

福耀玻璃再融资

李常青, 陈江宁

(厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005)

摘要: 中国经济高速发展, 上市公司产能扩建急需资金, 如何选择融资方式是公司管理层面临的决策难题。本案例以中国 A 股市场上第一家主动取消增发的上市公司——福耀玻璃为背景, 阐述了公司取消增发的前后决策过程以及公司管理层面临的困惑。本案例主要适用于公司理财、公司治理等 MBA 课程。

关键词: 公开增发; 福耀玻璃; 公司治理; 机构投资者

中图分类号: C931 **文献标志码:** A **文章编号:** 1674-1692(2011)03-0204-20

0 引言

2008年2月26日, 福耀玻璃工业集团股份有限公司(以下简称福耀玻璃)董事长曹德旺先生站在办公室的落地玻璃窗前, 看着天空阴雨连绵, 心头泛起阴云。刚才董事会秘书陈小姐做了一个简单的汇报, 自从2月22日公司公布增发方案后, 公司不断接到中小股东打来的电话反对增发, 公司股票价格飞流直下, 创几个月来的最大跌幅。曹董事长感到难以理解: 即使公司2007年年报交出了完美的答卷, 即使公司的主营业务收入增长率和利润增长率都高于预测水平, 即使公司需要融资的8个项目内含报酬率都高于25%, 即使公司在资本市场一向保持良好的声誉, 为什么仍然逃不过“弱市怕融资”的魔咒? 曹董事长慢慢踱回到办公桌前, 拿起公司增发议案, 再次仔细地研读起来。

1 增发方案

福耀玻璃《关于公司向不特定对象公开发

行人民币普通股(A股)股票的议案》具体如下:

(1) 发行股票种类和面值: 本次公开发行股票为人民币普通股(A股)股票, 每股面值为人民币1元。

(2) 发行数量: 若本次公开发行股票是在公司2007年度股东大会审议通过2007年度利润分配方案(即每10股送10股并派送现金红利5元)并实施该分配方案之前进行, 则本次公开发行股票数量不超过10000万股; 若本次公开发行股票是在公司2007年度股东大会审议通过2007年度利润分配方案(即每10股送10股并派送现金红利5元)并实施该分配方案之后进行, 则本次公开发行股票数量不超过20000万股。最终发行数量提请股东大会授权公司董事局与保荐机构(主承销商)根据市场情况协商确定。

(3) 发行对象: 本次发行对象为在上海证券交易所开立人民币普通股(A股)股票账户的自然人、法人、证券投资基金及符合中国证监会

收稿日期: 2010-06-10

基金项目: 教育部人文社会科学重点研究基地基金(项目编号: 07JJD630009); 国家自然科学基金(项目编号: G0205-70572092); 教育部新世纪优秀人才支持计划(项目编号: NCET-06-0565)。

作者简介: 李常青, 男, 安徽太湖人, 厦门大学管理学院教授、博士生导师、MBA中心主任, 研究方向为资本市场财务与会计问题。

规定的其他投资者(国家法律、法规、规章禁止者除外)。

(4) 向原股东的配售安排:本次公开发行股票将向本次发行的股权登记日收市后登记在册的本公司全体股东按一定比例优先配售,具体优先认购比例提请股东大会授权公司董事局根据市场情况与保荐机构(主承销商)协商确定。

(5) 发行方式:本次公开发行股票向本次发行的股权登记日收市后登记在册的本公司全体股东按一定比例优先配售,剩余部分采取网上、网下定价发行的方式发行,或采用中国证监会核准的其他发行方式。

(6) 定价方式:本次公开发行股票价格不低于公告招股意向书前二十个交易日公司股票均价或前一个交易日的均价,具体发行价格提请股东大会授权公司董事局与保荐机构(主承销商)根据具体情况协商确定。

(7) 本次发行募集资金(扣除发行费用后)的用途为:

①投资约 30 000 万元用于福耀玻璃工业集团股份有限公司玻璃研究院技术改造项目;

②投资约 46 071 万元用于福耀集团上海汽车饰件有限公司汽车配套玻璃总成用装饰零部件项目;

③投资约 89 640 万元用于福耀玻璃(湖北)有限公司年产 350 万套汽车玻璃项目;

④投资约 37 125 万元用于福耀玻璃(重庆)有限公司年产 200 万套汽车玻璃扩建工程项目;

⑤投资约 37 125 万元用于福耀集团(上海)汽车玻璃有限公司年产 200 万套汽车玻璃扩建工程项目;

⑥投资约 33 000 万元用于福耀集团长春有限公司年产 150 万套汽车玻璃扩建工程项目;

⑦投资约 16 500 万元用于福耀(福建)巴士玻璃有限公司巴士玻璃生产线技术改造扩建工程项目;

⑧投资约 24 750 万元用于福建省万达汽车玻璃工业有限公司年产 150 万套汽车玻璃扩建工程项目。

本次发行募集资金净额(扣除发行费用后)将首先确保上述项目的实施,如有资金剩余,将用于补充本公司日常生产经营所需的流动资

金,如募集资金不足,则由本公司自筹解决。

曹董事长一遍又一遍地看着增发方案,细数起十几年来每一次的融资与分红方案,难道我亏待过中小股东么?公司十几年的发展历历在目,从一家乡镇小厂发展成为世界第四大汽车玻璃供应商,占有国内汽车玻璃市场份额的 60%,国内汽车厂商的报价以福耀玻璃为标准,并占到了汽车玻璃对外出口总额的 70%。

2 公司发展历程

上个世纪 80 年代初,大量进口汽车用于维修的玻璃依赖进口,日本汽车一辆几千美金,可一片进口汽车玻璃要几千元人民币,实际生产成本只要几十元钱,国内却没有汽车玻璃生产厂商。当时大的国营玻璃厂很多,但国营玻璃厂开一副模具就要一万多元,汽车玻璃模具成百上千种,所以没有国营厂商愿意进入汽车玻璃这个市场。在玻璃行业打拼多年的曹德旺认为这是一种耻辱,同时也看到了商机。曹德旺经过一年多的研究,开发出多功能的模具来生产汽车玻璃以满足市场。1987 年,福建省耀华玻璃工业股份有限公司注册成立,进入中国汽车零部件市场,手工制作汽车玻璃,定价在几百元,比进口玻璃低很多,但仍然有非常高的利润,一年就能赚 500 多万元,基本上等同于赚一个厂,丰厚的利润使公司的发展势如破竹。

1991 年,企业进行股份制改造,获准公开发行股票,成为最早踏入中国资本市场的民营企业之一。1993 年,福耀玻璃股票在上海证券交易所挂牌,成为中国同行业首家上市公司,股票简称为福耀玻璃,股票代码为 600660。上市当年总资产 3.73 亿元、净资产 2.3 亿元、主营业务收入 1.7 亿元、净利润 0.63 亿元。

20 世纪 90 年代初,大量走私汽车进入中国,为主打汽车维修市场的福耀玻璃带来了好时光,福耀玻璃在几年间迅速蹿红,成为国内玻璃行业的翘楚,福耀玻璃当时主要在做配件市场,已经占据了维修市场 60%~70% 的份额。但好景不长,民营汽车玻璃厂如雨后春笋般地成立,全国一下子上了 100 多家汽车玻璃厂,行业竞争加剧,国内市场有限,利润空间开始萎缩,公司开拓海外市场几乎成为不二的选择。

1995 年,公司开始策划开拓国际市场,决定花重金引进先进设备,——可以根据设计参数

自动成型的一台钢化炉——那是当时国际上最领先的技术。新工厂的建设,也全面向国际接轨,整个工厂的布局、设计、工艺基本都引自芬兰,全部投资达6 000万美元。在进入美国市场之后,福耀玻璃发展势头强劲。到2001年,福耀玻璃在美国的市场占有率已经高达10%,这给美国同行构成了相当的竞争威胁。

1999年,中国的轿车市场爆发式地增长,工厂的产能已经不能满足市场需求,自2000年起,公司开始扩大产能,降低成本。

2000年9月,福耀集团长春有限公司注册成立,注册资金26 000万元人民币,位于吉林省长春经济技术开发区,占地面积298亩,主营业务为汽车玻璃生产与销售,主要服务于华北、东北市场。

2001年4月,福耀玻璃(重庆)有限公司注册成立,注册资金为8 000万元人民币,占地面积150亩,主营业务为汽车玻璃生产与销售,主要服务于西南市场。

2002年4月,福耀集团(上海)汽车玻璃有限公司在上海市嘉定汽车工业园区内注册成立,注册资金为3 000万美元,占地面积280亩,主营业务为汽车玻璃生产与销售,主要服务于长江三角洲市场。

2003年投资12亿元,在东北收购两条生产线,主营业务为平板玻璃的生产与销售。

2004年投资18亿元,在重庆等地建立汽车玻璃生产线,主营业务为生产和销售交通工具用安全玻璃、建筑玻璃和其他工业技术玻璃。

2005年投资20亿元,在海南建立三条浮

法玻璃生产线,这是21世纪全世界最先进的浮法玻璃生产线,全部使用石油煅烧,它们的上马意味着,从此,各种各样的玻璃,福耀玻璃都可以生产出来。浮法项目的投产给福耀玻璃带来了新突破。

2006年6月,广州福耀玻璃有限公司在广州注册成立,注册资金为3 000万美元,总投资7 481万美元。公司占地面积372亩,主营业务为汽车玻璃生产与销售,主要服务于华南地区及海外市场。

经过十多年的发展,福耀玻璃在国内形成了一整套贯穿东南西北合纵联横的产销网络体系,还设立了中国香港、美国子公司,并在日本、韩国、澳大利亚、俄罗斯及西欧、东欧等国家设立了商务机构,产品销往世界各地,成为名副其实的跨国公司。

截至2007年12月,公司总资产94.6亿元、净资产35.3亿元、营业收入51.7亿元、净利润9.2亿元。近十年主营业务收入年均增长36%,净利润年均增长29%,在公司高速增长的背后,面临较高的资产负债率的压力。公司近十年平均资产负债率为62.84%,在2002年甚至高达67%。公司在资本市场曾两次配股、一次增发,从资本市场共融资70 032.42万元,总派现额与总融资额之比为1.01:1,在上市公司中排名107位。

福耀玻璃历年主要财务指标、配股记录、增发记录、分红方案、融资回报汇总表如表1~表5所示。

表1 福耀玻璃历年主要财务指标

Tab. 1 Main financial indicators of Fuyao Glass Group

主要财务指标	2003-12-31	2004-12-31	2005-12-31	2006-12-31	2007-12-31
每股收益(EPS)(元)	0.64	0.39	0.39	0.61	0.92
每股净资产(元)	3.11	1.81	2.21	2.82	3.52
净资产收益率	20.60%	21.80%	17.70%	21.50%	26.00%
资产负债率	55.64%	65.36%	66.26%	62.33%	62.73%
资产总计(元)	3 506 692 421	5 222 180 600	6 550 514 470	7 507 799 094	9 462 174 504
主营业务收入(元)	1 733 482 708	2 345 227 988	2 911 163 405	3 883 986 261	5 165 724 714
净利润(元)	320 967 206	394 560 688	391 718 491	607 220 274	917 210 635
经营活动产生的现金流量净额(元)	334 364 551	602 602 944	717 036 612	1 174 266 186	1 371 944 743

数据来源: Wind 资讯。

表2 福耀玻璃历年配股记录

Tab. 2 Stock allotment records of Fuyao Glass Group

配股年度	配股方案	
1995-12-31	配股比例	10配2.3
	计划配股数量	42 375 311
	实际认配数量	11 702 217
	配股价格(元/股)	5.4
1993-12-31	配股比例	10配5.0
	实际认配数量	8 697 300
	配股价格(元/股)	6

表3 福耀玻璃历年增发记录

Tab. 3 Seasoned equity offering records of Fuyao Glass Group

增发年度	增发记录	
2006-12-31	进展说明	取消
	发行方式	非公开发行
	预计增发数量	拟非公开发行 11 127.701 9万股 A股
	实际增发数量	0
	增发价格	8元/股
	预案公布日	2006-11-20
	股东大会审议日	2006-12-11
2005-12-31	进展说明	取消
	预计增发数量	增发不超过 14 000 万股 A股
	实际增发数量	0
	预案公布日	2005-04-22
2003-12-31	股东大会审议日	2005-05-23
	进展说明	实施
	发行方式	网上、网下同时累计投标询价发行
	预计增发数量	增发不超过 8 151.217 0万股 A股
	实际增发数量	4 835.20 万股
	增发价格	12元/股
	预案公布日	2003-04-05
股东大会审议日	2003-05-13	

表4 福耀玻璃历年分红方案

Tab. 4 Dividend policy of Fuyao Glass Group

分红年度	分红方案(含税)	每股收益(元)
2007-12-31	10送10派5	0.92
2006-12-31	10派3.1	0.61
2005-12-31	不分配	0.39
2004-12-31	不分配	0.39
2003-12-31	10送3.5转6.5派3	0.64
2002-12-31	10送1.1派1.35	0.41
2001-12-31	不分配	0.37
2000-12-31	10送3.7转2.3派2.7	0.59
1999-12-31	不分配	0.28
1998-12-31	不分配	-0.07
1997-12-31	10派0.37	0.047
1996-12-31	不分配	0.0016
1995-12-31	10派2.7	0.25
1994-12-31	10送3	0.52
1993-12-31	10送5	NA
1992-12-31	10送5	NA

表5 福耀玻璃历年融资回报汇总表

Tab.5 Summary of return on equity of Fuyao Glass Group

初发新股			
发行新股募资总额(万元)		2 451	
再融资			
配股次数	2	募资总额(万元)	11 537. 58
增发次数	1	募资总额(万元)	56 043. 84
发转债次数	-	募资总额(万元)	-
再融资募资总额(万元)		67 581. 42	
派现			
派现次数	7	派现总额(万元)	70 657. 2
扩股			
送转股次数	7	股本扩张倍数	16. 51

曹董事长越想越困惑,这十几年来,福耀玻璃在中国证券市场取得了辉煌的成绩,先后被评为中证·亚商中国最具发展潜力上市公司50强、《新财富》中国“最具成长性公司”、《新财经》杂志社“漂亮五十”——最具成长性的50家蓝筹A股上市公司、“福建省最具竞争力上市公司”第一名、2004年十佳董事会的公司、最具领袖气质企业——2007CCTV年度最佳雇主。现在公司业绩节节攀升,规模扩张迅速,项目的实施有利于巩固和扩大福耀品牌的市场占有率和影响力,还将带动相关产业的发展,推动行业技术进步,替代进口,凝聚高层次创新人才,产生良好的社会效益。公司从来没有亏待中小股东,但为什么中小股东都反对增发呢?这不论是对股东,还是对公司来说,都是一次绝好的发展机会呀!曹董事长百思不得其解,决定召开投资者见面会,一来让投资者了解公司的发展前景,二来也能弄明白投资者反对的原因。

3 召开投资者见面会

下午三点,公司大楼五楼会议室,投资者见面会在焦虑不安的气氛中进行着。

曹董事长真诚地欢迎各位中小投资者到会,并诚恳地请各位投资者对此次公开增发新股谈谈自己的看法。

一位西装革履的男士首先发言:“尊敬的曹董事长,你好!我代表北方基金公司来参加这次投资者见面会,我们很高兴看到贵公司今年业绩不俗,大大超出我们的预测,实现营业收入51.66亿元,同比增长31.29%;净利润9.17亿

元,与上年同期相比增长49.39%;每股收益0.92元,同比增长了50.82%。利润增长率高于收入增长率,说明公司盈利水平和效率都有明显提高。可见贵公司是一家成长性好、质地优良的公司。我们基金公司已经长期持有贵公司股票达五年之久,并取得了不错的业绩,非常感谢。我们对公司所做的大部分决定都比较认可,但是这次,希望曹董事长能更加充分考虑我们中小股东的利益。上证指数从2007年10月的6000点跌落到现在的4200多点,我们的股票市值已大幅缩水,一旦增发,每股收益将被稀释,股价也会随之下降,这对我们很不利,而且盈利能力的释放也是一个长期的过程,基金经理的业绩考核会受到严重影响。所以如果一定要增发,我们只好‘用脚投票’了。”

话音未落,一位中年妇女抢过话茬:“是啊,我也不赞同增发,我的其他股票都深套三个月了,只有福耀这只股没有受到大盘影响,目前仍然盈利,可是一增发,股价就大跌,看看平安和浦发,现在股民都有增发恐惧症,哪只股增发就抛哪只。建议公司取消增发,等待时机转好再考虑吧。”

这半年来资本市场确实受到不小冲击,自2007年10月大盘冲上6000点之后,大盘逐渐进入调整状态,利率和存款准备金不断上调,红筹回归A股,市场扩容节奏加快。美国次贷危机、人民币升值导致市场的资金面对中国未来经济的出口存在担忧,以及限售股解禁高峰期的到来,使平均市盈率高达60倍的“狂奔疯牛”渐渐放缓脚步、回头喘息。这一端,上证指数跌

去30%,不少股票被腰斩,许多股民深套其中,再加上平安和浦发的先例,都患上了增发恐惧症,当然,也有理智的投资者。这不,有一位戴着黑框眼镜的男士发言了。

“各位下午好,听了前两位的发言,我也想说上几句。我想在座的各位都认可福耀是一家优秀的企业,也都知道曹董事长是一位心系民族、富有爱心的企业家,我相信这样的企业、企业家,绝不会恶意圈钱。于是,在公司发布增发公告后,我认真研究了公司的财务报表,我不赞同前两位的观点,我极力支持公司增发。”

男士推了推眼镜,继续说道:“大家都知道,福耀玻璃的负债率一直比较高,去年高达62.7%。2007年年末的会计报表显示,福耀玻璃的流动性负债达到28个亿,流动资产却只有24个亿,流动比率和速动比率分别为0.88和0.40,一般认为流动比率要保持2.0、速动比率要保持1.0才比较合适,公司才具有较强的短期偿债能力,显然,公司的流动性不足;另一方面,福耀玻璃的高速扩张一直是以较高的资产负债率为代价的。福耀玻璃近几年来,一直在加大投资,特别是2007年,有好几个项目的出资,广东增城汽车玻璃生产基地、北通州汽车玻璃基地、海南澄迈县浮法玻璃生产线,这些投资在福耀玻璃的公告中也清楚地写着投资现金流出18.7个亿,而去年的净利润只有9个亿,因此福耀玻璃的投资款项主要靠借款而来。另外,福耀玻璃的长期负债达到30个亿,占总负债的52%,流动负债达到了28个亿,占到了总负债的48%,如果没有足够的现金流支撑的话,还款将面临困难。而长期负债主要由银行借款组成,银行贷款利率提高,企业还本付息的压力很重,再加上高流动负债需要偿还,一旦资金跟不上,企业运转将出现困难。在这样的关键时刻,管理层提出增发,是非常明智的选择,公司需要通过补充资本金来降低资产负债率,从而降低运营成本和财务风险。新投资的几个项目我认真看过,符合公司的发展战略,这几个拟投资项目的预计内部收益率都高于25%,其中有4个项目的预期收益率高于公司2007年的净资产收益率26%。如果融资得以实现,对公司整体盈利能力的稀释效应在长期会趋于淡

化,长期来说必将进一步提升公司的盈利能力。作为福耀的一名中小股东,这几年已经得到不少的回报,我感到很欣慰;作为一名投资者,应该把眼光放得长远,我们是投资股票,不是炒股票,不应被眼前一时的利益驱使,相信福耀一定会成为世界级的企业,我赞同公司增发,我会把我剩余的仓位全部购入增发的股票。”

男士发言完毕后,会议室里形成了两派观点,双方都据理力争。曹董事长耐心听取各方意见,一方面,为股民的处境感到痛心,上市公司的圈钱行为一直都是中国股市的恶习,股市则成了“唐僧肉”,股民成了公司的“提款机”。根据Wind资讯统计,2008年1月21日至2月20日,短短一个月内共有23家上市公司密集出台再融资方案,涉及资金2043亿元。许多公司募集完成后,低效率、甚至不负责任地使用廉价的资金,并未能对股东真正负责,创造合理的价值。正因为这种现象的存在,中小股民对上市公司的再融资计划“谈虎色变”,这是完全可以理解的;但另一方面,又为公司“嗷嗷待哺”的资金缺口感到揪心。公司以较高负债率为代价的高速扩张之路导致财务压力很大,1998年以来,福耀玻璃资产负债率就不断扩大,截至去年年末,资产负债率达62.73%,不但高于国内同业水平,也高于上市公司平均水平。福耀玻璃已为子公司的109618.11万元银行贷款提供连带责任担保,银行贷款占净资产的31%。由于银行长短期贷款大幅增加,福耀玻璃的财务费用呈现逐年增长态势,利息支出从2003年的0.5965亿元增长到2007年的2.42亿元。

回到办公室,曹董事长背靠椅子,仰头闭目,曾经的两次增发失败历历在目。2005年5月23日的临时股东大会上,公众股东否决了董事会提出增发不超过1.4亿A股、募资不超过13.3亿元的议案。2007年8月,虽然商务部批准福耀玻璃计划向高盛集团下属的高盛汽车玻璃公司定向增发约1.2亿股、募资约8.9亿元的应用,但是11月5日,福耀玻璃公告称,发审委11月2日未批准其向高盛集团非公开发股方案。而被否原因是增发价与股价相差悬殊,同时被否的还有美的电器。前两次增发被否后,公司虽然通过银行贷款和自有资金解决了

当时面临的资金压力,但是已导致资产负债率偏高,这次增发能顺利通过吗?如果又一次流产,面对已经高于同行业水平的资产负债率,福耀玻璃怎样才能化解这资金饥渴之难啊?曹董事长深深地叹了口气。

4 董事局会议

依然是下午3点,依然是5楼会议室,依然是曹董事长主持,24小时前的据理力争将在第二十六次董事会上得到答案。

A 董事首先发言:“昨天听了中小股东的反馈意见,认为公司不应该冒着市场的‘反增发风暴’压力执意增发,这样只会使股价进一步下挫,更重要的是增发不会成功。虽然我们资产负债率已经很高,但是我们的资金链运转良好,2007年经营活动现金净流量为9亿元,而且银行的信用额度还没有用完,我们可以用部分银行贷款加上经营活动产生的现金流和折旧摊销来支撑8个项目的投入。”

B 董事马上反对:“我认为这样风险太大,从目前的经济和行业发展状况来看,这样也许能勉强维持资金流转,但资金链绷太紧,风险很大,一旦中国经济出现波动,公司可能会面临资金链断裂的风险。而且银行贷款的资金成本比股权成本高出很多,现在贷款利率不断上调,这对公司的财务负担来说无疑是雪上加霜。”

C 董事提出了自己的看法:“公司2007年汽车玻璃出口收入为14.58亿元,同比增长

31.7%,亚太市场出现高增长,而北美市场出现小幅下降,2008年公司将增加向大众和通用的汽车玻璃的配套,预计出口收入将增长30%左右。所以即使国内环境不景气,也能通过出口的增长来维持现在的利润水平,但是人民币不断升值对公司利润的影响很难估量,而且国际油价一直在高位运行,对公司成本影响也较大。”

D 董事也发言了:“我认为公司的资本结构急需改善,通过股权扩张的方式融资势在必行,也是最佳选择。但是不一定要采用公开增发的方式,可以考虑采用配股,或者定向增发方式来实现。另外,如果不增发,是否可以考虑变更分红政策,把原来打算分红的15亿利润留作投资?”

E 董事感慨了一句:“本来以为机构投资者会比中小投资者更加成熟理性,没想到……”

……

夜幕已悄然拉下帷幄,偌大的集团办公大楼在月光下显得更加威武,5楼董事长办公室的灯依然亮着,与闪闪星光相伴。是否应该增发?如何保护中小股东的利益?该选择何种方式改善资本结构?怎样保证8个项目的资金及时到位?公司的财务风险如何降低?一系列的问题困扰着这个年过六旬、以感恩的心经营企业的董事长……

Seasoned Equity Offering of Fuyao Glass Group

Li Chang-qing, CHEN Jiang-ning

(School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005)

Abstract: Due to the fast development of the Chinese economy, many listed companies need funds to enhance their output. How to select a way of financing is a difficult decision facing the managers. This paper studies Fuyao Glass Group, which is the first listed company that voluntarily cancelled the public offering in the Chinese stock market. It discusses the decision-making process and the problems encountered by the management. The case study can be used in the MBA courses such as Corporate Finance and Corporate Governance.

Key words: seasoned equity offering; Fuyao Glass Group; corporate governance; institutional investor

附录

附录 1: 福耀玻璃工业集团股份有限公司关于公司向不特定对象公开发行股票募集资金用途可行性分析的议案

公司本次申请向不特定对象公开募集人民币普通股(A股)股票,投入玻璃研究院技术改造等8个项目,项目计划总投资金额合计为387 547万元,其中募集资金投入314 211万元。本次发行募集资金净额(扣除发行费用后)将首先确保上述项目的实施,如有资金剩余,将用于补充本公司日常生产经营所需的流动资金,如募集资金不足,则由本公司自筹解决。

一、募集资金使用的基本情况

本次公开发行股票募集资金计划投资于以下项目:

(单位:万元)

序号	项目名称	计划总投资金额	募集资金投入金额
1	福耀玻璃工业集团股份有限公司玻璃研究院技术改造项目	30 000	30 000
2	福耀集团上海汽车饰件有限公司汽车配套玻璃总成用装饰零部件项目	64 661	46 071
3	福耀玻璃(湖北)有限公司年产350万套汽车玻璃项目	94 886	89 640
4	福耀玻璃(重庆)有限公司年产200万套汽车玻璃扩建工程项目	49 500	37 125
5	福耀集团(上海)汽车玻璃有限公司年产200万套汽车玻璃扩建工程项目	49 500	37 125
6	福耀集团长春有限公司年产150万套汽车玻璃扩建工程项目	44 000	33 000
7	福耀(福建)巴士玻璃有限公司巴士玻璃生产线技术改造扩建工程项目	22 000	16 500
8	福建省万达汽车玻璃工业有限公司年产150万套汽车玻璃扩建工程项目	33 000	24 750
合计		387 547	314 211

二、拟投资项目的具体情况

(一) 福耀玻璃工业集团股份有限公司玻璃研究院技术改造项目

1. 项目概况

本项目为技术改造项目,主要内容为:(1)建立汽车安全玻璃实验室,建设一条汽车用憎水安全玻璃工程实验线;(2)建设一条汽车用化学钢化夹层玻璃工程实验线;(3)建立汽车真空镀膜玻璃实验室,建设一条汽车用真空磁控溅射镀膜玻璃工程实验线,开发导电膜汽车玻璃、低反射汽车玻璃、低辐射汽车玻璃等新产品;(4)建立汽车溶胶凝胶镀膜实验室,研制热反射玻璃、热吸收玻璃等具有不同功能的汽车玻璃新产品;(5)建立汽车玻璃测试中心,为新产品研制提供准确可靠的基础数据。

本项目拟建于福建省福清市福耀工业区集团总部,由本公司具体负责实施。

2. 投资概算与效益评价

本项目预计总投资30 000万元,其中建设投资28 500万元,流动资金1 500万元,拟全部利用本次募集资金投入。项目资金不足时,公司将利用自筹资金解决。

玻璃研究院技术改造项目的实施,将大幅度提升公司的科研水平和自主创新能力,进一步增强企业的核心竞争力,为公司保持国内外领先地位并实现可持续发展提供强有力的技术支撑。同时,玻璃研究院开发并经过工程实验的新产品投放市场将成为公司新的经济增长点,进一步巩固和扩大福耀品牌的市场占有率和影响力。项目的实施还将带动相关产业的发展,推动行业技术进步,替代进口,凝聚高层次创新人才,产生良好的社会效益。

本项目相应的立项核准手续正在办理中。

(二) 福耀集团上海汽车饰件有限公司汽车配套玻璃总成用装饰零部件项目

1. 项目概况

本项目的建设主要满足下游汽车生产企业对配套玻璃总成用装饰零部件的需求,拟建设规模为:门框、天窗框300万件/年,钣金件600万件/年,装饰条300万件/年,密封件300万件/年,总成天窗50万件/年。

本项目拟建于上海国际汽车城零部件配套工业园区,由本公司子公司福耀集团上海汽车饰件有限公司具体负责实施。

2. 投资概算与财务评价

本项目预计总投资 64 661 万元(折合 9 000 万美元),其中建设投资 57 661 万元(折合 8 025.69 万美元),流动资金 7 000 万元(折合 974.31 万美元)。拟用本次募集资金投入 46 071 万元,项目资金不足部分,公司将利用自筹资金解决。本项目预计财务内部收益率(税后)约为 25.91%。

本项目的立项核准手续正在办理中。

(三) 福耀玻璃(湖北)有限公司年产 350 万套汽车玻璃项目

1. 项目概况

本项目属于新建项目,设计生产规模为年产 350 万套汽车玻璃。

本项目拟建于荆门高新技术产业园区,由本公司子公司福耀玻璃(湖北)有限公司具体负责实施。

2. 投资概算与财务评价

本项目预计总投资 94 886 万元(折合 13 114.84 万美元),其中建设投资 86 446 万元(折合 11 948.29 万美元),流动资金 8 440 万元(折合 1 166.55 万美元)。拟利用本次募集资金投入 89 640 万元,项目资金不足部分,公司利用自筹资金解决。本项目预计财务内部收益率(税后)约为 29.37%。

本项目相应的立项核准手续正在办理中。

(四) 福耀玻璃(重庆)有限公司年产 200 万套汽车玻璃扩建工程项目

1. 项目概况

本项目拟建于重庆市经济技术开发区北部园区(北部新区鸳鸯镇),通过扩建形成年生产规模 200 万套汽车玻璃的能力。本项目由公司子公司福耀玻璃(重庆)有限公司具体负责实施。

2. 投资概算与财务评价

本项目预计总投资 49 500 万元,其中建设投资 45 000 万元,流动资金 4 500 万元。拟用本次募集资金投入 37 125 万元,项目资金不足部分,公司利用自筹资金解决。本项目预计财务内部收益率约为 29.44%。

本项目相应的立项核准手续正在办理中。

(五) 福耀集团(上海)汽车玻璃有限公司年产 200 万套汽车玻璃扩建工程项目

1. 项目概况

本项目拟建于上海嘉定区安亭镇的上海国际汽车城零部件工业园区,占地面积约 280 亩,拟通过扩建形成年生产规模为 200 万套汽车玻璃的生产能力。

本项目由公司子公司福耀集团(上海)汽车玻璃有限公司具体负责实施。

2. 投资概算与财务评价

本项目预计总投资 49 500 万元,其中建设投资 45 000 万元,流动资金为 4 500 万元。拟利用本次募集资金投入 37 125 万元,项目资金不足部分,公司将利用自筹资金解决。本项目预计财务内部收益率(税后)为 28.56%。

(六) 福耀集团长春有限公司年产 150 万套汽车玻璃扩建工程项目

1. 项目概况

本项目设计生产规模为年产汽车玻璃 150 万套,拟建于长春市经济技术开发区,由公司子公司福耀集团长春有限公司具体负责实施。

2. 投资概算与财务评价

本项目预计总投资 44 000 万元,其中建设投资 40 000 万元,流动资金 4 000 万元。本项目拟用本次募集资金投入 33 000 万元,项目资金不足部分,公司将利用自筹资金解决。本项目预计财

务内部收益率(税后)为25.03%。

本项目相应的立项核准手续正在办理中。

(七) 福耀(福建)巴士玻璃有限公司巴士玻璃生产线技术改造扩建工程项目

1. 项目概况

本项目拟通过对现有的巴士玻璃生产线进行技术改造扩建,设计年生产规模为钢化侧窗玻璃100万片、双曲后挡钢化玻璃10万片、侧窗中空玻璃30万片。

本项目预计拟建在福建省福清市福耀工业区内,由公司子公司福耀(福建)巴士玻璃有限公司负责实施。

2. 投资概算与财务评价

本项目预计总投资22000万元(折合3062.10万美元),其中建设投资20000万元(折合2783.73万美元),流动资金2000万元(折合278.37万美元)。拟利用募集资金投入16500万元,项目资金不足部分,公司将利用自筹资金解决。本项目预计财务内部收益率(税后)约为25.40%。

本项目相应的立项核准手续正在办理中。

(八) 福建省万达汽车玻璃工业有限公司年产150万套汽车玻璃扩建工程项目

1. 项目概况

本项目拟建于福建省福清市福耀工业区的公司总部,通过扩建汽车玻璃深加工生产线以形成年设计生产规模150万套的生产能力。

本项目由公司子公司福建省万达汽车玻璃工业有限公司负责实施。

2. 投资概算与财务评价

本项目预计总投资33000万元,其中建设投资30000万元,流动资金为3000万元。本项目拟利用募集资金投入24750万元,项目资金不足部分,公司将利用自筹资金解决。本项目预计财务内部收益率(税后)为28.26%。

本项目相应的立项核准手续正在办理中。

三、本次增发募集资金项目对公司的影响

(1) 本次增发募集资金投资项目的实施,可以进一步完善公司产业布局,丰富公司产品线,与我国乃至国际汽车产业发展速度和水平相匹配。募集资金投资项目建成投产后,将使公司的产能获得较大幅度的提高,有利于公司进一步巩固和扩大市场份额。

(2) 本次增发募集资金投向上加强了研发设施和研发能力建设,将大幅度提升公司的科研水平和自主创新能力,进一步增强企业的核心竞争力,为公司保持国内外领先地位并实现可持续发展提供有力的技术支撑,为公司下一步的内涵增长奠定基础。

(3) 本次增发有利于公司降低资产负债率,改善财务结构,增强资本实力和抗风险能力,为公司的长远发展奠定更稳固的资本基础。

综上所述,本次募集资金投资项目有利于公司在现有业务的基础上进一步完善产业布局,推动技术升级。项目的投资回报率较高,有利于公司的长远发展和为股东创造更优厚的回报,请各位董事审议。

以上议案经本次董事会审议通过后,尚须提交2007年度股东大会审议。

福耀玻璃工业集团股份有限公司

董事会

2008年2月21日

附录 2: 相关图表

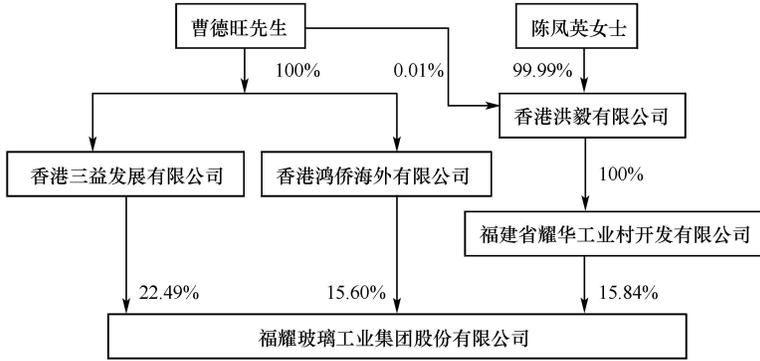


图 1 福耀玻璃公司控股股东及实际控制人情况图

Fig. 1 Controlling shareholders and actual controllers of Fuyao Glass Group

资料来源:福耀玻璃 2007 年年报

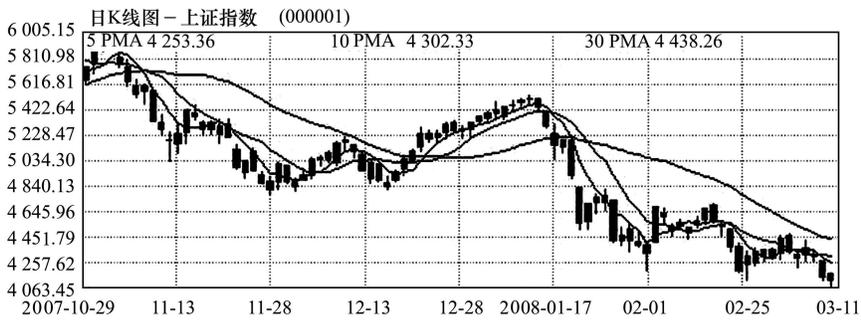


图 2 2007 年 10 月至 2008 年 3 月上证指数走势图

Fig. 2 Tendency chart of Shanghai Stock Index from Oct. 2007 to Mar. 2008

资料来源:新浪财经

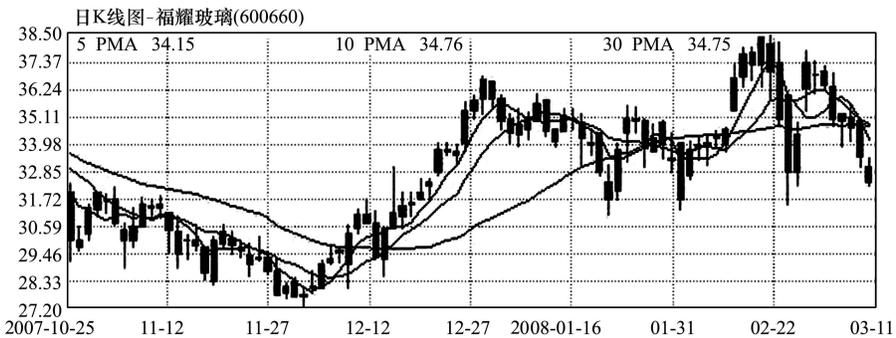


图 3 2007 年 10 月至 2008 年 3 月福耀玻璃(600660)走势图

Fig. 3 Tendency chart of Fuyao Glass Stock (600660) from Oct. 2007 to Mar. 2008

资料来源:新浪财经

表 1 福耀玻璃营业收入地区构成表

Tab. 1 Operating revenue of Fuyao Glass Group by region

地区	2007 年营业收入(元)	占比	比上年增减
北美	545 161 420	10.99%	- 2.08%
亚太	913 248 697	18.42%	64.22%
国内	3 500 825 296	70.59%	26.33%
合计	4 959 235 413	100.00%	27.68%

表2 福耀玻璃营业收入分产品构成表

Tab. 2 Operating revenue of Fuyao Glass Group by product

分产品	营业收入(元)	营业成本(元)	毛利率	营业收入同比增减	营业成本同比增减	毛利率同比增减
汽车玻璃	3 554 025 844	2 289 386 634	35.58%	23.02%	24.93%	- 0.99%
浮法玻璃	2 075 286 735	1 591 353 040	23.32%	26.27%	16.43%	6.48%
其他	160 832 425	130 610 072	18.79%			
减: 集团内部抵消	- 830 809 591	- 830 809 591				
合计	4 959 335 413	3 180 540 155	35.87%	27.68%	24.69%	1.55%

表3 福耀玻璃 2005~2007 年资产负债表

Tab. 3 Fuyao Glass Group consolidated balance sheet (2005~2007)

(单位: 元)

指标名称	2005-12-31	2006-12-31	2007-12-31
货币资金	147 034 055	140 495 436	120 930 940
应收票据	56 448 835	78 944 433	104 192 178
应收账款	436 116 972	607 541 489	
应收账款净额	432 874 797	602 030 281	780 759 615
其他应收款	53 662 685	33 320 228	28 621 804
其他应收款净额	53 561 967	33 223 844	28 621 804
坏账准备	3 342 893	5 607 592	
应收款项净额	486 436 764	635 254 125	809 381 419
预付账款	84 726 735	71 715 674	101 280 693
存货	878 431 399	1 016 641 795	1 351 769 768
存货净额	878 431 399	1 016 641 795	1 351 769 768
待摊费用	12 666 603	16 939 773	
一年内到期的长期债权投资			7 084 370
流动资产合计	1 665 744 391	1 959 991 236	2 494 639 368
长期股权投资	51 375 093	87 912 660	67 086 353
长期投资合计	51 375 093	87 912 660	
长期投资净额	51 375 093	87 912 660	67 086 353
合并价差	23 942 663	29 273 093	
固定资产原价	4 944 813 937	5 308 068 024	
累计折旧	936 629 072	1 230 078 193	
固定资产净值	4 008 184 865	4 077 989 831	
固定资产减值准备	8 915 200	8 915 200	
固定资产净额	3 999 269 665	4 069 074 631	5 599 471 067
工程物资	269 527	853 669	
在建工程	602 215 473	1 101 133 695	
在建工程净额	602 215 473	1 101 133 695	638 682 001
固定资产合计	4 601 754 665	5 171 061 995	6 238 153 068
无形资产	180 597 309	209 095 103	
无形资产减值准备	8 915 200	8 915 200	
无形资产净额	171 682 109	200 179 903	464 023 831
长期待摊费用	59 958 212	88 653 300	84 560 603
其他无形资产			74 678 326
无形资产及其他资产合计	231 640 321	288 833 203	623 262 760
递延税项借项			39 032 955
资产总计	6 550 514 470	7 507 799 094	9 462 174 504
短期借款	1 102 253 764	1 102 635 237	1 506 212 321

(续表)

指标名称	2005-12-31	2006-12-31	2007-12-31
应付票据	245 548 085	363 798 073	401 363 648
应付账款	196 185 764	222 836 522	397 393 888
预收账款	16 114 546	21 395 901	26 381 243
应付工资	7 751 890	23 600 151	64 401 424
应付利息			8 838 604
应交税金	- 25 133 673	- 3 277 059	- 26 142 902
其他应付款	101 697 181	69 106 672	155 831 449
预提费用	51 954 617	61 906 357	
一年内到期的长期负债	121 300 000	216 700 000	316 200 000
流动负债合计	1 817 672 174	2 078 701 854	2 850 479 675
长期借款	2 522 900 000	2 601 200 000	3 085 200 000
长期负债合计	2 522 900 000	2 601 200 000	3 085 200 000
负债合计	4 340 572 174	4 679 901 854	5 935 679 675
股本	1 001 493 166	1 001 493 166	1 001 493 166
股本净额	1 001 493 166	1 001 493 166	1 001 493 166
资本公积金	199 314 917	198 814 917	199 326 198
盈余公积金	372 007 297	465 157 137	296 282 445
公益金	99 098 228		
未分配利润	629 221 952	1 143 292 386	2 005 525 482
现金股利(未转出)		310 462 881	
货币换算差额	7 904 964	19 139 634	23 867 538
股东权益合计	2 209 942 296	2 827 897 240	3 526 494 829
负债及股东权益总计	6 550 514 470	7 507 799 094	9 462 174 504

数据来源: Wind数据库。

表4 福耀玻璃 2005~2007年利润表

Tab. 4 Fuyao Glass Group consolidated income statement (2005~2007) (单位:元)

指标名称	2005-12-31	2006-12-31	2007-12-31
主营业务收入	2 911 163 405	3 883 986 261	5 165 724 714
主营业务收入净额	2 911 163 405	3 883 986 261	5 165 724 714
主营业务成本	2 022 901 578	2 550 845 682	3 296 528 210
主营业务税金及附加	197 911	183 830	2 690 928
主营业务利润	888 063 916	1 332 956 749	1 866 505 576
其他业务利润	22 617 453	34 358 975	
营业费用	199 535 674	288 786 743	353 703 415
管理费用	143 061 234	208 753 759	347 921 552
财务费用	169 691 086	207 581 305	221 894 107
营业利润	398 393 375	662 193 917	946 213 684
投资收益	- 1 950 916	900 771	15 855 197
营业外收入	33 653 156	13 934 183	27 090 714
营业外支出	1 662 632	12 555 474	9 568 067
营业外收支净额	31 990 524	1 378 709	17 522 647
利润总额	428 432 983	664 473 397	979 591 528
所得税	36 714 492	57 253 123	62 380 893
净利润	391 718 491	607 220 274	917 210 635
年初未分配利润	320 678 774	629 221 952	

(续表)

指标名称	2005-12-31	2006-12-31	2007-12-31
可分配利润	712 397 265	1 236 442 226	
提取法定盈余公积	63 589 388	93 149 840	
提取法定公益金	19 585 925		
可供股东分配的利润	629 221 952	1 143 292 386	
未分配利润	629 221 952	1 143 292 386	
扣除非经常性损益后的净利润	355 237 728		897 960 012

数据来源: Wind 数据库。

表5 福耀玻璃 2005~2007 年现金流量表

Tab.5 Fuyao Glass Group consolidated cash flow statement (2005~2007) (单位:元)

指标名称	2005-12-31	2006-12-31	2007-12-31
销售商品、提供劳务收到的现金	3 522 285 796	4 571 189 654	6 083 899 525
收到的税费返还	77 222 957	71 892 361	32 306 548
收到的其他与经营活动有关的现金	61 535 866	71 456 790	68 297 593
经营活动现金流入小计	3 661 044 619	4 714 538 805	6 184 503 666
购买商品接受劳务支付的现金	2 517 824 395	3 006 944 372	4 054 315 301
支付给职工以及为职工支付的现金	149 124 374	180 485 936	293 600 693
支付的各项税费	275 194 482	335 203 998	406 890 579
支付的其他与经营活动有关的现金	1 864 756	17 638 313	57 752 350
经营活动现金流出小计	2 944 008 007	3 540 272 619	4 812 558 923
经营活动产生的现金流量净额	717 036 612	1 174 266 186	1 371 944 743
取得投资收益所收到的现金			7 446 236
处置固定无形和长期资产收回的现金	7 878 153	215 846 925	34 776 689
投资活动现金流入小计	7 878 153	215 846 925	42 222 925
购建固定无形和长期资产支付的现金	1 213 196 586	1 283 424 389	1 870 775 211
投资所支付的现金	4 778 808	72 406 438	
投资活动现金流出小计	1 217 975 394	1 355 830 827	1 870 775 211
投资活动产生的现金流量净额	- 1 210 097 241	- 1 139 983 902	- 1 828 552 286
借款所收到的现金	3 913 742 906	3 017 039 141	4 262 810 078
筹资活动现金流入小计	3 913 742 906	3 017 039 141	4 262 810 078
偿还债务所支付的现金	3 251 229 249	2 842 957 671	3 275 732 994
分配股利、利润和偿付利息所支付的现金	173 908 234	208 025 748	549 766 369
支付的其他与筹资活动有关的现金		2 500 000	
筹资活动现金流出小计	3 425 137 483	3 053 483 419	3 825 499 363
筹资活动产生的现金流量净额	488 605 423	- 36 444 278	437 310 715
现金及现金等价物净增加额	- 4 455 206	- 2 161 994	- 19 296 828
现金流量表附注净利润	391 718 491	607 220 274	917 210 635
计提的资产减值准备	- 4 461 797	2 264 699	- 3 227 182
固定资产折旧	264 022 078	367 784 667	438 720 737
无形资产摊销	8 361 421	12 926 920	21 964 559
长期待摊费用摊销	51 785 787	38 151 524	60 339 052
待摊费用的减少	- 3 537 707	- 4 273 170	
预提费用的增加	20 027 946	9 951 740	
处置固定无形和其他长期资产的损失	- 275 727	- 93 926	- 18 952 500
现金流量表附注财务费用	173 908 234	208 025 748	242 111 856
投资损失	1 950 916	- 900 771	- 15 855 197
存货的减少	- 254 021 594	- 138 210 396	- 331 053 962

(续表)

指标名称	2005-12-31	2006-12-31	2007-12-31
经营性应收项目的减少	- 102 577 981	- 155 235 014	- 317 579 447
经营性应付项目的增加	170 136 545	226 653 891	376 131 553
经营活动产生之现金流量差额			2 134 639
经营活动产生之现金流量净额	717 036 612	1 174 266 186	1 371 944 743
货币资金的期末余额	142 389 762	140 227 768	120 930 940
货币资金的期初余额	146 844 968	142 389 762	140 227 768
现金及现金等价物净增加额	- 4 455 206	- 2 161 994	- 19 296 828

数据来源: Wind 数据库。

案例使用说明

一、教学目的与用途

福耀玻璃再融资案例以该公司公布增发议案到取消增发这个故事为背景,介绍了福耀玻璃的财务状况以及面临的筹资难题。本案例主要适用于公司理财课程关于资本结构、公司筹资及现金流量分析的讲授,也可用于公司治理课程关于董事会或机构投资者部分内容的讲授,以帮助了解、掌握不同融资方式及其特点以及公司融资决策时应考虑的因素如公司投资项目效益、市场环境、机构股东态度等知识点。

二、启发参考题

1. 公司为什么要增发股票? 增发股票的同时为什么要高分红?
2. 分析公司公布增发公告时面临的市场环境,能否成功增发受什么因素影响?
3. 公司能否选择其他融资方式? 各种融资方式有什么要求和优缺点?
4. 面对当前的情况,若增发失败,如果你是曹董事长,你将如何解决资金缺口问题? 公司面临哪些主要风险?
5. 机构投资者在公司治理中起什么作用? 如何看待本案例中机构投资者的表现?

三、分析思路

1. 公司为什么要增发股票?

福耀玻璃的主营产品为汽车玻璃,产品需求来自汽车制造商,公司发展与汽车工业发展息息相关。自2001年加入WTO之后,我国汽车工业高速发展,据中国汽车工业协会统计数据,2001~2007年中国汽车产量平均增长速度为24.02%。到2015年,中国汽车市场的总需求预计将达到2000万辆。面对中国汽车工业的良好发展势头,福耀玻璃拟扩建1050万套左右汽车玻璃产能扩张项目,对玻璃研究院进行技术改造,预计项目投资为38.75万元。从财务报表中,我们发现福耀玻璃2007年经营活动产生的现金净流量为13.72万元,假设2008年经营活动产生的现金净流量与2007年相同,并且将经营活动产生的现金净流量全部投入项目建设,则资金缺口大约为25亿元。另外,在公司发布增发公告的同时,宣布每10股派现金股利5元,2008年公司股利分配现金支出大约为5亿元,这样公司投资项目的资金缺口为30亿元,与公司预计的融资规模相同。

根据Myers 优序融资理论,企业的融资先后顺序是:先内部融资,然后是发行债券,直到因为债券发行而引起的企业财务风险达到预警区间时,才发行股票。1998年以来,福耀玻璃资产负债率居高不下,截至2007年年末,资产负债率达62.73%,近十年平均资产负债率为62.84%,在2002年甚至高达67%,不但高于国内同业水平,也高于上市公司平均水平。若这30亿元的资金采用负债方式获得,则公司的资产负债率将高达68.99%,远远超过行业平均水平和上市公司平均水平,公司首先应该采用内部融资,即2008年可能产生的经营活动现金流来支持项目扩建,余下的30亿元应采用股权融资。因为如果采用负债融资,将导致企业资产负债率进一步提高,企业的经

营风险和破产成本加大, 企业财务风险达到预警区间, 不利于企业发展, 采用股权融资不仅能获得改建项目所需的资金, 而且能改善公司资本结构, 降低公司经营风险, 降低资产负债率, 是比较恰当的选择。

(1) 公司资本结构分析

公司以较高负债率为代价的高速扩张之路导致财务压力很大, 自 1998 年以来, 福耀玻璃资产负债率就不断增大, 截至 2007 年年末, 资产负债率达 62.73%, 不但高于国内同业水平, 也高于上市公司平均水平。福耀玻璃历年资产、负债情况, 如表 1 所示, 同行业其他公司的资产负债率如表 2 所示。

表 1 公司历年资产、负债情况

Tab. 1 Assets and liabilities of Fuyao Glass Group

年份	2003-12-31	2004-12-31	2005-12-31	2006-12-31	2007-12-31
负债(万元)	195 112	341 322	434 037	467 961	593 562
总资产(万元)	350 669	522 218	655 051	750 780	946 218
资产负债率	55.64%	65.36%	66.26%	62.33%	62.73%

表 2 同行业其他公司的资产负债率

Tab. 2 Debt-to-asset ratio of other companies in the same industry

2007-12-31	总资产(万元)	总负债(万元)	资产负债率
方兴科技	77 187	51 136	66.25%
中国玻纤	850 465	572 801	67.35%
南玻 A	845 298	416 736	49.30%
鑫晶科技	402 978	181 486	45.04%
耀皮玻璃	522 072	263 215	50.42%
山东耀玻	187 138	56 465	30.17%
福耀玻璃	946 218	593 562	62.73%
平均资产负债率			53.04%

福耀玻璃公开增发不超过 1 亿股 A 股, 计划募集 31.42 亿元资金, 公司负债总额不变, 资产总额增加 31.42 亿元, 同时分配股利 5 亿元, 公司的资产负债率将降至 49.04%, 接近行业的平均水平, 并且按有利于公司今后的债权融资; 如果采用债权融资, 并且按原定计划投资项目, 公司负债总额和资产总额同时增加 31.42 亿元, 分配股利 5 亿元后, 公司的资产负债率将上升为 75%, 这在借债上有很大的难度, 即使能借债成功, 也将大幅提升公司的经营风险。(不考虑获利因素的影响)

(2) 公司财务费用分析

由于银行长短期贷款大幅增加, 福耀玻璃的财务费用呈现逐年增长态势, 利息支出从 2003 年的 0.5965 亿元增长到 2007 年的 2.42 亿元。央行为了确保宏观经济的稳定发展, 不断上调银行贷款利率, 公司面临的经营风险也将大幅提升。但令人欣慰的有两个方面: 一方面, 尽管利息支出逐年增长, 但福耀玻璃的有息负债平均利率水平并没有与银行贷款利率上调同步增长, 且低于同期银行一年期贷款基准利率, 反映了福耀玻璃的发展得到各大银行的肯定与帮助, 并给予贷款优惠; 另一方面, 尽管利息支出逐年增长, 但已获利息倍数逐年提高, 反映了福耀玻璃健康发展的良好态势, 负债这部分资产所带来的收益超过其利息支出。但是这样的财务结构蕴含着偿债和支付能力不足的风险, 一旦遇到行业不景气, 公司难免面临困境。福耀玻璃各年利息支出如表 3 所示, 1993 年以来央行历次调整利率时间及内容如表 4 所示。

表3 福耀玻璃各年利息支出

Tab. 3 Interest expense of Fuyao Glass Group

指标名称	2005-12-31	2006-12-31	2007-12-31
短期借款(元)	1 102 253 764	1 102 635 237	1 506 212 321
一年内到期的长期负债(元)	121 300 000	216 700 000	316 200 000
长期借款(元)	2 522 900 000	2 601 200 000	3 085 200 000
有息负债合计(元)	3 746 453 764	3 920 535 237	4 907 612 321
利息支出(元)	173 908 234	208 025 748	242 111 856
有息负债平均利率(元)	4.64%	5.31%	4.93%
EBIT(元)	602 341 217	872 499 145	1 221 703 384
已获利息倍数 (EBIT/利息支出)	3.46	4.19	5.05

表4 1993年以来央行历次调整利率时间及内容

Tab. 4 Time and adjustment of interest rate by the Central Bank from 1993

次数	调整时间	调整内容
12	2007年12月20日	一年期存款基准利率由现行的3.87%提高到4.14%，上调0.27个百分点；一年期贷款基准利率由现行的7.29%提高到7.47%，上调0.18个百分点
11	2007年9月15日	一年期存款基准利率上调0.27个百分点，由现行的3.60%提高到3.87%；一年期贷款基准利率上调0.27个百分点，由现行的7.02%提高到7.29%
10	2007年8月22日	一年期存款基准利率上调0.27个百分点；一年期贷款基准利率上调0.18个百分点
9	2007年7月20日	上调金融机构人民币存、贷款基准利率0.27个百分点
8	2007年5月19日	一年期存款基准利率上调0.27个百分点；一年期贷款基准利率上调0.18个百分点
7	2007年3月18日	上调金融机构人民币存、贷款基准利率0.27%
6	2006年8月19日	一年期存、贷款基准利率均上调0.27%
5	2006年4月28日	金融机构贷款利率上调0.27%，上调到5.85%
4	2005年3月17日	提高了住房贷款利率
3	2004年10月29日	一年期存、贷款利率均上调0.27%
2	1993年7月11日	一年期定期存款利率由9.18%上调到10.98%
1	1993年5月15日	各档次定期存款年利率平均提高2.18%，各项贷款利率平均提高0.82%

由以上分析可知，公司需通过股权融资来获得扩建项目所需的资金，改善公司的资本结构，降低财务费用，为公司进一步发展打下资金基础。

2. 增发股票的同时为什么要高分红？

在股权分置改革中，非流通股股东为了获得流通权，对利润分配做出承诺：

非流通股股东香港三益发展有限公司、福建省耀华工业村开发有限公司、香港鸿侨海外有限公司承诺在实施本次股权分置改革方案后，将向2006、2007、2008的年度股东大会提出满足以下条件的利润分配方案，并保证在股东大会表决时对该议案投赞成票：以现金红利形式进行的利润分配比例不低于福耀玻璃当年实现的可分配利润（非累计未分配利润）的50%。

福耀玻璃当年实现可分配利润917 210 635元，以1 001 493 166为股本，每10股分配现金股利5元，共分配现金股利5亿元，是对股改承诺的履行。

3. 分析公司公布增发公告时面临的资本市场环境，能否成功增发受什么因素影响？

2008年1月21日，中国平安推出1600亿元的融资方案，募集资金使用不明朗，没有可以向投资人充分说明的项目、无法向投资人说明投资回报，对证券市场产生巨大影响，当日大盘下跌5.14%。在平安抛出1600亿元的再融资计划吓坏了大盘也吓坏了投资者之后，众多的上市公司似乎对此视而不见，短短一个月内共有23家上市公司出台再融资方案，令人瞠目结舌，这23家公

司增发预案共涉及资金 2 043 亿元:发布增发预案的共计 16 家,拟募集资金 1 557.3 亿元;发布分离交易可转债预案的上市公司共 4 家,拟募集资金 542 亿元;发布可转债发行预案的上市公司有 2 家,拟募集资金 36 亿元。这使人认为公司是在进行恶意融资,尤其是在金融股股价被市场无限抬高之后,使得恶意融资的说法更具可信度。投资者对增发产生了抵触心理,大部分公司一旦公布增发公告,当日就跌停,成功增发的公司几乎没有。

信号理论认为,公司增发股票向市场传递了一个不好的信号“目前的股价被高估了”。总体而言,我国市场对公司增发行为的反应是负面的。在大盘上涨阶段,增发的负面反应较小,在大盘下跌阶段,增发的负面反应较大。说明增发受市场投资者情绪的影响。

如果用上证指数表示投资者情绪,可以看出,从 2007 年 10 月 16 日大盘指数达到最高点 6 012.04 至福耀玻璃增发公告日 2008 年 2 月 25 日大盘指数跌至 4 192.53,下跌 43.40%。投资者情绪处于极度悲观状态。如正文附录 2 中图 2 所示。

能否成功增发,不仅受投资者情绪的影响,还受“增发价格/二级市场价格”、增发规模等因素的影响。

4. 公司能否选择其他融资方式? 各种融资方式有什么要求和优缺点?

公司融资有股权融资和债权融资两种方式。股权融资主要有:公开增发、配股及定向增发三种方式,债权融资主要有银行贷款、发行公司债券、可转债三种方式。

股权融资的主要优点是融资费用低、融资风险也很低,但也有明显的缺点:①每股收益的摊薄效应。股票和可转换证券的发行增加了发行在外的普通股的数量,所以公告的每股收益下降,并对股价造成了不利影响。②财务杠杆利益的减少。由于债务利息在计算税收时可以抵免,而普通股股息不能,因此使用债务存在税收上的利益。增发普通股降低了杠杆率,从而企业获得的杠杆利益减少。③信号传递及不对称信息。企业筹集额外的外部资金时,意味着预期未来的现金流量会有不利变化的信号。

债权融资可以发挥税盾的作用,提高公司的财务杠杆,但每年必须按时还本付息,在利率上升的背景下,会增加公司的财务负担。

5. 面对当前的情况,若增发失败,如果你是曹董事长,你将如何解决资金缺口问题?

福耀玻璃此次筹集资金符合企业基本战略规划,跟企业基本面相匹配,所筹资金主要用于 1 050 万套左右汽车玻璃产能扩张项目,意图是产后汽车玻璃产能将达 2 200 万套左右,增长近 1 倍,也为公司未来 500 亿元销售额的目标奠定坚实基础。

在这三种方式的选择上,配股是一种既能让融资者获得合理的融资金额(而非恶意圈钱)、又能保护投资者利益的融资方式,配股的方式不仅将控股股东的利益与公众投资者的利益捆绑在了一起,而且,为了配股能够成功发行,上市公司推出的配股价格就必须是一个相对合理的、能够被公司原股东所接受的价格。这样的方式比较容易被中小股东接受,但是如果大股东现金流不足,承诺认配数量很少,中小股东也会放弃认配的权利。对于福耀玻璃来说,如果大股东现金流充足,这是一种可以考虑的方法。

定向增发对于福耀玻璃目前的情况来说,如果能找到有意向的机构投资者,不失为明智之举。这样能缓解公司目前的资本金压力,使得筹划的八个项目能够按时上马。

如果无法通过股权融资取得资金,就福耀玻璃目前的情况,不建议采用债权融资,可以暂缓改建项目,等时机成熟再进行改建。

根据中国汽车工业协会的统计数据,2007 年度我国汽车产量过 888 万辆,同比增长 22.02%。报告期内,公司 OEM 汽车玻璃销售同比增长 23.78%,高于汽车行业的增长速度,国内市场份额进一步增长,汽车玻璃国际 OEM 销售同比增长了 130.06%,新市场成长快速。另外,2006 年动工的北京汽车玻璃项目、广州汽车玻璃项目、海南汽车级浮法玻璃项目按照原计划于 2007 年 8 月~10 月陆续投产,这为 2008 年业绩的稳定增长奠定了良好基础。同时路虎公司和另一家知名国际汽车生产商均有极大的可能大幅增加与福耀玻璃的订单。公司通过经营活动产生的现金流量可以

支持部分改建项目。

6. 机构投资者对公司治理的影响

2004年12月7日,证监会发布《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》,试行上市公司重大事项社会公众股股东表决制度。上市公司向社会公众增发新股、发行可转换公司债券、向原有股东配售股份,重大资产重组,股东以股抵债,重要附属企业到境外上市,上市公司发展中对社会公众利益有重大影响的相关事项这五大事项,必须经全体股东大会表决通过,并经参加表决的社会公众股股东所持表决权的半数以上通过。

长期以来,由于我国资本市场一股独大的股权结构,导致社会公众股股东难以对公司进行有效监督,大股东侵害上市公司利益的情况时有发生,不利于上市公司内部治理结构的完善。分类表决制度的出台能够有效保护社会股股东的利益,机构投资者占流通股一半以上比例,在分类表决制度中发挥着重要作用,但是机构投资者在业绩考核的压力下,会面临流通股股东的短期利益与公司长远发展的矛盾冲突,无法对上市公司的公司治理进行理性监督。这主要是因为我国目前的基金考核机制从两方面影响着基金经理的决策行为:

(1)主要运用基金的短期业绩排名指标来考核基金经理业绩,按照一年甚至更短时间的净资产收益率来评价一位基金经理,促使基金经理强调短期业绩,忽视长期收益,参与公司重大决策也主要考虑给基金带来的短期回报率而非长期回报率。

(2)基金市场上存在着代理人问题,基金经理的业绩排名决定他们的从业机会,他们更多地关注和同行之间的业绩比较,而不是绝对的业绩。因此,一般的基金经理都会模仿最优基金的投资组合,如随大流或者使自己的资产组合尽可能靠近市场关注的参照标准。由此,被市场非理性因素主导,抛出近期表现不佳的股票,买进表现好的股票,此时他们并不关心该股票是否已经高估或者低估。在参与公司治理时,也是关注该决策会如何影响该公司股票在二级市场的表现。这也是机构投资者否决福耀玻璃正常的融资需求的真实原因。

本案例中机构投资者同样如此。从表5可以看出,2007年12月31日福耀玻璃的前十大流通股股东在半年内,五家基金减持福耀玻璃股份,四家基金已不在前十大名单中,而到2008年9月30日时,六家基金退出前十名名单,两只基金持股比例再次下降。在这十大大股东中,持股中唯一不变的是发起人法人股东福建省外贸汽车维修厂,可见基金持股的短期性。

表5 福耀玻璃前十大流通股股东持有流通股比例变化

Tab. 5 Changes in the holding proportion of circulating shares of the top 10 shareholders

十大流通股股东名称	2007-12-31	2008-03-31	2008-06-30	2008-09-30
中国工商银行-南方绩优成长股票型证券投资基金	11.30%	10.80%	-	-
中国银行-嘉实稳健开放式证券投资基金	5.16%	4.73%	4.21%	3.94%
中国工商银行-华安中小盘成长股票型证券投资基金	4.18%	3.70%	3.58%	3.39%
中国银行-南方高增长股票型开放式证券投资基金	3.70%	3.25%	3.25%	-
福建省外贸汽车维修厂	3.65%	3.36%	3.36%	3.36%
汉盛证券投资基金	3.25%	2.44%	2.41%	2.41%
全国社保基金一零一组合	2.70%	2.38%	-	-
中国银行-大成蓝筹稳健证券投资基金	2.46%	2.26%	-	-
中国工商银行-诺安股票证券投资基金	2.28%	-	1.75%	-
中国工商银行-南方避险增值基金	2.23%	-	-	-
合计	40.91%	32.92%	18.56%	13.10%

注:“-”表示已不在前十大流通股股东名单中。

四、建议的课堂计划

本案例教学时间为90分钟,具体分配建议如下:开场白与案例背景(10分钟)、为什么增发(20分钟)、各种融资方式比较(20分钟)、增发失败的对策(10分钟)、公司面临的风险分析(10分钟)、机构投资者的表现(15分钟)、点评及总结(5分钟)。

可在事先了解学生背景的基础上,首先请对股票市场兴趣浓厚的学生介绍2008年新年后的股票市场背景和公司背景及增发具体情况,接下来可让学生投票:支持或反对公司增发。然后让支持增发的学生分析原因,让反对的学生分析反对增发的原因。教师引入Myers优序融资理论、分析各种融资方式的利弊,对两派学生的观点进行分析。板书安排在中间黑板,主要写两派观点、各种融资方式的利弊。

接下来讨论公司取消增发会带来什么样的后果。首先让学生投票支持或反对取消增发,然后分析取消增发对股票、公司的影响,取消增发后如要继续投资,资金的解决途径及企业面临的风险。板书安排在左黑板,主要写取消增发对公司及股票的影响。

最后讨论福耀玻璃增发事件中机构投资者的角色,进而对公司治理机制的完善进行讨论。板书安排在右黑板。

也可考虑让学生进行角色扮演,分别扮演赞成和反对增发的董事,模拟公司董事会召开的情景。

案例结束时可介绍事件发展的最后结局,公司取消增发,股票继续下跌,公司是如何解决投资项目及其资金需求的。

五、后续进展

增发方案取消后,上海证券交易所即发函给公司,对此事予以关注,并要求公司进行书面解释。

增发方案取消后,公司陆续利用自有资金和银行借款投资了这些项目。由于资金紧张,公司严格控制项目投入资金,很多项目的扩建都根据公司的需要进行,但由于控制得当,最后实际没有投入那么多钱。有些项目则压缩规模,如福耀玻璃(湖北)有限公司年产350万套汽车玻璃项目,到2010年3月为止只建成了100万套产能,有些项目则放慢进程,如福耀集团上海汽车饰件有限公司汽车配套玻璃总成用装饰零部件项目到现在还仅在筹建阶段。