

财务总监丛书

上市公司案例系列

主 编 王化成

资金的积聚

中国上市公司资金筹集案例

佟岩 邹立 编著

CFO
CFO

中国人民大学出版社

财务总监丛书·上市公司案例系列

主 编 王化成

资金的积聚

中国上市公司资金筹集案例

佟岩 邹立 编著

中国人民大学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

资金的积聚: 中国上市公司资金筹集案例/佟岩, 邹立编著.

北京: 中国人民大学出版社, 2006

(财务总监丛书·上市公司案例系列)

ISBN 7-300-07333-6

I. 资…

II. ①佟… ②邹…

III. 上市公司-融资-案例-中国

IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 049114 号

财务总监丛书·上市公司案例系列

主编 王化成

资金的积聚——中国上市公司资金筹集案例

佟岩 邹立 编著

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号 邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室) 010-62511239 (出版部)

010-82501766 (邮购部) 010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司) 010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 河北涿州星河印刷有限公司

规 格 170×240mm 16 开本 版 次 2006 年 5 月第 1 版

印 张 12.75 插页 1 印 次 2006 年 5 月第 1 次印刷

字 数 173 000 定 价 25.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

总序

自 1995 年起，我陆续在中国人民大学会计系、中国人民大学商学院、中国人民大学金融与证券研究所、北京大学中国经济研究中心、北京国家会计学院、上海国家会计学院等单位举办的高级经理（含总经理班、总会计师班、财务总监班、财务经理班）研修班上讲授财务管理课程。我非常高兴在这些班上结识了许多企事业单位的高级管理人员，有的后来成为非常好的朋友。在与这些高级管理人员的交往过程中，我们了解到企业高级财务管理人员急需的知识包括两个方面：一是内部管理的理论与方法，包括如何利用信息技术加强财务管理、如何有效实施全面预算管理、如何评价企业经营业绩、如何有效实施财务控制、如何采取正确的激励制度等；二是有关资本市场的理论与方法，包括如何利用资本市场筹集资金、如何利用资本市场运用资金、如何进行企业的资产重组、如何利用资本市场实行集团化的财务管理等。为了满足企业财务管理人员对上述知识的要求，我们组织编写了“财务总监丛书”，分两辑推出，第一辑主要探讨有关企业

内部财务管理理论与方法方面的问题，命名为“企业预算、评价与激励系列”，包括五本书：《e时代财务管理》、《全面预算管理》、《企业业绩评价》、《企业内部控制》、《企业激励制度》，到2004年底，上述五本已经全部出版。第二辑主要探讨有关公司上市与资本市场的问题，命名为“公司上市与资本营运系列”，也包括五本书：《公司治理》、《公司资产重组》、《公司财务分析》、《公司证券投资》、《公司上市指南》，第二辑有的已经出版，有的正在出版过程中。财务总监丛书前两辑的特点可以概括为：

1. 结构合理、内容丰富，能满足广大高级财务管理人员系统学习现代财务管理知识的要求。
2. 理论联系实际，注重财务管理原理的实际应用，能比较好地指导财务管理实践。
3. 注重典型案例的介绍与分析，能不断提高读者分析问题和解决问题的能力。

财务总监丛书出版后，市场反应很好，被很多财务总监培训班选为指定教材，也有许多企业做内部培训时将此套丛书作为指定教材，目前丛书已经多次加印。许多财务总监认为这是一套理论联系实际的优秀图书。

在编写上述两辑丛书时，为了理论联系实际地分析问题，每本书我们都引入了案例，但受篇幅限制，案例数量偏少，每个案例的字数也不是很多。为此，很多财务总监建议我们编写财务总监丛书的案例系列。财务总监丛书第三辑就是在这样一个背景下产生的。本辑命名为“上市公司案例系列”，由以下六本书构成：《数字的奥秘——中国上市公司财务分析案例》、《资金的积聚——中国上市公司资金筹集案例》、《利益的分配——中国上市公司利益分配案例》、《并购的效应——中国上市公司资产重组案例》、《失败的教训——中国上市公司财务失败案例》、《违规的代价——中国上市公司舞弊操作案例》。财务总监丛书第三辑的特点可以概括为：

1. 案例全部来自中国上市公司的实践，取材集中、新颖，贴近中国实际，既有成功的经验，也有失败的教训。无论是成功的案例还是失败的案例，都会给企业财务管理人员以实际的启发和指导。
2. 每篇案例在详细描写案情的基础上，都有详细的定性与定量分析，在介绍案情和分析时，有画龙点睛式的点评，案例最后都有理论联系实际的总评。
3. 案例的选材既有系统性，又有专题性，重点突出。所谓系统性，是指本辑的六本书尽可能涵盖了财务管理的主要内容。所谓专题性，是指一本书集中探

讨财务管理的某一个专门问题。

编写一套适合企业高级财务管理人员需要的财务管理案例丛书是一项非常艰巨的任务。本套丛书的作者虽然都具有良好的理论功底和丰富的实践经验，但由于时间紧，调查研究不够深入，丛书的内容可能无法完全满足财务管理人员的要求。我们真诚欢迎广大读者提出宝贵意见，以便再版时修订。

王化成

2006年5月15日

于北京世纪城

资本来自资金的积聚，是企业存在的前提和基础，没有资本就没有企业，没有资本企业就失去了存在的意义和实在的内容。同时，企业是资本的存在形式和载体，没有了企业，就没有了资本赖以存在、运动和增值的依托。可以说，企业因资本得以建立和存在，而资本以企业作为其增值的手段和途径。

正是由于资本与企业之间存在这种血脉相连的关系，资本从何而来、如何持续、怎样协调等就成为企业必须认真思索并作出回答的问题。在资本市场上长袖善舞的上市公司借助这个变化莫测的舞台，对这些问题进行了各种各样的诠释。它们的每一个举动都值得仔细玩味，以使我们透视不同资金积聚方式背后的根源。

虽然对待资金的积聚每个企业都会根据自身特点采取各种不同的策略和方式，但万变不离其宗，内外资金来源依然是基本的筹资方式。本书在广泛收集资料和调查研究的基础上，将企业的资金来源粗略地划分为内部融资、债权融资和股权融资三部分，

每一部分选取了一些典型案例加以说明。本书以多个案例从不同侧面说明上市公司的资金积聚问题，而且在集中讨论资金积聚方式的同时，还涉及了整体上市、民营企业融资特点、战略配合等相关方面，内容丰富，结构合理，引人深思。从案例选材来看，主要集中在国内资本市场的上市公司，对海外上市也有所涉及；从案例内容来看，既有发行债券、配股、增发等常用的融资手段，也包括了可转换债券等较为特殊的方式，还有综合性的多渠道筹资案例；从案例评述来看，既有案例结尾的综合性点评，又有贯穿案例始终的精彩点评。

本书由中国人民大学商学院佟岩、邹立负责全书体例设计和统稿工作。参加本书初稿编写的有佟岩、邹立、孟宪伟、黄磊、杨小倩等。本书是在参考了大量文章和教材的基础上编写的，凡能查明出处的，均在每篇案例的末尾注明出处，但有些文章及资料是在相关网站上获取的，无法查明确切的原始出处，我们列示了这些网站的网址。在本书出版之际，特向文章的原始作者、相关报刊及网站表示衷心感谢。

编写资金积聚主题方面的案例并加以点评，对我们来说还是第一次，点评的观点只能属于编者一家之言，仅供读者参考。由于企业资金运作复杂多变，而且有些资料的获取存在困难，加之编者水平所限，书中如有不妥之处，恳请读者批评指正。

编者

2006年3月于中国人民大学商学院



万向钱潮多种渠道筹集资金案例 / 1

万向钱潮在 2003 年度配股方案经中国证券监督管理委员会审核通过的情况下，主动放弃再融资计划，停止配股，这在上市公司中实属少数。其中原因何在？万向钱潮上市十余年来内部资金积累、负债筹资、股权筹资三方面的资金融通情况是否能给出一个较为合理的答案？

厦门路桥长期借款、财政补贴筹资案例 / 19

厦门路桥 1999 年上市，该公司资金主要来源为长期借款，同时财政补贴也对公司有重大影响，这与公司所处的行业及经营阶段有关。上市不久后的 2003 年，公司即与厦门港务集团有限公司签署了涉及 10 亿元资产的重大资产置换协议，随后厦门港务成为厦门路桥第一大股东。这与企业的资金来源倾向有何关联？



中国移动发行巨额上市公司债案例 / 37

中国移动通信（香港）有限公司创立于20世纪90年代初，在短短的十几年发展时间里，中国移动取得了巨大的发展，每年都投入大量的资金进行工程的建设和新项目的开发。如此大规模的资金来源于何处？它是如何发行中国国内史无前例的债券且在短期内成功上市的？

铜都铜业发行可转换债券筹资案例 / 48

2001年4月中国证监会颁布了《上市公司发行可转换公司债券实施办法》，2002年1月颁布了《可转换债券发行细则》后，市场上开始掀起了一股可转换债券的热潮，可转换债券作为一种新的投融资品种逐渐成为市场的亮点。那么，铜都铜业的可转换债券发行有何特点？可转换债券筹资这种新的筹资方式在具体运用中又该如何设计具体条款以实现企业特定目标？

长江电力首次公开发行筹资案例 / 68

长江电力于2003年11月首次公开发行A股。公司的首次公开发行成功地筹集到了公司扩展前期所需的资金，也为公司的进一步发展奠定了良好的基础。首次公开发行是公司发展的一个重要转折点，那么公司的首次发行应该考虑哪些因素，注意哪些方面呢？

五粮液配股筹资案例 / 84

五粮液对2000年度利润不进行分配也不实施公积金转增股本，同时进行高价配股融资，这一方案在市场上引起了强烈反响。上市公司偏好外部股权筹资在我国资本市场上屡见不鲜，这可能受到多种因素影响，那么五粮液属于哪种情况呢？

武钢股份增发新股筹资案例 / 103

武钢股份增发新股所募集的资金将用于收购大股东拥有的钢铁主业资产，收购完成后武钢集团将基本实现整体上市。拥有专业知识和理性分析能力的机构投资者表现出了极大热情，他们的追捧是武钢股份本次发行得以顺利实施的重要保证。在股权再融资备受诟病的情况下，武钢股份的优势从何而来？



江铃汽车 A, B 股筹资案例 / 120

江铃汽车首先以 A 股上市筹集资金, 进而发行 B 股引入战略投资者并以 B 股大规模再融资, 形成了“江铃 B 股”模式。在这一过程中反映出来的是企业在股权融资中应该考虑的问题。长期发展战略此时扮演了一个什么样的角色?

蒙牛乳业 H 股上市募集资金案例 / 136

民营企业贷款困难仍然是一个客观事实, 融资已成为民营企业发展道路上的最大绊脚石。2004 年 6 月 10 日, 蒙牛乳业正式于香港联交所主板上市, 成为第一家在香港上市的中国大陆乳制品企业。蒙牛乳业为解决资金瓶颈, 积极筹划曲线海外上市, 为民营企业融资提供了一条参考的路径。蒙牛乳业是如何具体运作和实施海外上市的呢?

中远集团资金集中管理案例 / 154

中远集团借助信息技术, 通过汇集分散与企业分公司和子公司的资金实施集中化管理, 随时掌握、监控和调节遍布全国分公司和子公司的现金流动。在资金集中管理模式下, 中远集团是如何开设结算账户, 如何设置支付流程的呢?

新希望扩张中资金配合案例 / 170

新希望最初从饲料主业起家, 近年来逐渐向多业务领域延伸。民营企业的自身积累虽然丰厚, 但支持大规模扩张计划还是需要借助外力。在股权资金和自有资金投入数额非常巨大的同时, 新希望的负债也高速增长。新希望的资金来源和资金投向是怎样安排的, 进而使企业在降低风险的同时提高盈利呢?

万向钱潮多种渠道筹集资金案例

案例目标：本案例介绍了万向钱潮上市十余年来内部资金积累、负债筹资、股权筹资三方面的资金融通情况，以此说明企业多渠道资金积累的特点，以及民营企业融资面临的主要问题和可能的解决思路。

2004年8月24日，万向钱潮（股票代码：000559）公告称，公司临时董事会会议于8月20日召开，会议审议并通过了《关于停止实施2003年度配股方案的议案》。公司董事会日前经过慎重考虑，决定停止实施本次配股方案。

对此，万向钱潮的解释是：目前二级市场持续低迷，加上公司财务资金结构中资产负债率低，运营资金较为充裕，考虑到中小股东的意愿及提高股本回报率，决定终止配股。根据万向钱潮8月23日收盘价7.50元，如果实施配股，将提高万向钱潮的每股净资产。这对持有21 435.37万股万向钱潮法人股的万向集团公司来说，无疑是个包赚不赔的买卖。在配股方案已过会的情况下，万向钱潮大股东终止再融资方案的实施，此举为深沪股市所罕见。

此前，万向钱潮的2003年度配股方案已经中国证券监督管理委员会审核通过。这种情况下，能从二级市场角度考虑，放弃再融资计划，在上市公司中实属少数。

一、万向钱潮简介



（一）万向钱潮

万向钱潮股份有限公司是万向集团下属的汽车零部件专业公



司。1993年底，公司股票在深圳证券交易所挂牌上市。公司立足于汽车零部件制造业专业生产汽车底盘及悬架系统、制动系统、传动系统、汽车橡胶密封件、轴承、滚动体、工程机械部件等汽车系统零部件及总成，产品供应国内外 OEM 市场及社会维修市场，是国内最大的独立汽车零部件系统供应商之一。

公司现已发展成为具备自主开发能力、完备实验检测及先进制造技术装备，拥有一个技术中心、五个主体公司以及近三十个专业产品制造工厂的汽车零部件系统供应商。公司于 1994 年在国内同行业中率先通过认证注册，于 1998 年通过了 QS 9000 质量体系认证，于 2001 年通过了 ISO 14001 环境质量体系认证，并于 2003 年底通过了 ISO/TS 16949 质量体系认证。公司的“钱潮”（QC）牌产品被国家技术监督局列入国家重点保护名牌产品，并被国家外经贸部列为重点支持和发展的名牌商品。2003 年公司“钱潮”（QC）牌万向节被国家质量监督检验检疫总局评为中国名牌产品。2003 年公司被国家科学技术部火炬高技术产业开发中心认定为国家火炬计划重点创新技术企业。

可见，与很多上市公司借助贷款盲目扩张规模相比，万向钱潮的规模增长踏踏实实地建立在主业盈利的基础上，其经营现金流持续稳定增长，成为一切经营活动的核心。

万向钱潮盈利能力出色，最难得的是一直保持着较为稳定的资产收益率。比如净资产收益率，较高的 2000 年度为 15.79%（行业平均为 5.44%），即使是较低的 2001 年度，9.55% 的净资产收益率也远高于同期的行业平均值 -0.98%。2004 年上半年万向钱潮实现主营业务收入 108 840.93 万元，主营业务利润 22 608.75 万元，分别比上年同期增长 14.67% 和 15.29%。

在现金流量的控制上，从 1999 年到 2003 年，万向钱潮总计有 10.7 亿元的现金流入，其中后 4 年基本稳定在每年 2.5 亿元左右。在投资支出方面，5 年总计近 14 亿元的投资现金流出，平均每年近 2.8 亿元。筹资所产生的现金流状况表明，万向钱潮在 1999 和 2000 两个年度为负值，之后 3 年由于加强了外部融资，5 年总计筹资 5.76 亿元，平均每年 1.15 亿元，不仅弥补了投资和经营现金之间的缺口，还有总计 2.46 亿元的现金流入。

公司的资产负债率上市当年最低为 14%，其他年度基本都维持在 35% 左右，最高上升到 40%，也保持在一个比较合理且稳定的水平。

（二）万向集团

万向集团一直是万向钱潮的第一大股东，虽然持股比例从万向钱潮上市之初的 66% 下降到 2003 年的近 59%，但绝对控股地位丝毫没有动摇。

万向集团成立于 1990 年，注册资本 45 000 万元，是国务院 120 家试点企业集团，国家 520 户重点企业之一。万向集团主要经营机械设备及零部件制造、销售，外经贸委核定范围内的进出口业务和“三来一补”业务，经营金属材料、建筑材料、五金工具、机电设备、化工原料及石油制品、煤炭、百货、粮油食品、纺织原料、文化办公用品、实业投资、房地产投资、经营宾馆、餐饮、货运、仓储业务、农业及各种养殖业投资开发，技术、信息咨询和成果转让。

万向集团的成长目标是成为一家拥有思想的现代化公司。公司已经采取的主要举措为实施“三接轨”，即接轨跨国公司运作、接轨先进技术、接轨国际主流市场。已在全球市场建立了服务网络，为全球主机及大众客户提供仓储、配送等服务。

万向集团的子公司除了万向钱潮外，还分设另外三个子公司：万向控股、万向创业和万向美国。其中万向控股及其子公司万向财务公司，主要投资金融类企业；万向创业主要从事创业风险投资；万向美国则主要投资美国和世界上其他国家的企业（包括纳斯达克上市的 UAI 公司），总数约 20 家。

万向创业持有航天动力（股票代码 600343），5.41% 股权，万向创业下面还有数家企业已经过 6 个月的辅导期，即将进入“发审”阶段。

二、万向钱潮的资金筹集

资本是企业存在的前提和基础，没有资本就没有企业，没有资本企业就失去了存在的意义和实在的内容。同时，企业是资本的存在形式和载体，没有了企业，就没有了资本赖以存在、运动和增值的依托。可以说，企业因资本得以建立和存在，而资本以企业作为其增值的手段和途径，企业是资本增值的机器。所以，企业资产规模的增长实际上是企业资本运动的结果。

万向钱潮上市十余年，总资产从 28 000 万元增长到 310 000



万元，增长超过 10 倍，净资产也有近 8 倍的增长（见图 1）。这期间，公司的资金是从何而来形成资本的呢？主要有三种方式，下面依次介绍。

总资产和净资产持续增长，且两者始终保持了一个较为稳定的比率，使增长曲线堪称经典。

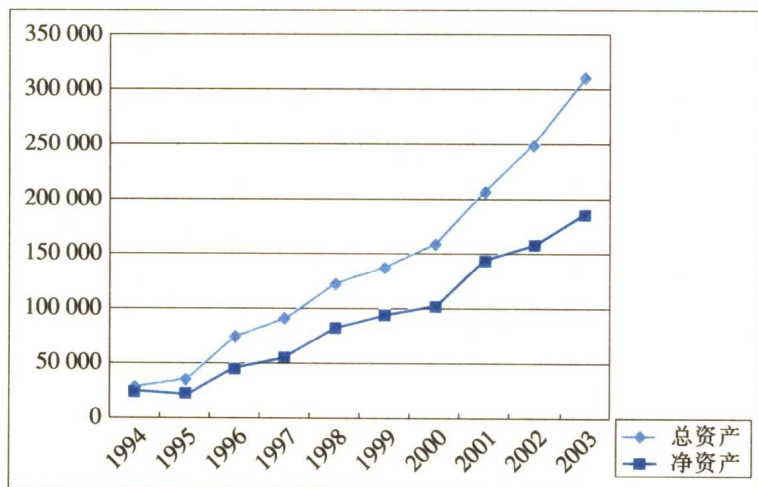


图 1 万向钱潮总资产、净资产增长图

正是由于万向钱潮坚持了“专注主业”的精神，谨慎而又心无旁骛地在汽配行业拓展经营，使企业随着汽车业的兴旺也取得了巨大的成功。在万向集团后来纵横于房产、物流、金融及农业产业化之时，万向钱潮以其扎实的产业基础和稳定的现金流，成为万向集团坚实的根据地。

（一）内部资金积累

万向钱潮是国内最大的汽车零部件专业生产基地之一，公司已进入汽车零部件全球供货系统，并建立了涵盖 50 多个国家和地区的国际营销网络。

表 1 列出了万向钱潮 10 年间的部分财务数据，在经营方针的指导下，公司的主营业务持续稳定增长，进而带来了公司净利润的攀升，并且经营活动产生的现金流量净额从 2000 年开始稳中有升，显示出公司主营业务不可动摇的地位和充足的发展后劲。

表 1 万向钱潮 1994—2003 年部分财务数据 单位：万元

年度	主营业务收入	主营业务利润	净利润	经营活动产生的现金流量净额
1994	18 643	3 522	4 052	—
1995	22 845	3 060	3 971	—
1996	45 615	5 903	5 575	—
1997	66 300	8 644	8 390	—

续前表

年度	主营业务收入	主营业务利润	净利润	经营活动产生的现金流量净额
1998	76 321	17 982	9 013	8 996
1999	120 237	20 968	11 647	5 395
2000	123 000	22 882	14 651	24 386
2001	109 684	27 143	12 118	25 107
2002	161 006	33 847	13 346	26 894
2003	198 402	38 121	14 936	25 372

主营业务的健康发展使万向钱潮通过自身经营不断积累了发展资金。我们根据万向钱潮披露的财务报告简单加工了公司内部资金积累的一些情况（如表 2 所示）。由于内部资金积累是在企业的经营过程中不断产生，有很大一部分又直接投入了后续生产经营，所以内部资金积累的计算无法非常准确。我们使用以下公式计算得到表 2 中的数据：

$$\text{当年的内部资金积累} = \text{当年累计折旧} - \text{上年累计折旧} \\ + \text{当年净利润} - \text{当年支付的股利}$$

表 2 万向钱潮内部资金积累情况 单位：万元

年度	内部资金积累
1995	1 817.25
1996	11 206.95
1997	8 896.06
1998	8 550.98
1999	16 615.52
2000	11 359.07
2001	6 183.87
2002	19 600.25
2003	14 745.23
合计	98 975.18

万向钱潮各年度的资金积累不断波动，但总的来说呈现出一个增长趋势，能够为企业提供比较有力的资金支持。

通过粗略的估计，万向钱潮内部资金积累近 10 亿元，已经非常可观。但想完全依靠这 10 亿元资金支持整个企业的发展是

不现实的，还需要其他资金渠道的补充，事实上万向钱潮也是这样运作的：在重视内部积累的同时，开发多种外部融资渠道。

（二）负债筹资

1. 总体情况

万向钱潮对负债资金的使用在上市之后不断增长，资产负债率上市之初为 14%，2003 年上升到 40%，而且从 1995 年开始保持了一个比较稳定的区间，基本在 30%~40% 的范围内波动（见图 2）。

40% 的资产负债率在所有上市公司中并不算高，但就万向钱潮本身来说，与上市前相比已经体现出对负债资金更多的重视。

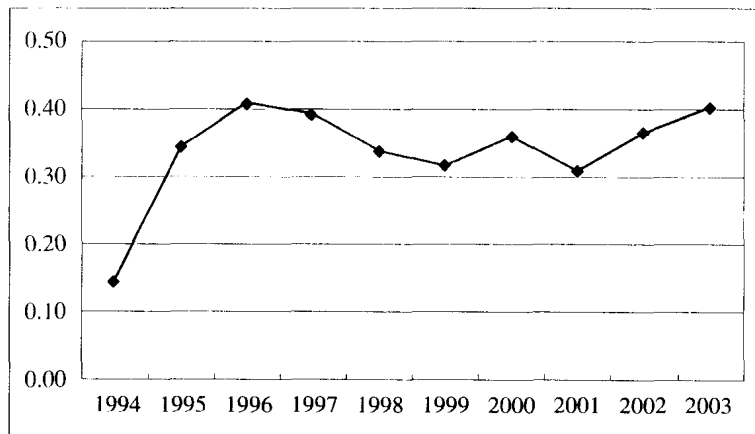


图 2 万向钱潮资产负债率变化图

万向钱潮对负债的使用从总体上看是理智、谨慎的，甚至可以说有些保守，10 年来没有出现大起大落，最高 40% 的负债率也完全在企业可以承受的范围之内。而且，由于企业业绩优良，发展前景良好，适度增加负债也是可行的。

2. 长短期负债结构

万向钱潮的负债占资产的比重一直处于 $2/3 \sim 1/2$ 之间。但长短期负债在总负债中占的比重却差距很大。表 3 中的数据显示，流动负债一直在总负债中占到 70% 以上，10 年中甚至有 3 个年度所有的负债均为流动负债，另外还有 4 个年度流动负债占总负债超过 95%。

