



新世纪高等学校教材

管理学精选案例系列教材

成思危

编写指导委员会主任

茅宁 汪丽 编著

公司理财案例精选

Corporate Finance
Case Selections



北京师范大学出版集团
BEIJING NORMAL UNIVERSITY PUBLISHING GROUP
北京师范大学出版社

E926.6

新世纪高等学校教材

管理学精选案例系列教材

公司理财案例精选

Corporate Finance Case Selections

茅宁 汪丽 编著

(南京大学商学院)



北京师范大学出版集团
BEIJING NORMAL UNIVERSITY PUBLISHING GROUP
北京师范大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

公司理财案例精选 / 茅宁, 汪丽编著. —北京: 北京师范大学出版社, 2010.7

新世纪高等学校教材 管理学精选案例系列教材

ISBN 978-7-303-11159-6

I. ①公… II. ①茅… ②汪… III. ①公司—财务管理—案例—高等学校—教材 IV. ①F276.6

中国版本图书馆CIP数据核字(2010)第126654号

营销中心电话 010-58802181 58808006
北师大出版社高等教育分社网 <http://gaojiao.bnup.com.cn>
电子信箱 beishida168@126.com

出版发行: 北京师范大学出版社 www.bnup.com.cn

北京新街口外大街19号

邮政编码: 100875

印刷: 北京中印联印务有限公司

经销: 全国新华书店

开本: 170 mm × 230 mm

印张: 12.5

字数: 177千字

版次: 2010年7月第1版

印次: 2010年7月第1次印刷

定价: 22.00元

策划编辑: 戴轶

责任编辑: 戴轶

美术编辑: 毛佳

装帧设计: 毛佳

责任校对: 李菡

责任印制: 李丽

版权所有 侵权必究

反盗版、侵权举报电话: 010-58800697

北京读者服务部电话: 010-58808104

外埠邮购电话: 010-58808083

本书如有印装质量问题, 请与印制管理部联系调换。

印制管理部电话: 010-58800825

新世纪高等学校教材
管理学精选案例系列教材
编写指导委员会

主 任 成思危

副主任 席酉民 赵曙明 王方华

李维安 钱颖一 吴世农

委 员 (以姓氏笔画为序)

王方华 上海交通大学安泰经济与管理学院院长 教授 博士生导师

王重鸣 浙江大学管理学院常务副院长 教授 博士生导师

尤建新 同济大学经济与管理学院院长 教授 博士生导师

刘松柏 北京师范大学经济与工商管理学院副院长 教授 博士生导师

李 垣 西安交通大学管理学院院长 教授 博士生导师

李维安 南开大学商学院院长 教授 博士生导师

李廉水 南京信息工程大学校长 教授 博士生导师

吴世农 厦门大学副校长 教授 博士生导师

张维迎 北京大学光华管理学院院长 教授 博士生导师

陈荣秋 华中科技大学管理学院原院长 教授 博士生导师

席酉民 西安交通大学副校长 教授 博士生导师

荆 新 中国人民大学商学院副院长 教授 博士生导师

赵曙明 南京大学商学院院长 教授 博士生导师

唐任伍 北京师范大学管理学院常务副院长 教授 博士生导师

袁志刚 复旦大学经济学院院长 教授 博士生导师

徐康宁 东南大学经济管理学院院长 教授 博士生导师

钱颖一 清华大学经济管理学院院长 教授 博士生导师

前言

4年前，我和汪丽编写了新世纪高等学校教材《公司理财》（北京师范大学出版社，2006年版）。该教材的主要特色之一是以公司理财的“战略观”和“决策观”为基础，以“价值创造”这一公司基本目标为核心，突出公司理财的战略决策功能和价值导向管理的思想，强调资本效率和可持续增长这两个影响公司价值的基本因素。因此，在内容安排上，该教材以价值创造为主线，以投资决策和融资决策理论与方法为工具，通过对公司理财各项活动的分析与阐述，提出创造价值的方法及实现途径。

本书的定位是作为上述教材的配套教材。为此，我们精选了国内外公司理财的15个典型案例，与教材的内容体系一一对应，涵盖了财务要素分析、融资决策分析、投资决策分析、公司并购、公司价值评估、公司价值创造等相关领域。各案例对应的教材章节及其主要内容如下：

案例1和案例9配合教材第1章“公司理财导论”使用。其中，案例1“多业务发展战略助中集挺过寒冬”，通过对中集集团多业务发展战略规划、实施及其对公司财务业绩的影响的分析，以说明正确的财务决策是企业实现持续稳定发展的重要保障这一主题。案例9“资本市场催生百丽国际神话”，则试图通过对一个鞋类企业借助于资本市场获得巨额资金、实现快速扩张过程的描述，阐述资本市场对于一个企业可持续成长的重要作用。

案例 2 和案例 3 配合教材第 2 章“公司理财要素”使用。其中, 案例 2 “新疆屯河毁于财务流动性的枯竭”, 从现金流管理的角度探讨了新疆屯河陷入困境的内在原因, 从而论证了保持充足现金流对于企业生存与发展的重要性。案例 3 “中航油梦碎金融衍生品交易”, 探讨了中航油从事金融衍生品投机交易导致 5.54 亿美元巨额亏损的始末, 说明追求风险和收益的权衡是公司财务决策应当遵循的第一要素。

案例 4 和案例 5 配合教材第 3 章“财务分析与规划”使用。其中, 案例 4 “蓝田股份高盈利神话的破灭”, 以中国资本市场上市公司财务造假的经典案例为对象, 帮助投资者懂得如何通过企业所提供的财务报表及其他相关的公开信息, 全面、深入地判断其财务业绩的真实性, 进而把握该企业的真实经营状况。案例 5 “利润游戏倾覆安然帝国梦”, 通过对美国安然公司为满足资本市场高预期的目标进行财务操纵、最后走向破产全过程的描述, 说明一个公司的真正价值应当体现在其商业模式中, 通过会计操纵得来的账面盈利数字终究不能体现为实实在在的价值。

案例 6 和案例 7 配合教材第 4 章“长期融资决策分析”使用。其中, 案例 6 “自然美缘何情定私有化”, 描述了自然美选择私有化的过程、动机及其可能的影响, 以期让读者理解公司私有化作为公司上市的逆向选择, 是相关主体从各自的长期战略利益角度出发而作出的理性决策。案例 7 “格力电器特殊资本结构的奥秘”, 从分析格力电器特殊资本结构入手, 探讨了该资本结构背后所对应的商业逻辑, 试图说明资本结构选择对公司资本成本、财务风险和投资回报率的影响。

案例 8、案例 10 和案例 11 配合教材第 5 章“长期投资决策分析”使用。其中, 案例 8 “四川长虹巨亏背后的沉疴”, 从战略的高度探讨了四川长虹 2004 年出现巨亏的深层次原因, 试图说明这样一个主题, 即企业在进行重大投资决策时, 面对市场、技术和财务等因素的重大不确定性, 应当摆脱“重资产”战略思维的束缚, 寻求“轻资产运营”的商业模式创新。案例 10 “中国平安投资富通的得与失”, 回顾了中国平安投资富通决策的全过程, 分析了该项重大投资决策失败的原因, 以帮助读者理解投资决策的复杂性, 如何正确认识各种风险因素并采取积极防范措施, 是取得决策预期目标的关键。案例 11 “宁晶高科进军 PDP: 高科技背后的高风险”, 从分析一个高科技投资项目商业策划书的可行性入手,

阐述了高科技项目高投资和高风险的本质特征，强调了进行全面而深入的风险评估是影响投资项目成败的关键因素。

案例 12 和案例 13 配合教材第 6 章“公司价值评估”使用。其中，案例 12 “可口可乐高价收购汇源果汁到底值不值”，通过对可口可乐高价收购汇源果汁事件全过程的介绍，分析了收购决策中对价双方各自的动机，以说明公司估价过程是一个主观和客观相结合、定性和定量相结合的过程，双方基于不同的战略考虑，会对估价结果产生重要的影响。案例 13 “中海油为何愿以天价收购优尼科”，介绍了中海油并购优尼科的过程，分析了其作出并购决策的动机以及对优尼科估价的内在逻辑，以期让读者对公司估价过程及估值方法的运用有更深入的了解。

案例 14 和案例 15 配合教材第 7 章“价值创造和价值导向管理”使用。其中，案例 14 “EVA 能助青啤创造价值吗”，介绍了青岛啤酒引入经济增加值（EVA）体系的背景及其过程，试图说明推行 EVA 可能给公司实现价值创造目标带来的益处，以及该方法存在的不足。案例 15 “大商股份巨额亏损背后的真相”，从公司治理的角度探究了大商股份出现巨额亏损的深层次原因，以说明良好的公司治理是企业保持长期稳定发展的必要前提，也是影响公司价值的一个重要因素。

本书的每个案例由摘要、关键词、案例主体、思考题、进一步阅读材料等部分组成。为了使案例的描述生动活泼，更贴近读者和现实，案例主体是以叙事性的原则组织的，即从一个当事人（投资者、分析师、管理者或 MBA 学生）的视角出发，通过其对某一现象的思考，引入该案例的背景以及要分析的主题。另外，在每个案例的最后，我们都列出了进一步阅读材料的目录，以供读者需要拓展相关知识和加深理解时参考。

在使用案例时，我们建议首先对教材相关章节知识进行充分的研读，必要时可选择进一步阅读材料中的相关内容进行阅读，以加深对案例所涉及知识的认识和理解。然后结合该案例提供的思考题，采用小组讨论的形式，对案例的主题进行分析和思考。

本书是集体智慧的产物。根据本书的主体写作思想，汪丽老师协助我设计了本书的框架结构，以及案例编写的格式规范，我所指导的 6 位硕士生则具体参与

了案例初稿的编写工作。在明确分工以后，汪丽提供了案例 4 和案例 7 的初稿；6 位硕士生完成了 12 个案例的初稿写作，其中：孙吉川编写了案例 11 和案例 15；刘晔编写了案例 3 和案例 13；朱楚烨编写了案例 6 和案例 8；王雨青编写了案例 2 和案例 12；蒋慧荣编写了案例 5 和案例 14；许虎编写了案例 1 和案例 9。最后，我对各位提供的案例初稿进行了大幅度的修改和补充，并最终定稿。

在编写本书各案例的过程中，我们借鉴了一些相关文章的观点。对于直接引用的部分，我们已经在书中相应部分做了标注，但难免有疏漏之处。此外，我们力尽所能地与有关作者进行了联系。那些未能取得联系的作者，请见书后尽快与我们联系，以便我们支付相应的报酬。在此，我们向这些优秀的作者表示诚挚的谢意。

最后，我还要衷心感谢责任编辑戴轶女士在本书的编辑出版过程中所付出的辛勤劳动。当然，书中可能存在的偏颇和错误由我本人负责。

茅宁

2010 年 5 月于南京大学

目 录

案例 1 多业务发展战略助中集挺过寒冬	(1)
一、中集集团：集装箱行业的大哥大	(1)
二、集装箱业务面临困境——主营业务不能“主”“盈”	(4)
三、中集集团主营业务的多元化：四大板块的形成	(5)
四、小王的思考	(8)
案例 2 新疆屯河毁于财务流动性的枯竭	(11)
一、公司转型：从“灰色产业”到“红色产业”	(12)
二、祸起萧墙	(14)
三、产业转型之过	(15)
四、“短债长用”惹的祸	(17)
五、小朱的思考	(19)
案例 3 中航油梦碎金融衍生品交易	(23)
一、祸起石油期权交易	(24)
二、中航油参与衍生品交易的动机何在	(26)

三、风险管控失灵：中航油事件的深层次原因	(28)
四、中航油事件为何屡禁不止	(30)
五、张晓的思考	(32)
案例 4 蓝田股份高盈利神话的破灭	(35)
一、蓝田神话	(35)
二、600 字短文：蓝田资金链断裂的导火索	(38)
三、不同的声音	(40)
四、真相大白	(43)
五、王平的思考	(44)
案例 5 利润游戏倾覆安然帝国梦	(46)
一、安然简介	(47)
二、斯基林的新点子——安然资本和安然国际	(48)
三、公允价值会计模式——让利润提前确认	(50)
四、让利润持续成长——安然在线与安然宽带	(51)
五、为扩张而融资——大量的表外债务	(52)
六、变本加厉的利润操纵	(54)
七、安然帝国崩塌	(55)
八、杰克的思考	(58)
案例 6 自然美缘何情定私有化	(61)
一、自然美的前世今生	(62)
二、CVC 设计的自然美“私有化”方案	(64)
三、自然美缘何转向私有化	(67)
四、小杨的思考	(71)
案例 7 格力电器特殊资本结构的奥秘	(76)
一、公司比较	(76)

二、特殊的资本结构	(79)
三、独树一帜的销售模式	(82)
四、尾声	(85)
案例 8 四川长虹巨亏背后的沉痾	(86)
一、公司简介	(87)
二、巨亏前的成长路径：优先发展彩电的“独生子女战略”	(88)
三、37 亿元巨亏	(92)
四、巨额亏损数据的背后	(95)
五、李平的思考	(98)
案例 9 资本市场催生百丽国际神话	(101)
一、百丽国际的成长过程：从产品加工到品牌零售	(102)
二、百丽国际上市：搅动鞋业格局	(103)
三、百丽国际上市后的收购风暴	(105)
四、张兵的思考	(108)
案例 10 中国平安投资富通的得与失	(111)
一、巨额再融资：海外收购的先兆	(112)
二、平安为什么要走出去	(114)
三、为什么是富通	(116)
四、投资富通之劫	(117)
五、为何完败：究天人之际	(119)
六、尾声	(120)
案例 11 宁晶高科进军 PDP：高科技背后的高风险	(122)
一、项目概况	(123)
二、火热的平板电视市场	(126)

三、黯然退场的上广电 NEC	(128)
四、屡败屡战的京东方	(130)
五、王强的思考	(133)
案例 12 可口可乐高价收购汇源果汁到底值不值	(136)
一、并购双方概述	(137)
二、行业背景	(138)
三、朱新礼为什么要卖	(140)
四、可口可乐为什么要买	(141)
五、小唐对汇源果汁的估值	(143)
六、尾声	(145)
案例 13 中海油为何愿以天价收购优尼科	(149)
一、并购双方概述	(150)
二、中海油竞购优尼科始末	(153)
三、中海油为何要收购优尼科	(154)
四、优尼科究竟价值几何	(157)
五、小童的思考	(158)
案例 14 EVA 能助青啤创造价值吗	(161)
一、青啤的发展及其面对的竞争环境	(162)
二、青啤的规模扩张之路	(164)
三、EVA 来到青啤	(166)
四、赵总的思考	(172)
案例 15 大商股份巨额亏损背后的真相	(176)
一、反常的业绩	(177)
二、加速折旧惹的祸	(179)
三、股权变更的谜团	(181)
四、尾声	(186)

案例1 多业务发展战略助中集挺过寒冬

【摘要】 本案例以中集集团多业务发展战略为主题，在简要介绍公司集装箱业务发展现状的基础上，重点分析了其作为全球最大的集装箱产品供应商如何推行多业务发展战略，进入道路运输车辆、空港设备、能源与化工设备和海洋工程等相关业务领域的过程，以及这一战略对中集集团财务业绩的影响。中集集团多业务发展战略的本质是集装箱产业链的延伸，即从航运运输设备延伸至空中运输设备和陆路运输设备，从而成为多业务选择与核心能力匹配的典型。本案例试图说明，当一个企业成长到一定阶段以后，业务高度集中化可能导致增长“天花板”的出现和累计风险的增加，使得企业未来增长面临巨大挑战。为此，企业必须依据自身的核心能力，寻求相关业务增长战略的动态调整，确保其未来实现持续稳定发展的动力和源泉。

【关键词】 多业务发展战略 可持续成长 主营业务 中集集团

小王是一名物流管理专业的本科生，在大三的暑假里，他选择了一家生产道路运输车辆的企业实习。通过在公司两个月的工作体验，小王发现这个行业很有发展前景，他打算毕业后去相关企业工作。当小王搜集道路运输车辆行业的企业信息时，发现了“中国国际海运集装箱股份有限公司”（简称中集集团或中集）这个集装箱龙头企业的名字，这引起了小王的疑惑：一个从事集装箱生产的企业为什么会涉足道路运输车辆等业务呢？这些“杂活”在这家企业的业务构成中占据着什么样的地位？小王决定详细地挖掘中集集团的资料，帮助自己更深入地了解道路运输车辆行业 and 该行业内相关企业的发展战略，从而为自己以后在这一行业的求职做好准备。

一、中集集团：集装箱行业的大哥大

“既然是集装箱公司，那主营业务肯定是集装箱生产和销售，不知道集装箱

这个行业的情况如何，中集又是一个什么样的企业？”小王决定先对中集集团及其主营业务做一个了解。

根据中集集团公司网站提供的信息，中集是一家为全球市场提供“现代化交通运输装备和服务”的企业集团。该集团成立于1980年1月，由香港招商局和丹麦宝隆洋行合资组建，是中国最早的集装箱专业生产厂和最早的中外合资企业之一。1987年，中集集团改组为中远、招商局、宝隆洋行的三方合资企业，1993年改组为公众股份公司，1994年在深圳证券交易所上市，1995年起以集团架构开始运作，目前主要股东为中远集团和招商局集团，其股权结构如图1-1所示。^①

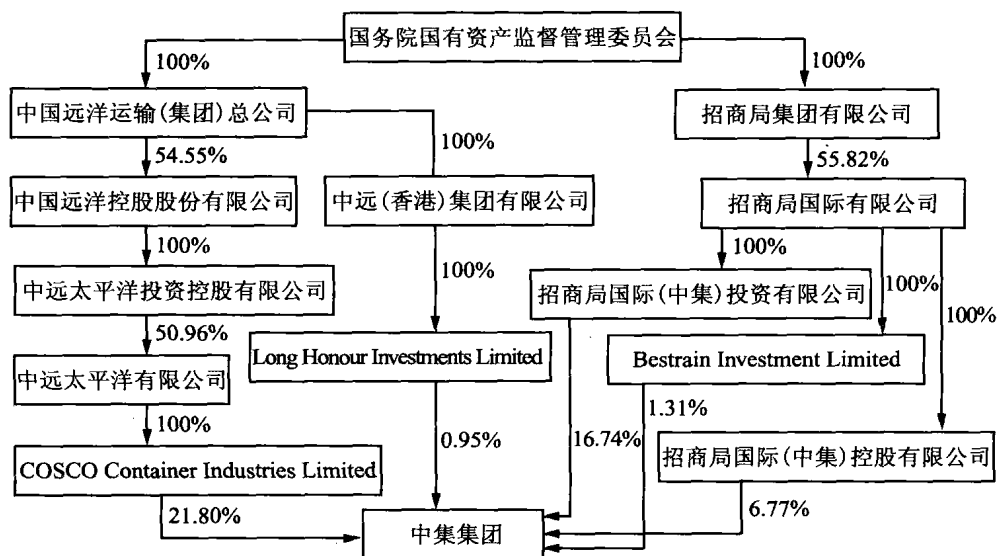


图 1-1 中集集团股权结构图

集装箱业务一直为中集集团的主营业务。自1996年以来，中集集团的集装箱产销量一直位居世界第一，2007年中集成为全球集装箱行业首家年产量突破200万TEU的企业。目前，在全球运营的各类集装箱中每两个就有一个由中集制造。中集集装箱生产基地已覆盖中国内地所有重要沿海港口，中集拥有华南、

^① 中集集团网站。

华东、华北三大区域 34 家集装箱制造工厂及服务基地，是全球唯一能够提供干货集装箱、冷藏集装箱、罐式集装箱及其他各类特种箱等全系列集装箱产品，并拥有完全自主知识产权的集装箱制造和服务企业。中集集团的集装箱产品客户包括全球知名的船公司和租箱公司，产品遍及北美、欧洲、亚洲等全球主要的海陆物流系统。因此，中集集团已经在集装箱行业确立了世界级地位，市场份额接近 40%。由于中集集团能够为所有集装箱品种提供设计、制造、维护等“一站式”服务，因此它还能获得制造以外的收益。例如，按照现有集装箱的存量计算，仅每年集装箱维修就有 20 亿美元的市场。

截至 2008 年 12 月 31 日，中集集团总资产 345.58 亿元，净资产 134.29 亿元。2008 年销售额 473.27 亿元，净利润 14.079 亿元。^① 中集集团在中国以及北美、欧洲、亚洲、澳洲等国家和地区拥有 100 余家全资及控股子公司，员工近 5 万人，初步形成了跨国公司的运营格局。

但是，在阅读中集集团历年财务报告的过程中，小王发现，2004 年以前，在中集的销售收入中，集装箱销售占有绝对的比例（见表 1-1）。但是，近几年来，这一比例不断下降，而其他业务（包括空港设备、道路运输车辆和能源化工设备）收入所占的比重却不断上升（见表 1-2）。这一现象引起了小王的浓厚兴趣：为什么中集在不断拓展其在非集装箱领域的业务，其内在的战略逻辑是什么？

表 1-1 2006 年以前中集集团集装箱业务占主营业务收入比重及增长情况

年度	集装箱业务收入（万元）	占主营业务收入比例（%）	毛利率（%）	集装箱业务收入同比增长率（%）	主营业务收入同比增长率（%）
2004	2 408 374.90	90.65	16.94	88.33	92.52
2003	1 278 838.90	92.67	13.68	49.25	52.01
2002	856 858.80	94.38	13.82	30.93	34.19
2001	654 446.95	95.62	23.31	-24.63	-24.41

^① 中集集团 2008 年年度报告。

表 1-2 中集集团近年销售收入构成

单位：亿元

	营业利润率 (2008 年)	2008 年	2007 年	2006 年	2005 年
集装箱	10.82%	291.0	340.5	247.7	265.7
空港设备	32.04%	4.9	4.7	1.8	1.6
道路运输车辆	10.99%	100.5	97.2	68.2	42.4
能源化工装备	15.70%	77.7	45.4	18.5	0

二、集装箱业务面临困境——主营业务不能“主”“盈”

小王决定从对集装箱行业发展趋势的分析入手。

集装箱运输是至今为止世界水路货物最便捷、最经济的运输方式。随着世界经济一体化的不断深化，集装箱运输与制造业得到了快速的发展。集装箱制造业是典型的劳动密集型产品，且其需求伴随着货源流动方向，不断地从发达国家向发展中国家转移：20 世纪 60 年代产生于美国，70 年代转移到日本，80 年代转移到韩国，90 年代转移到中国。经过 20 多年的发展，我国集装箱年生产能力已经上升至 580 万 TEU，占世界集装箱生产能力的 96% 以上。我国集装箱生产能力、种类规格、产销量已经连续 17 年蝉联世界第一。其中，中集集团抓住了国际产业转移的机会，通过收购和兼并不断提高市场份额，成为世界集装箱行业的龙头企业，产能已经达到全球的 60%。

国际集装箱市场的需求主要取决于世界经济、国际贸易、集装箱贸易量的增长水平，航运市场的景气程度，旧箱更新量，新投入运营的集装箱船的箱位量以及能源、原材料价格和供应等几个方面的因素。受到全球经济周期变化的影响，特别是在 2008 年年底开始的金融危机对全球实体经济影响的不断加剧，导致全球国际贸易量的下滑和中国对外贸易的大幅放缓，航运市场跌向低谷，集装箱市场需求从旺盛突然转向，全球集装箱产销量为 342.5 万 TEU，同比回落 12.62%。同期，我国集装箱产销量为 232.4 万只（折合约 335.13 万 TEU），同比下降 10.53%。2009 年，国际市场的集装箱更新、新增船队运力和国际贸易货运的增加量三项主要市场需求也大幅萎缩。2008 年 10 月至 2009 年 10 月，世界

干货集装箱行业基本处于停产状态，冷藏箱、特种箱需求也处于低谷。全球全年集装箱产量约为30万TEU，同比下降幅度高达90%。我国国内全年金属集装箱产量仅为2008年同期的26%。^①

在行业大萧条的背景下，中集集团的日子肯定很不好过。2008年12月4日，媒体发布消息称：中集集团主营的干货集装箱业务已停产，约22000名员工放假在家，约占集团员工总人数58000人的38%。4天之后，中集发布《关于媒体报道的说明公告》澄清：“干货箱制造业务是一项有季节性变动的业务。通常年份，自第四季度到第二年的第一季度都为传统的生产淡季，淡季时工厂一般会由于开工不足而有部分工人放假。”中集同时强调，“相对于以往年份，干货箱制造业务更早进入淡季，整个中国干货箱制造行业也基本处于停产和半停产状态。”但在上述公告中，中集并没有正面回应有关报道中放假员工的具体数量是否准确的问题。

2009年1月23日，中集集团发布2008年业绩预告。预计全年实现净利约15亿元左右，与上年31.6亿元相比，下降40%~60%。小王注意到，在前三季度，公司共实现净利17亿元，因此，第四季度公司净亏损2亿元。在公告中，中集集团将造成第四季度亏损的原因归咎于外部因素，即受到全球经济衰退带来的全球航运市场及国内经济下滑的影响，第四季度集团主要产品——干货集装箱基本停产，使公司相关业务盈利下降；同时需要进行相应的存货跌价准备的计提。

小王想，各种迹象表明，全球集装箱行业的复苏可能需要相当长的一段时间。中集能够挺过这个漫长的冬天吗？

三、中集集团主营业务的多元化：四大板块的形成

带着上述问题，小王仔细研读了中集集团近几年的财务报表后发现，作为一家定位于为全球市场提供“现代化交通运输装备和服务”的企业集团，中集集团除了经营集装箱业务外，近年来通过收购和兼并等方式，重点涉足了道路运输车辆、空港设备、能源与化工装备等相关领域的业务，而这些业务在近两年里已经

^① 中国集装箱行业协会网站。