



图3 2003~2013年中联重科股权制衡度

3. 多元化的股权投资者。

混合所有制的根本含义即企业的产权结构和资本结构不仅包括公有资本,也包括私有资本或外资资本。形成多元化的股权结构,使得不同性质的股权投资者在混合所有制企业中充分发挥各方的作用,这也正是混合所有制改造的核心方向。中联重科在混合所有制改革的过程中,积极引入多元化的投资者,从最开始单一股权结构逐渐转变为由国有法人持股、境外投资者、战略投资者和管理层及员工持股的多元化、多层次的股权结构。不同性质的股权投资者都发挥着重要的作用,特别是战略投资者和管理层与员工持股,这是促使中联重科混合所有制改革成功的关键助推器。战略投资者给中联重科不仅带来充足的资本,还带来业务、经营管理和声誉等方面的增值服务,并且战略投资者只图回报不求控制的特性,也可以更好地融入混合所有制企业,使得合作相对顺利。员工持股是混合所有制改革的另一个重要“混合方”。根据“利益相关者理论”,员工作为重要的利益相关者,也应该具有剩

余权益的索取权。2015年国资委在《关于混合所有制企业实行员工持股试点的指导意见》中也肯定了员工持股是混合所有制改革中不可或缺的一部分。中联重科的管理层和员工持股从无到有,形成资本所有者与劳动者利益的共同体,加大了混合所有制改革的功效。

(《财务与会计》2015.18)

海康威视业绩持续高增长动因分析

公司价值创造是由当前绩效和未来增长共同决定的,投入资本回报率和增长率是公司绩效衡量的起点。短期财务成果如果不能和长期价值创造相结合,业绩增长就不具有持续性。短期财务成果指的是基于公司财务报表衡量的历史绩效,长期价值创造的内涵是公司在未来创造更多经济价值的潜力。要持续创造价值,就要兼顾短期绩效和长期增长,海康威视用数据很好地诠释了这一点。

一、海康威视业绩增长情况

成立于2001年的海康威视是国内安防服务行业的龙头企业,2010年在深市中小板上市,面向全球提供监控产品、技术解决方案以及安防服务。上市以来,公司以每年40%以上的利润增速位居行业前列。

近年来部分安全事件的发生使得公共安全受到人们的重视。受益于安防服务需求的持续增长,海康威视在上市以来的短短5年内取得了令人瞩目的经营业绩(见表1、表2)。

表1

海康威视2010~2013年盈利情况相关指标

项目	2010	2011	2012	2013
销售净利率	29.19%	28.34%	29.67%	28.63%
销售毛利率	51.64%	49.65%	49.20%	47.62%
总资产回报率	25.48%	21.85%	23.66%	26.53%
净资产回报率	29.49%	23.79%	27.63%	30.92%
投入资本回报率	29.13%	23.74%	27.63%	30.63%
经营活动净收益/利润总额	85.99%	85.11%	86%	85.89%
扣除非经常性损益后的净利润/净利润	97.99%	97.10%	98.71%	97.09%
营业收入(百万元)	3 605.48	5 231.64	7 213.79	10 745.91
营业收入增长率	71.57%	45.10%	37.89%	48.96%
营业利润(百万元)	986.07	1 471.75	1 989.5	2 946.95
营业利润增长率	49.77%	49.25%	35.18%	48.13%
利润总额(百万元)	1 142.9	1 727.37	2 313.61	3 385.95
利润总额增长率	49.16%	51.14%	33.94%	46.35%

表2 2013年海康威视盈利能力的行业对比

项目	海康威视	行业均值
销售毛利率	47.62%	21.74%
销售净利率	28.63%	5.27%
净资产回报率	30.92%	15.24%

从当前绩效来看,上市以来,公司的销售毛利率一直保持在45%以上,销售净利率一直保持在25%以上,核心盈利指标净资产回报率和投入资本回报率(ROIC)也一直保持在20%以上,公司2014年业绩快报显示净资产回报率创历史新高,达到35.85%,盈利能力远高于行业均值。从盈利质量来看,公司的经营活动净收益占利润总额的85%以上,且扣除非经常性损益后的净利润占净利润的97%以上,说明其高营收、高增长主要来自于经营活动,盈利质量良好。从盈利成长性来看,公司的营业收入增长率、营业利润增长率一直维持在35%以上,在2014年的业绩快报中,公司营业收入增长更是高达60.37%,利润总额增长达到53.76%,成长势头强劲。

二、海康威视持续高增长动因分析

公司治理和公司战略是公司价值创造的两大工具:投入资本回报率和增长能力是公司价值创造的根本驱动因素。本文立足于公司治理和公司战略两个基本点,从价值创造的框架出发,剖析海康威视业绩持续高增长的动因,而非仅就财务数据进行表面化的分析。

(一) 公司治理。

1. 股权结构。海康威视的实际控制人中国电子科技集团(简称中国电科),是国资委直接管理的十大军工集团之一。在海康威视目前最大的政府项目——重庆项目中,中国电科作为实际控制人为该项目提供担保。实际控制人的背景和影响力,为公司提供了更多与政府项目合作的机会,国有控股背景是其持续高增长不可忽视的因素之一。

2. 事业部制度。事业部制度是指按照企业所经营的事业,包括按产品、按地区、按顾客(市场)等来划分部门,设立若干事业部;每个事业部都拥有完全的经营自主权,独立经营,独立核算。由于拥有自己的产品和市场,事业部能够灵活地针对不同客户群体的需求迅速做出反应,这种组织结构具有良好的适应性和极高的工作效率,有利于完成业绩增长目标,促进企业价值创造。

海康威视从2009年起谋求转型,由提供硬件产品转型为提供完整的解决方案。提供解决方案不同于单纯提供设备,它提供的是软硬件产品组合,有更高的技术壁垒和资金壁垒。一般集成商和工程商由于缺乏技术和资金能力,不能构筑完善的安防体系布局,而海康威视则可以依靠优秀的安防产品软硬件设计能力,针对不同客户群体,设立公安、智能楼宇、能源、文教卫、交通、金融、司法七个事业部,结合客户所在的行业特点,量身定制不同的解

决方案。例如,作为公司首要业务部门的公安事业部,就针对平安城市项目设计了高清平安城市、平安乡镇监控系统、平安社区监控系统三个方案。分工明确的事业部制度,提高了公司的产品设计效率,很大程度上维持了客户粘性。

3. 激励机制。好的薪酬激励方案能够促进公司价值创造活动的贯彻和实施。限制性股票作为股权激励的重要方式之一,能够吸引、维系、激励管理层和员工将其目标集中在公司价值创造上。海康威视自上市以来先后制定了两次限制性股票激励方案,通过持续的股权激励来吸引和留住高端人才。第一次股权激励是在2012年8月23日,激励对象主要为管理层,激励范围相对较小。第二次限制性股票授予日为2014年10月24日,激励人数达到1134人,全部解锁期为5年。其中基层管理人员和优秀基层员工占比达到94.59%,以总经理为首的高管仅有10人,占授予总量的1.81%。此次股权激励范围广泛,不存在高管利益输送的问题,有利于调动团队的积极性,促进业绩目标的实现。

(二) 公司发展战略。

公司的价值创造能力由投入资本回报率(ROIC)峰值和回报率高于加权平均资本成本(WACC)的持续能力共同决定。所谓ROIC峰值是指ROIC高于WACC的程度;持续能力指的是ROIC高于WACC的时间长度。在剖析公司业绩增长的来源时,要考虑公司是否有低于竞争对手的生产成本,是否具有较高的资本效率,是否能够保持未来的持续增长。

1. 采用轻资产运营模式,提升成本竞争力和资本投资效率。轻资产运营模式指的是在资本运营的过程中,以轻资产(相对于占用大量资金的厂房、设备等重资产而言)为基础进行的资本扩张,充分利用自有资源并间接利用外部资源,以最低的投入,实现股东价值最大化的战略管理模式。海康威视的轻资产运营模式特征主要体现在:资产负债率基本维持在20%以下,长期负债占比几乎为0,负债水平低;固定资产占比极低,流动资产占比达80%以上;流动负债中60%以上为应付账款和预收账款,有息债务占比极低,财务费用常年为负;采用外协加工模式,专注于研发等。

以低于竞争对手的成本出售产品和服务是实现高投入资本回报率的重要驱动因素之一,而海康威视的轻资产运营模式对其在行业中保持成本竞争力发挥了巨大作用。公司采取自主研发加外协加工的轻资产运营模式进行生产,核心生产环节由公司自行完成,部分基线产品的生产采取外协加工的方式完成。通过这种方式将利润率最低的生产环节外包出去,把重心集中到微笑曲线两端回报率最高的研发和营销环节,通过压缩生产环节的成本来提高投入资本回报率。这一生产方式对设备等固定资产规模要求较低,因此公司仅靠约7亿元的固定资产(5亿元厂房和2亿元设备)就支撑了高达100亿元的收入。此外,由于公司的行业龙头地位和国企背景,采购环节的规模采购优势在同行业中彰显无遗,较强的议价能力使得公司的采购价

格几乎是其他厂商的一半。原材料价格变动几乎不会影响公司的毛利率,这使得公司在激烈的行业竞争中仍然维持较高的利润率。公司的销售期间费用率一直呈下降趋势,销售毛利率一直维持在40%以上,而所处行业的销售毛利率均值一般在20%左右,公司的成本竞争力可见一斑。

资本效率也是维持高投入资本回报率必不可少的重要因素。海康威视在产品单位利润本来就不低的前提下,还取得了高于行业平均水平的资产周转效率。随着销售收入的大幅增长,公司应收账款的周转速度有所下降(2013年为74.79天),但仍比130天的行业平均水平要快得多;由于公司不断加强存货管理,存货周转速度明显上升(2010年105.11天,2013年78.24天),相比208天的行业平均存货周转天数而言,公司的资本效率优势再次体现出来。在应付账款周转速度较为稳定的情况下,公司的现金周转天数维持在两个月左右。这说明公司从原材料采购到产成品出售的周期较为稳定,资本周转控制能力较强。

2. 研发和营销并举,竞争优势持续能力较强。为了维持竞争优势,海康威视坚持“以市场为导向,以研发为核心”的理念,对内加强研发投入,不断开发新产品;对外不断扩展营销网络,推广新产品。

(1) 不断增加研发投入,提升自主创新能力。海康威视以技术驱动为导向,十分重视研发投入。截至2013年底,公司研发人员数量达到4 569人,比2010年增长了315.74%,研发人员占总人数比重接近50%,是全球安防行业中拥有最大研发团队的公司之一;研发投入由2010年的2.44亿元增长到2013年的9.22亿元,研发费用占收入比重达8.58%。截至2014年底,公司拥有专利(含专利申请)626项,软件著作权258项,并于2014年获得国家技术发明二等奖。日益壮大的研发队伍和丰硕的研究成果构成了海康威视最核心的竞争力,强大的自主研发实力构成了公司业绩持续高增长的核心要素。

(2) 稳守国内市场,发力海外市场。针对国内市场,海康威视寻求与互联网巨头的合作,大力布局民用安防产品市场。从最早期的云存储技术开始,公司就凭借着灵敏的市场嗅觉,先于竞争对手组建团队开展云监控的规划和开发工作,将云计算、云存储、大数据等技术与视频监控有效结合,率先推出了云存储产品,迅速占领市场。2013年,公司面向小微企业、家庭和个人的民用业务推出全新品牌“萤石”,涵盖终端APP、互联网软件平台、电商和社区门户,以及智能视频终端、无线传感器、穿戴式设备等系列产品和服务。2013年,公司的互联网业务定位于打基础,而从2014年6月份开始,公司在短短5个月时间内迅速完成了与京东、乐视、百度、阿里、腾讯等互联网巨头的战略合作。加速转型、布局民用安防市场是公司国内业务持续增长的重要战略支撑。

同时,公司不断搭建覆盖全球的海外营销网络,在洛杉矶、香港、阿姆斯特丹、孟买和圣彼得堡等地设立了全资或控股子公司。公司将国际化作为2014年两大发展战略之一,积极推动海外业务拓展。在海外业务拓展的过程中,公司着力创建自主品牌。2013年公司全年海外业务增

长了107.8%,而在2014年前三季度,公司海外市场收入同比增长达到107.4%,2014年海外业务贡献营业收入达到30%。为了更好地配合公司的国际化战略,推进海外业务扩张,2014年12月8日,公司公告拟发行不超过3.54亿股H股,在香港联合交易所主板挂牌上市。借助国际资本市场的融资,公司将进一步拓展互联网业务和海外业务,“海康威视”品牌的全球知名度也将得到提升。

(《财务与会计》2015.19)

整体上市的财富效应与战略绩效研究

——基于华侨城的案例分析

我国的资本市场建立在经济转轨时期,处于改制过程的国有企业为了满足上市条件,通常会采用分拆上市的方式。随着股权分置改革的完成,资本市场的功能不断完善,特别是大小股东的利益趋向一致,在此背景下,做大做强上市公司,建立以价值创造为导向的公司运营理念已被越来越多的上市公司认可,整体上市应运而生。整体上市是指国有企业的全部业务重组为股份公司并增资扩股上市,原企业注销的上市模式。已有研究表明,整体上市的效果受到公司个体差异性的影响。本文以华侨城为研究对象,通过资本市场和财务绩效两维视角的数据分析,剖析了整体上市的短期财富效应与长期战略绩效,以及案例公司价值提升的实现路径,以期对国有企业整体上市以及提高上市公司价值创造能力提供有益借鉴。

一、华侨城集团整体上市的背景与模式

(一) 公司整体上市背景。

华侨城集团是国务院国资委下属企业,拥有华侨城A(SZ.000069)、康佳集团股份有限公司(SZ.000016)和华侨城(亚洲)控股有限公司(HK.3366)3家境内外上市公司及多家下属企业。其中,华侨城A于1997年在深圳证券交易所上市。股权分置改革前,华侨城集团是华侨城A的唯一非流通股股东。

华侨城A上市以后,通过募集资金和自筹资金陆续将华侨城集团所持有的深圳世界之窗、锦绣中华公司、欢乐谷公司、长沙世界之窗的全部股权装入公司,发展成为专业从事以主题公园为核心的旅游业及其关联产业经营管理的控股公司。2000年和2001年,集团公司分两次将专业从事房地产业务的子公司——华房公司40%的股权分两次注入上市公司,公司自此走上了旅游与房地产优势互补的发展道路。2006年,随着北京华侨城旅游综合项目对外营业,“旅游+地产”模式初步形成,并逐渐发展为华侨城主要的经济增长点。

截至2014年年底,华侨城集团连续11年入选中国企业500强,希望通过主营业务的整体上市切实履行其在股权分置改革中所作的承诺,保护上市公司及全体股东的利