

学校编码：10384

学号：200415059

分类号_____密级_____

UDC_____



厦门大学

硕士学位论文

复星医药并购战略和绩效分析

The Strategy and Performance Analysis
of FOSUN Pharma's M&As

吴智锐

指导教师姓名：吴世农 教授

专业名称：工商管理(MBA)

论文提交日期：2006年05月

论文答辩时间：2006年06月

学位授予日期：2006年 月

答辩委员会主席：_____

评阅人：_____

2006年05月

厦门大学学位论文原创性声明

兹提交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。
本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士

序 言

优胜劣汰、适者生存，达尔文进化论的基本观点之一。在市场经济环境下，这也是大小企业的宿命。企业的生存竞争的方式有很多种。最令人心动的，是通过并购，吃掉竞争对手，将其甩在身后，获得未来的发展机会机会，迅速做大做强。

美国著名经济学家乔治·斯蒂格勒曾作过一个精辟的论断：“没有一个美国大公司不是通过兼并而成长的，也几乎没有一家大公司主要是靠内部扩张成长的。”对并购的憧憬，是如此之美，以致于并购浪潮般一浪接一浪涌来。从世界范围来看，每隔十到十五年就会涌起一次并购浪潮。从 19 世纪与 20 世纪之交至今，西方国家已经历过五次各具有鲜明特点的大的并购浪潮。杜邦公司、洛克菲勒、美孚石油公司、GE、美国辉瑞制药等著名企业，都从并购中获益，在各自行业中建立竞争优势，取得迅速发展。

没有事物是绝对好的，并购亦是如此。并购犹如一把双面刃。用得好则如虎添翼，公司业绩更上一层楼。操作不当则会反受其害，会吞噬公司的价值。联想收购亚信，前车之鉴。

改革开放以来，中国企业并购经历了两次浪潮：1984 年至 1989 年第一次，1992 年至今第二次。随着，我国市场化进程的不断深入和资本市场的成熟，并购重组的趋势更加明显。

MBA 的教育侧重于案例的实践。孔子曰：“我欲载之空言，不如见之于行事之深切著明也。”本文试以对复星医药上市以来的并购加以分析，对自己两年的理论学习进行一个检验，也想能够对自己今后工作有所裨益。

内 容 摘 要

尽管从 1993 年我国确立加快发展社会主义市场经济, 经过十多年, 我国经济的产业集中度、技术工艺和研发投入有很大提高。但是, 产业集中度低的问题依然没有得到根本性解决, 由此产生的研发投入能力低等问题依然严重。同时, 随着我国经济持续快速发展, 中国市场具有高成长性特点, 日益成为全球重要的消费市场。在我国加入 WTO 后, 我国市场国际化程度越来越高, 我国企业将面对国际大型企业的产品、技术、资本等全方位的竞争。从保证国家经济安全性角度出发, 我国政府在产业政策上积极引导、促进国内企业通过兼并收购来提高产业的集中度。这样的大背景, 为我国企业并购提供充分并购理由。本文以复星医药从 1999 年到 2005 年的一系列围绕医药制造为核心的发展目标的并购, 试图探索复星医药并购的产生什么样的战略效果、协同效应以及对业绩的影响。

本文在架构上分为五章。

第一章阐述了并购含义、类型及动因理论、协同效应的类型及其对财务指标的影响和并购的主要阶段。紧接着是本文的背景及研究框架。

第二章分析了复星医药并购的外部环境, 主要包括我国医药工业的产业结构现状、国家与医药行业相关的产业政策以及我国医药行业市场成长、产业集中、价格下降、国际医药企业的竞争和国际化的趋势。正是这些因素为复星医药提供并购的充分理由。

第三章主要分析了复星医药的发展历史、公司发展目标、战略、并购战略、主要的目标企业以及并购后价值链。仅从这些定性的分析来看, 通过并购复星医药构造了研、产、销的医药价值链, 具有相当的竞争力, 已成为医药行业的龙头企业之一, 在战略上是成功的。

第四章主要通过主要财务指标纵向和横向比较, 来探讨并购对复星医药的主营业务、资产、盈利能力、经营效率、期间费用以及偿债、举债能力的影响。通过财务指标的定量分析结果来看, 复星医药的并购对实现以医药制造为核心是有积极意义, 但整体业绩却是处于下滑状态。

第五章是对本文分析结果进行总结, 得出复星医药的一系列并购在战略上有助于实现其以医药制造为核心的发展目标, 从财务绩效分析来看并没有产生协同效应。最后, 本文对复星医药提出了暂缓并购活动, 加快整合的建议。

关键词: 并购; 价值链; 协同效应

Abstract

The problem that the concentricity of the Chinese industry is poor isn't still fundamentally solved though the socialism market economy has gained the great achievements. At the same time, Chinese market gradually becomes one of global main consumed markets. When China joined into WTO, the internationalization of the Chinese market increasingly heightened. It means the Chinese enterprises face all-orientation competition of lots of international groups from many aspects including product, technique and capital. Considering the national economic security, Chinese government positively leads the indigenous enterprises improving the industrial concentricity by M&A-mergers and acquisitions. Under the background, the writer studies on FOSUN Pharma's M&As for pharmaceutical manufacture business from 1999 to 2005 in details, and attempts to answer the following problems about FOSUN Pharma's M&As:

1. What strategy effects did they produce?
2. What synergetic effects did they make?
3. How did they affect the company's performance?

There are five parts in this paper.

Part 1 includes the interpretation of M&A, the types of M&A and their motivation theory, the types of coordinated effects, the processes of acquisition and so on.

Part 2 is the environment analysis of the FOSUN Pharma. It includes the industrial structure of Chinese pharmaceutical business, the industry-related laws and policy, the industrial development trends and so on.

Part 3 includes the basis information of FOSUN Pharma, the company's development goal and strategy the merger strategy, the main target enterprise, the value chain after it M&As.

Part 4 interprets how the M&As influences the financial performance of FOSUN Pharma.

Part 5 summarizes the analysis result of this paper and makes some suggestions on the company.

Key words: M&S; value chain; coordinated effect

目 录

第一章 并购综述	1
第一节 收购兼并概述	1
第二节 研究背景	7
第三节 本文研究的主要问题、意义和框架	8
第二章 复星医药环境分析	11
第一节 我国医药工业行业状况	11
第二节 国家医药管理政策及产业政策	17
第三节 我国医药市场成长性	20
第四节 医药工业行业发展趋势	23
第三章 复星医药分析	27
第一节 复星医药简介	27
第二节 复星医药发展三阶段	29
第三节 复星医药主要控股并购的医药企业	30
第四节 并购后复星医药价值链分析	36
第四章 复星医药并购协同效应及绩效分析	38
第一节 复星医药成长情况简要介绍	38
第二节 主营业务分析	40
第三节 盈利能力分析	43
第四节 经营效率分析	53
第五节 期间费用分析	57
第六节 流动性、举债能力及债务利息率分析	60
第七节 综合评分	63
第五章 结论与建议	65
第一节 本文研究的主要结论	65
第二节 建议	66
参考文献	67
后 记	69

Contents

Part 1	The General Discussion of M&A	1
Section 1	The Summarizaion of M&A	1
Section 2	The Study Background	7
Section 3	The Study Frame	8
Part 2	The Enrionment Analysis of FOSUN Pharma	11
Section 1	The Industrial Structure of Chinese pharmaceutical business	11
Section 2	The Industry-related Laws and Policy of China	17
Section 3	The growth of Chinese pharmaceuticals market	20
Section 4	The Industrial Development Trends	23
Part 3	The Analysis of Fosum Pharma	27
Section 1	The Brief Introduction	27
Section 2	The Three Development Phrases	29
Section 3	The Main M&A's Target Enterprise	30
Section 4	The Value Chain Shaped After its M&As	36
Part 4	The M&A Synergetic Effects and Performance Analysis of Fosum Pharma	38
Section 1	The Growth Introduction	38
Section 2	The Sales Stucture Analysis	40
Section 3	The Profitability Analysis	43
Section 4	The Operating Efficiency Analysis	53
Section 5	The Periodic Expenses	57
Section 6	The Liquidity,Credit Capacity, Interest Rate Analysis	60
Section 7	The Synthetical Grade	63
Part 5	Conclusion and Suggestion	65
	Peferences	67
	Postscript	69

第一章 并购综述

第一节 收购兼并概述

一、并购含义

并购也即为兼并与收购的简称，在国际上通称为“Merge & Acquisition”，缩写为“M&A”。

兼并（Merge），是指两家以上的公司组成一家公司，原有的公司的权利与义务由存续或新设的公司承担^[1] (P10-11)。通过定义，我们可以看到兼并有狭义和广义之分。狭义的兼并，最大的特点是兼并企事业通过产权交易获得目标企业的产权，其法人资格存续，而目标企业的法人资格不注销，也即为吸收兼并，可用公式表示“ $A+B=A$ ”。广义的兼并也就是新设兼并，与狭义的不同之处在于，兼并企业和目标企业的法人资格都注销，合并成立一个新的法人，可用“ $A+B=C$ ”来表示。

收购（Acquisition），是指收购企事业购买目标企业的资产或股份，也就是说可分为资产收购和股份收购两大类。并购的结构图可用表 1-1 表示。

表 1-1：并购结构

兼并与收购	兼并	吸收兼并
		新设兼并
	收购	资产收购
		股份收购

二、并购类型及动因理论

并购的分类标准有很多，如按并购公司的管理层、股东或董事会对待并购的态度，可分为善意并购和恶意并购，也可按并购后法人地位变化情况、并购双方所在的地理区域等来划分。由于企业对战略或者并购后协同效应更多的是基于产业角度来考虑，本文侧重论述以并购双方的产业联系的划分方式即横向并购、纵向并购和混合并购及三者的理论支持。

（一）横向并购

横向并购又称水平并购，主要特点是并购企业和目标企业处于同一行业或产品服务于同一市场。横向并购的理论基础有企业发展、规模经济、提高市场竞争力及提高运营效率。

1、企业发展理论

企业发展理论为，企业的持续发展是建立在不断的巩固和增强企业的相对市场地位的基础上。企业发展有两种途径，一是依靠企业自身积累扩大生产经营规模；二是外延式发展即通过并购来实现企业的快速增长。企业通过并购可以大大节省从选址到投产过程中花费的大量时间，可以短时间内使企业的产能得到迅速扩充。其次是经验曲线效应也为横向并购提供有力的支持。经验是企业长期经营过程中形成和积累下来的。经验曲线表明，在人员、生产设备、生产技术等条件不变的情况下，随着企业生产经营经验的增加，其单位产品成本会下降，具有经验的企业拥有成本上的优势。因此，横向并购不仅可以使并购企业的产能得到迅速扩充，还可获得目标企业的经验。

2、规模经济

规模经济可分为企业规模经济和生产规模经济。从生产规模来看，通过横向并购后企业可以采取两个主要的措施来降低其产品成本，一是企业可以调整企业的生产以达到最佳规模经济，二是在保持现有产品结构下可以采用更加专业化的分工和专业化的设备。

在横向并购扩大企业经营规模后，企业在很多方面的管理职能可以得到更大范围内的共享，并购企业摊到上单位产品的管理费用可以得到降低；对有些行业在向目标市场的用户提供一系列的产品或服务时，营销方面包括渠道和品牌等可以共享时，其摊到上单位产品的营销费用可以降低。对于某些高投入高风险的行业来说，规模的扩大意味着企业在研发投入的绝对数和抗风险能力得到提高。

3、提高市场竞争力

对于有些的行业，由于固定资产比重大，一些专用设备昂贵，导致退出壁垒高。横向并购可以解决过剩的或低效率的产能的退出问题，从而降低行业内的竞争程度。其次，企业通过横向并购提高其市场份额，从而在与其供应商和客户讨

价还价时处于更有利的地位，提高定价能力。

4、提高运营效率

差别效率理论认为，该理论是指如果 A 公司的管理层比 B 公司更有效率，在 A 公司并购了 B 公司后，B 公司的效率便被提高到 A 公司的水平，效率通过并购得到了提高^[2]。收购公司具有剩余的管理资源，也可认为有剩余的管理效率，通过并购可以将其剩余的管理资源转移到目标公司。也就是说，目标公司被并购的原因，是因为其运营效率低下所导致的，并购后目标公司的效率会得以提高。

另外还有一种观点认为，全能型企业就像古董一样稀少，并购公司在某方面如生产的经营效率高，而目标企业在营销方面具有丰富的经验，两者合并，可以产生互补，取得更好的经营绩效。联想收购 IBM，也就是出于这个意图。

（二）纵向并购

纵向并购的特点在于，并购企业之间的关系是处于产业上、下游关系，在理论上最主要的支持者为交易成本理论。

交易成本主要包括获得有效的市场信息的成本、计价还价成本和监督履约成本。当企业内部交易较通过外部市场交易而言可以节约成本时，企业就有内部一体化的动力。决定交易成本的因素是资产专用性。资产专用性越高，潜在的外部市场交易费用就会越大。影响资产专用性的因素有，一资产本身的专用性，二选址专用性，三人力资源专用性。企业纵向并购的意义，在于获取处于其上游或下游企业的专用性资产，节约其采购费用或销售费用。

另一种说法解释对于企业进行后向并购的动因。供应品企业如果是有效率的，其供应品在质量和成本方面是有竞争力的，就有可能成为被并购的目标企业。并购企业基于保持其生产的连续性或降低成本等目的，都会产生后向并购的冲动。对于某些行业，并购企业通过后向并购实现一体化，有利于降低生产成本。另外，与横向并购一样，纵向并购也会产生企业规模经济。

（三）混合并购

混合并购是并购企业与目标企业分别处于不同的产业或者不同的市场，并且它们之间没有特别的生产技术联系。混合并购相关的主要理论有降低收益波动风险、获得目标企业的组织资本和公司资本以及麦肯锡业务构成理论。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

廈門大學博碩