



全国高职高专教育“十一五”规划教材

# 财务管理 案例

赵国忠 主编

(第三版)



高等教育出版社  
Higher Education Press

全国高职高专教育“十一五”规划教材

# 财务管理案例

(第三版)

赵国忠 主 编

高等教育出版社

## 内容提要

本书是全国高职高专教育“十一五”规划教材。

本书是在第二版的基础上修订而成的。全书分为八章。第一章筹资决策案例,主要介绍了发行可交换公司债券、首次公开发行股票、增发新股、发行可转换公司债券、配股筹资等内容;第二章公司治理与资本结构案例,主要介绍了如何判断企业公司治理有效性、资本结构合理性和债务管理等内容;第三章投资决策案例,主要介绍了发行股份购买资产、要约收购和股权投资等内容,并分析了投资管理中的现金流量;第四章资产营运案例,主要介绍了控股股东大量占用公司资金对公司的影响和企业出售资产等内容;第五章收益分配案例,主要介绍了收入确认、亏损的成因、股权激励和股利分配政策等内容;第六章财务预算案例,主要介绍了如何编制财务预算等内容;第七章财务分析案例,主要介绍了资产负债表分析、利润及利润分配表分析和财务报表综合分析等内容;第八章成本费用控制案例,主要介绍了成本控制的两种方法、分析了公司管理费用变化的原因等内容。

本书适用于高等职业院校、高等专科学校、成人院校、民办高校及本科院校举办的二级职业技术学院会计类专业教学,也可供五年制高职、中职学生使用,并可作为社会从业人士的参考读物。

### 图书在版编目(CIP)数据

财务管理案例/赵国忠主编. —3版. —北京:高等教育出版社,2009.12

ISBN 978-7-04-028241-2

I. 财… II. 赵… III. 财务管理—案例—高等学校:技术学校—教材 IV. F275

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 201326 号

策划编辑 沈 炜 责任编辑 赵 鹏 封面设计 张志奇 责任绘图 尹 莉  
版式设计 张 岚 责任校对 张 颖 责任印制 毛斯璐

出版发行 高等教育出版社  
社 址 北京市西城区德外大街 4 号  
邮政编码 100120  
总 机 010-58581000

经 销 蓝色畅想图书发行有限公司  
印 刷 北京市联华印刷厂

购书热线 010-58581118  
咨询电话 400-810-0598  
网 址 <http://www.hep.edu.cn>  
<http://www.hep.com.cn>  
网上订购 <http://www.landaco.com>  
<http://www.landaco.com.cn>  
畅想教育 <http://www.widedu.com>

开 本 787 × 1092 1/16  
印 张 14  
字 数 340 000

版 次 2004 年 4 月第 1 版  
2009 年 12 月第 3 版  
印 次 2009 年 12 月第 1 次印刷  
定 价 17.40 元

本书如有缺页、倒页、脱页等质量问题,请到所购图书销售部门联系调换。

版权所有 侵权必究

物料号 28241-00

## » 第三版前言

本书是配合《财务管理实务》(第三版)修订的。

为了适应高等职业教育的教学需要,编者在认真总结财务管理教学经验和分析企业实际的基础上,充分考虑了高等职业教育的特点,注重理论与实际的紧密结合,从企业财务管理实际操作业务出发,以丰富的实际资料、贴切的操作案例,进行了详尽的案例分析。

本次修订在继承第二版精华的基础上,作了较大的改动。加大筹资决策案例,将“资本结构决策案例”扩充为“公司治理与资本结构案例”,充实了“财务分析案例”,其他各章均作了较大的修改完善。修订后使本书更加侧重于企业财务管理实务操作,并且与主教材结合得更紧密。

本次修订得到了很多专家和企业领导的支持。全书由赵国忠担任主编,王教育担任副主编,参与编写的有赵国忠、王教育、翟天津、李艳、李雷、薛春、刘福祥、周琳和张宝金等。全书最后由赵国忠修改并总纂定稿。

在本书编写过程中,我们参考了大量文献资料,在此向作者表示感谢。由于时间仓促,编者水平有限,书中难免有不足之处,请读者指出,以便不断完善。

编者  
2009年10月

## » 第二版前言

本书是新世纪高职高专教改项目成果教材,是在第一版《财务管理案例》的基础上修订而成的,以更好地与《财务管理实务》(第二版)配套使用。

为了适应高等职业教育的教学需要,编写组在认真总结了财务管理教学经验和企业财务管理实践经验的基础上,充分考虑了高等职业教育的特点,注重理论与实际的紧密结合,从企业财务管理实际操作业务出发,以丰富的资料、贴切的案例,较详尽地进行案例分析。

本书在继承《财务管理案例》第一版精华的基础上,做了较大的改动:加大“筹资管理案例”,增加了“财务预算案例”一章,将“资本结构决策案例”单独成章,删去“绩效评价案例”一章,充实了“财务报表分析案例”,其他各章也作了较大的完善。修订后,本书更加侧重于企业财务管理实务操作,并且与主教材配合得更紧密。

本书在修订过程中,得到了很多专家和企业领导的支持。全书由赵国忠担任主编,吴景阳担任副主编。参加案例编写的作者有:赵国忠、吴景阳、翟天津、李艳、汤艳军、邢海玲、薛春、刘福祥、牟小楠、周林、葛春梅、宋大龙、张宝金、马金萍等。全书最后由赵国忠修改并总纂定稿。北京市经济管理干部学院陈启昆教授在百忙中审读书稿,并提出许多宝贵意见,修改了部分章节,在此表示衷心的感谢。

在本书编写过程中,我们参考了大量文献资料,在此向作者表示感谢。由于时间仓促,编者水平有限,书中难免有分析不足之处,请教师 and 学员在教学和学习过程中指出,以便不断完善。

编者  
2004年3月

## 第一版前言

本书是依据教育部关于大力发展高等职业教育的精神,按照高等职业教育理财专业的教学计划要求,为配合高等职业学校、高等专科学校使用的《财务管理实务》教材而编写的教学用书。为了适应高等职业教育的教学需要,编写组认真收集、整理财务管理在企业实际应用的案例,充分考虑了高等职业教育的特点,注重从企业财务管理实务出发,进行案例分析。

本书所选定的案例,侧重于与教材配合,强调了对企业整体的财务评价与分析。

本书在形成过程中,得到了很多专家和企业领导的支持。全书由赵国忠主编。参加案例编写的作者有:王志婷、吴景阳、潭博、宁雪娟、田润森、赵友儒、夏广谱、沙玉翠、许贵良和赵国忠。全书最后由赵国忠修改定稿。感谢高等教育出版社编辑对本书认真负责的精神。

在本书编写过程中,我们参考了大量文献资料,在此向有关单位及作者表示感谢。

由于时间仓促,作者水平有限,书中错误或遗漏在所难免,请教师和学员在学习过程中指出,以便修订时加以完善。

编者  
2000年2月

# 目 录

第一章 筹资决策案例 .....	1	案例 4 固定资产投资决策案例 .....	101
案例 1 健康元药业集团股份有限 公司发行可交换公司债券 分析 .....	1	第四章 资产营运案例 .....	110
案例 2 中国中铁首次发行股票 分析 .....	7	案例 1 海德股份出售资产分析 .....	110
案例 3 重庆华立控股股份有限 公司增发案例分析 .....	19	案例 2 “燕子”是怎样变成 “植物人”的 .....	114
案例 4 天药股份有限公司可转换 公司债券筹资分析 .....	31	案例 3 粤宏远出售球队资产 分析 .....	120
案例 5 索芙特股份有限公司配股 筹资分析 .....	43	第五章 收益分配案例 .....	124
附录:上海航天汽车机电股份有限 公司募集资金管理办法 (2009 年修订) .....	49	案例 1 大江毛纺厂的亏损 .....	124
第二章 公司治理与资本结构案例 .....	54	案例 2 隆平高科会计差错事项 更正案例分析 .....	128
案例 1 广东汕头电力发展股份 有限公司治理结构案例 .....	54	案例 3 吉林亚泰股利分配政策 案例 .....	131
案例 2 治理结构缺陷与会计信息 失真案例 .....	57	案例 4 烽火通信股权激励案例 分析 .....	144
案例 3 三九集团的债务重组 .....	67	第六章 财务预算案例 .....	151
附录:河北金牛能源股份有限公司 关联交易管理制度 .....	75	案例 1 白云公司财务预算案例 .....	151
第三章 投资决策案例 .....	80	案例 2 中华集团有限公司全面 预算管理方案 .....	161
案例 1 宁夏中银绒业股份有限 公司发行股份购买资产 分析 .....	80	第七章 财务分析案例 .....	169
案例 2 南京钢铁联合有限公司对 南京钢铁股份有限公司要 约收购分析 .....	90	案例 1 广东韶钢松山股份有限 公司年度报表分析 .....	169
案例 3 某公司现金流量表结构 分析 .....	97	案例 2 四川长虹财务分析 .....	184
		案例 3 资产负债表分析 .....	197
		案例 4 利润及利润分配表分析 .....	201
		第八章 成本费用控制案例 .....	204
		案例 1 变事后算账为事前控制 .....	204
		案例 2 运用贡献毛益法管理 成本 .....	206
		案例 3 科龙公司管理费用巨幅 变化分析 .....	208

# 第一章 筹资决策案例

## 案例 1 健康元药业集团股份有限公司发行可交换公司债券分析

### 一、案例资料

健康元药业集团股份有限公司董事会 2009 年 7 月 13 日公告申请公开发行可交换公司债券方案。

(一)《公司申请公开发行可交换公司债券方案的议案》

#### 1. 债券名称

债券名称为 2009 年健康元药业集团股份有限公司可交换公司债券。

#### 2. 发行规模

本次可交换公司债券的发行规模不超过人民币 7 亿元,具体发行规模提请股东大会授权董事会与保荐人(主承销商)在上述范围内协商确定。

#### 3. 发行对象及向股东配售安排

持有中华人民共和国居民身份证的公民(军人持军人有效证件)与监管机构认可的机构投资者(国家法律、法规另有规定者除外)。本次发行的可交换公司债券不向公司股东配售。

#### 4. 发行方式

本次公开发行可交换公司债券将向股权登记日在册的丽珠集团全体 A 股股东按一定比例优先配售,优先配售后的剩余部分向其他有意向认购的投资者发售。

具体优先配售比例及具体的发行方式由公司股东大会授权公司董事会与保荐人(主承销商)根据具体情况协商确定。公司及丽珠集团的其他股东天诚实业有限公司、深圳市海滨制药有限公司承诺放弃优先配售权。

#### 5. 债券面值

人民币 100 元。

#### 6. 发行价格、债券利率

本次可交换公司债券按面值发行,债券利率提请股东大会授权董事会和保荐人(主承销商)通过市场询价协商确定。

#### 7. 债券期限

本次可交换公司债券的期限不超过 6 年,最终期限提请股东大会授权董事会与保荐人(主承销商)协商确定。

#### 8. 还本付息的期限和方式



本次可交换公司债券按单利计息,按年付息、到期一次还本。起息日为本次可交换公司债券发行首日,付息日为本次可交换公司债券自发行首日起每满 12 个月的当日,付息登记日为付息日的前一日,公司将在付息登记日之后 5 个交易日之内支付当期利息。本次可交换公司债券到期后 5 个工作日内由公司一次性偿还未换股的可交换公司债券的本金及应计利息。

在付息债权登记日当日已交换及已申请交换为丽珠集团无限售 A 股股票的可交换公司债券,公司不再向其支付当年利息。

#### 9. 担保方式

公司以其持有的部分丽珠集团无限售 A 股股票及其孳息(包括资本公积转增股本、送股、分红、派息等)为本次公开发行可交换公司债券提供质押担保。

在本次公开发行可交换公司债券获得中国证券监督管理委员会(简称证监会)核准之后,公司将在发行时根据证监会公告[2008]41 号《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》中关于“本次发行债券的金额不超过预备用于交换的股票按募集说明书公告日前 20 个交易日均价计算的市值的 70%”的规定,最终确定预备用于可交换公司债券持有人交换并质押的股票的具体数量。

在本次可交换公司债券存续期间内,若换股价格发生调整或修正,将造成预备用于交换的股票数量少于未偿还可交换公司债券全部换股所需股票的,公司将事先补充提供预备用于交换的股票,并就该等股票设定担保,办理相关登记手续。

#### 10. 换股的起止日期

自本次可交换公司债券发行结束之日起 24 个月后的第一个交易日起(含当日),至可交换公司债券到期日止的期间为换股期,可交换公司债券持有人在换股期内随时可申请将其持有的可交换公司债券交换成丽珠集团无限售 A 股股票。

#### 11. 初始换股价格

以不低于公告募集说明书日前 20 个交易日丽珠集团 A 股股票均价和前一个交易日丽珠集团 A 股股票均价为基准,上浮一定比例。具体换股价格由公司股东大会授权董事会与保荐人(主承销商)协商确定。

#### 12. 换股价格的调整

在本次可交换公司债券发行之后,当丽珠集团因送红股、转增股本、增发新股或配股、派息等情况使其股份发生变化时,将按下述公式进行换股价格的调整:

$$\text{送股或转增股本: } P_1 = \frac{P}{1+n}$$

$$\text{增发新股或配股: } P_1 = \frac{P+A \times k}{1+k}$$

$$\text{两项同时进行: } P_1 = \frac{P+A \times k}{1+n+k}$$

$$\text{派息: } P_1 = P - D$$

$$\text{上述三项同时进行: } P_1 = \frac{P-D+A \times k}{1+n+k}$$

其中: $P$  为初始换股价, $n$  为送股率, $k$  为增发新股或配股率, $A$  为增发新股价或配股价, $D$  为每股派息, $P_1$  为调整后的换股价格。

当丽珠集团出现上述股份和/或股东权益变化情况时,将依次进行换股价格调整,并在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登董事会公告,并于公告中载明换股价格调整日、调整办法及暂停换股期间。当换股价格调整日为此次可交换公司债券持有人换股申请日或之后,交换股票登记日之前,则该持有人的换股申请按调整后的换股价格执行。

当丽珠集团可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使丽珠集团股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本次可交换公司债券持有人的债权利益或换股衍生权益时,公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次可交换公司债券持有人权益的原则调整换股价格。有关换股价格调整内容及操作办法将提请股东大会授权董事会依据当时国家有关法律法规及证券监管部门的相关规定来制定。

公司在调整换股价格时,应确保公司不会因可交换公司债券持有人的换股导致公司丧失对丽珠集团的控制权。

### 13. 换股价格向下修正条款

(1) 向下修正条件与修正幅度。在换股期内,当丽珠集团 A 股股票在任意连续 20 个交易日的收盘价低于当期换股价格的 80% 时,公司董事会有权提出换股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决,该方案须经出席会议的股东所持表决权的 2/3 以上通过方可实施。股东大会进行表决时,持有公司可交换公司债券的股东应当回避;修正后的换股价格应不低于该次股东大会召开日前 20 个交易日丽珠集团 A 股股票交易均价和前一交易日的均价,同时,修正后的换股价格不得低于最近一期经审计的丽珠集团每股净资产值和股票面值。

若在上述交易日内发生过换股价格调整的情形,则落在换股价格调整日前的交易日按调整前的换股价格和收盘价计算,落在换股价格调整日及之后的交易日按调整后的换股价格和收盘价计算。

(2) 向下修正程序。如公司决定向下修正换股价格时,本公司将在证监会指定的信息披露报刊及互联网网站上刊登股东大会决议公告,公告修正幅度和债权登记日及暂停换股期间。从债权登记日后的第一个交易日(即换股价格修正日),开始恢复换股申请并执行修正后的换股价格。

若换股价格修正日为换股申请日或之后,换股登记日之前,该类换股申请应按修正后的换股价格执行。

公司在修正换股价格时,应确保公司不会因可交换公司债券持有人的换股导致公司丧失对丽珠集团的控制权。

### 14. 赎回条款

(1) 到期赎回。到期赎回,即到期还本付息。公司将于本次可交换公司债券到期后的 5 个工作日内按照募集说明书的约定,赎回全部未换股的可交换公司债券。赎回价格为面值加上当期利息。

(2) 提前赎回。自本次可交换公司债券发行结束之日起 36 个月后的第一个交易日起(含当日),至本次可交换公司债券到期日的期间,为本次可交换公司债券的提前赎回期。在该期间,如果丽珠集团 A 股股票在连续 30 个交易日的收盘价高于当期换股价格的 140% (含 140%) (以下称为“赎回条件”),则公司有权以债券面值加一定补偿金额(补偿金额等于当期利息)赎回全部或部分在赎回日之前未换股的可交换公司债券,当期利息不再支付。若在前述 30 个交易日内

发生过换股价格调整的情形,则在调整前的交易日按调整前的换股价格和收盘价计算,在调整后的交易日按调整后的换股价格和收盘价计算。在上述提前赎回期内的任一计息年度,公司在赎回条件首次满足后可以进行赎回,首次不实施赎回的,该计息年度不再行使赎回权。

提前赎回的特别规定:在本次可交换公司债券到期前,如果因为换股、回售、赎回等原因导致本次可交换公司债券未换股余额不足 3 000 万元时,公司董事会有权决定按债券面值加一定补偿金额(补偿金额等于当期利息)赎回全部未换股的可交换公司债券,当期利息不再支付。

#### 15. 回售条款

(1) 有条件回售。自本次可交换公司债券发行结束之日起 36 个月后的第一个交易日起(含当日),至本次可交换公司债券到期日的期间,为本次可交换公司债券的有条件回售期。在有条件回售期内,如果丽珠集团 A 股股票在连续 30 个交易日的收盘价低于当期换股价格的 60%(含 60%)时,可交换公司债券持有人有权将持有的全部或部分可交换公司债券按照债券面值加一定补偿金额(补偿金额=当期利息+面值×中国人民银行当期公布的 1 年期存款基准利率)回售给公司,当期利息不再支付。若在前述 30 个交易日内发生过换股价格调整的情形,则在调整前的交易日按调整前的换股价格和收盘价计算,在调整后的交易日按调整后的换股价格和收盘价计算。在上述回售期内的任一计息年度,可交换公司债券持有人在回售条件首次满足后可以进行回售,但若首次不实施回售的,则该计息年度不再行使回售权。

(2) 附加回售。在本次可交换公司债券存续期间内,如果此次发行可交换公司债券所募集资金的使用与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化,根据证监会的相关规定可被视作改变募集资金用途或者被证监会认定为改变募集资金用途的,可交换公司债券持有人有权将持有的全部或部分可交换公司债券按照面值加一定补偿金额(补偿金额等于当期利息)的价格回售给公司,当期利息不再支付。可交换公司债券持有人在附加回售申报期内未进行附加回售申报的,不再行使附加回售权。

#### 16. 换股年度丽珠集团的股利归属

在丽珠集团有关利润分配的股权登记日以前(含当日)已经换股的可交换公司债券持有人有权参与丽珠集团当年的利润分配。在丽珠集团有关利润分配的股权登记日以后换股的可交换公司债券持有人不参与丽珠集团当年的利润分配。

#### 17. 偿债保障措施

在出现预计不能按期偿付债券本息或者未能按期偿付债券本息时,公司将最少采取如下措施:

- (1) 不向股东分配利润;
- (2) 暂缓重大对外投资、收购兼并等资本性支出项目的实施;
- (3) 调减或停发董事和高级管理人员的工资和奖金;
- (4) 主要责任人不得调离。

#### 18. 募集资金运用

结合公司的财务状况和资金需求情况,扣除发行费用后,募集资金用于:

- (1) 公司美罗培南原料药及制剂的 COS 与 FDA 认证技改项目,拟投入 2.5 亿元;
- (2) 偿还银行借款,拟投入 3 亿元;
- (3) 补充公司流动资金,拟投入 1.5 亿元。

## 19. 发行方案决议的有效期

自公司股东大会审议通过之日起 24 个月内有效。

公司本次公开发行可交换公司债券方案须经公司股东大会审议通过,并经证监会核准后方可实施。

本议案尚需提交公司股东大会审议。

### (二)《公司本次公开发行可交换公司债券募集资金运用可行性的议案》

公司本次拟发行的可交换公司债券募集资金不超过 7 亿元,扣除发行费用后,拟投入 2.5 亿元用于美罗培南原料药及制剂的 COS 与 FDA 认证技改项目,拟投入 3 亿元用于偿还银行借款,剩余约 1.5 亿元用于补充公司流动资金。

## 二、案例分析

2008 年 10 月 17 日证监会公布了《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》(证监会公告[2008]41 号)。由于 2008 年以来,股票市场调整较大,股权融资较为困难,上市公司通过发行各类债券融资可以逐步改变过去单纯依靠股权融资、资源配置不合理、股票市场压力大的状况。作为公司债券的一种,可交换债券的推出是完善资本市场结构的一个组成部分,有利于促进股票市场和债券市场的协调发展。

### (一)可交换债券的特点

可交换债券(Exchangeable Bonds,简称 EB)是公司债的一种,是指上市公司的股东依法发行、在一定期限内依据约定的条件可以交换成该股东所持有的上市公司股份的公司债券。可交换债券是一种特殊结构的公司债券,与发行其他类型债券用于投资项目不同,上市公司股东发行可交换债券的目的通常并不为具体的投资项目,而是包括股权结构调整、投资退出、市值管理、资产流动性管理等。发债规模也受其所持上市公司股票市值的限制。

可交换公司债券是成熟市场存在已久的固定收益类证券品种,它赋予债券投资人在一定期限内有权按照事先约定的条件将债券转换成发行人所持有的其他公司的股票。

可交换债券相比于可转换公司债券,有其相同之处:其要素与可转换债券类似,也包括票面利率、期限、换股价格和换股比率、换股期等;对投资者来说,与持有标的上市公司的可转换债券相同,投资价值与上市公司业绩相关,且在约定期限内可以以约定的价格交换为标的股票。

不同之处,一是发债主体和偿债主体不同,前者是上市公司的股东,后者是上市公司本身;二是所换股份的来源不同,前者是发行人持有的其他公司的股份,后者是发行人本身未来发行的新股。再者可转换债券转股会使发行人的总股本扩大,摊薄每股收益;可交换公司债券换股不会导致标的公司的总股本发生变化,也无摊薄收益的影响。

### (二)推出可交换债券对发展证券市场的现实意义

《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》的制定,为上市公司股东发行可交换债券创造了条件,具有以下意义:

(1)为上市公司股东进行市值管理和债务融资提供了一种可选择的渠道。由于可交换债券与可转债、分离债相似,债券中含有认股期权,因此其发行利率一般会大幅低于普通公司债券的利率或者同期银行贷款利率,发行人可以节约大笔利息支出。在证券市场实现股票全流通的条件下,有利于股东利用这一金融工具进行股票市值管理,也有利于减少大股东由于缺乏筹资渠道

而占用上市公司资金的情况。

(2) 为上市公司股东提供了一种新的流动性管理工具。一些上市公司的股东因经营上出现暂时的资金困难,不得不抛售股票以解燃眉之需。可交换债券推出后,这类股东可以通过发行可交换债券获得所需资金,而无需抛售股票。根据发行可交换债的规定,债券投资者将在12个月后将分散逐渐交换成其持有的股票,这样既可以避免直接对二级市场形成冲击,缓解限售股集中大规模上市对市场价格形成机制的冲击,对发债主体来说也可避免直接抛售大量股票造成股价下跌带来的损失以及不能变现的风险。

(3) 可交换债事先锁定了未来的换股价格,该特点决定了其持有者大多数是长期看好公司、对换股价格较为认同、具有价值判断能力的投资机构,这有利于稳定市场预期,引导投资理念的长期化和理性化。

(4) 为机构投资者提供了新的固定收益类投资产品,有利于加强股票市场和债券市场的连通。可交换债券的特点是,投资人同时获得了按照票面利率享受利息和按换股价格交换股票的期权。如果股票价格上涨,投资者可以分享股价上升的收益;如果股票价格下跌,投资者则可以将其当做债券长期持有直至到期。风险分散和平滑的特点,使可交换债券比较适合追求稳定收益的投资者,特别是证券投资基金、保险资金、社保基金、养老基金、企业年金等。

### (三) 发行可交换债券规定的主要内容

(1) 发债主体限于上市公司股东,且应当是符合《中华人民共和国公司法》(简称《公司法》)、《中华人民共和国证券法》(简称《证券法》)和《公司债券发行试点办法》的有限公司或者股份公司,公司组织机构健全,运行良好,内部控制制度不存在重大缺陷,公司最近一期末的净资产额不少于人民币3亿元。发债主体限于有一定规模和资质的公司,有利于防范部分不规范的小型公司发债的风险。

(2) 为在一定程度上保持用于交换的股票作为质押品的信用,对用于交换的上市公司股票的资质提出了要求,即:① 该上市公司最近一期末的净资产不低于人民币15亿元,或者最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于6%;② 用于交换的股票在约定的换股期间应当为无限售条件股份,且股东在约定的换股期间转让该部分股票不违反其对上市公司或者其他股东的承诺。同时《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》要求,发行公司债券的金额应当不超过预备用于交换的股票按募集说明书公告日前20个交易日均价计算的市值的70%。

(3) 为从法律技术上确保预备用于交换的股票的安全性,有效防范债券的违约风险,保护投资者利益,《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》强调要求在可交换公司债券发行前,公司债券受托管理人应当就预备用于交换的股票与上市公司股东签订股票质押合同,并向证券登记结算机构办理股票质押登记,取得股票质押权利证明文件。所质押股票及其孳息用于债券持有人按照约定条件交换股份和对债券提供质押担保。

(4) 为增强可交换公司债券的债性,适当使股东持有的股票进入流通的时间后移,明确规定可交换公司债券自发行结束之日起12个月后方可交换为预备交换的股票,预备交换的股票在约定的换股期间应当为无限售条件股份。

(5) 鉴于债券换股行为实际上是股权交易的一种方式,为防止利益输送问题,比照上市公司国有股权交易价格应当不低于前30个交易日股票交易均价的90%的规定,《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》要求,公司债券交换为每股股份的价格应当不低于公告募集说明书

日前 20 个交易日公司股票均价和前一个交易日的均价。募集说明书应当事先约定交换价格及调整原则。

(6) 申请人资质要符合《公司债券发行试点办法》和《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》的要求,而且应当履行《公司债券发行试点办法》规定的内部授权程序,方可由保荐人保荐,向证监会申报。

(7) 《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》需要试行一段时间,总结经验后再予以完善。试行期间,提交发行申请材料的日期距预备交换的股票解除限售条件的日期超过 6 个月的,证监会暂不予受理。

(8) 实行市场化定价机制,债券的发行利率由上市公司股东和保荐人通过市场询价确定。

## □ 思考题

1. 什么是可交换债券?
2. 发行可交换债券的意义是什么?
3. 发行可交换债券需要注意的问题有哪些?

## □ 参考资料

中国证监会就《上市公司股东发行可交换公司债规定(征求意见稿)》答记者问. <http://www.csrc.gov.cn/n575458/n575667/n818795/10822952.html>

## 案例 2 中国中铁首次发行股票分析

### 一、案例资料

中国中铁股份有限公司(简称中国中铁)是中国和亚洲地区最大的综合性建设公司,在全球承包商排名中,列第 3 位。目前,中国的建筑企业在技术和承包能力上已经达到了世界先进水平,2006 年世界前 10 大承包商排名中,中国企业占据了 4 席。但与之不相适应的是,我国建筑 4 大巨头中,仅有中国交通建设股份公司(简称中交建)一家在香港股票市场上市,纵观国内前 10 大承包商,除中交建之外,也仅有上海建工和北京城建的子公司在 A 股上市,因此,目前 A 股市场中建筑板块并不具备行业代表性,行业中真正龙头企业均未在其列。中国中铁的上市,将彻底改变这一局面,中铁建、中国建筑、中交建也将登陆 A 股市场<sup>①</sup>。随着建筑行业王者纷纷登台,上市公司的行业代表性得到极大提高,投资价值凸显。

#### (一) 公司背景及业务发展

##### 1. 历史沿革

中国铁路工程总公司(英文缩写 CREC,简称中铁工)是集勘察设计、施工安装、房地产开发、工业制造、科研咨询、工程监理、资本经营、金融信托和外经外贸于一体的多功能、特大型企业集

<sup>①</sup> 中铁建、中国建筑已分别于 2008 年和 2009 年在 A 股市场上市。



团。其前身是1950年3月成立的铁道部工程总局和设计总局,后几经变更为铁道部基本建设总局。1989年7月,铁道部撤销基本建设总局,组建中国铁路工程总公司。2000年9月,中铁工与铁道部“脱钩”,整体移交中央企业工委管理;2003年5月国务院国有资产监督管理委员会(简称国资委)成立后,隶属国资委管理;2006年11月,成为国务院国资委首批国有独资企业董事会试点企业。

2007年9月12日,中铁工整体重组,以独立发起的方式设立中国中铁,注册资本128亿元。发行前公司总股本128亿股,股权性质属于国有股,为中铁工拥有。目前公司拥有从事各项业务的43家控股子公司、参股3家公司以及拥有下属三级及以下企业575家。本次发行46.75亿股A股,占发行后股本总额比例为26.75%,发行33.26亿股H股,占A股和H股发行后股本总额的15.99%(H股超额配售选择权行使前),如全额行使超额配售权,则最终将发行不超过38.25亿股H股,占发行完成后股本总额的17.96%。A股发行后总股本不超过1747500万股。

## 2. 业务发展

中国中铁是中国和亚洲最大的多功能综合型建设集团,在2007年公布的“世界500强”企业中排名第342位,在“世界品牌500强”中排名第417位。按年度工程承包总收入计算,中国中铁在2005年及2006年分别为全球第四及第三大建筑工程承包商。中国中铁提供全套建筑相关服务,包括基建建设、勘察设计与咨询服务、工程设备和零部件制造,可向客户提供综合的“一站式”解决方案,且在参与大型复杂项目时具有竞争优势。中国中铁在全国各省均有业务,在国际上也开拓了广阔的市场,迄今为止,已在境外逾55个国家和地区承建超过230个海外项目。20世纪80年代以来,中国中铁在工程、建筑、研究及设计各领域荣获超过200个国家级最高奖项。

中国中铁在中国铁路建设行业一直占据主导地位,在桥梁、隧道、电气化铁路设计和建设以及桥梁钢结构、道岔设计和制造等专业领域位居中国领先地位,达到国际先进水平。中国中铁还利用在基建建设行业的稳固平台拓展房地产开发及矿产资源开发等其他具有广阔前景的业务,以不断提高自身的盈利能力。

(1) 基建业务。从中国中铁历年主营业务和营业利润占比情况看,基建业务是其核心业务。中国中铁是我国最大的铁路工程建设承包商,20世纪50年代以来,参与过国内所有主要铁路的建设,目前占国内总营运里程的2/3以上,在我国重载铁路、高速铁路以及铁路提速建设市场居主导地位。同时,中国中铁也是我国高速公路和公路建设、特大桥和长大隧道(铁路和公路)建设的行业龙头企业,是我国城市轨道交通建设市场的领军企业之一,参加了国内所有主要城市的城市轨道交通建设。2007年上半年,公司基建建设业务的营业收入和营业利润分别为707.0亿元和16.6亿元,占公司营业收入总额和营业利润总额的88.37%和72.26%。

(2) 勘察设计与咨询业务。中国中铁是我国基建勘察设计与咨询服务行业的主要企业之一,向客户提供铁路、城市轨道交通、高速公路、公路、桥梁和隧道的建设的一整套勘察、设计、咨询、研发和监理服务。截至2006年年底,中国中铁提供的电气化铁路勘察设计与咨询服务,市场占有率达到50%以上;提供的城市轨道交通勘察设计与咨询服务,市场占有率达到31%以上;还在中国桥梁、隧道、电气化勘察以及航测遥感等领域处于领先地位。中国中铁2004—2006年的勘察设计与咨询业务收入稳步增长,毛利率保持稳定。2007年上半年,该公司的勘察设计与咨询服务业务的营业收入和营业利润,分别为15.77亿元和1.11亿元,占公司营业收入总额和营业利润总额的1.97%和4.83%。

(3) 工程设备和零部件制造业务。中国中铁是中国多种铁路建设相关设备和零部件的最大制造商,主要产品包括道岔、钢结构、轨行机械和工程设备。按产量计,是目前最大的道岔研发制造商之一。在中国道岔市场一直处于主导地位,是中国唯一获铁道部批准生产高锰钢辙叉的开发制造商,也是目前国内唯一一家生产提速道岔的制造商。中国中铁还是中国领先的桥梁钢结构制造商,并且是中国大型铁路桥梁钢结构的唯一制造商,也是铁道部准许在中国从事包括轨道车和电气化铁路作业车等轨行机械行业的少数几家制造商之一。该项业务 2004—2006 年实现营业收入分别为 28.9 亿元、36.1 亿元和 37.9 亿元,实现营业利润分别为 3.7 亿元、4.2 亿元和 4.4 亿元,保持了平稳快速增长。2007 年上半年,公司的工程设备和零部件制造业务的营业收入和营业利润在抵消分部间交易前,分别为 22.32 亿元和 1.21 亿元,占营业收入总额和营业利润总额的 2.79% 和 5.26%。

(4) 房地产业务。中国中铁的房地产开发业务主要包括开发、销售和管理以中高收入购买者为目标客户的住房和商用房。开发项目主要位于北京、成都、深圳、贵阳、广州、武汉、石家庄和安庆等大中城市。中国中铁计划继续在珠江三角洲、长江三角洲和环渤海湾地区的城市以及其他省会城市从事房地产开发业务,并致力于旧城区改造、新城及新城区建设以及土地成片开发业务。截至 2007 年 9 月 30 日,中国中铁拥有 47 个处于不同开发阶段的项目,总占地面积约为 3 743 643 平方米,总建筑面积约为 6 308 816 平方米。2007 年上半年,房地产开发业务的营业收入和营业利润分别为 14.08 亿元和 2.89 亿元,占营业收入总额和营业利润总额的 1.76% 和 12.06%。

中国中铁主要财务状况变化如图 1-1、图 1-2 和图 1-3 所示。

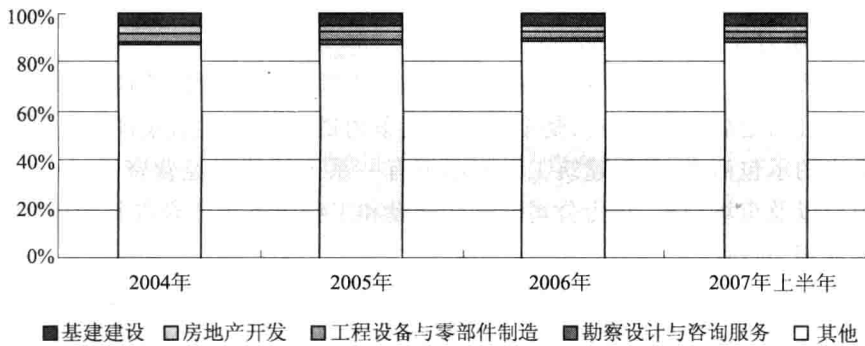


图 1-1 中国中铁历年主营业务收入占比情况

资料来源:中国中铁招股书

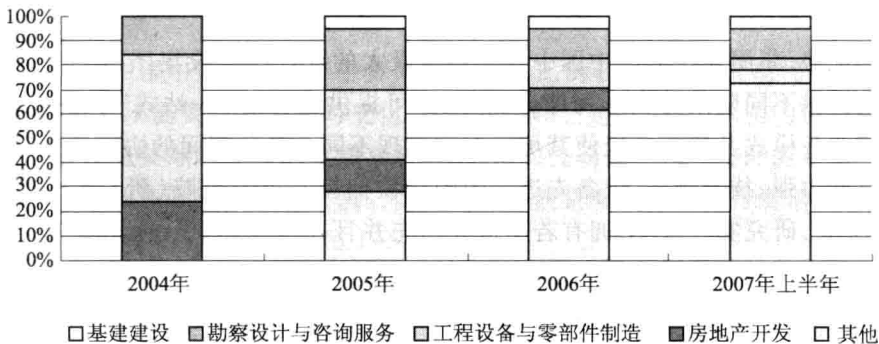


图 1-2 中国中铁历年营业利润占比情况

资料来源:中国中铁招股书



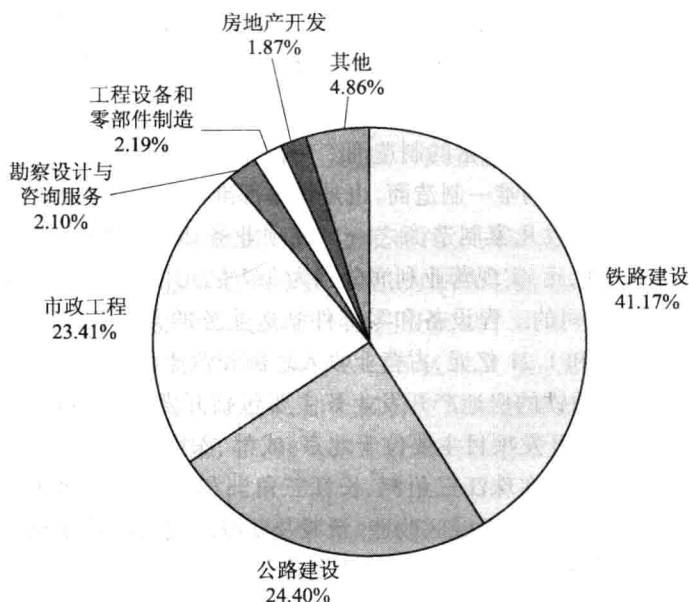


图 1-3 2007 年上半年中国中铁主营业务收入构成

资料来源:中国中铁招股书

### 3. 核心竞争能力分析

(1) 品牌优势。中国中铁是中国和亚洲最大的多功能综合型建设集团,全球排名仅在法国的布依格和万喜公司之后,位列第三,是全球最具竞争力的综合性建筑集团,也是中国建设业务领域覆盖面最广的承包商之一,在建筑工程方面拥有一系列的特级经营资质。中国中铁在建设行业的卓越地位以及市场声誉,将为公司继续在建设和工程服务领域赢得新的合同,并能把品牌优势拓展至其他相关行业。

(2) 业务范围广泛,是建筑行业的领导者。中国中铁在建筑业内的业务范围广泛,在建筑及其他相关领域确立了行业领导地位。曾完成青藏铁路、京沪高速、大瑶山隧道、东海大桥、济青高速、武汉长江大桥、北京地铁 1 号线等多项大型项目,并在完成复杂建设项目的过程中开发应用先进技术和方法。中国中铁的业绩遍布全国各地,是中国公路、桥梁和隧道、城市轨道的领军企业之一。

(3) 规模优势、集团化优势。中国中铁是中国最大的综合型建设集团,业务范围广泛,能够为客户就项目提供不同阶段的全系列综合服务,即可提供综合的“一站式”解决方案。同时,中国中铁综合的业务模式及规模效应使其可以有效实现不同业务分部间的协同效应。

(4) 研发能力强、技术领先、设备先进。中国中铁拥有 5 个研究院(所)、3 个博士后工作站和 15 个技术中心,研究实力雄厚;拥有若干世界领先并且在中国建筑行业最先进技术和最高水平的专业化设计、施工、制造能力;拥有具国际先进水平的各种大型设备。这些优势可以使中国中铁更加优质、高效地完成大型复杂的项目。

(5) 经验优势。中国中铁拥有超过 50 年的建筑行业经验,拥有在各个不同地区经营项目的丰富经验。丰富的经验和广泛的地域覆盖是中国中铁得以在中国行业保持领先地位的重要优势