

PDF-TN2015002

兖州煤业海外收购菲利克斯公司：

步入“青云”还是走进“深渊”？¹

案例使用说明：

一、教学目的与用途

1. 本案例主要适用于《公司金融》、《公司并购与重组》等课程中有关公司并购等相关领域的教学。

2. 本案例适用对象：本案例主要针对金融专业硕士和企业管理人员，以及经济类、管理类专业的本科生。

3. 本案例的教学目的：诺贝尔经济学奖获得者斯蒂格勒在评价美国企业成长路径时指出，“没有一个美国的大公司不是通过某种程度、某种方式的并购而成长起来的，几乎没有一家大公司是靠内部扩张成长起来的”。纵观世界 500 强企业，产业并购已成为很多公司的典型成长之路。在全流通背景下，高度市场化的产业并购将代表中国上市公司并购重组的发展方向和主流模式，是上市公司利用资本市场平台做大做强的必然选择。

公司并购是公司金融理论核心内容，通过对本案例的分析和研讨，帮助学生理解和掌握以下重要知识点：

（1）公司并购主要类型；

（2）公司并购支付方式；

1. 本案例由北京航空航天大学大学经济管理学院学院的邓路、徐睿阳撰写，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管理行为是否有效。

(3) 公司并购经济后果。

二、启发思考题

1. 兖州煤业所处的煤炭行业有什么特点？兖州煤业如何才能保持其行业领先地位？
2. 兖州煤业为什么要进行海外收购？收购菲利克斯公司属于哪一类型并购？
3. 兖州煤业收购菲利克斯公司采取了哪种支付方式？不同并购支付方式的优缺点有哪些？
4. 如何评价兖州煤业本次海外收购？如何检验并购的结果和绩效？
5. 如果你是兖州煤业 CEO，你是否会在 2009 年收购菲利克斯公司？如果选择海外收购，你会选择何种支付方式？

三、分析思路

教师可以根据自己的教学目标来灵活使用本案例。这里提出本案例的分析思路，仅供参考，具体请见[错误!未找到引用源。](#)所示逻辑路线。



图 1 案例分析思路和逻辑路线

具体分析思路如下：

1. 兖州煤业实施“走出去”战略的背景及原因。与华北其他地区煤炭开采类企业相比，分析兖州煤业的优势和劣势。

此问题旨在引导学员了解案例公司的行业背景和特点，是分析本案例的逻辑起点，为后续案例分析提供铺垫。

2. 从理论上总结公司并购的主要类型及各自优缺点。分析兖州煤业海外并购类型。

此问题的提出为帮助学员理解公司并购的主要类型：横向并购和纵向并购。同时可鼓励学员发散思维，分析横向并购和纵向并购各自优缺点。

3. 从理论上总结公司并购支付方式种类及各自优缺点。兖州煤业收购菲利克斯公司时，为何没有选择股权支付而是选择现金支付？

通过阅读正文回答上述问题，使学员深入了解本案例的另一重要知识点：股权支付和现金支付及其各自优缺点。结合理论知识与案例描述，重点分析案例公司选择现金支付时考虑的主要因素，考察学员综合分析能力和提取关键信息能力。

4. 从公司业绩和股价表现双重视角评价兖州煤业此次海外收购的实施效果。

此问题是案例分析逻辑链条的落脚点。通过对本问题的讨论，帮助学员掌握评价公司并购经济后果的基本方法，分析案例公司海外收购是否实现了预期目标。

5. 兖州煤业收购菲利克斯公司案例对其他上市公司实施收购有哪些启示和借鉴？

此问题是案例分析的延伸。在对之前问题讨论的基础上，对本问题进行扩展性分析。此问题的答案不必局限于本案例所描述的内容，可引导学员形成不同的决策观点。最后讨论并总结本案例对其他上市公司实施并购的启示与借鉴。

四、理论依据与分析

1. 公司并购主要类型

【理论依据】

公司并购按照行业关联性划分，可以分为横向并购、纵向并购和混合并购。

横向并购，是指两个或两个以上生产和销售相同或相似产品公司之间的并购行为。

横向并购的优点：获取自身不具备的优势资产、削减成本、扩大市场份额、是进入新的市场领域的一种快捷方式；发挥经营管理上的协同效应，便于在更大的范围内进行专业分工，采用先进的技术，形成集约化经营，产生规模效益。

横向并购的缺点：容易破坏自由竞争，形成高度垄断的局面。

纵向并购，是指生产过程或经营环节相互衔接、密切联系的公司之间或者具有纵向协作关系的专业化公司之间的并购行为。

纵向并购的优点：通过市场交易行为内部化，减少市场风险；节省交易费用；易于设置进入壁垒。

纵向并购的缺点：公司生产发展受市场因素影响较大，容易导致“小而全，大而全”的重复建设。

混合并购，是指在彼此没有相关市场或生产过程的公司之间进行的并购行为。混合并购包含着两种涵义：第一种是指横向并购和纵向并购相结合的公司并购；第二种是指两个或两个以上相互间没有上下游关系和技术经济关系的公司之间的并购。

混合并购的优点：有助于降低经营风险；可以降低公司进入新的经营领域的难度；增加进入新行业的成功率；有助于公司实行战略转移；有助于公司实施技术战略。

混合并购的缺点：实施混合并购后，公司资源分散在多个业务领域，分散了公司在具体业务领域的资源实力，尤其是影响了需要相当资源保证的核心业务或主营业务领域的竞争实力，损害了公司的利润“发动机”，给公司带来风险；对分属不同产业的公司并购后所形成的多元化格局，常常因为公司间的资源关联程度低而导致管理成本剧增。

【案例分析】

中国煤炭资源储量丰富，对经济发展影响大，但资源地理分布极不平衡，具有北多南少、西多东少的特点。作为传统的垄断性行业，煤炭行业竞争主要集中在大型国有控股煤炭企业对于资源储备的竞争。如果煤炭资源储备不足，将制约企业长期稳定的发展。

兖州煤业地处中国山东省，与华北地区其他拥有丰富地方煤矿资源的企业相比，存在煤炭资源储备不足、未分配煤炭资源潜力有限的特点。但相比地处内陆

的煤炭企业，兖州煤业东临连云港、青岛港等港口，海上运输便捷，又与日本、韩国等世界主要煤炭进口国家毗邻，市场潜力大。如果能够增强公司优质煤炭资源战略储量，将提升企业核心竞争力。

自 1998 年成立以来，兖州煤业多次在国内外进行资产收购。通过内涵式发展与外延式发展相结合的战略，兖州煤业期望能够在国际煤炭行业新的竞争形势中取得优势，满足公司长期发展战略的需要。

在 2008 年全球金融危机的影响下，原油、铜、铁矿石、煤炭等大宗商品价格大幅下滑。动力煤和炼焦煤等煤炭产品价格经历了 2008 年上半年的大幅攀升后，转而持续走低，并引起了煤炭类上市公司股票价格下滑。考虑到煤炭资源自身的稀缺性与不可再生性，以及世界经济对煤炭的长期需求，兖州煤业管理层认为煤炭行业长期前景不会因金融危机受到根本性影响，国际煤炭价格回升空间大，当前全球煤炭行业的形势有利于公司进行资源拓展与开发。如果兖州煤业能够把握煤价稳步攀升前的投资时机，以合理对价收购拥有优质资源的煤炭公司，将有利于提高公司股东回报，符合全体股东利益。

菲利克斯公司成立于 1970 年，主要从事煤炭开采和勘探业务，拥有较为丰富的煤炭储量和资源量，地质赋存条件良好，生产矿井设备完善，港口、铁路等交通运输条件便利。旗下的矿山资产组合平衡，共包括 4 个运营中的煤矿、2 个开发中的煤矿以及 4 个煤炭勘探项目，具有较大的发展潜力和长期前景。如果兖州煤业 100% 持有菲利克斯公司，将有助于兖州煤业实现下述战略目标：进一步拓展公司煤炭资源，增加资源储备和煤炭产量；借助菲利克斯公司的港口运力配额，实现兖州煤业在澳大利亚的煤、港一体化运营；获得菲利克斯公司的清洁能源技术，实现双方的技术共享。同时，此次收购菲利克斯公司还将有助于兖州煤业煤炭深加工产业的发展。煤炭深加工产业市场空间大、相对于煤炭产品而言附加值高，是公司进行产业结构优化以及未来重点发展的领域之一。收购菲利克斯公司将可以保障优质炼焦煤及适用于深加工的其它煤炭产品的稳定供应，有利于促进公司的产业结构优化调整。

综上对行业情况、收购双方公司背景等方面的分析，兖州煤业收购菲利克斯公司类型是典型的横向收购。与纵向并购和混合并购相比，横向并购的主要优势体现在通过并购协同效应为公司创造价值。通过此次对菲利克斯公司的收购，兖

州煤业预期在客户基础、港口运输、技术应用与推广、与澳思达煤矿的整合等多方面实现收购协同效应。

2. 公司并购支付方式

【理论依据】

一般来说，并购支付方式主要分为四种，现金支付、股票支付、综合证券支付和递延支付。

现金支付，是指主并公司按照交易双方谈判所确定的并购价格，向目标公司的所有者一次性或者分期偿付现金的方式。只要不涉及到新股的发行，即便是主并公司直接发行了其他一些形式的有价证券，也可被认为是现金支付。现金支付最突出的特点在于它的迅捷性，一般来讲，需要考虑主并公司自身的短期货币资金的流动性，目标公司中长期货币资金的流动性，在跨国并购时还需注意汇率风险以及成本和税收问题。

股票支付是主并公司以自身公司的股票换取目标公司股票的行为，与现金支付相对，不涉及现金支付。随着全球化并购浪潮的推进，并购交易所涉及的金额越来越大，单纯依靠现金支付难以完成，因此股票支付逐渐成为主要的支付方式。股票支付中包含增发新股、库存股换股和母子公司之间的交叉换股三种方式。股票支付优势明显，不会影响主并公司自身的现金状况，能够享受税负递延的好处，但是需要考虑主并公司股权结构、管理层需求、财务杠杆比率和当前公司股价水平等因素。

综合证券支付可以采用公司债券、优先股、认股权证、可转换债券等多种支付方式。与股票相比，公司债券的利率比较低，而且股权稀释的可能性小，还可防止公司被恶意并购。主并公司发行认股权证可以延期支付股利，提供了额外的股本基础，是一种选择权证，而可转换债券则兼具了股票和债券的双重特征，公司可以利用财务杠杆的作用，降低并购成本。

在并购的支付方式中，也常常使用递延支付。在并购时，主并公司和目标公司的股东都会面临估值的风险，递延支付可以减少这种风险。但是此种支付方式范围有限，只适用于股东数量比较少，股权相对集中的目标公司等。

【案例分析】

在本案例中，兖州煤业采用现金方式支付交易对价，完成对菲利克斯公司股

东所持股权 100% 收购。现金支付具有操作简单的优点，采用这种支付方式，菲利克斯公司能够较快获得资产流动性，明确出售股权的收入，有利于提高收购谈判效率，帮助兖州煤业尽快把握时机，达成最终收购协议。

对于现金支付方式，其资金来源主要有内部留存收益、举债、发行股票等。在本案例中，为保证支付现金来源，兖州煤业结合自身经营情况和财务状况对融资方案进行了安排。在同时考虑到交易成本、经营风险、税收结构等因素可能对收购绩效造成的影响后，兖州煤业最终采取银行贷款的方式筹措此次海外收购所需全部资金。中国银行悉尼分行或由其为牵头行组成的银团将向兖煤澳洲以银行贷款的方式提供支付本次收购所需的全部资金，兖煤澳洲将向澳思达公司提供资金以支付本次收购对价。根据兖州煤业与菲利克斯公司股东签订的收购协议，此次海外收购贷款还款计划如下：以经营现金流还款；通过兖煤澳洲公司上市融资偿还贷款；在兖煤澳洲公司层面引入战略投资，利用战略融资所募集资金偿还贷款；在必要的情况下，申请贷款展期。通过借助债务融资的现金支付，将不会稀释公司原有股东持股比例。

3. 公司并购经济后果

【理论依据】

从理论上讲，并购绩效表现为两个方面：一是并购双方的股票市场价值变化，即市场绩效，二是并购双方的财务绩效。市场绩效主要考察并购事件对并购双方股价的影响，并用（累计）超额收益来度量此种影响；财务绩效的研究方法相对简单，主要是并购完成前后期的财务指标对比。成功的并购意味着为股东创造更多的财富，而财富的创造不仅体现在资本市场短期超额回报，更体现在公司在长期经营中提高资源配置效率、降低经营及管理成本，最终提高盈利能力，创造更多的股东权益增加值。由此可见，公司并购绩效的衡量需要一个综合性指标，不仅要能准确的反映出公司并购前后市场价值的增加量，还要反映公司并购协同效应的实现与否。

【案例分析】

兖州煤业股票市场表现检验及财务数据可以直观地反映兖州煤业收购菲利克斯公司的经营后果。

为避免重大资产重组筹划导致公司股价异常波动，维护投资者利益，兖州煤

业于 2009 年 8 月 10 日停牌，13 日宣告公司重大并购重组事项，14 日复牌交易。本案例选取 8 月 13 日为事件宣告日，将事件窗口期定位为 $[-5, 10]$ 。为保证计算的可靠性，本案例选取宣告日前 200 天~前 60 天，共 141 个交易日为清洁期，将清洁期内兖州煤业股票日收益率与上证综指进行回归分析和计算，得到窗口期内股票预期日收益率，进而求得各期的日超额收益率（AR）和累计超额收益率（CAR），以此反映并购的宣告效应。

宣告第 1 天，兖州煤业股价上涨 3.7%，但从宣告日第 2 天开始，日超额收益率和累计超额收益率呈现下降趋势，窗口期日超额收益率基本为负，在第 9 天和第 10 天，累计超额收益率接近-6.00%。由此看出，兖州煤业收购菲利克斯公司消极的宣告效应，表明市场对公司海外收购持较为悲观的预期。

此外，本案例还考察了兖州煤业收购菲利克斯公司的长期市场表现。考虑到兖州煤业在 2009 年 12 月 23 日完成收购菲利克斯公司的全部交易事项，因此，本文对从 2010 年 1 月到 2013 年 12 月兖州煤业股票价格月度收益率和上证综指月度收益率进行了计算，得到兖州煤业此次海外收购后股价月度累计超额收益率。在并购宣告后一段时间内，月度累计超额收益率呈现上升趋势，但从 2011 年 6 月起，月度累计超额收益率持续下降。从收购菲利克斯公司后兖州煤业股价的长期市场表现来看，海外收购未能给投资人带来持续正向的财富效应。

煤炭行业作为周期性行业，煤炭价格容易受到市场供给和需求以及石油等其他大宗商品价格因素影响，从而影响公司财务绩效。将兖州煤业的营业收入增长率、净资产收益率与煤炭行业相应指标做对比，结果如图 2 和错误!未找到引用源。3 所示，其中营业收入增长率检验公司当年盈利能力相较上年是否提高，净资产收益率衡量公司运用自有资本的效率。虽然从 2007 年到 2013 年，煤炭行业整体营业收入增长率和净资产收益率波动较大，且从 2011 年起均呈现下滑趋势，但兖州煤业相应指标的波动更为剧烈，下降速度更快。

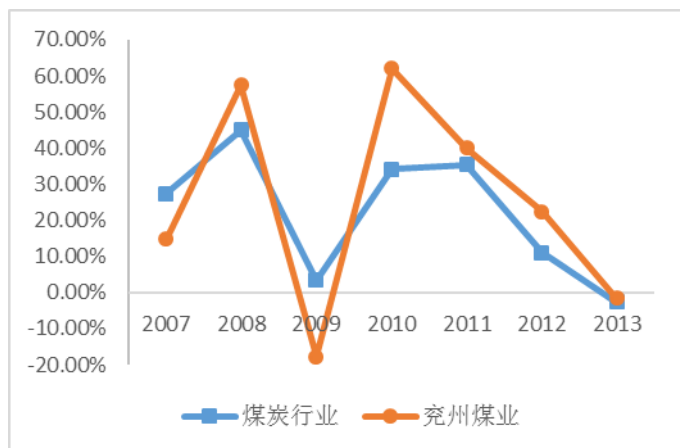


图 2 兖州煤业与行业营业收入增长率对比

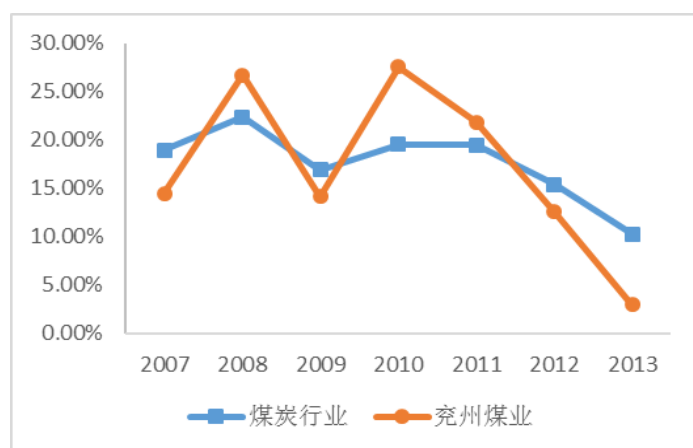


图 3 兖州煤业与行业净资产收益率对比

本案例从兖州煤业的盈利能力、营运能力、偿债能力、成长能力等方面考察海外收购后公司的财务绩效。在对盈利能力的分析中,选取表 1 所示指标,其中,销售净利率和销售毛利率考察了公司以营业收入为基础的盈利能力,净资产收益率和每股收益则从股东权益角度分析了兖州煤业的盈利能力。虽然公司的上述指标相较于并购发生的 2009 年均有提升,但在之后的经营中均未能保持,所有指标在绝大多数年份甚至低于并购前两年水平。反映出,兖州煤业的盈利能力未因收购菲利克斯公司而得到提高,反而有所下降。

表 1 兖州煤业盈利能力指标 (2007-2013 年)

主要指标	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
销售净利率(%)	16.21	24.81	18.17	25.87	17.72	9.36	0.51
销售毛利率(%)	47.39	49.83	43.16	45.74	40.61	24.09	22.33
净资产收益率(%)	14.45	26.71	14.17	27.60	21.85	12.56	2.98
总资产收益率(%)	16.56	30.52	11.14	18.26	14.66	5.82	1.13
每股收益-基本(元)	0.55	1.32	0.79	1.83	1.75	1.12	0.26

在对公司营运能力的分析中,选取存货周转率、应收账款周转率、应付账款周转率和总资产周转率四个指标。从表 2 可以看出,虽然与 2009 年相比,兖州煤业应收账款周转率和总资产周转率均有所提升,但在 2010 年后持续走低,且始终低于收购前的相应周转率水平。另一方面,公司的应付账款周转率在收购前后变化不大,从侧面反映了公司可能存在通过延长销售账期,降低收入质量来提高营业收入的情况。

流动比率、速动比率考察了公司的短期偿债能力,资产负债率和利息保障倍数反映了公司的长期偿债能力。表 2 数据显示,兖州煤业收购菲利克斯公司后的短期偿债能力和长期偿债能力均有所下降,低于收购前的水平。虽然在 2009 年收购菲利克斯之前,兖州煤业的资产负债率一直维持在 20%左右,远低于煤炭行业整体水平,但此次收购菲利克斯,兖州煤业以债务融资方式来支付交易对价,造成公司资产负债率急剧提升。资产负债率的大幅提升不仅降低了兖州煤业的偿债能力,更增大了公司财务风险,也为日后兖州煤业的亏损埋下巨大隐患。如果在当初收购菲利克斯公司时,兖州煤业能够采用股票支付方式而非现金支付方式,虽然会导致原有股东股权稀释,但公司财务压力小,并且能够分散收购估价风险。此外,在 2013 年,兖州煤业利息保障倍数下降至 1.68,也从另一方面反

映出收购菲利克斯公司后兖州煤业面临偿债安全性和稳定性下降的风险。

表 2 兖州煤业营运能力与偿债能力指标 (2007-2013 年)

主要指标	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
存货周转率(%)	17.13	20.81	14.33	14.93	19.07	30.64	28.84
应收账款周转率(%)	99.16	98.06	50.66	75.39	74.94	68.58	49.19
应付账款周转率(%)	14.29	19.44	11.66	13.39	16.23	17.91	16.73
总资产周转率(%)	0.69	0.91	0.46	0.52	0.57	0.55	0.48
流动比率(%)	2.16	2.77	1.91	2.71	0.96	1.17	1.09
速动比率(%)	2.06	2.62	1.83	2.56	0.92	1.11	1.04
资产负债率(%)	22.35	17.75	54.28	49.46	56.04	60.44	66.14
利息保障倍数	168.28	193.48	195.97	15.33	25.52	5.20	1.68

由表 3 可见, 兖州煤业各发展能力指标在收购前后变化剧烈, 虽然在此期间内, 受宏观形势影响, 煤炭行业营业收入同比增长率和净利润增长率也出现波动, 但兖州煤业相应指标波动更为剧烈。各发展能力指标大幅度的剧增和骤降, 反映出公司经营稳定性差的现实情况。在 2013 年, 尽管兖州煤业管理层采取了多种措施保证公司当年的净利润为正, 但从发展能力指标均为负的实际情况来看, 兖州煤业的公司前景堪忧。

表 3 兖州煤业发展能力指标 (2007-2013 年)

主要指标	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
营业收入同比增长率(%)	14.78	57.41	18.41	62.06	39.96	19.83	1.59
净利润增长率(%)	46.18	140.87	39.73	130.72	4.09	35.41	94.64
经营活动产生的现金流量净额增长率(%)	4.66	57.26	16.81	1.88	200.96	57.12	63.57
基本每股收益增长率(%)	46.20	103.08	38.65	132.17	4.28	35.33	76.29

综上所述, 兖州煤业在收购菲利克斯公司后的一年内, 整体经营情况得到一定程度的提高, 但从 2011 年起, 公司的盈利能力、营运能力、偿债能力和发展能力指标均显著下降, 即使考虑到煤炭行业整体下行的趋势, 兖州煤业各指标的下跌速度也显著大于行业整体水平。兖州煤业海外收购菲利克斯公司并未实质提升公司的经营业绩, 也没有给股东带来持续的长期财富效应。

【参考文献】

- [1] 罗斯、威斯特菲尔德、杰富著，吴世农等译，《公司理财》（第九版），机械工业出版社，2012.
- [2] 王化成主编，《高级财务管理》（第三版），中国人民大学出版社，2011.
- [3] 深圳证券交易所创业企业培训中心 编，《上市公司并购重组问答》，中国财政经济出版社，2014.

五、背景信息

兖州煤业由兖矿集团于 1997 年独家发起设立，并获得了兖矿集团拥有的四个特大型经营煤矿及与煤炭经营业务有关单位的经营性资产。公司于 1998 年分别在香港联交所、纽约证券交易所、上海证券交易所上市，并在 2006 年完成股权分置改革。兖州煤业在 2009 年收购菲利克斯公司前三年未发生控制权变更和重大资产重组情况。

兖州煤业的主营业务为地下煤炭开采、洗选加工、销售和煤炭铁路运输，煤化工及电力业务等。公司本部辖有南屯煤矿、兴隆庄煤矿、鲍店煤矿、东滩煤矿、济宁二号煤矿和济宁三号煤矿等六座大型煤矿。截至 2008 年 12 月 31 日，公司本部已探明及推定储量合计约 18.66 亿吨。拥有气煤、半硬焦煤、1/3 焦煤、贫煤、无烟煤等多个煤炭品种。煤炭产品包括优质动力煤、炼焦配煤和高炉喷吹煤，具有低灰、低硫、低磷、高发热量等特点，主要销往中国的华东、华南地区和日本、韩国等国家。

通过实施外延式发展战略，赴省外和境外寻求开发新的煤炭项目，兖州煤业先后在澳大利亚、山西和顺、山东菏泽开发了澳思达煤矿、天池煤矿和赵楼煤矿，公司新增煤炭可采储量 1.82 亿吨。

目标公司菲利克斯的前身成立于 1970 年 1 月 29 日，并于当年在澳交所上市。2003 年 11 月，目标公司进行重组，并更名为现在的名称，是依据澳大利亚法律合法设立、有效存续的公司。截至 2009 年 8 月 13 日，菲利克斯公司股份总数为 196,455,038 份普通股，以及 170,000 份股票期权。其当前已发行的 196,455,038 股股份对应的股权款已全额缴足，其 170,000 份股票期权已全部行权。

菲利克斯公司主要从事煤炭开采和勘探，主要资产为旗下矿区的采矿权、矿

产开发权、采矿权申请、探矿权以及勘探许可，产品主要包括动力煤、高炉喷吹煤和半软焦煤，主要客户为亚洲、欧洲、美洲和澳大利亚本土的钢铁制造商、发电企业和其他工业企业等。

截至 2009 年 6 月 30 日，目标公司集团的对外担保余额为 1,068.8 万澳元，其中目标公司及其子公司的对外担保共计 482.4 万澳元，下属合营企业按权益计算的对外担保共计 586.4 万澳元。总负债为 2.95 亿澳元，其中有息负债共计 5,143 万澳元，具体包括 1,992 万澳元的短期负债以及 3,151 万澳元的长期负债。在上述有息负债中，共有 863 万澳元的银行借款，均为短期负债，其余主要部分均为融资租赁，融资租赁共计 4,151 万澳元。

从 2007 财政年度到 2009 财政年度，菲利克斯公司通过稳健的生产、运营和销售活动取得了较为显著的业绩增长，无论是商品煤的销售量还是销售收入涨幅均十分突出，分别实现销售收入 2.41 亿澳元、4.41 亿澳元和 7.31 亿澳元。

六、关键点

1. 关键点：公司发展面临的困境及其选择海外收购的动因；公司并购支付方式选择；公司并购绩效的检验及并购成功的标准。
2. 关键知识点：公司并购类型；公司并购支付方式；公司并购经济后果。
3. 能力点：分析与综合能力、逻辑思维能力、创新能力、抓取关键问题的能力以及解决问题的实际能力。

七、建议的课堂计划

本案例可以按照如下时间进度进行课堂案例分析和讨论，仅供参考，可根据教学实际安排进行调整。

整个案例课的课堂时间控制在 80-90 分钟。

课前准备：提前发放资料，提出启发思考题，请学生在课前完成阅读，结合思考题对案例进行初步思考。

课中计划：

课前引导——简要介绍案例并提出思考问题（5 分钟）；

分组讨论——小组讨论启发思考题，准备发言大纲（20-30 分钟）；

小组发言——每组派出一名代表发言，评述案例，其他成员补充（幻灯片辅助；每组 5-7 分钟，总体控制在 30-40 分钟）；

自由辩论——就案例关键问题（如兖州煤业是否应该采取现金支付方式，如何选择海外收购时机、保证海外收购效果等）进行自由辩论，继续深入讨论（20 分钟）；

案例总结——教师就课堂讨论和小组发言情况进行点评，对案例知识点进行梳理和总结，帮助学员熟悉并购操作过程。通过互动与交流，鼓励学员对兖州煤业海外收购一案发表个人意见，引导学员对案例展开更深入的思考，提高其运用理论知识分析、解决实际问题的能力。

多媒体教学板上列出启发思考题，黑板板上简要写明每个小组的观点，以便后续分析和归纳。学员分组时可以考虑不同专业交叉分组，鼓励互相学习。小组发言时，鼓励组内无相关专业背景的组员进行发言，其他成员补充，完善信息。

课后计划：请学员根据课堂讨论和课后搜索该公司的相关信息资料，选取合适的角度和财务研究方法，对兖州煤业海外收购菲利克斯进行分析评价，完成案例分析报告（1500 - 2000 字）。

八、案例的后续进展

在随后的几年中，兖州煤业并未停住海外收购的脚步。2011 年，公司收购了资产规模相对较小的新泰克公司和普力马煤矿项目，2012 年通过换股合并澳大利亚格罗斯特公司，实现了兖煤澳洲的成功上市，兑现了当时向 FIRB 做出的承诺。

在兖州煤业积极实施海外扩张战略的同时，中国煤炭行业却面临危机。2012 年，中国煤炭价格持续走低，煤炭企业利润大幅下降，宣告了煤炭“黄金十年”的终结。兖州煤业的主营业务收入与煤炭价格相关度高，经营业绩容易受到煤炭市场整体行情的影响。兖州煤业持续进行的海外扩张，在煤炭行业不景气的大环

境下,对公司经营、财务造成了不可忽视的影响。2012年,公司净利润下降25.3%,并提交了贷款展期申请——2009年海外收购菲利克斯公司的贷款起始还本日延期至2017年12月16日。在2013年第一季度,公司的净利润同比下降80.93%。同年7月,兖州煤业发布关于业绩预测更正的公告,预测2013年上半年度首亏,预计公司上半年实现的归属于母公司股东的净利润亏损金额约为23.5亿元,这引起境内外市场广泛关注。此后,兖州煤业2013年全年业绩公告显示,兖煤澳洲2013年发生了近8.32亿澳元的亏损,成为兖州煤业实施“走出去”战略以来海外公司所遭受的最大亏损。

本案例认为,兖州煤业2009年海外收购加剧了公司财务风险,加大了经营的不确定性。煤炭价格和国际汇率变化对兖州煤业经营绩效的影响,折射出海外收购的风险,显示出兖州煤业财务管理的不足。作为中国煤炭行业走出国门的先例、华东地区规模最大的煤炭企业,兖州煤业未来会如何发展,充满诸多变数。通过对兖州煤业海外收购主要过程进行的全景描述与分析,期望能为更多中国企业就如何恰当把握市场时机,通过海外收购提升公司价值提供借鉴。

九、相关附件

附件 1: 股权结构变化

1. 收购前, 菲利克斯股权结构图

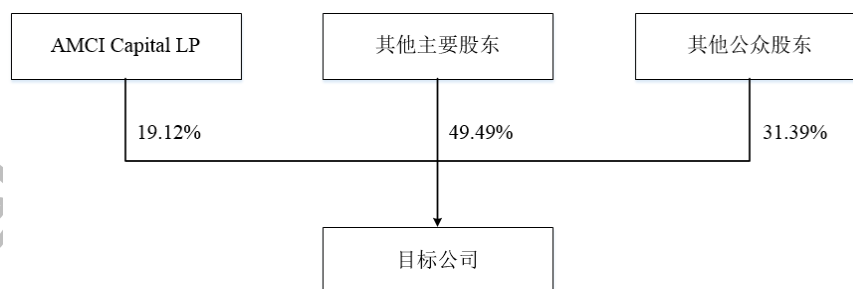


图 3 菲利克斯并购前股权结构图

2. 收购后, 兖州煤业股权结构图

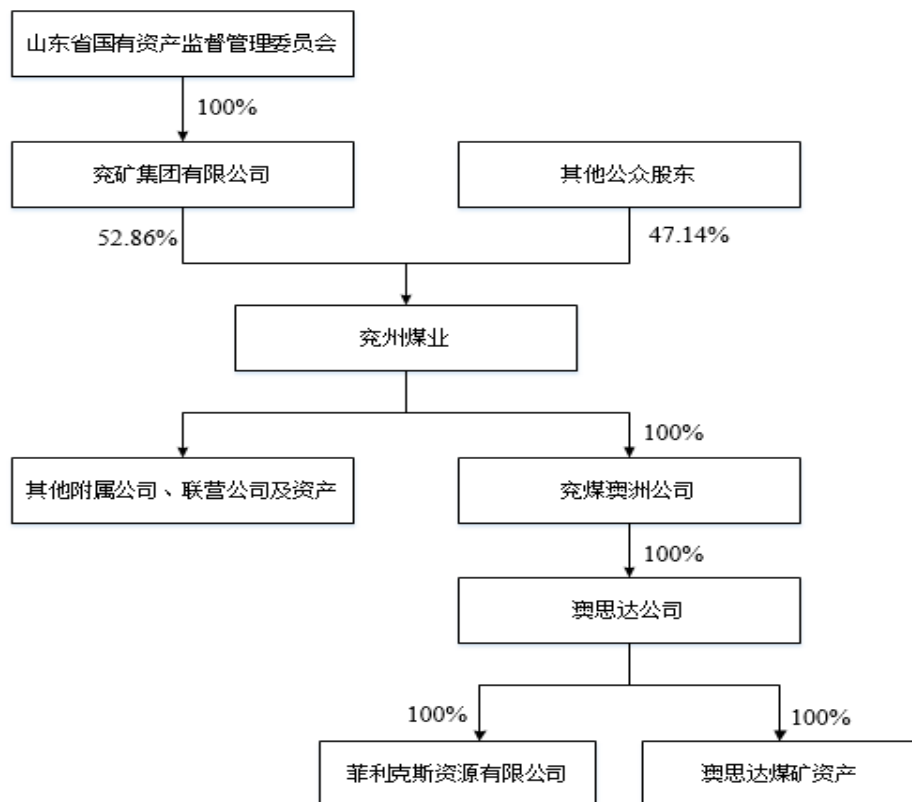


图 4 兖州煤业完成收购后的股权结构图

(案例使用说明字数: 9,439)