

PDF-CASE2015001

华为需要上市吗？¹

案例正文

摘要：本案例主要围绕华为上市与否的决策展开讨论。华为作为全球第一大通讯设备供应商，全球第三大智能手机厂商，以及全球领先的信息与通信解决方案供应商，自成立以来 20 年经历了多次严冬的考验。任正非作为华为的创始人和实际控制人，肩负着华为发展的重任，他将华为看作自己的孩子一般无微不至地呵护，也从不放心将华为托付他人。2002 年和 2012 年，摩根斯坦利曾两次拜访华为总部与华为商榷上市事宜，他们认为上市将会给华为带来质的飞跃，然而由于改革阻力巨大和时机不成熟等原因，两次上市策划均告失败。然而，看似坚决反对上市计划的任正非也并非全无上市意图，只是或许在等待一个合适的时机。

关键词：华为、上市、任正非、摩根斯坦利

0 引言

2014 年 5 月的伦敦已是生机盎然，蒙蒙细雨给雾都的带来了春的生机与活力。在外国记者的簇拥下，一位年过七旬的老者略带“羞涩”地接受采访，脸上刻下了无数岁月的痕迹却始终不会遮住他真诚又和蔼的笑靥，他就是任正非，华

1 本案例由华东师范大学大学金融与统计学院的范学俊、杜德、陆喆焯和卓澜撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。

2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。

3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。

4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

为的创始人，现任华为集团的副董事长、CEO，一条为了观念而战斗的硬汉（《时代周刊》评）。华为 2013 年创下了 349 亿美元的营业收入，正是在任正非的带领下，从 2.1 万元人民币起家的华为，成为世界网络通信行业当之无愧的巨头。

“任总，华为有没有考虑过何时上市呢？”一位外国记者似乎道出了在场所有人心中的疑惑，新闻发布会现场突然安静下来，在场的目光再次集中在任正非的身上。此时的任正非渐渐收敛的笑容，目光中透出一种企业家的坚毅和决绝，这个问题似乎勾起了他对这两年的回忆。任正非从回忆中走出来，“事实上，（公众）股东是贪婪的，他们希望尽早榨干公司的每一滴利润。而拥有这家公司的人则不会那么贪婪……我们之所以能超越同业竞争对手，原因之一就是没有上市。”（《金融时报》）短短的一段话道出了任正非对于自我理念的坚持，道出了华为的坚持。

自 2001 年以来，对于华为上市的传言就不绝于耳，即使是处在华为风暴最中央的任正非也似乎没有看上去那么坚决。而另一方面，从 2002 年第一次踏入华为深圳总部开始，世界顶级投行摩根斯坦利就未曾停止过促成华为上市的努力，虽然多次合作由于种种原因上市最终未告成功，但即使只有一丝希望，这个团队就永远不会放弃让华为上市的想法。

1. 公司简介

华为于 1987 年成立于中国深圳，全球第一大通讯设备供应商，全球第三大智能手机厂商，也是全球领先的信息与通信解决方案供应商。公司围绕客户的需求持续创新，与合作伙伴开放合作，在电信网络、企业网络、消费者和云计算等领域构筑了端到端的解决方案优势，并致力于为电信运营商、企业和消费者等提供有竞争力的 ICT 解决方案和服务，持续提升客户体验，为客户创造最大价值。目前，华为的产品和解决方案已经应用于 140 多个国家，服务全球 1/3 的人口。

华为实施全球化经营战略。产品与解决方案已经应用于全球 100 多个国家和地区，服务全球超过 10 亿用户。国际市场已成为华为销售的主要来源。2013 年华为营业收入为 2390 亿元人民币。华为每年将销售收入的 10% 以上投入研发，在近 15 万华为人中，超过 45% 的员工从事创新、研究与开发。华为在 170 多个标准组织和开源组织中担任核心职位，已累计获得专利授权 36,511 件。

1.1 “军人”任正非

任正非，1944年10月25日出生于贵州省镇宁县。华为技术有限公司创始人、总裁。1974年为建设从法国引进的辽阳化纤总厂，应征入伍加入承担这项工程建设任务的基建工程兵，历任技术员、工程师、副所长（技术副团级），无军衔。正是这段军旅生活，让任正非和华为多次陷入“非民企”的指责而遭到国外市场的禁入。但也正是曾经军人任正非，才打造出铁一样的华为，坚持、耐心、果决，这是任正非一贯的做事风格，也是华为给人最为突出的印象。1987年，任正非集资21000元人民币创立华为公司，1988年任华为公司总裁。

作为华为的灵魂人物，任正非有着不可替代的作用，正式这名有“狼性”的企业家，率领有“狼性”的华为人征战世界各地的电信企业。可以说华为就是任正非，任正非就是华为。作为华为心脏一般的任正非，从创立公司开始就对公司的事情亲力亲为，从刚开始的2.1万人民币到现在的世界网络通信业巨头，任正非陪着华为走过近30年风风雨雨。任正非似乎从未想过让别人来代替他执掌华为，他不放心把自己的孩子交给别人去带，更不可能离开华为，这般情愫，也许只有他自己说得清。

1.2 剑指国际巨头的华为

成文于1998年并不断完善修订的《华为基本法》很好地诠释了华为对于自己未来发展的定位：“我们过去的成功说明，只有大市场才能孵化大企业。选择大市场仍然是我们今后产业选择的基本原则。但是，成功并不总是一位引导我们走向未来的可靠的向导。我们要严格控制我们进入的领域……我们要逐步进入国际市场，采取以技术换市场的策略，开拓国际市场。同时，通过参与国际竞争，促进公司整体经营水平和队伍素质的全面提升。”

“中国洋务运动开始的工业化历程，历经一百多年，至今还没有成长出一个世界级的领先企业，这个历史重任已经落在我们这一代人的身上”，1998年，华为对自己的未来进行了这样的定义：探索一条在中国成长为世界级高科技企业的道路，这条道路将因为华为的出现而由混沌走向清晰。

华为董事长孙亚芳曾经在一次会议上说：“过分依赖国内市场是相当危险的”，纵观整个世界，没有一家伟大的企业是仅仅依靠国内的市场发展壮大而且

屹立不倒的。华为的选择自始至终没有改变过，就是国际化。

1.3 特色的持股制度

1990 年华为第一次提出了内部融资、员工持股计划。这种员工持股计划与国际上的概念有较大的差异，其一，华为的持股员工仅享有股票的收益权但是没有投票权，即没有股东所应有的除获取红利外的其他权利；其二，华为的持股员工在离开华为之后，华为将会以原始价格进行股票回购，即持股人并不享有股票的溢价。制度推行之初，员工根据自己在公司内部的级别、绩效等在一定范围内选择认购股票数量，每股 1 元，以当年的工资、奖金等进行认购，如果员工认购资金不足的，公司协助贷款，即“个人助业贷款”。

2001 年底，在任正非的强力推行下，华为公司进行员工持股改革，渐渐废除原有的不与公司净资产挂钩的 1 元股票，改为员工按照当年公司净资产价格购买虚拟股，虚拟股持有人可以获得分红收益和公司净资产增值收益，但依然没有所有权、表决权，并且不可以将虚拟股出售转让。工会代表员工持有股票，是公司真正的股东。到 2008 年华为微调了虚拟股制度，改为饱和配股制，即对每个员工持股数额进行限制。

任正非是华为最大的个人股东，持股 1.42%，剩余股份均为员工持有。截至 2011 年底，华为 14.6 万员工中，共有 65596 名员工持有公司股份，成为全世界未上市公司中股权最为分散的，持股人数最多的公司，这是深深打上华为烙印的一种制度设计。

1.4 新的 CEO 制度

大约 2004 年，美国的顾问公司就华为的实际情况提出了建立 EMT(Executive Management Team, 经营管理团队)的构想，而任正非本人拒绝担任 EMT 的主席，就由八位高层领导轮流执掌公司，每人半年。渐渐就演化为 2011 年的轮值 CEO 制度。

轮值 CEO 制度作为华为的独创管理制度，在一定程度上为华为的管理提供了新的路径，每位轮值 CEO 想要得到更多的支持就必须让自己的立场更为公正，从而在管理上极大地减少了内耗，共同面对华为发展中出现的问题。每位 CEO 不同的管理风格和管理技巧也让华为出现了新的变化，更加灵活、更有活力。

1.5 融资情况

近四年，中国通讯设备行业资产负债率水平一直维持在 36%-40%左右，而作为国内通讯设备行业的龙头老大，华为的资产负债率一直在 60%以上，甚至一度曾高达 68%，可见华为的资本结构存在一定的问题。下图为详细的资产负债率水平对比图。

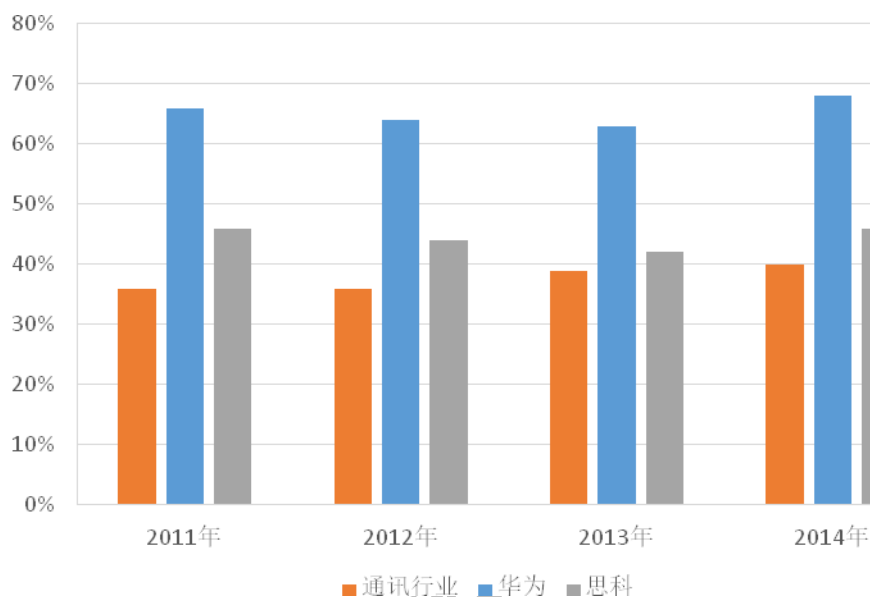


图 1 通讯行业资产负债率对比

由上图可以看出，华为的资产负债率不仅高于国内行业水平，同时也比其主要竞争对手——美国思科公司的资产负债率高出 20%左右。对于华为来说，他的资本负担是很沉重的。

同时，作为一家依赖科技创新的企业，华为必须也不得不在研发上投入大量的资金，华为不仅每年将销售收入的 10%以上投入研发之中，还不断并购一些先进的研发团队，来优化和弥补自己技术。2012 年初，华为从东英格兰经济发展署 (EEDA) 手中收购了集合光电中心有限公司 (CIP) 的资产。截止 2012 年底华为在欧洲的雇员已超过 7000 人，同时华为更是宣布，将在英国投资 20 亿美元，此外拟斥资 9000 万美元在芬兰开设研究中心。

随着华为不断在海外设立研究基地，日益激增的研发成本为华为增添了不小的负担。下图为华为近三年的研发费用增长图。

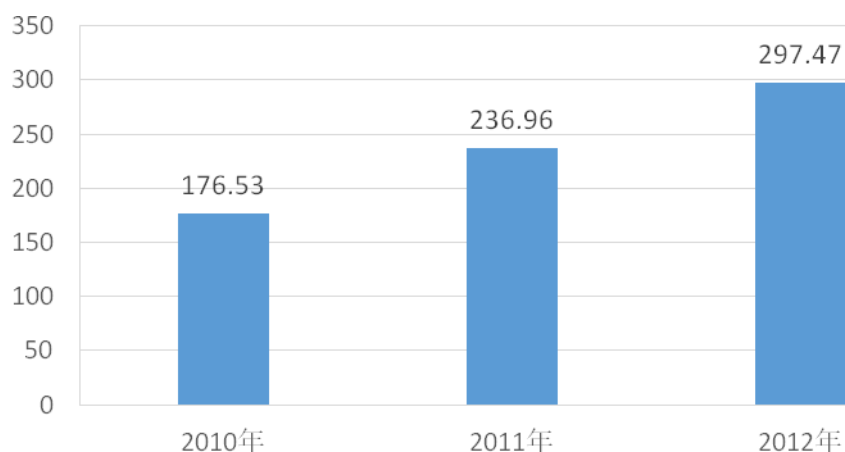


图 22010-2012 年华为研发费用增长图

面对极高的负债比例，节节攀升的研发成本，而华为目前只能通过举债融资来筹集资金，在这种况下，华为的融资窘境将会越来越明显。

1.6 华为海外并购情况

2011 年华为的全年财报显示，华为实现营收 2039 亿元人民币，国内市场营收 655 亿元人民币，海外市场营收 1383 亿元人民币，海外市场营收占总营收的 68%。

同时，华为海外市场的增速也高于国内市场的增速，2011 年，华为总营收同比增长 11.7%。国内市场营收同比增长 5.5%，国外市场营收却同比增长 14.9%。

可见，华为的销售收入和营业增长主要来源于海外市场，海外通讯市场是华为全球战略中极其重要的一部分。

但是，华为的海外并购之路一直走地很坎坷。2007 年，华为联手贝恩资本收购网络公司“3Com”，六个月后，由于贝恩资本退出，该交易夭折。而贝恩资本退出的原因在于，美国海外投资委员会表示要阻止该交易；随后在 2010 年 5 月，华为达成了一笔以 200 万美元收购服务器技术公司 3Leaf Systems 的交易。这类小规模的交易通常不会受到监管机构的审查，但是最终却因美国海外投资委员会的事后插手调查而放弃；同样是在 2010 年，华为着手收购摩托罗拉的无线网络业务，并花大量资金进行政治游说，但摩托罗拉最终决定把该业务以 12 亿美元出售给诺基亚西门子。2010 年 7 月，华为竞购美国私有宽带互联网软件提

供应商 2Wire，出价高于竞争对手，但最终失利，2Wire 被英国的 Pace 以 4.75 亿美元购得。

在华为的并购之路上，给予华为当头一棒的，便是 2012 年 10 月 8 日，美国众议院情报委员会发布了针对华为、中兴两家中国企业“涉及威胁美国国家安全”的调查报告。该调查报告指出，华为、中兴可能受中国政府的控制，他提供给美国关键基础设施建设的设备带来的风险可能会损害美国国家安全利益。

2. 初探上市

作为世界顶尖的投行之一，摩根斯坦利的嗅觉灵敏度远超过其他竞争对手，这个市值 3 万亿美元的团队在世纪之交与华为展开了一段“蜜月”一般的上市合作。

2.1 一切为了海外扩张

彼时，全球电信业过度投资，产能过剩，各大巨头抢占本就不大的市场，华为正值开拓海外市场最为艰难的时候。1998 年华为第一个进入的国外市场是俄罗斯。带领华为团队进军俄罗斯的李杰在他的回忆文章《莫斯科不相信眼泪》中写道：“1998 年，我们一无所获，除了告诉俄罗斯，我们还在；1999 年，我们还是一无所获，但是我们郑重地告诉俄罗斯，我们不仅还在，而且还要继续加大对俄罗斯的投入。”他清晰地记得在俄罗斯华为的第一笔订单是几块电源，价值仅仅 38 美元。

而这样的场景恰恰是第一代远走他乡的华为人最为真实的写照，作为执掌华为命运的任正非，正肩负着领导华为走出国门开拓海外市场的责任，“我们总不能等到没有问题才去进攻，而是要在海外市场的搏击中，熟悉市场，赢得市场，培养和造就干部队伍……若三至五年之内建立不起国际化的队伍，中国市场一旦饱和，我们将坐以待毙。”早在《华为基本法》制定之初，任正非就已经认识到国内市场不可能永远成为华为的主战场，更加广阔的海外市场是华为发展的必然选择，而艰难的拓荒之旅也是取得海外市场份额的必由之路。

在“欢送海外将士出征大会”上，任正非讲了这样一段话：“我们没有像朗讯等公司那样雄厚的基础研究，即便我们的产品先进也是暂时的，不趁着短暂的

领先尽快抢占一些市场，加大投入来巩固和延长我们的先进，一点点领先的优势会稍纵即逝。”（《雄赳赳，气昂昂，跨国太平洋》，2001年1月）这些远征的将士就是华为未来事业发展的血脉，而仅靠任正非的言语激励和精神鼓舞绝对不可能培养出拓荒的勇士，更大程度依赖于华为员工持股制度的激励策略。华为，不是任正非的华为，而是所有华为人的华为。

2.2 改革员工持股惹的祸

2001年任正非推行员工持股制度改革前，华为每年的利润70%左右用于股份分红，员工从股份中获取了与企业成长相匹配的可观财富，这是华为能够上下齐心的“杀手锏”。然而一切改变从2001年的改革开始，虚拟股改革之后，华为的利润分红仅为10%，这就大大降低了员工持股的收益。但是这样的利润分配制度迎合了公司发展的资金需求，长远来看，持股改革实在必行。而降低收益、股份限售、无所有权等种种特色让员工持股的激励效果大打折扣。

2000年，李一男带着从华为结算和分红得到的1000多万设备北上北京进行创业，这一事件让任正非极其痛心，同时，李一男的出走带走了大批华为的高级技术人员，使得那一时期的华为发展甚为困难。任正非一度抑郁生病。

2001年2月，任正非在华为内部刊物上发表著名的《华为的冬天》，文中提到，华为的危机、萎缩、破产是一定会来临的，并且在《北国之春》中感慨到一家企业“唯有经历了九死一生还能好好活着，才算是真正的成功”。他还亲自到日本进行调研，研究日本的企业是如何在长达十年的低增长、零增长甚至负增长中存活的。

同年6月，经过近一年的反复沟通议价，华为最终将旗下的安圣电气作价65亿元卖给爱默生电气公司，这成为了华为过冬的一件厚厚的棉衣。但这也难掩华为的困境，存在的问题终究无法逃避，冬天还是要过。

2001年深圳筹建创业板市场，华为被列在重点企业名录之中。

2002年的春天，一行来自大洋彼岸的客人来到了深圳，还略带旅途疲惫的他们一下飞机就迫不及待地赶赴华为总部，这便是摩根斯坦利团队的第一次来访。在办公室等候已久的任正非停止了踱步，长吸一口香烟，吐出了一个烟圈，似乎他的烦恼在今天就能像这个烟圈一样渐渐消散。

摩根斯坦利的经济学家团队认为，上市是解决这一切的最优途径。

2.3 摩根雪中送炭

摩根斯坦利的经济学家团队指出，华为现在最为突出的问题来自与海外市场开拓的困境和公司内部的治理结构。而上市恰恰可以解决这样的困境。

摩根斯坦利的经济学家团队认为，华为首先需要进行信息的公开披露。华为在海外最受人诟病的有两点。一是华为不是上市企业，他的所有制结构不透明。二是华为的总裁和创始人任正非曾经担任解放军的工程师——这样的背景未尝不会让人觉得华为背后有中国政府的背景。为了消除这些舆论所带来的负面影响，华为需要走向上市，及时地进行信息披露，获取公众的信任。

此外，华为必须在上市之前对公司的治理结构进行调整，以使企业达到上市地对公众公司的要求。现在的华为运用的员工持股制度由于其独特性和不完备性，实施起来容易产生极大的弊端，导致公司内部矛盾的激化，对公司进行改制，将会彻底解决此类问题，运用成熟的上市公司员工股权激励方法进行员工和管理层激励，将更有效地激发员工的创造性，提高员工的忠诚度。

同时为了开辟新的海外市场，摩根斯坦利的经济学家团队还建议任正非引入战略投资者，如 IBM、摩托罗拉等国际知名企业，这将会对华为在电信行业的发展和立足起到至关重要的作用，借助这些投资者的力量，华为可以更为容易地开拓海外市场。同时学习和借鉴名企的管理经营经验，将会让华为更快成熟起来。

事情也正如摩根斯坦利料想的一样，任正非面对此时的窘境也不得不接受华为上市计划的提议，因为此时的华为，似乎没有什么方法能够更好地让华为度过这个寒冬，而生存，是成功的必要条件。任正非此时觉得，上市的财富增长能够更好地稳定现有的骨干员工，而广告效应将会让华为更快走出国门，解决好眼前的问题，将会让华为熬过这个冬天。

有了任正非的同意和世界顶级投行摩根斯坦利的策划，华为和摩根斯坦利的合作进入了“蜜月期”。

2002 年，华为内部成立上市筹备小组，并制定了“先私募引入战略投资者，再整体上市”的上市策略，与摩托罗拉、英特尔、IBM 等公司进行了广泛的接触，希望能够通过私募的方式引入这些企业进行战略投资，从而推动华为的上市。

2.4 对不起，摩根

还是 2002 年，经过广泛的交流和接洽，华为和所有的战略投资方都没有达成共识，理由是华为给出的合作条件过于苛刻。华为增发 30% 的股份同时引入 6 家公司作为战略投资者，当时的华为还没有如今的实力，如此苛刻的条件与任正非本人对控制权的坚持有很大的关系，而作为战略投资者的各大名气当然不会屈尊于这样的条件，因此计划还未实施就宣告破产。

时间能够见证一家企业的消亡也会见证一家企业的繁荣，转眼到了 2003 年，华为坚持多年精耕细作的俄罗斯市场终于结出了果实，当年华为在俄罗斯的销售额达到 3 亿美元，这是一个伟大的突破。

任正非经过慎重的思考，进一步改进了员工持股制度。2003 年，华为又动用了几十亿元的未分配股权，再次给予 80% 以上的员工股票购买权，其主要目的有两个，一是向银行申请股权抵押的贷款额度，缓解华为目前由于 3G 业务推迟所带来的资金紧张问题，二是将股权向新的骨干核心层倾斜，通过 3 年的锁定期，稳定核心员工队伍，共同度过这段困难时期，将来通过净资产增值、股权分红等方式，将利益分配给员工。这样，既可以有效降低华为的资产负债率，又可以让员工一起承担部分经营风险。

此时的任正非认识到，虚拟股制度就是华为的金字招牌，一旦上市，必须对这种制度进行彻底的革命，这将会是对华为极大的打击。事实也正如他所想。

员工持股为华为取得了巨大而稳定的资金支持。连续十年（自 2001 年）的增发之后，华为的虚拟股达到 98.61 亿股，超过 6.55 万人持有股票。2004 年至 2011 年 7 短短七年间，华为通过增发虚拟股共获得融资 275.447 亿元人民币。其中，仅 2011 年一年就获得了 94.037 亿元人民币的惊人数额融资。而同处于网络通讯行业的中兴通讯，在其 A 股上市以来累计募集资金 24 亿元，2004 年赴港上市之后融资 21 亿港元，这样悬殊的对比差距让华为特色的制度体现出强大的筹资能力。

与此同时，华为的员工也获取了丰厚的回报，2010 年虚拟股每股分红 2.98 元，2011 年每股分红 1.46 元，2008 年至 2011 年股权回报率分别为 21%、42%、40%、17%，2011 年相比之下有较大的下滑但是依然具有稳定的收益，远高于同

期银行存款利率。

可以说，华为的虚拟股制度为员工和公司都带来了巨大的收益，是对员工进行激励、公司筹措资金的良策，支撑了华为连续多年的超高速增长和业务扩张，大大增强了核心竞争力。

华为的员工持股制度，不仅仅是一种筹资手段，更是稳定华为核心技术人员、提高华为人的归属感和凝聚力的管理方法。通过将华为人和华为绑在一起，让员工体会到他给华为创造的价值就是他给自己创造的价值，努力必然会有回报。

在一名员工的日记中曾经提到他对华为工作的热爱，语言质朴但是能看出深深的华为味道：“突然间，我发现我爱上了从用户服务中心大厦的大厅里快步地走过；我爱上了等电梯时同事们热情的打闹；我爱上了办公室里那淡淡的香水的味道。……我爱上你了，华为。”

3.你好，华为

在接下来的几年中，新的股权制度和轮值 CEO 制度让华为再次走上了高速扩张的道路，任正非的“土狼”战术也让华为在国际战场上渐渐成为了一头雄狮。2005 年，华为进入世界著名的 BT(英国电信)和沃达丰的采购名单，这一年，是华为国际业务的突破年。之后的日子里，华为在亚洲、欧洲、非洲的业务也遍地开花，到 2011 年，华为的海外业务的营业收入达到 1383 亿元人民币，已经占总业务收入的 68%。华为已经从一个依赖国内市场的企业成长为国际网络通信业巨头。然而事情总没有想象的那么顺利。

3.1 寒潮来袭

2011 年华为财务业绩销售总收入 2039 亿元人民币，同比增长 11.7%。但净利润 116 亿元人民币，同比下跌 52.9%。2010 年时，华为的净利润达到 247 亿元人民币，是过去 5 年最好的。2011 年的表现不仅大幅低于上年，也低于 2009 年度的 190 亿元。华为财报称，2011 年华为将企业业务作为集团的核心业务之一，整体销售收入 92 亿人民币，较去年同比增长 57.1%。同时，华为在消费者业务领域增长迅速。消费者业务销售总收入 446 亿人民币，同比增加 44.3%。既然华为的核心业务收入实现如此大的增长，那么其净利润又怎么会同比减少 52.9%，

这不能不归结于华为在实现如此大的收入增长的同时成本以及期间费用的投入量的多少，华为虽然实现了收入的剧增，但是收入和成本的匹配是不是合理，这点我们从他的毛利率的大幅减少便可见一斑。华为注重研发，但是研发成功与否这本身就是一个未知数，2011 年通信行业低迷的时候华为投入这么多研发费用，这让外界不断地猜疑华为内部正在面临怎样的风险。

在 2011 年华为业务大幅下挫之后，2013 年 1 月初孟晚舟公开表示，2012 年度用于为员工发放的奖金为 125 亿。孟晚舟还特别提到：由于企业业务 BG 和消费者业务 BG 未能实现核心管理人员年初承诺的增长目标，所以企业业务 BG 和消费者业务 BG 的核心管理人员 2012 年的奖金为 0。尽管华为这一年在移动终端领域大动作频频，但跟全球智能手机的销售额至少增长了 30% 以上（2012 年全球智能手机的销量至少增长了 50%，再考虑降价因素）这个参照系来看，华为手机年增长 8.5% 的表现可谓差强人意。

屋漏偏逢连阴雨，顺风顺水以惊人速度发展 20 余年的华为在公司治理和发展战略上又出现了前所未有的分歧。由于华为所处的网络通信行业固有的特点，前期投入巨大而投资回收期较长，想要实现世界级领先企业的目标，华为需要更多的资金进行支持，此时曾经给公司带来稳定资金支持的“虚拟受限股”制度也变成争议的焦点，银行限制对华为员工贷款支持，使得这种制度设计失去了最原始的优势——融资，因而华为不得不投向其他的路径来获取更为可靠的资金来源。而与此同时，公司的治理结构也受到一些公司高管的质疑，华为是否要走上家族企业这条道路？还有国际市场，特别是美国对华为的抵制和敌视，导致华为的国际发展战略受到巨大的阻挠，华为的发展充满了未知数。

一系列问题接踵而至，当企业高速发展、前途一马平川的时候任何矛盾都可以被利润的爆发式增长所掩盖，当利润出现大幅下滑时，一切不是原本不算做问题的问题都成为阻挡华为前行的荆棘。而此时，一切问题的答案都指向了上市，甚至有人认为只有上市才能“挽救”华为。

3.2 再给我一次机会

大洋彼岸的摩根斯坦利一直都没有放弃过华为的上市计划，他们只是在静候这个时机的成熟。既然有了第一次虽然短暂但依然“甜蜜”的合作，那摩根斯坦

利总有第二次机会再次入驻华为，他们也在寻觅这样的机会。

2008 年是世界顶级投行的灾难年，随着雷曼兄弟倒闭、美林证券被美国银行收购，次贷危机愈演愈烈，而几乎全世界人顷刻间都恨透了每天西装笔挺的投资银行家，摩根斯坦利也正在这场危机中被搞得焦头烂额。渐渐时间推移到 2012 年，危机的后遗症仍然在继续，摩根斯坦利甚至整个投行界就好像久旱的田地渴望甘霖一般，需要一个再次轰动世界的机遇，斯蒂芬·罗奇再次将目光转向了中国，他认为，这样的机遇只可能出现在不断创造世界经济发展奇迹的中国。

斯蒂芬·罗奇组织经济学家团队，连夜对中国企业存在的发展机会和挑战进行了详尽的分析，他们又一次把目光聚集到华为的身上。

经历 10 年的发展之后，华为早已不再是蹒跚学步的孩子，但这并不意味着华为不需要资本市场，恰恰相反，他们认为，华为正处在最为需要筹备上市的阶段。斯蒂芬·罗奇整理好行装，带着摩根斯坦利精英的投资银行团队，再一次踏上了华为之旅，他信心满满，似乎此行的目的势在必得。

3.3 千里鹅毛

2012 年，又是一个乍暖还寒的春天。风暴的中央往往都异常平静，任正非还在享受他最爱的英式下午茶，不同寻常的是，桌子上赫然躺着一份《上市策划书》，从容镇定的外表下掩藏着忐忑，独自承担着呼啸而来的内部和外部的猜疑甚至是指责。这份《上市策划书》正出自世界著名的投行摩根斯坦利之手，“他刚刚拒绝的，是一个市值三万亿美国的团队！”摩根的首席经济学家斯蒂芬·罗奇刚刚吃了任正非的闭门羹。似乎这次访问并没有像之前那样友好和顺利，斯蒂芬·罗奇甚至略带沮丧，但无论如何，这份远隔千里送来的“鹅毛”必将再次引燃华为的上市之火。

在摩根斯坦利的策划书中提到，华为想要保持 2011 年之前的高速增长，必须走上上市融资的道路。自从监管层叫停“个人助业贷款”以来，华为的融资已经成为它发展的瓶颈之一。根据统计数据，华为的资产负债率远高于行业龙头企业思科，甚至远高于行业的平均水平，这样华为的经营长期处在高杠杆下，一旦发生财务风险，后果将会波及 15 万员工。而虚拟持股制度同时将员工与公司紧紧地绑在一起，更加加大了华为内部融资风险。

同时，作为华为业务的主要增长点，扩展海外市场已经成为了极为重要的一部分，而新建绿地的成本要远远高于并购。并购海外企业不仅将会获得企业的市场份额，更重要的是为未来的市场抢占打开了一个突破口，从而更容易地获取突破点。上市是解决这一矛盾最为迅速的方法，将会给华为的海外并购揭开新的一页，不在受困于信息不公开等限制而无法打开市场。

而此时媒体吵得沸沸扬扬的华为接班人问题也会由于上市的推进而偃旗息鼓，上市之后，华为将会聘请职业经理人进行管理，现代的管理制度将会让华为更容易被市场接受，同时不受限于管理者的寿命，企业将会有更大的机会永续发展下去，获取更大的成功。

4. “我，不同意”

任正非作为华为这艘巨轮的舵手，已经带领华为一路乘风破浪，在历练中成长为一个在通信网络行业不可忽视的存在。犹记得企业初创时期的艰辛，犹记得第一次走出国门的尴尬，犹记得孤立无援的苦痛，犹记得被人讥笑的无助。但也有取得成功的欢笑，也有攻克难关的释怀，也有团结一心的温暖，也有奋勇拼搏的气魄。看着摩根的上市策划书静静躺在办公桌上，华为二十年来经历的波折与荣耀都像跑马灯一般在任正非的眼前飘过，任正非努力理清头绪，又一次拒绝了上市的提议。“我，不同意。”

4.1 奋斗的华为

任正非在美国纽约一家著名俱乐部的午餐会上曾经说过：“猪养得太肥了，连哼哼声都没了。科技企业是靠人才推动的，公司过早上市，就会有一批人变成百万富翁、千万富翁，他们的工作激情就会衰退，这对华为不是好事，对员工本人也不见得是好事，华为会因此而增长缓慢，乃至与队伍涣散，员工年纪轻轻太有钱了，会变得懒惰，对他们个人的成长也不会有利。”（《下一个倒下的会不会是华为》）

任正非突然想起华为的某个技术人员在日记中曾经说过这样一个温馨的细节，他意外地爱上了办公室墙角的靠垫，不仅中午睡在那里而且晚上也要睡在那里，不仅工作日睡在那里而且周末也要睡在那里，不仅如此，他还带来了洗漱用

具，把那里当作了自己的家。这种温馨和质朴的画面在一个百万富翁甚至是千万富翁的生活里是永远都不会出现的。上市的造富会让华为失去自己的灵魂，丢失努力的方向。

4.2 高效的华为

公司一旦上市，公司的治理结构特别是轮值 CEO 制度将必须作出巨大的改变，作为公众公司的华为必须聘请职业经理人对公司进行管理，任正非作为股东，将失去对公司的经营权。同时，上市会稀释任正非所持股份，而华为在 20 年的发展历程中，通过各种制度设计使得任正非成为公司的实际控制人，掌握着公司的发展命运，但是在现代公司制度下，任正非所持的股份占比很小，几乎无法影响董事会对问题的决定。

华为上市必须面临所有权和控制权相分离，而这一点正好戳中了华为的心脏。任正非是华为的一张王牌，可以说是任正非亲手建立了华为这样一个通信帝国，锻造了华为精神，可以说，任正非就是华为所有员工团结一致、勇往直前的精神支柱，而失去了任正非的华为就失去了集体凝聚力的核心。

任正非虽然拒绝担任 EMT 主席，但最终任正非依然是华为不折不扣的掌门人，他的一举一动必然会引起华为发展路径的巨大变革。一名具有“狼性”的企业家，造就了一个充满“狼性”的企业。任正非通过自己多年的从业经验以及与生俱来的企业家的优良素质——坚持、果断、自信，在华为 20 余年的发展道路中带领这个企业披荆斩棘一路走来发展壮大。任正非的精神就是华为精神。任正非认为，没有上市是华为能够战胜对手的原因，而华为能够发展至今的最大原因或许就是他自始至终的决断力。这样自由的企业制度使得华为能够最大程度地降低内部管理的消耗，集中最有效的力量去攻克难关。

同时，华为的创始人与职业经理人之间一旦发生矛盾，将会大大影响华为自上而下的决策和执行效率，甚至会导致员工内部分帮结派，内部斗争和权力牵制会对华为的发展造成很大的影响，无法集中力量解决外部矛盾，从而降低华为的发展速度。这是任正非最不希望看到的景象，他倾尽一生创立的华为，就好比是自己的孩子一般，如果因为引入外部的投资人导致华为控制权之争，华为将会付出惨痛的代价。

4.3 无法忽略的代价

无论上市方案如何拟定，华为显性和隐性的上市成本将会是一笔极其巨大的开支，这必然会拖慢华为的发展节奏，加之复杂的公司治理结构调整和上市合规性准备工作，甚至对华为的正常生产经营和发展战略制定都有极大的影响。而就华为现在的情况而言，举债是成本最为低廉和最为快捷的融资方式，现阶段完全能够满足华为扩张所需的资金要求，可以说，华为对于上市融资的需求并没有外界想象的那么迫切。

诚然，华为的信息不透明一直是美国用以攻击和抵制华为的武器，但是这并不代表信息充分公开透明的华为就能打开美国的市场。作为一家通信网络企业，华为很多核心技术是信息公开的禁区，而即使一点点的信息披露都有可能成为竞争者对华为进行攻击的匕首。当得知华为相关的成本和收益情况以后，竞争对手可以针对性更加明确地供给华为的软肋。同时，一些竞争者也会想方设法在信息披露等方面对上市的华为进行骚扰，这将会大大分散华为的精力，使得华为无法专注于新技术的开发，而是忙于应付各种诉讼、协调与监管机构和与投资者的关系。一个较为明显的案例可以说明华为信息公开并不是华为无法进入美国市场的原因，中兴作为一家在 A 股和 H 股同时上市的企业，也被美国拒之门外。

信息的公开透明也会导致华为内部持股股份的公开，员工之间不同的持股比例将会成为点燃员工之间矛盾的导火索，一旦华为内部出现分化，将会使华为陷入外交内困的尴尬局面。

4.4 请听他讲

曾经负责或参与华为人力资源管理变革项目、私募与上市筹备等项目的吴建国在《华为的世界》中写道：“华为……想要在不远的未来完成世界级的梦想……一条路径就是直接出售给世界级企业，从而以‘借壳’的方式实现世界级。……那么，退而求其次的方式就是以华为目前最有价值的核心业务即无线和宽带为诱饵，引入 1~2 家世界级企业成为战略投资者，但他们不占控股地位。这样一来，既能获得世界级企业的巨大帮助，又不失去华为的品牌和创始人股东的控制权，然后通过在国外上市，真正成为一家国际化的公众公司。”

同时他还认为，华为的上市应该分为三个阶段，第一阶段剥离核心业务，第

二阶段核心业务境外上市，第三阶段聚焦服务，逐步演变成一家提供互联网业务整体解决方案的服务咨询公司。

然而华为的命运并不在他的手中，真正的掌控者其内心深处是否也是这样打算的呢？我们不得而知。然而华为想要成为世界级的企业，上市之路也许仅仅是时间问题。

5.尾声

这是一位智慧的老者，外表平静的他，内心却已经是波涛汹涌，他的每一个决定都可能对华为未来的发展造成巨大的影响，人的生命是有限的，而事业是无限的，如何在有限的生命中打造非凡的事业，不仅是对他的考验，更是对未来华为的考验。他渐渐淡出了聚光灯与话筒的世界，享受他最爱的英式下午茶，或许只有这一刻他才是自己，他才能放下千斤的重担。但是，下一刻，华为的路该怎么走……

（案例正文字数：12509）

Does Huawei need to go public?

Du DeLu ZheyueZhuo Lan

(East China Normal University, Shanghai 200241, China)

Abstract: This case mainly discuss whether Huawei should been listed or not.

Huawei, as the largest supplier of communication equipment, the third largest manufacturer of smartphones as well as leading provider of information and communication solution, met with several problems since it was founded. Ren Zhengfei who is the founder and controller of Huawei, loving Huawei like his own child, will never hand his own company to others and handle Huawei`s every problem by himself. Morgan Stanley has visited Huawei twice in 2002 and 2012. The team of Morgan thought Huawei would be different if it is listed. They came to Shenzhen and recommended Huawei to be listed oversea, but they had nothing done because of the bad chance. Perhaps, Ren Zhengfei is waiting for a good chance for Huawei to be listed, although he is against to the proposal uncompromisingly.

Key words: Huawei; listed; Ren Zhengfei; Morgan Stanley

附录

附件 1：华为 2011 年到 2014 年发展概况

众所周知，最近几年国内外经济形势波澜起伏，通信行业最近几年表现不佳，市场趋于饱和状态，各大运营商的需求放缓，导致通信设备商设备销售下降，研发没有新的突破和创新，整个行业呈现一种疲软状态。

2011 年华为财务业绩销售总收入达 2039 亿元人民币，同比增长 11.7%。但净利润 116 亿元人民币，同比下跌 52.9%。2010 年时，华为的净利润达到 247 亿元人民币，是过去 5 年最好的。2011 年的表现不仅大幅低于上年，也低于 2009 年度的 190 亿元。华为财报称，2011 年华为将企业业务作为集团的核心业务之一，整体销售收入 92 亿人民币，较去年同比增长 57.1%。同时，华为在消费者业务领域增长迅速。消费者业务销售总收入 446 亿人民币，同比增加 44.3%。既然华为的核心业务收入实现如此大的增长，那么其净利润又怎么会同比减少 52.9%，这不能不归结于华为在实现如此大的收入增长的同时成本以及期间费用的投入量的多少，华为虽然实现了收入的剧增，但是收入和成本的匹配是不是合理，这点我们从他的毛利率的大幅减少便可见一斑。华为注重研发，但是研发成功与否这本身就是一个未知数，2011 年通信行业低迷的时候华为投入这么多研发费用，我们不得不思考这其中暗含了怎样的风险。

在 2011 年华为业务大幅下挫之后，2013 年 1 月初孟晚舟公开表示，2012 年度用于为员工发放的奖金为 125 亿。孟晚舟还特别提到：由于企业业务 BG 和消费者业务 BG 未能实现核心管理人员年初承诺的增长目标，所以企业业务 BG 和消费者业务 BG 的核心管理人员 2012 年的奖金为 0。尽管华为这一年在移动终端领域大动作频频，但跟全球智能手机的销售额至少增长了 30%以上（2012 年全球智能手机的销量至少增长了 50%，再考虑降价因素）这个参照系来看，华为手机年增长 8.5% 的表现可谓差强人意。

2012 年华为业绩出现了小幅回升，但是仍然不能掩盖其遭遇的发展困境。第一个就是组织结构没有真正理顺，员工的思想也没有真正从运营商思维模式转变为消费者思维模式。第二个是产品策略出了问题。余承东等华为高管错误地认为，所谓精品=高价=高利润率，于是不惜血本地开发了只有 7.69 毫米厚度的

Ascend P1 和号称“宇宙最强机”的 Ascend D1，但是由于定价过高，供应链又出了问题错过了最佳上市时间，结果这两款寄予厚望的高端手机的销量都不太理想。反倒是中端的荣耀系列部分机型以及低端的 C8812 等千元智能机卖得不错。第三个错误在于营销。无论是那个白衣老人与白马激烈相撞的广告，还是“华为不仅仅是世界 500 强”的广告，都没能够抓住消费者的心理，勾起他们的购买欲。而在渠道方面，年中与 360 的合作最后无疾而终，与电商的合作也不是那么积极，线下的手机品牌店的建设也进展较慢，这些都使得华为手机仍然没有在消费者心中建立足够深刻的印象。

2013 年，华为作为非上市公司，为社会创造了 395 亿美元的价值，销售收入同比增长 8.5% 的同时获得净利润同比增长 34.4%。细细探究其业绩报表可看到华为 2013 年内部持续管理变革，运营成本得以控制导致销售毛利同比增长 11.8%，比销售收入的增长率还要高出近 50%。而且受益于华为运营效率的提高，总期间费用也是不断得到了控制。经历了 2011 年公司面临的财务困境以及接踵而至的外界质疑，华为也是痛定思痛，在高研发费用投入的同时仍然扩大企业业务规模并保持了巨大的盈利空间。

在遭遇发展瓶颈时的华为没有选择放弃虚拟受限股而上市融资，依靠自身能力使得业绩扭亏为盈。2014 年 4 月，从华为正在举行的 2014 年全球分析师大会上传来消息，华为财务管理部副总裁陈繁昌预计，华为 2014 年收入将同比增长 10%，在 2018 年达到 700 亿美元。700 亿美元的收入规模在通信产业或移动互联网产业是个什么概念？华为用 5 年的时间将收入近 400 亿美元增长到 700 亿的底气何在？而对于华为 2014 年的业绩我们也是可以看到，受益于公司规模快速增长、效率的提升、成本的降低和消费者业务品牌的建设及产品结构的改善，销售收入同比增长 20.6%，净利润更是同比增长 32.7%，不仅达到了预计目标，更是体现了华为自身的成长能力。

附件 2：华为 2011 年-2014 年财报简况

人民币百万元	2011 年	2010 年	同比变动
销售收入	203,929	182,548	11.7%
销售毛利	76,448	80,353	-4.9%
— 销售毛利率	37.5%	44.0%	-6.5%
期间费用	57,866	49,677	16.5%
— 期间费用率	28.4%	27.2%	1.2%
营业利润	18,582	30,676	-39.4%
— 营业利润率	9.1%	16.8%	-7.7%
净财务费用	5,897	2,118	178.4%
所得税费用	810	3,832	-78.9%
净利润	11,647	24,716	-52.9%

表 1 华为 2011 年销售收入构成表

2011 年公司实现销售收入人民币 203,929 百万元，同比增长 11.7%。净利润为人民币 11,647 百万元，同比下降 52.9%。净利润的大幅下滑，较大程度上受到汇兑损失的影响，由于人民币持续升值，2011 年公司发生汇兑损失人民币 4,876 百万元（2010 年汇兑损失为人民币 1,367 百万元）。如果剔除汇兑损失的影响，净利润同比下降 36.6%，盈利表现基本符合预期。2011 年是新业务的布局之年，公司在企业业务、消费者业务等新业务领域加强投入；同时在运营商网络领域，在动荡的宏观经济形势下，运营商控制 CAPEX 支出，形成较大的价格竞争压力，致使当期盈利水平出现下滑。

人民币百万元	2011 年	2010 年	同比变动
研发费用	23,696	17,653	34.2%
— 研发费用率	11.6%	9.7%	1.9%
销售与管理费用	33,770	31,439	7.4%
— 销售与管理费用率	16.6%	17.2%	-0.6%
其他业务收支	400	585	-31.6%
— 其他业务收支占收入比率	0.2%	0.3%	-0.1%
期间费用合计	57,866	49,677	16.5%
— 期间费用率	28.4%	27.2%	1.2%

表 2 华为 2011 年费用表

2011 年公司对消费者、企业业务的未来发展加强投入，总期间费用率上升

1.2 个百分点，主要体现在研发费用率上升 1.9 个百分点，销售与管理费用率及其他业务收支占收入比率分别下降 0.6 个百分点和 0.1 个百分点。

人民币百万元	2011 年	2010 年	同比变动
汇兑损失	4,876	1,367	256.7%
其他净财务费用	1,021	751	36.0%
净财务费用合计	5,897	2,118	178.4%

表 3 2011 年华为财务费用表

2011 年净财务费用为人民币 5,897 百万元，相对 2010 年增加人民币 3,779 百万元，其中汇兑损失比 2010 年增加人民币 3,509 百万元，其他净财务费用较 2010 年增加人民币 270 百万元。

研究与开发

华为进行产品与解决方案的研究开发人员有 62,000 多名（占公司总人数的 44%），并在德国、瑞典、英国、法国、意大利、俄罗斯、印度及中国等地设立了 23 个研究所。我们还与领先运营商成立 34 个联合创新中心，把领先技术转化为客户的竞争优势和商业成功。

2011 年华为累计申请中国专利 36,344 件，国际 PCT10,650 件，外国专利 10,978 件。共获得专利授权 23,522 件，其中 90% 以上为发明型专利。在云计算相关技术上拥有中国专利 685 件、欧洲专利 226 件、美国专利 107 件，并积极参与到云计算的标准工作中，担任了 DMTF 的十四个董事成员之一，主导成立了 IETF 云计算/数据中心领域的 ARDM 工作组并担任主席职位，广泛参与云计算标准相关组织。

华为融入和支持主流国际标准并做出了积极贡献。截至 2011 年底，华为加入全球 130 个行业标准组织，如 3GPP、IETF、ITU、OMA、ETSI、IEEE 和 3GPP2 等。华为共向这些标准组织提交提案累计超过 28,000 件，并担任 OMA、CCSA、ETSI 和 ATIS 等权威组织的董事会成员，在任 180 多个职位。

2011 年，华为在全球范围内囊获 6 大 LTE 顶级奖项，标志着华为在 LTE 技术研发、商用实践、标准专利、产业链整合等方面上的持续投入和巨大贡献获得业界的一致认可。

2011 年，华为研发费用支出为人民币 23,696 百万元，近十年投入的研发费用超过人民币 100,000 百万元。

人民币百万元	2012年	2011年	同比变动
销售收入	220,198	203,929	8.0%
销售毛利	87,577	76,448	14.6%
— 销售毛利率	39.8%	37.5%	2.3%
期间费用	67,620	57,866	16.9%
— 期间费用率	30.7%	28.4%	2.3%
营业利润	19,957	18,582	7.4%
— 营业利润率	9.1%	9.1%	0.0%
净财务费用	1,629	5,897	-72.4%
所得税费用	2,711	810	234.7%
净利润	15,380	11,647	32.1%

表 4 2012 年华为销售收入构成表

2012 年公司实现销售收入人民币 220,198 百万元，同比增长 8.0%。净利润为人民币 15,380 百万元，同比增长 32.1%。

人民币百万元	2012年	2011年	同比变动
研发费用	30,090	23,696	27.0%
— 研发费用率	13.7%	11.6%	2.1%
销售与管理费用	38,916	33,770	15.2%
— 销售与管理费用率	17.7%	16.6%	1.1%
其他业务收支	-1,386	400	-446.5%
— 其他业务收支占收入比率	-0.6%	0.2%	-0.8%
期间费用合计	67,620	57,866	16.9%
— 期间费用率	30.7%	28.4%	2.3%

表 5 2012 年华为费用情况

2012 年公司加大研发投入，总期间费用率上升 2.3 个百分点，其中研发费用率上升 2.1 个百分点，受坏账准备计提增加的影响，销售与管理费用率增加 1.1 个百分点，其中管理费用率是下降的。其他业务收支占收入比率下降 0.8 个百分点。

人民币百万元	2012年	2011年	同比变动
汇兑损失	1,085	4,876	-77.7%
其他净财务费用	544	1,021	-46.7%
净财务费用合计	1,629	5,897	-72.4%

表 6 2012 年华为财务费用

2012 年净财务费用为人民币 1,629 百万元，相对 2011 年减少人民币 4,268 百万元，其中汇兑损失比 2011 年减少人民币 3,791 百万元，其他净财务费用较 2011 年减少人民币 477 百万元。

表 7 2013 年华为销售收入构成

人民币百万元	2013年	2012年 重述	同比变动
销售收入	239,025	220,198	8.5%
销售毛利	98,020	87,686	11.8%
— 销售毛利率	41.0%	39.8%	1.2%
期间费用	68,892	67,028	2.8%
— 期间费用率	28.8%	30.4%	(1.6%)
营业利润	29,128	20,658	41.0%
— 营业利润率	12.2%	9.4%	2.8%
净财务费用	3,942	2,039	93.3%
所得税费用	4,159	2,758	50.8%
净利润	21,003	15,624	34.4%

2013 年公司实现销售收入人民币 239,025 百万元，同比增长 8.5%。净利润为人民币 21,003 百万元，同比增长 34.4%。盈利的提升主要来自内部持续管理变革、降低运作成本。受益于企业业务规模占比上升和终端业务的盈利改善，销售毛利率提升了 1.2 个百分点。

人民币百万元	2013年	2012年 重述	同比变动
研发费用	30,672	29,747	3.1%
— 研发费用率	12.8%	13.5%	(0.7%)
销售和管理费用	38,943	38,667	0.7%
— 销售和管理费用率	16.3%	17.6%	(1.3%)
其他业务收支	(723)	(1,386)	(47.8%)
— 其他业务收支占收入比	(0.3%)	(0.6%)	0.3%
期间费用合计	68,892	67,028	2.8%
— 期间费用率	28.8%	30.4%	(1.6%)

表 8 2013 年华为费用情况

2013 年公司持续加强内部运营效率提升，总期间费用率下降 1.6 个百分点，其中销售和管理费用率下降 1.3 个百分点，研发费用率下降 0.7 个百分点，其他业务收支影响期间费用率上升 0.3 个百分点。

表 9 2013 年华为财务费用

人民币百万元	2013年	2012年 重述	同比变动
净汇兑损失	3,686	1,085	239.7%
其他净财务费用	256	954	(73.2%)
净财务费用合计	3,942	2,039	93.3%

2013 年净财务费用为人民币 3,942 百万元，相对 2012 年增加人民币 1,903 百万元，其中净汇兑损失较 2012 年增加人民币 2,601 百万元，其他净财务费用较 2012 年减少人民币 698 百万元。

表 10 华为经营成果概览

人民币 百万元	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
销售收入	182,548	203,929 (11.7%)	220,198 (8.0%)	239,025 (8.5%)	288,197 (20.6%)
销售毛利	80,353	76,448 (-4.9%)	87,577 (14.6%)	98,020 (11.8%)	127,451 (30.0%)
—销售毛利率	44.0%	37.5% (-6.5%)	39.8% (2.3%)	41.0% (1.2%)	44.2% (3.2%)
期间费用	49,677	57,866	67,620	68,892	93,246

人民币 百万元	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
		(16.5%)	(16.9%)	(2.8%)	(35.4%)
-期间费用率	27.2%	28.4% (1.2%)	30.7% (2.3%)	28.8% (-1.6%)	32.4% (3.6%)
营业利润	30,676	18,582 (-39.4%)	19,957 (7.4%)	29,128 (41.0%)	34,205 (17.4%)
-营业利润率	16.8%	9.1% (-7.7%)	9.1% (0.0%)	12.2% (2.8%)	11.9% (-0.3%)
净财务费用	2,118	5,897 (178.4%)	1,629 (-72.4%)	3,942 (93.3%)	1,455 (-63.1%)
所得税费用	3,832	810 (-78.9%)	2,711 (234.7%)	4,159 (50.8%)	5,187 (24.7%)
净利润	24,716	11,647 (-52.9%)	15,380 (32.1%)	21,003 (34.4%)	27,866 (32.7%)

注：括号中为环比变动

表 11 华为期间费用一览表

人民币 百万元	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
研发费用	17,653	23,696 (34.2%)	29,747 (25.5%)	30,672 (3.1%)	40,845 (29.4%)
-研发费用率	9.7%	11.6% (1.9%)	13.5% (1.9%)	12.8% (-0.7%)	14.2% (1.0%)
销售与管理费用	31,439	33,770 (7.4%)	38,667 (14.5%)	38,943 (0.7%)	47,468 (24.7%)
-销售与管理费用率	17.2%	16.6% (-0.6%)	17.6% (1.0%)	16.3% (-1.3%)	16.5% (0.6%)
其他业务收支	585	400 (-31.6%)	-1,386 (-446.5%)	-723 (-47.8%)	4,933 (-782.3%)
-其他业务收支占收入比率	0.3%	0.2% (-0.1%)	-0.6% (-0.8%)	-0.3% (0.3%)	1.7% (2.0%)
期间费用合计	49,677	57,866 (16.5%)	67,028 (15.8%)	68,892 (2.8%)	93,246 (35.4%)
-期间费用率	27.2%	28.4% (1.2%)	30.4% (2.0%)	28.8% (-1.6%)	32.4% (3.6%)

注：括号中为环比变动

表 12 华为净财务费用一览表

人民币 百万元	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
汇兑损失	1,367	4,876 (256.7%)	1,085 (-77.7%)	3,686 (239.7%)	2,135 (-42.1%)
其他净财务 费用	751	1,021 (36.0%)	954 (-6.6%)	256 (-73.2%)	-680 (365.6%)
净财务费用 合计	2,118	5,897 (178.4%)	2,039 (-65.4%)	3,942 (93.3%)	1,455 (-63.1%)

注：括号中为环比变动

附件 3：可比公司经营状况

表 13 思科经营成果

单位： 百万美元	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
销售收入	42,361	44,844 (5.9%)	47,252 (5.4%)	47,873 (1.3%)	48,083 (0.4%)
销售毛利	27,103	28,173 (3.9%)	29,352 (4.2%)	29,873 (1.8%)	28,834 (-3.5%)
销售毛利率	64.0%	62.8% (-1.2%)	62.1% (-0.7%)	62.4% (0.3%)	60.0% (-2.4%)
期间费用	15,449	16,191 (4.8%)	16,282 (0.6%)	16,271 (-0.1%)	11,600 (-28.7%)
期间费用率	36.5%	36.1% (-0.4%)	34.5% (-1.6%)	34.0% (-0.5%)	24.1% (-9.9%)
营业利润	11,654	11,982 (2.8%)	13,070 (9.1%)	13,602 (4.1%)	10,187 (-25.1%)
营业利润率	27.5%	26.7% (-0.8%)	27.7% (1.0%)	28.4% (0.7%)	21.2% (-7.2%)
所得税费用	2,465	2,634 (6.9%)	2,842 (7.9%)	2,872 (1.1%)	2,000 (-30.4%)
净利润	9,472	9,429 (-0.5%)	10,243 (8.6%)	10,963 (7.0%)	8,653 (-21.1%)

注：括号中为环比变动

表 14 爱立信经营成果

单位：百万瑞 典克朗	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
营收总额	226,921	227,779 (3.8%)	227,376 (-0.2%)	227,983 (0.3%)

单位:百万瑞典克朗	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
毛利	79,721	72,080 (-9.6%)	79,028 (9.6%)	83,456 (5.6%)
毛利率	35.1%	31.6% (-3.5%)	34.8% (3.2%)	36.6% (1.8%)
销售/常规/ 行政费用总额	25,291	25,653 (1.4%)	25,349 (-1.2%)	26,977 (6.4%)
研发费用	32,077	31,981 (-0.3%)	31,364 (-1.9%)	36,004 (14.8%)
运营开支总额	209,021	217,321 (4.0%)	209,531 (-3.6%)	211,176 (0.8%)
营业利润	17,900	10,458 (-41.6%)	17,845 (70.6%)	16,807 (-5.8%)
营业利润率	7.9%	4.6% (-3.3%)	7.8% (3.2%)	7.4% (-0.4%)
净利润	12,194	5,775 (-52.6%)	12,005 (107.9%)	11,568 (-3.6%)
净利润率	5.4%	2.5% (-2.9%)	5.3% (2.8%)	5.1% (-0.2%)

附件 4: 世界各个地区上市条件

表 15 中国主板和创业板上市比较

比较项目	主板	创业板
营业记录	须具备三年业务纪录, 持续经营时间应当在 3 年以上 (有限公司按原账面净资产值折股整体变更为股份公司可连续计算)	须具备三年业务纪录, 持续经营时间应当在 3 年以上(有限公司按原账面净资产值折股整体变更为股份公司可连续计算)
主体资格	依法设立且合法存续的股份有限公司	依法设立且合法存续的股份有限公司
企业的保荐期限	上市以后当年的剩余期限加上两个独立会计年度 无发行人利润下降将被监管的规定	保荐人在发行人上市后三个会计年度内履行持续督导责任 发行新股、可转换公司债券的, 持续督导的期间也较主板延长一年至两年 发行人上市当年营业利润比上年下滑

比较项目	主板	创业板
		50%以上的,将对相关保荐代表人采取相应监管措施
盈利能力	最近三个会计年度净利润均为正数且累计超过 3000 万元。	1. 最近两年连续盈利,最近两年净利润累计不少于 1000 万元且持续增长。 或: 2. 最近 1 年盈利,且净利润不少于 500 万元,最近 1 年营业收入不少于 5000 万元,最近 2 年营业收入增长率均不低于 30% ①净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据 ②为选择性标准,符合其中一条即可
股本总额	发行前不少于 3000 万元	发行后不少于 3000 万元
最近一期末净资产	无最低要求	不少于 2000 万元
现金流、营业收入	最近 3 个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过 5000 万元,或最近 3 个会计年度营业收入累计超过 3 亿元。	按照第二项盈利能力要求,最近 1 年营业收入不少于 5000 万元,最近 2 年营业收入增长率均不低于 30%。
业务、管理层及实际控制人的持续要求	近 3 年内主营业务和董事、高级管理人员未发生重大变化,实际控制人未发生变更。	最近 2 年内主营业务和董事、高级管理人员未发生重大变化,实际控制人未发生变更。
主营业务	符合法律、法规和公司章程的规定,符合国家产业政策。	主要经营一种业务,且符合法律、法规和公司章程的规定,符合国家产业政策和环保政策。
公司治理	要求建立:股东大会、董事会、监事会、独立董事、董事会秘书制度。 最近 3 年内没有发生重大变化	要求建立:股东大会、董事会、监事会、独立董事、董事会秘书、审计委员会制度。 最近 2 年内未发生重大变化
对控股股东、实际控制人的监管要求	无相关规定。	1、发行人的控股股东、实际控制人应当对招股说明书出具确认意见,并签名、盖章; 2、发行人及其控股股东、实际控制人最近三年内不存在损害投资者合法权益和社会公共利益的重大违法行为,不存在未经法定机关核准,擅自公开或者变相公开发行证券,或者有关违法行为虽然发生在三年前,但目前仍处于持续状态的情形。
保荐人对发行	无相关规定。	保荐人应当对发行人的成长性进行尽职

比较项目	主板	创业板
人成长性的检查要求		调查和审慎判断并出具专项意见。发行人为自主创新企业的,还应当在专项意见中说明发行人的自主创新能力。
投资风险提示要求	无	发行人应当在招股说明书显要位置作如下提示:“本次股票发行后拟在创业板市场上市,该市场具有较高的投资风险。创业板公司具有业绩不稳定、经营风险高、退市风险大等特点,投资者面临较大的市场风险。投资者应充分了解创业板市场的投资风险及本公司所披露的风险因素,审慎做出投资决定。”
同业竞争	发行人的业务与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不得有同业竞争	发行人与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不存在同业竞争,以及严重影响公司独立性或者显失公允的关联交易。
招股说明书编制	应当编制招股说明书摘要	不要求发行人编制招股说明书摘要
募集资金用途	应当有明确的使用方向,原则上用于主营业务	发行人募集资金应当用于主营业务,并有明确的用途。募集资金数额和投资项目应当与发行人现有生产经营规模、财务状况、技术水平和管理能力等相适应。
发审委构成	设主板发行审核委员会,25人	设创业板发行审核委员会,加大行业专家委员的比例,委员与主板发审委委员不互相兼任。
初审征求意见	征求省级人民政府、国家发改委意见	无

表 16 美国主板与创业板上市条件比较

比较项目	主板	创业板
实收项目	无具体要求	有盈利的企业资产净值要求在 400 万美元以上,无盈利企业资产净值要求在 1200 万美元以上
营运记录	须具备三年业务记录,发行人最近三年主要业务和管理层没有发生重大变化,实际控制人没有发生变更,采用美国会计准则	有盈利的企业经营年限没有要求,无盈利的企业经营年限要在三年以上
盈利要求	三年盈利,每年税前收益 200 万美元,最近一年税前收益为 250 万美元; 或三年累计税前收益 650 万美与,最近一年 450 万美元;	要求有盈利的企业以最新的财政年度或者前三年中两个会计年度净收入 40 万美元;对无盈利的企业没有净收入的要求

	或最近一年总市值不低于 5 亿美元的公司 且收入达到 2 亿美元的公司，三年总收益 合计 2500 万美元。	
最低公众持 股	社会公众持有的股票数目不少于 250 万 股；有 100 股以上的股东人数不少于 5000 名	25%以上，有盈利的企业公众 的持股要在 50 万股以上， 无盈利企业公众持股要在 100 万股以上；有盈利的企 业公众持股量在 50 万股至 100 万股的，股东人数要求 在 800 人以上；公众持股多 于 100 万股的，股东人数要 求在 400 人以上。无盈利的 企业股东人数要求在 400 人 以上。
最低市值	1 亿美元	无要求
证券市场监 管	其机制比较成熟，监管制度和监管力度较 强，市场化程度高，政府的监管手段结合市 场的力量对上市公司构成极大的约束，一旦 上市公司出现违法违规，处罚严厉。	

表 17 新加坡主板与创业板上市条件比较

比较项目	主板	创业板
实收项目	无具体要求	无具体要求
营运记录	须具备三年业务记录，发行人最近三年主要业务和管理层没有发生重大变化，实际控制人没有发生变更采用美国会计准则或新加坡准则	有三年或以上连续、活跃的经营纪录，所持业务在新加坡的公司，须有两名独立董事；业务不在新加坡的控股公司，有两名常住新加坡的独立董事，一位全职在新加坡的执行董事，并且每季开一次会议。
盈利要求	过去三年税前利润 750 万新元，每年至少 100 万新元，或最近两年累计税前盈利 1000 万元新币（1 新元约等于 5 元人民币）。	并不要求一定有盈利，但会计师报告不能有重大保留意见，有效期为 6 个月
最低公众持股量	25%股票至少有一千名股东持有，大于 3 亿新币比例减至 10%	公众持股至少为 50 万股或发行缴足股本的 15%（以高者为准），至少 500 个公众股东
最低市值	8000 万新币	无具体要求
证券市场监管		全面信息披露，买卖风险自担

表 18 香港主板与创业板上市条件比较

比较项目	主板	创业板
实收项目	无具体要求	无具体要求
营运记录	须具备三年业务记录，发行人最近三年主要业务和管理层没有发生重大变化，实际控制人没有发生变更	必须显示公司有两年的“活跃业务记录”
盈利要求	盈利测试：过去三年纯利总额达 5,000 万港元，其中最近年度须超过 2,000 万港元，另外前两年的纯利合计须达 3,000 万港元； 市值/收益/现金流量测试：上市时市值至少为 20 亿港元；经审计的最近一个会计年度的净利润至少为 5 亿港元；新申请人前 3 个会计年度年现金流入合计至少 1 亿港元； 市值/收益测试：上市时市值至少为 40 亿港元；经审计的最近一个会计年度的净利润至少为 5 亿港元。	不设置盈利要求
最低公众持股量	25%股票至少有一千名股东持有，大于 3 亿新币比例减至 10%	无具体规定，但实际上在上市时不得少于 4600 万港元
最低市值	预期公开发行部分市值不低于 5000 万港元	无具体要求
证券市场监管	其机制相对成熟，监管制度和监管力度较强，政府的监管手段结合市场的力量对上市公司构成极大的约束，监管层和公众投资者对上市公司的不规范问题则反应比较突出。	全面信息披露，买卖风险自担

表 19 英国主板上市要求

业务要求	有收益记录的独立业务 至少在往绩记录期内控制名下大部分资产 可独立于控股股东经营业务，而且必须基于各自利益与控股股东进行如何交易（若有）
往绩记录	至少 3 年独立的营业和收益往绩记录（包括 3 年内在重大收购项目中收购的公司） 如果英国上市局确信为期剪短的往绩记录符合申请人或投资者的利益，而且申请人已提供做出投资决定所需的资料，英国上市局可能接纳为期较短的往绩记录。
会计师报告	最近期的财务报表的结算日不得早于刊发上市资料日期前 6 个月 按照英国或美国公认会计原则或《国际财务报告准备》编制 按英国或美国审计准则或《国际审计准则》列报 审计师在包含往绩记录期内财务资料的审计报告中没有提出保留意见或任何对投资者有重大影响的不确定因素
证券分布	至少 700,000 英镑

市值 公众持股量	至少 25% 公众持股量足以在上市时达到一定的市场流通性
公司治理 公司治理合 并守则	鼓励但不强制遵守 须披露不合规之处
其他考虑 与高级人员 或顾问的关系	除非或英国上市局批准，就证券上市应付申请人的董事、高级人员或顾问的费用或其他的酬金或价款不得以现金支付 不得向保荐人或任何证券公司或其他协助上市工作的中介人的关联客户配售股份，为业务目的配售予做市商或基金经理的股份除外 必须事先获英国上市局纳入正式上市名单 整体市场的规模和流动性 上市后的持续责任 附加和替代规则适用于房地产、矿务、科研为主和高增长创意工业公司，以及投资工具