财务管理案例分析



类目：经济管理类
书名：财务管理案例分析
主编：唐世静 邢明春 许轲名
出版社：中国商业出版社
开本：大 16 开
书号：978-7-5208-3147-5
使用层次：通用
出版时间：2024 年 9 月
定价：49.80 元
印刷方式：双色
是否有资源：是

责任编辑：管明林
封面设计：旗语书装

经济管理类创新融合精品教材
“互联网+”教育改革新理念教材

财务管理案例分析

唐世静　邢明春　许轲名◎主编

财务管理案例分析

唐世静　邢明春　许轲名◎主编

学习资源库

ISBN 978-7-5208-3147-5
定价：49.80元
中国商业出版社

中国商业出版社

经济管理类创新融合精品教材
“互联网+”教育改革新理念教材

财务管理案例分析

唐世静　邢明春　许轲名　主　编
刘　欢　孙　静　蒋巧艳　副主编
陈珊珊　杨　帆

中国商业出版社

图书在版编目（CIP）数据

财务管理案例分析 / 唐世静，邢明春，许轲名主编. 北京 ：中国商业出版社，2024. 9. -- ISBN 978-7-5208-3147-5

Ⅰ. F275

中国国家版本馆 CIP 数据核字第 2024H6G498 号

责任编辑：管明林

中国商业出版社出版发行

（www.zgsycb.com　100053　北京广安门内报国寺1号）

总编室：010-63180647　　编辑室：010-83114579

发行部：010-83120835/8286

新华书店经销

唐山唐文印刷有限公司印刷

*

880毫米×1230毫米　　16开　12.5印张　283千字

2024年9月第1版　2024年9月第1次印刷

定价：49.80元

* * * *

（如有印装质量问题可更换）

前　言

近年来，有许多毕业生进入企业后是通过财务管理工作走上了公司高层管理的岗位，可见财务管理在企业管理中占有很重要的地位。但是要想缩短从一名普通的财务管理人员到财务总监这一过程，大学毕业生在校期间能得到足够的综合能力，尤其是专业实践能力的培养是不可或缺的环节和必备条件。

“财务管理案例分析”是继财会专业理论课后的财务管理实践教学课程。本书以企业财务决策中筹资、投资、营运、收益分配等重要环节为结构板块，在理论基础、专业知识、分析思路、信息收集、解决方案等方面，与教学目标和内容互相结合、互相渗透，培养学生清晰的专业理念、较高的专业技能和敏锐的专业判断。

本书案例来源全部是真实的财务事件，具有代表性、典型性。案例企业类型丰富，既有上市公司也涉及非上市企业，既有大型国有企业又有民营企业。为体现地域特色，在呈现方式上，每一板块的案例都以“背景知识—案例资料—案例分析—案例思考”为线索展开，一方面有利于教师引导、主持和控制教学过程，另一方面可以达到促进学生循序渐进，不断内化知识，积极探索实践的学习效果。

我们在本书编写过程中参考了国内外大量财务管理专家和学者的著作，吸收了许多有益的观点，在此表示衷心感谢。由于时间所限本书难免存在不足，欢迎大家批评指正。

编　者

目　录

案例一　美的电器运营资金分析 …… 1
一、背景知识 …… 2
二、案例资料 …… 3
三、案例分析 …… 6
四、案例思考 …… 10
案例二　万科企业财务战略 …… 11
一、背景知识 …… 12
二、案例资料 …… 13
三、案例分析 …… 15
四、案例思考 …… 18
案例三　中国远洋财务困境分析 …… 19
一、背景知识 …… 20
二、案例资料 …… 21
三、案例分析 …… 25
四、案例思考 …… 27
案例四　国泰君安首次公开发行并上市 …… 29
一、背景知识 …… 30
二、案例资料 …… 34
三、案例分析 …… 38
四、案例思考 …… 42
案例五　佛慈制药 IPO 筹资成本分析 …… 43
一、背景知识 …… 44
二、案例资料 …… 46
三、案例分析 …… 49
四、案例思考 …… 53
案例六　读者传媒盈利模式分析 …… 55
一、背景知识 …… 56
二、案例资料 …… 57

三、案例分析 …… 59
四、案例思考 …… 67
案例七 中信集团的分层上市治理分析 …… 69
一、背景知识 …… 70
二、案例资料 …… 72
三、案例分析 …… 76
四、案例思考 …… 78
案例八 亚锦科技借势南孚电池反向收购分析 …… 79
一、背景知识 …… 80
二、案例资料 …… 81
三、案例分析 …… 87
四、案例思考 …… 98
案例九 横店集团内部资本市场效率的“分”与“合” …… 99
一、背景知识 …… 100
二、案例资料 …… 102
三、案例分析 …… 110
四、案例思考 …… 123
案例十 永泰能源债券违约分析 …… 125
一、背景知识 …… 126
二、案例资料 …… 127
三、案例分析 …… 129
四、案例思考 …… 148
案例十一 千山药机并购案中业绩承诺对中小股东利益的影响 …… 149
一、背景知识 …… 150
二、案例资料 …… 151
三、案例分析 …… 157
四、案例思考 …… 172
案例十二 金发拉比高送转动因分析 …… 173
一、背景知识 …… 174
二、案例资料 …… 175
三、案例分析 …… 177
四、案例思考 …… 191
参考文献 …… 192

案例一
美的电器运营资金分析

一、背景知识

（一）营运资金概述

营运资金是指企业流动资产减去流动负债后的余额。若流动资产等于流动负债即营运资金为零，则表明占用在流动资产上的资金是由流动负债融资；若流动资产大于流动负债，营运资金为正值，则与此相对应的“净流动资产”要以长期负债或所有者权益的一定份额为其资金来源；若流动资产小于流动负债，营运资金为负，说明企业将流动负债投资到长期资产中，一般而言财务风险较高。

与营运资金密切相关的概念是流动比率指标，它是流动资产与流动负债的比值，有财务常识的人都熟知该指标通常有大于 1.5 倍或 2 倍的数值要求，这是基于流动性和偿债能力的考察。如果从融资规划分析，这个 2 倍比率的要求实质就是短期负债融资必须全部用于流动资产投资，而且有 1/2 的流动资产资金需求应该由长期融资解决。换言之，企业随时做好了以流动资产打五折的安排以应对流动负债的支付压力，这种固化的比率要求是财务稳健的标志。

营运资金规模持有量的确定，实质上也是企业财务政策在收益和风险之间进行的权衡。持有较高的营运资金被认为是企业采用宽松的营运资金政策，持有较低的营运资金被认为是企业采用紧缩的营运资金政策，前者营运资金的收益性、风险性均较低，后者的收益性、风险性均较高。介于两者之间的称为适中的（中庸的）营运资金政策。在适中的营运资金政策下，营运资金的持有量不过高也不过低，现金恰好足够支付所需，存货足够满足生产和销售所用。

在营运资金规模上还有一个概念“净现金需求”，该需求并不是一般意义上的流动资金需求，它是生产经营上存货、应收款等流动资产占用所需资金以应付款等（而不是短期借款）流动负债满足之后，仍然不足而需要企业另行筹集的那部分现金需求。它等于企业在生产经营过程中的资金占用（流动资产的部分项目）与在生产经营过程中的资金来源（结算性流动负债的部分项目）的差额。决定企业生产经营过程现金需求的因素主要有存货（包括原材料、在产品、产成品等）、预付账款、应收票据、应收账款，而决定生产经营过程结算性资金来源的因素有预收账款、应付票据、应付账款等。因此，其计算公式如下 ：

净现金需求＝存货＋预付账款＋应收账款＋应收票据－预收账款－应付账款－应付票据

净现金需求为正（负）数，表明公司在存货和应收账款上被“客户”占用的资金超过（低于）了公司占用供应商的资金。这是善于利用供应商或顾客在货款结算上的商业信用政策的财务反映，这个指标的正或负是考察企业运营管理、供应链设计、财务风险与经营业绩的一个很重要的视角。

与净现金需求相近的一个财务概念是“现金周转期”。现金周转期即从支付货款到应收

款收到现金的周期。现金周转期越长，企业短期筹资需求量越多。对现金周转期的分析可以帮助我们分析企业营运资本的形成。现金周转期的计算公式如下：

现金周转期＝经营周期－应付账款周转期

＝存货周转期＋应收账款周转期－应付账款周转期

无论何种行业或者哪类公司都要不断改进运营管理，改善现金周转期，在改进供应商关系、客户关系管理中提高营运资金效率。

（二）营运资金结构与风险

一般来说，营运资金管理的核心问题是企业在风险与收益之间的权衡，高营运资金持有量意味着低风险与低收益策略，而低营运资金则意味着高风险与高收益。但是，这个结论并非所有情况都适用，有时候高营运资金并非企业的主动选择，而是市场环境恶化的被动结果，主要表现在库存商品和应收账款迅速上升，上升速度远超过营业收入的增长速度。这种高营运资金带来的结果是高风险、低收益，企业长期盈利能力存在重大风险，在营运资金分析时需要注意区分这种情况。对于这种市场竞争加剧导致的高营运资金现象，企业应根据其长期市场战略，调整营运资金结构。若企业对长期市场走势乐观，并且存货具有增值潜力，如矿业企业、房地产企业，则可以保持高营运资金政策，但是需要付出较高的资金成本；若存货属于快速贬值商品，如休闲服装、IT 产品、食品等，则应快速变现存货，增加货币资金的持有量，以备“过冬”之用。

具体而言，营运资金与风险的关系可以从两个方面把握：一是营运资金越高的企业短期偿债风险相应较小，这使企业在与供应商的合作关系中处于产业价值链的有利位置，并且可以利用这一优势与关键性资源供应商建立战略合作伙伴关系，充分利用供应商的资金，可见，营运资金规模对公司的产业链关系会产生影响；二是较高的营运资金可能是企业的销售不畅导致存货大量囤积引起的，或者公司管理层对市场未来预期并不看好，从而保留大量货币资金而不进行扩大投资，此时，较高的营运资金可能蕴藏着公司长期经营风险的增加。

二、案例资料

（一）美的集团的基本情况

2013 年 9 月，美的集团换股吸收合并美的电器，在美的电器原有基础上注入小家电、电机及物流板块资产，实现集团整体上市，旗下拥有小天鹅股份有限公司、威灵控股有限公司两家子上市公司。美的集团是一家大型家电企业，主要产业链有空调产业、洗衣机产业、冰箱产业、微波炉产业和洗碗机产业，产品远销国内外。经营范围包括家用电器、电机、通信设备及其零配件的生产制造和销售，上述产品的技术咨询服务，自制模具、设备，酒店管

理，销售电子产品及百货，企业和成员企业自产产品及相关技术的出口，生产、科研所需原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件及相关技术的进口。经过将近四十年的不断调整、发展与壮大，美的集团已成为以家电业为主的综合性现代化企业，是中国规模最大的家电生产基地和出口基地之一。

2014 年 3 月，美的集团实施智能家居＋智能制造“双智”战略：公司提出 MG smart 智慧家居战略，为推进智能家具领域的发展，美的集团积极与互联网领域电商开展战略合作，美的集团分别与小米、京东签订了战略合作协议，通过定向增发等方式拟在智能家居、移动互联网和电商渠道等方面有深度合作。2014 年，美的集团与安川电机成立合资公司，开辟工业和服务业机器人新领域，以“智能制造＋工业机器人”全面提升美的智能制造水平。美的集团为实现国际化发展规划，于 2016 年收购东芝家电股权，加速推进全球化战略。

自 2013 年美的集团整体上市以来，公司盈利能力稳步提升。2015 年，美的集团实现营业收入 1 384.41 亿元，同比下滑 2.28%；实现归属于母公司股东净利润 127.07 亿元，同比增长 20.99%。同时，公司的整体实力和行业竞争力明显增强，冰洗小家电增速乐观，产品结构优化，毛利率、净利率稳步提升，营运能力提升。在整体竞争力不断加强的同时，美的集团的品牌影响力也获得了全面提升。2015 年，美的集团进入福布斯全球企业 500 强，在 2015 年《财富》中国 500 强榜单中排名第 32 位，“美的”品牌价值 716.11 亿元，位居中国最有价值品牌第 6 位。

（二）美的集团的主要财务数据与指标

美的集团 2013—2015 年度报告期内公司资产与负债构成见表 1-1。

表 1-1　美的集团 2013—2015 年度报告期内公司资产与负债构成

项目	2015 年 12 月 31 日		2014 年 12 月 31 日		2013 年 12 月 31 日	
	金额(亿元)	比例(%)	金额(亿元)	比例(%)	金额(亿元)	比例(%)
货币资金	118.62	9.21	62.03	5.16	155.74	16.06
应收票据	128.89	10.00	170.97	14.21	141.51	14.60
应收账款	103.72	8.05	93.62	7.78	79.28	8.18
预付账款	9.89	0.77	14.14	1.18	24.32	2.51
其他应收款	11.01	0.85	11.81	0.98	10.25	1.06
存货	104.49	8.11	150.20	12.49	151.98	15.68
其他流动资产	338.28	26.26	265.94	22.11	4.63	0.48
流动资产合计	933.68	72.47	864.27	71.85	653.27	67.38
长期股权投资	28.88	2.24	9.52	0.79	17.56	1.81
固定资产净额	187.30	14.54	195.22	16.23	195.72	20.19

续表

项目	2015 年 12 月 31 日		2014 年 12 月 31 日		2013 年 12 月 31 日	
	金额(亿元)	比例(%)	金额(亿元)	比例(%)	金额(亿元)	比例(%)
在建工程	9.55	0.74	6.62	0.55	6.13	0.63
非流动资产合计	354.74	27.53	338.65	28.15	316.19	32.62
资产总计	1 288.42	100.00	1 202.92	100.00	969.46	100.00
短期借款	39.21	3.04	60.71	5.05	88.72	9.15
应付票据	170.79	13.26	126.48	10.51	63.08	6.51
应付账款	174.49	13.54	201.37	16.74	175.08	18.06
预收账款	56.16	4.36	39.93	3.32	49.83	5.14
应交税费	16.07	1.25	32.80	2.73	10.28	1.06
其他流动负债	220.98	17.15	227.79	18.94	126.08	13.01
流动负债合计	720.04	55.89	731.43	60.80	566.47	58.43
负债合计	728.10	56.51	745.61	61.98	578.65	59.69
营运资金	213.64	16.58	7132.84	11.04	86.79	8.95

美的集团 2014—2015 年营业收入及利润构成分析见表 1-2。

表 1-2　美的集团 2014—2015 年营业收入及利润构成分析　　单位：亿元

项目	2015 年	2014 年
营业收入	1 384.41	1416.68
营业成本	1 026.63	1 056.70
营业税金及附加	9.11	8.10
销售费用	148.00	147.34
管理费用	74.42	74.98
财务费用	1.39	2.51
营业利润	149.17	134.51
净利润	136.25	116.46

美的集团 2013—2015 年现金流量构成见表 1-3。

表 1-3　美的集团 2013—2015 年现金流量构成　　单位：亿元

项目	2015 年	2014 年	2013 年
经营活动产生的现金流量净额	267.64	247.89	100.54
投资活动产生的现金流量净额	−179.89	−288.62	−4.67
筹资活动产生的现金流量净额	−88.77	−74.10	−53.64

美的集团 2014—2015 年财务指标见表 1-4。

表 1-4　美的集团 2014—2015 年财务指标

项目	2015 年	2014 年	项目	2015 年	2014 年
每股收益(元)	2.99	2.49	净利润率(%)	9.84	8.22
每股净资产(元)	11.53	9.36	总资产报酬率(%)	10.94	10.72
净资产收益率(%)	29.06	29.49	存货周转率(次)	8.06	6.99
扣除后每股收益(元)	2.57	2.25	存货周转天数	44.66	51.47
流动比率(倍)	1.30	1.18	应收款项周转率(次)	5.31	5.41
速动比率(倍)	1.15	0.98	应收款项周转天数	67.80	66.54
资产负债率(%)	56.51	61.98	应付款项周转率(次)	2.67	3.22
			应付款项周转天数	134.83	111.80

注：应收款项周转率和应收款项周转天数的计算包含了应收账款、应收票据和预付账款，等于营业收入除以应收账款、应收票据和预付账款之和的年平均数；应付款项周转率和应付款项周转天数的计算包含了应付账款、应付票据和预收账款，等于营业成本除以应付账款、应付票据和预收账款之和的年平均数。

美的集团 2014—2015 年存货结构明细情况见表 1-5。

表 1-5　美的集团 2014—2015 年存货结构明细情况　　单位：亿元

项目	2015 年年末账面余额			2014 年年末账面余额		
	金额	跌价准备	账面价值	金额	跌价准备	账面价值
原材料	16.49	0.15	16.34	24.54	0.18	24.35
委托加工材料	1.94	0.00	1.94	3.77	—	3.77
低值易耗品	0.00	—	0.00	0.01	—	0.01
在产品	5.04	0.01	5.04	3.92	—	3.92
库存商品	82.34	1.16	81.18	119.34	1.20	118.15
合计	105.81	1.32	104.49	151.58	1.38	150.20

三、案例分析

(一) 净现金需求问题分析

通过数据计算，美的集团 2013—2015 年的“净现金需求”总额分别为 109 亿元、61 亿元、－54 亿元，说明该公司通过补充现金来维持企业运营的需求逐步减少。该公司短期借款

由 2013 年的 88.72 亿元降低到 2015 年的 39.21 亿元，从侧面反映出企业另行筹集以补充运营所需的现金量在大大降低。

若一家公司净现金需求为负数，则在财务战略上被称为实施 OPM(Other People's Money)战略。这种 OPM 战略指企业占用供应商的资金超过了公司在存货和应收账款上的资金，也就是善于利用供应商在货款结算上的商业信用政策，即用别人的钱经营自己的事业。企业采用 OPM 是一种高风险(易招致供应商挤兑)和低成本的经营策略。美的集团的净现金需求由正转负，应付款项周转期延长说明它正在向 OPM 战略转型。

(二) 营运资金速度(现金周期)分析

利用美的集团的历史资料，计算求得其现金周转期见表 1-6。

表 1-6　美的集团 2013—2015 年现金周转期　　单位：天

项目	2013 年	2014 年	2015 年
存货周转期	55	51	45
应收款项周转期	61	67	68
应付款项周转期	93	112	135
现金周期	24	6	−22

计算结果表明，美的集团现金周期在逐年缩短，从 2013 年的 24 天缩短至 2015 年的−22 天，表明其营运资金的使用效率在不断提高。对比分析美的集团 2015 年和 2013 年的现金周转结构可以发现，其现金周转期缩短有两部分原因：第一，存货周转期从 2013 年的 55 天缩短至 2015 年的 45 天，说明存货的周转速度加快；第二，应付账款的周转天数有所增长，由 93 天延长至 135 天，说明美的集团能够更好地利用商业信用政策，占用供应商货款补充自身运营所需。

美的集团之所以能够在短期内提高存货周转速度，进而提高现金周转速度，在很大程度上有赖于其高效的运营体系的建立和使用。美的集团“T＋3”新型产销模式逐步成型。“T＋3”模式以销定产，生产方式由原储备式生产转变为客户订单式生产，以减少中转等中间环节，从而提升制造力，压缩供货周期，在很大程度上解决了传统渠道的压货问题，加快了周转速度并提升了市场竞争力。同时，全新的运营系统、管理平台和技术平台的全面上线，为流程优化提供了技术基础。

美的集团积极利用商业信用政策延长应付账款周转期，得益于公司在同业中较高的品牌声誉。美的集团是国内唯一一家拥有全产业链、全产品线的家电生产企业，这一特点一方面使公司的产品组合更全面、更具竞争力，另一方面有助于公司在品牌效应、渠道议价上实现协同效应。这有助于提高公司对供应商资金的占用水平和使用效率，从而加快现金周转速度。

（三）营运资金的结构分析

我们采用结构分析的方法分析美的集团 2015 年的资产，发现本年度流动资产占总资产的 72.47%，其中应收项目(应收账款＋应收票据＋其他应收款)占总资产的 18.90%，占流动资产的 26.09%；存货占总资产的 8.11%，占流动资产的 11.19%。这正是美的集团去库存、优化产品结构和供货机制的体现。近年来，面对家电零售行业残酷的市场竞争，美的集团进行了战略转型升级。2015 年，美的集团去除过剩产能，压缩库存，并重点改革其空调业务。其存货由 2013 年的 151.98 亿元下降到了 2015 年的 104.49 亿元，下降了 31%。尽管 2015 年全年营业收入出现小幅下滑(2.28%)，但从应收项目分析，美的集团并没有通过过度放宽信用政策来促进销售。2015 年应收项目占流动资产的比重相比 2013 年下降了 9%。

应收项目的结构可以反映公司与销售渠道之间谈判力量的变化情况。从应收项目的结构来看，应收账款占比保持基本稳定，维持在 8%左右的水平。而应收票据的比重明显下降，从 2014 年的 14.21%下降至 2015 年的 10%。应收票据的明显减少表明美的集团在去库存的过程中，对销售渠道做了一定程度的让步，减少了票据结算的交易规模和比重。但是，从美的集团应收项目整体比重降低、预收款项占比小幅提高的态势可以看出，美的集团对下游销售渠道依然具有较强的谈判能力。

应付项目的结构可以反映公司与上游供应商之间谈判力量的变化情况。从美的集团 2015 年的财务数据来看，其流动负债中，应付账款和应付票据所占的比重最大，各占流动负债的 24%。应付账款在 2013—2015 年保持了较为稳定的水平，而应付票据则从 2013 年的 63.08 亿元上升到了 2015 年的 170.79 亿元，两年间增长了 171%。这表明美的集团对供应商的谈判能力减弱。从营运资金速度的分析中可以看出，美的集团利用商业信用融资的能力在逐步增强。

从存货的构成来看，原材料、库存商品的下降是存货减少的主要原因，而在产品则呈现出了较大幅度的增长。这一方面是源于原材料价格降低，另一方面则是美的集团去库存、改善周转效率成效显见。从前文存货周转速度的分析中可以看出，“T＋3 ”产销模式推动了公司流程再造，加快了存货周转速度；与此同时，美的集团的渠道拓宽也为存货周转提供了基础。在线下渠道，美的集团旗舰店在三、四线城市的覆盖率突破了 90%，并且继续强化与苏宁、国美等传统连锁渠道的合作；在线上渠道，美的集团与淘宝网和京东等平台的战略合作以及美的官方线上商城的运营，推动了美的集团网络零售业务的发展。2015 年，美的集团的全网零售额近 160 亿元。

其他流动资产占总资产的比重在 2015 年超过了 26%，占流动资产的比重超过了 36%，成为营运资金的重要组成部分。其他流动资产主要由套期工具和一年内到期的保本或非保本理财产品等金融资产组成。积极开展海外收购项目以推动国际化，落实“双智”战略进军机器人领域，将大量货币资金投资于短期金融资产用以保值并保持流动性，体现了美的集团近期积极扩张的战略。

（四）营运资金与经营现金流量的相关分析

美的集团经营活动现金流量从2013年的100.54亿元增长至2015年的267.64亿元，增长了166%。这体现出美的集团强大的“造血功能”，其短期和长期的偿债能力都比较乐观。经营活动现金流量大幅增加的主要原因：一是企业通过去库存回笼资金；二是得益于公司产品结构的优化，高毛利率产品销量的提升。虽然受到去库存的影响，公司2015年的全年营业收入出现了小幅下滑(2.28%)，但是其净利润仍表现为16.99%的高速增长，毛利率上涨了0.46个百分点，盈利能力较强。美的集团的去库存和产业结构调整，有助于其未来盈利能力的提升和良性发展。

（五）营运资金的经营绩效与风险分析

越来越多的企业极力推行“零资本运营”(企业流动资产减去流动负债后的余额为零)策略。这也就是对固化的“2倍流动比率”经营理念的挑战。显然这种“流动资产与流动负债”的匹配要求具有极高的风险性，也就是说对物流、资金流、信息流的速度提出了极高的挑战和要求。“零资本运营”或OPM策略既是一个融资问题，也是一个用资问题；既是一个涉及公司盈利模式的战略方针问题，也是一个涉及需要“持续改进”执行能力的问题。

美的集团的流动比率在1.1～1.3倍之间，在传统意义上完全符合稳健财务要求。但通过关注美的集团负债的构成，我们发现，美的集团资产负债率在56%～60%之间，有息负债率仅为3%～5%，而负债绝大部分由无息负债(应付账款、应付票据、预收账款等)构成，为数不多的短期贷款在很大程度上也是由企业通过银行借款获得的应付票据保证金构成。由前文的分析可知，美的集团的现金周转速度较快，货币资金储备在10%左右，相对充沛，因此，采用OPM策略，适当放宽流动比率有助于美的集团充分运用产业链关系，灵活处置企业富余营运资金。美的集团承担的有息负债少，富余的营运资金多用于套期保值等短期金融工具，因此，在财务费用的构成上，利息收入高于利息支出，不考虑汇兑损益的情况下，公司的财务费用为负。

面对近年来家电行业的激烈竞争，美的集团通过去库存、优化产品结构、改善供货机制，大大压缩了存货，提高了毛利率，缩短了现金周转期。充沛的营运资金也帮助公司在上下游合作中建立了良好的关系。应收款项占比降低和应付款项周转期缩短体现出公司很好地利用了供应商的资金维持自身的经营。因此，扩张的营运资金战略为企业的良性发展提供了保障和基础。

随着美的集团海外扩张的速度加快，海外并购合资进程加快。因此，减少币值波动导致的汇兑损益成为美的集团应该关注的问题。2015年，由于人民币贬值，美的集团产生汇兑损失3亿元，随着集团的海外扩张，汇兑损益对于企业净利润的影响还会增大。美的集团在发展中更应注重合理利用期权等金融工具控制汇兑风险。

四、案例思考

1. 为什么营运资金管理是企业战略议题？
2. 什么是 OPM 策略？企业运用 OPM 战略如何控制风险？
3. 你认为不同的“净现金需求”规模安排如何考虑行业差异？

案例二
万科企业财务战略

一、背景知识

英国学者凯斯·沃德(Keith Ward)在《公司财务战略》一书中，对财务战略的定位是“为适应公司总体的竞争战略而筹集必要的资本，并在组织内有效地管理与运用这些资本的方略”。应该说，财务战略是在企业愿景和总体战略的引领下，以促进企业财务资源长期均衡有效地配置和流转为重点，以资本筹措与风险筹划为依托，以维持和提升公司核心竞争优势和盈利水平为目的的战略议题。从财务战略规划到最终的价值创造，中间势必经历了一个管理者对盈利模式的抉择阶段。盈利模式刻画了企业价值链增值环节上的关键成功因素——提供什么类型的产品，定位什么样的客户，投入哪些资源，将最终转化为企业长久的获利能力和持续发展能力。而任何一种有价值的盈利模式在其关键成功因素的运用和检验过程中，都将指向一系列财务实践路径上的价值驱动因素和财务战略决策。

在“互联网＋”的大潮中，追逐轻资产模式已经成为越来越多中国企业的战略首选，它以尽可能少的财务资本投入和强有力的管控为基础，充分利用外部资源和内部竞争优势，整合和创造出独特的获利能力和企业价值。企业轻资产模式应隐含以下五大特征：第一，企业的设备、产品和厂房在企业资产中的比重较低，以 OEM 生产(定点生产)方式为主；第二，企业的融资主要是内源性融资，借款性负债比较少，主要靠利润支撑运营；第三，现金储备一般比较多，现金流比较充裕，企业潜在的现金资源较为丰富，财务结构弹性较强；第四，供应链管理系统比较高效，拥有相当数量的、固定的、精选的供应商；第五，企业一般不愿意采用现金分红的股利政策，股东基本上是靠股票升值获得溢价收益，实现投资回报。

传统重资产运营的企业既要忙于生产制造，又不能忽视营销和研发投入，规模的不断扩张意味着资本性开支持续增大，固定成本与财务开支居高不下，同时兼有较高的经营杠杆与财务杠杆。与之相比，轻资产模式是更具财务优势和吸引力的盈利模式，体现在以下四个方面。

(1)用较低的财务投入撬动更高的资本回报率。轻资产企业在生产方面的成本投入几乎为零，大量的投入用于以“微笑曲线”为主体的供应链管理等高附加值环节，给企业带来了更高的投资回报率。

(2)通过业务外包实现业务风险共担。由于合作伙伴分担了一部分产品价格风险，企业更有柔性，能更快速地应对市场变化。轻资产模式的终极目标是“用别人的钱做自己的事”。

(3)轻资产模式在财务结构上同时兼备较低的经营杠杆与财务杠杆，较好地保证了企业的财务弹性与风险防控能力。特别是对于房地产企业来说，由于土地价格不断上涨，且受到房价调控的影响，房地产企业的利润率不断走低，重资产模式时代的持续拿地和持续销售模式在扩大了企业规模的同时，也加重了企业对资金的依赖程度。

(4)由于总是保有特别充裕的现金流和较低的间接融资，轻资产企业具有很强的抗风险能力。

轻资产的杠杆性虽然赋予了企业更高的利润空间和更优质的现金流，但也对与之配套的财务战略提出了特殊要求。换句话说，由于资产“轻”，企业在规模、固定资产比重、风险控制等方面几乎没有优势，将会面临融资方式受限、管理失控、转型速度过快、企业风险增大等多种挑战。从财务战略角度来说，轻资产模式的企业必须对投融资及现金流策略、财务管理理念、运营战略、客户选择进行精心设计，在结合自身业务特点的基础上，探索出与轻资产相适应的财务实践路径。对这些财务路径的选择和把控，在很大程度上挑战着企业战略的推进能力，继而决定着轻资产模式的成败。

二、案例资料

万科企业股份有限公司(以下简称“万科”)成立于 1984 年 5 月，是国内首批公开上市的公司之一，主营业务为以珠江三角洲为核心的深圳区域、以长江三角洲为核心的上海区域、以环渤海为核心的北京区域和以中西部中心城市组成的成都区域为重点的商品住宅开发。万科 A 股于 1991 年 1 月在深圳证券交易所挂牌交易，目前控股股东为华润股份有限公司。

2013 年，万科提出了“轻资产、重运营”的财务经营战略。也就在 2013 年，万科凭借 1 709 亿元的销售额再次坐上了国内房地产企业“老大”的宝座。可以说，万科在业绩最好的一年选择了转型，为公司未来的发展铺平了道路。

下面的分析数据均直接来自万科 2012—2015 年的年度财务报告，可以发现万科落地轻资产模式的战略要领包括以下五个方面。

(一) 越来越多现金留存与投资重点的转向

根据 2014 年万科年报，万科以现金流为核心加强运营控制，实现经营性现金净额 417.2 亿元，几乎是 2013 年现金净额的 22 倍；共持有货币资金 627.2 亿元，同比增长 41.4%。企业资金实力进一步增强，自由现金留存大幅增长，充沛的资金为万科未来进行项目发展和新业务创新提供了有力支持。

2015 年，万科在确保资金安全的前提下，全面展开有针对性的投资，尤其是对联营与合营企业的股权投资大幅增加(见表 2-1)。与此同时，万科的全国住宅开发投资增速由 2013 年的 19.4%大幅降至 2015 年的 9.2%；住宅新开工面积由 2013 年的 14.6 亿米^2 降至 2015 年的 12.5 亿米^2，为 2010 年以来最低。换句话说，万科迅速地降低了房地产开发力度，释放了大量现金流，用于品牌建设、供应链管理、客户关系等方面的投入，从现金及投资方向上全面践行了轻资产战略规划。

表 2-1　万科对联营与合营企业的股权投资金额　　单位：亿元

项目	2015 年	2014 年	2013 年
对合营企业的投资	240.76	112.45	68.98
对联营企业的投资	94.28	79.89	36.33
合计	335.04	192.34	105.31

（二）“小股操盘”开发模式的逐步登场

万科在 2013 年的年报中首次创造性地提出了“小股操盘”的运营模式。根据万科的解释，“小股操盘”是万科合作开发模式的进一步深化，在合作项目中不控股，但项目仍然由万科团队操盘，仍然可以使用公司品牌和产品体系，共享公司的信用资源和采购资源。2014 年 9 月，万科以 16.51 亿元的价格出售旗下全资子公司万狮置业 90%的股权，并与买方订立合营公司协议，万科仍负责万狮置业旗下项目后续的开发与运营。借助买方凯雷集团的资本注入，万科将大部分投资收益让渡给凯雷，但同时也将资产经营的风险转嫁了出去。摆脱商业地产投资人和开发商资产包袱的万科，实际拥有着绝对的经营管理权，并将持续获得运营收益。通过输出管理和品牌的轻资产模式，万科的净资产收益率和回馈股东的能力提升了。

（三）以物业管理和互联网为平台，打造成为城市配套服务商

万科正在将盈利模式的核心转移到持有和运营物业上来，以物业管理为平台，为 300 多万社区用户提供持续的增值服务。年报显示，2015 年，万科物业持续推进信息化建设，探索物业管理新技术和新方法，减少中间监控环节和管理成本，提升住宅项目运营效率，保证了住宅物业毛利率稳步增长。同时，万科物业充分发掘资产服务经营模式，2015 年，资产服务利润同比增长 87%，对利润的贡献率达到了 22%，较上年提升了 6 个百分点。2015 年 9 月，万科在深圳的发布会上透露了“八爪鱼战略”的战略构想，即由八大板块打造一个闭合的万科商业生态系统，将轻资产模式渗透进住宅、商业、教育、养老等各个领域，并逐步降低住宅地产开发业务收入的占比。如表 2-2 所示，万科的物业管理收入正在逐年上升。

表 2-2　万科 2012—2015 年营业收入构成　　单位：亿元

项目	2015 年	2014 年	2013 年	2012 年
房地产收入	1 902.13	1 435.30	1 327.88	1 015.80
物业管理收入	29.70	19.88	14.71	8.59
合计	1 931.83	1 455.18	1 342.59	1 024.39

（四）银行贷款比例锐减，加大依托房地产信托基金融资

根据 2013 年万科年报披露，公司“一年内到期的长期借款”中，银行贷款比例已由

90.1%锐减至29%，而“金额前五名的一年内到期的长期借款”中，信托占据所有名额，相比2012年银行贷款占据四席位，信托仅占据一席，万科已减少对银行贷款的依赖，信托贷款比例上升。2014年和2015年的银行贷款比例基本稳定在50%左右。值得注意的是，2013年万科的信托贷款利率为6.16%～10.6%，较2012年的信托成本明显降低。

作为国内首家发起公募房地产信托投资基金(REIT)产品的房地产企业，万科与鹏华基金合作的“前海万科 REIT 封闭式混合型基金”于2015年9月正式上市交易。其标的是位于深圳前海的万科企业公馆项目。万科将与深圳前海管理局采用BOT(建造、运营、移交)模式合作开发一个大型商业园区项目，项目由万科负责投资建造、运营并收取租金，期满8年后投资者获利退出。REIT类金融产品的应用，能够帮助万科减少资源占用，盘活资金使用效率。

(五) 财务管控体系的重建与升级

为了在不损害利益相关者效用的前提下实践轻资产战略，持续输出高质量产品以赢得客户信赖，根据万科2013年年报，万科推进了“千亿计划”(工程师境外研修计划)的实施，推动了实测实量、交付评估、客户验房指引等措施的全面应用和改进，加强了对引进的工程技术、管理体系的应用，完善了对供应商的产品检测制度，以确保在经营规模扩大的同时，使万科的产品口碑持续提升。2016年，万科在现有质量管理体系的基础上，开展了“天网行动”，实现了覆盖42家城市公司78类产品类别的质量抽检机制。

三、案例分析

过去的四年，万科经历了从传统重资产房地产企业向轻资产盈利模式的转型过程，同时也践行了万科自身独到的财务战略轨迹，上述五个要点就是这一轨迹的“万科”式特征。这些特征给其他企业以多维启示，而且这些启示的可复制性与企业是否从事房地产无关。

(一) 通过企业计划预算系统，掌控好投资与现金留存的交替节奏

轻资产模式下的企业投资需要以企业留存的现金净额为依托和参照，过重的投资负担占用过多的现金流，将会造成企业“船大不易掉头”，影响轻资产的转型进程。而把控这种现金留存与投资占用空间节奏的抓手无疑是企业的计划预算体系。在“万科”式的财务战略中，万科长期以来秉承量入为出的投资计划和“现金为王”的资金管理计划。这类轻资产企业的预算安排具备如下特点：

(1)安排财务资源预算时，在现金流充裕的年份，企业可以适当增加投资；在需要留存现金的年份，要尽量减少投资。

(2)实施轻资产预算时，为了减少各经营环节对财务资金的占用，预算规划必须着眼于

提高运营速度而非扩大经营规模，以提升企业的获利能力和抗风险实力。

(3)立足于现金流，轻资产战略下的预算目标必须持续改善经营现金流，紧缩股东分红预算，改进融资现金流结构，严控投资现金流出预算。

图 2-1 显示了万科 2005—2015 年营业收入、营业利润、净利润、经营活动现金流入、经营活动现金净流量和自由现金流的基本态势，可以明显看出其资金配置的计划和优势：

(1)万科的营业收入与经营活动现金流入，经营活动现金净流量与自由现金流等指标，长期显示出了很高的吻合度，这表明万科营业收入的变现能力较强，盈利能力稳定提升。收入的现金流比重较高，投资资本支出多源于经营性现金，这些都是稳健经营的标准。

(2)万科在营业收入增长较快的年份也会同时增加现金支出，经营活动现金净流量呈现负值，但在营业收入增速较缓的年份会相对缩减土地购置与土地储备，使得其经营活动现金净流量恢复正值，即万科会根据收入的多少来安排相应的土地购置规模与节奏，大体上一直奉行量入为出的投资配置策略和现金净额正负交替、风险张弛有度的动态财务规划，保证了现金流的充足和稳定。

尤其是 2014 年，万科正式推行轻资产战略，“收入、利润指标”与“净现金指标”呈现的巨大“喇叭口”出现了大幅缩窄。如前所述，万科在现金流量控制上采取了更为保守稳健的管理策略，预留了充足的资金，支撑了两年间大幅增长的对联营与合营企业的股权投资，实现了从住宅开发商向输出品牌和物业的城市配套服务商的战略性转型。

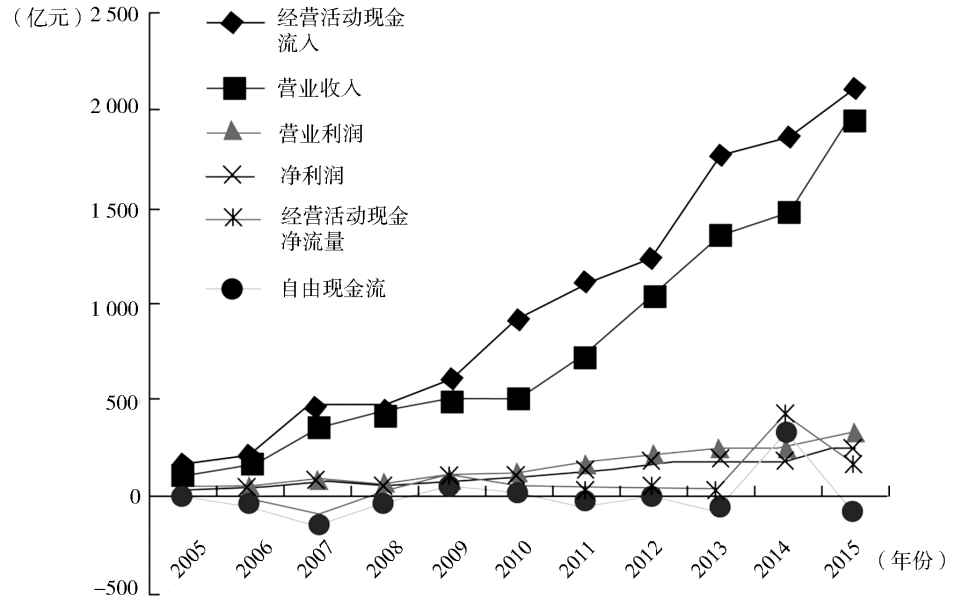


图 2-1　万科现金与投资

(二) 塑造与轻资产相适应的管理理念和管控体系

在轻资产模式下，企业更多的是选择合作开发与共同经营等方式输出自身的软实力，因此企业财务管理的视角也应越来越展现企业战略，表达商业模式，嵌入经营业务全过程，强

调品牌、信息沟通、人力资源等非财务资源的开发与配置。如前文提到的“小股操盘”模式，作为万科轻资产实践的创新关键和主要运作方式，通过共享万科品牌、管理模式和信用资源，不仅放大了万科的收益，而且极大地提升了资金的利用效率。在该模式下，万科虽然在单个项目中的权益比例较低，但由于每个项目的投入资金较少，万科操盘的项目总数会相应增加，经营规模将会迅速扩大。且万科管理层表示，具体收益的分配可由合作双方事先约定，万科一方面可收取项目管理费；另一方面可参与项目利润分成，获取投资回报，并有机会因房价上涨获得超额利润。

此外，不同的管理理念决定了不同的管理方针、经营行为与管控体系，可以说，在传统的重资产盈利模式下，财务管理的重心是股东与债权人，也即财务出资人。股东财务投资规模是企业实力与能力的第一要件，实现股东财富最大化是企业经营管理的主旨目标。而新型的轻资产模式财务管理的重心应该是众多的利益相关者，因为轻资产模式的关键成功因素并非财务资本。着眼于股东、经营者、员工、供应商、合作伙伴、债权人关系，谋求利益相关者价值最大化是轻资产模式的主旨目标。具体来说，万科采取了如下措施以推动各类利益相关者财务关系的协调运作：

(1)2014 年，万科基于经济利润奖金推出了事业合伙人持股计划和项目跟投制度，万科骨干团队跟随股东成为公司的投资者。万科的管理体系逐渐趋向于去金字塔化和扁平化，同时引入了更高的杠杆效应，事业合伙人将承担比股东更大的投资风险。事业合伙人持股计划在经理人与股东之间共创、共享利益关系的基础上加入了共担的概念，使得管理层与股东的利益高度一致，管理层在投资上更趋于谨慎和长远考虑，注重效率的提升和持续不断的创新。

(2)为了提高财务、产品质量、客户服务、品牌营销等的综合效益，万科坚持慎重选择产品、物流等合作伙伴与代理商，“小股操盘”模式的关键就是保证楼盘质量按照万科的水准输出。换句话说，在选择“小股操盘”合作方的过程中，内部的控制要求极其严格，万科的挑选原则是对方要具有“很好的价值观和国际声誉，具备运营管理经验”。在万科看来，“小股操盘”不仅是一次简单的商业合作，其更希望能在合作中产生价值增值，为公司带来成长。此外，万科团队自身的人才储备也有很大一部分来自凯德、万达、中粮等专业地产商的优秀管理人员。

(三) 实施与轻资产模式相匹配的企业融资战略与方式创新

从实现路径来说，企业推进轻资产模式的一个重要方面就是实施与之匹配的融资策略。具体包括以下四个方面：

(1)大幅度减少银行贷款、债券融资等有息负债，加大应付款等贸易融资、无息负债和供应链融资的规模。如前文所述，万科已于 2013 年大幅降低了银行贷款的比例，同时成本更低且对抵、质押物要求更灵活的信托贷款相应增加，以配合轻资产转型。

(2)对于现有流动资产，尤其是存货和应收账款，通过资产证券化、保理等方式，强化资产的变现能力，保持现有资产较强的流动性。

(3)进行融资方式创新。万科在突破单一银行、债权融资渠道后，不断寻求融资工具的创新。如前文所述，通过与鹏华前海的合作，万科推出了国内首个公募 REIT 产品，成为实现房地产投资大众化和融资社会化的重要途径；此外，万科在工程款支付环节中还增加了包括供应链融资支付方式在内的多种手段。

(4)实施轻资产模式的企业为了不增加总资产“重量”，尽量避免外购与自建方式，而主要采取租赁方式。此外，企业对固定资产等实施“售后回租”等方式，可以快速实现重资产向轻资产模式的转换。

(四)轻资产带来的业务模式转型需要相应的会计信息披露政策的变革

企业财务会计的信息越来越丰富。由于企业盈利模式的转型，资源配置重心的转移，企业的盈利结构也必然发生改变，企业的经常性损益与非经常性损益的确认、计量与报告也必须有别于重资产时期。随着万科从专业化房地产开发商向持有和输出品牌及物业的城市配套服务商的战略转型，万科的主营业务收入占比和对投资收益的理解都将因此改变。

万科 2014 年报显示，万科实现的净利润为 157.5 亿元，其中公司实现的投资收益为 41.59 亿元，较 2013 年大幅增长了 313.78%。公司的投资收益主要来源于联营、合营公司实现的万科权益利润，以及以股权转让方式进行项目合作而实现的收益。公司虽然出让了部分开发项目或商用物业股权，或在部分联营、合营项目中仅占较低的股权比例，但一般情况下，此类项目或物业的经营管理仍由公司负责，公司因此可收取一定的管理费或要求获得高于股权比例的超额分配权。在年报中，万科从 2013 年起就在公司经营和财务状况分析中指出，企业实现的投资收益不同于一般意义上的投资收益，此“类投资收益属于经常性收益，并非一次性所得”。按照此逻辑，万科在 2014 年实现的 41.59 亿元投资收益的现金流，在现金流量表中不应该列示在“投资性现金流”而应该列示在“经营性现金流”中。因此，不应按照常规的报表分析思路来审视如万科这样的轻资产企业，应在利润和现金流中考虑到其对联营、合营公司的投资所得。

四、案例思考

1. 你认为财务战略与盈利模式是什么关系？

2. 通过案例，你认为轻资产模式的潜在风险是什么？

3. 如果其他房地产企业打算复制万科的轻资产模式，你认为应该注意哪些问题才能成功。

案例三
中国远洋财务困境分析

一、背景知识

财务困境是企业经营发展过程中可能会遇到的情况，严重的财务困境甚至会影响企业的可持续经营。具体来说，财务困境是指企业无法偿还到期债务或者公司盈利能力持续下降甚至出现亏损的情况。

现有的国内外研究发现财务困境发生主要有以下三个原因：

(1)企业经营管理不善、资本结构不合理，导致企业现金流量难以维持日常经营要求、资金无法偿还企业债务。

(2)公司治理结构的特定缺陷(所有权结构、董事会对于管理层的约束程度)对公司运营和资本结构决策产生影响，从而间接导致财务困境的发生。

(3)产权因素透过生产经营和治理结构影响财务困境的发生。

为了应对业绩下滑，陷入财务困境的公司会在管理、运营、资产、战略、财务和组织等方面进行重构。因此，可以从公司治理重组、战略和运营重组、资产重组和财务重组四个维度来归纳总结财务困境企业的应对措施。

(一) 公司治理重组

公司治理重组的核心就是管理层的变更。根据组织转变理论，困境公司往往会进行变革，常见的是更换管理层。公司原董事会成员会大量去职，更多具有专业技能的人士，如投资银行家、重组专家会进入董事会。而被解职之后的管理层至少 3 年内没有被其他上市公司聘请，这些管理人员因公司陷入财务困境而遭受了较大的个人损失。

(二) 战略和运营重组

战略和运营重组的主要目的是在短期内获得现金流，并逐渐改善公司业绩，提升企业价值。常见的有以下三个途径：

(1)通过已有产品降价和增加营销费用来提高销售收入。

(2)通过减少营运资产(包括固定资产和流动资产)来提高资产的使用效率。

(3)加强对企业成本的控制。

从长期来看，企业需要通过产品和市场定位变化、多元化等来实现危机后的业绩提升。

(三) 资产重组

资产重组包括业务板块、子公司的剥离或者增加新的投资。当公司财务状况不佳时，资产的剥离是非常必要的，但有时新的资本投入，例如使用电脑控制的生产设备，可以带来生产效率的提高。

（四）财务重组

财务重组包括出售企业、债转股、清算或者债务重组等。通常，积极投资者参与的控制权交易能够提高生产效率，从而为股东带来价值。而在一些债务重组中，因为股东的代理人——经理依然掌握着公司的控制权，以及提出重组计划的权利，所以债权人会损失一些权利。债权人为了减少自身破产损失，不得不接受自身利益的一定损害。也有研究发现，具有更多无形资产、银行负债较多、债权人数量较少的公司更有可能进行重组债务，并且证券市场能够识别那些能够重组成功的公司。

在中国，经过资产置换、主业变更的重整企业重整后的业绩持续性较好，但仅通过财政补贴、债务和解方式进行财务重整，企业的业绩增长难以持续。陷入财务困境的企业的业绩和当地政府的行政质量、企业的产权结构相关。企业的所在地政府行政质量越高，企业业绩越好；相对于国有企业，民营企业应对财务困境时经营调整的速度更快，企业业绩表现更好。

财务困境发生的原因、解决措施、成本及效果的流程图见图 3-1。

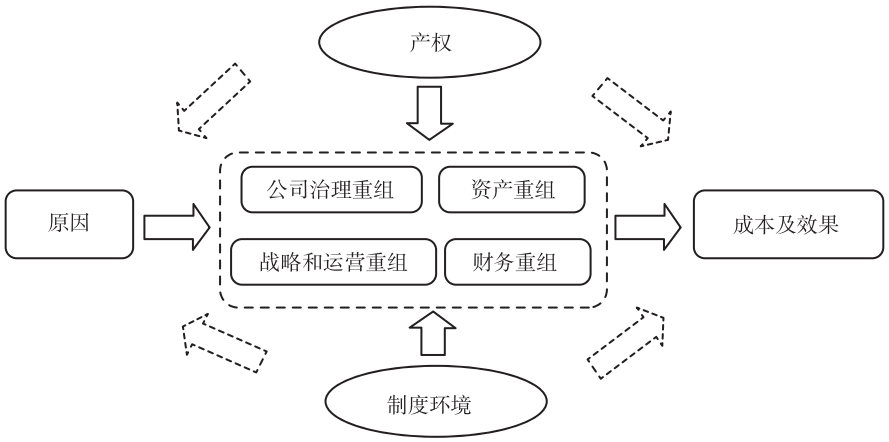


图 3-1　财务困境发生的原因、解决措施、成本及效果

二、案例资料

中国远洋控股股份有限公司（以下简称“中国远洋”）于 2005 年 3 月 3 日注册成立，2005 年 6 月 30 日在香港联合交易所主板上市，2007 年 6 月 26 日在上海证券交易所上市。中国远洋是中国远洋运输（集团）总公司（以下简称“中远集团”）的资本平台。中国远洋目前拥有中远集装箱运输有限公司（以下简称“中远集运”）100％的股权、中远散货运输（集团）有限公司（以下简称“中散集团”）100％的股权。中国远洋是以航运为核心的运输企业，通过所属子公司组建了航运供应链。中国远洋通过中远集运经营集装箱运输业务，通过中散集团经营干散货航

运业务，通过中远太平洋有限公司(以下简称“中远太平洋”)经营码头业务，通过中远太平洋下属的佛罗伦货箱控股有限公司(以下简称“佛罗伦”)经营集装箱租赁业务。根据《中远集团2020年发展战略》，中国远洋将现有业务划分为集装箱全球整合服务集群和干散货全球整合服务集群，同时更加注重业务集群内部各公司的协同作用，力求在以客户为中心的战略愿景引领下，在盈利能力、抗周期性、全球化和规模增长四个战略维度达到行业领先水平。中国远洋2008—2015年各业务板块收入占比见表3-1。

表3-1　中国远洋2008—2015年各业务板块收入占比　　单位：%

年份	集装箱运输	干散货运输	物流	码头	集装箱租赁	其他
2008	33.66	61.69	2.49	0.56	1.60	0.00
2009	42.00	48.23	5.41	1.53	2.80	0.03
2010	50.62	40.19	5.37	1.70	2.10	0.02
2011	51.93	33.28	9.11	3.11	2.55	0.02
2012	58.86	21.95	12.65	3.59	2.87	0.07
2013	67.32	22.27	2.46	4.56	3.38	0.00
2014	72.66	19.11	0.00	4.92	3.31	0.00
2015	76.06	15.32	0.00	5.27	3.34	0.00

(一) 中国远洋陷入财务困境表现

中国远洋于2011—2012年陷入财务困境，对其原因分析如下：

第一，行业因素。从2008年中期开始，伴随着金融危机的蔓延，海运市场开始持续低迷，航运业的重要指数——波罗的海航运指数(BDI)在2008年5月20日达到11 771点，随后持续下跌至2008年12月5日的663点，之后至2013年起伏不定，但是均未超过5000点，2011年之后则一直在2 500点之下。运输行业的整体不景气对中国远洋的利润产生了直接影响。

通过分析中国远洋2008—2015年的财务报表发现，中国远洋2009年、2011年、2012年的净资产收益率均为负值，而公司的毛利率仅在2008年和2010年大于0，在剩下的6年当中均小于0(见表3-2)，可见公司的经常性业务已无法为其带来稳定的利润，尤其是在2012年以后净利润更多的是依赖企业的非经常性业务。

表3-2　中国远洋2008—2015年的毛利率和ROE　　单位：%

项目	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
毛利率	19.28	−14.14	9.96	−13.31	−10.78	−8.92	−3.29	−7.40
ROE	19.51	−12.62	12.85	−17.62	−19.52	6.84	3.61	3.99

注：ROE为股东投入的资金所产生的利润率。

但是，中国远洋的巨额亏损并不完全是行业不景气导致的，缺少除航运以外的其他非周

期性主业也是原因之一。中国远洋的主要竞争对手丹麦马士基航运有限公司(以下简称“马士基航运”)2011 年的净利润为 180 亿丹麦克朗(约合 195 亿元)，2012 年的净利润为 234 亿丹麦克朗(约合 250 亿元)，其净利润的增长就是凭借公司多元化的业务。中国远洋与马士基航运的业务范围对比见表 3-3。

表 3-3　中国远洋与马士基航运的业务范围对比

	中国远洋	马士基航运
业务范围	干散货航运业务 集装箱航运业务 集装箱租赁业务 物流业务 码头管理	集装箱运输及相关业务 石油开采业务 石油运输和石油勘探及有关业务 零售(丹麦超市公司) 造船业务 海上搜救、拖船、轮渡、货运业务、高品质塑料产品的生产业务

通过表 3-3 的对比可以发现，马士基航运的业务范围更广。而中国远洋的业务总体来说以干散货航运和集装箱航运为主，干散货运输和集装箱运输同属贸易下游的运输环节，受经济波动的影响较大。金融危机前，世界经济发展良好，中国远洋干散货业务的收入和利润增长迅速。但当整体经济环境不好时，干散货业务的快速下滑成为拖累中国远洋业绩的罪魁祸首。以 2012 年为例，中国远洋 2012 年分行业的收入、成本分析见表 3-4。

表 3-4　中国远洋 2012 年分行业的收入、成本分析　　单位：万元

项目	集装箱航运	干散货航运	物流	码头	集装箱租赁
收入	43 168 523.31	16 097 808.60	9 275 402.70	2 631 495.13	2 107 002.86
成本	42 924 770.62	20 594 063.02	7 470 178.97	1 698 082.92	991 336.57
毛利	243 752.69	−4 496 254.42	1 805 223.73	933 412.21	1 115 666.29

2012 年，波罗的海指数平均值仅为 920 点，较 2011 年的 1549 点下降了 40.6%；同时，中国远洋的运力规模由 2011 年年底的 374 艘降至 332 艘。受运价进一步下跌及运力减少影响，干散货航运及相关业务收入同比明显下降。尽管其他四项业务均带来了不错的毛利，但仅干散货航运一项业务就使得公司整体的毛利亏损达 39.8 亿元。

此外，中国远洋在高价位时盲目造船、租船也是导致其在金融危机后发生亏损的重要原因。2003—2008 年是航运业发展的高速时期，造船价、租船价和运价一起上涨。中国远洋发展战略的主导思路是“拥有和控制并举”，不仅要造船，而且要大量租船，扩大船队的规模，以此来形成中国远洋全球物流经营的竞争优势。2008—2015 年，中国远洋集装箱运力持续提升，2015 年集装箱运力相比 2008 年增长了 72.8%；干散货运力先升后降，2010 年干散货运力比 2008 年增长了 12.2%，2011—2015 年则有所回落(见图 3-2)。

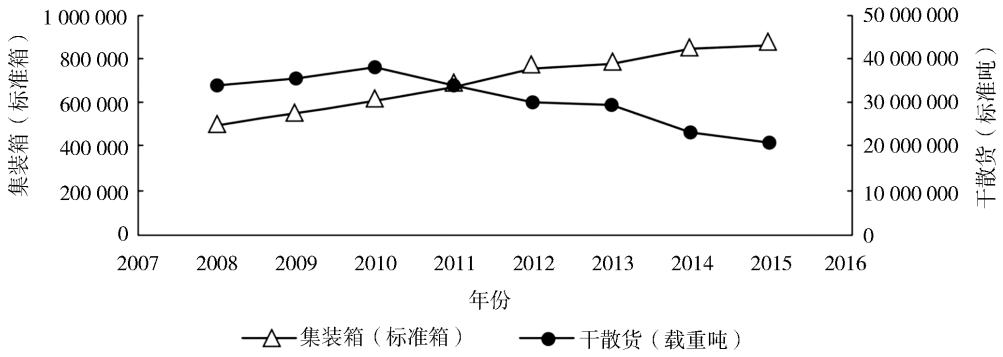


图 3-2　中国远洋 2008—2015 年运力变化趋势

中国远洋运力扩张所带来的相关费用成为企业的沉重负担，主要表现为营业成本、固定资产折旧和营业外支出的居高不下，见表 3-5 和图 3-3。

从图 3-3 中可以发现，中国远洋的营业成本在 2009 年有所下降，随后的 3 年内不断提高，从 2013 年起逐步下降到 2009 年的水平。2008—2015 年，每年的固定资产折旧数额均超过了 32 亿元。营业外支出方面，中国远洋于 2008 年计提了一笔 52 亿元的亏损合同预计负债，因此 2008 年其营业外支出总额达到了近 60 亿元；2009 年和 2010 年营业外支出分别约为 16.8 亿元和 12.3 亿元；2011 年和 2012 年，营业外支出大幅增加，分别达到约 20 亿元和 25 亿元；2013 年起，营业外支出逐步减少，2015 年降至 4.4 亿元左右。

在内外部原因的共同作用下，中国远洋 2011 年亏损 88 亿元，2012 年继续亏损 81 亿元，受到了 * ST(退市风险警示)处理。

表 3-5　中国远洋 2008—2015 年营业成本、固定资产折旧和营业外支出　　单位：万元

项目	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
营业成本	9 279 730	6 361 610	7 255 600	7 807 830	7 982 330	6 745 870	6 649 090	6 174 550
固定资产折旧	4 152 650	4 304 800	4 384 210	4 529 530	4 627 750	4 128 140	3 222 560	3 317 420
营业外支出	559 290	168 519	122 932	198 635	256 876	130 831	151 654	44 845.50

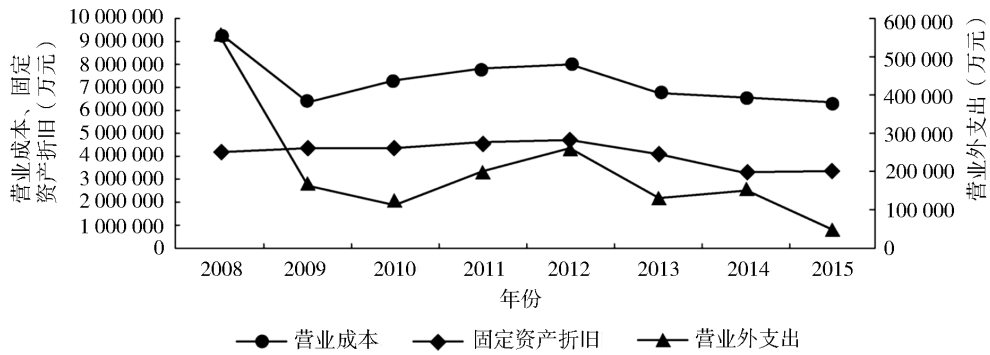


图 3-3　中国远洋 2008—2015 年营业成本、固定资产折旧、营业外支出变化趋势

（二）中国远洋财务困境应对

1. 公司治理重组

2013 年 7 月 16 日，中国远洋召开第三届董事会第十八次会议，同意执掌中国远洋集团 15 年的魏家福辞任公司董事长、非执行董事，同意马泽华任公司董事长、非执行董事，同时由李云鹏任本公司副董事长、执行董事。

2. 战略和运营重组

中国远洋对干散货运输业务实行了收缩战略，从 2011 年开始，干散货运力连续两年出现下降。中国远洋在 2013 年中期业绩发布会上表示，2013 年下半年还将分别淘汰 9 艘船和退租 12 艘船，干散货的船队规模有望进一步缩减。另外，公司在 2012 年年报中描述其战略为“科学控制船队规模，不断优化运力结构，实现航运业务健康持续发展”，还提出“要以中远太平洋为发展码头业务平台，不断完善以国内码头为主的中国远洋全球码头经营网络，提升中国远洋码头产业化水平”。此外，中国远洋也希望寻求政府帮助。2012 年 9 月，中国远洋董事长魏家福向媒体坦承写了多封信件给国务院敦促救市。

3. 资产重组

中国远洋采取了关联交易的方式，向其母公司中远集团出售资产。2013 年 3 月，中国远洋向中远集团出售中国远洋物流有限公司，转让价格为 67 亿元，取得投资收益 18.46 亿元。2013 年 5 月，中国远洋向母公司控股的中远(香港)集团出售中国远洋集装箱工业，转让价格为 75 亿元，取得投资收益 29.60 亿元。2013 年 9 月，中国远洋又向中远(香港)集团的境外全资子公司裕航投资管理有限公司转让青岛远洋资产管理公司 81%的股权与上海天宏力资产管理有限公司 81%的股权，资产评估对价分别为 20.57 亿元和 16.75 亿元。

4. 财务重组

中国远洋通过向银行借款和发行债券的方式缓解资金困境。中国远洋 2012 年新增了 198 亿元的长期负债，并且发行了 62.8 亿元利率为 4%的 10 年期的债券。

中国远洋的应对措施取得了一定的成效。从 2012 年开始，公司的营业成本逐年下降，至 2015 年由 798 亿元降至 617 亿元，降幅达 22.6%；2015 年，营业外支出为 4.4 亿元，比 2012 年同期下降 21.2 亿元，降幅达 85.5%；中国远洋自 2013 年起，净利润扭亏为盈，2013—2015 年公司净利润分别为 28.8 亿元、15.5 亿元、17.9 亿元。

三、案例分析

在本部分，我们从财务困境理论的角度对中国远洋的案例进行深度的分析。

（一）企业陷入财务困境的原因

中国远洋陷入财务困境既有外部行业和环境因素，也有企业内部经营管理、产权和公司治理结构因素。

在外部因素方面，2008 年全球金融危机导致全球经济放缓，对于全行业产生了负面影响，受波罗的海指数下跌的冲击，中国远洋所处的运输行业利润率持续低迷。

在经营管理方面，中国远洋错误地估计了行业情况，大量造船、租船，从而出现了产能扩张迅速、产品供过于求的情况，直接导致了公司陷入财务困境。

在公司治理结构方面，中国远洋属于央企，对于国有产权来说，由于预算软约束的问题，资本市场纪律、财务困境威胁等变得不再重要，从而导致了管理者懈怠、浪费等代理成本，最终降低了企业效率。而实际情况也证实了这一点：一方面，中国远洋过度扩张出现了巨额亏损，体现出国有企业公司治理对企业投资决策的约束性不强；另一方面，中国远洋在巨额亏损下依然能够获得银行贷款和进行债券融资，证明了预算软约束对企业财务困境的影响。

（二）财务困境应对措施

根据前文提到的，陷入财务困境的公司会采取管理、运营、资产、战略、财务和组织方面的重构来应对业绩下滑。中国远洋就是采用了公司治理重组、战略和运营重组、资产重组和财务重组四种应对措施。

在公司治理重组方面，根据组织转变理论研究发现，困境公司往往会进行变革，常见的是更换管理层。中国远洋也确实更换了董事长，但更换的理由不是业绩下滑，而是工作年限到期，这体现出了政府干预的特点。

在战略和运营重组方面，中国远洋虽然也进行了运营方面的调整，但是并未进行大刀阔斧的改革和战略转变。与此同时，由于处于垄断行业且存在政府的隐性担保，公司对于财务风险的抵抗能力较强，上、下游供应商和消费者等利益相关者也对中国远洋保持了信心。

在资产重组方面，资产重组包括资产剥离和新的投资。当公司财务状况不佳时，资产的剥离是非常必要的。通过案例分析发现，中国远洋的确采取了大额的关联交易和剥离资产的方式来减少 2013 年的亏损。而这种资产剥离业务对于中国远洋的业绩影响可谓立竿见影，效果明显，是中国远洋应对财务困境的主要措施。

在财务重组方面，根据可靠性的概念，在债权人—股东的代理关系中，如果公司的可靠性下降到一个最低水平之下，债权人就会撤销对公司的财务支持，公司就会有更高的破产概率。中国远洋具有政府背景，能够体现出较强的可持续经营信号，从而提高了其“可靠性”，获得了融资支持。

（三）财务困境中的机会

虽然财务困境危机存在成本，但是财务困境也会给企业带来收益和机会。对于中国远洋

来说，财务困境迫使企业管理者反思自身的问题和战略失误，有助于降低企业的代理成本，从而提高企业价值。

中国远洋自 2009 年开始不断缩减运力、推广更加精细的管理系统、优化船速以减少燃油消耗、努力降低管理费用，这些举措虽然短时间内不能使中国远洋扭亏为盈，但是能够提升中国远洋的管理经营水平和长期竞争力。

（四）案例分析总结

分析发现，企业应对财务困境通常会采用公司治理重组、战略和运营重组、资产重组和财务重组四种措施，国有企业会更多地采用非市场化手段来应对财务困境，应对财务困境的成本较低，进行的战略调整幅度也较小。同时，企业因财务困境进行的战略调整有利于缓解企业的代理成本，提升企业价值。

四、案例思考

1. 在宏观经济新常态的背景下，企业如何应对可能发生的财务困境？
2. 投资者应如何理性看待财务困境企业做出的正确决策？

案例四
国泰君安首次公开发行并上市

一、背景知识

（一）IPO 概述

首次公开发行股票（Initial Public of Offering，IPO）是指公司通过证券交易所首次公开向社会公众投资者发行股票，以筹集权益资金的过程。IPO 是公司第一次将其股票在公开市场上向社会公众销售，IPO 之后公司股票可以实现在证券交易所挂牌交易。

首先，IPO 是一种公开筹集权益资本的方式，通过向社会公众公开发行股份，筹集大量权益资本，可以迅速扩大公司的规模，解决公司发展的资金瓶颈。其次，IPO 将促进公司管理平台的升级。公司 IPO 上市以后，公司管理将从原来的产业平台进一步发展到资本平台，从原来的只需关注产业、市场变化发展到更要关注资本市场、社会公众投资者利益。公司管理层的关注导向将发生重要转变，对企业管理水平的上升提出更高的要求。此外，在 IPO 过程中，公司的历史沿革、规范运作、治理结构等方面都需要进行清晰的梳理和规范，从而有助于促进公司在规范管理方面实现重要跨越。最后，IPO 过程也是风险投资者和企业投资者的重要退出机制，市后产生的财富效应对风险投资者、企业创业者而言都具有巨大的吸引力。因此，对公司的长远发展而言，IPO 是一项重要的里程碑式事件。

（二）中国证监会《首次公开发行股票并上市管理办法》对公司 IPO 的政策要求

1. 主板市场的上市要求

目前，我国 IPO 上市采用保荐制度，即由保荐人（通常为具有保荐人资格的证券公司）负责拟上市公司的筛选，并向证券监督管理机构推荐，证券监督管理机构根据拟发行人的条件予以核准或不予核准。根据《首次公开发行股票并上市管理办法》的规定，发行人应具备以下条件。

（1）主体资格。发行人应当是依法设立且合法存续的股份有限公司。发行人自股份有限公司成立后，持续经营时间应当在三年以上，但经国务院批准的除外。发行人的注册资本已足额缴纳。发起人或者股东用作出资的资产的财产权转移手续已办理完毕，发行人的主要资产不存在重大权属纠纷。发行人最近三年内主营业务和董事、高级管理人员没有发生重大变化，实际控制人没有发生变更。发行人的股权清晰，控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东持有的发行人股份不存在重大权属纠纷。

（2）独立性要求。发行人的独立性要求是为了确保上市公司与其控股公司在业务、资产、人员、财务、机构等方面保持独立，以保护中小股东利益。

（3）规范运作。发行人运行应当规范，应当建立完善的公司治理、内部控制制度等，以确保上市公司的有效运营和财产安全。

(4)财务要求。最近三个会计年度净利润均为正数且累计超过 3 000 万元；最近三个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过 5 000 万元，或者最近三个会计年度营业收入累计超过 3 亿元；发行前股本总额不少于 3 000 万元；最近一期末无形资产(扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等)占净资产的比例不高于 20%；最近一期末不存在未弥补亏损。

2. 创业板市场的特殊要求

2009 年 10 月 23 日，深圳证券交易所正式启动创业板开板仪式，首批 28 家创业板公司于 10 月 30 日在深圳证券交易所挂牌上市，标志着我国的创业板市场正式成立并开市交易。

创业板定位于服务成长型创业企业，重点支持具有自主创新能力的企业。针对创业型公司自主创新能力强、业务模式新、规模较小、业绩不确定性大、经营风险高等特点，创业板企业的上市条件有所降低。根据《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》，创业板市场的发行人条件见表 4-1。

表 4-1　创业板与主板市场的发行条件比较

条件	创业板	主板与中小企业板
主体资格	依法设立且持续经营三年以上的股份有限公司	依法设立且持续经营三年以上的股份有限公司
股本要求	发行后的股本总额不少于 3 000 万元	发行前股本总额不少于 3 000 万元，发行后股本总额不少于 5 000 万元
财务要求	最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于 1 000 万元，且持续增长；或者最近一年盈利，且净利润不少于 500 万元，最近一年营业收入不少于 5 000 万元，最近两年营业收入增长率均不低于 30%；净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据	最近三个会计年度净利润均为正数且累计超过 3 000 万元，净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据；最近三个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过 5 000 万元，或者最近三个会计年度营业收入累计超过 3 亿元；最近一期不存在未 弥补亏损
资产要求	最近一期末净资产不少于 2 000 万元	最近一期末无形资产(扣除土地使用 权、水面养殖权和采矿权等后)占净资产的比例不高于 20%
主营业务要求	发行人应当主营一种业务，且最近两年内未发生变更	最近三年内主营业务没有发生重大变化
董事、管理层和实际控制人	发行人最近两年内主营业务和董事、高级管理人员均未发生重大变化，实际控制人未发生变更	发行人最近三年内董事、高级管理人员没有发生重大变化，实际控制未发生变更
募投项目	发行人募集资金应当用于主营业务，并有明确的用途	募集资金应当有明确的使用方向，原则上应当用于主营业务

(三) IPO 的主要程序

从发行人的角度，主板市场与创业板市场的 IPO 程序基本相同，主要包括以下七个阶段。

1. 明确 IPO 目标

企业 IPO 上市的第一步是从投资人或管理层形成上市意向开始的，通过对企业基本情况的判断，并通过与财务顾问或证券公司初步咨询，分析公开发行并上市的可行性，进一步在投资人与管理层之间达成共识，明确 IPO 上市目标。

2. 确定 IPO 中介机构

明确上市目标之后，需要聘请专业的中介机构，包括证券公司、律师、会计师事务所以及资产评估机构形成上市专业团队。各中介机构从不同角度对发行人进行初步的尽职调查，然后按照双向选择的原则，确定合作关系。

3. 改制与重组

明确上市中介机构以后，由企业与各中介机构协商制订企业改制方案。通过改制与重组过程，企业改组为股份有限公司形式，为规范运作和发行上市打下良好基础。

4. 上市辅导

股份制改组完成以后，需要由保荐机构(通常为证券公司)对发行人的董事、监事、高级管理人员以及 5%以上的持股股东和实际控制人(或其法定代表人)进行上市辅导。通过辅导程序，帮助拟发行人的管理层掌握发行上市、规范运作等方面的有关法律法规和规则，知悉信息披露和履行承诺等方面的责任和义务，并协助其建立规范的组织制度与运行机制。

5. 制作与提交 IPO 申报材料

我国目前的 IPO 发行制度采用保荐人制度，即企业的发行上市必须经具有保荐业务资格的保荐人推荐，保荐人的主要职责是将符合条件的企业推荐上市，并对申请人适合上市、上市文件的准确完整以及董事知悉自身责任义务等承担保证责任。

6. 证监会核准发行申请

证监会根据发行人的申请材料，由相关职能部门对发行人的申请文件进行初审，并由发行审核委员会审核，证监会根据发行审核委员会的审核结果做出予以核准或不予核准的决定，并出具相关文件。股票发行申请未获核准的，自证监会做出不予核准决定之日起 6 个月后，发行人可再次提出股票发行申请。

7. 公开发行与上市

发行人自证监会核准之日起 6 个月内，应当由承销商组织公开发行股票。经过公开发布招股意向书等发行文件，进行初步询价与路演推介，根据初步询价和累计投标询价(中小企业板和创业板公司可不经过累计投标询价)的结果确定最终的发行价格和发行数量。经过网下机构投资者配售和网上公开发行募集资金，实现公开发行股份、募集资金到位。

公开发行完成之后，发行人向证券交易所提出上市申请，由证券交易所核准同意后，发行人股票在证券交易所挂牌上市。

（四）IPO 中的主要财务议题

1. 股份制改制

股份制改制的目的是通过设立股份有限公司为公开发行股份做好企业组织形式上的准备。按照改制过程中的资产剥离情况，又可以进一步分为整体改制、部分改制和合并改制。改制形式的选择主要考虑保证上市主体经营的独立性和可持续的盈利能力。股份制公司成立的主要方式包括三类：第一类是以发起设立的方式设立股份有限公司；第二类是有限责任公司以整体变更的形式变更为股份有限公司，整体变更过程中对原有限责任公司的账面净资产按照一定的折股比例折算为股份公司的股本，整体变更过程中的账面资产不需要按照资产评估结果做账面调整，否则无法连续计算持续经营年度；第三类是以公开募集设立的方式设立股份有限公司，这种方式是以原公司的投资人作为发起人，通过公开发行募集资金的方式设立股份有限公司，如兰花科创。目前，第一类和第二类方式是我国企业股份制改组的主要形式。

股份制改组从形式上最终表现为股份公司成立并办理工商登记。其实质是通过股份制改组确定明晰的法人财产权，建立符合上市公司要求的、规范的公司治理结构与运行架构。改制过程中主要遵循以下原则：①突出公司主营业务，形成核心竞争力和持续发展的能力；②按照《中华人民共和国公司法》《上市公司治理准则》的要求建立合理的治理结构、规范运作；③有效避免同业竞争，减少和规范关联交易。

2. 持续经营能力

是否具有可持续的经营能力和盈利能力是公司 IPO 成功与否的核心问题。是否具有持续盈利能力，主要从公司的商业模式、市场地位以及核心竞争力方面进行综合判断。新颖的商业模式往往能够吸引投资人，但更重要的是商业模式背后企业的市场开拓与保持能力。从财务的角度看，发行人在发行前的盈利能力是否出现较大的波动，以及发行人对客户和供应商的依赖程度都会影响投资人对公司持续经营能力的判断。

3. 发行规模

发行规模取决于公司对资金的需求程度以及 IPO 后股权的稀释程度，按照《中华人民共和国证券法》的规定，公司公开发行的股份要求达到公司股份总数的 25％以上；公司股本总额超过 4 亿元的，公开发行股份的比例为 10％以上。目前，我国 IPO 市场的惯例是采用“贴地板”式的发行，股本总额不超过 4 亿元的，即按 25％的最低发行规模。由于我国 IPO 市场目前还不允许使用存量股发行，对发行规模的限制导致在发行市盈率较高时，中小企业募集的资金可能会远远超过其实际需要量，造成超募资金的闲置，为此，适当考虑在发行制度中引入存量股发行方式可以避免这种超募资金闲置的问题。

4. 发行定价

IPO 发行价格主要取决于 IPO 定价机制（或称发售机制）。目前，全球范围内主要使用

四种 IPO 定价机制，分别为固定价格机制、拍卖机制、累计投标定价机制和混合定价机制。其中，累计投标定价机制最为常用，以美国、英国为代表的主要境外成熟市场大多采用该种方式对新股进行定价；固定价格机制主要应用于新兴市场国家，如马来西亚、泰国等；拍卖机制则主要运用于日本、法国、中国台湾地区等。

2014 年 3 月 21 日，证监会发布了最新的《证券发行与承销管理办法》，其中规定首次公开发行股票，可以通过向网下投资者询价的方式确定股票发行价格，也可以通过发行人与主承销商自主协商直接定价等其他合法可行的方式确定股票发行价格。发行人和主承销商应当在招股意向书（或招股说明书，下同）和发行公告中披露本次发行股票的定价方式。上市公司发行证券的定价，应当符合中国证券监督管理委员会关于上市公司证券发行的有关规定。

5. 募集资金原则

募集资金投向 IPO 的募集资金原则上是用于公司的主营业务，公司的募投项目可以用于扩产、新产品开发、销售渠道建设或收购，募投项目的规划要综合考虑国家的产业政策、公司所处行业的市场容量、目前的设备利用率以及公司的市场开拓能力。如果公司现有的设备利用率并不高或者项目规划规模过大，扩产项目将可能导致投资过度，造成资源浪费。

二、案例资料

国泰君安证券股份有限公司（以下简称“国泰君安”）是在国泰证券有限公司和君安证券有限公司合并的基础上发起设立的股份有限公司，是国内历史最悠久、综合实力最强的证券公司之一。截至 2014 年 12 月 31 日，公司直接拥有 6 家境内子公司和 1 家境外子公司，在 29 个省（自治区、直辖市）设有 30 家分公司和 232 家证券营业部；公司全资子公司国泰君安期货有限公司在全国设有 12 家期货营业部；公司控股子公司上海证券有限责任公司在全国设有 1 家分公司和 56 家证券营业部，其全资子公司海证期货有限公司在全国设有 4 家期货营业部。2008—2014 年，公司连续 7 年在证券公司分类评价中被评为 A 类 AA 级，为目前证券公司获得的最高评级。

1999 年 8 月，经中国证监会批准，国泰证券和君安证券合并，国泰证券和君安证券的股东及其他投资者共同发起设立国泰君安，注册资本为 37.2718 亿元。2001 年 8 月，经中国证监会批准，国泰君安采取派生分立的方式分立而成两个具有独立法人资格的公司，国泰君安作为存续公司拥有及承担与证券业务有关的资产、业务及与该等资产和业务相关的负债，公司注册资本变更为 37 亿元。2005 年 12 月，经中国证监会批准，中央汇金投资有限责任公司以现金 10 亿元认购国泰君安新增股份 10 亿股，公司注册资本变更为 47 亿元。2012 年 2 月，经中国证券监督管理委员会上海监督局核准，公司增资股份 14 亿股，注册资本变更为 61 亿元。