
案例名称：从财务战略看汉能控股的经营战略选择

专业领域/方向：财务管理

适用课程：《财务管理理论与实务》、《管理会计理论与实务》

选用课程：《战略管理》、《资本营运与财务战略》

编写目的：本案例旨在让学生深入了解企业经营战略与财务战略的选择及其相互关系，尤其是进行经营战略选择时应该重视融资问题。企业在进入一个新的领域时，不仅应该关注该领域的发展前景，而且应该关注经营战略实施过程中的现金流及融资问题。企业在开发一个新的市场时，需要考虑技术、人才、市场接受度和资金投入问题，采取稳健的策略，防范资金周转不灵风险，以确保企业经营战略的顺利实施。此外，企业在经营过程中，还需要严格遵守资本市场的法律法规，谨慎对待关联交易，避免操纵市场的嫌疑。

知识点：投资决策、技术选择、太阳能薄膜发电

关键词：经营战略、财务战略、关联交易、全产业链

中文摘要：2015 年上半年，港股汉能薄膜发电集团股份有限公司的股价出现戏剧性的变化，导致公司的实际控制人李河君的财富大起大落，引起人们对李河君及其拥有的汉能控股有限公司的关注。汉能薄膜发电股价的变动，一方面是受到了汉能控股有限公司经营战略的影响，另一方面是上市公司与控股公司关联交易的负面影响。汉能控股发展太阳能薄膜发电的经营战略比较激进，在选择的技术路线没有取得突破的情况下，试图通过大规模生产压低成本，同时抢占市场。但是，这种做法需要巨额的投入，对企业的融资和现金流将会产生极大的压力，因此，很可能导致企业资金供应承压，甚至难以为继。这说明企业在制定重大经营战略时一定要充分考虑企业的财务战略，尤其是企业的融资能力和资金实力。同时，企业在开拓新市场时，应该遵循市场的发展规律。

ABSTRACT: In the first half of 2015, The price of stock of Hanergy Thin Film Power Group Limited(HTF) appear dramatic change, which leads the wealth of the company's actual controller changed radically, and caused people's

attention to Li Hejun and hanergy Holding Co., Ltd.. HTF's stock price changes, on the one hand is affected by Hanergy Holding Co., Ltd. business strategy, on the other hand is the negative effects of the connected transaction between HTF and Hanergy Holding Co., Ltd . The business strategy of Hanergy Holding Co., Ltd development thin-film solar power is more radical, there has been no breakthrough in the selection of technical route, trying to through large-scale production to lower cost, and seize the market. However, this approach requires huge capital investments, the enterprise financing and cash flow have a great pressure. Therefore, it is likely that lead to unsustainable consequence. This shows that enterprises must take full account of the financial strategy of the enterprise when making important business strategy, especially the financing ability and capital strength. At the same time, in the development of new markets, the enterprise should follow the law of development of the market.

中国专业学位教学案例库

从财务战略看汉能控股的经营战略选择

2015年1月底，正当人们在猜测中国的首富是李嘉诚、马云，还是王健林时，一匹黑马横空出世，那就是汉能控股股份有限公司的李河君。2015年2月3日，胡润研究院发布了“2015年胡润全球富豪榜”，凭着其控股的香港上市公司汉能薄膜发电集团股份有限公司(00566,HK)股票价格上涨到每股3.73元，汉能控股集团董事局主席李河君以1600亿元“身家”超过了马云和王健林，成为胡润百富榜16年来第12位中国“首富”。一时之间，李河君的名字成为人们茶前饭后热议的话题，并纷纷开始询问“他是谁？他从哪里来？”。同时，“太阳薄膜发电”这个概念进入了人们的视野，并很快成为新能源概念的新宠，并进一步推动着汉能薄膜发电集团的股价上扬。很快，2015年3月3日，汉能薄膜发电集团的股价达到了每股9.07元的新高，随后在每股7元上下波动，进一步奠定了李河君中国首富的地位，并将其他候选人远远抛在后面。但是，让大多数人没有想到的是，2015年5月20日上午10点15分开始，短短的20分钟后，汉能薄膜发电的股价毫无征兆地暴跌了46.95%，报每股3.91元。10点40分，公司马上要求临时停牌，以防止股价的进一步暴跌，李河君的身价在这20分钟内跌去了935亿元，以致失去了“中国首富”的头衔。

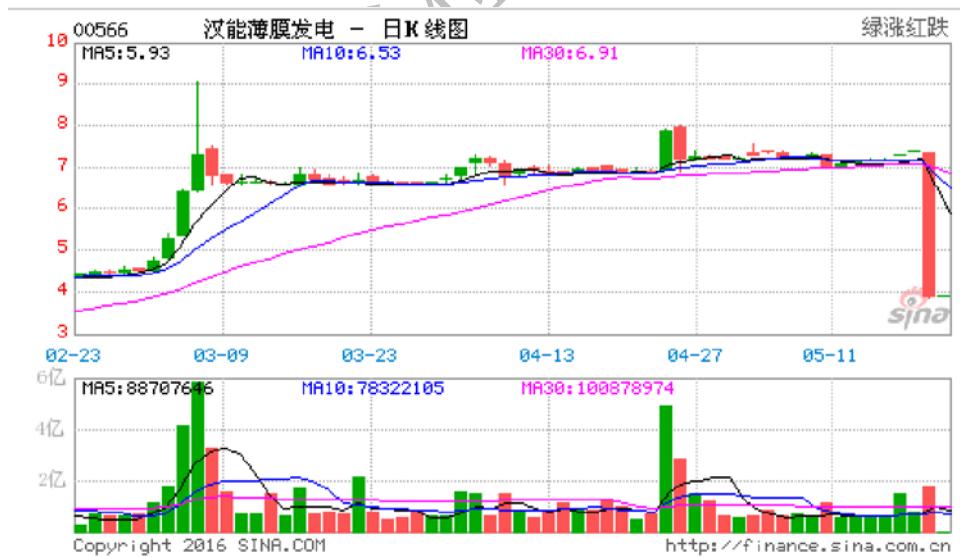


图1 汉能薄膜发电（00566）2015年2月23日至5月20日的日K线图

所谓“来也匆匆，去也匆匆”，以上戏剧性的变化是如何发生的？汉能薄膜发电到底发生了什么？汉能控股的李河君是否还有机会重夺“中国首富”头衔？汉能控股在经营战略和财务战略方面是否应该适当调整？也许这些可以从本案例中找到答案。

一、背景简介

(一) 李河君简介

李河君，1967年8月出生于中国广东省河源市。1988年毕业于北京交通大学机械工程系。1991年，李河君向一位大学老师借了5万块钱开始带领一帮同学下海创业，从铁路运输、开矿、炒地产，到卖玩具、卖矿泉水……。到1994年底，他带领着17个伙伴积累了七八千万的资本，并成立了北京和泰和经贸发展有限公司，主要从事计算机硬件销售以及国内外贸易业务；1997年创办华睿投资有限公司，任董事长兼总裁；2000年，公司重组，李河君出任华睿投资集团有限公司董事局主席兼总裁；2002年在英国剑桥大学攻读宏观经济学博士学位。现任全国工商联副主席，全国政协委员，全国工商联新能源商会会长，汉能控股集团董事局主席兼首席执行官；2008年1月，集团更名为汉能控股集团有限公司（下称汉能控股或汉能），李河君出任董事局主席兼首席执行官。

1994年，在一位读金融的高中同学的建议下，他决定收购水电站。他收购的第一个水电站就在他的家乡广东河源东江上一个初始装机量1500千瓦的小水电站，花费1000多万元，从此进入能源行业。此后几年，从几万千瓦到几十万千瓦的水电站，李河君的公司做了很多，但真正让他实现突破的是2002年去云南的一次考察。经过一定的波折，他取得了金沙江上的总装机容量300万千瓦的金安桥水电站的经营权，这座优质的水电站给李河君带来了稳定的滚滚财源，被外界称为李河君的“现金奶牛”。虽然在水电领域做得风生水起，但作为民企老板，由于国家政策的限制，他隐隐感到了这个行业的天花板，进一步发展的空间不大。

2006年到2009年，正值我国的光伏行业大发展，光伏发电成本不断下降，李河君认识到这个新兴行业的机会，决定跨入光伏业。2010年底控股香港上市公司——铂阳太阳能技术控股有限公司(00566.HK)，后来该公司更名为“汉能薄膜发电集团有限公司”（下称汉能薄膜发电），李河君担任该公司执行董事及董事会主席。

2011年，倡导的太阳能“自发自用，多余上网”的建议，被中国政府采纳并作为国家政策，在全国全面推行。

2014年，李河君在世界范围内首次提出“移动能源”概念，同时他认为，基于高效的、柔性的薄膜发电技术，使人类告别了通过传统的燃烧获得和使用能源的方式，每个个体都能成为发电的主体，使人类进入分布式发电新时代。

2016年5月20日，汉能薄膜发电股价暴跌，公司深夜公告称，李河君宣布辞任上市公司执行董事及董事会主席。

二、公司简介

汉能控股集团有限公司最早可以追溯到 1994 年成立的北京和泰和经贸发展有限公司，总部设在北京，员工逾 10000 人，旗下拥有汉能薄膜发电集团和汉能碳资产管理（北京）股份有限公司两家公司，在国内多个省份以及北美、欧洲、亚太等地区设有分支机构，业务横跨水电、风电、太阳能薄膜发电等清洁能源领域，集团总资产超过千亿人民币。

自成立之日起，该公司即致力于“用清洁能源改变世界”的目标。目前，水电项目权益总装机容量超过 600 万千瓦，风电总装机 13.1 万千瓦。在太阳能薄膜发电领域，汉能在四川、广东、海南、浙江、山东、江苏等地投资建设薄膜发电产业研发制造基地，薄膜发电技术已达到国际领先水平，总产能已达到 300 万千瓦。汉能在全球进行电站资源开发，已与新疆、内蒙古、宁夏、江苏、海南、山东、河北等省区以及欧洲多国签订了约 1000 万千瓦的薄膜发电电站建设协议，成为涵盖技术研发、高端装备制造、组件生产和电站建设等薄膜发电产业上、中、下游全产业链整合的高科技清洁能源企业。

2014 年 2 月，全球最具影响力的科技商业奖项——麻省理工学院《科技创业》“全球最具创新力企业”评选结果揭晓，汉能控股集团位列第 23 位，成为国内能源领域唯一上榜企业。

三、汉能控股发展清洁能源的战略选择

目前，全球的能源供给 90% 是由煤、石油、天然气来满足的，然而，这些传统的化石能源具有不可再生性，资源枯竭的趋势无法扭转。据专家分析估计，以目前世界已探明的各类能源资源来看，煤炭存量的开发利用时间仅剩 200 余年，石油储量和天然气的开发利用时间分别只有 40 年和 65 年。此外，传统化石能源导致的环境污染问题同样不容忽视。因此，寻找替代能源刻不容缓。

传统能源资源匮乏，节能减排，低碳环保是主题及发展方向，新能源具有不可限量的前景，第三次工业革命就是新能源及信息化发展的革命，将使人类的能源利用格局发生翻天覆地的变化，作为可再生能源应用的重要组成部分，全球光伏发电产业以平均 30% 以上的速度迅猛增长。预计在各国减排行动和优惠政策的拉动下，产业发展将进一步加快。太阳能每秒钟到达地球的能量高达 80 万千瓦，如果把地球表面 0.1% 的太阳能转为电能，转变率为 5%，那么每年发电量可达 5.6×10^{12} 千瓦时，相当于全世界能耗的 40 倍。

在“十二五”发展规划中，我国首次明确提出了大力发展和扶持包括太阳能在内的新能源产业和产品的战略目标。到 2020 年非化石能源占一次能源消费的比重将达到 15% 左右。

汉能控股成立后，首先进入的是水电行业，经过十多年的打拼取得了成功。但是，由于

意识到水电行业的局限性，尤其是认识到太阳能行业巨大前景后，汉能开始全身投入到太阳能发电领域。

太阳能发电技术路线主要有晶硅发电和薄膜发电两种，目前在太阳能发电行业中，晶硅发电占据了九成多的市场，而薄膜发电比例不到一成。相对于晶硅发电技术来说，薄膜发电存在的问题主要有：（1）太阳能转化率低；（2）稳定性不足；（3）电池板成本较高；（4）前期研发成本高；（5）市场尚未得到有效开发，占有率不高。薄膜发电的优势有：（1）电池板超薄、质量轻、柔性可弯曲、形状可塑，因此易和其他物体（如建筑、汽车、背包、服装等）结合，未来在 BIPV 和移动端市场的应用前景广阔；（2）晶硅太阳能电池板提升转化效率主要依靠规模效应以及技术掌握的成熟度，目前几乎已经达到了某种极限。而薄膜太阳能电池板的转化效率提升空间还非常大；（3）薄膜太阳能电池板的用料少、工艺简单、能耗低，随着产能的扩大，单位成本有望大幅降低。

经过全方位考虑，李河君的汉能控股决定选择薄膜发电技术开发太阳能，并且计划打通全产业链。

四、汉能控股的经营战略与思路

汉能制定的发展思路是“一基两翼”，也就是以水力、风力发电为基础，大力发展太阳能光伏装备制造业和太阳能发电产业。目前来看，水力发电毫无疑问是汉能控股的主营，也是其利润及现金流的主要来源，但是，水电业务已经触及天花板，几乎没有发展空间，因此，全身投入太阳能行业是公司的战略选择。

但是，对于汉能来说，太阳能行业毕竟是一个新的领域，在技术、人才、市场等方面没有积累和优势，采取何种经营战略，就是公司决策者首先必须面对和解决的一个难题和挑战。汉能可以采取稳打稳扎方式，逐步进入，等待技术和市场的逐渐成熟；也可以全面出击，采取大手笔投资的方式，通过规模优势，降低成本，迅速提升知名度，营造市场氛围，主动催化技术和市场的成熟。显然，第一种方式风险较小，但是比较被动；而第二种方式风险较大，但是可以掌握主动权。从李河君的经历来看，独辟蹊径，敢作敢为是其一大特点，也是其取得巨大商业成功的关键。因此，汉能选择第二种方式是一种必然。不过，采用第二种方式比较激进，需要同时解决技术、研发人才、市场等三个方面的问题，而要解决这些问题，关键是解决资金问题。

汉能解决技术问题的方法是进行全球范围内的大手笔收购。2008 年美国金融危机爆发后，世界光伏行业步入低谷，由于成本问题，薄膜太阳能发电受到的打击更大，一大批薄膜

发电企业长期亏损，难以为继，汉能则逆流而上，趁势抄底，低价收购了一批拥有薄膜发电核心技术的企业，包括德国的 Solibro、美国的 MiaSole、GlobalSolar Energy 和 AltaDevices 等一批薄膜太阳能发电领先企业。这些公司的技术路线各不相同，汉能之所以收购这些不同技术路线的公司，一方面是因为目前还不太确定哪一种技术会成为主流，另一方面是为了便于技术融合，尽快攻克薄膜发电的技术难关。此外，也是为了减少将来的竞争对手。

在全世界范围内来看，薄膜发电行业目前正处在研发攻关阶段，因此研发人才对相关企业取得竞争优势至关重要。在这方面，汉能的动作很大。2010 年以来，汉能分别引进并重用了一大批光伏领域的顶尖人才，包括李沅民博士、徐希翔博士、单洪青博士、张津燕博士、LarsStolt 博士、AtiyeBayman 博士及 Stolt 博士等，组建了一支强大的薄膜发电技术研发团队，2010 年至 2013 年的研发人员分别为 42 人、76 人、174 人、406 人，人数几乎年年成倍增长。2014 年，汉能成立了产品开发集团，进一步强化了产品研发工作，开发集团下设八个产品事业部（1）光伏建筑一体化(BIPV)事业部；（2）户用发电事业部；（3）农业应用事业部；（4）汽车应用事业部；（5）电子产品事业部；（6）通用产品事业部；（7）特种产品事业部；（8）商用无人机事业部。

相对来说，汉能目前最难解决的是市场问题。由于薄膜发电的转化率不高，稳定性不足，因此市场接受度不高，薄膜电池板的生产规模上不去，因此薄膜电池板的生产成本无法降下来，许多薄膜电池板生产厂家纷纷退出市场。为了打破这一困局，汉能决定剑走偏锋，以香港上市公司汉能薄膜发电集团为平台，以水电业务的现金流为依托，在资本市场和产品市场采取非常规战略，迅速扩大产能，争取在短期内形成轰动效应，营造薄膜发电热潮，同时降低成本，抢占晶硅技术发电的市场。

汉能的经营战略是，以发展新能源产业为旗帜，汉能控股与地方政府合作投资建设薄膜太阳能发电组件生产线和发电站，同时，汉能控股通过关联交易购买汉能薄膜发电的发电组件，从而打开汉能薄膜发电的产品市场，提升汉能薄膜发电的业绩和股价，这样一方面可以将汉能薄膜发电变成一个融资平台，另一方面可以提升汉能薄膜发电的市场影响力，最终推动汉能太阳能薄膜发电产品的全面开花。

汉能的经营战略具有一定的可行性，但是，在经营战略的实施过程中，存在急躁冒进的情况，尤其是忽视了公司财务及现金流的约束，以致产生了一些不良的后果。

通过产能扩张降低产品的单位生产成本是一条有效途径，但是，产能的扩张应该以市场需求为基础，否则，可能销路不畅，导致产品积压，或者产能闲置。与晶硅技术相比，当前汉能的薄膜发电组件主要问题是光转化率较低，市场接受度不高。汉能决定利用资本撬动市

场，采取全产业链内部封闭的方式，通过自产自销增加市场需求。显然，这种方式需要大笔的投资，具有较大的财务风险，而且资金回收速度比较缓慢。



图 2 汉能全产业链图

2012 年，汉能宣布在河源、海口、四川双流、青海、山东等地建立九大生产基地，薄膜产能达 3GW，超过了当时全球最大薄膜组件生产商美国第一太阳能 (FirstSolar)。但是，投资也是巨大的，以上项目的计划投资超过一千亿，资金来源计划采取“三三制”，即。汉能、地方政府和银行各出资三分之一。其中地方政府主要是投资土地，银行方面主要是国家开发银行与汉能控股签下了 5 年向汉能提供 300 亿元人民币的授信额度。汉能的资金主要依靠水电业务的现金流。

实际情况则没有投资那么多，许多生产基地建设进度缓慢，投产产量并未达到计划。“实际投资不到 300 亿元，大数是在 270 亿-280 亿，汉能自己落地资金占了 40%。”李河君称。《第一财经日报》的调查显示，汉能 9 个基地中，只有部分处于不饱和生产的状态，其余常年处于停产甚至迟迟未动工。这可能一方面是资金短缺，另一方面是在等待技术的突破。

薄膜技术也许是未来太阳能发电的主流，尤其是其具有重量轻、可折叠、易于其他物体结合等特点，将来的应用市场十分广阔。但是，这有待于技术的突破和市场的逐步打开，过于激进的做法，可能会成为“先烈”。

2015 年 5 月，汉能控股持有汉能薄膜发电 80.75% 的股份，汉能控股不仅是汉能薄膜发电的绝对控股股东，而且也是汉能薄膜发电的唯一大客户，2010 年至 2014 年，汉能薄膜发电合计实现约 220 亿港元左右的营收，其中与汉能控股之间的关联交易超过 80%，个别年份甚至几乎达到百分之百。在关联交易的扶持下，上市公司营业收入和利润出现快速增长，2012 年公司营业收入 27.56 亿港元，税后利润 13 亿港元；2013 年公司营收 32.74 亿港元，税后盈利 20.18 亿港元；2014 年公司营收猛增至 96.15 亿港元；2014 年税后盈利增至 33.07 亿港元。正是这个原因，汉能薄膜发电的股价开始明显上涨，尤其是在 2015 年的第一季度出现了暴涨。

收入暴涨的背后是与关联交易相关的高额应收账款，从 2012 年末到 2014 年末，应收账款分别达到 58.9 万港元、23 亿港元和 60 亿港元，上涨趋势非常明显，说明汉能控股的收入和利润很大程度上体现在“纸上”，而且风险较大。

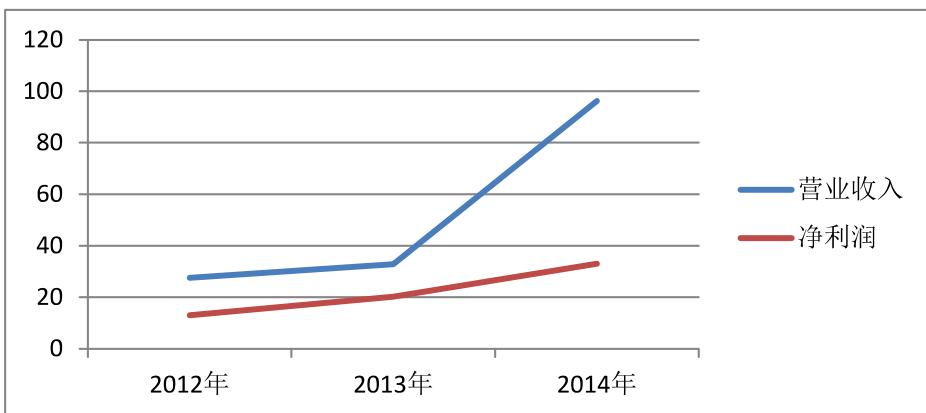


图3 汉能薄膜发电 2012-2014 营业收入与净利润变化图

为了推升汉能薄膜的股价，2013年，汉能控股与汉能薄膜发电签署了高达870.5亿港元的关联销售合同，这为汉能薄膜发电未来五年的营业收入奠定了基础。此外，汉能控股用持有的汉能薄膜发电的股票抵押贷款，然后用来增持汉能薄膜发电的股票。2014年1月2日，汉能薄膜发电证实，汉能控股持有总计174.93亿股汉能薄膜发电的股票，其中51.05亿股抵押给了四家金融公司，获得了5.2亿港元的可动用贷款额度，最后实际使用贷款额3.45亿港元用以增持汉能薄膜发电的股份。以上做法最终导致汉能薄膜发电的股票价格大幅上涨，这样，其一可以提高公司的知名度，甚至是个人的知名度，其二为汉能薄膜发电通过高价增发股票，通过资本市场融资做准备，其三，希望扭转大家对薄膜发电的看法，炒热薄膜发电概念，可谓“一石三鸟”。

但是，依靠人为操纵和炒作，只会制造“泡沫”，而“泡沫”迟早会破灭。实际上，汉能的泡沫很快就破灭了。首先是“5.20”暴跌，然后是香港证监会出手，将汉能薄膜发电的股票停牌，并开始调查汉能薄膜发电可能存在的人为操纵股价和关联交易信息披露不实的问题。

对于任何一家企业来说，数百亿甚至上千亿的投资绝对不是一个小数目，首先应该聘请专业的咨询机构进行项目的可行性研究，然后应该认真考虑如何筹集到所需的资金。

汉能的资金来源主要是水电站的现金流，但是，每年提供的现金也不过几十亿元，国开行虽然曾经给予汉能集团300亿元的授信总额度，但实际授出贷款不足1/3。这样，逼迫汉能控股不得不采取其他非常规的融资方式，如向企业（如内蒙古满世、宝塔石化、山东新华联等）转让股权筹集资金，向金融机构（券商、基金和资产管理公司）抵押水电资产或汉能薄膜发电的股票筹集高成本资金。

由于汉能在进行经营战略决策时，忽视融资战略的配套，没有进行现金流战略预算，在实施经营战略过程中，存在铺摊子，多头盲目出击的问题，从而浪费了许多资金。2015年3

月，全国 60 家汉能薄膜发电旗舰店及体验中心同步开业，招聘了 3000 人的专业直销团队，并计划将销售团队扩至 5000 人，在全国建 500 家直营店，同时全国招募 3000 家经销商，覆盖县级以上城市。汉能的旗舰直营店坐落于类似上海的南京西路这样的城市商业中心黄金地段，面积大、租金贵，成本高昂，但销售却并不理想，“很多店刚开不久就关了”。2015 年 8 月 31 日，汉能薄膜发电公告称，汉能将从直销模式改为经销模式，并裁员 2000 人。“这次走弯路，折腾了一年半的时间，浪费了很多钱。”李河君认为，汉能对做民用消费品市场没有经验，过去做水电和地面电站，电上网就实现销售。知情人士透露，此前汉能内部完全没有懂市场运作的人员，近两年才开始陆续有这方面的人才进入公司。

“企业的危机和困难，本质上是负债危机，没有负债哪来的危机？”李河君说，经过此次危机，汉能的经营理念将进行较大的调整，“过去所有环节都是自己做，以后要引入大量的战投和创投融资”。“过去步子迈得太大，扩张太快。以后要慢慢发展。”

经过不平凡的 2015 年大起大落，汉能开始反思，李河君意识到，在薄膜发电技术没有重大突破的情况下，薄膜发电组件的成本难以大幅下降，难以与晶硅发电企业竞争，因此建设大规模地面发电站的模式并不是最佳的选择。薄膜发电的优势是分布式发电和移动发电，因此，汉能开始大力开发分布式发电和移动发电产品，其中将薄膜发电应用于新能源汽车是其中一个重要的发展方向。

2016 年 7 月 2 日，汉能集团举行“移动能源战略暨全太阳能汽车发布会”，高调发布了 4 款全太阳能汽车。这意味着，汉能将进一步拓展薄膜太阳能的应用领域并已经取得了初步的成效。对于汉能此前遭遇的“逆境”，李河君态度乐观，表示最困难的阶段已经过去，汉能未来将一步步变得更好。

2016 年 7 月 19 日，汉能薄膜发电对上半年的业绩进行了预告，公司预计在 2016 年上半年的收入相比 2015 年同期增长约 50%，并在 2015 年大亏 122 亿港元的情况下，2016 年上半年将取得盈利。原因主要在于：第一是公司下游的户用及工商业系统的销售相比去年同期增长 200% 以上；第二是公司上游的产线交付业务收入，相比去年同期增长 25% 以上。

汉能选择太阳能发电作为经营战略发展方向，如果成功，不仅可以从根本上解决人类的能源问题，而且可以从根本上解决环境污染问题，完全符合国家产业发展方向，因此，得到了国家的大力支持和扶持。汉能虽然目前碰到了一点挫折，但是，希望“汉能大了，雾霾就少了”的愿景早日实现。

五、参考资料

本案例资料主要来自于公开资料，包括知名媒体的报道、汉能控股的网站等，同时，也收集了汉能薄膜发电集团股份有限公司的近五年的年报资料。但是，由于汉能控股不是上市公司，因此，对汉能控股的资料收集相对困难，尤其是无法获得汉能控股的年报资料。

如果学员需要对本案例的信息进一步了解，可以查阅以下资料。

其他主要参考资料目录

资料序号	资料名称
1	汉能控股集团产品手册
2	汉能太阳能集团有限公司 2011 年年报
3	汉能太阳能集团有限公司 2012 年年报
4	汉能太阳能集团有限公司 2013 年年报
5	汉能薄膜发电集团有限公司 2014 年年报
6	汉能薄膜发电集团有限公司 2015 年年报
7	汉能控股集团官方网站
8	汉能薄膜发电“生死劫” 关联交易引监管关注（时代周报，2015. 7. 21）

六、讨论题目

通过对汉能薄膜发电集团有限公司股票的波动和汉能控股集团有限公司的发展历程的深入了解，结合本案例提供的资料，回答一下问题：

- 1.企业在制定重大经营战略时应该考虑哪些因素？
- 2.经营战略与财务战略之间存在什么关系？
- 3.如何看待汉能控股与汉能薄膜之间的关联交易？如何规范关联交易？
- 4.汉能的经营战略和财务战略存在哪些问题？如何改进？
- 5.你认为汉能的发展前景如何？