
案例正文：

春兰与格力的差距为何越来越大？¹

摘要：春兰与格力当初都是以空调起家的企业，并先后在上海与深圳证券交易所上市。但十多年后，两家公司的境况大相径庭，格力已跃居世界名牌，春兰则每况愈下。本案例采用对比的方式展现伴随这一变化的诸多企业内部因素，包括财务决策、战略选择、渠道模式、股权结构、公司治理及大股东行为。以此引导学生综合思考企业成长背后的影响因素，理解各种因素之间的联系。

关键词：财务决策；公司战略；股权结构；公司治理

0 引言

1995年8月，在首都北京举办了第50届国际统计大会。大会组委会命名了一批企业为某类产品的大王。春兰集团被授予“中国空调大王”的荣誉称号。当时的春兰空调，如日中天，连续多年居于行业首位，是中国第一个产销量超百万台的空调生产企业，紧跟其后的是格力电器。

2009年，格力入选中国世界纪录协会世界家用空调产销量世界第一，创造了多项世界之最、中国之最。2009年，空调市场的品牌关注度格局依然呈现一家独大的局面，格力以48.7%的关注度占据近半壁江山。此时的春兰早已淡出人们的视野，成为空调行业的二线品牌，其上市公司的名称前面早就戴上了“ST”的帽子。

当年空调界的老大、老二，如今为何差异如此之大？

1 公司简介

1.1 格力一览

1985年，珠海市政府决定以公司为主体开发北岭工业区，由此设立了珠海经济特区工业发展总公司——珠海格力集团公司（以下简称格力集团）的前身。肩负发展特区工业，壮大珠海实力的使命，格力集团在荒地上开发工业区，带动

-
1. 本案例由中山大学管理学院汤光华、程静雅、杨庆森、赵星辰撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
 2. 本案例由中国管理案例共享中心提供。
 3. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种管理行为是否有效。

了房地产项目的兴起和贸易的发展，并先后创立了珠海格力电器股份有限公司、珠海罗西尼表有限公司和珠海格力房产有限公司等一批有实力的企业。经过 20 余年的发展，格力集团已成为珠海市目前规模最大、实力最强，以工业为主导，商贸和房地产为两翼综合发展的集团公司，经营范围涉及企业和企业成员自产产品及相关技术的出口及生产、科研所需原辅材料、机械设备、仪表仪器、零配件及相关技术的进口和房产开发。继格力电器在深交所上市之后，2009 年 9 月 1 日，格力集团以持有的格力房产及格力置盛的股权，获得海星科技定向增发 2.4 亿股，持股比例增至 51.94%，标志着格力地产间接上市，格力集团也成为珠海第一个拥有两家上市公司的企业集团。

珠海格力电器股份有限公司的前身是珠海市海利冷气工程股份有限公司（以下简称海利冷气），1989 年经珠海市工业委员会、中国人民银行珠海分行批准，由珠海经济特区发展总公司发起，将其下属企业改组并向社会募集一定股份后成立。1991 年，海利冷气进行增资扩股，并更名为珠海格力集团电器股份有限公司。公司于 1992 年再次扩股，于 1994 年 5 月更名为珠海格力电器股份有限公司。

成立初期的格力电器是一家默默无闻的小企业，只有一条简陋的，年产量不超过 2 万台窗式空调的生产线。当时正值中国空调行业的市场进入阶段，格力电器抓住了行业发展的契机，研发出一系列适销对路的产品，逐渐占有了一定的市场，截至上市前，格力电器已形成了以生产空调为主，干衣机、电风扇为辅的产品格局。1996 年 11 月 18 日，格力电器于深圳证券交易所上市。上市时，格力集团持股 60%，格力房产持股 10%，分别为公司的第一、第二大股东。上市之后，格力电器进一步大展拳脚，进入了前所未有的发展阶段，在保证产品生产的同时，致力于市场的拓展，逐步形成了产量、销量、销售收入、市场占有率稳居国内行业第一的领头地位，先后荣获“国际最佳品牌奖”，“中国驰名商标”，“中国名牌产品”荣誉，已拥有珠海、重庆、合肥、巴西、巴基斯坦、越南 6 大生产基地，4 万多名员工。

1.2 春兰一览

1985 年 10 月 6 日，春兰集团的前身——江苏泰州冷气设备厂主帅易人。32 岁的陶建幸走马上任，接过帅印。此时，这家地方小国营企业拥有固定资产 200 万，年产值不足 1000 万元，职工人数 1000 人。

1986 年，春兰进行了第一次较大规模的技术改造，同年即扭亏为盈，企业由此走上振兴之路。1989 年 12 月，泰州制冷机厂以其全部资产与香港钟山有限公司部分出资合资组建江苏春兰制冷设备有限公司（以下简称春兰制冷），注册资本 1246 万美元，其中中方股份 75%，港方股份 25%。春兰制冷成立之后迅速

建成了国内一流的全性能空调生产线，包括全套热交换器生产设备，全静电喷涂生产线，窗式、落地式、壁挂式空调装配线和自动检测线，专门生产以“春兰”牌为注册商标的系列空调产品。从此公司迎来了高速发展时期，其空调产品的市场占有率、品牌知名度不断提升。

1994 年 3 月，春兰制冷与泰州春兰特种空调器厂（以下简称春兰特种，春兰集团旗下全资子公司）、泰州春兰制冷设备销售公司（以下简称春兰销售，春兰集团旗下全资子公司）作为发起人，并向社会公众公开募集设立江苏春兰制冷设备股份有限公司（以下简称春兰股份），4 月春兰股份在上海证券交易所正式挂牌上市。上市时，春兰股份生产的“春兰”系列空调产品产销量及国内市场占有率位居全国第一，公司的经营范围涉及设计、制造和销售春兰牌空调制冷产品及配套设备。

1994 年开始，春兰集团开始迈开多元化扩张的步伐：1994 年投入近 20 亿元的巨资强力启动摩托车项目，1994 年底，就向市场推出了“春兰虎”和“春兰豹”两款高档摩托车。1996 年与韩国 LG 集团开始合资生产电冰箱，并将产品线延伸到洗衣机、除湿机行业。1997 年兼并南京东风汽车有限公司，易名为南京春兰，进入中型卡车市场。同年，春兰正式成立能源研究中心，采购大批设备开始研发新能源技术。1998 年，春兰在收购的基础上建成了无锡春兰电视机厂生产春兰牌电视。90 年代中后期，春兰还进入 IT 产业，开发出春兰系列电脑，进入贸易及金融投资业，在金融投资业方面，春兰计划组建由春兰银行、春兰投资公司、春兰证券公司等构成的金融集群。

从 1999 年开始，春兰空调的销售量开始下滑，其影响力不断地降低。据监测到的空调销售数据显示，春兰空调销售量 2005 年为 75 万套，2006 年为 70 万套，2007 年降至 55 万套。如今春兰空调已跌出行业前十名，销量不及行业老大的 1/10。

2 两家股份公司的财务状况与行为

同是集团内的明星企业，同是以空调的生产和销售为主业的上市公司，格力和春兰，上市 10 余年，画出了两道相去甚远的成长与盈利轨迹。

2.1 盈利基本数值

表 1 两股份公司盈利基本数值 单位:万元
TABLE I Basic Statistics of The Two Companies

年份	主营业务收入			总资产			利润总额		
	格力	春兰	倍数 (格力/ 春兰)	格力	春兰	倍数(格 力/春兰)	格力	春兰	倍数 (格力/ 春兰)
1994	111,147	155,497	0.71	84,820	86,538	0.98	9,526	22,241	0.43
1995	256,410	179,710	1.43	109,924	102,491	1.07	18,330	24,514	0.75
1996	284,122	196,894	1.44	184,274	128,382	1.44	21,929	28,506	0.77
1997	345,166	167,215	2.06	197,957	136,685	1.45	24,781	28,902	0.86
1998	361,784	191,431	1.89	292,573	194,336	1.51	25,693	35,453	0.72
1999	432,694	194,737	2.22	342,386	232,372	1.47	27,005	31,424	0.86
2000	617,772	182,498	3.39	578,582	256,100	2.26	29,956	31,763	0.94
2001	658,798	176,223	3.74	692,228	410,181	1.69	32,354	28,974	1.12
2002	702,969	174,089	4.04	714,416	360,813	1.98	35,370	14,900	2.37
2003	1,004,238	321,661	3.12	828,908	453,651	1.83	39,485	8,869	4.45
2004	1,383,262	322,584	4.29	1,276,066	460,621	2.77	50,475	1,660	30.41
2005	1,824,813	322,394	5.66	1,268,120	488,331	2.6	61,154	-2,417	-
2006	2,635,792	240,856	10.94	1,663,458	422,462	3.94	84,875	-15,290	-
2007	3,804,131	197,539	19.26	2,554,796	392,456	6.51	142,637	-44,886	-
2008	4,219,972	94,055	44.87	3,056,472	286,033	10.69	240,625	-3,283	-

从表 1 中可以看出,1994 到 1995 年格力的主营业务收入有一次很大的飞跃,增幅达 131%,之后一直以较高速度增长,除个别年份外,增长率都在 30%--50%之间。

春兰 1994 年的主营业务收入为 15.54 亿元,1995 年上升到 17.97 亿,增幅约 16%,1998 年前后均在 19 亿附近,之后又缓慢下降。2002 年时该值为 17.40 亿,仅为其 1995 年的水平。2003 年,主营业务收入突然增加到 32.17 亿元,之后在该水平稳定了 2 年。2006 年又开始大幅下降。2006—2008 三年,年均降幅达 33.68%,2008 年主营业务收入为 9.4 亿,仅为其 1994 年的 60%。

相对于格力主营业务收入的高速增长,春兰的增长显得十分缓慢,1994 年时,格力的主营业务收入仅为春兰的 71.4%,2000 年,却已经变成了春兰的 3.38 倍,2008 年更是达到了春兰的 45 倍之多。

从总资产角度来看,1994 年,两公司资产总量相近。2001 年以前,两公司的总资产都一直以较快速度增加,但格力的增速明显高于春兰。2001-2008 年间,除 2005 年一年有 1%的降幅外,格力均保持高速的增长。而春兰在 2001-2005 年内,总资产额在 40 多亿徘徊。2006--2008 年,春兰的总资产连续三年下降。到

2008 年，两公司的总资产，已由 1994 年的春兰略高于格力，转变成了格力是春兰的 10 倍以上的局面。

从利润总额角度来看，1994-1998 年，格力、春兰的利润总额均保持增长。格力在 1995 年利润总额有 92% 的增长。之后 3 年，两公司该值的增长速度相近，分别为 11.9% 和 13%。格力在 1999 年之后继续保持增长，1999-2003 五年间年平均增长 8.97%。2004 年开始，其利润总额的增长率明显加快，当年增长率为 28%，2007、2008 两年更是分别达到了 68% 和 69%。春兰则从 1999 年开始下滑，且呈一溃千里之势，2007 年亏损 4.48 亿元。

2.2 综合盈利能力

综合盈利能力即传统的基于权责发生制的盈利能力指标，主要包括销售净利率、净资产收益率（ROE）和总资产收益率（ROA）指标，见表 2 及图 1。

表 2 两公司综合盈利能力指标值

TABLE II The Comprehensive Profitability Indexes of The Two Companies

年份	销售毛利率（%）		净资产收益率（%）		总资产收益率（%）	
	格力	春兰	格力	春兰	格力	春兰
1995	28.13	20.1	56.77	44.4	23.72	24.7
1996	28.46	20.4	33.51	39.2	15.33	24.5
1997	27.02	20	32.9	31.2	14.75	20.8
1998	28.09	25.2	22.09	19.3	10.32	20.3
1999	21.65	26.3	21.68	17.2	7.64	14.6
2000	27.49	27.5	15.75	15.3	5.79	13
2001	21.9	23.6	15.82	7.9	4.77	8.6
2002	20.79	21	16.17	4.1	4.58	3.7
2003	17.57	18.6	15.53	2	4.38	2.4
2004	16.51	17	17.24	0.3	4.43	0.5
2005	18.49	16.3	18.72	-0.9	4.88	-0.3
2006	18.26	20.1	20.18	-7.2	5.59	-3.4
2007	18.13	18.9	22.56	-13.1	6.41	-10.9
2008	19.74	7.41	26.79	0.56	8.36	-0.95

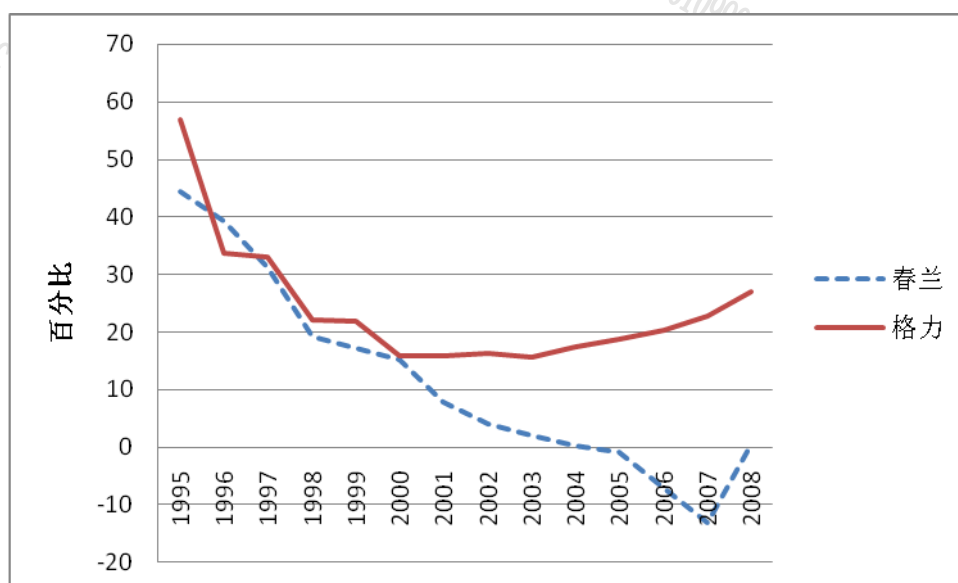


图 1 两上市公司的净资产收益率比较图

Figure 1. The Comparison Of Rate of Returns on Net Asset between The Two Companies

在销售毛利率上，两公司不相上下，甚至大部分时间春兰还略优于格力。在净资产收益率上，两公司在 2001 年之前取值相近，变化趋势也相似。2001 年之后，格力开始逐步回升，春兰则继续下降。在总资产收益率上，两公司在 1994—2001 年都有明显的下滑，格力从 10.83% 下降到 4.28%，春兰从 27.73% 下降到 2.98%，格力的降幅明显小于春兰。之后，格力维持稳定，并逐渐上升，春兰则继续下降。

总的来说，1994-2000 年，两公司的盈利能力指标都有所下降，行业内竞争加剧可能是其主因。不过从 2001 年开始格力的盈利指标就开始转稳并逐渐回升，而春兰的盈利指标却呈现出加速下滑之势。

2.3 流动性指标

表 3 两公司的流动性指标值

Table III Liquidity Indexes of The Two Companies

年份	流动比率		速动比率		预收账款/营业收入(%)		应付款项/总资产(%)	
	格力	春兰	格力	春兰	格力	春兰	格力	春兰
1995	0.93	1.16	0.51	1.01	7.46	0	33.40	19.47
1996	1.09	1.23	0.61	1.06	6.51	0	27.20	21.46
1997	1.12	1.46	0.55	1.38	4.64	0	34.63	25.27
1998	1.22	1.83	0.63	1.71	15.05	0	51.05	11.08
1999	1.19	1.78	0.61	1.66	14.38	0	56.70	14.98
2000	1.23	2.02	0.85	1.93	15.42	0.02	62.14	20.26

2001	1.19	2.5	0.97	2.37	24.12	0.18	65.11	14.77
2002	1.16	4.8	1	4.59	18.24	0.12	62.10	7.11
2003	1.13	2.36	0.93	1.72	8.43	2.09	63.87	25.75
2004	1.02	2.28	0.67	1.72	15.66	0.63	56.47	28.26
2005	1	2.11	0.68	1.64	10.08	1.49	53.30	29.67
2006	1.01	2.15	0.58	1.2	12.19	3.17	59.81	31.68
2007	1.07	1.85	0.7	0.89	12.14	5.77	52.90	30.10
2008	1.01	3.31	0.8	1.03	13.87	9.17	46.69	12.62

表 3 显示，在流动比率和速动比率上，春兰的数值总体高于格力，这种现象在 2000 年之后表现得尤为明显。同时，春兰的数值表现出较大的波动性。在预收账款占营业收入的比率上，格力一直高于春兰。春兰在 2000 年以前几乎没有预收账款。在应付款项（包括应付票据、应付账款）占总资产的比率上，格力 1995 年到 2008 年间的均值为 51.81%。

2.4 费用率

表 4 两公司的费用率

Table IV Expense Ratios of The Two Companies

年份	销售费用率(%)		管理费用率(%)		总费用率(%)	
	格力	春兰	格力	春兰	格力	春兰
1995	14.61	5.62	4.31	1.60	20.78	6.57
1996	17.19	5.93	3.63	1.69	21.04	7.47
1997	15.29	3.10	4.50	2.09	20.79	4.40
1998	16.70	7.67	4.45	2.40	21.04	9.06
1999	11.72	8.60	3.12	1.88	14.36	10.33
2000	20.47	8.06	2.34	2.41	22.33	10.51
2001	14.77	3.15	2.39	4.11	16.91	7.13
2002	13.50	4.98	2.53	7.01	15.54	11.60
2003	12.16	11.20	2.68	3.84	14.30	15.32
2004	11.48	12.20	2.95	3.48	14.15	15.84
2005	12.67	11.89	3.17	4.28	16.33	16.47
2006	11.20	20.00	3.04	4.40	14.22	24.32
2007	11.44	26.95	2.29	5.66	13.70	32.83
2008	10.47	20.28	3.02	14.36	13.70	35.04

在期间费用上，两公司的财务费用都很少，这是两公司都很少进行债务融资的结果。在销售费用率和管理费用率上，两公司的趋势迥异，格力在 2000 年之

前，总费用率维持在 20%左右，明显高于春兰，2000 年之后开始逐步下降。春兰的费用率前低后高，特别是销售费用率在 2003 年大幅上升。

2.5 资产结构

表 5 两公司的资产结构比率值

Table V Asset Structure Ratios of The Two Companies

年份	流动资产占总资产比率(%)		长期股权投资占总资产比率(%)		其他长期资产占总资产比率(%)	
	格力	春兰	格力	春兰	格力	春兰
1995	64.03	60.73	0.00	0.00	35.97	39.27
1996	73.75	60.45	0.00	0.00	26.25	39.55
1997	73.60	59.93	0.00	0.00	26.40	40.07
1998	80.12	46.24	0.03	36.13	19.85	17.63
1999	80.90	55.11	0.03	22.69	19.07	22.20
2000	88.08	57.61	0.33	22.20	11.59	20.19
2001	88.77	57.24	1.40	12.64	9.83	30.12
2002	86.01	55.80	2.03	12.77	11.96	31.42
2003	83.11	67.29	1.96	9.53	14.93	23.18
2004	81.24	68.73	2.83	9.25	15.93	22.02
2005	77.66	66.62	2.95	8.65	19.39	24.73
2006	78.82	71.93	0.01	5.57	21.17	22.51
2007	82.24	71.81	0.00	5.87	17.76	22.32
2008	76.16	61.11	0.00	7.40	23.84	31.49

在资产结构上，相对于春兰，格力拥有较大比例的流动资产和较少比例的长期股权投资及其他形式的长期资产。两公司的流动资产占总资产比率和其他长期资产占总资产率上均较为稳定，格力两比率的均值分别为 79.61%和 19.57%，春兰则分别为 61.47%和 27.62%。格力的长期股权投资占总资产的比率一直很低且很稳定，均值为 0.83%，春兰该指标却呈现出很大波动性，1998 年从 0 一跃至 36.13%，之后有逐步下降的趋势，其均值为 10.91%，远高于格力。

2.6 股利分配

格力电器历年的股利分配情况见表 6。

表 6 格力的股利分配情况表

Table VI Dividend Distribution Statistics of GREE

年份	股利政策	派现金额 (万元)	每十股派现 (元)	每股收益 (元)	每股经营活动 产生现金流量 净额 (元)	派现金额/经营 活动产生现金 流量净额 (%)
1996	派现	15000.00	10	1.24	3.71	26.95
1997	未分红	0.00	-	1.32	4.02	0
1998	派现	13008.00	4	0.66	2.95	13.56
1999	派现	13008.00	4	0.705	3.25	12.31
2000	派现	14318.40	4	0.76	4.52	8.85
2001	派现	17182.08	3.2	0.51	3.21	9.97
2002	派现	17182.08	3.2	0.55	3.42	9.36
2003	派现	17719.02	3.3	0.63	4.05	8.15
2004	派现	20403.72	3.8	0.78	4.55	8.35
2005	转增加派现	21477.60	4	0.95	5.07	7.89
2006	转增加派现	25047.90	3	0.78	3.87	7.75
2007	转增加派现	25047.90	3	1.58	6.74	4.45
2008	派现	37571.85	3	1.57	0.29	103.45

上表显示, 格力电器的每股派现相当稳定, 除 1996 年每十股派现 10 元、1997 年未分红外, 其余年份每十股派现金额都在 3 到 4 之间。派现金额的总量呈稳步上升的态势。

表 7 列示的是春兰股份历年股利分配情况。

表 7 春兰的股利分配情况表

Table VII Dividend Distribution Statistics of Chunlan

年份	股利政策	派现金额 (万元)	每十股派现 (元)	每股收益 (元)	每股经营活动 产生现金流量 净额 (元)	派现金额/经营 活动产生现金 流量净额 (%)
1995	送股加派现	8640.00	7.2	1.8	-	-
1996	送股加派现	10560.00	8	1.93	-	-
1997	送股加派现	9504.00	6	1.73	-	-
1998	送股加派现	9424.80	4	1.26	0.5069	78.91
1999	派现	15315.30	5	0.865	0.1111	450.05
2000	派现加转增	6126.12	1.67	0.87	0.4831	34.57
2001	派现	15583.76	3	0.482	0.474	63.29
2002	派现	5194.59	1	0.23	-0.419	-23.87
2003	派现	2597.29	0.5	0.118	-0.0524	-95.42
2004	派现	519.46	0.1	0.015	0.3378	2.96
2005	不分配	-	-	-0.05	0.2681	0
2006	不分配	-	-	-0.38	-0.3474	0

2007	不分配	-	-	-0.61	-0.17	0
2008	不分配	-	-	0.0233	0.31	0

从表中可以看出，与格力稳定的股利政策相比，春兰的股利政策显得起伏不定。1995—1999 年春兰每股派现金额一直下降，但每年都有送股。2000—2001 年现金股利出现有一次大的增长，2002 年—2004 年间则迅速下降，2005 年亏损后便不再派现。

3 两公司的战略选择—专业化VS多元化

两公司在战略上的最大差异表现在，格力走专业化发展道路，春兰则向多元化方向发展。先让我们通过两家上市公司上市之后的主要投资活动来展现各自的业务发展轨迹。

3.1 两公司募集资金使用情况

格力电器在 1996—2008 年间进行过两次配股和一次增发，其中 1997 年配股募集资金 27089 万元，2000 年配股募集资金 44954 万元，2007 年增发新股募集资金 113506.32 万元。

从公司公布的资金使用情况来看，除了 2007 年增资财务公司，其他绝大部分基本上都按募集资金计划得到了比较合理的使用。

春兰股份从 1994 年股票上市至 2006 年，共进行了三次较大规模的募集资金活动。1994 年首次公开发行股票，共募集 23688.90 万元。其中与西安庆安公司合资生产空调用制冷压缩机投入的 3 1 2 5 万元与空调相关，仅占募集资金总量的 13%。其余资金全部用在了支持关联方春兰集团、香港正大投资公司、泰州纺织机械厂的摩托车业务上。

1998 年，春兰股份实行配股共募集资金 44550 万元，扣除股东实物资产作价 29106 万元和配股承销费用 371.25 万元，实际募集资金为 15072.75 万元。其中 11130 万元用于参股设立江苏春兰洗涤机械有限公司，占了实际募集资金比例的 73.8%。真正用于补充流动资金和研发的仅 3942.75 万元。而大股东是以实物资产入股的。

2001 年，春兰股份增发股票共募集资金 114000 万元，扣除发行费用 2309.53 万元，实际募集资金 111690.47 万元。募得资金加上春兰股份自有资金 529.37 万元全部用于了对春兰集团下属子公司的收购和增资上。具体明细是：收购春兰空调器厂花去 74054.19 万元，收购春兰制冷技术研究所用了 8165.65 万元，增资春兰电子商务公司用了 30000.00 万元。

3.2 两公司的重大投资项目

表 8 显示的是格力上市以来所开展的重大投资项目。

表 8 格力重大投资项目表
Table VIII Major Investments of GREE

时间	项目	资金来源/金额	合作伙伴或交易对手	投资目的
1996 年	参股设立丹阳格力电器股份有限公司（持股 65%）	非募集资金及其他资产作价 /382.2 万美元	江苏黄河纽士威电器有限公司、香港千钜有限公司	生产空调器压缩机
1998-1999 年	改造多条生产线，设立测试中心等	1997 年配股及借款/27089 万元	本公司	技术改造
2000-2001 年	改进两个研发中心及两条生产线	2000 年配股 /17650 万元	本公司	技术改造
2000-2001 年	设立格力电器(巴西)有限公司（持股 100%）	2000 年配股 /12000 万元	本公司	生产和销售格力空调器
2001 年	设立格力电器(重庆)有限公司(持股 97%)	非募集资金/2910 万元	未说明	生产和销售格力空调器
2001 年	设立上海格力空调销售有限公司（持股 90%）	非募集资金/180 万元	未说明	负责上海市场的营销管理
2002 年	增资重组珠海珠光企业集团财务有限责任公司(持股 30%)	非募集资金 /10500 万元	格力集团及其控股子公司珠海格力石化、格力罗西尼表业、格力置业、格力电工、格力新元电子原件厂	借机涉足金融行业，对成员单位办理咨询、代理、交易款项收付、内部结算等业务
2004 年	受让珠海凌达 70% 的股权，珠海格力小家电 75% 的股权，珠海格力电工 70% 的股权，珠海格力新元 80% 的股权	非募集资金 /14840 万元（其中格力小家电有限公司为无偿受让）	格力集团	整合格力集团内与格力相关的资源，完善供应链体系
2005 年	投资设立格力电器（重庆）电子科技有限公司（持股 97%）	未说明，注册资本 200 万元	本公司	制造、销售家用空调器、控制器、电风扇，清洁用具等；房屋租赁；货物、技术进出口
2005 年	投资设立香港格力电器销售有限公司（持股 100%）	未说明，注册资本 10 万港币	本公司	进出口贸易
2006 年	收购珠海凯邦电机制造有限公司 100% 股权	非募集资金/1186 万元	珠海凯邦电机制造有限公司	电器机械的开发、生产和销售
2006 年	投资设立格力电器（合肥）有限公司（持股 100%）	未说明，注册资本 150000 万元	本公司	生产、销售空调器、压缩机、小家电及配套产品，相关货物、技术进出口
2006 年	收购珠海凌达 30% 的股权，珠海格力电工 30% 股权（持股增至 100%）	非募集资金/590 万元	香港千钜有限公司	减少与大股东的关联关系
2007 年	竞买珠海格力集团财务有限公司 3.92% 股份	非募集资金/147 万元	珠海市振戎公司	对成员单位办理咨询、代理、交易款项收付、内部结算等业务

2007 年	竞买珠海格力集团财务有限公司 16% 股份	非募集资金/5982 万元	珠海格力置业股份有限公司（10%） 珠海格力罗西尼表业有限公司（6%）	办理咨询、代理、交易款项收付、内部结算等业务，减少关联交易
2007-2008 年	新增空调产能项目和压缩机技术改进项目	2007 年增发新股 /115615 万元	本公司	技术改造
2008 年	单方面增资珠海格力集团财务有限公司（持股增至 88.31%）	非募集资金 /121900 万元	本公司	格力集团持股比例下降，减少与大股东的关联关系，增强公司独立性
2008 年	投资设立格力电器（深圳）有限公司（持股 90%）	未说明，注册资本 500 万元	本公司	空调、小家电的销售、安装、维修
2008 年	投资设立格力电器（珠海）有限公司（持股 100%）	未说明，注册资本 500 万元	本公司	家用电器的批发、零售、安装和维修
2009 年	参股设立珠海格力大金精密模具有限公司（持股 51%）	非募集资金/2956 万美元	日本大金工业株式会社	涉足空调、模具行业，涵盖原材料采购、零部件开发和空调整体技术
2009 年	参股设立珠海格力大金机电设备有限公司（持股 51%）	非募集资金/3816 万美元	日本大金工业株式会社	涉足空调、模具行业，涵盖原材料采购、零部件开发和空调整体技术

资料来源：据 Wind 数据库资料综合整理

从上表中可以看出，格力上市至今共有重大投资近 20 项，涉及投资金融超过 53 亿元，在所有投资项目中，除无偿受让格力小家电有限公司股份与增资珠海格力集团财务有限公司外，其余项目均与空调器的生产与销售有密切关系。其中，用于技术改造类投资达 10 亿元以上，占总投资约 20%；用于直接扩充空调器产能及开拓市场类投资达 21 亿元，占总投资约 41%，包括投资 1.2 亿元设立格力电器（巴西）有限公司，开拓国际市场；用于收购集团公司上下游业务，或与其他公司合作整合产业链资源，生产配套设施和核心组件空调器压缩机的投资达 7 亿元，占总投资的约 14%。在所有投资项目中，约 6%的投资是与格力集团

或集团公司旗下子公司合作完成的,另外 10%主要是与日本大金会社合作投资模具及机电生产公司,剩余约 84%的资金投入均是格力独立完成,而上述所有投资的项目,格力最终都取得了控股股东的地位。

在众多投资项目中,增资格力集团财务有限公司是与空调生产销售的主业相差较远的一项,格力通过一次增资重组,两次股份竞买和一次单方面增资,共投资约 14 亿元于该财务公司,最终取得该财务公司 88.31%的股权。该项投资占总投资额的约 26%,甚至超过公司用于技术改造的投资。根据 2008 年格力与集团公司签订的《金融服务框架协议》,财务公司为格力集团提供高效安全的金融服务,包括存贷款、结算及其他业务,扮演着集团内部金融中心的角色。

表 9 显示的是春兰上市至今所开展的重大投资项目。

表 9 春兰重大投资项目表
Table IX Major Investments of Chunlan

时间	项目	资金来源/金额	合作伙伴或交易对手	投资目的
1994 年	参股组建西安庆安宇航设备有限公司 (持股 25%)	IPO/3125 万元	西安庆安宇航设备公司 (后更名为西安庆安冷机有限公司)	生产空调器压缩机
1995 年	参股设立江苏春兰机械制造有限公司 (持股 40%)	IPO/7312 万元	泰州纺织机械厂 香港 正大投资公司	生产摩托车发动机机体及纺织机械
1995 年	参股设立江苏春兰动力机械制造有限公司 (持股 30%)	IPO/7465 万元	春兰集团 香港 正大投资公司	生产摩托车发动机
1995 年	参股设立江苏春兰摩托车有限公司 (持股 35%)	IPO/5171 万元	春兰集团 香港 正大投资公司	生产摩托车
1998 年	受让苏州春兰空调器有限公司 75%的股份 (持股 75%)	1998 年实物资产作价配股/14590 万元	春兰集团	制造及销售空调制冷设备
1998 年	受让泰州春兰电子有限公司股份 (持股 39.58%)	1998 年实物资产作价配股/14516 万元	春兰集团	生产及销售电子原器件
1998 年	参股设立江苏春兰洗涤机械有限公司 (持股 45%)	1998 年配股/11130 万元	江苏春兰电器有限公司 (春兰集团下属子公司)	生产和销售洗涤机械
1999 年	受让西安冷机有限公司 8%的股份 (持股增至 33%)	非募集资金/1451 万元	庆安集团有限公司	生产空调器压缩机
1999 年	发起组建西安庆安制冷设备股份有限公司 (持股 28.51%)	以原持有西安冷机有限公司 33%的股份作价	庆安集团有限公司 西安交大开元 (集团) 中国标准缝纫机集团 中国航空技术进出口北京公司	生产空调器压缩机
2000 年	参股设立春兰电子商务有限公司 (持股 25%)	非募集资金/5000 万元	春兰集团	拓展营销渠道,减少销售上关联交易
2001 年	收购泰州春兰空调器厂 (持股 100%)	2001 年增发新股/74054 万元	春兰集团	生产空调器,减少采购上关联交易
2001 年	收购春兰制冷技术研究所	2001 年增发新股/8166 万元	春兰集团	技术研发
2001 年	增资春兰电子商务公司 (持股增至 70%)	2001 年增发新股/30000 万元	春兰集团	收购泰州星威春兰连锁店有

				限公司，健全独立的销售网络
2002 年	与其他股东共同增资江苏春兰机械制造有限公司（持股降至 31.71%）	非募集资金/941.60 万美元	春兰集团 泰州 市泰山经济发展合作总社	调整产业结构
2004 年	追加投资西安庆安制冷设备股份有限公司（持股 28.51%）	非募集资金/1425 万元	庆安集团、西安交大开元、中国标准缝纫机集团、中国航空技术进出口北京公司	新建 100 万台压缩机生产线项目
2005 年	追加投资西安庆安制冷设备股份有限公司（持股 28.51%）	非募集资金/4562 万元	庆安集团、西安交大开元、中国标准缝纫机集团、中国航空技术进出口北京公司	新建 100 万台压缩机生产线项目
2005 年	转让江苏春兰摩托车有限公司 35%的股权	转让价格/55.5 万元	姜堰市亚方电机制造有限公司	——
2005 年	与其他股东共同增资江苏春兰动力制造有限公司（持股 30%）	非募集资金/18000 万元	春兰集团	调整产业结构

资源来源：据 Wind 数据库资料综合整理

上市至今，春兰共有重大投资近 20 项，涉及金额达 21 亿元，但与格力的专业化投资相比，春兰的投资领域则显得宽泛很多。

在上述投资中，直接用于技术改造的投资仅有收购春兰制冷技术研究所一项，共投资 0.88 亿元，占总投资的约 4%，较格力用于技术改造的 20%相差 16 个百分点；用于直接扩充产能的投资金额达 9 亿元，占总投资约 41%，与格力比例相当。但此类投资春兰股份主要是通过受让或收购春兰集团公司旗下相关空调生产、销售的子公司来实现，即将产能从集团公司的口袋转移至上市公司的口袋，其中的收购价格是否合理是一个值得考虑的问题。另外，春兰通过一次投资组建，一次受让股份，两次追加投资共斥资 1 亿元于西安冷机有限公司，主要从事空调核心组件空调器压缩机的生产，约占总投资的 5%。从上述三类投资比例中似乎未能看出格力与春兰之间的太大差异，两者差别的关键在于春兰另外约 50%资金的投入。自 IPO 之后，春兰即开始投资于空调之外的其他行业。其中于上市当年与春兰集团等公司合作设立了三家公司，分别生产摩托车发动机机体、发动机和摩托车，此后又分别增资其中的两家公司。另外，春兰受让了集团公司持有的春兰泰州电子有限公司股份，参股设立江苏春兰洗涤机械有限公司，设立并增资春兰电子商务有限公司等。此类多元化投资金额合计达 10 亿元以上，占投资总额的 50%以上，远远高于格力投资于非空调主业上的投资比例。

3.3 两公司的投资业绩

格力在上述几个重大项目上取得了较好的投资收益，见表 10。

表 10 格力主要控股参股公司盈利（净利润）情况表

单位：万元

TABLE X Profitabilities of Major Held Companies of GREE

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
丹阳格力	1186	1454	1270	-637	517	986	-	-	-
巴西格力	-	-	-2767	997	2495	916	2922	4592	-5732
重庆格力	-	-	-	2022	6561	9288	11064	14332	25346
珠海凌达	-	-	-	-	983	2265	4170	12819	10650
格力电工	-	-	-	-	72	-599	1515	545	707
新元电子	-	-	-	-	-78	113	-527	-92	607
格力小家电	-	-	-	-	-391	-3180	616	-	-
凯邦电机	-	-	-	-	-	-	175	4418	6525
重庆电子	-	-	-	-	-	-	1329	2616	1768
格力财务	-	-	-	-	-	-	-	1784	7992

资料来源：据年报资料综合整理，“-”表示无公开资料

从上表可以看出，格力投资参股的公司的大部分经营年份内盈利状况良好。其中格力电器（重庆）有限公司、珠海凌达压缩机有限公司、珠海凯邦电机制造有限公司、格力电器（重庆）电子科技有限公司以及格力集团财务有限公司一直处于盈利状态，其他公司部分年份出现亏损。其中，格力电器（巴西）有限公司于 2002 年和 2008 年出现大幅亏损。亏损较为频繁的珠海新元电子有限公司和格力小家电有限公司（因建立格力电器中山小家电制造分公司，公司控股子公司珠海格力小家电有限公司已于 2006 年 9 月停产）均是受让自格力集团。

对于春兰，2002 年是公司多元化战略具有重要意义的一年，2001 年投产的春兰中型卡车在 2002 年的市场销售挤进了前三名，研制了 8 年之久的高动能镍氢电池项目也开花结果，2002 年底又成功开发出电动自行车，一经推出，就获得了各地经销商的订单。2002 年，有关春兰的最大新闻就是，春兰集团董事局主席兼首席执行官陶建幸宣布：春兰不是家电企业。虽然春兰在家电行业丢掉了“空调大王”的称号，但在陶建幸看来，三个第三也许比一个第一更有价值。家电、汽车、新能源，春兰似乎看到了多元化带给公司的曙光。

然而，我们对春兰股份公布的年报资料进行整理后发现，股份公司所投资的多数项目并不成功。见表 11。

表 11 春兰主要控股参股公司盈利（净利润）情况表 单位：万元
TABLE XI Profitabilities of Major Held Companies of Chunlan

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
苏州春兰	115	-9	13	22	19	-2	-1721
春兰洗涤	-2360	-2712	-3108	-2515	-2285	-5162	-1396
春兰动力	-1263	-1362	-	-3542	36	-1317	-4960
春兰电子商务	-11	273	94	-1708	40	-26987	-16056

春兰摩托车	-2962	-3402	-185	-	-	-	-
春兰机械	-646	-11	-	13	-1047	-2888	-3568
庆安制冷	3673	1701	131	3981	706	619	-991
春兰电子	176	176	-	4	5	-122	-1480

资料来源：据年报资料综合整理，“-”表示无公开资料

从上述资料可以看出，除西安庆安制冷设备股份有限公司外，大多数公司在大部分年份出现大额亏损，其中江苏春兰洗涤机械有限公司、江苏春兰摩托车有限公司（于 2005 年以 55.5 万元转让股权）从未实现盈利；另外两家春兰早期协助集团公司多元化时投资的江苏春兰机械制造有限公司、江苏春兰动力制造有限公司，分别在 2002 年和 2005 年的增资改造后，短暂遏制了亏损势头，但好景不长，两家公司分别在 2 年和 4 年后再度大额亏损。受让于春兰集团的苏州春兰空调器有限公司和泰州春兰电子有限公司在 2007 年以前表现较好，有小幅盈利，但 2007 年起亦出现亏损。春兰电子商务有限公司的盈利情况则远远比不上其亏损程度。庆安制冷作为春兰投资于空调主业的项目，是唯一一家未与集团公司形成关联投资的公司，其盈利状况一直较好，且持续至 2007 年。

再看看春兰集团打造的汽车产业的成就。根据中国汽车工业协会的数据，2002 年春兰产销卡车 2800 余辆，排名行业第四，不及排名第三的三环集团的一半，更不用说离排名分别为第一、第二的一汽与东风。即便如此，2002 年至 2004 年，汽车业务所提供的利润接近集团总利润的 50%，为春兰集团带来“第二春”。但随即因市场需求的急速转换，春兰汽车很快就失去了市场生存的优势。到了 2006 年，春兰汽车的产销量在全国 100 余家商用车制造企业中只排名第 50 名左右。到了 2007 年，春兰汽车开始出现亏损。2008 年 7 月，春兰集团将下属企业南京春兰汽车卖给了徐工科技，似乎是迈开了“瘦身”的第一步。

在新能源产业方面，春兰集团开发的动力镍氢电源系统入选 2009 年 7 月国家科技部发布的首批自主创新产品名单，将获得优先采购权利，尤其面向混合动力乘用车市场。并且，春兰的镍氢电池已占国内 50% 的市场份额，已成为国家“十城千辆”新能源汽车的主要动力供应商，在 2009 年初 13 个试点城市中，春兰占据了 70% 的招标份额。这一项目未来有望获得较大的发展。

在卖去汽车业务、冷冻设备后，春兰集团的业务，除空调业之外，仍有洗涤机械、摩托、电池、机械制造、泰州宾馆等实体企业，其他如海康发展、春兰进出口公司、春兰投资控股、泰州春兰销售有限公司服务型企业。据 2008 年 7 月 12 日的《东方早报》报道，春兰集团不少资产的经营情况不容乐观，其中自动车产业中，摩托车销量大幅萎缩，而生产摩托的江苏春兰摩托车有限公司早已全

部停产。在整个自动车产业中目前仅存少量的电动车生产。

4 两公司渠道模式比较

在过去短短十几年时间内，格力的销售额从最初的几亿元增长到如今的 400 多亿元，春兰却从盛极一时，到徘徊不前，再到危机缠身。这背后，营销起到了怎样的作用？

4.1 格力

早期的格力采用直销的方式，每个业务员负责一个省或区域，每个区域设有几个有限的一级经销商，再由一级经销商发展二级经销商，在每个区域培养几个销售大户，不限制经销商做大规模，对大户有用激励措施，如在销售淡季有高达 7%-8% 的返利，全年有 2%-3% 的返利，销售额越高，返利回款比例也就越高。

对于大型空调生产企业来说，如果在每个地区只保持几家关系较密切的经销大户，易于理顺关系，紧密协作，而对于中小经销商的协调工作，则可以放手由经销大户来完成。然而，这种形式容易导致大户囤积存货，不赚钱而去排挤竞争者，让厂商对其产生依赖，从而使得厂家对市场的控制力丧失或被削弱了，并且影响品牌形象。1996 年夏天，格力就因此而封杀过江苏的某一经销大户。

在空调竞争极为激烈的 1995 年，格力实施了“淡季返利”，即依据经销商淡季投入资金数量，给予相应利益返还。既解决了制造商淡季生产资金短缺，又缓解了旺季供货压力。1995 年格力淡季回款比上年增加 3.4 倍，达 11 亿元。1996 年，格力又及时地实施“年终返利”，将 7000 万元利润返还给经销商。那时候，正是空调界争抢老大位置的关键时期。

为了防止经销大户低价冲击别处市场，保证格力各级经销商的利益，格力于 1997 年提出建立区域性销售公司的主张。格力公司在每个省和当地经销商合资建立地区性销售公司，格力为大股东。各省级合资销售公司董事长由格力方出任，总经理按参股经销商的出资数目共同推举产生，各股东年终按股本结构分红，入股经销商形成一个利益联盟。对入股经销商的基本要求是当地空调销售大户，并且销售格力空调占其经营业务的 70% 以上。所有省级合资销售公司以统一的价格从厂家获得产品。而当地所有合资分公司必须从省级合资销售公司进货，严禁跨省、市串货。合资销售分公司再负责向所在区域内的处于的零售商供货。格力公司给产品价格划定一条标准线，各销售公司在批发给下一级经销商时结合当地实际情况“有节制地上下浮动。”

随着格力的品牌实力已上升到足够控制渠道，销售公司的模式也日渐成熟，格力自 2000 年、2001 年起，开始逐渐退出对经销商的参股。准备逐步放弃自建渠道，将重心置于“国美—苏宁”之上

但 2004 年格力与国美因价格促销问题没有谈拢而决裂，国美清空格力的产品，格力将国美踢出自己的销售体系。格力不得不重新考虑以资本形式来进一步巩固与经销商的关系。2007 年，格力集团将已发行总股份的 10% 转让给了出资成立“京海”的 10 家格力主力经销商，将经销商重新纳入其资本框架。由经销商投资设立的格力空调专卖店数量不断攀升，现已超过 7000 家。

凭借其自身产品的质量和信誉，以及它对经销商极强的控制力，格力要求经销商全部实行“先收全额货款后发货”的结算方式，其操作方式是销售公司以保证金的形式先支付 30% (早期只需付 10%) 的货款，其他部分由销售公司向银行贷款解决，而格力或其代理人将公司应收票据中的银行承兑汇票质押给银行提供担保。于是，我们在格力年报中看到了高额的预收账款及银行存款。

4.2 春兰

春兰空调产品进入市场伊始，采取的是对销售人员实行经营承包和单一的工厂直销方式。1987 年，随着春兰生产规模的扩大和市场的急剧变化，直销方式已不再适用，春兰开始积极发展经销商。以后，春兰进一步扩大经销商队伍，在各地与具有一定规模、信誉良好的经销商结成长期的贸易伙伴，并采取了预付定金的办法。到 1995 年底，有 2000 多家经销商与春兰建立了代理关系，由此形成了由 1 个销售总公司、13 个分公司、62 个办事处、1 万个销售点、1000 多家特约维修点组成的“蛛网式的”空调销售流通体系和售后服务网络。

据报道，90 年代后期，春兰在销售上实行一种叫“受控代理制”的策略。其核心是经销商要进货，供销员必须要求提前打货款，并以入股方式交春兰公司，然后提走物品。以比商业平均利润高得多的利润吸收大批经销商组织仓储、运输、营销人才等生产要素参与春兰产品的销售。这一营销战术，有效地稳定了销售网络，加快了资金周转，提高了工作效率。在具体操作上，还结合“批量分级折扣优惠”、“反季节经销优惠”、“经销利润返还补偿”、“卖方信贷支持”等措施全面调动经销商的销售积极性。

1997 年前后，春兰集团宣布投资 10 亿元，建设 3000 家星威连锁店。业内人士称，春兰当时是想把终端控制权从经销商那里夺回来，甚至把星威连锁发展成为家电大连锁，但反而失信于大户经销商。实践证明这个计划最终没有执行下去，以失败告终。但从那时开始，春兰股份的产品销售主要通过集团公司下属的泰州春兰销售公司来实现。巨资自建渠道的一部分成本最终由春兰股份来承担。从表 9 中可以看到，2001 年，春兰股份新股增发募集资金中的 3 亿元用来增资江苏春兰电子商务有限公司，主要用于收购泰州星威春兰连锁店有限公司。

上市公司 2000 年以前的财务报表显示，春兰在预收账款上为零，反倒是大

量的应收账款。2000 年之后，预收账款的数量也很少。

2000 年，已经沦落到空调行业“二线品牌”的春兰，图谋东山再起，率先点燃起降价的烽火，继 2000 年 3 月中旬实施两款热销机型 18 天特价销售之后，又在 4 月 11 日做出惊人之举：宣布旗下 3 大企业生产的 19 个品种空调即日起大幅降价，最大降幅突破千元。此后，春兰空调经常地采用降价手段。

从 2007 年 9 月开始，春兰股份将空调销售方式由经销制改为代理制，想以此来确保区域价格的稳定。与此同时，掌握着春兰股份大部分出货量的泰州春兰销售公司，却不断出现拖欠股份公司货款的情况，至 2008 年，共计拖欠 5.85 亿元。

5 两公司的股权结构

伴随着公司业务发展的是公司的产权变化。从上世纪 80 年代开始，这两家有着浓郁国有企业色彩的公司，各自走过了一条怎样的产权变革之路？

5.1 格力

图 2 显示的是格力电器 1996 年 11 月上市时的股权结构图。

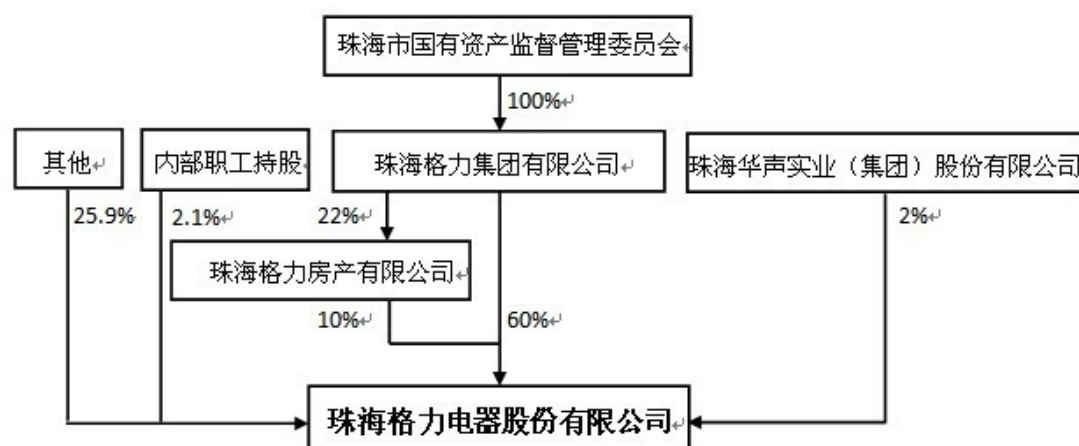


图 2 格力上市时的股权结构图

Figure 2. Shareholding Structure of GREE at The Time Of Going Public

从上图可以看出，上市初期格力股权较为集中。当时公司总股本为 7500 万股，其中第一大股东格力集团直接持股 4500 万股，占总股本的 60%。格力房产作为第二大股东，持有 750 万股，占总股本的 10%。格力集团持有格力房产 22% 的股份，所以格力集团实际直接、间接持有格力股份达 62.2%，为绝对控股股东。其背后的所有者是珠海市国有资产经营监督管理委员会（以下简称珠海国资委）。

不可忽视的是，格力上市时有 2.1%的内部职工股。据董明珠在《棋行天下》第 142 页介绍，格力是珠海较早实行股份制改革的企业，1991 年，格力的前身海利空调器厂与同属一家集团公司的冠雄塑胶厂合并时，每个员工都入了股，每人最少持有一千股。这些内部职工股上市时共计 157.5 万股。其中，身兼格力集团与格力电器两公司董事长职务的苏结宏持有股份 1 万股，总经理朱江洪持股 0.6 万股，公司董事会、监事会及高层管理人员共持有本公司股票 2.2 万股。

随着企业的发展，格力的股权也经历了多次的重大变动，具体情况见表 12。

表 12 格力股权重大变动情况表
Table XII Major Shareholding structure Changes of GREE

报告时间	变动原因	前三大股东及持股比例		
		第一大股东持股比例	第二大股东持股比例	第三大股东持股比例
1996-11-18	上市	格力集团 60%	格力房产 10%	华声实业 2%
1998-04-04	以 10: 3 比例配股，法人股东放弃本次配股权	格力集团 55.35%	格力房产 9.23%	华声实业 1.85%
2000-09-04	以 10: 3 比例配股，法人股东放弃本次配股权	格力集团 50.29%	格力房产 8.38%	华声实业 1.68%
2001-12-31	二级市场交易，国通证券有限责任公司成为第三大股东	格力集团 50.28%	格力房产 8.38%	国通证券 4.48%
2002-12-31	二级市场交易，招商证券有限责任公司成为第三大股东	格力集团 50.28%	格力房产 8.38%	招商证券 3.44%
2003-12-31	二级市场交易，招商证券减持，华声实业成为第三大股东	格力集团 50.28%	格力房产 8.38%	华声实业 1.67%
2004-12-31	二级市场交易，申万巴黎基金增持，成为第三大股东	格力集团 50.28%	格力房产 8.38%	申万巴黎 2.2%
2006-06-30	股权分置改革，非流通股向流通股每 10 股送 2.7 股；其中格力房产为格力集团垫付其支付对价不足部分 二级市场交易，中国人寿保险股份有限公司成为第三大股东	格力集团 42.16%	格力房产 5.8%	中国人寿 2.23%
2006-12-31	格力集团对管理层作出股权激励	格力集团 40.84%	格力房产 5.8%	中国人寿 2.48%
2007-03-07	格力集团偿还格力房产垫付股份	格力集团 39.74%	格力房产 6.89%	未说明
2007-05-16	格力集团为格力电器引入战略投资者，将 10%股份转让给河北京海担保投资有限公司； 格力房产限售股解禁，陆续减持	格力集团 29.74%	河北京海 10%	未说明
2007-09-30	格力集团、格力房产限售股解禁，陆续减持	格力集团 26.92%	河北京海 10%	格力房产 1.89%
2007-12-18	格力集团陆续减持； 增发 A 股	格力集团 25.44%	河北京海 9.65%	格力房产 1.83%
2007-12-31	格力集团陆续减持；	格力集团 22.58%	河北京海 9.65%	嘉实基金 1.83%
2008-12-31	二级市场交易，河北京海增持，博时基金增持，成为第三大股东	格力集团 22.85%	河北京海 9.73%	博时基金 2.58%

资料来源：据 Wind 数据库资料整理

上表显示，截至 2008 年末，格力集团一直处于第一大股东的地位，其直接、间接持有股份从上市初期的 62.2%，经过多次变动后逐步降低。其中，股权分置改革是使格力股权发生重大变动的分水岭。2005 年，格力实行股改，具体方案为非流通股向流通股每 10 股送 2.7 股。为了促使格力电器保持长期可持续发展，本次股改从格力集团所持股份中划出 2639 万股，占当时公司总股本约 4.91%，作为格力电器管理层股权激励计划的股票来源。承诺在 2005、2006、2007 年度中的任一年度，若公司经审计的净利润达到承诺的当年应实现的数值，格力集团将按当年年底经审计的每股净资产值作为出售价格，向公司管理层出售相应股份。此后格力集团的持股比例逐年下降，格力的股份也不断分散。格力的第二大股东较为稳定，上市至 2007 年一直为格力房产，2007 年之后变为河北京海担保投资有限公司（以下简称河北京海），第二大股东的持股比例维持在 5%-10%之间。河北京海是由格力的十多家区域性销售公司组建而成的，受让格力集团持有的 10%的股份成为公司的第二大股东，现持股比例下降至 9.72%，代表了格力电器经销商的利益。

由于二级市场交易旺盛，多家基金公司增持、减持格力股份，所以第三大股东变动较频繁，但其持股比例基本维持在 1%-3%之间。现任董事长朱江洪 2008 年末持股 729.89 万股，占总股本的 0.058%，现任总裁董明珠持股约 713.95 万股，占总股本的 0.057%。

5.2 春兰

图 3 显示的是春兰 1994 年 4 月上市时的股权结构图。

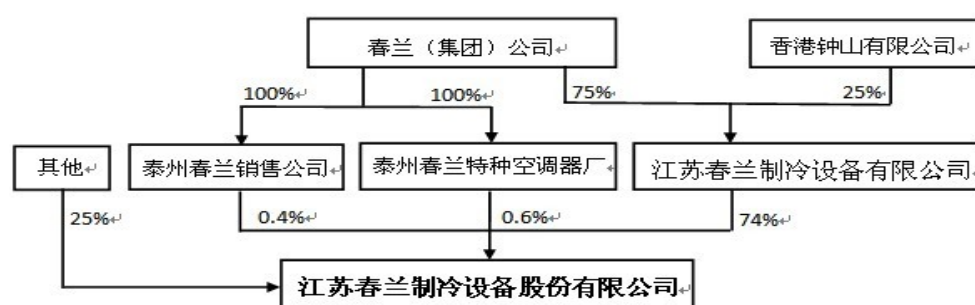


图 3 春兰上市时的股权结构图

Figure 3. Shareholding Structure of Chunlan at The Time Of Going Public

从上图可以看出，上市之初，春兰的股权结构亦相当集中。上市时公司总股本为 1.2 亿股，春兰制冷持有 8800 万股，占总股本的 74%，是春兰的第一大股东。春兰制冷是由春兰集团与香港钟山合资组建的公司，其所持春兰的 74%股份

中，49%属于春兰集团，剩余 25%属于香港钟山。春兰销售和春兰特种分别持有公司 0.4%、0.6%的股份。春兰集团不直接持有春兰股份，通过其下属三个子公司间接持有春兰股份合计达 50%，为绝对控股股东。总股本中有 25%为社会公众股，其中公司职工持股 300 万股，占总股本的 2.5%。

经过 10 多年的发展，春兰的股权结构也发生了几次重大变动，表 13 是春兰上市至今股权发生的变动情况。

表 13 春兰股权重大变动情况表
TABLE XIII Major Shareholding structure Changes of GREE

报告时间	变动原因	前三大股东及持股比例		
		第一大股东 持股比例	第二大股东 持股比例	第三大股东持 股比例
1994-4-25	上市	春兰制冷 74%	金申物资 0.88%	春兰特种 0.60%
1996-12-31	二级市场交易，华德正业增持，成为第三大股东	春兰制冷 74%	春兰特种 0.6%	华德正业 0.5%
1997-12-31	二级市场交易，平安证券增持，成为第二大股东	春兰制冷 74%	平安证券 1.11%	春兰特种 0.6%
1998-06-30	春兰制冷解体，所持股份由其母公司春兰集团（75%）和香港钟山有限公司（25%）分别接手；二级市场交易，金泰基金增持，成为第三大股东	春兰集团 49%	香港钟山 25%	金泰基金 0.83%
1998-12-31	配股，香港钟山有限公司放弃配股权	春兰集团 51.06%	香港钟山 21.85%	金泰基金 0.96%
2000-9-27	香港钟山有限公司转让 4.37%股份给春兰集团，转让 17.48%股份给 BERNTIE INDUSTRIAL LIMITED；春兰集团转让 18%股份给泰州国有资产经营有限公司	春兰集团 37.47%	泰州国资 18%	BIL 17.48%
2001-08-14	向流通股股东、社会公众投资者、机构投资者增发新股	春兰集团 31.30%	泰州国资 15.05%	BIL 14.62%
2006-12-31	股权分置改革，非流通股股东向流通股股东每 10 股对价支付 3.3 股	春兰集团 24.92%	泰州国资 11.99%	BIL 11.64%
2008-12-31	无	春兰集团 24.92%	泰州国资 11.99%	BIL 11.64%

资料来源：据 Wind 数据库资料整理

从上表来看，春兰集团早期主要通过春兰制冷间接持有春兰股份，1998 年后直接持有，实质上一直处于第一大股东的地位，但持股比例也在逐步减少。春兰的股权结构在 2000 年发生过重大变动，其中春兰集团转让 18%股份给泰州国资委，使其成为第二大股东，香港钟山公司则转让 4.37%股权给春兰集团，17.48%股权给 BERNTIE INDUSTRIAL LIMITED，使其成为第三大股东，BERNIE INDUSTRIAL LIMITED 为 1999 年在英属维尔京群岛成立的股份有限公司，系香港钟山有限公司的全资子公司。春兰于 2006 年实施股改，具体方案是非流通股

股东向流通股股东每 10 股送 3.3 股，但未同时实行股权激励方案。股改后春兰的前三大股东持股比例一直保持不变至今。

春兰的管理层持股比例较低，2008 年末，董事会、监事会和高层管理人员中仅三人持股，董事长许承志和董事马绍倩持股较多，均约为 2.5 万股，春兰集团董事长陶建幸不持有春兰股份。

6 两公司的治理结构

格力与春兰都脱胎于中国传统的国有企业体制，上市之后，都按规定建立起相应的治理组织架构。

6.1 格力

格力股份在 1997 年-2001 年间，董事会由 5 名成员组成，其中苏结宏任董事长，朱江洪任副董事长，另外三位则分别是当时前三大股东的高层管理者。

2001 年，苏结宏辞去董事长职务，朱江洪继任。该公司董事会增加两名董事，规模扩充至 7 人，其中一位便是董明珠。此后，董明珠一直在格力的董事会中占有一席之地，她与朱江洪是仅有的两个一直任职至今的董事会成员。2002 年，格力建立了独立董事制度，增设了两位独立董事，董事会成员增至 9 人。2003 年，公司提高了独立董事的比例，另增一名新成员，此后一直至今，格力独立董事的席位一直保持 3 人不变。

2004-2009 年间，格力的董事会未出现大规模的变动，董事会规模维持在 7-9 人之间，每年以 1-2 名的频率调整董事会构成，每位董事任职平均达 4 年以上。格力的董事成员大多同时在格力集团、格力房产或股东公司中任职。

在监事会方面，除 2004 年有 4 名成员外，格力一直保持着 3 人的规模，从 2000 年开始设立职工监事，其中石小磊从 1997 年起担任监事会主席至今，其余监事会成员的平均任期约达 3 年。

在执行层方面，朱江洪担任总经理直至 2001 年升任董事长，总经理职务由董明珠接任，一直担任至今，始终保持着董事长与总经理两职务分离的形式。其余高级管理人员中，无人曾担任董事会或监事会成员。

在管理层持股方面，在格力历任 18 位董事会成员中，仅朱江洪，董明珠，程秀生和梁华应 4 人直接持有格力电器的股份。截至 2008 年末，朱江洪和董明珠持股最多，分别占总股本的 0.58% 和 0.57%。这些股份主要是通过上市后的转增股本，配股及 2005 年的股权分置改革和股权激励所得。除直接持有公司股份外，朱江洪与董明珠 2 人在格力领取的报酬在 2008 年分别为 130 万元和 119 万元。其余董事不持有股份，亦不在公司领取报酬。截至 2008 年末，在格力历任 7

位监事会成员中，仅石小磊和黄家海 2 人持有格力电器的股份，持股比例分别约为 0.0020% 和 0.0018%，其股票主要通过转送股，股改和股权激励得到。作为职工监事，黄家海 2008 年领取报酬 11 万元。格力董事会、监事会和高层管理者 2008 年的持股总数约为 1728.4 万股，占总股本的 1.38%。

6.2 春兰

自 1994 年上市以来，春兰总共更换过 7 任董事长，其中任职最长的是张鸿志，他两度担任董事长，任期分别为 2 年和 6 年。1994 年公司上市时的董事会由 5 名成员构成，除了张鸿志外，另外 4 人中有 3 人在母公司春兰制冷设备有限公司中任高管，另 1 人在香港钟山有限公司中任职。

1995 年起，春兰就开始了它的频频易主之路。1995 年，副董事长变动，1997 年，原 5 位成员中 4 位发生变化，其中第一代领导人张鸿志下台。1999 年，董事会规模扩大，增加了两位董事，成员增加至 7 人。其中一位马绍倩是公司的第一代董事，于 1997 年离任，现又重返董事会，并在之后一直担任董事会成员至今。2000 年，由于公司股权发生较大变动，董事会的构成也再次大范围变动。张鸿志二度出山，担任公司董事长，副董事长增至 2 位，原 2 位董事离职，新增 3 位董事，其中 2 位是泰州国资的代表。至此，董事会的规模由原来的 7 人增加至 9 人。2001 年，董事会规模继续扩大，增至 10 人，较 2000 年也有较大变动，其中 4 人离职，5 人新加入，其中 1 人是原担任副董事长的奚正志，另外 4 人的任期均不到 2 年。2002 年，春兰开始设立独立董事制度，增加了 2 名独立董事。原董事会也有变动，总人数达到了历史最高水平 12 人。2003 年，春兰增加一名独立董事，使其总数达到 3 人，5 位董事先后离职，帅荣俊接替李家成任副董事长，董事会规模缩至 9 人。

2004-2008 年，除董事长和副董事长频繁变动外，5 年间共有 4 人先后担任春兰董事长，7 人担任春兰副董事长。在独立董事方面，除了 2003 年新增的朱伟外，首任 2 位独立董事已离职，接替的是沈岩和奚正志。有趣的是，奚正志在相继担任过副董事长、董事、副董事长之后再来担任公司的独立董事。

与董事会类似的是，春兰的监事会也存在着较大的变动。除 1995 年的 4 人外，公司监事会保持 3 人的规模，其中监事会主席总共更换过 4 任。监事成员相对稳定，公司上市以来刘顺余一直担任公司监事，在 2003 年公司设立职工监事后，他担任职工监事。在监事会成员名单中，引人注目的是许承业，他曾先后担任公司的副总经理、董事、董事长。

在执行层方面，1994 年-2008 年间，春兰总共换过 10 位总经理，平均任期仅为 1 年多。其中张鸿志与姜鸿两人曾兼任董事长及总经理职务，其余时间，春

兰董事长与总经理分离。春兰历任 16 位副总经理中，有 8 人曾在董事会或监事会任职。

在管理层持股方面，在春兰历任的董事会 38 位成员中，仅有张鸿志等 7 人持有公司股份，截至 2008 年末，现任董事会成员许承业，马绍倩均持股约 2.5 万股，占总股本约 0.005%。上述董事的股份主要通过转送，增发和股权分置改革所得。监事会方面，历任监事会 9 名成员中董木森，许承业与刘顺余 3 人持有股份，但数量不多，最多的达到 2.5 万股。2008 年末，春兰董事会、监事会和高层管理人员的持股比例合计为 0.0135%。

7 结语

经过上述多方面的材料展示，我们似乎看到了两家公司差距拉大的背后原因。古人说，兴衰多少事，尽在烟雨中。但另一方面，我们是否可以说，成败无定数，踪影犹可寻。

（案例正文字数：18600）

Why do the disparities of Chunlan and GREE keep growing?

Abstract:

Chunlan and GREE are both companies that started business in Air-conditioning industry and have been listed respectively at Shanghai and Shenzhen stock exchanges. However, after over ten years of growth, these two companies have faced with fairly different situations. GREE has become a world brand while Chunlan has been deteriorating. This case demonstrates various internal corporate factors causing disparities between these two companies by comparison, which includes strategic selection, channel mode, ownership structure, corporate governance and large shareholders' behavior, thus guiding the students to a comprehensive thinking about the important influencing factors behind the growth of the corporation and the relations between these factors.

Keywords: financial decision; corporate strategy; ownership structure; corporate governance