

北大投资银行学丛书

INVESTMENT BANKING LIBRARY OF PEKING UNIVERSITY

何小锋/主编

公司融资案例

Corporate Financing Cases

李心愉 郝君富/编著

中国发展出版社

何小锋/主编

公司融资案例

Corporate
Financing Cases

李心愉 郝君富/编著

中国发展出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

公司融资案例/李心愉, 郝君富编著. —北京: 中国发展出版社, 2008. 7

(北大投资银行学丛书/何小锋主编)

ISBN 978-7-80234-247-7

I. 公… II. ①李… ②郝… III. 公司—融资—案例
IV. F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 106691 号

书 名: 公司融资案例

著作责任者: 李心愉 郝君富

出版发行: 中国发展出版社

(北京市西城区百万庄大街 16 号 8 层 100037)

标准书号: ISBN 978-7-80234-247-7/F·763

经 销 者: 各地新华书店

印 刷 者: 北京大地印刷厂

开 本: 670 × 990mm 1/16

印 张: 16.75

字 数: 230 千字

版 次: 2008 年 7 月第 1 版

印 次: 2008 年 7 月第 1 次印刷

印 数: 1—8000 册

定 价: 40.00 元

联系电话: (010) 68990630 68990692

购书热线: (010) 68990682 68990686

网 址: <http://www.developress.com.cn>

电子邮件: bianjibu16@vip.sohu.com

版权所有·翻印必究

本社图书若有缺页、倒页, 请向发行部调换

P 总·序 reface

在经济科学中，金融学无疑是最显赫的富矿，而以研究资本市场的运作为主旨的投资银行学，则是其中最璀璨夺目的宝石。然而这门学科引进中国不过十年时间，其华丽的外表、复杂的内涵，至今让人难识真面目，有待于莘莘学者去不断挖掘。

作为一门新兴学科，投资银行学在理论上研究投资学、公司财务、资本市场理论、金融中介理论、金融发展理论、公共政策理论、金融工程理论等学科；在业务上，投资银行学研究证券的发行与交易、并购重组、信托投资基金、资产管理、金融衍生工具、资产证券化、财务顾问等内容；在方法上，投资银行学运用各种经济计量与统计分析、经济与财务分析、比较分析等复杂手段。可以说，投资银行学是创新性与实用性高度结合、专业性与多样性和谐统一的典型知识领域。

纵观中国资本市场 15 年的发展历程，走的是一条渐进式的改革模式。什么是“渐进式”？坊间有很多描述和总结。在我的眼里，就是利益格局平衡与不平衡的交替发展的过程，即在对现有的利益格局不满意的情形下，作出某些资本市场的“创新”，从而形成一种新的利益格局；新的利益获得者自然要维护这个利益格局，因此维护一定时期的稳定性；但由于此格局的发展充满矛盾和变化，暂时平衡的格局又自我演化出越来越多的不平衡因素，新格局又被越来越多的不满动机所突破，从而又通过资本市场的创新形成新的利益格局。

这种渐进式是“螺旋式上升”的发展，是哲学上的“否定之否定”

的辩证关系。非身在其中，难以知味；但陷在其中，又往往不觉其味。

何以见得？最典型者表现在证券发行市场上。几年前我曾经提出“IPO 悖论”，正是股票发行市场的自相矛盾、似是而非现象的总结。中国某个地方的真正优秀的企业如果要争取上市，眼前横亘着两大关口，一道是政府审批关，一道是市场考验关，往往过了前一关，第二关的“天时地利人和”的时机失去了，能够过了两大关的企业可能只有 1% 的成功率，真是“一将成名万骨枯”。

就谈第一道关：政府审批关。某个优秀的地方企业面对的是三座大山：第一座是包括中央政府的各个机构；第二座是省、市一级政府的各个机构；第三座是有关中介机构（如审计机构、评估机构、法律机构、承销机构、公关顾问等），他们都依附在政府身上享有某些行政特权。就谈第一座大山，一般由三座山峰组成（例如三个政府部门），每个部门都会有三级机构（例如部、局、处级机构）“经手”申报企业的材料，其中一级（例如“处”）就会有三个平行机构的话语权，每级又会有三层级别的人（例如处长、副处长、主办人）过手；要“活动”每一个人都要经过三个左右的“中间人”穿针引线；每结识一个人都要应酬三次，每次应酬（连吃、喝、玩、乐带出差费用）平均在 3000 元以上。这样就要花费 $(3^7 \times 3000 \text{ 元}) = 6561000 \text{ 元}$ 。

这就是我所总结的“溜不溜”（谐音“656”万元）现象。企业就像一条狗被人们反复“遛弯儿”。这 656 万元只是台面上花的钱，都是有发票可报销的。如果加上台底下花的钱，则可能要加 10 倍（且看“王小石事件”）。如果这个企业“溜顺”了，有幸成功上市，那么这笔几千万的费用或者入发行主体的账，就必然引起做假账；或者入控股股东的账，就必然要“侵占”上市公司的利益，以符合其经济利益补偿的原则。这些费用（或收益）都是围绕“行政特权”展开的，在经济学上就叫做“租金”，整个过程就叫做“寻租”（Rent Seeking）。

上市公司花费了“租金”，必然就要争取“超额利润”。于是乎，整个体制被设计为：发行价（计划价）与交易价（市场价）之间必须有巨大的“价差”（Price Spread）。既得利益阶层就可以从中各得其利，从而维持一种利益平衡。至于企业，在现有体制下只能“愿打愿挨”。

一个真正优秀的公司要申请上市，在证明其“真正优秀”的过程中，被

这么反复“遛弯儿”（其实是一种折磨），人财物颇有损耗，等到证明完毕——批准上市时，这个企业已经是满身伤痕，它已不是“真正优秀”的企业了。所以这个冠冕堂皇的“证优”过程其实是“证伪”过程——这就是“IPO 悖论”！

假如这个企业真有“不败之身”，能够持续优秀，从而符合“配股”条件，则其大股东（国有股、法人股的股东）则可能要花 10 元/股的价格（稍低于市场价，后者可能是 12 元）买配股；但是如果他以后要卖这些股，只能以 3 元/股的价格（以每股净资产考虑定价）。这么离奇的事，在我们的制度框架下，被各方认为是“无异议”的。这种格局显然蕴藏着不平衡的因素，因而是暂时的，必然要被新的格局所取代。时代毕竟是进步着的，不断的创新是资本市场的生命力，我们的资本市场只能用这么一句话来总结：“前途是光明的，道路是曲折的。”

总体上的“螺旋式上升”，不排除在局部上可能表现出某种倒退。例如，中国产业投资基金的“创新”路程就更艰难。某种程度上说，与其说目前中国产业投资基金有待“创新”，还不如说有待于“复辟”。因为，现在基本上是空白状态的产业投资基金在 13 年前就已产生，当时以“淄博基金”为代表的“老基金”就有 60 多个，分布在全国各地。“中农信淄博乡镇企业投资基金”是 1992 年由国家主管部门——中国人民银行批准成立的、在上海交易所上市的产业投资基金，我曾经是它的策划人、申报文件的主要起草人之一。而现在正在难产的产业投资基金管理办法，即使出台了，也做不到 13 年前的公募发行和上市交易。这是为什么？说白了，利益——特权格局已经变化了，僵住了。

什么是大学问？研究史无前例的中国特有的资本市场的原创性理论，能够扎扎实实地解决中国的实际问题的策略，就是大学问。这是中国经济学家的历史使命和挑战。套用一句马克思引用《伊索寓言》的话说：“这里就是罗陀斯，就在这里跳吧！”

从 90 年代初开始，北京大学的教师和研究生们就开始研习投资银行知识。他们不仅如饥似渴地吸吮来自外国的相关知识，研究中国资本市场的特性，甚至亲赴实践领域学习操作，推动中国资本市场的拓展。正是这种长期“只顾耕耘，不问收获”的精神，使投资银行学在北京大学的课堂上，成为一门以理论的原创性和案例的亲历性相结合的经典课程。我们总

结的“以资产经营的一般模式为基石，以对企业和资产的现金流进行分析为中心，以广义资产证券化和企业重组为两条主线，以投资银行的内部管理和外部监管为两条辅线”的投资银行学理论体系和框架，声名渐远，广受认同。

本丛书包含投资银行学最具特色的几个专题，作者群是北京大学的教授、博士生导师和金融学博士的组合，亦是长期的理论研究和实践经验的结晶。我们推出这套丛书，作为北京大学金融学研究生、本科生和进修生重要课程的总结，祈望与同行们及有志者交流，并得到积极的反馈和升级。

感谢中国发展出版社的编辑们的辛勤工作以及广大读者的热心支持！

何小锋

于未名湖东畔

目·录 Contents

第一篇 股权融资

一、中工国际 A 股 IPO 融资案例 3

1. 公司背景及业务发展 5

【1】 公司股权背景 5

【2】 业务发展 6

2. 融资背景——A 股 IPO 重新启动，迎接 A 股全流通时代 9

3. 询价申购——2000 亿资金热捧的“香饽饽” 10

【1】 我国新股发行询价机制改革 10

【2】 中工国际的 IPO 询价申购 11

4. 全流通第一股“惊艳”亮相深交所 15

【1】 首日上市前的市场价格预测 15

【2】 小泥鳅掀起了大风浪——上市首日一度疯狂摸高 50 元，
最大升幅高达 576% 16

- 【3】 市场看法——非理性上涨，新股不败神话依然在
演绎..... 18
- 【4】 暴涨之后——中工国际同样难逃暴跌的历史宿命..... 18

5. 案例启示 19

- 【1】 “全流通”不是万能的，新股询价制改革任重而道远 20
- 【2】 全流通时代投资者更需理性，炒新必须关注公司资本面 ... 25
- 【3】 上市公司只有着眼长远，做好业绩，才能获市场持续
“追捧” 26

二、蒙牛乳业 H 股 IPO 融资案例 29

1. 公司背景及业务发展——超常规发展的蒙牛 31

2. 整合一切可以利用的资源，蒙牛上市前的资本创新 36

- 【1】 从创始人牛根生的传奇人生谈起..... 37
- 【2】 成立初期的资本运作——“先建市场，后建工厂”的
逆向经营模式..... 38
- 【3】 融资跳板——破釜沉舟成就火箭速度..... 39

3. 全球售股申购 44

- 【1】 全球售股的基本情况..... 45
- 【2】 205 倍超额认购，蒙牛在港招股获空前成功 46

4. 在港成功上市，蒙牛踏上“世界牛”寻梦之旅 48

- 【1】 成功上市，摘得 2004 年度最佳 IPO 桂冠 48
- 【2】 蒙牛上市后的业绩成绩单..... 49

5. 3 年套现 26 亿港元，蒙牛成为外资系的“利润猛牛” ■ 53

6. 案例透析 ■ 54

- 【1】 放眼全球，在融资中体现胆识，助推企业超常规
快速成长 54
- 【2】 私募股权投资——既是天使，又是恶魔 55
- 【3】 民营企业须努力规避境外上市的风险 58

三、中国工商银行 A + H 股同步上市融资案例 ■ 61

1. 公司背景及业务发展 ■ 63

- 【1】 上市前奏——重组改制，轻装上阵 63
- 【2】 业务发展 65

2. 路演推介 ■ 68

- 【1】 国内预路演持续升温，询价对象创新高 69
- 【2】 H 股在港路演受热捧，全球路演簿记需求强劲增长 70

3. 申购发行 ■ 70

- 【1】 A 股发行——首穿“绿鞋”，“回拨”启动 71
- 【2】 H 股在港公开发售——全球最大的 IPO 大热香江 74
- 【3】 发行价双双定格区间上限，成就全球最大融资规模 IPO 76

4. 同步上市 ■ 77

- 【1】 上市的基本情况 78
- 【2】 上市首日平稳着陆 78
- 【3】 上市后的两份“靓丽”年报 79

5. 四大发行机制创新 82

- 【1】 破解 A + H 同价难题，成功开启 A + H 同价发行模式 82
- 【2】 首穿“绿鞋”，缓解扩容恐惧 84
- 【3】 启用双向回拨机制，利于公平 85
- 【4】 H 股发售引入白表 eIPO 机制，提升效率 86

6. 案例透析 86

- 【1】 工商银行成功上市的战略意义 86
- 【2】 IPO 是新起点，国有股份制银行改革之路依然任重道远 88
- 【3】 境内企业应努力争取境外上市，同时要规避境外上市的法律风险 89

第二篇 债权融资

四、中国三峡总公司企业债融资案例 93

1. 三峡工程及中国三峡总公司 95

- 【1】 三峡工程 百年回眸 95
- 【2】 三峡总公司公司背景及业务发展 97

2. 适合自己的才是最好的——独到的“三峡融资战略” 99

- 【1】 三峡工程的融资需求测算 99
- 【2】 “三峡融资战略”的基本框架 100

3. 三峡总公司十载企业债融资路 101

- 【1】 历次三峡债融资情况概览 102
- 【2】 带给市场一次次惊喜的创新 103
- 【3】 三峡总公司为何对企业债融资情有独钟 106

4. 三峡总公司多元化的融资策略 108

- 【1】来自国家的资本金投入——三峡工程建设基金 108
- 【2】来自国开行的 300 亿政策性贷款 109
- 【3】来自商业银行的传统商业贷款 109
- 【4】利用竞争性招标,在引进先进设备和技术的同时
引进国外优惠资金 110
- 【5】水电“航母”长江电力驶入股市,三峡融资再添
新渠道 110

5. 案例透析 113

- 【1】变被动等待为主动出击,积极利用市场化的融资工具 ... 114
- 【2】适合自己的才是最好的,从项目建设特点出发慎重选
择融资工具 114
- 【3】持续创新,将每一次融资看作是提升企业品牌价值的
新机会 115
- 【4】积极打造多元化的动态融资平台,降低企业融资成本 ... 115

五、横店集团短期融资券融资案例 119

1. 公司背景及业务发展 121

- 【1】公司背景 121
- 【2】业务发展 122
- 【3】战略管理 124

2. 企业短期融资券破壳 125

- 【1】短期融资券——企业融资新“利器” 126
- 【2】短期融资券工具创新对我国金融市场发展的意义 128
- 【3】开局畅旺,成绩斐然的短券市场 129

3. 横店集团拔得民企短期融资券头筹 130

- 【1】 用实力说话，横店集团拔得民企短券头筹当之无愧 130
- 【2】 获大公最高信用评级——横店短期融资券成功发行 132
- 【3】 民企打通融资新渠道——横店首家民企短期融资券发行的意义 134

4. 信用风险初现——“福禧”短券事发，牵连众民企 135

- 【1】 “福禧事件”——民企短券融资中沉重的一笔 136
- 【2】 横店集团按期兑付短期融资券本息——良好企业资信
的再次验证 138

5. 案例启示 138

- 【1】 企业融资须关注融资工具市场化趋势的影响 138
- 【2】 资信良好的优质民企同样可以成功拓展多元
市场化融资渠道 140
- 【3】 成功利用短期融资券融资，必须加强企业信用
风险管理 140

第三篇 再融资

六、中国联通配股融资案例 145

1. 公司背景及业务发展 147

- 【1】 公司股权背景 147
- 【2】 业务发展 150

2. 备受关注的中国联通配股——市场反应，冰火 两重天 151

- 【1】 中国联通配股方案面世 151

【2】 中国联通配股，市场为何说“不”	152
【3】 联通高层观点	153
【4】 中国联通配股，市场支持方认为投资价值彰显	155
【5】 赢得股东信任票，联通配股方案顺利获通过	156

3. 配股发行情况

【1】 配股发行中的两大焦点	157
【2】 配股发行具体情况	157
【3】 配售小插曲——数家基金受限弃配，基金公司 有苦难言	160
【4】 配股发行创融资速度最快记录	160

4. 中国联通 15 亿配股上市，是否一路走好

【1】 新股上市股价跌破配股发行价	161
【2】 上市后插曲——中国联通遭遗弃，中金公司金蝉 脱壳	162
【3】 中国联通是否真的无投资价值？——配股前后公司 业绩走势	163

5. 案例透析

【1】 企业再融资须“风物长宜放眼量”	165
【2】 配股融资需兼顾流通股股东的利益	167
【3】 券商等资本市场主体的行业诚信建设有待加强	167

七、武钢股份增发融资案例

1. 公司背景及业务发展

【1】 公司背景	171
【2】 业务发展	172

2. 对武钢增发方案的深度剖析 174

- 【1】 定向增发方案及募资用途——我国资本市场的又一
创新力作 174
- 【2】 增发收购预案凸现四大亮点 175
- 【3】 增发背后暗藏玄机——对武钢增发的三大疑问 178
- 【4】 增发后存变数——武钢增发的两大隐忧 180
- 【5】 金融创新带来股价飞扬，增发预案赢得机构喝彩 181
- 【6】 武钢增发方案顺利“过会”，新股增发主业重组
全面铺开 182

3. 增发发行情况 183

- 【1】 增发的基本情况 183
- 【2】 发行结果——成功增发，募资创当年新股募资新高 185

4. 新股上市——武钢增发实现软着陆 187

5. 案例透析 190

- 【1】 募资用途与上市公司再融资的成败 190
- 【2】 对流通股股东利益的保护与上市公司再融资成败 191
- 【3】 从并购成功的条件看金融创新 192
- 【4】 从武钢增发看我国资本市场法律制度建设 193

八、招商银行可转换债券融资风波 195

1. 公司背景及业务发展 197

- 【1】 公司股权背景 197
- 【2】 业务发展 198

2. 可转债融资风波精彩回放 200

- 【1】 生不逢时的百亿转债方案横空出世 201
- 【2】 一纸方案招来口诛笔伐，市场宠儿顷刻成弃儿 202
- 【3】 招行以多方面辩辞，积极回应转债风波 204
- 【4】 喧嚣经半载，尘埃终落定 209

3. 招行转债的发行：从曾经的群起炮轰到千亿资金的热情申购 210

- 【1】 主要转债发行条款 210
- 【2】 风雨后的彩虹——2500 亿元资金热逐招行转债 214

4. 转债上市后的转股进程 216

- 【1】 转股期内招行转债对转股价格的两次调整 216
- 【2】 招行转债的转股情况 217
- 【3】 转债上市后招行的业绩增长及股价走势 217

5. 案例透析 220

- 【1】 对混合性融资工具——可转换债券的再认识 220
- 【2】 股权分割下难以实现市场公平，资本市场制度建设应先行 222
- 【3】 上市公司的增资扩容须基于长远业绩增长 223
- 【4】 上市公司要不断加强投资者关系管理和资本市场营销的力度 224

第四篇 股利政策

九、用友软件高派现案例 229

1. 公司背景及业务发展 231

【1】 公司股权背景	231
【2】 业务发展	233

2. 一以贯之的用友软件历年高派现 236

【1】 用友软件 IPO——我国核准制下股票发行第一家	237
【2】 出手阔绰的民营“新贵”——用友软件历年高派现一览 ...	239

3. 真金白银高比例派现为何市场不叫好——大股东套现说 240

【1】 主角——领军人物，王文京其人	241
【2】 首度派现，王文京一次性套现 3321 万元，为派现之大赢家	241
【3】 2002 年二度高派现，带给董事长王文京第二个 3000 万 ...	243
【4】 一脉相承的持续高派现，王文京六年共获分红 2.4 亿元.....	244

4. 对用友软件高派现背后原因的各家看法 245

【1】 市场看法一：股权分置根源论	245
【2】 市场看法二：投资项目缺乏论	246
【3】 市场看法三：企业家知识资本合理回报说	247

5. 案例透析：对用友软件高派现股利政策的反思 248

【1】 资本市场的市场化改革，制度建设须先行	249
【2】 理性投资意识的培育任重道远	250
【3】 上市公司必须高度重视股利政策效应	251

参考文献 253