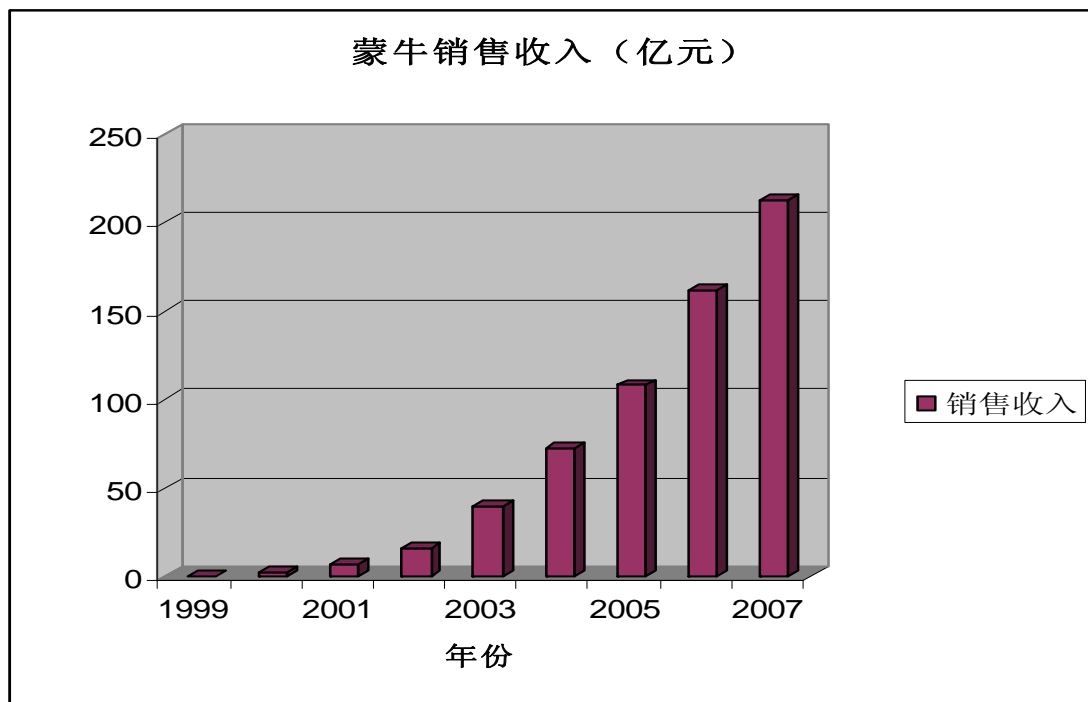


蒙牛案例研究

蒙牛乳业总部设在内蒙古，总资产达76亿元，职工3万人，乳制品生产能力达400万吨/年。到目前，蒙牛集团在全国15个省市建立生产基地20多个，拥有液态奶、冰淇淋、奶品三大系列200多个品项，产品以其优良的品质荣获“中国名牌”、“中国驰名商标”、“国家免检”和消费者综合满意度第一等荣誉称号，产品覆盖国内市场，并出口到美国、加拿大、蒙古、东南亚及港澳等国家和地区。在中国企业界，“蒙牛速度”是这几年最吸引眼球的经济名词之一。思想决定轨迹。“蒙牛→中国牛→世界牛”，这是蒙牛乳业确立的品牌战略“三部曲”。1999年刚创立时，蒙牛一文不名，名列中国乳业的第1116位——说白了，就是“尾巴尖上最后一根毛”。何以数年之后，就跻身中国乳业两强，成为“脑袋顶上最尖一只角”。

图1：蒙牛销售收入



图表来源：《蒙牛内幕》，香港证券交易所

港股蒙牛（02319.HK）入选了摩根士丹利2012年全球50支最优股份。报告指出，大摩试图挑选行业最优质，并且有长线投资价值的股票，而并非最超卖的股份，所以对于这50支最优质的股票的投资评级并非全部是“买入”。挑选的标准则是持续性，包括考虑竞争力、议价能力、业务模式、成本效益和增长。其他上榜的全球知名企业包括AT&T、亚马逊、雀巢、任天堂、瑞信、高盛、纽约梅隆银行、丰田汽车以及Visa等。

总部：香港中环皇后大道中 88 号历精中心 14 楼
电话：(852) 2500-9228
传真：(852) 2521-6893

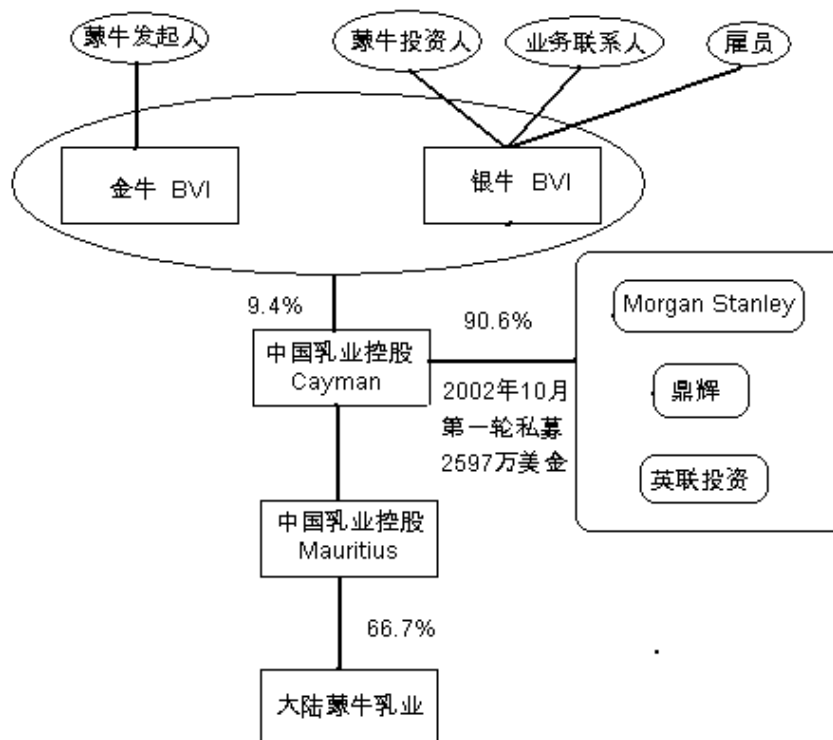
深圳办事处：福田区福华路 399 号中海大厦 6 楼
电话：(86-755) 3333-9666
传真：(86-755) 3333-9657

蒙牛资本运作：

摩根士丹利在投资蒙牛之前对其进行了详尽的研究，还聘请可口可乐的专家给蒙牛进行了快速消费品的营销战略策划与培训。

2002年6月，摩根士丹利在开曼群岛注册了 China Dairy (下称“开曼公司”)。2002年9月，蒙牛的发起人在英属维尔京群岛注册成立了金牛 (BVI，在英属维尔京群岛注册的海外离岸公司)。同日，蒙牛的投资人、业务联系人和雇员注册成立了银牛(BVI)。金牛和银牛各以1美元的价格收购了开曼群岛公司50%的股权，而作为开曼公司全资子公司的毛里求斯公司，也随即设立。同年10月，摩根士丹利等三家国际投资机构以认股方式向开曼公司注入约2597万美元(折合人民币约2.1亿元)，取得该公司了90.6%的股权和49%的投票权。该笔资金经毛里求斯公司最终换取了大陆蒙牛乳业66.7%的股权。“内蒙古蒙牛乳业股份有限公司”得到境外投资后改制为合资企业，而开曼公司也从一个空壳演变为在中国内地有实体业务的控股公司。企业重组后，蒙牛乳业的创始人们对蒙牛的控股方式由境内自然人身份直接持股变为了通过境外法人间接持股。这种安排为开曼公司以“红筹”方式在海外上市铺平了道路。

图 2：蒙牛第一阶段股权融资 2597 万美金



总部：香港中环皇后大道中 88 号历精中心 14 楼
电话：(852) 2500-9228
传真：(852) 2521-6893

深圳办事处：福田区福华路 399 号中海大厦 6 楼
电话：(86-755) 3333-9666
传真：(86-755) 3333-9657

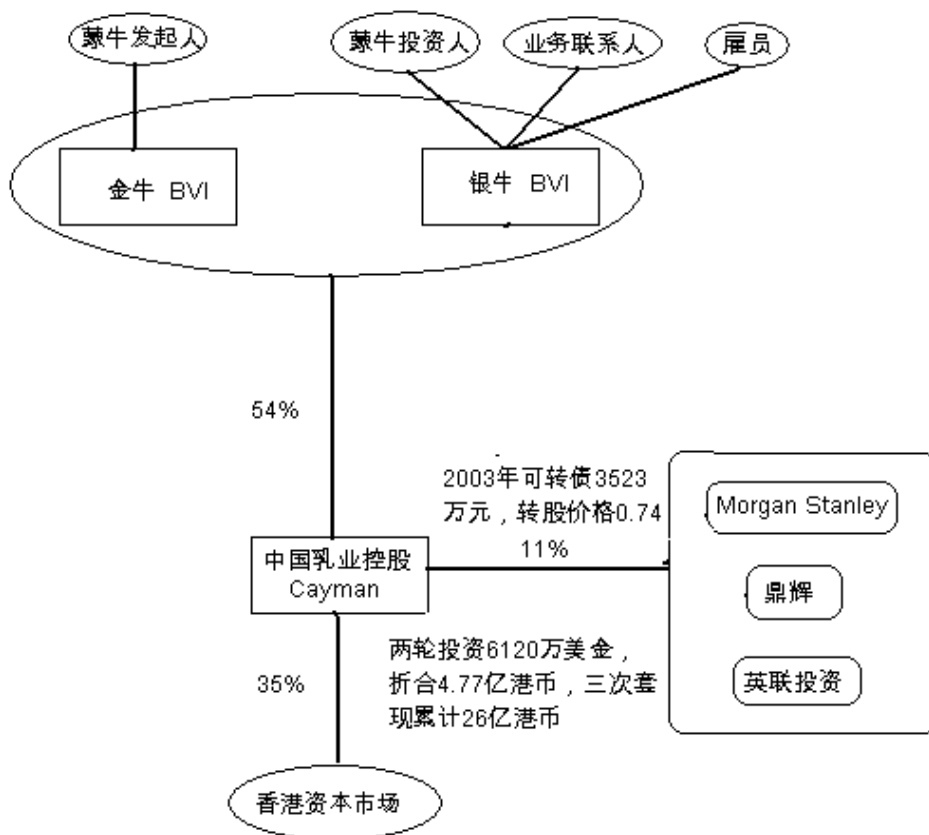
根据开曼公司法，公司的股份可以分成 A 类和 B 类，A 类一股有十票的投票权，B 类一股有一票的投票权，“金牛”和“银牛”以 1 美元/股购得了开曼公司 5102 股 A 类股，外资机构拿 48980 股 B 股，双方投票权之比恰好为 51%：49%，但是，股份数量比例是 9.4%：90.6%。如果“蒙牛”的管理层在一年之内没有实现维持高速增长的诺言，那么作为惩罚，开曼公司及其子公司毛里求斯公司账面上的剩余大笔投资现金要由投资方完全控制，并且投资方将因此占有“蒙牛股份”60.4%（开曼公司内部的 90.6% 股权，乘以开曼公司对“蒙牛股份”的 66.7% 股权）的绝对控制权，可以随时更换“蒙牛股份”的管理层。一年以后，如果管理层完成了任务，投资方才答应 A 类股可以 1 拆 10 的比例无偿转换为 B 类股，因此，只有一年后“蒙牛”的管理层完成业绩增长任务，2.16 亿元投资换 32% 的股权这种交易才成立，否则，就是以 2.16 亿元投资完全控制“蒙牛”（7786 万元的税后盈利能力）。

到了 2003 年 8 月，牛根生就已经提前完成了任务了。“蒙牛股份”财务数据显示“税后利润从 7786 万元增至 2.3 亿元，增长了 194%。鉴于完成了任务，一年后的 9 月 19 日，外资允许“金牛”、“银牛”分别将所持有的开曼群岛的公司 5102 股 A 类股票转换成 51020 股 B 类股票，管理层股东在开曼群岛公司中所占有的股权比例与其投票权一致，均为 51%。

迅速成长中的蒙牛对资金的需求仍然十分巨大，三家机构再次通过“可换股文据”向蒙牛注资 3523 万美元，折合人民币 2.9 亿元。而正是这一笔“可换股文据”为日后摩根士丹利等大幅度套利埋下了伏笔，因为约定的未来换股价格仅为 0.74 港元/股。不但如此，摩根士丹利更与蒙牛管理层签署了业绩对赌协议，双方约定，2003~2006 年，蒙牛乳业的业绩复合年增长率不低于 50%，否则公司管理层将输给摩根士丹利等一笔巨额(6000 万~7000 万股左右)上市公司股份，而如果能够连续三年增长 50%，摩根士丹利等就拿出一笔自己的股份奖励给蒙牛管理层。

2004 年 6 月，蒙牛乳业在香港上市，共发售 3.5 亿股，获得 206 倍的超额认购，这给蒙牛的融资故事画上了一个完美的句号。蒙牛乳业 2004 年的 IPO 共融资约 13.7 亿港元，公司发行价为 3.925 港元，上市首日即大涨了约 24%。蒙牛乳业 2004 年净利润为 3.19 亿元，同比增幅高 94.3%。根据 A C 尼尔森的调查，蒙牛在液态奶市场 2004 年的市场占有率由 2003 年的 17% 跃升至 22%。上市后，蒙牛管理团队最终在上市公司持股 54%，国际投资机构持股 11%，公众持 35%。

图 3：蒙牛上市前可转债融资 3523 万美金



2004 年 12 月，摩根士丹利等国际投资者行使第一轮“可换股债”，增持股份 1.105 亿股。增持成功后，国际投资者立即以 6.06 港元的价格抛售了 1.68 亿股，套现 10.2 亿港元。

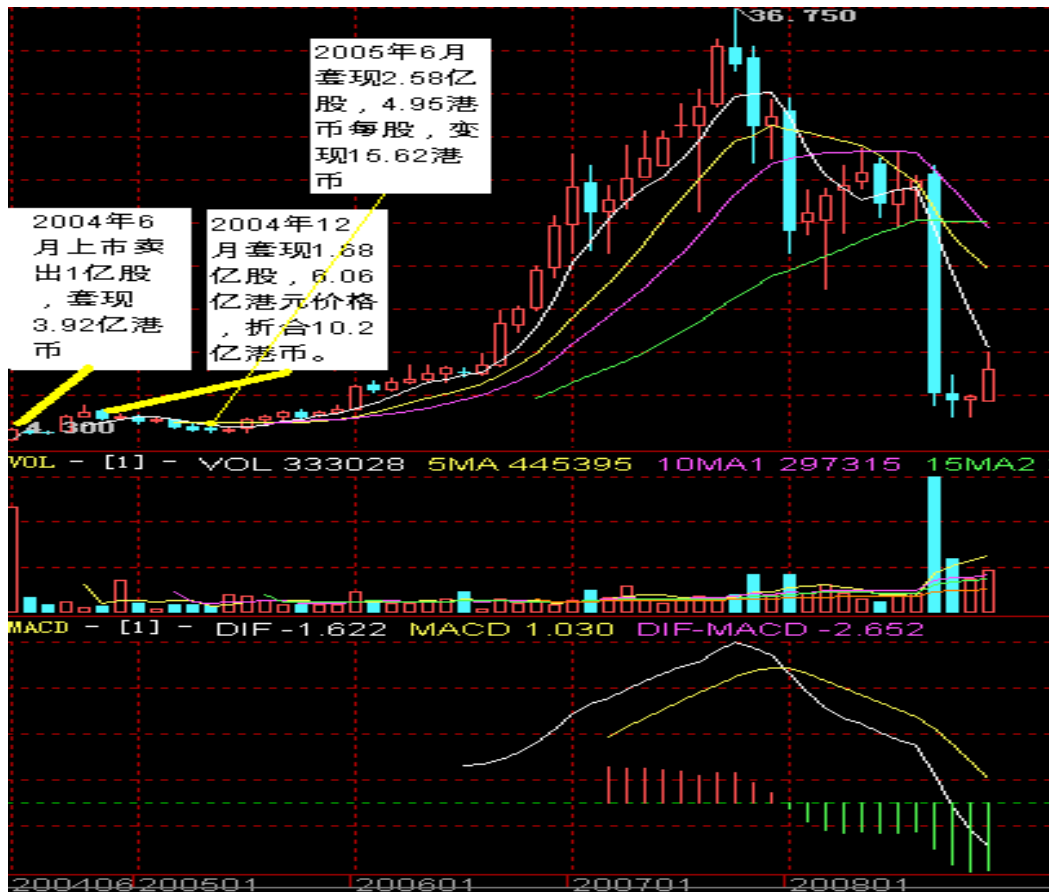
2005 年 3 月，鉴于蒙牛业绩迅猛增长，摩根士丹利决定提前终止对赌协议，兑现奖励给蒙牛管理层的 6000 多万股股份。这样的变化调整，无疑大大减轻了蒙牛的发展速度压力，使其管理层能够根据市场实际情况做出发展决策，而不必为了实现超速增长，仓促打响收购其他竞争对手的并购战。

2005 年 6 月 15 日，摩根士丹利等国际投资者行使全部的剩余“可换股债”，共计换得股份 2.58 亿股，并将其中的 6261 万股奖励给管理层的代表——金牛 (BVI)。同时，摩根士丹利等跨国机构把手中的股票几乎全部抛出变现，共抛出 3.16 亿股(包括奖给金牛的 6261 万股)，价格是 4.95 港元，共变现 15.62 亿港元。而蒙牛的管理层也获得了 3.1 亿港元的私人财富。

总部：香港中环皇后大道中 88 号历精中心 14 楼
电话：(852) 2500-9228
传真：(852) 2521-6893

深圳办事处：福田区福华路 399 号中海大厦 6 楼
电话：(86-755) 3333-9666
传真：(86-755) 3333-9657

图 4 蒙牛香港股价（月度数据）



来源：香港联交所

盘点这其中的整个过程可以发现，在蒙牛的融资过程中，摩根士丹利等国际投资机构两轮共投入了 6120 万美元，折合约 4.77 亿港元。上市时共出售了 1 亿股蒙牛的股票，套现 3.925 亿港元；2004 年 12 月，出售 1.68 亿股，套现 10.2 亿港元；2005 年 6 月，最后出售 2.5 亿股（未计入其帮助金牛出售的 6261 万股），套现 12 亿港元。

三次套现总金额高达 26.125 亿港元，摩根士丹利等国际投资机构的投入产出比近 550%。

香港致富资本 赵睿

总部：香港中环皇后大道中 88 号历精中心 14 楼
电话：(852) 2500-9228
传真：(852) 2521-6893

深圳办事处：福田区福华路 399 号中海大厦 6 楼
电话：(86-755) 3333-9666
传真：(86-755) 3333-9657