

# 飞鹤乳业身陷“对赌”败局

■ 本报记者 陈青松

根据与红杉资本的对赌协议,著名乳企飞鹤国际(NYSE:ADY)将在2012年4月30日之前从红杉资本中国基金及其部分附属机构回购最后一批65.625万股股份,支付最终剩余的1630万美元。

一时间,有关“飞鹤被困红杉资本对赌协议现金或陷入紧张”、“飞鹤‘乳业帝国’梦断对赌协议”等消息在业界疯传。

据《中国企业报》记者了解,早在2011年8月,飞鹤就宣布以1.318亿美元左右出售了位于黑龙江的两家养殖场。彼时,分析人士便称飞鹤梦断对赌协议被迫出售两处牧场倾囊卖身还债。

被外界形容为“资本过山车”的“对赌协议”再一次出现在公众视野。

## 1630万美元回购红杉股份

根据飞鹤最新发布的财报显示,2011年飞鹤营收2.929亿美元,增幅达14.2%,品牌奶粉营收约2.175亿美元,同比增长20.7%。占总销售额的74.3%。而毛利1.123亿美元,增幅达13.1%,毛利率也达38.3%,全年净亏损从990万美元收窄至107万美元。

截至2011年12月31日,公司拥有现金和现金等价物约为1540万美元,全部流动性资产合计约为2.005亿美元。

目前飞鹤拥有现金和现金等价物约为1540万美元,仅够兑现此前的对赌约定。

2008年“三聚氰胺”事件给予国内乳企沉重打击,飞鹤却成为仅存几家未被波及的乳企之一,在婴幼儿配方奶粉市场占比一度由2.7%猛然上升到7.3%。

2009年上半年,飞鹤销售额达到1.5亿美元,同比增长102.9%;总利润为9670万美元,同比增长258.4%,最高单月销售额同比增长达600%。

2009年8月,飞鹤与红杉资本“幸福牵手”。飞鹤乳业宣布以30美元/股的价格,向红杉资本定向增发210万股普通股融资6300万美元。红杉中国则获得飞鹤乳业共计10.5%的股份,彼时,飞鹤正从纽交所中小板转至主板。

此外,双方还额外签订一份“对赌协议”,主要规定:如果飞鹤乳业2009年到2010年每股收益未完成预期目标,要向红杉资本再次增发最多不超过52.5万股股份;从本次融资协议执行的第三年后15个交易日中,如果飞鹤乳业流通股的平均收盘价低于每股39美元,红杉资本将有权要求飞鹤乳业将这部分股份全部赎回;如果2009年到2010年公司达到协议规定的盈利目标,将可以原先的认购价来回购;如果未实现盈利目标,则回购价格必须是原始认购价格的130%。

“对赌协议”签订后,在业界引起非常强烈的讨论,业界普遍对飞鹤能否保持高增长性表示担心,认为协议将对飞鹤的未来带来一定威胁。

果不其然,由于2009年未达到收益预期,飞鹤不得不按照“对赌协议”第一条的约定按照上限向红杉增发52.5万股,至此,红杉持有飞鹤股份上升至13%。

而在“对赌协议”的第二条上,飞鹤同样遭遇困难:红杉入股后飞鹤股价一直在低位徘徊,目前仅在3美元左右,与协议约定的39美元目标相差10多倍,股价远远不达标,2010年的业绩能否达标是决定飞鹤以何种价格赎回股票的重要因素。

根据协议,飞鹤在2009年要实现每股收益3美元,或者2010年达到4.3美元。据此测算,2009年飞鹤应实现约6000万美元的净利润,或者2010年实现约8600万美元。然而,2009年飞鹤净利润仅为1958万美元,2010年全年更是净亏了约990万美元。

至此,飞鹤“对赌”全面失败。

2011年2月,飞鹤国际宣布和红杉资本签订赎回协议。根据该协议,飞鹤同意买回红杉于2009年8月飞鹤融资时购买的262.5万股股份。在未来一年内分4次共向红杉支付约6300万美元以及相应的利息。

半年后,飞鹤于2011年8月宣布,以1.318亿美元左右出售了位于黑龙江的两家养殖场。此举也引发了外界对其资金压力的质疑,有关“钱”驴技穷“飞鹤‘卖身’还债”的消息不绝于耳。

飞鹤官网显示,公司始建于1962年,迄今已有近50年专业乳品制造历史。2002年3月,飞鹤加盟飞鹤国际有限公司(ADY),成为其在中国的第一家独资企业,专业从事营养乳品的科研开发与生产销售。

“三聚氰胺”事件后,手握充足资金,又与“三聚氰胺”无染的飞鹤雄心万丈,迫切抓住发展机会实现超越。但由于高昂的运营费用和竞争对手打压,再加上对渠道把控不强,导致其扩张出现问题,为之后的业绩惨败埋下了祸根。

近日,《中国企业报》记者致电飞鹤乳业公司,欲了解其与红杉资本的对赌事宜,被婉拒。对于事情的进一步发展,《中国企业报》记者将继续予以关注。



王利博制图

## 成功案例

# 蒙牛战“三英”

■ 本报记者 陈青松

近年来,“对赌协议”的魅影频现于国内诸多重要收购案例中,最著名的是摩根士丹利、鼎晖、英联投资与蒙牛的“对赌协议”。

在蒙牛借力国际资本上市的刺激下,一大批中国二线乳品企业纷纷欲复制蒙牛神话。而事实上,自摩根士丹利、英联等风投从蒙牛身上掘到乳业第一桶金后,高速增长的中国乳品企业就一直是各大国际投资机构关注的焦点。

据记者了解,所谓对赌协议,也称“估值调整机制”,是投资方与融资

方在达成融资协议时,对于未来不确定情况进行的一种约定,如对公司未来财务业绩、具体上市时间等。如果企业未来未达到约定目标,则投资方享有一定权利,投资方提供现金、股权等奖励,用以补偿企业价值被低估的损失;否则,投资方享有一定的权利,用以补偿高估企业价值的损失。此时,融资方需向投资方转让股份或现金本息,甚至是控制权。

在西方成熟资本市场,“对赌协议”为国际投行和投资机构广泛应用,几乎是每一宗投资必不可少的技术环节,投资方通常通过这种手段控制投资风险。

资料显示,2001年底摩根士丹利等机构与蒙牛接触时,蒙牛成立尚不足3年,是一个比较典型的创业型企业。2003年,摩根士丹利等投资者与蒙牛管理层签署了基于业绩增长的对赌协议。双方约定,从2003年—2006年,如果蒙牛业绩的复合增长率低于50%,以牛根生为首的蒙牛管理层要向投资方赔偿7800万股蒙牛股票,或以等值现金代价支付;反之,外方将对等蒙牛股票赠予以牛根生为首的蒙牛管理团队。

2004年6月,蒙牛业绩增长达到预期目标。各方皆大欢喜,都成为最后赢家。

## 记者手记

# 对赌十个有八个不成功

■ 本报记者 陈青松

近几年来,业界不断有对赌失败、企业不得不将股权拱手相让或以相当大的金钱代价回购,教训极为惨痛。

清科创始人倪正东曾表示,行业的对赌案例中,10个中有8个都完不成目标。国内一家PE行业的人士指出,对赌的初衷是激励管理层,但最终很多创业者无法实现预期业绩。上海永乐家用电器有限公司则是失败的典型例子。

永乐电器成立于1996年。在PE投资前,永乐电器年销售额已近百亿元,是一家比较成熟的企业。然而对赌协议签订后,永乐未能完成目标,控制权旁落,被国美电器收购。

记者调查发现,除永乐电器外,还有数起“对赌”失败的案子,如中华英才网与全球在线人力资源巨头Monster签订对赌协议,在3年内完成IPO的对赌承诺无法兑现后,中华英才网被Monster收购,成为其全资子公司。此外,还有碧桂园、深南电等知名公司都曾不幸栽倒在“对赌”桌前。

“我们公司当初与外资合作时,也设定了对赌协议条款,核心内容是只要企业不发生亏损,大股东就不丧失控制权,但是一旦不能在确定的时间海外上市,或者出现经营亏损,大股东就会丧失控制权。当然,如果大股东不愿意调整股权,可以按约定收购投资者股份。”国内一家著名食品企业的高管郭先生(化名)在接受《中国企业报》记者采访时表示。

郭先生告诉记者,业界称“对赌协议”像“资本过山车”,事实的确如此,签订“对赌协议”的那一刻起,企业只能不顾一切奋力前行。

“对赌协议”其实是把双刃剑,可能让企业迅速腾飞,也可能将企业引向非理性扩张,最终失去控制权甚至情况更为恶劣。郭先生对《中国企业报》记者说,“企业借力外资后,千万不能思想膨胀,盲目乐观,一定要理性对待,加强产品质量和内部治理入手,脚踏实地,从而实现健康快速发展。”

在仔细研究多款对赌协议后,专家发现对赌的投资方几乎都是具有外资背景的大型金融投资机构,这些机构资金实力雄

厚,熟悉金融游戏规则,具有丰富的国际资本经验。然而,融资方大多为中小民营企业,虽然作为企业家本身大都眼光独到、视野开阔,所处行业也大多是高成长性行业,但自身缺少对国际金融体制和外资的全面认识,在与外资打交道的过程中明显处于弱势。此外,有的企业在对赌期间,为达到约定的业绩指标,不顾一切追求经济效益,忽视内部治理,结果导致对赌失败。

专家建议称,企业在与投资机构签订此类“对赌协议”时,一定要推敲其中的风险规避条款。实践证明,外资往往以大笔资金作诱饵,然后在协议中通过优先权、补偿权、较高的利润指标、较大的赔偿金额等转移自己的投资风险。企业管理层因此一定要认清形势,要考虑风险是否在自己承受范围之内。对于侵犯到企业及其他股东利益的不合理条款,要坚决予以抵制,切不可饮鸩止渴。

另据记者了解,即使是先期对赌成功的企业,在国际投资机构全身而退后,企业至今还深受投资机构一切追求业绩的对赌心理影响,导致出现管控不严、不讲诚信等问题。

# 江苏银行北京分行为小企业发展助力

2011年,江苏银行北京分行最大限度地吧新增贷款规模用于支持小企业发展,成为小企业发展的一座坚实“靠山”。通过对小企业规模实行敞口管理,上不封顶,江苏银行北京分行2011年新增小企业授信14亿元,实现了小企业贷款增速不低于全行贷款增速,贷款增量不低于上年同期的目标。

设立小企业信贷服务中心,提高贷款审批效率。2010年,江苏银行北京分行在成立之初就设立了小企业信贷服务中心,建立了小企业信贷绿色通道和专业化产品经理队伍,为更好地满足小企业“短、小、频、急”的资金需求,在严格把控风险的前提下,简化审批流程,并实行专职审批人审批制,在

各审批环节设定审批时限,全面提高专业审批效率,为北京地区小企业发展提供专属、优质的金融服务。

搭建合作平台,使小企业从中受益。江苏银行北京分行注重以平台合作的方式,创造为小企业服务的机会。搭建银政合作平台,与北京市金融工作局、海淀区资本中心、中关村科技园等单位广泛建立合作关系,积极参与各类企业见面会,储备了一批优质小企业潜在客户资源。

推出特色化产品,为小企业融资提供多种选择。对于担保条件偏弱、以银行卡刷卡交易支付为主要结算手段的小企业客户,为其量身打造了“小快灵·商务多益通”产

品,以客户刷卡交易结算账户质押作为主要担保措施,为客户提供贷款融资。针对小企业客户“短、频、快”的融资特点,开发了“小快灵·快易贷”产品,坚持以主营业务健康与否作为评判企业还款能力的最核心标准,在此基础上拓宽担保物范围,大胆引入组合式担保模式,切实满足小企业融资需求。

经过一年时间的探索和实践,江苏银行北京分行已基本形成一套适合本地区经济特点的小企业业务发展模式,未来将充分发挥专业化经营的优势,从体制、机制、管理模式及产品研发等方面进行探索,继续大力研发特色化的小企业融资产品,并加大对小企业的信贷投入和金融支持力度。

## 4亿网民托起O2O

# 租车市场轻资本模式崛起

■ 本报记者 李金玲

4月11日,神州租车确定了上市日期和发行价。尽管“亏得一塌糊涂”,神州租车依然决定于美国东部时间4月26日登陆纳斯达克上市。发行价区间为105—125美元,预计融资约1.25亿美元,承销商为摩根大通、美银美林和摩根士丹利。

重资本模式下,企业规模可以很大,毛利也较为丰厚。由于神州租车统一的管理体系,让其对租车的各个环节都有着出色把控力度,极好地营造出大企业的品牌形象。但其背后隐藏的则是巨大的借贷压力,如果再加上自有车辆的折旧率等,显而易见,一旦资金链出现状况,将会导致企业步履艰辛。

《中国企业报》记者查阅神州租车的招股说明书发现,其近3年已经巨亏超过1.5亿元。并且由于神州租车采取的重资本极速扩张模式,导致其成本产生巨大压力。

与这种大型连锁租车公司依靠烧钱、不计成本跑马圈地的运作模式不同,租车行业正在悄然发生变化——轻资本模式正在崛起。

## 神州租车的尴尬处境

作为目前中国最大的汽车租赁公司,神州租车在车队规模、业务收入、网络覆盖和客户数量等各主要经营指标方面都遥遥领先于其他竞争对手。

根据一家第三方调查机构咨询公司的报告,截至2011年12月31日,神州租车的车队规模约26000台,是中国第二大租车公司的近4倍以及行业第2—9名租车公司的总和。

截至2011年9月30日,神州租车累计从金融机构借贷17.355亿元(2.721亿美元),资本性租赁共590万元(90万美元),从联想控股借贷5.496亿元(8620万美元),累计共有11.861亿元(1.86亿美元)净流动负债。而根据美国财经网站公布的神州租车上市计划,本次IPO预计最高融资为1.58亿美元。

急于赴美上市的神州租车难以掩饰它对资本的极度渴望。该公司此次IPO募集资金将用于偿还债务和购买车辆。

神州租车创始人、董事长陆正耀接受媒体采访时曾表示,“一辆车10万元,10000辆车就是10亿元,如果再有不同车型搭配,则远远超过10亿元的投入。”租车行业对资本的需求非常之大。如今,神州租车虽然背后有大财团支撑,但投资大,亏损也不小。

据了解,24小时热线方便租车是神州品牌营销的核心诉求点,为了让更多的用户知晓神州24小时方便租车,神州在平面媒体大肆投放营销广告。

2008年,神州就有2000万元资金投入地铁平面广告。2010年,联想控股神州后,更是在平面媒体上投入了大量资金,同时神州还将价格调低20%—30%,利用价格优势吸引消费者。

正如陆正耀所说,“如果价格下不来,消费者就不接受,那么规模就上不去;规模上不去,成本就降不下来,利润自然也就上不去。”所以,更加疯狂地“烧钱”可能会带来更多的恶性循环。

## 重资产模式下的租车市场

业内这样形容传统租车行业:金钱开路,重金砸市场。没有资金,得不到融资支持,是限制租车行业的瓶颈。

以另一家汽车租赁业务大佬一嗨租车为例。2010年8月,以高盛为首的投资机构将7000万美元投向了一嗨租车。最早,一嗨创立早期吸引并拿到了总部位于上海的天使投资公司启明创投的500万美元过桥资金,支持其发展。在拿到第一笔风投资金后,一嗨就在百度购买了30多个关键词做推广。

而在2009年7月,当一嗨拿到第二笔2000万美元的投资后,便开始甩掉当时的另外一个行业巨头——至尊租车,成为行业第二。几轮融资之后,一嗨的广告预算开始占到全年营收的10%,随网络搜索关键词增加到了200多个。

同时,一嗨还围绕“25—30岁,80%男性”这个群体进行精准推广,在腾讯、新浪和MSN等门户网站上投放广告。不仅如此,一嗨也不拒绝平面媒体投放。在风投建议下,其也在尝试平面推广,在上海的地铁站、公交车和出租车上都能够看到一嗨投放的广告。

自此,原来明显弱势、偏安上海一隅的一嗨租车开始迎头赶上。截至2011年5月,一嗨拥有了70多款车型的4000辆车,在全国50多个城市提供租车服务,有近300个服务网点。

据报道,在过去几年中,一嗨曾进行过3轮总计近1亿美元的融资。在轮番“烧钱”之后,扣响资本市场大门成为一嗨与神州无奈而共同的选择。

业内人士表示,大型连锁型租车公司试图依靠烧钱,不计成本跑马圈地,试图在几年内占领统治性市场地位的运作方式,固然可能成功,但不可否认也存在莫大的隐忧。上市固然是好,可惜依靠上市来填补空缺会让公司深入险境。

## 轻资本模式崛起

中国的租车行业目前还在起步阶段,和国外几十年形成的成熟租车市场比较,其发展空间仍是巨大的。那么,租车行业的发展是否只有重资本运作模式呢?如何避免各类险境?

据悉,在目前的中国租车行业市场中,逐渐呈现出轻资本运作模式的尝试。

近几年,在中国租车市场中,出现了非常多的地域性中小型租车公司。根据Roland Berger的数据统计,截至2010年12月31日,中国共有1万家汽车租赁公司。他们依靠差异化的服务和地区性竞争优势以及各自的人脉、灵活性管理手段等,目前占据了全国租车市场大部分份额。

然而,随着互联网的不断发展,越来越多的汽车租赁公司利用互联网来打造自己企业品牌,而作为世界上网民增长最快的国家,3G乃至4G手机上网、三网融合等众多网络技术的推进,使得中国已经进入了一个全民网络时代。为了创造良好业绩的汽车租赁商当然也绝对会忽视中国现在4亿多网民的力量。

“因此,现今的汽车租赁已由实体店经营变为网络营销和计算机技术战,由此便成就了订车网这类轻资本新兴企业。”订车网相关负责人对媒体表示,从进入市场开始,订车网就确立了自己市场中的定位,避免成为重资本的汽车租赁公司,而通过O2O模式,为全国范围内的数千家汽车租赁公司和4亿多网民之间建立起一个沟通和服务的桥梁。

业内人士表示,订车网通过打造一个租车行业的O2O一站式预订平台,营造出了轻资本化的崭新商业模式。在信息飞速发展的今天,国内和国际业务也使订车网这样轻资本发展的公司,有着良好的市场前景。

订车网相关负责人对《中国企业报》记者表示,对于轻资本模式来说,在好的市场、政策背景下,像订车网这样的轻资本模式必将会有一个相对较好的发展空间。但好的前景中也暗藏杀机,对于供应商的选择、业务环节的把控、服务品质的提升,都将这类企业需要解决的重要课题。