



近年来,海尔正以高成长的良好业绩,大踏步地走向世界。海尔集团总裁张瑞敏2001年底在中国企业信息化现场会上透露:海尔在包括采购、制造、营销、品牌、资本在内的5个全球化中,只有资本全球化还没有解决。然而当人们近观海尔集团这个近乎全封闭的经济王国,考察支撑海尔高成长的资本运作时,却宛如进入一座迷宫。

进入海尔资本迷宫最便捷的通道莫过于进入上市公司青岛海尔,它毕竟有许多公开的信息摆在我们面前。

作为海尔集团最重要的一个资本流入口,青岛海尔的资本应该说主要来自社会公众股东。青岛海尔上市迄今9年,历经5次融资,从社会公众股东吸入资本超过35万元。

此外,根据青岛海尔临时股东大会的决议和授权,公司董事会积极着手申请发行不超过25.8亿元的可转换债券。申请材料正处于审核程序之中,如果公司如愿以偿,其从证券市场的融资额将迅速增加到61.5亿元之巨。

那么,青岛海尔的资本主要流向了何方?

海尔资本流动之谜

◎ 何晓晴

大手笔收购集团资产

从青岛海尔公开披露的信息得知,在最近两次大规模融资和拟融资活动中,有近30亿元社会公众股东的募集资金,以(或将以)资产收购的形式流入了海尔集团。

收购章丘海尔

青岛海尔利用募集资金对海尔集团资产的收购始于1999年。这年7月28日,青岛海尔在1999年度配股说明书中,公告了收购章丘电机厂项目(章丘海尔)的

有关情况。章丘电机厂为集体所有制企业,主要从事小型电机的生产,可为公司提供配套。章丘海尔原实收资本1080万元,收购前海尔集团已经取得章丘电机厂的全部股权。该厂1998年度实现销售收入8488.2万元,利润总额114.4万元,净利润65.2万元。公司以章丘电机厂经评估的1998年12月31日为基准日的净资产4235.2万元为收购价格,全部用募集资金支付。收购完成后,公司承担该厂的全部债权债务。

2001年章丘海尔主营业务收入20733万元,利润总额358万元,但未披

露这一年度的净利润数据。按1998年的数据推算,2001年净利润在200万元上下。这样,公司要收回对章丘海尔的投资大约需要20年左右的时间,显然是一项不划算的收购。

20亿元巨资收购海尔空调股权

2000年,青岛海尔对海尔集团资产的收购突然巨增。这年9月12日,青岛海尔发布了由上海证联投资咨询服务有限责任公司出具的收购青岛海尔空调器有限总公司(海尔空调)股权的独立财务顾

间报告。报告称,海尔空调主营空调器、家用电器、制冷设备制造、销售等业务,具有多项世界领先技术,据中怡康经济咨询公司统计,海尔空调在国内市场连续5年名列全国1000家大商场销量第一,出口额连续3年增长速度居全国之首。海尔空调是我国技术水平最高,规格品种最多,生产规模最大的家用空调生产基地之一。

本次股权收购有别于章丘海尔以净资产值为收购基准价的做法,而采取市盈率定价法。独立财务顾问报告称这种做法符合国际惯例。

按照经济学原理,一项资产的价值应该是该资产的预期收益的现值或预期收益的资本化,预期收益的资本化可以转化为市盈率评估法。本次股权收购价格为以海尔空调2000年度盈利预测的净利润乘以6.25倍市盈率,再乘以74.45%(计算结果向下精确到亿元整数倍)。经收购方和出售方认可的山东汇德会计师事务所审核的海尔空调2000年度盈利预测的净利润为4.38亿元,按前述定价方式决定最终的收购金额为20亿元。

巨额收购资金从何而来?当然是指望社会公众股东。

2001年1月9日,青岛海尔公募增发1亿股人民币普通股,原计划融资20亿元(含发行费)。公司在《2000年度公募增发招股意向书》中声称,本次发行的募集资金净额将用于收购海尔空调74.45%股权。结果,增发价定为每股18元,共募集资金18亿元,扣除发行费用5180.26万元后净额为174819.74万元,公司通过自筹补足2.5亿多元的收购资金缺口。

2001年1月21日,青岛海尔作为股权受让方将与青岛海尔投资发展公司(海尔投资,股权转让方)就收购海尔空调74.45%股权事宜签署的《股权转让合同》项下的股权转让款项共计20亿元一

次性支付给股权转让方。本次股权转让完成后,连同原已持有的25.50%的股权,青岛海尔合计持有海尔空调99.95%的股权。就这样,20亿元现金流入了海尔集团的金库。

2000年9月12日,山东汇德会计师事务所有限公司盈利预测审核报告发布

另外,巨额收购海尔空调后留下了14.5亿多元投资差额,要分10年摊销。其中2001年2—12月摊销合计1.3294亿元,从而造成2001年公司投资收益为-1.06亿元、从2002年起每年要摊销1.45亿元。由于新收购的海尔空调所得税率为33%,青岛海尔在收购合并收入的

表1 海尔空调盈利预测审核报告相关数据和实际数据

	审核报告2000年 盈利预测(亿元)	2001年度(亿元)		
		审核报告盈利预测	实际数字	实际/预测
主营业务收入	53.6683	68	57.2785	84.23%
主营业务成本	34.9790	46.24	47.6044	102.95%
主营业务利润	18.4102	21.40	9.4868	44.33%
利润总额	5.1704	6.3277	6.1571	97.30%
净利润	4.3892	5.3785	4.1253	76.70%

了海尔空调2000年盈利预测(具体数字见表1)。报告称,青岛海尔用20亿元的代价收购具有如此强大盈利能力和较好成长性的公司股权是公允、合理的,投资收益率可达16.3%、不仅不会对青岛海尔及其股东利益造成损害,还可为其带来丰厚的回报。

但实际上,2001年,海尔空调净利润与预测数的悬殊巨大(实际数字见表1)。根源是山东汇德会计师事务所有限公司的盈利预测审核报告将海尔空调的所得税率算成了15%。然而,海尔集团内所得税率因企业不同而不同。包括海尔空调在内的其他公司的所得税率为33%。为什么在盈利预测时要把本来是33%的所得税算成是15%?因企业所得税率对净利润影响极大,而市盈率定价法又与净利润预测关系极为密切,净利润预测越高,集团资产的身价也就越高,上市公司收购就要花更大的价钱。除此之外,恐怕很难找到更合理的解释。

同时,税收也由原不足5000万元上升到2001年的2亿元。由此可以看出,青岛海尔收购海尔空调,虽说使其增加了大量收入,但最终转化为净利润的不多。

收购其他集团资产的计划

青岛海尔拟发行的25.8亿元可转债中,有9.9亿元将用于向海尔集团或海尔投资收购贵州海尔电器(59%)、武汉海尔电器(60%)、顺德海尔电器(60%)、青岛海尔空调电子(75%)、合肥海尔空调器(78%)、合肥海尔洗衣机(80%)等项资产。其中,拟收购的武汉海尔总资产5.57亿元,净资产却只有5481万元,2001年7月底的可分配利润是-775万元,而评估后的净资产竟有11576万元,青岛海尔将出资6945万元接受海尔集团持有的武汉海尔60%的股权。▶▶

红利分配的巨大反差

从严格意义上说, 红利作为上市公司对股东的回报, 不能算做资本流出, 但它毕竟减少了公司的净资产。从上市公司获得红利, 对社会公众股东来说虽然不足挂齿, 但对海尔集团而言, 却是重要的现金来源渠道之一。

青岛海尔上市后共进行了 7 次红利分配, 社会公众股东累计获得现金红利 32833.41 万元, 为投入资本的 9.20%, 他们的投资平均回收时间长达 10.87 年。

海尔集团在青岛海尔上市前的总投入为 10498.04 万元。从青岛海尔上市以来未所进行的 7 次红利分配中, 海尔集团及其变形企业电器国际共获得现金红利 46108.46 万元, 它们的投资回报率高达 439.21%。这大概可以说明, 青岛海尔上市以来, 为什么差不多每年都要派发现金红利。

金蝉脱壳： 海尔集团向电器国际注资

随着资产的迅速膨胀, 海尔集团将资本逐年注入一家让人感觉很奇怪的公司。

1997 年初, 海尔集团持有青岛海尔 17872.9739 万股, 占公司总股本的 54.74%。这一年, 通过集团内部重组, 筹建了海尔洗衣机股份有限公司 (海尔洗衣机), 注册资金 3.03 亿元; 是年 12 月 26 日, 海尔集团将其在青岛海尔 20.01% 的股权注入海尔洗衣机, 股权转让后海尔集团持有青岛海尔 14795.688 万股, 占公司总股本的 35.09%; 海尔洗衣机持有青岛海尔的股份为 8439.1781 万股, 占公司总股本的 20.01%。

1998 年, “海尔洗衣机股份有限公

司”变更成了“青岛海尔洗衣机有限公司”。此时投资者才知道, 海尔洗衣机为海尔集团的控股了公司, 海尔集团占其股份的 90.09%。在 1999 年年报中, 作为青岛海尔的第二大股东“青岛海尔洗衣机有限公司”的名称又变更为“青岛海尔电器国际股份有限公司” (电器国际), 海尔集团对其控股程度进一步提高, 从 90.09% 增加到了 93.09%。

2001 年 8 月 2 日, 海尔集团与电器国际又一次签订《股权注资合同》, 前者将其持有的青岛海尔 14.71% 的法人股股权注入电器国际作为对其增资。并依据公司经青岛天和资产评估有限责任公司评估后的每股净资产值 7.262 元 (以 2001 年 3 月 31 日股本计), 及电器国际经评估后的每股净资产值 2.525 元折成海尔集团对电器国际的持股。本次股权注资完成后, 电器国际持有青岛海尔的股份增加到 23885.8227 万股, 持股比例 29.95%, 成为青岛海尔第一大股东; 海尔集团持有青岛海尔的股份减少到 9572.3845 万股, 持股比例 12%, 成为青岛海尔第二大股东。

电器国际法定代表人为张瑞敏, 注

册资本为 63193.06 万元。电器国际的控股股东为海尔集团, 其法定代表人也是张瑞敏, 注册资本为 31118 万元。可以看出, 作为母体的海尔集团资产规模越来越小, 而从海尔集团脱胎而出的电器国际资产规模却越来越大, 但由于海尔集团持有电器国际 93.44% 的股份, 因此, 海尔集团直接及间接合计持有青岛海尔 41.95% 的股份。

无论股权关系如何发生变化, 海尔集团一直牢牢控制着青岛海尔。

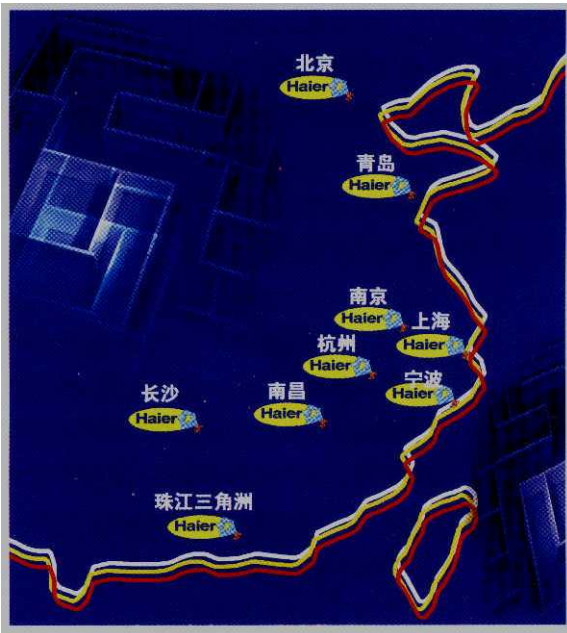
全封闭的资本运营王国

多年来, 海尔集团资本流入与流出一直处在“良性循环”之中, 这要归功于海尔集团在海尔系内部营建了一个完全封闭的资本运营王国。在这个王国里, 作为上市公司的青岛海尔的所谓“三分开”实质上并不存在。

在青岛海尔 1998 年年报中, 首次出现了“海尔集团资金结算中心”。这一年, 青岛海尔发生了对该结算中心的借款, 青岛海尔称是其控股股东海尔集团为加强下属企业资金管理, 而向建设银行青

岛市高科园支行统一借入并分配给各下属企业使用, 同时, 按原借款利率向各下属企业代收利息。1998 年末, 青岛海尔短期借款余额比 1997 年末增加 41.13%, 主要是向海尔集团资金结算中心等筹措流动资金增加所致。

正是由于有了一个完全封闭的资本流动王国, 作为上市公司的青岛海尔在会计处理上便有了上市公司所不曾拥有的得天独厚的条件。比如关联企业之间每年数以亿计的应收款和应付款可以一抵了之,



原本需要进行详细信息披露的关联交易也可一笔轻松带过,其中掩盖了多少鲜为人知的内幕? 1997年底,海尔集团清理内部往来,青岛海尔同时抵消应收关联公司款和应付关联公司款33784.76万元;1998年底,以同样方式抵消23791.77万元;

2000年以来,青岛海尔加大了与海尔系内部有关部门签订生产经营各个环节的种种合同,青岛海尔的采购、配送与销售几乎全部通过海尔集团下属的42家工贸公司进行,几乎100%依赖于集团。就这样,海尔集团所形成的滴水不漏的

2001年,海尔以1.2亿美元购买国内证券公司和银行的股票,还与法国国家巴黎银行联合成立了中国第二家合资投资银行。2001年,海尔出资2400万美元和纽约人寿保险公司成立了各占50%股份的合资保险公司,在国内开展寿险业务。

外界很难理解海尔是如何依赖其在中国的利润来为海外扩展提供资金支持的,因为所有这些都需要强大的资本流。一位美国顾问说:“他们在国际上的现金流一定是负数,他们必须从中国公司抽调资金”。当然,具体如何进行资本运作,外界不得而知。海尔在北京的一位美国零售顾问说:“海尔是个谜。”

“海尔之谜”的核心是前文提到的海尔集团与青岛海尔之



1999年底抵消34362.26万元;2000年底抵消27718.74万元;2001年底抵消54337万元。

同样,青岛海尔的运输服务由集团下属企业包揽。海尔集团所属的海尔运输公司为青岛海尔提供运输服务,1996年支付运输费用303万元,1997年支付423万元,1998年度支付318万元,1999年度未支付运输费用,2000年度支付运输费用猛然增加到3878万元,2001年度支付运输费用更是高达9100万元。虽说随着生产规模的扩大,运输量在增多,但不至在两个年度之间发生10倍乃至30倍的突变。这只能说明,集团可以根据需要在内部任意调节这种费用的支付。

封闭式营运系统,将全部的现金流都控制在集团的资金结算中心或财务中心。海尔系统内部的利润分配就全在海尔集团的掌握之中。

资本最终流向何方

现在,海尔的触角正向全球延伸。在过去的6年里,海尔在菲律宾、伊朗、美国南卡罗来纳州卡姆登开设了13家海外工厂。海尔新的美国总部坐落在美国的心脏地带曼哈顿中心商业区,海尔耗资1450万美元买下了格林威治储蓄银行的大楼。

这两年,海尔还突击进入了金融业。

间的第三者——电器国际。据称,海尔在太平洋保税区岛屿上曾注册了一家“壳”公司,这家公司的名称也是电器国际,它的法人代表应该是张瑞敏。随着海尔集团的资产不断向国内的电器国际转移,在今后的某个时候,海外的电器国际有可能实施反收购,向海尔集团收购其持有的国内的电器国际绝大部分股权。到那时,海外的电器国际就有可能成为海尔王国的国王了。它也有可能在海外上市,直接面向全球投资者募股。也许到那时,海尔集团的资本全球化最终将得以实现。■

(作者单位:粤港信息日报)