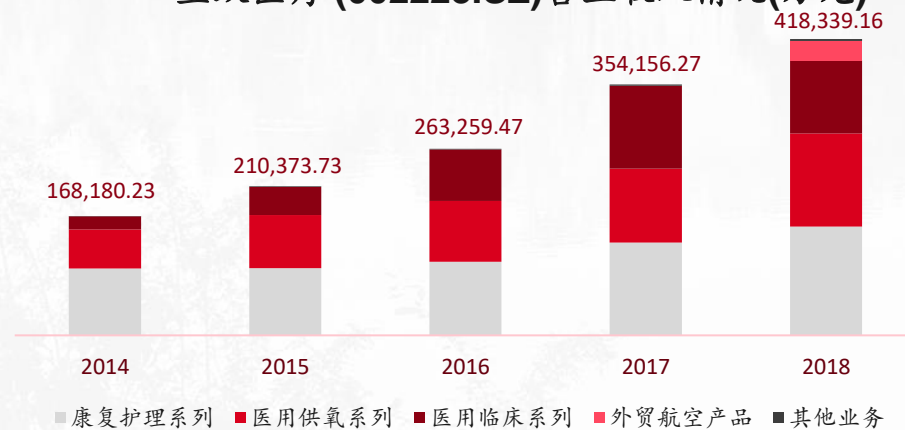
公司名称	新华都实业集团股份有限公司	 新华都
法定代表人	陈发树	
公司类型	股份有限公司（非上市、自然人投资或控股）	
实际控制人	陈发树（持股比例76.86%）	
所属省份	福建省	
成立日期	1997-12-30	
经营范围	零售业、室内外装饰，酒店业、采矿业、水电工程、路桥工程项目、房地产业、工业的投资、管理及咨询服务	

公司名称	江苏鱼跃科技发展有限公司	 让科技律动生命
法定代表人	吴光明	
公司类型	有限责任公司（自然人投资或控股）	
实际控制人	吴光明（持股比例95%）	
所属省份	江苏省	
成立日期	2007-01-17	
经营范围	电子新产品、新材料的研发和销售，企业管理咨询与服务	

新华都（002264.SZ）营业收入(万元)



鱼跃医疗 (002223.SZ)营业收入情况(万元)





# 云南白药混改-混改方案

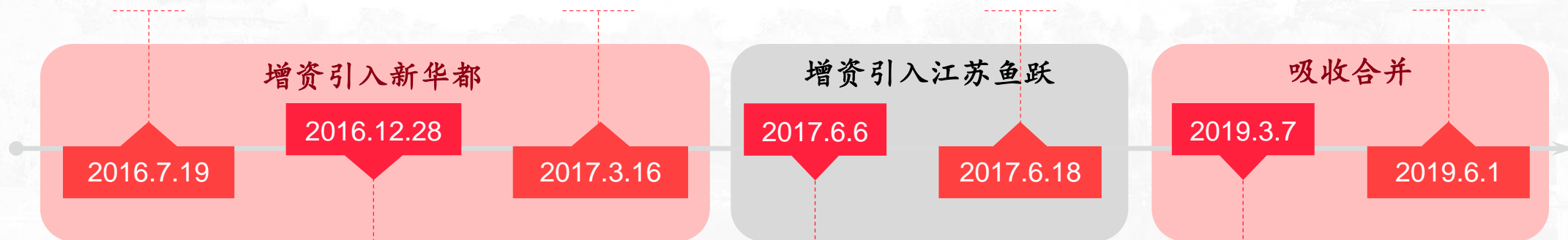
## 时间进度表

云南白药发布公告称，  
接到白药控股通知正在  
筹划与白药控股相关的  
重大事项，以推进白药  
控股展开混合所有制工  
作

完成增资引入新华都  
的工商变更登记并换  
领新营业执照

完成增资引入江苏鱼  
跃的工商变更登记并  
换领新营业执照

云南白药吸收合并白  
药控股的吸收交割日



白药控股、云南省国  
资委、新华都三方签  
订《股权合作协议》

白药控股临时股  
东大会通过增资  
引入江苏鱼跃的  
决议，白药控股、  
云南省国资委、  
新华都、江苏鱼  
跃四方签订《增  
资协议》

白药控股对新华  
都定向减资的减  
资交割日

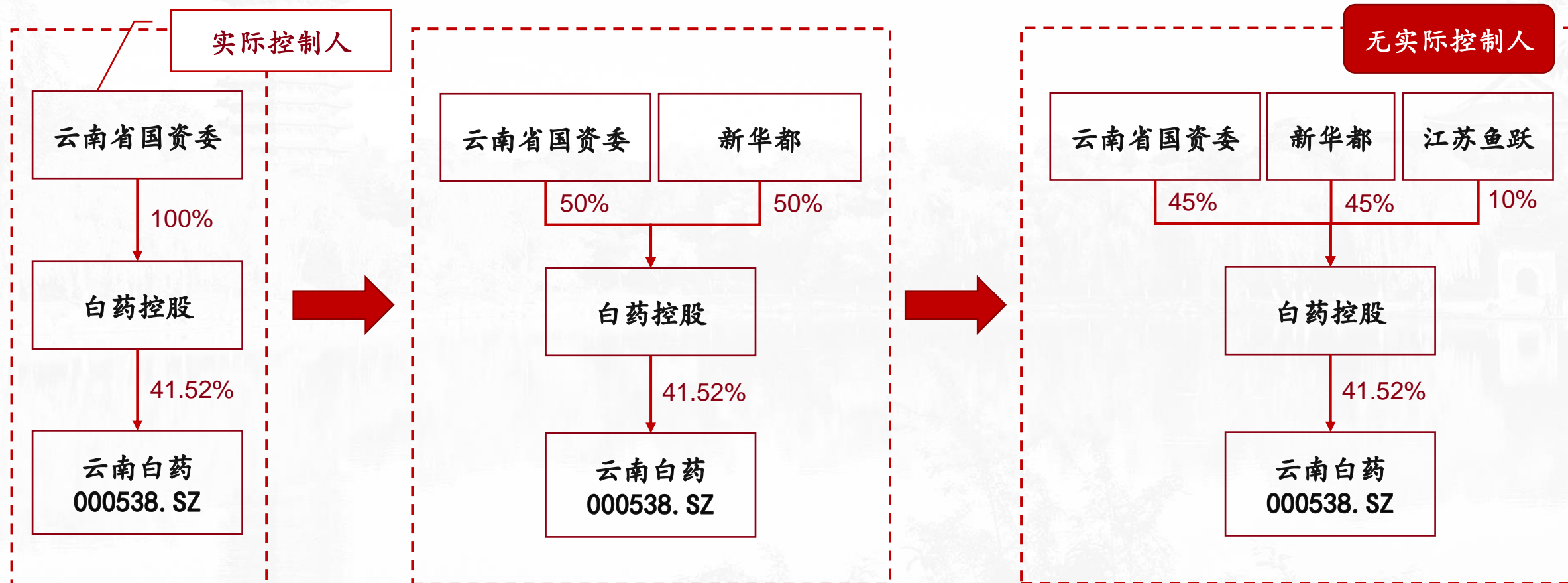




# 云南白药混改-混改方案

股权结构变动

## 第一步：白药控股进行混合所有制改革





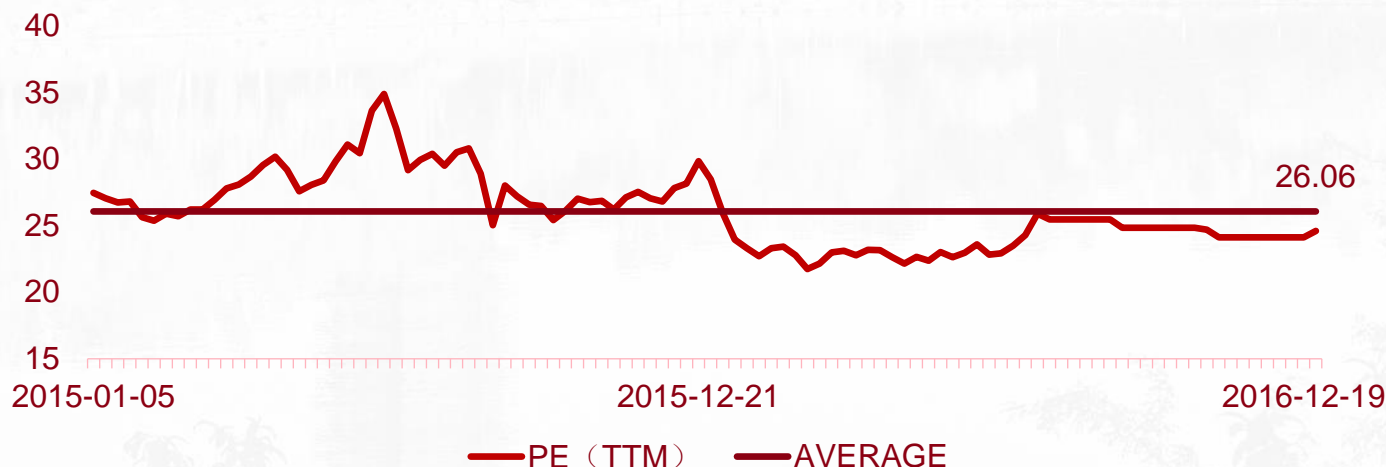
# 云南白药混改-混改方案

## 股权结构变动

### 股权定价

- 新华都单方向白药控股增资人民币**25,369,505,029.00**元，取得白药控股**50%**股权，其中，人民币**1,500,000,000.00**元计入白药控股的注册资本，人民币**23,869,505,029.00**元计入白药控股的资本公积。
- 此次对价对应云南白药上市公司整体的估值为  $(253.70 - 253.70 \times 50\%) \div 20.76\% = 611.02$ （亿元），参考云南白药2016年归母净利润**29.20**亿元，估值对应的PE大约为**20.93**，与混改前两年云南白药和2016年末同行业的市盈率水平比较，处于较合理水平。
- 从白药控股这个会计主体的估值来看，按照253.70亿元增资获得 50%股权来计算，白药控股增资前的估值即为253.70亿元，对应10.60亿元利润，其市盈率为**23.93**，考虑到此次新华都获得的是**控股公司的股权而非上市公司**，在流动性上无法与持有云南白药上市公司股票相提并论，从各个角度看都是一次定价合理且并不低估的交易。

2015-2016年云南白药（000538.SZ）市盈率变动情况



代码	证券简称	PE (TTM)
000538.SZ	云南白药	26.54
600332.SH	白云山	27.91
600085.SH	同仁堂	44.35
600535.SH	天力士	35.49
600557.SH	康缘药业	28.43
600422.SH	昆药集团	24.22
600750.SH	江中药业	23.08

数据来源：wind



# 云南白药混改-混改方案

股权结构变动

实际控制权变更

## 公司章程相关规定

## 混改后情况

### 股权

股东会决议需经全体股东中代表**1/2**以上（即普通决议）或经**2/3**以上（即特别决议）表决权的股东通过方可生效

云南省国资委和新华都各持有白药控股**45%**股权，均不及**1/2**

### 董事会席位

董事会决议应由全体董事**过半数**（即普通决议）或**2/3**以上（即特别决议）同意方可通过

白药控股董事会成员组成人数为**5**名，其中云南省国资委和新华都将各提名**2**名董事，江苏鱼跃提名**1**名董事，均占**1/2**以下



无实际控制人

### 其他相关信息

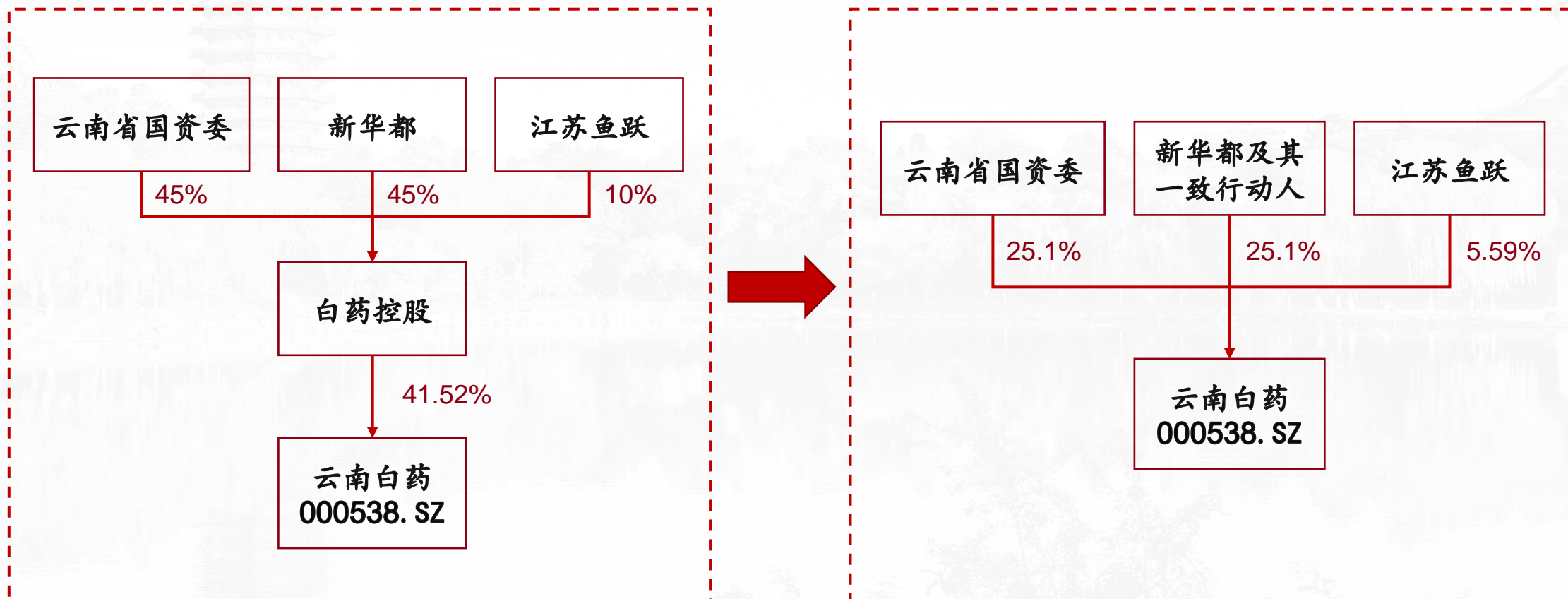
- 白药控股高级管理人员由董事会按照市场化原则聘任，均为**职业经理人**，不受股东直接约束
- 云南省国资委、新华都及江苏鱼跃不存在在股东会、董事会或经营管理层等层面的一致行动安排
- 各方均不以控制为目的谋求增持上市公司的股份，各方及其一致行动人直接或间接持有的上市公司的股份合计不得达到或超过上市公司届时已发行股份总数的**5%**
- 股权处置限制：交易各方同意，自协议生效起**六年**内，未经其他股东书面同意，不得向第三方转让、出售、赠与或以其他方式处置其持有的白药控股股权（不含股权质押）



# 云南白药混改-混改方案

股权结构变动

## 第二步：吸收合并，整体上市







# 云南白药混改-混改方案

## 股权结构变动

### 白药控股 定向减资

- 2019年3月3日，新华都实业出质的白药控股股权数额变更为**128,800**万元
- 2019年3月7日，白药控股根据《减资协议》及其补充协议约定，将**34.55**亿元减资款支付予新华都

### 吸收合并 整体上市

- 被吸收合并方白药控股100%股权扣除白药控股定向减资影响后的评估值为**5,102,796.13**万元
- 以定价基准日前20日股票交易均价作为发行价格，以**76.34元/股**计算
- 新发行股份668,430,196股，白药控股持有的云南白药432,426,597股股票被注销，实际新增股份数量为236,003,599股。

## 对上市公司控制权的影响

- 本次交易前后，上市公司均无实际控制人
- 云南省国资委和新华都及其一致行动人已做出长期股票锁定承诺，该股权结构将保持长期稳定

## 吸收合并前后云南白药股东持股情况变化

股东名称	吸收合并前		吸收合并后	
	持股数量	持股比例	持股数量	持股比例
白药控股	432,426,597	41.52%	-	-
云南省国资委	-	-	321,160,222	25.14%
新华都及其一致行动人	45,259,186	4.35%	321,160,222	25.14%
江苏鱼跃	-	-	71,368,938	5.59%
其他股东	563,713,935	54.13%	563,713,935	44.13%
总股本	1,041,399,718	100.00%	1,277,403,317	100.00%



# 云南白药混改前后对比

## 1-高管薪酬和员工持股



### 高管薪酬

#### 混改前——国企“限薪令”

- (1) 基本年薪  $\leq$  职工平均薪酬的2倍
- (2) 绩效年薪  $\leq$  职工平均薪酬的4倍
- (3) 任期激励  $\leq$  任期内年薪总水平的30%
- (4) 云南白药核心高管没有股份

#### 混改后——市场化薪酬机制

- (1) 固定薪酬=标准固薪(180w)\*岗位系数
- (2) 短期激励=公司当年净利润\*0.55%
- (3) 激励基金=(公司当年净利润-上年净利润)\*15%



### 员工持股

#### 2018年11月 《回购预案》

《关于回购公司股份以实施员工持股计划的预案》

#### 2019年1-8月 回购公司股份

回购股票3,301,001股，占总股本0.26%  
回购股份均价为74.13元/股

#### 2019年10月 《员工持股计划（草案）》

拟以3,301,001股实施员工持股计划  
覆盖13名董监高，员工472人  
授予价格37.07元/股



# 云南白药混改前后对比

## 2-公司治理



### 董事会成员

#### 混改前——第八届董事会成员

- (1) 白药控股 3人
- (2) 新华都 1人
- (3) 合和集团 1人
- (4) 中国平安 1人
- (5) 云南白药 1人

#### 混改后——第九届董事会成员

- (1) 新华都 2人
- (2) 国资委 2人
- (3) 云南白药 2人
- (4) 合和集团 1人



### 决策机制&聘任

#### 混改前——层层审批

重大决策需要层层审批  
决策流程过长，审批不确定性

#### 混改后——无实际控制人

无实际控制人，无需报国资委审批  
在竞争市场环境下迅速做出决策

#### 混改后——市场化聘任

董监高采用市场化原则聘任，采用市场化薪酬  
高管不再保留国企行政级别



# 云南白药混改前后对比

## 3-公司资产及研发变化

### 吸收合并对2018年公司资产影响

项目	交易前	交易后（经调整）	变动金额（亿元）
归母所有者权益（亿元）	197.82	362.07	164.25
货币资金和交易性金融资产（亿元）	102.82	210.08	107.27
应收票据及应收账款（亿元）	50.27	50.70	0.43
存货（亿元）	99.94	110.31	10.37
其他的流动资产项目（亿元）	19.80	53.09	33.29
非流动资产合计（亿元）	30.94	44.19	13.25

货币资金、交易性金融资产、其他的流动资产项目合计达263亿元

### 公司未来战略——内生外延共同发展



- 引进新药：骨科、伤口护理、女性
- 打造骨科医疗生态圈
- 骨科医学中心：与北京大学合作研发

### 研发费用变化

	2014	2015	2016	2017	2018
研发人员	572	649	679	701	711
人员占比	8.13%	7.96%	8.09%	8.45%	8.81%
研发费用	15864	10037	8992	8403	11030
收入占比	0.84%	0.48%	0.40%	0.35%	0.41%

2017年以前：研发投入逐年下跌，收入占比不到0.4%  
2017年以后：研发投入有所增长，增强公司竞争力

引入战略投资者为云南白药提供了充足的流动资产，为公司未来的内生和外延提供了资金支持，公司研发投入开始出现逆转性上升。





# 云南白药混改前后对比

## 4-市场表现

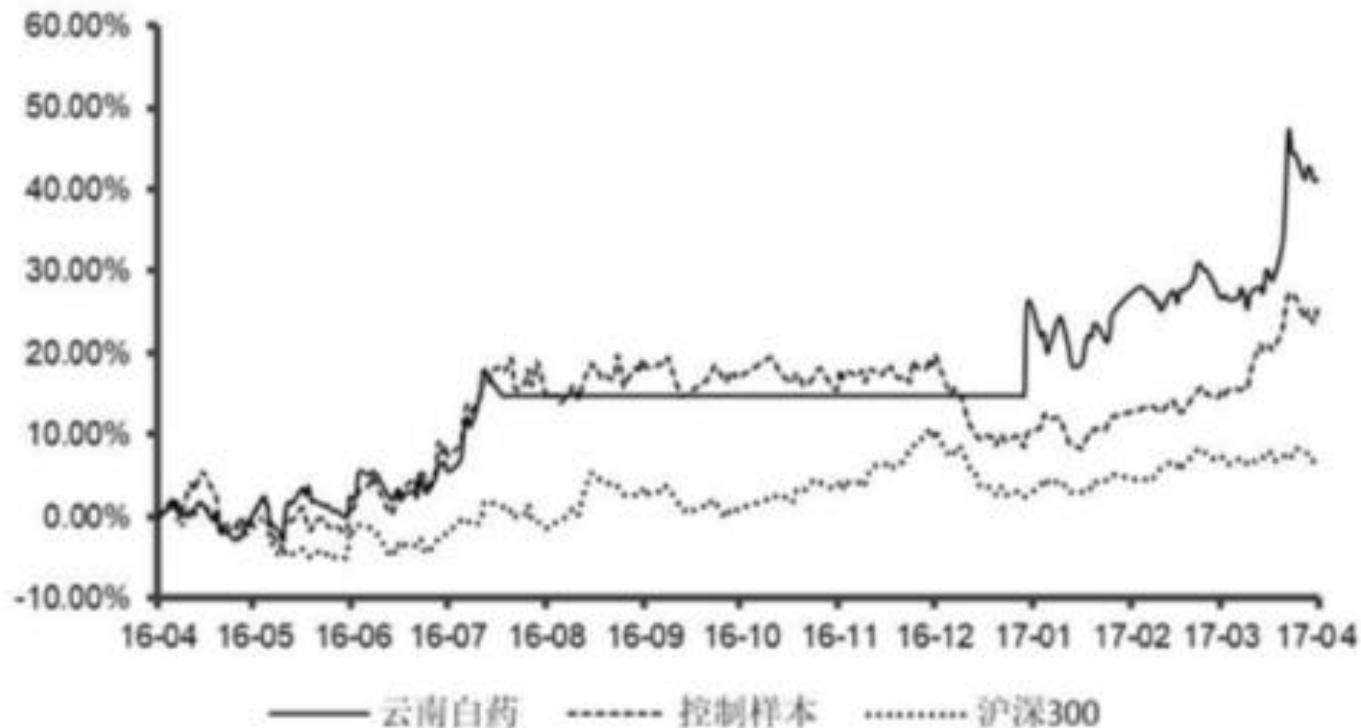


图5 云南白药的混合所有制改革超额收益

控制样本均为未进行混合所有制改革的国有医药企业  
包括：华润三九、同仁堂、白云山、江中药业、东阿阿胶



2016年4月 – 2017年4月  
控制行业效应的市场调整模型  
考虑混改实质性开展的市场效应

3

云南白药  
市场累计收益 40%  
累计超额收益 33%

2

控制样本  
市场累计收益 20%  
累计超额收益 13%

1

沪深300  
市场累计收益 7%



# 云南白药混改前后对比

## 5-财务业绩变化



2014年 – 2019年9月

总体而言并未看到混改后云南白药的财务业绩发生突飞猛进的变化，混改效应需要更长的时间窗口来检验

4

收入增长率  
下滑趋势未扭转

3

销售毛利率  
混改后逐年下跌

2

销售净利率  
19年费用控制好转

1

净资产收益率  
逐年下跌  
19年跌幅明显

	2019.9	2018	2017	2016	2015	2014
收入增长率	8.36%	9.84%	8.50%	8.06%	10.22%	18.97%
销售毛利率	29.70%	30.55%	31.19%	29.86%	30.53%	30.16%
销售净利率	16.34%	12.32%	12.88%	13.08%	13.29%	13.27%
净资产收益率	8.70%	17.37%	18.55%	20.03%	22.43%	24.86%



## 云南白药混改——思考



### 引战主体选择

为什么第一步选择白药控股？

- 上市国有企业-云南白药
  - 需要证监会审批
  - 时间成本和不确定性
- 母公司-白药控股
  - 不需要证监会审批
  - 战略投资者长期合作



### 混改效果评价

- 混改期间业绩增长停滞
  - 营收、净利增速放缓
  - ROE历史最低
- 行业地位持续没落
  - 医药工业排名下降
- 市场预期恢复理性
  - 市值逐步回归原点



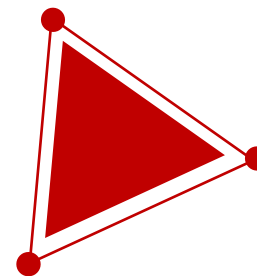
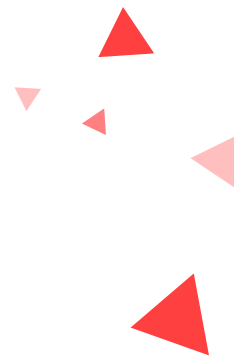
### 不达预期原因

- 新华都
  - 缺乏医药行业经验
  - 新华都业绩出现亏损
- 江苏鱼跃
  - 产品和渠道存在差异
- 无实际控制人
  - 真的能提高效率吗？

# 04

*Part Four*

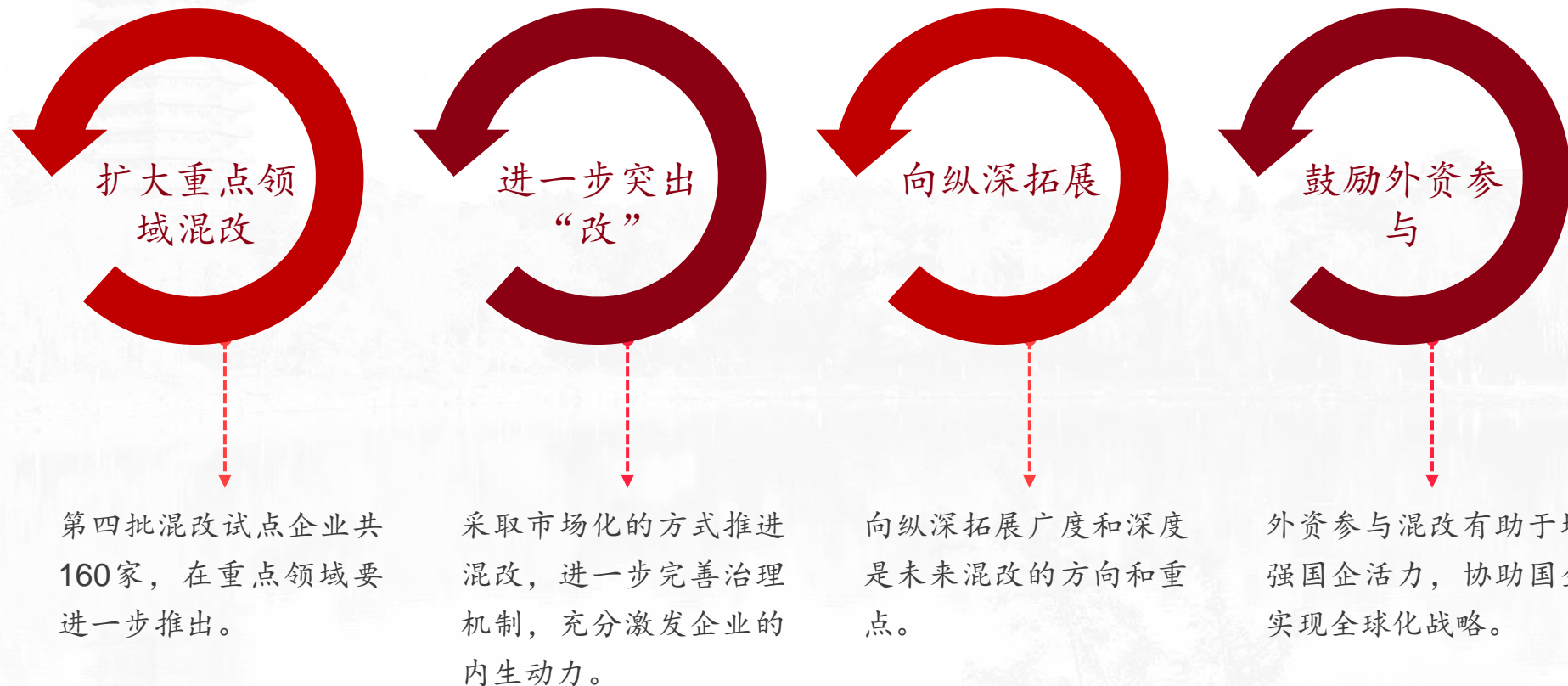
未来国企混改方向







## 未来国企混改方向



谢谢

