

 中国社会科学院创新工程学术出版资助项目

Management

中 / 国 / 管 / 理 / 模 / 式 / 案 / 例 / 丛 / 书

上市公司 财务管理案例

何 瑛 主编

Cases in financial management
of listed company

 经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE



中国社会科学院创新工程学术出版资助项目



中 / 国 / 管 / 理 / 模 / 式 / 案 / 例 / 丛 / 书

上市公司 财务管理案例

何 瑛 主编

Cases in financial management
of listed company



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

上市公司财务管理案例/何瑛主编. —北京: 经济管理出版社, 2016. 6
ISBN 978 - 7 - 5096 - 4429 - 4

I. ①上… II. ①何… III. ①上市公司—财务管理—案例 IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2016)第 116713 号

组稿编辑: 陈 力
责任编辑: 陈 力
责任印制: 黄章平
责任校对: 雨 千

出版发行: 经济管理出版社
(北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 A 座 11 层 100038)

网 址: www.E-mp.com.cn

电 话: (010) 51915602

印 刷: 三河市延风印装有限公司

经 销: 新华书店

开 本: 787 × 1092/16

印 张: 28.75

字 数: 560 千字

版 次: 2016 年 6 月第 1 版 2016 年 6 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5096 - 4429 - 4

定 价: 86.00 元

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部负责调换。

联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974 邮编: 100836

前 言

随着企业战略转型、技术转型和业务转型的持续推进，对财务管理的价值管理能力、业务支撑能力、资源优化配置能力和精细化管理能力提出了更高要求，这就迫切要求财务部门职能升级和 CFO 角色转变都围绕“战略”进行。战略制定前，需要财务提供支持；战略决策中，需要财务全程参与；战略执行时，财务（CFO）既是引领者，又是执行者，成为整个企业运行过程中的“灵魂”。

以往作为企业守门人的 CFO，如今承担的角色正在发生革命性的变化，在立足财务价值链的同时，还需要展现出更广泛的跨界能力，不仅要深入了解企业的业务模式，对行业的发展走势具备更加敏锐的洞察力，同时还要能领导跨部门的重大变革项目，具备高效的跨国、跨文化工作能力，这就亟须从专家型人才向复合型人才、领军型人才转型。财务管理作为公司价值管理的主要部门，要深入研究产业价值链和内部价值链变化对公司价值的影响，支撑公司建立合理的产业价值分配模式、盈利模式，推动产业价值链的扩大，实现企业价值最大化。同时，由于用户需求的多样化和激烈的市场竞争，企业内部需要精细管理经营收入、控制经营成本，确保收入质量、实现成本结构和效益的最优化，建立内部价值链管理体系，防止企业价值流失。

作为一种新经济形态的代表，“互联网+”充分发挥了互联网在生产要素配置中的优化和集成作用，正融合于多领域的产业组织中，贯穿于多层次的资本市场间。“互联网+”时代，瞬息万变的资本市场和不断涌现的行业竞争使大多数互联网企业面临着价值链重构和产业链整合的新局面。企业战略、组织架构和商业模式的重新梳理日趋频繁，这意味着互联网企业也需要相应开展引领企业价值创造和支撑商业模式重构的财务变革和金融创新，积极引入互联网思维模式，加强对轻资产运营模式的管理，提高资金使用效率；大力应用互联网技术，推进财务变革与流程优化；依托互联网金融，重构企业的融资格局和模式；创新企业投资策略，实现全产业链融合；等等。互联网企业的增速优势和对价值创造的强烈追求使其与资本市场形成相互依赖、相互促进的双向发展关系：一方面，资本市场借力互联网加速金融创新步伐并加快完善多层次市场体系的建设；另

一方面，互联网企业借助资本市场拓宽投融资渠道、加快并购整合，最终实现可持续发展。

基于此，本书在进行案例选择时重点聚焦于互联网企业、轻资产运营模式的企业、O2O 模式转型下的企业以及一些新兴的投融资方式，并对传统财务管理在研究内容、研究视角和研究方法等方面进行拓展，力图全面展示国内外上市公司财务管理的成功经验。我们衷心希望本项目精心选择的 17 个国内外典型案例分析（以 IT 企业为主）能为广大企业提供源于实践的理财思想和财务管理经验。同时，本书还适合 EMBA、MBA 以及财务管理专业的教师及学生阅读和参考。

何瑛

2016 年 3 月

案例1	身轻如羽，价重于山
	——戴尔轻资产盈利模式 / 001
	一、引言 / 001
	二、公司简介 / 002
	三、轻资产模式的价值创造与管理 / 008
	四、戴尔公司轻资产模式的价值创造路径 / 013
	五、借鉴与启示 / 025
案例2	芝麻终开门，阿里腾云霄
	——阿里巴巴整体上市 / 028
	一、引言 / 028
	二、公司简介 / 029
	三、阿里巴巴选择在美国整体上市的动因分析 / 033
	四、阿里巴巴整体上市的前期准备 / 039
	五、阿里巴巴集团整体上市的经济后果 / 049
	六、借鉴与启示 / 051
案例3	独善其身难为继，内外兼修方成器
	——亚马逊价值链成本管控 / 054
	一、引言 / 054
	二、公司简介 / 055
	三、互联网企业价值链成本管控 / 058
	四、亚马逊公司价值链成本管理模式的分析 / 063
	五、借鉴与启示 / 077
案例4	问道财富路，收放自如间
	——和记电讯资本运营 / 080
	一、引言 / 080
	二、公司简介 / 081

三、扩张型和收缩型资本运营 / 082

四、基于价值导向的和记电讯资本运营管理 / 084

五、借鉴与启示 / 099

案例5 腾作九天啸，讯传万里音

——腾讯资本驱动型成长路径 / 103

一、引言 / 103

二、公司简介 / 104

三、腾讯资本驱动型成长路径 / 106

四、腾讯资本驱动型关键成功因素 / 115

五、借鉴与启示 / 119

案例6 增值“翼”有道，投资领风骚

——中国电信投资管理 / 125

一、引言 / 125

二、公司简介 / 126

三、中国电信投资管理及现状分析 / 128

四、中国电信战略性投资管理 / 131

五、中国电信日常性投资管理 / 137

六、借鉴与启示 / 148

案例7 “天子”与“庶民”的狂欢

——中兴通讯股权激励 / 152

一、引言 / 152

二、公司简介 / 153

三、我国上市公司股权激励现状、特点及模式 / 156

四、中兴通讯股权激励计划方案 / 160

五、中兴通讯股权激励方案实施的效果分析 / 165

六、借鉴与启示 / 169

||案例8 珠联璧合，协创未来

——中国移动业财融合 / 173

一、引言 / 173

二、公司简介 / 174

三、大数据时代的无边界融合式财务管理 / 177

四、中国移动业财融合管理实践 / 189

五、借鉴及启示 / 198

||案例9 有的放矢传佳音

——AT&T 股份回购 / 202

一、引言 / 202

二、公司简介 / 203

三、股份回购的动因及经济后果 / 204

四、AT&T 股份回购的动因分析及经济后果 / 211

五、借鉴与启示 / 222

||案例10 艰难困苦，玉汝于成

——Facebook 首次公开募股 / 225

一、引言 / 225

二、公司简介 / 226

三、Facebook 上市历程 / 231

四、Facebook 的上市破发及原因 / 236

五、Facebook 破发后的战略转变及经济后果 / 242

六、借鉴与启示 / 251

||案例11 秒级融资 e 时代

——京东供应链融资 / 255

一、引言 / 255

二、公司简介 / 256

三、京东供应链融资模式 / 257

四、京东供应链融资影响因素 / 265

五、京东供应链融资风险管控 / 268

六、借鉴与启示 / 271

|| 案例 12 米奇落沪，筑梦全球

——迪士尼乐园 PPP 融资 / 275

一、引言 / 275

二、公司简介 / 276

三、PPP 融资国内外概况 / 280

四、迪士尼度假区 PPP 融资历程简述 / 283

五、迪士尼度假区 PPP 融资结构及资金去向 / 288

六、迪士尼度假区 PPP 融资动因分析 / 294

七、香港迪士尼度假区与上海迪士尼度假区 PPP 融资对比
分析 / 301

八、借鉴与启示 / 304

|| 案例 13 一将功成在，封侯满载归

——风险投资/私募股权退出阿里巴巴 / 309

一、引言 / 309

二、公司简介 / 310

三、中国风险投资和私募股权退出的发展现状 / 315

四、阿里巴巴引入 VC/PE 融资历程 / 328

五、VC/PE 退出阿里巴巴分析 / 330

六、借鉴与启示 / 335

|| 案例 14 大道当然，价值相伴

——万科集团价值评估 / 339

一、引言 / 339

二、公司简介 / 340

三、我国房地产行业现状及万科战略分析 / 344

四、万科财务经营分析 / 348

五、万科价值评估 / 359

六、借鉴与启示 / 373

■案例15 雪中送炭还是引狼入室

——华伦集团掏空四川金顶 / 377

一、引言 / 377

二、公司简介 / 378

三、我国上市公司大股东掏空和盈余管理方式 / 380

四、华伦集团掏空四川金顶和盈余管理的方式 / 384

五、华伦集团掏空四川金顶与盈余管理的经济后果及原因
分析 / 392

六、借鉴和启示 / 399

■案例16 从剑拔弩张到握手言和

——滴滴、快的新设合并 / 402

一、引言 / 402

二、公司简介 / 403

三、滴滴、快的新设合并 / 405

四、滴滴出行与 Uber 的对比 / 413

五、借鉴与启示 / 417

■案例17 金蝉蜕变，乘“壳”前行

——上汽集团借壳上市 / 420

一、引言 / 420

二、公司简介 / 421

三、中国借壳上市的现状分析 / 424

四、上汽集团借壳上市的演进历程 / 431

五、上汽集团借壳上市的动因、壳公司选择及经济后果分
析 / 434

六、借鉴与启示 / 443

■后 记 / 447

案例 1 身轻如羽，价重于山

——戴尔轻资产盈利模式



一、引言

随着经济全球化的发展和科技水平的提高，市场竞争越来越激烈，如何在竞争中提高自己的核心竞争力，如何转变商业模式，成为企业最为关注的问题。同时，国内经济整体进入“二次转型”，企业融资结构从主要靠间接融资转变为直接融资和间接融资并重；增长模式由主要靠各种资源投入向主要靠技术创新、提高生产率转变；增长点从高消耗、易污染的制造业、重工业向金融、软件等服务行业转变，使过多依赖固定资产等重资产投入的粗放式经营难以满足社会的要求，并且市场变化的日新月异使产品生命周期越来越短，消费者对于产品的需求也越来越高，企业转型升级的过程中寻求适宜的盈利模式成为必然。

面对日渐萎缩的传统业务和日益激烈的市场竞争，以品牌优势、研发技术、供应链等为主导的轻资产模式顺应了时代的要求。企业不再依靠投资固定资产扩大企业规模，逐渐被具有更高收益的轻资产模式取代。这些轻资产公司通常具有稀缺性、较难替代的

特性，凭借其长期以来所积累的品牌、技术研发、人力资源、客户关系、供应链管理等轻资产，整合内外各种优质资源，以最少的资金或经济资源的投入为股东创造价值。2009年10月，我国创业板市场开板以后，一些“高成长、高科技、新经济、新服务、新能源、新材料、新农业、新模式”的“二高六新”公司登陆创业板，其中轻资产公司比例极高，截至2011年12月31日，创业板已有轻资产上市公司147家，占281家创业板上市公司总数的52.31%，从总市值/总资产指标看，轻资产上市公司估值仍然明显高于非轻资产上市公司（陈才溢，2013）。可见，轻资产模式成为企业一种新的实现价值创造的盈利模式。

目前，越来越多的企业开始运用轻资产模式，这些企业分布于不同的行业，如服装行业、房地产行业、互联网行业等，但学者们对此研究得比较少。笔者拟从盈利模式的角度出发，探究轻资产模式如何实现价值创造与管理，并以轻资产公司典型代表之一的戴尔公司为例，分析其如何通过轻资产模式进行价值创造与管理，实现企业价值的最大化。

二、公司简介

戴尔公司（NASDAQ：DELL；港交所：4332）于1984年由迈克尔·戴尔创立，总部设在得克萨斯州奥斯汀，是全球领先的IT产品及服务提供商，目前全球员工已经超过9.6万名。其产品涉及多个领域，如笔记本电脑、服务器、网络产品、存储器、移动产品、软件等，业务包括帮助客户建立自己的信息技术及互联网基础架构。

（一）基本概况

戴尔公司从20世纪90年代初开始为亚太地区的商业、政府、大型机构和个人提供服务。随着1993年首次在日本和澳大利亚运营，戴尔公司开始进入亚太区的目标市场，开始在区域性设施、管理、服务和技术人员等方面进行投资。目前戴尔公司在亚太区13个市场开展直线订购业务：澳大利亚、文莱、中国大陆、中国香港、印度、日本、韩国、中国澳门、马来西亚、新西兰、新加坡、中国台湾和泰国。除此之外，还有38个合作伙伴为其他31个市场提供服务。戴尔公司在亚太地区提供的系列产品和专业经验，能够帮助跨国企业、政府、大企业以及富有经验的个人用户和中小企业在区域内进行技术创新。戴尔通过其“全球客户计划”向拥有全球业务的亚洲用户提供定制的成套服务和支持。它为全球客户提供统一订货、结账、定制产品（包括安装专有软件），以及本地供货和现场服务等服务。

戴尔于1998年8月建设了位于福建厦门的“中国客户中心”（CCC）。为了满足中国市场日益增长的需求，2000年11月“中国客户中心”拓展为35万平方英尺的设施。它

继续在生产、管理、营销、财务等各个方面都按照戴尔模式运作。CCC 于 2001 年 3 月获得 ISO9001（2000 版）和 ISO14001 认证。2002 年 9 月，它成为了戴尔全球首个获得 OH-SAS18001 职业安全与健康管理体系认证的工厂。

戴尔公司创立二十多年以来，革命性地改变着整个行业，使全球的客户包括商业、组织机构和个人消费者都能接触到电脑产品。它的理念非常简单：按照客户要求制造计算机，并向客户直接发货，使戴尔公司能够最有效和明确地了解客户需求，继而迅速做出回应。这个直接的商业模式消除了中间商，这样就减少了不必要的成本和时间，让戴尔公司更好地理解客户的需要。这种直接模式允许戴尔公司能以富有竞争性的价位为每一位消费者定制并提供具有丰富配置的强大系统。通过平均四天一次的库存更新，戴尔公司能够把最新相关技术带给消费者，而且远远快于那些运转缓慢、采取分销模式的公司。戴尔公司成为市场领导者的根本原因是：通过直接向客户提供符合行业标准技术的电脑产品和服务，不断地致力于提供最佳的客户体验。戴尔公司的历史演变如表 1-1 所示。

表 1-1 戴尔公司历史大事记

年份	事 件
1984	迈克尔·戴尔在得州大学奥斯汀分校就学时创立了 PCs Limited 计算机公司
1985	公司生产了第一部拥有自己独特设计的计算机“Turbo PC”，公司第一年的营收毛利就超过 7300 万美元
1988	公司更名为“戴尔计算机企业”并选择爱尔兰作为它全球性扩张的第一站；6 月 22 日，戴尔正式于美国 Nasdaq 上市，首次公开发行 350 万新股，每股作价 8.50 美元；之后戴尔公司市值从 3000 万美元增长至 8000 万美元
1992	戴尔公司被《财富》杂志评为全球 500 强企业，迈克尔·戴尔成为 500 强企业里有史以来最年轻的首席执行官
1999	戴尔取代康柏电脑（Compaq）成为美国第一大个人电脑销售商，同时开始最早的并购，收购 Converge Net Technologies
2006	戴尔历史上首次季度出货量突破 1000 万台
2007	戴尔完成多项大手笔收购，力求提升自身竞争力，巩固其在 IT 产品及服务方面的领先地位
2010	戴尔入选美国《财富》杂志每年评选的“全球最大五百家公司”排行榜的第 38 名，《财富》同时也将戴尔列入科技业中全球第五大最受尊崇的公司
2012	《财富》杂志根据总营收将戴尔列为全美第 44 大公司以及在得州的第 6 大公司，同时是得州第二大非石油公司（仅次于 AT&T），也是奥斯汀地区最大的公司
2013	戴尔宣布私有化方案，集团创办人迈克尔·戴尔及 SILVER LAKE 基金，斥资 249 亿美元将戴尔私有化，股东可获得每股 13.75 美元现金，另加每股 13 美分的特别股息

(二) 财务状况

根据戴尔财务报告，2012 年全年营业收入 569 亿美元，主营业务收入 447 亿美元，相比 2011 年有所下降，净利润率为 5.30%，下降 1.7%。其中，企业解决方案业务营业收入为 194 亿美元，占全年戴尔总营业收入的 34%，可见其解决方案业务逐渐成为戴尔的主要收入来源之一。按产品划分，戴尔的产品包括 PC、移动设备、服务器和网络设备以及外设（包括显示器、键盘、鼠标、打印机、投影机），其收入状况及增长比例如图 1-1、图 1-2、图 1-3、图 1-4 所示；2012 年除服务器和网络设备外，其他三个均有下降的趋势，其中移动设备连续 4 年出现了负增长。按地区划分，欧洲、中东和非洲营业收入同比下降 14%，美洲营业收入同比下降 10%，亚太和日本营业收入同比下降 9%。总的来说，2012 年戴尔公司的产品盈利状况不是很好，这主要是因为其竞争对手如苹果、IBM、惠普、联想等都在不断地占领市场份额，它们之间的差距越来越小。根据 Gartner 全球服务器最新调研报告，2012 年第二季度，服务器收入方面，服务器厂商排名前五依次为惠普、IBM、戴尔、甲骨文和富士通；服务器出货量方面，服务器厂商排名前五依次为惠普、戴尔、IBM、富士通和联想。根据 IDC 全球最新调研报告，2012 年上半年，戴尔、惠普出现负增长，只有 IBM 与行业平均水平增长率基本持平，可见行业竞争越来越激烈。

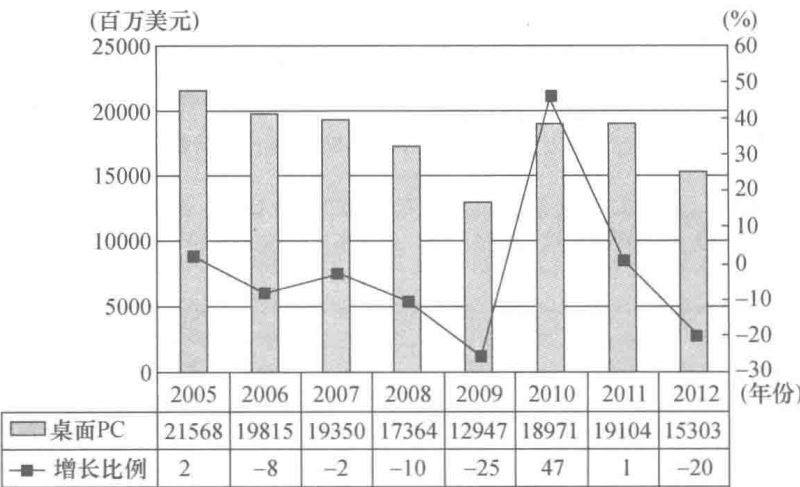


图 1-1 戴尔公司桌面 PC 收入及增长比例情况

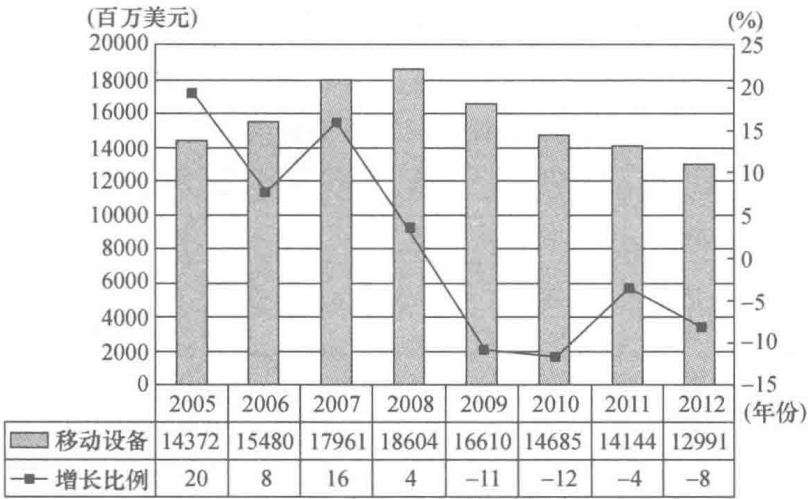


图 1-2 戴尔公司移动设备收入及增长比例情况

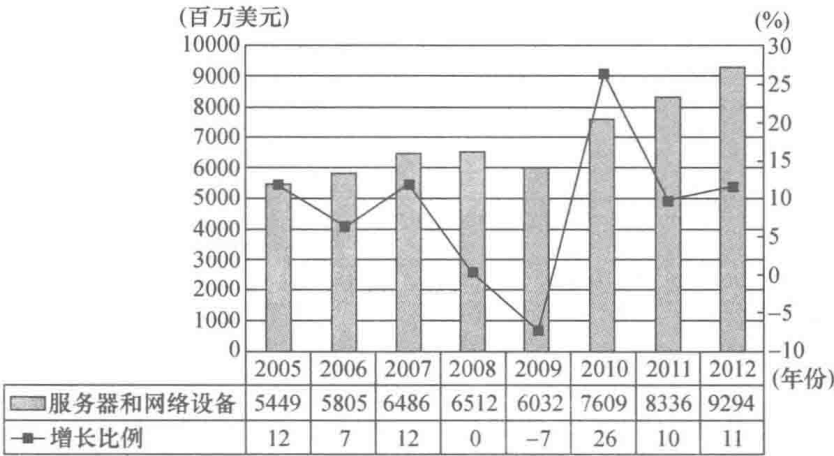


图 1-3 戴尔公司服务器和网络设备收入及增长比例情况

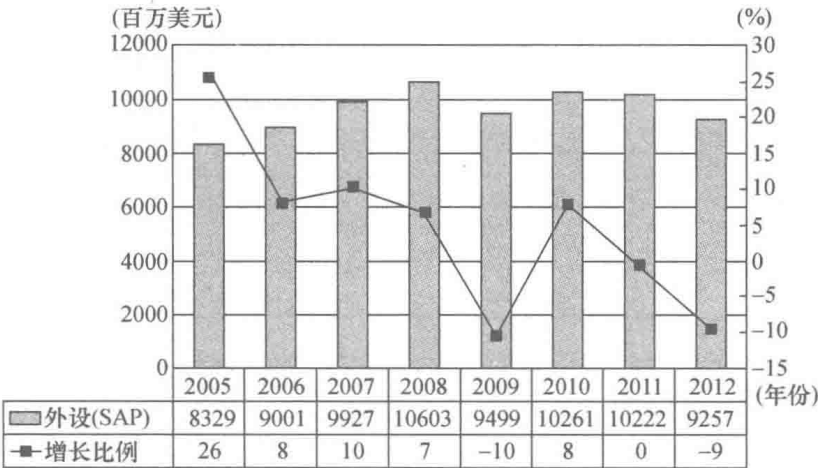


图 1-4 戴尔公司外设收入及增长比例情况

戴尔公司 2010 ~ 2012 年关键绩效指标如表 1 - 2 所示。

表 1 - 2 戴尔公司关键绩效指标一览表 (2010 ~ 2012 年) 单位: 百万美元

年份	2010	2011	2012
投资经营效果:			
主营业务收入	50002	49906	44744
总资产	38599	44533	47540
净利润	2635	1433	2372
净利润率 (%)	5. 27	7. 00	5. 30
总资产报酬率 (ROA) (%)	6. 83	7. 84	4. 99
净资产报酬率 (ROE) (%)	33. 93	39. 16	22. 17
融资效率:			
资产负债率 (%)	79. 88	79. 98	77. 49
速动比率	1. 26	1. 12	0. 97
利息保障倍数	41. 36	23. 20	17. 61
资产管理:			
存货周转天数 1	8. 45	10. 09	11. 21
应收账款天数 2	44. 39	46. 78	52. 72
应付账款周转天数 3	81. 59	82. 77	93. 47
资金积压期间 (营运资金循环期) 4 = 1 + 2 - 3	- 28. 76	- 25. 91	- 29. 55
股利分配:			
每股盈利 (EPS) (美元)	1. 36	1. 9	1. 36
每股股利 (DPS) (美元)	0	0	0. 16
股利支付率 (%)	0	0	11. 76
现金管理:			
经营活动净现金流	3969	5527	3283
每股经营活动净现金流	2. 08	3. 14	1. 88
自由现金流 (FCF)	3525	4852	2770
自由现金流占收比 (%)	7. 05	9. 72	6. 19
销售现金比率 (%)	7. 94	11. 07	7. 34
资产现金回收率 (%)	10. 28	12. 41	6. 91

(三) 轻资产特征

戴尔公司运用轻资产模式为公司带来了价值增值，其资产负债表显示的资产结构呈现出典型的“轻资产”特征，如表 1 - 3 所示。

表 1-3 戴尔公司 2005 ~ 2012 年轻资产结构

单位：百万美元

绝对值	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
总资产	23109	25635	27561	26500	33652	38599	44533	47540
现金储备	9058	10298	7972	9092	11008	14365	14818	12777
现金及 现金等价物	7042	9546	7764	8352	10635	13913	13852	12569
短期投资	2016	752	208	740	373	452	966	208
长期债券	0	0	0	0	0	0	0	0
营运资本	1779	2148	1354	5292	5285	9538	7447	4529
流动资产	17706	19939	19880	20151	24245	29021	29448	27968
流动负债	15927	17791	18526	14859	18960	19483	22001	23439
固定资产	2005	2409	2668	2277	2181	1953	2124	2126
存货	576	660	1180	867	1051	1301	1404	1382
无息负债	5751	5808	5531	3578	5536	4800	5180	4950
应收账款	4089	4622	5961	4731	5837	6493	6476	6629
应付账款	9840	10430	11492	8309	11373	11293	11656	11579
有息负债	504	757	587	2011	4080	5997	9254	9085
短期负债	0	188	225	113	663	851	2867	3843
长期负债	504	569	362	1898	3417	5146	6387	5242
留存收益	12746	15282	18199	20677	22110	24744	28236	30330
百分比	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
总资产 (%)	100	100	100	100	100	100	100	100
现金储备 (%)	39	40	29	34	33	37	33	27
现金及 现金等价物 (%)	30	37	28	32	32	36	31	26
短期投资 (%)	9	3	1	3	1	1	2	0
长期债券 (%)	0	0	0	0	0	0	0	0
营运资本 (%)	8	8	5	20	16	25	17	10
流动资产 (%)	77	78	72	76	72	75	66	59
流动负债 (%)	69	69	67	56	56	50	49	49
固定资产 (%)	9	9	10	9	6	5	5	4
存货 (%)	2	3	4	3	3	3	3	3
无息负债 (%)	25	23	20	14	16	12	12	10
应收账款 (%)	18	18	22	18	17	17	15	14
应付账款 (%)	43	41	42	31	34	29	26	24
有息负债 (%)	2	3	2	8	12	16	21	19
短期负债 (%)	0	1	1	0	2	2	6	8
长期负债 (%)	2	2	1	7	10	13	14	11
留存收益 (%)	55	60	66	78	66	64	63	64