

CASE #01

中炬高新「宝火之争」

宝能系入主八年被国资火炬系反攻，一场跨越周期的控制权拉锯战

📁 01 🏭 调味品制造 📅 2015年—2023年

← 返回案例列表

📖 案例摘要

2015年宝能系通过前海人寿举牌入主中炬高新，此后八年逐步掌控董事会和管理层。2023年7月，火炬系联合鼎晖等股东发起反攻，在临时股东大会上成功罢免4名宝能系董事，姚振华被保安拦在厂门外无法进入，上演A股年度最戏剧性商战。本案是民营资本与国资争夺上市公司控制权的经典案例，涉及举牌、表决权征集、董事会争夺、舆论战等多维度博弈。

案例编号	01
上市公司	中炬高新（600872）
夺权方	火炬系（中山国资）+ 鼎晖投资
防守方	宝能系（姚振华）
争夺期间	2015年—2023年

争夺结果	火炬系夺回控制权
关键手段	临时股东大会罢免董事

一、涉及公司背景

夺权方

宝能系由姚振华实际控制，旗下拥有前海人寿等金融平台，以举牌万科闻名资本市场。2015年起通过前海人寿大量增持中炬高新股份，逐步成为第一大股东并掌控董事会。宝能系入主后推动产能扩张，但资金链紧张及质押风险始终存在。

防守方

火炬系以中山市国资平台为核心，代表中炬高新的创始国资背景。在宝能深陷债务危机、质押股份面临爆仓之际，火炬系联合鼎晖投资等机构，通过股东一致行动、征集投票权等方式重新集结力量。

二、控制权争夺时间线

- 2015年4月

宝能系旗下前海人寿开始大量买入中炬高新股票
- 2015年9月

前海人寿持股比例超过火炬集团，成为第一大股东
- 2018年11月

宝能系完成董事会改选，姚振华出任实际控制人
- 2019年—2021年

宝能系推进产能扩张，投资建设阳西美味鲜生产基地
- 2021年

宝能集团债务危机爆发，开始减持中炬高新股份
- 2023年6月

火炬系联合鼎晖提出召开临时股东大会，要求罢免宝能系董事



陆家嘴共创中心

● 2023年7月24日

股东大会通过罢免4名宝能系董事决议，火炬系重新掌控董事会

● 2023年8月

新董事会选举余健华为董事长，中炬高新回归火炬系控制

三、争夺关键节点分析

宝能举牌入主（2015年）

2015年A股市场大幅波动，宝能系抓住时机通过前海人寿集中买入中炬高新股票，以较低成本取得第一大股东地位。举牌策略隐蔽且迅速，火炬系未做有效防范。

董事会改选（2018年）

宝能系在取得股权优势后，逐步推进董事会改选。通过提名宝能系背景的董事候选人，利用股权表决权优势将火炬系代表逐出董事会，完成对上市公司的全面控制。

火炬系反攻的组织（2023年6月）

火炬系利用宝能资金链紧张的窗口期，联合鼎晖投资等机构投资者，通过一致行动协议和投票权征集，快速凝聚起足以挑战宝能的表决权力量。这是国资反收购组织能力的集中体现。

临时股东大会对决（2023年7月24日）

7月24日是最关键的决战日。姚振华到场但被保安阻拦，这一幕被媒体广泛报道成为标志性画面。股东大会最终以多数票通过罢免4名宝能系董事的决议，火炬系完成董事会的重新掌控。

四、夺权与防守策略分析

🔥 夺权方策略

- ▶ 利用A股波动窗口集中买入，以低成本取得控制权
- ▶ 入主后迅速改选董事会，替换管理层实现深度控制

防守方策略

- ▶ 联合机构投资者形成一致行动人，壮大表决权力量
- ▶ 选择宝能债务危机爆发的窗口期精准反攻
- ▶ 通过临时股东大会直接罢免董事，干净利落完成权力交接
- ▶ 充分利用媒体舆论扩大影响，形成对宝能系的舆论压力

五、争夺最终结果

火炬系夺回控制权

2023年7月临时股东大会后，火炬系联合鼎晖成功改组董事会，罢免4名宝能系董事，选举新董事会。中炬高新继2015年以来的控制权重新回到国资火炬系手中。宝能系虽然仍持有一定股份，但已失去对公司的实际控制。该案成为A股历史上国资反击民营资本的标志性案例。

六、案例评析

本案最核心的启示在于：控制权的稳定性不仅取决于持股比例，更取决于股东联盟的维系能力。宝能系虽长期为第一大股东，但在危机时刻未能建立稳固的股东联盟，而火炬系通过联合鼎晖等机构投资者，瞬间扭转了表决权对比。

时间窗口的选择至关重要。火炬系选择在宝能债务危机全面爆发、市场普遍质疑宝能治理能力的时机发动反攻，舆论环境极为有利，监管层也对其予以默许。

临时股东大会作为上市公司权力交接的合法武器被运用到了极致。火炬系严格遵守公司法与公司章程，通过合法程序完成权力变更，使得宝能系的反击缺乏法律依据。

该案也暴露出A股上市公司在股权分散背景下控制权不稳定的结构性问题。无论民营资本还是国资，如果无法建立防御性股东结构，都可能面临突袭风险。



理论层：代理成本与控制权市场理论

本案完美体现了Manne（1965）提出的**公司控制权市场理论**：当管理层效率低下或公司价值被低估时，外部收购者通过取得控制权来提升公司价值。宝能2015年的入主可视为控制权市场对火炬系管理效率的一次'修正'；而火炬系2023年的反攻，则是控制权市场的再次作用。两次控制权更迭说明，**控制权永远处于动态博弈之中**，没有任何控制权是永恒的。

从代理成本角度，宝能系入主后的大规模质押融资行为加剧了代理问题——控股股东通过质押将风险转移给银行和中小股东。火炬系的反攻可视为中小股东对控股股东代理成本的**市场自我纠正**。



对收购方的启示

- **控制权≠所有权**：成为第一大股东只是第一步，需持续维系股东联盟。宝能未能与二股东及机构投资者建立信任，为反攻埋下隐患。
- **财务稳健是控制权的根基**：宝能过度依赖质押融资，一旦债务危机爆发，控制权随之动摇。
- **获取监管和舆论支持**：收购方需维护良好的公众形象，避免被市场贴上'门口的野蛮人'标签。
- **做好最坏的制度安排**：应预设遭遇反攻时的制度防御，如超级多数条款、分期董事会等。



对被收购方的启示

- **提前布防**：上市公司应在股权分散前就设置防御机制，如'毒丸计划'条款、金色降落伞等，而非在危机来临时仓促应对。
- **联合盟友**：火炬系的成功关键在于联合了鼎晖等机构投资者。被收购方应主动维护与机构投资者、战略股东的关系网络。
- **把握反攻时机**：选择收购方最虚弱的时刻（如资金链紧张、监管调查、负面舆情）发动反击。
- **合法合规是底线**：火炬系全程依法操作，避免了法律风险，这是其成功的关键保障。



法律与治理启示

- **临时股东大会制度**：本案验证了临时股东大会作为控制权争夺法定武器的有效性。10%以上股东即可请求召开，是中小股东联合反制大股东的重要制度工具。
- **一致行动人协议**：火炬系与鼎晖的一致行动安排是反攻成功的关键制度安排，但也需注意信息披露合规性。
- **董事会独立性**：独立董事在控制权争夺中的角色定位需要更清晰的制度规范，避免沦为双方博弈的工具。



普遍借鉴意义



红瓦联盟·陆家嘴共创中心

- 任何控制权的争夺，不仅取决于资金实力和股权比例，更取决于时机选择、盟友维系、舆论引导和法律合规四个维度的综合博弈。
- 对企业和投资者而言，本案的最大启示是：**永远不要认为控制权是理所当然的**。建立长效机制、维护股东关系、保持财务健康，是控制权稳定的三大基石。

该报告由红瓦资讯研究团队基于公开信息整理分析，仅供学习研究参考，不构成投资建议。

[← 返回案例列表](#)

© 2024 红瓦联盟·陆家嘴共创中心 版权所有
www.52sufe.club



下载完整 PDF 版本

离线阅读 · 打印友好 · 完整排版

[下载 PDF](#)