

王兴球◎编著

WOGUO SHANGSHI GONGSI CAIWU GUANLI ANLI YANJIU

# 我国上市公司财务管理

## 案例研究



合肥工业大学出版社  
HEFEI UNIVERSITY OF TECHNOLOGY PRESS

阜阳师范学院学术著作出版专项经费资助

# 我国上市公司财务管理案例研究

王兴球 编著

合肥工业大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

我国上市公司财务管理案例研究/王兴球编著. —合肥:合肥工业大学出版社,2017. 5  
ISBN 978-7-5650-3328-5

I. ①我… II. ①王… III. ①上市公司—财务管理—研究—中国 IV. ①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 074060 号

我国上市公司财务管理案例研究

编著 王兴球

责任编辑 吴毅明

|        |                                            |     |                     |
|--------|--------------------------------------------|-----|---------------------|
| 出 版    | 合肥工业大学出版社                                  | 版 次 | 2017 年 5 月第 1 版     |
| 地 址    | 合肥市屯溪路 193 号                               | 印 次 | 2017 年 5 月第 1 次印刷   |
| 邮 编    | 230009                                     | 开 本 | 787 毫米×1092 毫米 1/16 |
| 电 话    | 综合编辑部:0551-62903028<br>市场营销部:0551-62903198 | 印 张 | 10.75               |
| 网 址    | www.hfutpress.com.cn                       | 字 数 | 188 千字              |
| E-mail | hfutpress@163.com                          | 印 刷 | 合肥现代印务有限公司          |
|        |                                            | 发 行 | 全国新华书店              |

ISBN 978-7-5650-3328-5

定价: 26.00 元

如果有影响阅读的印装质量问题,请与出版社市场营销部联系调换。

## 前 言

现在流行于大学的财务管理学理论基本上都是基于 20 世纪 70 年代之前的美国企业财务管理实践和基于西方经济学理论而得出的财务理论。离开具体的时代背景、社会背景和法制环境而空谈国外的财务管理，显然是行不通的，把国外财务理论和我国目前企业财务管理经验结合起来，利用财务理论来分析和探讨国内企业财务决策和选择的依据，这是本书的要旨和归宿。

然而，基于我国企业财务管理经验探讨财务决策，谈何容易。不要说我国企业筹资优序和财务理论中的筹资优序理论的矛盾，也不说我国企业财务管理目标和财务理论中的财务管理目标的冲突，更不要说我国企业破产中的各种因素的干扰和财务理论中的负债决定性力量，单单考虑数据的获得，尚且不易，何论财务理论问题。

幸运的是，我国上市公司公布了一些数据，包括年报、半年报、季报，还包括公告、提示等，这些信息披露虽然并不充分、不完全甚至还存在人为捏造和虚假数据，但我相信，大部分数据还是具有一定真实性的。基于这些数据进行分析，如果能够做到窥一斑而见全豹，可谓是“山重水复疑无路，柳暗花明又一村”。

感谢我国上市公司，它们不仅仅是我国优秀企业的代表，为国家创造财富、提供就业、贡献税收，还提供了较为轻易就能获得的公司财务数据。有了这些财务数据，可分析、分类、归纳、综合，用西方财务理论来进行条分缕析，或无果，或茫然，或产生激烈矛盾，或背道而驰，当然，也可能出现西方财务理论和我国上市公司财务实践相一致、不谋而合的情况，就像尽管各国语言不通，但舞蹈——这种无声的语言是各个国家和民族都能够理解的。无论如何，通过这个过程，可谓是把西方财务理论中国化了。

于是，本书就选择这些上市公司作为研究我国企业财务管理的对象，并且为了行文便利，对于所有引用的数据没有加以标注，只在这里做一个统一说明：所有数据都是基于上市公司公告整理所得，在这里，向发布上市公司公告的各种行情交易软件、财经网站等表示感谢，同时也请谅解没有加以标注。

本书以财务管理理论为主线，以财务管理目标理论、筹资决策、投资决策、

营运资金决策、并购决策、分配决策为模块，根据每个模块选择的3~4个财务问题来选定一个上市公司为研究对象，进行本书的展开。对于每一节，先进行探讨相关的财务理论，再叙述案例要点和过程，最后利用财务理论来分析和评价上市公司财务决策的理由、影响、效果和最后取得的绩效等。

还有一点要说明的是，本书选择的公司都是我国上交所或深交所非ST的上市公司，当然，还有一些同时也是香港交易所上市公司。本书选择的作为研究对象的上市公司，都使用上市公司简称，如果书中有批评、批判、甚至驳斥公司的决策和选择的意见，请公司高管相信一个研究者的善意，而并无恶意。行文中尽量做到语言中性、就事论事，但在批评一个公司财务决策时，无疑会伤害做这些决策的高管，但如果都用化名，一团和气，又怎能一针见血，发现自己的弱点呢？还请这些公司理解作者的苦衷，甚至能从批评中找到一些启示，进一步改善公司管理效率、降低企业经营风险和财务风险、提高公司决策正确程度、实现公司价值增长，作用虽小，也不枉自己半年心血了。

但无论如何，书中假设不当、模型错误、逻辑矛盾，甚至是语言文字的问题在所难免，衷心感谢您的批评指正！

王兴球

2017年3月

## 目 录

|                                  |       |
|----------------------------------|-------|
| 前言 .....                         | (001) |
| 第一章 上市公司财务管理目标的确立 .....          | (001) |
| 第一节 维维股份选择利润作为财务管理目标 .....       | (001) |
| 第二节 以市值管理的名义 .....               | (006) |
| 第三节 理论上的企业价值财务管理目标 .....         | (010) |
| 第四节 内部人效用 .....                  | (014) |
| 第二章 上市公司资金的筹集 .....              | (022) |
| 第一节 上市公司最爱的筹资方式：非公开发行股票 .....    | (022) |
| 第二节 晨鸣纸业发行优先股募资 .....            | (032) |
| 第三节 上市公司公开发行股票替代方案：发行可转换债券 ..... | (036) |
| 第四节 中金黄金配股筹资决策 .....             | (047) |
| 第五节 售后回租：一种无奈的筹资方式 .....         | (052) |
| 第六节 供给侧结构性改革背景下马钢去杠杆化路径选择 .....  | (056) |
| 第三章 上市公司投资决策 .....               | (066) |
| 第一节 路在何方：熊猫金控的投资方向与转型之路 .....    | (067) |
| 第二节 是天灾还是人祸：中国远洋固定资产投资时机决策 ..... | (071) |
| 第三节 温氏股份对于投资规模的决策 .....          | (078) |
| 第四章 上市公司的营运资金决策 .....            | (084) |
| 第一节 不应该被忽视的现金管理 .....            | (085) |
| 第二节 既爱又恨的应收账款的管理 .....           | (094) |
| 第三节 对江西铜业的存货管理点赞 .....           | (099) |
| 第五章 上市公司并购决策 .....               | (108) |
| 第一节 伟星股份并购中捷时代价值评估 .....         | (109) |

|      |                                        |       |
|------|----------------------------------------|-------|
| 第二节  | 并购双方的业绩承诺协议：一种对赌协议 .....               | (114) |
| 第三节  | 并购之后的遗留症：整合问题 .....                    | (121) |
| 第六章  | 上市公司股利分配理论、政策与分配状况 .....               | (126) |
| 第一节  | 现金奶牛的楷模：华能国际的股利分配 .....                | (128) |
| 第二节  | 次新股花样纷呈的分配形式：易事特 IPO 以来分配实施状况<br>..... | (132) |
| 第三节  | 投资者投资股票看重现金股利吗 .....                   | (137) |
| 第七章  | 对福耀玻璃的全面财务分析 .....                     | (142) |
| 参考文献 | .....                                  | (160) |
| 后 记  | .....                                  | (162) |

第一章 上市公司财务管理目标的确立

在财务管理理论中，公司财务管理目标应该是企业价值最大化的目标模式，在实践中，我国上市公司实际决策过程中对财务管理目标的选择因公司而异。本章讨论几种在财务管理实践中经常被采用的目标模式（见表1-1）。

表 1-1 我国上市公司可能选择的几种财务管理目标模式

| 序号 | 目标模式   | 财务决策目标       | 目 的                                                                |
|----|--------|--------------|--------------------------------------------------------------------|
| 1  | 利润     | 短期利润的实现      | 为了上市，避免被特别处理（ST）、暂停上市甚至强制退市，或者为了满足股权激励的条件、管理层获得奖励的条件，企业经营策略        |
| 2  | 市值（股价） | 股价的上升        | 获得更多的股东财富，通过增发、配股获得资本成本更低的资金，通过股权质押获得更多的资金                         |
| 3  | 企业价值   | 股权价值和债权价值都上升 | 实现企业可持续的长期发展，而不是短期内利润暴增、股价暴涨而长远看企业核心竞争力下降                          |
| 4  | 内部人效用  | 内部人效用不断增加    | 由于信息不对称，客观上存在内部人控制的现象，如果内部人利益和企业一致，将有利于企业发展，反之将出现内部人为了私利而损害企业发展的情况 |

第一节 维维股份选择利润作为财务管理目标

一、利润目标模式

如果一个上市公司以利润指标作为财务管理的目标，那么该公司各种决策将会追求公司的利润最大化的决策结果。

利润模式等同于每股收益（EPS）模式，二者的关系如下：

$$EPS = (EBITDA - DA - I) (1 - T) / N$$

1. EBITDA: 息税折旧前利润, DA: 折旧, I: 利息或财务费用, T: 企业所得税率, N: 发行在外的普通股股票数;

2. EBIT = EBITDA - DA: 息税前利润, EBITDA - DA - I: 税前利润, (EBITDA - DA - I) (1 - T): 净利润;

3. 这里的利润模式, 一般指的是净利润模式, 也可以理解为税前利润、息税前利润, 甚至是息税折旧前利润。

## 二、维维股份(600300)实现其利润目标了吗

### (一) 维维股份现状

2015年度, 面对宏观经济持续下行和相对疲弱的市场环境, 公司以“大农业、大粮食、大食品”战略为核心, 以“利润优先、深度承包”为经营方针, 采取多种有效措施积极应对, 降低各类不利因素对企业经营带来的影响, 通过市场、产品、产能、人等多方面的创新改革, 挖潜增效, 巩固公司的综合实力和行业地位。

2015年, 公司实现营业总收入 3 887 769 559.40 元, 比上年减少 12.88%; 实现利润总额 161 266 098.65 元, 比上年减少 47.68%; 归属于母公司所有者的净利润 101 504 767.62 元, 比上年减少 49.41%<sup>①</sup>。

### (二) 收购白酒资产

2006年11月16日, 公司以 8 000 万元的价格购得江苏双沟酒业股份有限公司 38.27% 的股权, 从而成为双沟酒业第一大股东。双沟酒业 2005 年实现销售收入 6.3 亿元、创利税 2.3 亿元, 2006 年上半年实现销售收入和利税分别同比增长 50.57% 和 75%。2008 年 3 月公司对江苏双沟酒业股份有限公司增加投资 3 600 万元, 持股比例由 38.27% 增加到 40.6%。2009 年 9 月, 由于江苏省宿迁市整合境内江苏双沟酒业股份有限公司和江苏洋河酒厂股份有限公司白酒资产以满足上市需要, 维维股份将持有的江苏双沟酒业股份有限公司 40.6% 的股权全部转让还给宿迁市国有资产经营有限公司, 获得转让价款 3.98 亿元。

2009 年 9 月, 维维股份将募投项目“婴儿食品饮料及婴儿配方奶粉生产项目”和“塑料彩印外袋及纸箱生产线项目”变更为“收购湖北枝江酒业股份有限公司 51% 的股权项目”和“补充公司流动资金”, 以 3.48 亿元收购枝江酒业

<sup>①</sup> 维维股份 2016 年 3 月 31 日披露的 2015 年年报节选。

51%的股份。同年，维维股份投资 5 000 万元的全资子公司维维川王酒业有限公司成立。

公司先是 2012 年收购贵州醇酒业，接着 2013 年 8 月公司再次收购枝江酒业 20%的股份，收购完成后公司将持有枝江酒业 71%的股份。

### （三）收购煤炭资产

2010 年 4 月 17 日，维维股份下属西安维维在此前已取得 51%股权的基础上，再次以现金出资 1.8 亿元收购乌海市正兴煤化有限责任公司剩余 49%的股权。公司表示，此次收购有望使正兴煤化成为煤炭资源整合重组主体。2011 年 8 月 30 日公告，子公司乌海市正兴煤化有限责任公司拟受让乌海市中荣实业有限责任公司持有的乌海市西部煤化工有限责任公司（西部煤化）100%的股权，交易价格为 3.9 亿元。截至 2011 年 7 月 31 日，西部煤化营业收入为 4.61 亿元，净利润为 -477.83 万元。

### （四）收购茶资产

2013 年 12 月，维维股份出资 7 650 万元收购湖南怡清源 51%的股权。怡清源茶业成立于 1996 年 7 月，注册资本 2 476.5 万元。转让方做出承诺，2013—2015 年，净利润不低于 1 800 万元、2 000 万元、2 200 万元。

### （五）房地产项目

2007 年 9 月，维维股份与中粮地产共同出资，设立中粮维维联合置业有限公司，参与徐州新城区的开发建设。该公司注册资本为 1 亿元，其中维维一方以现金出资 4 000 万元，占注册资本的 40%。由于计划竞标的地块竞标企业众多，土地竞标成本陡升，风险增大，所以双方决定暂时不竞标。2008 年 7 月，维维股份发布公告称，注销中粮维维联合置业有限公司，并收回注册资金。

2013 年 2 月 21 日，维维股份发布公告称，旗下全资子公司维维印象城综合开发有限公司（下称“维维印象城”）和徐州中财科技发展有限公司（下称“徐州中财”）拟共同出资设立合资公司徐州维维中财置业有限公司，再次进入房地产投资开发领域。该公司注册资本为 1 亿元，其中维维印象城拟以现金出资 8 000 万元，占新公司注册资本的 80%，徐州中财拟以现金出资 2 000 万元，占新公司注册资本的 20%。

### （五）最近两年财务指标

从维维股份“利润优先、深度承包”的经营方针来看，其财务管理的目标树立的是利润目标模式。那么，通过最近 10 年的经营策略和企业并购战略，该公司实现其利润目标了吗？表 1-2、表 1-3 选择四个财务指标来反映企业财务管理目标的实现程度。

表 1-2 维维股份 2014-2015 年利润相关财务指标

|                | 2014 年     | 2015 年     |
|----------------|------------|------------|
| 净利润（万元）        | 20 064. 26 | 10 150. 48 |
| 每股收益（EPS）（元/股） | 0. 12      | 0. 06      |
| 销售毛利率（%）       | 34. 86     | 32. 92     |
| 净资产收益率（ROE）（%） | 7. 96      | 3. 83      |

从表中数据来看，其 2015 年经营业绩惨淡，做纵向比较，其各个利润指标有较大幅度下降。即使横向比较，选择承德露露、古井贡酒等企业比较也相距甚远。

表 1-3 维维股份、承德露露和古井贡酒 2015 年利润相关财务指标比较

|                | 维维股份       | 承德露露       | 古井贡酒       |
|----------------|------------|------------|------------|
| 净利润（万元）        | 10 150. 48 | 46 323. 47 | 71 557. 84 |
| 每股收益（EPS）（元/股） | 0. 06      | 0. 62      | 1. 42      |
| 销售毛利率（%）       | 32. 92     | 43. 49     | 71. 27     |
| 净资产收益率（ROE）（%） | 3. 83      | 31. 16     | 15. 91     |

从维维股份最近 10 年的经营业绩来看，其没有实现财务管理目标。

三、维维股份未能实现利润目标的原因分析

纸上得来终觉浅，事非经过不知难。当我们谈论别人的失败或不尽成功的时候，总是能够找到一堆理由，对别人指手画脚；其实，如果让自己来进行决策、执行，其结果未必比人家更好，说不定比人家做得更为糟糕。但无论如何，还是要对维维股份深入讨论，否则，无法形成完整的理论体系。

维维股份未能实现其财务管理利润目标的原因可以从以下几点来进行剖析。

（一）把利润作为财务管理目标本身不太恰当

不排除一部分企业的股东创办企业的目的是环保、解决就业、为社会提供更为优良的产品和服务等以此来承担社会责任，但大部分企业的股东主要目的还是获得利润。股东付出股权资本而获得利润、债权人付出债权资本而获得利息和到期后本金的偿还、管理者付出有效率的管理而获得薪水和奖金、工人付出辛勤的劳动而获得工资、客户购买获得合格的商品和服务、政府因为提供了道路及安全的经营环境等获得税收、供应商提供了原材料而获得销售……，企业的关联方各尽其责、各取所得。

作为股东，因创办企业付出股权资本而要求获得利润，无可厚非。维维股份把利润作为财务管理目标完全没有问题。

但问题是，如果企业经营者眼中只有利润，目标就一定能实现吗？

先人说：取法其上，仅得其中；取法其中，仅得其下。如果把利润作为财务管理目标的话，未必能够实现。腾讯让用户免费使用 QQ、阿里巴巴让用户免费在平台上购物、奇虎 360 让用户免费下载使用各种资源，百度也是让用户免费使用搜索，甚至有滴滴、快滴、优步等在一段时期内还补贴用户。显然，这些企业并没有把短期利润作为财务管理目标，如果为了短期利润而牺牲了企业的长远发展，显然是不明智的。

## （二）把利润作为财务管理目标，容易导致企业出现短期行为

什么是短期行为？柯达为了自己高额的胶片和胶片相机的毛利而忽略了对数码相机的研发、替代自己还在盈利的产品，最终被淘汰，这就是一种典型的短期行为；欣泰电气为了满足上市条件进行会计造假也是一种短期行为。短期行为表现为不进行持续研发使产品升级、为降低成本提高利润而导致产品质量下降、为使得股价上升而进行财务舞弊造假等，这些不利于企业持续发展的行为都是短期行为。把利润作为财务管理的目标，势必会减少研发费用而导致产品更新下降、降低原材料成本而可能损害产品质量、降低工资成本而导致优秀员工流失等。

## （三）把利润作为财务管理目标，容易导致企业战略出现失误

目标决定战略，而战略最终转化为企业的行动，行动的效果能否实现目标却未可知。维维股份为了实现财务管理的利润目标，进行了一些并购行为，这些并购大都有一个共同特点：在并购开始的时候，目标企业所在的行业正是繁荣的时候，也就是盈利能力较强的行业。但是，并购一个盈利能力正好的企业，付出的代价常常也是最大的。而且，行业的周期规律表明，繁荣之后必然是衰退，并购时因为目标企业处于繁荣时期而付出代价较高，而并购之后因为衰退而导致盈利能力下降，这样，通过并购未必就能实现其财务管理利润目标。

横向并购必然带来多元化经营和企业规模的扩大。维维股份从早期的“维维豆奶、快乐开怀”开始，先后进入煤炭、白酒、房地产、茶、粮油储运等领域，这种无关联多元化的结果是降低了企业的核心竞争力和管理费用的增加。试想，如果维维豆奶从一开始进行关联多元化，即豆奶粉、豆奶饮料、布局在城市大街小巷的早餐鲜豆奶、豆浆饮料、豆浆机等多元化产品的生产经营，其结果可能与现在大不相同。

第二节 以市值管理的名义

一、市值管理

市值就是上市公司所有发行在外的股票价格总和，也可以理解为所有股东财富总和。由于股票价格的变动性，因此市值是在不断变化的，市值管理就是所有决策要使得股票价格不断上升、企业市值不断增加，股东财富因而不断增加，可以说，股价、市值、股东财富在这个意义上是一样的。一般而言，市值管理是把公司的市场价值稳定在一定合理的水平，长线看不断提升市值，其主要要素为股价和公司总市值。

有人主张上市公司要进行市值管理，因为公司股价低迷，不但直接减少股东财富，还会影响公司市场形象，增加公司再融资困难程度，提高融资成本，同时也会对企业经营者形成较大的外部并购重组的市场压力。

但也有人反对上市公司进行市值管理，进行市值管理，势必要公司管理者密切关注股价，但股价的变化可能是市场等外部因素造成的，而不是企业经营决策影响的结果，关注股价的变化可能会影响企业决策，并且可能会为了让股价上升而不择手段。企业应该把精力放在管理效率的提高、研发、市场开拓等决定企业未来发展的内因上，而不是密切关注一个企业本身不能控制的外部变量——股价。

2014 年 5 月 9 日晚间，国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，共涉及积极稳妥推进股票发行注册制度、加快多层次股权市场建设等九条 33 项内容。在这个文件中首次提出“鼓励上市公司建立市值管理制度”<sup>①</sup>。这似乎是对市值管理的盖棺定论，其实不然。这个文件只是鼓励国有控股上市公司要建立市值管理制度，并不是要求上市公司一定要实现市值不断增加的目标和要求。

表 1-4 市值管理的途径以实现公司市场价值溢价

| 序号 | 实现途径         | 表 现                       |
|----|--------------|---------------------------|
| 1  | 突出而优异的主业     | 专业、专注、核心竞争力增强、品牌、不断提升的技术  |
| 2  | 良好的公司治理与规范管理 | 合理股权结构、高效的管理团队和管理制度、合理地分红 |

① 为与 2013 年 12 月份的“国九条”区别，被市场称为“新国九条”。

(续表)

| 序号 | 实现途径         | 表 现                                   |
|----|--------------|---------------------------------------|
| 3  | 资源垄断类资产      | 矿产、具有黏性的用户资源                          |
| 4  | 合理利用资本市场周期规律 | 牛市：增发、配股、减持、剥离、分拆<br>熊市：回购、增持、股权激励、并购 |
| 5  | 资产配置         | 纳入到特定指数而成为机构配置对象                      |
| 6  | 其他           | 企业文化溢价、新兴市场溢价、外部关系溢价                  |

如果把市值（股价、股东财富）作为财务管理的目标，会有什么问题发生呢？在实践中，一些上市公司选择如表 1-4 中的某些市值管理手段来实现溢价管理的目标，但也有一些上市公司为了实现市值的增加而采取财务舞弊、无效率的并购、盲目的投资等，致使企业主营业务受到影响，甚至因此走向衰落、破产。

市值管理是把双刃剑，利用不好，反而会伤害到我们，危及企业持续经营。

## 二、关于中国中车产品质量的两则新闻

2016 年 7 月 5 日，据《联合早报》报道，国内最大的轨道交通装备制造制造商中国中车（601766）旗下的中车四方公司出口的一批新加坡地铁车辆，因部分车体出现裂纹而被退回原产地青岛更换。6 日，中车四方回应称，经系统分析，列车出现的缺陷其实不具有安全风险，可继续安全运营。不过本着对用户及产品负责任的态度，公司方面主动提出对存在局部缺陷的车辆进行分批返厂维修。

经鉴定，该批车次缺陷是由部分批次铝合金型材的原材料质量问题所导致。而为何会出现问题？中国中车没有进一步透露，只是表示，将进一步细化供应商管理和原材料检验的要求，从研发、采购、制造、质量、售后服务等各个环节进一步加大质量管理水平。

现分批返厂修复工作正在进行中，已修复完成的车辆已经返运回新加坡并重新投入运营，目前运行状况良好，首列修复完成车辆已安全运营近 30 万公里。新加坡当局曾透露称，中国厂商将在 2023 年之前完成全部列车修复工作。

据中车四方介绍，这次出现缺陷的列车是 C151A 地铁车辆。2009 年 5 月与 2012 年 4 月，川崎重工、中车四方股份（601126，股吧）公司、川崎新加坡子公司三方组成联合体，两次获得新加坡陆路交通管理局 C151A 地铁车辆订单，总计 35 列地铁车辆。首列车于 2011 年 1 月交付，2014 年 9 月 C151A 全部 35 列地铁车辆交付完毕。

对于此事的影响，业内人士表示，鉴于现在国际舆论环境对于中国列车及高铁走出去并不友好，此事件将产生一定负面影响，而这或将有利于中国在东

南亚地区的主要竞争对手日本。

由此，中车四方的其他客户也高度关注“列车瑕疵”的消息。据香港《南华早报》6日报道，港铁已经向中国厂商询问其新订购的列车质量情况。香港方面此前以77亿港元的价格订购了9列高铁列车及93列新市区线列车。

另外一则关于中国中车产品质量的新闻。

中国铁路总公司（下称中铁总）于2016年7月下旬通报了《2016年第3批铁路产品质量抽查情况结果》（下称《抽查结果》）。《抽查结果》显示，中国中车股份有限公司（下称中国中车，601766.SH）等多家企业铁路产品不合格。本次共抽查产品9个厂项，其中机车类2个、车辆类3个、工务类4个，合格6个，不合格3个，合格率66%。

《抽查结果》显示，不合格产品包括中国中车天津机辆轨道交通装备有限责任公司（下称中车天津机辆）生产的客车轴箱弹簧<sup>①</sup>，客车弹簧端圈形式不合格会对车辆行进中的平稳性造成影响。

据财新记者了解，目前，铁路产品质量抽查分中铁总检验和国家铁路局检验两种。2015年铁路产品进行了6次检验，其中中铁总检验4次，国家铁路局检验2次。中铁总4次合格率依次为，90.5%、86.1%、92.9%和28.6%；国铁局2次检验合格率为96.7%和96.8%。在这几次检验中，原中国南车、中国北车和其合资公司均有不合格产品上榜。

财新网此前报道，2015年全路共发生车辆责任事故210余件，同比增加16%；动车组百万公里故障率同比增长2成多。就上述事故和故障的原因，中铁总曾在2015年底召开的机车车辆源头质量工作会上质疑，车辆生产企业源头制造质量未达标是主因。中铁总并称，2015年因中国中车车辆制造质量和维修不达标造成的责任事故占事故总量的6成，而造成的责任故障更是接近故障总量的9成。

就铁路产品质量管理，目前中铁总已经要求各铁路局对中国中车实施监督检查，质量信息要全路共享，并建立车辆质量通报和追责制度，将质量问题纳入招标采购考核。中铁总已经多次提出，对于严重责任事故，要敢于向中国中车提出质量索赔。

### 三、中国中车：最重要的是市值管理吗

如果要回顾2015年的资本市场，不能不首先谈到中国中车。在“一带一路”、合并、国家扶持高端装备制造业、市值管理等利好刺激下，处于风口的中

---

① 中车天津机辆是中国中车的全资子公司，中国铁路机车车辆配件的生产和研发基地，中国中车的弹簧研发中心就设在中车天津机辆内。

国中车在配资兴风作浪过程中，从之前的股价为4元左右涨到最高40元左右。然而，仅仅过去半年多的时间，中国中车股价风光不再，又回落到9元左右，就目前的盈利能力来看，这应该在其目前合理的价值区间内。相应地，中国中车市值也经历了过山车的波动，从2015年之前的约1 000亿元到2015年最高时的近10 000亿元，而如今为2 000多亿元。

中国中车的市值经历了大幅波动，如果以市值作为财务管理目标，中国中车在2015年上半年市值上涨过程中财务管理目标就实现了吗？而从2015年下半年至今市值下跌过程中，财务管理目标又没有实现。可见，市值标准是多么的不靠谱，如果市值受内因影响而上升，可以说财务管理目标实现了；而如果市值受外因影响而上升，就很难把这种成功归因于企业的财务管理，也不应该因此得出结论，财务管理目标实现了。如图1-1所示，如果把市值比作影子、企业财务管理目标比作物体长度，显然，我们不应该通过影子的长短来判断物体的长度，因为影响影子长度的除了物体本身的长度，还有光源的高低和远近。

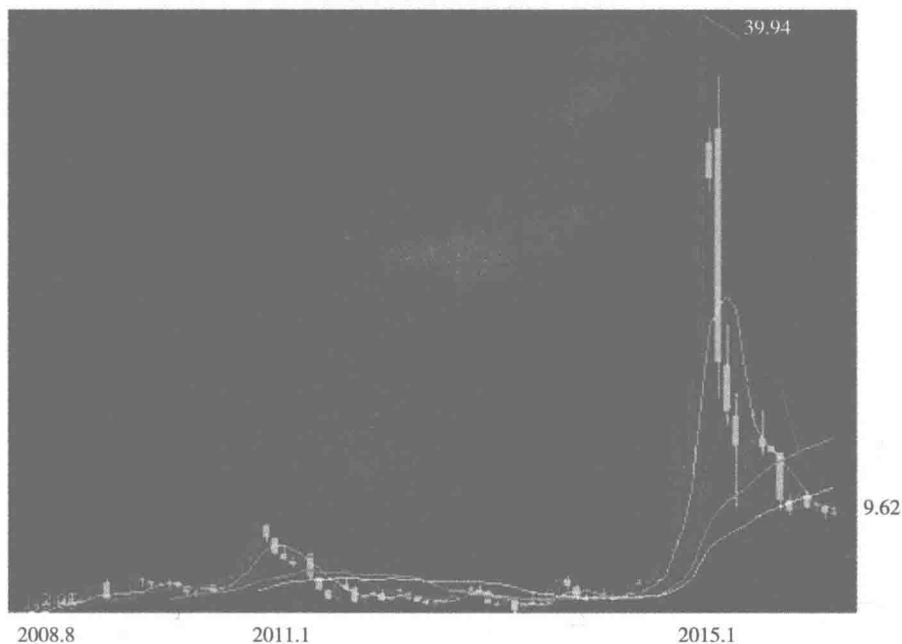


图 1-1 中国中车（合并前的中国南车）月 K 线图

所以，对于中国中车来讲，如果通过技术的进步、产品质量提升、管理效率的提高、品牌美誉度的树立等使核心竞争力和盈利能力增强进而使企业市值增加，这可以说企业财务管理目标以市值为标准就实现了；如果因为资本市场的投机行为而导致市值增加，这只能说市值经过了一次波动，而不能据市场等外因导致的市值增加而得出结论：企业财务管理目标实现了。

但无论如何，总有一部分上市公司以市值作为财务管理的目标，一则简单易行、容易评估；二则市值增加直接导致股东财富增加，不论增加的原因是什么，企业能否实现持续健康发展，总之个人财富增加了就好，这是不正确的观念但又客观存在。

对于中国中车来讲，市值（股东财富）当然也很重要，但最重要的是什么？答案是产品质量。产品质量关系到千万人的生命安全，如果只是盯着市值而忽略了产品质量，这是十分危险的，也将导致市值的增加是不可持续的。

### 第三节 理论上的企业价值财务管理目标

#### 一、企业价值

企业价值是什么？可以从以下几个角度来理解。

从构成上来讲，企业价值是由股权价值和债权价值构成的。股权价值是股东在未来获得的股权自由现金流量的现值；而债权价值是债权人在未来获得的债权自由现金流量的现值。而现值的大小与两个因素相关：未来每期现金流量的大小和因风险而决定的必要报酬率所确定的贴现率的大小，可以用以下公式表示：

#### 企业价值的构成

$$V=B+S=\text{债权价值}+\text{股权价值}$$

$$= \sum I_t (1-T_b) (P/S, i, t) + \sum D_t (1-T_s) (P/S, i, t)$$

或

$$V=B+S=\text{债权价值}+\text{股权价值}$$

$$=\text{债权自由现金流量的现值}+\text{股权自由现金流量的现值}$$

$$= \sum I_t (P/S, i, t) + \sum [(\text{EBIT}_t - I_t)(1-T_c) - \text{营运资本的增额} - \text{净资本投资} + \text{净增加的债权}] (P/S, i, t)$$

#### 【讨论】

1.  $I_t$ ：债权人未来每年获得利息； $T_b$ ：利息所得税率； $D_t$ ：股东未来每年获得的股利； $T_s$ ：股东股利所得税率； $T_c$ ：公司所得税率。

2. 股利是分配给股东的现金流，而股权自由现金流是从归属于股东的角度来定义的。本期创造的分发给股东的形成股利，没有分发给股东的是为了未来创造出更多的股权自由现金流分发给股东。但在实际计算上，二者结果是有差异的。