

宝能启示录

导读：2017年2月24日保监会发布消息称，保监会对前海人寿进行现场检查时，发现其存在虚假材料、违规使用保险资金等事实，并给予姚振华撤销任职资格并禁止进入保险业10年的处罚，此事基本广泛关注的宝万之争拉下帷幕。宝万之战中，宝能、华润、安邦、恒大等纷纷卷入战局，剧情多次转折、高潮迭起。宝能是这场争夺战的主角，本文就围绕资金对宝能这个角色进行深入的分析。

一 宝能的起家

坊间有传姚振华卖菜起家，调侃起姚振华的出身。其实姚振华是正儿八经的名校毕业（广东Top2）院校毕业，1992年开始工作，1997年开始成立自己的公司，从事蔬菜物流配送，这也就是姚振华为称为卖菜的原因。从这点来看，姚振华从打工仔到当老板只花了不到5年的时间，事业上十分成功。英雄不问出身，笔者遇到过不少潮汕籍的朋友，其聪明伶俐又吃苦耐劳之精神令笔者深感敬佩和恐惧。姚振华事业步入新的阶段是其介入深圳深业物流集团的经营拆分，下面仔细分析这一过程。

深圳深业物流集团开始是深圳深业集团控股子公司，而深圳深业集团是深圳市属国有企业，因而深圳深业物流也是国有企业。

2003年1月，宝能投资拿下了深业物流集团25%的股权，宝能投资第一次出现在深业物流集团股东名单中。此外，股东名单中，还包括第一大股东深业控股有限公司51%，深圳市众力一投资有限公司19.24%，深圳国际信托投资有限责任公司2.28%。



在2003年3月众力一投资股份有限公司把其所持有的19.24%股份转给深圳钜盛华9.24%和深圳银通投资10%的，后者亦是宝能所控股公司。2003年3月份公布的信息来看宝能对深圳深业物流的股权达44.24%。



2004年深圳国际信托转让其所持有的2.28%的股份，自此宝能对深业物流的控股到46.52%。



2006年，姚振华出任深业物流集团总经理和副董事长，姚建辉任董事兼任副总经理，董事增加夏德明等宝能系人马。2006年，深业物流集团走向了分裂。2006年6月18日、12月11日举行两次股东大会之后，深业物流集团资产大致按照股权最后分配的资产中，深圳控股获得全部金融投资股权，物业资产获得深业物流大厦50%股权，宝能集团方面获得深业物流集团商誉、名字使用权，无法确定所有权的若干资产，以及部分土地。

数据来源：深圳市市场监督管理局、环球老虎财经

环球老虎财经和财新网均表示,宝能集团一方面获得了深业物流集团老牌子的使用权和无法确定所有权的若干资产,同时在既定资产分配过程中,获得的多数为土地和房屋,这在之后获得了快速升值,该部分资产获得近百亿的升值,这笔投资是相当成功的。此后,凯诚恒信仓库、粤商物流、深粤控股、华南汽车交易中心等公司都作为深业物流子公司而逐步成立。2012年这些深业物流的子公司成立前海人寿,前海人寿后来在资本市场掀起一股巨浪。可以说,入股深业物流,分拆资产获得巨大回报奠定了宝能的家底,也说明了宝能拥有非常良好资本运作基因。

二 宝能的资本运作模式

很多人以为宝能是一家地产公司,事实上宝能是一家金融投资公司。知名资产投资公司上善若水的侯安扬老师的团队对宝能的资本运作模式进行了深入详细的研究,指出宝能的资本运作方式就是所谓的地产+保险模式。

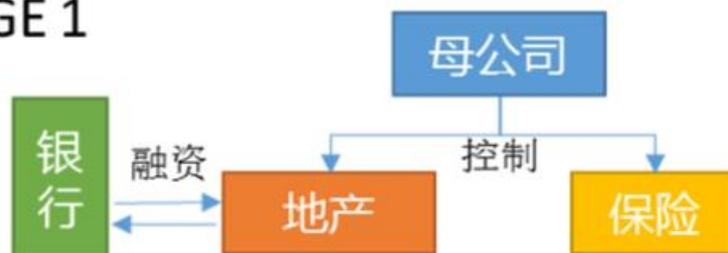
2.1 地产+保险模式介绍

众所周知房地产是高负债行业,对资金极其饥渴,而相反,保险公司则坐拥大把资金,一个缺资金一个则坐拥大把资金,所以保险与地产的结合则是天作之合,这种模式本身没什么问题,只是实践中对冒险家投机者有巨大的诱惑力。事实上保险也是高杠杆运营的,基本上就是7-14倍的杠杆,通常都差不多10倍。以中国人寿为例,它2.3万亿的总资产,却只有不到3000亿的股东权益。一般而言保险公司的盈利可以分为两部分:(1) 保费覆盖成本部分(将来赔付+销售费用), (2) 投资收益。国外的保险业竞争激烈, (1) 经常为负数,或勉强为正, (2) 中的收益才是大部分保险公司的真正收益的来源, 保险公司收取了投资人的保费后,在将来时间给投保人附有赔付的责任,这种赔付的责任发生与收取保费存在时间差,这些资金巴菲特称之为“浮存金”,具有长期信、低成本性。保险公司利用这些长期低成本的资金进行资产投资,才是保险公司的利益主要来源。

国内保险公司定价趋同,保险公司两端收益均可以获得。如果保险公司拥有的是长期低成本的资金,投资于房地产追求稳定可靠的回报,这本身没什么问题,但是保险公司的盈利被个别公司玩残了,当成自己公司的提款机。因为保险公司广泛资金来源的特点,很多人有把保险公司当作融资平台的冲动,宝能差不多就是这种类型。下面就是地产+保险这种模式玩法如下:

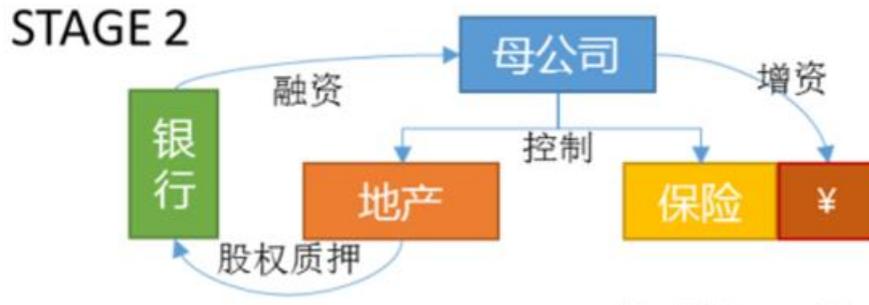
1. 拥有一块地产+保险牌照
地产公司注册一家保险公司,钱不是问题

STAGE 1

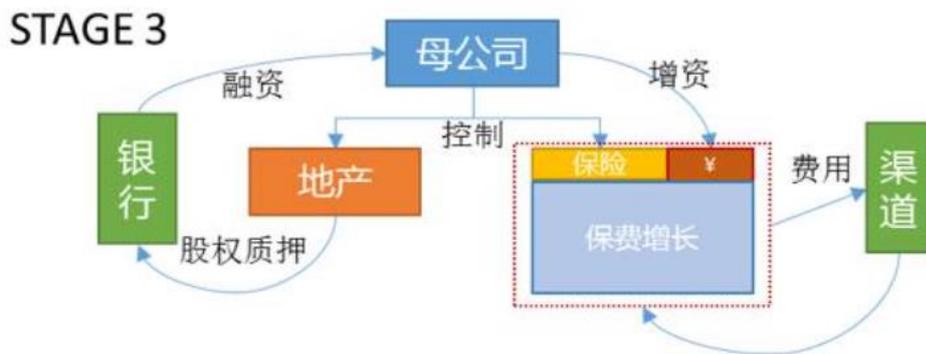


2. 拿物业去抵押,增加保险公司的资本金
保险公司也是高杠杆的生意,通常大于10的杠杆,保监会又有确保偿付能力充足率

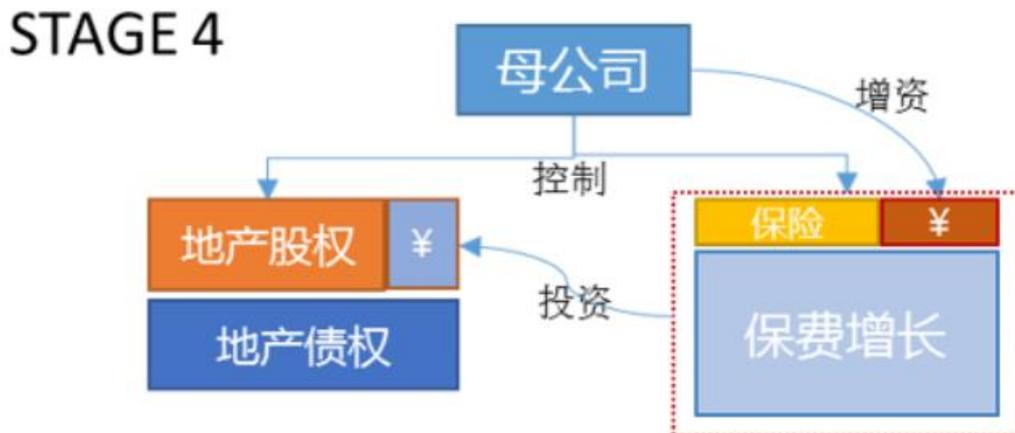
不低于 100% 的规定，业务的扩张需要资本金快速补充。



- 高佣金找银行卖保险，找同行买保单
有了注册资本（将来可能还有资本公积），就可以找银行来卖保险啦，银行是国内金融产品的销售渠道之王。但是作为新入的小保险公司，一般通过高佣金出售保险，从这种意义上的保险与理财产品无异。此外，还可以通过互联网渠道卖给不明真相的散户。



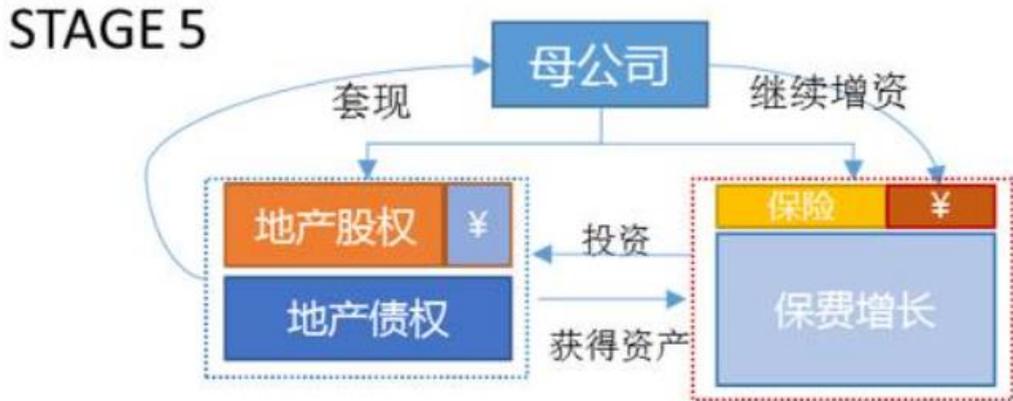
- 把资金投入地产业务中
从第三步的分析中，这种“保费”的成本不低，对投资端的收益有很大的需求，高风险高收益，房地产行业当然是不错的选择。其实保监会对保险公司资金的运用是有要求的。根据保监会 2014 年 4 月发布《中国保险监督管理委员会关于修改〈保险资金运用管理暂行办法〉的决定》，规定保险资金可以投资于银行存款，股票（不超总资产 30%）、债、证券投资基金份额等有价值证券，不动产（不超总资产 30%），境内未上市企业股权等资产。除直接投资外，保险资金可以设立私募基金，通过信托、基金等通道投资于各类资产管理计划。事实上，保险公司可以通过资产管理计划绕开监管。不得不说城里人太会玩啦。



5. 回到循环的第一步

通过上述步骤,其实已经可以大大的解除房地产业务的资金约束了。如果还嫌慢,那保险公司可以直接把地产项目买过来,这样房地产业务端就能变现并产生利润,可以拿这个钱进一步增资保险公司,进入下一轮循环了……

更牛的是,即使房地产不产生利润也没关系。只要保险有源源不断的资金续上来,就可以实现不停接盘前面烂项目。这个就是保险公司具有高杠杆特性带来的,1块投入资本可以撬动10块的资产,谁TM的说世界上没有永动机呀。



上图来源上善若水

2.2 宝能与前海人寿关系

通过以上分析,这种变异的地产+保险模式实质上是地产公司的融资方式,真尼玛有创意呀。我们可以以前海人寿为例:

股东	期末余额		期初余额	
	期末余额	股权比例 (%)	期末余额	股权比例 (%)
深圳市钜盛华股份有限公司	4,335,000,000.00	51.00	900,000,000.00	20.00
深圳市深粤控股股份有限公司	1,700,000,000.00	20.00	900,000,000.00	20.00
深圳粤商物流有限公司	1,683,000,000.00	19.80	891,000,000.00	19.80
深圳市凯诚恒信仓库有限公司	391,000,000.00	4.60	884,250,000.00	19.65
深圳市华南汽车交易中心有限公司	391,000,000.00	4.60	672,750,000.00	14.95
深圳市健马科技开发有限公司			152,000,000.00	3.38
广州立白企业集团有限公司			100,000,000.00	2.22
合计	8,500,000,000.00	100	4,500,000,000.00	100.00

2015年前海人寿信息披露报告

由上图明显得知,前海人寿由钜盛华控制,而钜盛华则由宝能控股,前海人寿亦是宝能旗下子公司。

(b) 本公司的子公司情况：（金额单位：人民币万元）

子公司名称	子公司类型	企业类型	注册地	法定代表人	业务性质	注册资本	持股比例(%)	表决权比例(%)	组织机构代码
惠州宝能丰置业有限公司	全资子公司	有限责任公司	惠州市博罗县	梁欢蓉	房地产开发	63,154.96	100.00	100.00	05681686-9
韶关德丰源投资有限公司	全资子公司	有限责任公司	韶关市仁化县	孟莉莉	房地产开发	78,852.27	100.00	100.00	08263186-8
前海保险销售有限公司	全资子公司	有限责任公司	深圳市南山区	陈琳	保险销售	5,000.00	100.00	100.00	07437711-8
前海世纪保险经纪有限公司	全资子公司	有限责任公司	深圳市南山区	曹海燕	保险经纪	5,000.00	100.00	100.00	08839593-1
前海保险公估有限公司	全资子公司	有限责任公司	深圳市南山区	李明	保险公估	5,000.00	100.00	100.00	09383298-0
深圳市前海幸福之家投资管理 有限公司	全资子公司	有限责任公司	深圳市前海深港 合作区	陈莹	房地产开发	78,511.36	100.00	100.00	30610459-0
西安市前海置业有限公司	全资子公司	有限责任公司	陕西省西安市	陈莹	房地产开发	54,600.00	100.00	100.00	31114655-X
广州市乐悦投资管理有限公司	全资子公司	有限责任公司	广州市增城石滩 镇	孙磊	商务服务业	192,000.00	100.00	100.00	34744012-8
深圳前海创智港投资有限公 司	全资子公司	有限责任公司	深圳市前海深港 合作区	孙磊	房地产	261,002.51	100.00	100.00	31935914-6
深圳前海恒轩投资有限公司	全资子公司	有限责任公司	深圳市前海深港 合作区	王余生	房地产	550,000.00	100.00	100.00	31939204-2
深圳前海冠昇投资有限公司	全资子公司	有限责任公司	深圳市前海深港 合作区	孙磊	房地产	170,000.00	100.00	100.00	32657408-X
北京承同瑞博管理咨询有限 责任公司	全资子公司	有限责任公司	北京市朝阳区	孙磊	房地产	5,305.69	100.00	100.00	07168521-1
北京融锡星维管理咨询有限 责任公司	全资子公司	有限责任公司	北京市朝阳区	孙磊	房地产	7,991.16	100.00	100.00	07168565-X
北京融德星维管理咨询有限 责任公司	全资子公司	有限责任公司	北京市朝阳区	孙磊	房地产	7,972.14	100.00	100.00	07168538-5
北京融峰星维管理咨询有限 责任公司	全资子公司	有限责任公司	北京市朝阳区	孙磊	房地产	7,938.34	100.00	100.00	07168595-9
北京融华星维管理咨询有限 责任公司	全资子公司	有限责任公司	北京市朝阳区	孙磊	房地产	8,069.98	100.00	100.00	07168544-9
北京融惠星和管理咨询有限 责任公司	全资子公司	有限责任公司	北京市朝阳区	孙磊	房地产	7,783.00	100.00	100.00	07168526-2
北京融鑫星维管理咨询有限 责任公司	全资子公司	有限责任公司	北京市朝阳区	孙磊	房地产	7,303.16	100.00	100.00	07168572-1

2015 年前海人寿信息披露报告

根据 2015 年前海人寿的信息披露报告，前海人寿大量涉入地产行业，子公司中有大量的地产公司，真尼玛开保险的房地产公司的呀。根据 2014 年前海人寿的审计报告（下图），前海人寿的长期股权投资主要投资给了关联企业，而且大部分的持股比例都为 49%，这样一种明股实债的方式进行投资，可以确认项目带来的投资收益，却无需合并子公司的负债，为保险公司的报表带来良好的利润，同时这也是接盘宝能地产业务很好方式哟。

资产	2014 年	2014 年
长期股权投资	2,497,409,667.99	1,269,110,150.93

2014 年前海人寿审计报告

2、 2014 年 12 月 31 日，本集团及本公司对联营企业投资分析如下：

项目	本集团及本公司	
	期末余额	期初余额
佛山市宝能投资有限公司	376,143,565.15	203,307,380.15
宝能世纪有限公司	937,707,151.29	
宝能酒店投资有限公司	1,183,558,951.55	1,065,802,770.78
合计	2,497,409,667.99	1,269,110,150.93

上述被投资单位亦是本公司的联营企业。本公司的持股比例及表决权比例如下：

被投资单位	本公司持股比例 (%)	本公司表决权比例 (%)
佛山市宝能投资有限公司	49.00	49.00
宝能世纪有限公司	49.00	49.00
宝能酒店投资有限公司	40.00	40.00

2014 年前海人寿审计报告

2.3 前海人寿的资金来源结构

和其他行业不同，分析保险行业的资金来源最为合适的是其资产负债表中的负债端，因为保险行业是高杠杆行业，负债端才是其资金的来源。

根据 2015 年的前海人寿的信息披露报告来看，总负债为 1339 亿，预收保费只有 5.52 亿元，其中负债端中比较大部分如下：

科目	金额 (亿)
应付分保账款	355.34
保护储金及投资款	654.69
寿险责任准备金	201
应付债券	57.94
递延所得税负债	45.69
总负债	1339

前海人寿 2015 年度信息披露, wind

递延所得税负债是调节账户，剔除递延所得税负债 45.69 亿元后，应付分保账款相当于银行的同业拆借，就是相当于前海人寿通过购买同业其他公司的保单，处于融资行为，保护储金及投资款就是所谓的万能险（理财产品）销售收入。寿险责任准备金是应付将来赔付的损失，这个账户代表真正的保险收入，所以大概可以算出资金来源中保险收入=201/(1339-45.69)=15.5%，这个数值存在一定程度的低估，实际上前海人寿保险收入只占不到 15.5%，融资资金超过 84.5%比例，不得不说是前海人寿完全是一个的融资平台。前海人寿虽然拥有大把资金，但是资金的成本并不低，保持这种体系的运转要么投资的回报率覆盖成本，要么让融资继续下去。

三、宝万大战

通过上面的分析，地产+保险模式下，宝能对资金和投资都有极强的需求。

3.1 宝能为什么要收购万科？

著名的经济学家华生教授（也是万科的独董），认为宝能并购万科的原因是看重万科这个千亿级别的融资平台。财新网的记者调查：接近“宝能系”的人士对财新记者说，郁亮举过的那本《门口的野蛮人》，姚振华是真读了好几遍。这本书讲 KKR 以 250 亿美元杠杆收购纳比斯克的故事，是美国商业史上的划时代事件。姚从这本书中看到了人性。一位接近姚振华的深圳银行业人士对财新记者透露，姚曾对其列举买万科的原因。一是万科的资产实在诱人；二是万科和宝能地产的主业匹配度极高；三是华润集团高层经历一轮人事变动后，与万科的关系有了微妙变化；四是华润和宝能在华润前海中心项目上有合作，宝能在这个项目上做出过一些让步，双方建立了不错的关系。深圳的上善若水研究也是类似的原因。笔者来进行说明一下。

(1) 万科的规模和融资优势

我们先谈谈万科的情况，作为地产行业的 TOP1，一句话来衡量万科的财务报表，那就是简直 Perfect 了。

总资产 (亿)	7559.3	流动资产/总资产	88%
库存现金 (亿)	751.87	剔除预收账款后负债率	67.62%

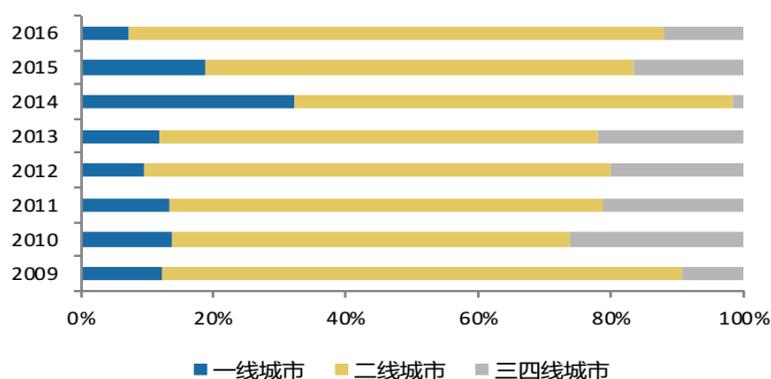
作为一个房地产公司，剔除预收账款（预收房款）后资产负债率能控制在 67.72%，简直不能再优秀了，为什么华生说万科是一个千亿级别的融资平台呢？原因就在：假定万科把剔除预收账户后的负债率提高到 80%的水平，以万科 2016 年第三季度的 7559.3 亿的总资产，万科可以融资 936 亿，加上其库存现金万科可以融到 1700 亿元的资金，这个对谁都是一个巨大的诱惑。

除了万科的融资平台，还有就是将是万科七千多亿的资产，把万科并入报表后，可以迅速扩大宝能的资产负债表，控制万亿资产可期，无论是对其地产行业或者是保险行业，无疑都是具有巨大的诱惑力。

(2) 宝能整合自身业务的需要

合并万科出了是财务上极佳投资外，对宝能的业务整合上也是非常卓越的选择。

图 9：万科拿地城市分布（按建面）

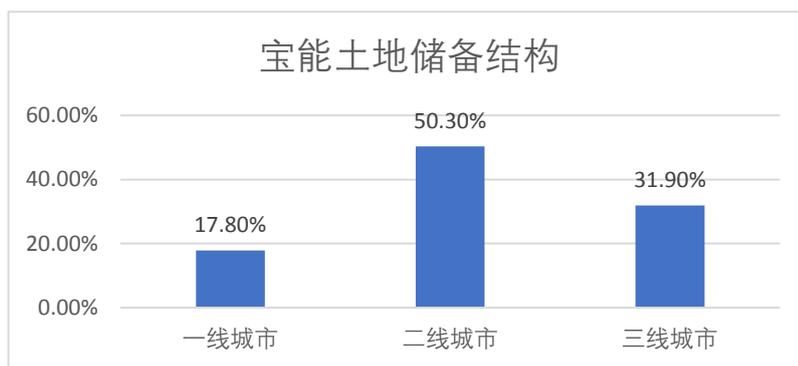


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

Wind 资讯

万科在城市土地布局比较谨慎，基本只在一二线城市，尤其 2015 年、2014 年在一线城市拿地比较多，2015 年开始的这一轮房地产高潮主要体现在一二线城市，三四线城市涨幅比较小，万科的土地布局的质量是比较高的。

相反宝能的物业资产质量，则令人堪忧。财新《万科险中求》对宝能的描述：“宝能地产项目体量储备分布在一线城市的共 649 万平方米，二线城市 1834 万平方米，三线城市 1163 万平方米，超过 80%的储备量分布在二三线城市。旗下已建成并开业的项目仅两个，分别为深圳南山区和龙岗区的宝能 all-city 购物中心，正在开发建设的项目近 40 个。宝能地产在建项目的商业项目比例大，二三线城市面临库存积压和履约风险。”财新网《宝能系自曝千亿净资产 仍不愿放手万科》中的报道：2015 年深圳市火爆的地产行情让重仓深圳的宝能地产获益颇丰，深圳地产项目的价值份额占总体资产的 40%以上，今年随之热卖的深圳宝能公馆和宝能城，成为姚振华为数不多的拿得出手的项目；“宝能官网上公布的地产项目一共 53 个，主要分布在二三线城市，而三线城市及慢周转项目则靠“宝能系”的前海人寿“输血”，前海人寿成立以来，共计 15 次关联交易涉及宝能地产业务，交易总金额 45.4 亿元。”此外万科的业务高度集中在商品房开发，合占 98.79%（2015 年），宝能在三四线城市布局有大量商业地产，风险性比较高。



财新网

合并万科，借助万科品牌盘活宝能的三四线城市库存（接盘）无疑是一招妙棋。

至于控制万科后宝能会怎么做，这是只能是个未解之谜，上善若水的观点很有意思，也非常符合实际，在其《罢免万科管理层，华润宝能下一步会怎么做？》做出如下推测：

第一步：控制万科董事会

第二步：大幅度提高万科的分红，甚至不惜向银行借钱

第三步：收购宝能的地产（定增或现金）

第四步：分拆万科资产，优质资产独立上市或转移给宝能

以上四点也是对万科融资和资源整合的细化推演，根据当年宝能分拆深业物流前例和商业逻辑推演而来，实际上至于是否会分拆万科，我们不得而知。

3.2 宝能是如何撸万科的？

宝能建房子比不上万科，但是搞金融比万科厉害得多了，不然凭万科的实力，只有它狂撸别人的时候，怎会被别人撸呢？宝能在宝万大战中，向我们展示了金融的魅力，或许是姚振华想在宝能上复制杠杆收购之王 KKR 仅动用 1500 美元完成 250 亿美元收购纳比斯克的经典呢。

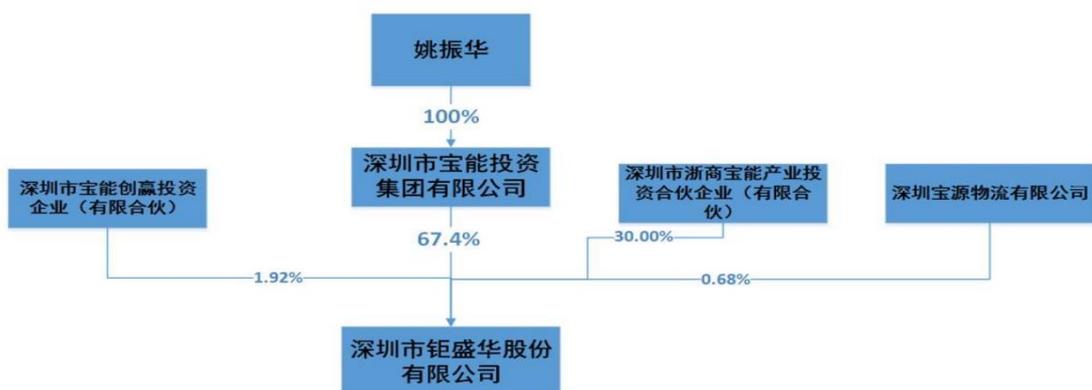
收购股权那玩的都是 capital 的游戏呀，金融的魅力在于一当十，借力打力。我们看看宝能是怎么玩这个游戏的。

(1) 融资

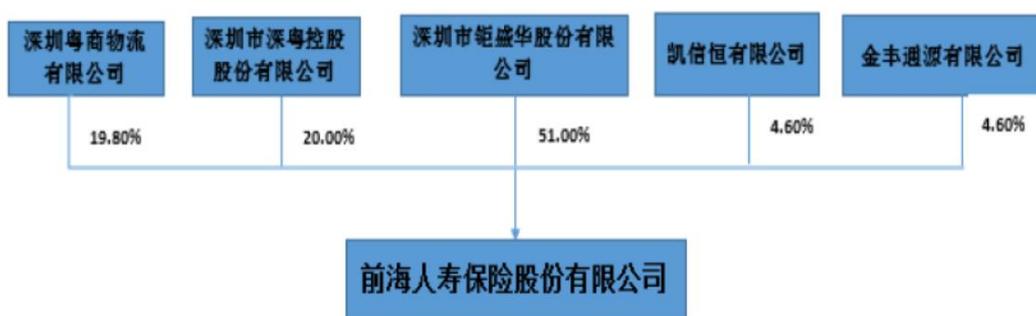
与美国 80 年年代的垃圾债杠杆收购不同，中国不允许垃圾债的并购方式，在中国的融资需要极具创造力。

自从 2012 年成立前海人寿起，宝能就建立了自己的融资平台，就是前面详细介绍的地产+保险模式。保险的资金投资二级市场有严格的控制的，而且前海人寿的体量太小，不能支撑并购万科所需。但凡打攻坚战战需要集中兵力，创造兵力，消灭敌人，并购战需要集中资金，创造资金。我们先看看宝能的家底。

钜盛华是宝能最大的融资投融资平台，旗下的主要资产是前海人寿。

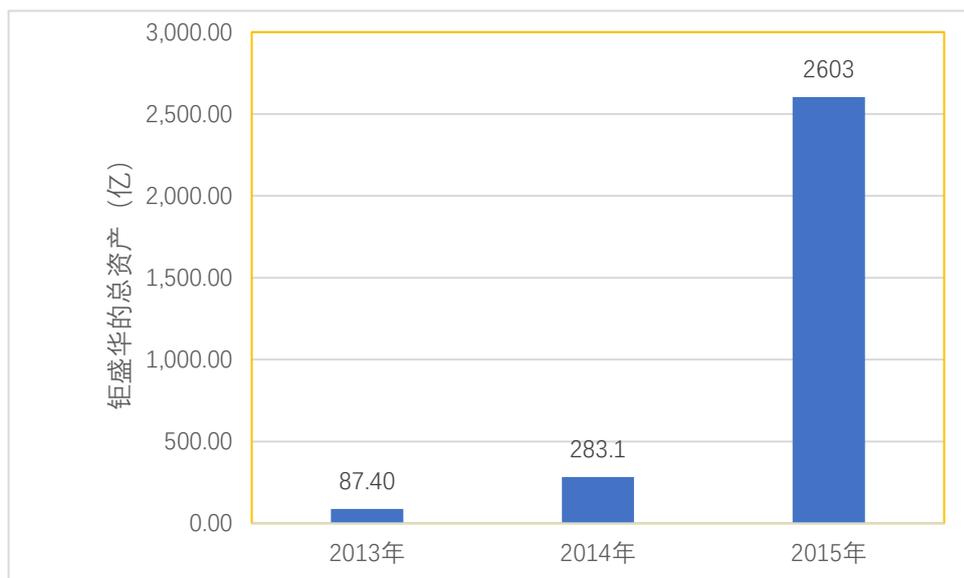


万科详式权益变动报告书



万科详式权益变动报告书

前文说过了前海人寿的股东均为宝能系关联公司，宝能保持一致行动人，可以理解基本全资控股了前海人寿，当然通过一些方法绕开保监会的监管。宝能的融资方式就是地产+保险模式，前面已经详细介绍过这种方式了，下面的数据充分说明了保险带来资产负债急剧扩张的效用。



万科详式权益变动报告书

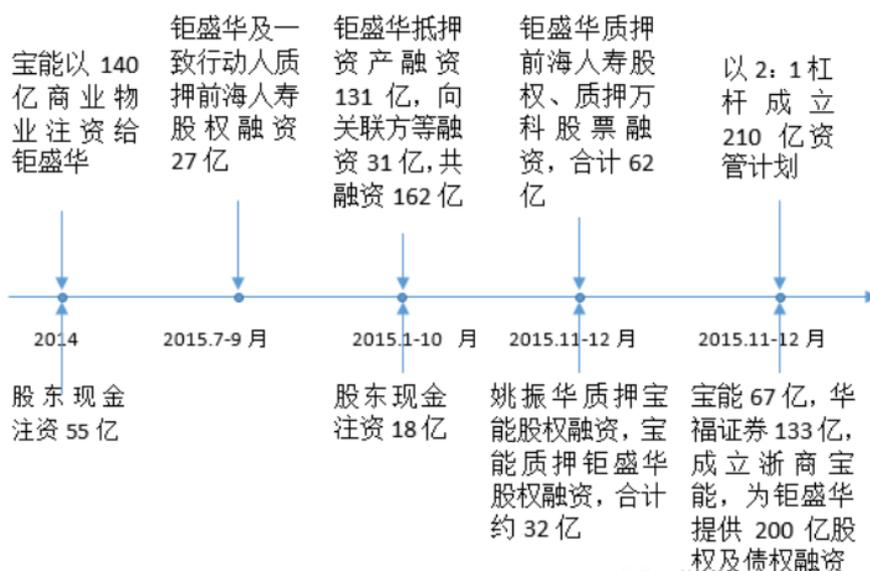
做大资产负债表能够带来融资的便捷性，首先的第一步是资本注入，资本注入的方式通常为现金注入、资产注入。2012年12月28日钜盛华的实收资本仅为10亿元，到2014频繁增加注册资本，到2015年11月23日，钜盛华的注册资本为163亿。上善若水的研究团队研究发现，宝能主要是通过注入旗下的物业资产增加钜盛华的资本金。物业资产注入的好处就是不用掏钱，相反，完成的资产的集中，一方面充分利用保险的高杠杆性迅速做大资产负债表，资产的集中反而是使得融资的额度、方式更加灵活多样。

2013/11/29	股东（投资人），注册资本，实收资本	查看打印信息
2014/3/3	经营范围	查看打印信息
2014/6/18	股东（投资人），注册资本，实收资本	查看打印信息
2014/8/11	名称，股东（投资人），董事成员，监事成员，章程，注册资本，企业类型，实收资本	查看打印信息
2014/9/4	经营范围，章程	查看打印信息
2014/9/24	股东（投资人），注册资本，实收资本	查看打印信息
2014/10/29	章程，注册资本，实收资本	查看打印信息
2014/11/17	经营范围，章程	查看打印信息
2014/11/19	章程，注册资本，实收资本	查看打印信息
2014/12/3	章程，注册资本，实收资本	查看打印信息
2014/12/16	章程，注册资本，实收资本	查看打印信息
2015/8/26	章程，注册资本	查看打印信息
2015/10/30	章程，注册资本	查看打印信息
2015/11/13	章程，注册资本	查看打印信息
2015/11/17	章程，注册资本	查看打印信息
2015/11/23	章程，注册资本	查看打印信息
2016/5/18	董事成员，监事成员	查看打印信息

<http://app02.szaic.gov.cn/aiceqmis.webui/GeneralSearch.aspx#>

辛辛苦苦忙活了这么久，都是为了融更多的钱，上善若水研究团队对2014年2015年的融资行为进行了深入研究，总结如下：

具体融资路径如下图所示：



图片来源上善若水

上图是一张极具魅力的图表，可以说宝能把杠杆用到极致了，笔者简单解释一下融资所用手段：

第一步，成立前海人寿，通过在前文分析前海的资产负债表中，前海人寿的理财资金占比合约 85%，这本身就是一个很高的杠杆了。

第二步，给钜盛华注入资本，钜盛华再给前海人寿的注资，利用保险高杠杆性增加保费收入，迅速扩大钜盛华的资产负债表，投资相关关联公司或用于收购股份、购买相关资产进行扩张资本金，使得资产负债表进行新的循环。

第三步，扩大资产负债表后，通过质押前海人寿、钜盛华的股权获得资金收购股份，也可以进入第二步的循环

第四步，质押收购所得上市股权进一步获得资金，利用部分自有资金作为劣后级资金进行配资（1:2）融资进一步扩大杠杆。

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	广钜 2 号	139,990.73	46,663.58	93,327.15	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	425,515.69	141,838.56	283,677.13	不定期开放，开放日可退出
西部利得基金管理有限公司	西部利得宝禄 1 号	263,737.38	87,912.46	175,824.92	不定期开放，开放日可退出
东兴证券股份有限公司	东兴 7 号	118,769.70	39,589.90	79,179.80	封闭式运作，不设固定开放期，存续期满前不得退出
泰信基金管理有限公司	泰信 1 号	163,797.30	54,599.10	109,198.20	封闭式运作，存续期满前不得退出
合计		1,111,810.8	370,603.60	741,207.20	

简而言之，宝能融资所用手段主要是地产+保险高度循环扩张能力、质押资产（股权）、配资，循环利用。笔者简单解释一下宝能这非常典型的配资融资行为，也是蛮有意思的：比如钜盛华拿出了 67 亿元资金作为劣后级向华福证券融资 133 亿元，合计出资 200 亿元成立浙商宝能基金，浙商宝能基金收购钜盛华 30% 的股份，钜盛华拿这 133 亿扩张钜盛华、前海人寿的资本金，这是一种常见的“假股真债”形式，银行理财借道有限合伙企业，利用私募基金形式，作 LP 认购优先级，获取固定收益回报，风险由劣后级兜底，成立资管计划收购股份。

宝能融资方式，无中生有，层层加杠杆，不得不服，我很想问姚建华先生站在巅峰是一种怎样的感觉？这种融资方式走的是法律的擦边球，刚好处于保险、银行、证券的三不管地带呀，哈哈，一行三会的情况下，谁都不敢碰，刺破了出现系统问题还被问责，这个跟当年太祖充分利用湖南、广东、江西之间矛盾选择井冈山作为革命根据地是一致的。这种融资方式对保险理财资金持续造血有很强的依赖性，毕竟能抵押的都抵押了，毕竟还债还利息成本不低。这种融资方式不仅是姚老板把自己 All in 了，它也把相关金融、保险、证券带入风险边缘，尤其是购买万能险的投资者，小玩可以，玩大了就政治不正确了。

3.2 盟友

分析明面上的资本外，我们分析资本背后一些较量，分析万科的第一大股东华润的一些暧昧态度。财新网的采访：“华润集团高层经历一轮人事变动后，与万科的关系有了微妙变化，宝能在“高人”的指点之下，悟得万科处境变化之奥妙。”这句话很值得玩味！华润是苗正根红的央企，实力雄厚，没有它华润的默认或者支持，宝能恐怕不敢扛这么高的杠杆来强攻万科。



华生2010 ✓

2016-7-15 07:24 来自 iPad客户端

华润回应深交所称其下属企业与宝能开展常规业务，完全独立于华润及其一致行动人决策。华润置地为华润绝对控股，为华润一致行动人，自己与自己独立？且与几无地产业绩的举牌对手合作200亿项目，帮对手垫资让对手控盘，对华润是天大的事，按规须上各最高层会议反复研究。是谁这样公开撒谎辱我华润声誉？

除了华生教授提供的信息，万科的传奇自然投资人刘元生先生（360 万投资获得万科 28.75 亿元的回报，2017 年 3 月 26 日股价计算）给证监会的举报信也给我们提供相关信息 (<http://business.sohu.com/20160704/n457693871.shtml>)，笔者略摘重点如下：

从公开信息看，宝能和华润过去和现在均有很多项目存在重大利益关联。正在建设的华润置地前海项目由华润置地于 2013 年公开竞标以 109 亿获取土地，之后分宗三块土地，并由华润吴向东引入宝能合作开发。具体为，2015 年 7 月，华润置地将其二块土地权益（合计 15 万平米建筑面积）全部转让予宝能系，另一块商住用地（合计 35 万平方米建筑面积），则由宝能系与华润共同开发。宝能系合计出资 59 亿，占有了华润置地前海项目约 60% 权益。股权出让后 3 个月，华润信托提供 36 亿资金用于宝能地产的增资和房地产项目开发。更据香港资本市场的消息称，连这 59 亿都不是姚老板自掏腰包，均由华润提供融资。

2014 年底开始，深圳的房地产价格不断攀升，同一地段卓越前海项目卖出 10 万每平米高价的情况下，华润仅是在该块土地取得成本基础上略微溢价后，就将 60% 多的土地权益转让予宝能系。2015 年 7 月 24 日

宝能系增持万科股份至 5%以上，2015 年 7 月 28 日华润置地将华润置地前海项目合资公司 50%的权益转让予宝能系（合计 35 万平方米建筑面积）。2

宝能系和华润说明，华润今年 4-5 月增持东阿阿胶 4.66%，但华润增持之前，前海人寿也从一季度开始买入东阿阿胶 2.44%。

在 3 月 17 日的股东大会上，华润对引入深圳地铁、推进重组、继续停牌投赞成票，举牌企图控股万科的宝能的态度竟然也来个 180 度的大转弯，与华润协调一致投赞成票，在 6 月 23 日深夜，宝能、华润双方先后发表相差约 10 分钟书面声明，一致反对 6 月 17 日董事会通过的重组预案，时间间隔如此之短、内容连内部控制人的指控用词都高度一致，双方是否事先协调过立场？

刘元生先生的举报信有很大的杀伤力，证明宝能与华润实际上是一致行动人关的说服力是比较可靠的，华润并没有对刘元生、华生采取法律行动基本默认了这一行为。

获得华润方面的支持是突袭万科的非常关键的一步。国企有不可避免代理人的问题，缺乏激励性，通俗的讲，管理者管理好这个企业的动机远小于私有化国有（合法形式）资产的动机，而且管理层普遍倾向于官员的角色，更加注重短期利益和个人利益。所以宝能选择华润这个盟友的有明显的双面性。正面性，第一时机把握，错过当前华润的管理层支持，到了一任的华润管理层恐怕是 180 的态度了，第二成本把握，充分利用国企特有的代理人问题，可能以较低的代价达到自己的目的。负面性，第一是不确定性，国企管理者本质上是官员的特点，官大一级压死人，难免有利益冲突，最后是谁后台硬谁赢，第二，官员都有政治对手，万科的目标太大，这个是与当年深业物流的最大不同吧，侵吞国有资产的帽子恐怕谁都不敢往上扣吧，可能这是华润这个盟友的最大的风险了，这也是华润宝能关系暧昧，但打死也不能承认，必要的时候，华润可能临阵反戈，力求自保，这对于高杆杆的宝能恐怕是凶多吉少。总而言之，选择华润这个盟友是一个高风险高回报率的生意。

四、宝万大战结果以及小结

和万科关系比较近的深圳企业家@汪泽其曾说“走进万科的总部，有一条几十米长的木板静静安放，那是一片曾经在蓝色海洋游弋过的船鳍”，万科一家有情怀和文化追求的公司。通过分析万科的财报，可以明显感受到万科是家追求卓越的企业。万科是中国最为著名的企业，是深圳市名片之一，王石先生是中国著名的企业家，不仅仅创立万科，更重要的是其奠定了现代企业治理制度（职业经理人制度），所以收购万科是一件政治风险非常高的一件事，尤其宝能融资方式本身自带政治风险，后来的事实也是这样发展的。我主要梳理政治介入情况：

2016 年 12 月 3 日，刘士余发表“我希望资产管理人，不当奢淫无度的土豪、不做兴风作浪的妖精、不做坑民害民的害人精”，此时磨刀霍霍。

2016 年 12 月 5 号，保监会暂停前海人寿万能险业务，责令整改，这相当于缴了宝能的枪了，宝能收购万科股份基本没戏了

2017 年 1 月 13 日，华润宣布把股份转与深圳地铁，华润退出万科，宝华同盟正式瓦解

2017 年 2 月 24 日，保监会宣布对姚振华 10 年市场禁入的处罚，宝万之争正式落幕

这场战役中，笔者的观点，最大的输家应该就是宝能了。宝能展现了极具创造力的融资能力，笔者深感佩服。但是从财务的角度分析，宝能层层杠杆下，短借长投的融资方式，现金流的风险非常高。如果没有政治介入，宝能与万科的体量差距之大，宝能控股（控制）万科也几乎不可能，经过多方的混战，万科管理层、安邦、恒大三方合股超 1/3，合计拥有一票否决权，涉及多方博弈，宝能通过整合利用万间盘活宝能的资产恐怕占不到任何便宜，如此高杠杆下久战不利。笔者有理由相信，暂停宝能的万能险（前海人寿是宝能融资核心，万能险是主要资金来源）及时切断系统风险，对宝能而言未必不是一件好事。宝能融资杠杆之高，继续加杠杆，资金链断裂爆仓，引发系统风险，追究起责任就不是市场禁入那么简单了，恐怕有人破产且有牢狱之灾吧，现在至少基本保留了宝能的主要资产了。相反，如果下手的不是万科，学习太祖农村包围城市战略，避强击弱，收购中等企业，慢慢做大规模成功概率更高点。

本文主要分析宝能这一角色，其实在本次战役中其他主要角色还是蛮有意思的。

万科管理层：在这次反击战，对对手的还击十分值得学习的，通过刘元生独立自然人对证监会的举报，制造压力，揭露宝能与华润一致行动人关系，瓦解敌人同盟关系；揭露宝能收购资金来源违规，直捣黄龙。

安邦的角色比较好理解，笔者比较佩服安邦的快速反应能力，在宝万争夺战开始时，迅速买入股份，把水搞浑，既可以赚取宝能抬轿子的钱，有可以利用将来的投票权赚取溢价。

华润的角色在这一事件中反应比较迟钝。

笔者比较不理解的恒大的快速介入，笔者在这里提出一点猜测：恒大的介入可能是给深圳政府的投名状。2016 年 9 月恒大把注册地址迁往深圳，恒大同时想借壳深深房，离不开深圳市政府支持，而万科与深圳市政府的利益无疑是一致的。恒大财大气粗，区区几百亿不在话下，即使投资万科股价高点，但是万科分红比较高，长期来看不见得是亏本的生意，而且介入万科后，宝能资金链爆发的话，可以与之签下城下之盟，接盘其股份，自己做万科的老大，可谓可进可退，可攻可守。

关注了宝万大战一年，借学校的举办金融案例分享会的机会终于把这个案例写下来了，也算给自己一个交代。这个案例复杂，涉及金融、保险、财会、企业等方面的知识，本人知识有限，请见谅！

本文的主要信息来源于深圳上善若水资产管理有限公司的研究报告、侯安扬老师的微博、华生教授的微博、财新网、wind 资讯等，笔者表示感谢，尤其是上善若水的研究报告给予的启发比较多。