



财务报表分析 与股票估值

郭永清 著



Financial Analysis & Valuation

**内部培训讲义源自上海国家会计学院
估值方法经过市场检验并获得超额投资收益**

上海国家会计学院原院长 **夏大慰**
上海财经大学学术委员会主席 **孙 铮**

推荐阅读



机械工业出版社
China Machine Press

財務報表分析與股票估值

郭永清 著

ISBN: 978-7-111-57253-4

本書紙版由機械工業出版社於2017年出版，電子版由華章分社（北京華章圖文信息有限公司，北京奧維博世圖書發行有限公司）全球範圍內製作與發行。

版權所有，侵權必究

客服熱線：+ 86-10-68995265

客服信箱：service@bbbvip.com

官方網址：www.hzmedia.com.cn

新浪微博 @華章數媒

微信公眾號 華章電子書（微信號：hzebook）

目錄

[推薦序一 以價值為核心的財務報表分析](#)

[推薦序二 用管理思維進行財務報表分析和股票估值](#)

[前言 財報分析：知行合一，學以致用](#)

[第1章 財報基礎](#)

[1.1 審計報告](#)

1.2 財務報表

1.3 資產負債表

1.4 利潤表

1.5 現金流量表

1.6 股東權益變動表

1.7 報表附註

第2章 財報原理及財報質量

2.1 財報數字的來龍去脈

2.2 判斷財報質量的六個步驟

2.3 防範財務報告舞弊最簡單的方法

第3章 公司財報分析的框架

3.1 公司的目標：為價值而生

3.2 以價值為核心的財報分析

3.3 公司創造價值的過程就是公司財報的生成過程

3.4 公司財報的分析過程

第4章 公司戰略與財務報告之間的關係

4.1 公司戰略：行業選擇和競爭策略決策

4.2 公司行業與公司財務報表之間的關係

4.3 兩種不同的公司競爭策略

4.4 總成本領先策略下的財報特徵

4.5 差異化策略下的財報特徵

4.6 從財報數字看中國公司發展轉型的迫切性

4.7 公司策略轉型的財報解釋：以蘋果公司和萊寶高科為例

4.8 公司戰略和公司財報關係的總結

第5章 財報項目之間的邏輯關係

第6章 從投資活動現金流量看一家公司的戰略和未來

6.1 投資活動現金流量的格式和項目

6.2 與公司戰略關聯度不大的投資活動現金流量項目

6.2.1 公司理財類投資活動現金流入和流出

6.2.2 公司其他投資活動現金流入和流出

6.3 充分反映公司戰略的投資活動現金流量項目

6.3.1 購建和處置長期資產的投資決策和活動

6.3.2 取得和處置子公司的投資決策和活動

6.3.3 戰略投資活動的綜合現金需求分析

6.4 不涉及投資活動現金流量的購建和併購決策及活動以及其他例外情況

6.5 公司投資活動的決策標準

第7章 從籌資活動現金流量看一家公司的資本管理能力

7.1 籌資渠道

7.2 如何分析公司的現金缺口

7.3 籌資活動現金流量分析——如何通過外源籌資解決現金缺口

7.4 籌資活動現金流量分析的五大內容

第8章 資產和資本分析

8.1 資產負債表的重構

8.1.1 標準資產負債表的缺陷

8.1.2 資產負債表的重構：資產資本表

8.2 資產結構分析

8.2.1 資產類別結構分析

8.2.2 資產期限結構分析

8.3 資本結構分析

8.3.1 資本來源結構

8.3.2 資本期限結構

8.4 從資產結構、資本結構和營運資本看公司的流動性風險

8.4.1 傳統財務指標的缺陷

8.4.2 傳統營運資本

8.4.3 現實錯了還是教材錯了

8.4.4 從資產結構、資本結構和營運資本看公司的流動性風險

8.5 營運資本長期化率

第9章 股權價值增加表分析

9.1 基於資產資本表的利潤表重構：股權價值增加表

9.1.1 標準利潤表的缺陷

9.1.2 利潤表的重構：股權價值增加表

9.2 股權價值增加表分析：營業收入分析

9.2.1 營業收入歷史增長情況

9.2.2 營業收入未來增長空間判斷

9.2.3 營業收入分析的特殊問題：收入的確認問題

9.3 股權價值增加表分析：營業成本分析

9.3.1 成本性態分析：虧損的業務是否就應該停產

9.3.2 經營資產結構決定營業成本結構

9.3.3 營業成本控制能力的分析

9.3.4 營業成本分析的特殊問題：成本與收入匹配原則

9.4 營業收入和營業成本的綜合分析：毛利和毛利率

9.4.1 毛利分析

9.4.2 毛利率分析

9.5 股權價值增加表分析：營業費用分析

9.5.1 營業費用的範圍

9.5.2 營業費用分析的重點

9.6 股權價值增加表分析：利潤分析

9.6.1 息稅前經營利潤、息前稅後經營利潤和營業收入利潤率

9.6.2 長期股權投資收益分析

9.6.3 金融資產收益分析

9.6.4 從息稅前利潤結構看利潤的質量

9.7 不要僅僅為銀行打工：財務費用和債務資本成本分析

9.8 實際企業所得稅負擔分析

9.9 淨利潤、股權資金成本和股權價值增加值分析

9.9.1 淨利潤與股權價值增加值

9.9.2 利潤和股權價值增加值的侷限性

9.9.3 利潤可持續性的考量

第10章 資產資本表和股權價值增加表的綜合分析

10.1 資產資本表和股權價值增加表之間的關係

10.2 股東權益回報率分析

10.3 投資和經營活動的管理效率及盈利能力分析

10.3.1 經營資產的管理效率分析

10.3.2 長期經營資產的管理效率分析

10.3.3 營運資本的管理效率分析

10.3.4 經營資產回報率分析

10.3.5 長期股權投資的盈利能力分析

10.3.6 金融資產的盈利能力分析

10.4 債務籌資對股東權益回報率的影響

10.4.1 財務槓桿效應分析

10.4.2 財務槓桿的作用原理

10.4.3 債權人的保障程度

10.5 政府稅收及公司稅務管理活動分析

10.6 綜合分析的總結

第11章 迴歸現金：經營活動現金流量分析

11.1 迴歸現金

11.2 經營活動現金流量的格式及項目

11.2.1 經營活動現金流入

11.2.2 經營活動現金流出

11.2.3 經營活動產生的現金流量淨額

11.3 經營活動現金流量項目和股權價值增加表項目之間的關係

11.3.1 營業收入現金含量

11.3.2 成本費用付現率

11.3.3 經營利潤現金含量

11.4 經營活動現金流量的五種狀態

11.4.1 經營活動產生的現金流量小於零

11.4.2 經營活動產生的現金流量等於零

11.4.3 經營活動產生的現金流量大於零，但不足以補償當期的非付現成本

11.4.4 經營活動產生的現金流量大於零，並恰能補償當期的非付現成本

11.4.5 經營活動產生的現金流量大於零，並在補償當期的非付現成本後仍有剩餘

11.5 現金分紅對股權價值的影響

11.5.1 我國關於上市公司分紅的有關規定

11.5.2 現金分紅對股權價值的影響

第12章 股票價格和股票價值

12.1 短期股票價格與股票價值的偏離

12.2 長期股票價格向股票價值迴歸

12.3 股票估值中歷史證據的分析與未來發展的預測

12.4 股票估值是一門藝術

12.5 安全邊際

12.6 成組購買可以形成一種投資操作

第13章 常見的相對估值法

13.1 相對估值法的應用過程

13.2 市盈率相對估值法

13.3 市淨率相對估值法

13.4 市銷率相對估值法

13.5 市盈增長比率相對估值法

13.6 相對估值法的總結

第14章 終極方法：絕對估值法

14.1 絕對估值法的基本原理

14.2 現金股利貼現模型

14.3 自由現金流貼現模型

第15章 運用自由現金流貼現模型進行股票估值

15.1 公司價值與股票估值

15.2 經營資產自由現金流的界定

15.2.1 自由現金流的淵源及各類計算方法

15.2.2 本書的經營資產自由現金流

15.3 經營資產自由現金流貼現模型的應用

15.3.1 模型及應用的兩個步驟

15.3.2 歷史數據的分析

15.3.3 未來前景的判斷

[15.3.4 深刻理解WACC](#)

[15.3.5 經營資產自由現金流現值](#)

[15.4 公司價值和股票價值的估算](#)

[15.4.1 公司價值](#)

[15.4.2 股票價值](#)

[第16章 我的投資實戰案例](#)

[16.1 用數字而不是感覺尋找成長性——小天鵝（2016年3月23日）](#)

[16.2 蘇泊爾研究（2016年3月31日）](#)

[16.2.1 行業狀況](#)

[16.2.2 公司情況](#)

[16.2.3 合理估值](#)

[16.3 五糧液的簡要分析（2016年4月11日）](#)

[16.4 30元的上海家化值不值得買（2016年4月12日）](#)

[16.5 是否應該買入4.5元以下的中國石化（2016年4月19日）](#)

[16.6 我為什麼看好白雲機場（2016年5月10日）](#)

[16.6.1 行業分析](#)

[16.6.2 白雲機場未來情況](#)

[16.6.3 公司財務數據分析](#)

16.6.4 歷史+未來=估值

16.7 九陽股份能否騰飛 (2016年5月23日)

16.8 房地產公司的財務報表分析與估值：邏輯與模型——兼談三湘股份的年度報告 (2016年5月29日)

16.8.1 如何從房地產開發公司的現金流量表看公司戰略

16.8.2 如何從房地產公司的資產結構看經營策略和效率

16.8.3 如何從房地產公司的資本結構看財務風險

16.8.4 如何從房地產公司的利潤表看成本費用

16.8.5 如何對房地產公司進行估值

16.8.6 問題和挑戰

16.9 科倫藥業：何時否極泰來 (2016年5月30日)

16.10 大秦鐵路：現在是最壞的時期了嗎 (2016年7月28日)

16.10.1 歷史數據

16.10.2 公司行業未來簡要分析

16.10.3 公司估值及建議

16.11 羅萊生活：能否持續增長 (2016年7月29日)

16.11.1 歷史數據

16.11.2 未來判斷

16.11.3 估值

[16.12 被低估的正泰電器 \(2016年8月19日\)](#)

[16.12.1 歷史數據](#)

[16.12.2 行業簡況](#)

[16.12.3 公司估值](#)

[16.13 隆鑫通用的內在價值 \(2016年10月17日\)](#)

[16.13.1 行業和公司](#)

[16.13.2 歷史財務數據](#)

[16.13.3 未來的簡單假設](#)

[16.13.4 內在價值及建議](#)

[16.14 7元以下的國投電力勝過銀行理財產品 \(2016年11月22日\)](#)

[16.14.1 國投電力簡介](#)

[16.14.2 國投電力的歷史數據](#)

[16.14.3 國投電力的未來判斷](#)

[16.14.4 國投電力的估值與收益預計](#)

[16.15 樂視網：市夢率抑或自由現金流——兼談自由現金流的計算 \(2016年12月9日\)](#)

[16.16 海康威視和大華股份：兼談市淨率的缺陷 \(2016年12月18日\)](#)

[16.16.1 公司介紹](#)

[16.16.2 歷史數據對比](#)

[16.16.3 未來行業判斷](#)

[16.16.4 估值結論](#)

[16.16.5 談談市淨率的缺陷](#)

[16.17 需要更加積極進取的上海機電 \(2017年1月9日\)](#)

[16.17.1 上海機電簡介及前景簡要判斷](#)

[16.17.2 歷史數據及問題](#)

[16.17.3 估值](#)

[16.18 波浪式前進的萬華化學 \(2017年2月13日\)](#)

[16.19 被低估的宇通客車 \(2017年3月1日\)](#)

[參考文獻](#)

推薦序一 以價值為核心的財務報表分析

有關財務報表分析的書汗牛充棟、數不勝數。看完郭永清博士的書稿《財務報表分析與股票估值》後，我覺得其有很多值得肯定的地方。

本書在前人研究的基礎上，跳出了“就財務論財務”的侷限，以價值為核心，更多地把財務報表分析和企業的創造價值過程結合起來，提出了“公司戰略+重在執行=財務價值”的分析思路，搭建了財務報表分析的框架；又在這個框架的基礎上，依次對公司戰略和財務報表的關係、財報不同組成部分之間的關係進行了深入的分析，並將其運用於股票估值。

從本書的很多內容都可以看出，作者對公司財務報表分析進行了獨立的思考，並且有獨到的見解。公司為價值而生，而價值就是一家公司

在其未來壽命週期內的自由現金流按照一定貼現率折現的現值。財務報表分析的目的就在於判斷價值、分析價值、創造價值。本書以現金為起點，以更多的現金（自由現金流）為終點，設計了財務報表分析的邏輯以及具體指標，比較符合公司各類經濟管理活動實際。在書中，作者將標準資產負債表和標準利潤表重構為資產資本表和股權價值增加表，對讀者通過財務報表分析改進管理活動非常有啟發意義。

財務報表分析是一門實踐性學科，理論是否有效，最終取決於分析的結論是否合理。本書從頭至尾，以案例貫穿其中，保證了較強的實際操作性。在本書最後一章，作者列舉了19個親自在投資實踐中基於財務報表分析所做的股票估值案例。從其結果來看，本書內容的有效性得到了較好的驗證。

當然，本書的一些內容如對有效市場理論、資本資產定價模型等的論述，與傳統的經典理論並不一致，可能需要進一步深入研究。

本書有理論，有實踐，有案例，思路清晰、框架獨到、邏輯嚴密、結論合理。我相信，這是一本值得閱讀的好書。

我很高興看到郭永清博士能夠出版新書與大家分享自己的教學和研究心得，並作序將此書推薦給各位讀者。

夏大慰

上海國家會計學院原院長

推薦序二 用管理思維進行財務報表分析和股票估值

茫茫書海中以財務報表分析和股票估值為主題的書林林總總、指不勝僂。看完郭永清博士的書稿《財務報表分析和股票估值》後，我發現本書與常見的財務報表分析和股票估值最大的不同之處在於：它用管理思維進行財務報表分析，而不是侷限於慣常的財務思維；不僅介紹

了作者潛心研究的估值模型，更重要的是其在中國股票市場的實踐應用。

傳統的財務指標以財務思維為主。財務報表分析通常以資產負債表和利潤表為核心設計各類財務指標，比如資產負債率、流動比率、速動比率、毛利率、銷售淨利率、股東權益回報率等耳熟能詳的指標。

本書從公司管理思維出發，認為公司創造價值的財務語言表述為“現金——更多的現金”，建立了現金流循環模式的財務報表分析框架。具體而言就是：

- 1.從公司戰略角度分析行業選擇和競爭策略選擇與公司財務報表之間的關係；
- 2.分析公司戰略執行的重要活動——投資活動，通過投資活動現金流量透視公司的戰略決策與未來前景；
- 3.分析為了滿足投資活動的籌資活動，通過籌資活動現金流量透視公司籌資決策的合理性；
- 4.分析投資活動和籌資活動的結果——資產結構和資本結構，根據資產與投資活動的關係以及資產帶來經濟利益的路徑與方式，把傳統的資產負債表重構為資產資本表，以便更加適應管理的需要，更能摸清價值創造之脈絡；
- 5.分析資產使用的結果——盈利能力分析，根據重分類後的資產，重構利潤表為股權價值增加表，以便更好地反映公司價值創造能力；
- 6.收入、成本費用、利潤等需要轉化為更多的現金——聚焦經營活動現金流量以及自由現金流分析。

上述財務報表分析的思路環環相扣、邏輯清晰、新穎而獨特。

財務報表分析的有用性如何，如何閱讀和利用財務報表，最終需要通過實踐探索和檢驗。財務報表分析的核心在於“價值”。本書在介紹了常

見的估值模型後，結合財務報表分析，通過多個案例，展開自由現金流貼現模型的應用講解。從書中已有的實踐案例來看，該模型得到了較好的驗證，這不僅是作者的一份心得，也是為讀者奉獻的一個成果。

本書是一本引人入勝、給人啟發的佳作。我相信，讀者們可以通過閱讀受益匪淺。

我非常樂意為本書作序，並將其推薦給大家。

孫錚

上海財經大學學術委員會主席

前言 財報分析：知行合一，學以致用

本書是我多年來講授財報分析以及自己進行股票投資實踐的總結。我個人認為，財報分析的目的是，做到知行合一，學以致用。

本書的財報分析內容在上海國家會計學院的多個高級經理培訓班級作為講義使用，得到了學員們的認可和好評；股票估值內容則在本人的投資實踐中，保證了多年獲得超過市場的超額收益。我的雪球個人賬號的投資組合“漸悟”可以佐證，個人微信公眾號的粉絲也見證了本書的財報分析和股票估值模型的有效性。

公司的目標在於創造價值，財報分析應該以價值為核心。公司的價值為公司整個壽命期內創造的自由現金流按照一定的貼現率貼現後的現值。在投資決策中，只能有這個唯一的、絕對的價值標準，而不能採用多重標準。

本書的讀者

公司董事、監事、經理層等高管人員通過閱讀本書，可以思考公司創造價值的過程以及掌握如何通過財報分析更好地改進管理，提升公司價值。

股票投資者通過閱讀本書，可以掌握如何分析公司的歷史財務數據和未來發展預測來估算公司的內在價值，為投資決策提供比較堅實的支撐。

債權人通過閱讀本書，可以判斷公司的價值，保證本金和利息的安全。

本書主要章節及內容概要

本書共16章。

第1章和第2章介紹財報的基礎知識以及財報原理。具有較好財務專業知識的讀者可以直接略過。

第3章論述財報分析的框架。財報分析應該跳出財報看數字，因此分析的框架包含公司戰略分析、公司經濟活動分析和公司財報分析。

第4章論述公司戰略與財務報告之間的關係，包括公司行業對財報的影響、公司總成本領先策略和差異化策略對財報的影響。

第5章論述財報項目之間的關係，為後面的財報分析建立邏輯。

第6章論述如何從投資活動現金流量看一家公司的戰略和未來。

第7章論述如何從籌資活動現金流量看一家公司的資本管理能力。

第8章為資產和資本分析，從現實商業活動出發，重構資產負債表為資產資本表，然後進行資產結構分析、資本結構分析、資產結構和資本結構的匹配程度以及風險分析，並指出了常用的流動比率和速動比率存在的缺陷，建議使用營運資本長期化率指標來衡量公司的流動性風險。

第9章為股權價值增加表分析，首先根據資產資本表重構的邏輯，重構利潤表為股權價值增加表，在此基礎上進行金融資產收益分析、長期股權投資收益分析、營業收入分析、營業成本分析、毛利和毛利率分析、營業費用分析、利潤分析、淨利潤和股權價值增加值分析。

第10章為資產資本表和股權價值增加表的綜合分析，根據資產資本表和股權價值增加表之間的邏輯關係，同時使用兩張報表的數據進行綜合財務指標分析。本章在通過因素分解法對股東權益回報率進行五個因素分解的基礎上，構建財務指標分析體系，接著具體分析每一個因素所產生的影響，最後對所有的財務指標進行總結並形成財務指標框架。

第11章回歸現金，分析股權價值增加表項目和經營活動產生的現金流量項目之間的關係，並將經營活動產生的現金流量淨額分為五種狀態。

第12章論述股票價格和股票價值兩者之間的背離和迴歸關係，構成後面股票估值的理論基礎；然後論述股票估值需要進行歷史數據的分析和未來發展的預測，因此股票估值是一門藝術。正因為藝術的不確定性，因此以股票估值為基礎的投資應當遵循安全邊際原則和成組購買原則。

第13章介紹了常見的市盈率、市淨率、市銷率、市盈增長比率等方法，並分析了這些方法的侷限性，而解決這些侷限性需要終極方法，即絕對估值法。

第14章介紹了現金股利貼現模型和自由現金流貼現模型。現金股利貼現模型受到股利無關論的挑戰，因此自由現金流貼現模型成為最佳選擇。自由現金流貼現模型包括零增長模型、固定增長模型、兩階段模型和三階段模型。

第15章運用自由現金流貼現模型進行股票估值，首先以財報分析的內容為基礎構建公司價值的計算公式，指出運用自由現金流貼現模型計算經營資產的價值；然後結合萬華化學和中國石化的案例，對公司的歷史數據進行分析，並運用哈佛大學教授邁克爾·波特的五力分析模型對未來發展進行預測，在此基礎上運用第14章介紹的模型計算萬華化學和中國石化經營資產的自由現金流貼現現值；最後按照公司價值的計算公式，結合公司的股權結構，計算出兩家公司股票的每股內在價值。

第16章為投資實戰案例，是為了驗證本書財報分析和股票估值內容的有效性。這些案例都附上了分析的時間，讀者可以自行判斷其後的公司股票表現是否如我們事先的分析結果。

本書中的數據資料均來自上市公司公開年報。

本書的一些觀點

行成於思毀於隨。本書的一些觀點可能與傳統的教材不一樣，但是我認為本書更加符合商業現實。比如，在工業4.0時代，傳統的流動比率和速動比率已經不能說明任何問題，因此我們需要予以改進；傳統的營運資本需求多數作為短期資本管理，但是從商業運作來說作為長期資本管理會更合適；一般自由現金流用經營活動產生的現金流量淨額扣除資本性支出進行計算，我們認為資本性支出應該劃分為保全性資本支出和擴張性資本支出，在計算自由現金流時扣除保全性資本支出比較合理，等等。

我希望自己寫出的書能受到讀者的肯定，對讀者的工作、學習有所裨益。如果讀者對我的書有任何意見和建議，請隨時通過我的微信公眾號“漸悟”給我留言，尤其歡迎您告訴我本書的不足之處、您需要解決的難題、您希望在本書看到的內容，等等。

致謝

感謝上海國家會計學院原院長夏大慰教授對我多年的關心、愛護、照顧和指導。本書源於夏大慰院長改進上海國家會計學院教學質量的建議——對多年的教學進行回顧、反思和總結，本書正是該建議的成果。

感謝上海國家會計學院原副院長管一民教授和謝榮教授對我多年的關心、愛護、照顧和指導。

感謝上海國家會計學院李扣慶院長為首的領導班子對我的支持和幫助。

感謝上海國家會計學院教研部的各位老師，尤其是楊藝老師。

感謝我曾授課的學員對我的肯定以及他們在課堂討論中給予我的真知灼見。

感謝我的父母、岳父母和妻兒。

感謝機械工業出版社的石美華編輯、王琦編輯，本書能夠出版也是二位辛苦和努力的結果。

第1章 財報基礎

本章介紹財報的主要內容，讓大家對財報的格式有一個全面的瞭解。

上市公司的財務報告，按照時間分為季度報告、半年度報告和年度報告。因為季度報告比較簡單，因此實踐中上市公司的財務報告分析主要以年度報告和半年度報告為主，而對季度報告則只是簡單地瀏覽，看是否出現異常情況。按照報表範圍，上市公司的財務報告分為合併財務報告和母公司財務報告。作為上市公司的股東，應該關心的是上市公司整體範圍內的財務情況，因此以合併財務報告為主要分析對象。上市公司的財務報告在上海證券交易所和深圳證券交易所的網站上可以下載，但是需要自己整理，為了分析的方便，大家可以購買萬得、同花順等數據庫。

內容最完整、最全面的上市公司年度報告包括審計報告、財務報表和報表附註三個組成部分，我們依次展開介紹。

1.1 審計報告

審計報告在整個年度財務報告的第一頁，相當於後續財務報表和報表附註的質量鑑定書。一般來說，季度報告和半年度報告都無須審計報告。

在資本市場上，上市公司的所有權和經營權相互分離。股東委託董事會，董事會委託公司管理層，層層委託，形成了所謂的“委託——代理”關係。公司管理層負責公司的經營活動，需要向董事會和股東提交

財務報告，以彙報經營管理責任的履行情況。但是自己彙報自己的履行情況，很容易形成財務舞弊，因此需要聘請獨立的第三方——會計師事務所的註冊會計師對財務報表的公允性進行審計，並出具審計報告。

審計報告中的審計意見有五種類型：標準無保留意見、帶強調事項段的無保留意見、保留意見、無法表示意見、否定意見。

標準無保留意見說明，註冊會計師認為上市公司編制的財務報表已按照適用的會計準則的規定編制，並在所有重大方面真實公允地反映了上市公司的財務狀況、經營成果和現金流量。帶強調事項段的無保留意見說明，註冊會計師認為上市公司編制的財務報表符合相關會計準則的要求，並在所有重大方面真實公允地反映了上市公司的財務狀況、經營成果和現金流量，但是存在需要說明的事項，如對持續經營能力產生重大疑慮及存在重大不確定事項等。保留意見說明，註冊會計師認為財務報表整體是真實公允的，但是存在影響重大的錯報。無法表示意見說明，註冊會計師的審計範圍受到了限制，且其可能產生的影響是重大而廣泛的，註冊會計師不能獲取充分的審計證據。否定意見說明，註冊會計師認為財務報表整體是不公允的，或沒有按照適用的會計準則的規定編制。

上述描述也許顯得過於專業和枯燥。簡言之，標準無保留意見就是表示財務報表和報表附註質量合格、數據可靠、信息真實。其他四種意見就是表示財務報表和報表附註的質量存在這樣或那樣的問題，其問題的嚴重程度由輕到重依次為帶強調事項段的無保留意見、保留意見、無法表示意見、否定意見。

出於規避風險的目的，實踐中我們一般將被出具後面四種審計意見的上市公司直接剔除出投資候選標的——惹不起，但是躲得起，遇到此類公司還是小心為妙。很多投資機構如基金公司，也將此類公司排除在股票池之外。此類公司分析的重點不是其投資價值，而是其存在的問題，可以作為財報分析的反面教材。

很多讀者可能會擔心審計報告本身的質量問題。確實，少數註冊會計師由於自身的職業能力問題，甚至是由於利慾薰心，導致極少數審計報告未能反映公司存在的重大財務報告舞弊和失真問題。但是，隨著監管力度的加強以及註冊會計師法律風險意識的增強，應該說審計報告的總體質量在不斷提高。

下面是萬華化學公司2015年年度報告的標準無保留意見審計報告。

審計報告

德師報（審）字（16）第P0246號

萬華化學集團股份有限公司全體股東：

我們審計了後附的萬華化學集團股份有限公司（以下簡稱“萬華化學公司”）的財務報表，包括2015年12月31日的公司及合併資產負債表、2015年度的公司及合併利潤表、公司及合併股東權益變動表和公司及合併現金流量表以及財務報表附註。

一、管理層對財務報表的責任

編制和公允列報財務報表是萬華化學公司管理層的責任，這種責任包括：（1）按照企業會計準則的規定編制財務報表，並使其實現公允反映。（2）設計、執行和維護必要的內部控制，以使財務報表不存在由於舞弊或錯誤而導致的重大錯報。

二、註冊會計師的責任

我們的責任是在執行審計工作的基礎上對財務報表發表審計意見。我們按照中國註冊會計師審計準則的規定執行了審計工作。中國註冊會計師審計準則要求我們遵守中國註冊會計師職業道德守則，計劃和執行審計工作以對財務報表是否不存在重大錯報獲取合理保證。

審計工作涉及實施審計程序，以獲取有關財務報表金額和披露的審計證據。選擇的審計程序取決於註冊會計師的判斷，包括對由於舞弊或

錯誤導致的財務報表重大錯報風險的評估。在進行風險評估時，註冊會計師考慮與財務報表編制和公允列報相關的內部控制，以設計恰當的審計程序。審計工作還包括評價管理層選用會計政策的恰當性和做出會計估計的合理性，以及評價財務報表的總體列報。

我們相信，我們獲取的審計證據是充分、適當的，為發表審計意見提供了基礎。

三、審計意見

我們認為，萬華化學公司財務報表在所有重大方面按照企業會計準則的規定編制，公允反映了萬華化學公司2015年12月31日的公司及合併財務狀況以及2015年度的公司及合併經營成果和公司及合併現金流量。

德勤華永會計師事務所（特殊普通合夥）

中國註冊會計師

中國·上海

2016年3月7日

1.2 財務報表

上市公司財務報表從內容來說包括資產負債表、利潤表、現金流量表和所有者權益變動表，從範圍來說包括合併財務報表和母公司財務報表。我們對上市公司的整體情況進行分析和判斷，因此以合併財務報表為分析對象。

資產負債表是反映上市公司在某一特定日期財務狀況的財務報表。大家可以注意到資產負債表都標明“××年××月××日”，指的就是這張資產負債表反映的是這家公司在該日的情況。資產負債表是時點報表，因此我們把資產負債表比喻為公司的“一張照片”。

利潤表是反映上市公司在某一期間內的經營成果的財務報表。利潤表會註明“××年××月××日~××年××月××日”，指的就是這張利潤表反

映的是這家公司在這一段時期內的經營成果情況。

現金流量表是反映上市公司在某一期間內的現金和現金等價物流入和流出的財務報表，也會與利潤表一樣註明時間段。

所有者權益變動表，也稱為股東權益變動表，是反映構成股東權益的各組成部分在某一期間的增減變動情況的財務報表。所有者權益與股東權益是同一個含義，後文中兩者通用。

利潤表、現金流量表和股東權益變動表都是反映上市公司在一段期間內的財務情況的報表，我們通常把這些報表比喻為“一段錄像”。

這些財務報表之間的項目存在著一定的邏輯和鉤稽關係。期初資產負債表到期末資產負債表發生的財務狀況變動，可以用利潤表、現金流量表和股東權益變動表來解釋。大家可以想象一下，電影就是由無數張照片組成，從開頭的照片到結尾的照片的變動，可以用中間的錄像來解釋。對於這些報表之間的數據關係，我們可以用圖1-1來表示。從圖1-1中我們可以看出，期初資產負債表中的現金加上現金流量表中的現金淨變化等於期末資產負債表中的現金；利潤表中的淨利潤會增加股東權益，如果公司與股東之間沒有發生其他的經濟事項（現金分紅、增資擴股等），那麼股東權益變動表中的淨變化與淨利潤一致；期初資產負債表中的股東權益加上股東權益變動表中的淨變化等於期末資產負債表中的股東權益。

1.3 資產負債表

資產負債表遵循“資產=負債+股東權益”這一等式，把上市公司在特定時點所擁有的資產和所承擔的負債及屬於股東的權益分類反映出來。有些上市公司披露資產負債表的格式為左右格式，左邊列示資產，右邊列示負債和股東權益；有些則為上下格式，上部分為資產，下部分為負債和股東權益。不管格式如何，“資產=負債+股東權益”這一等式是永遠成立的，因為公司的資產要麼是屬於債權人的，要麼是屬於股東的，或者說債權人和股東投入公司的資源都是公司的資產。



圖1-1 財務報表之間的數據關係 (單位: 萬元)

資產分為流動資產和非流動資產。流動資產一般預計在一年或者短期內變現、出售或者耗用，一般包括貨幣資金、交易性金融資產、應收

票據、應收賬款、預付款項、應收利息、應收股利、其他應收款、存貨、一年內到期的非流動資產等。非流動資產則變現、出售或者耗用的週期比較長，一般包括可供出售金融資產、持有至到期投資、長期應收款、長期股權投資、投資性房地產、固定資產、在建工程、工程物資、固定資產清理、生產性生物資產、油氣資產、無形資產、開發支出、商譽、長期待攤費用、遞延所得稅資產等。

負債分為流動負債和非流動負債，其劃分標準與資產相同。流動負債包括短期借款、交易性金融負債、應付票據、應付賬款、預收款項、應付職工薪酬、應交稅費、應付利息、應付股利、其他應付款、一年內到期的非流動負債等。非流動負債包括長期借款、應付債券、長期應付款、專項應付款、預計負債、遞延所得稅負債等。

股東權益是公司資產扣除負債後的剩餘權益，歸股東所有，一般包括實收資本、資本公積、盈餘公積、未分配利潤以及作為減項的庫存股等。

表1-1是萬華化學公司2015年年度報告中的合併資產負債表。

表1-1 合併資產負債表

2015年12月31日

编制单位：万华化学集团股份有限公司

单位：元

币种：人民币

项 目	附注	期末余额	期初余额
流动资产：			
货币资金	七 1	2 066 361 762.97	1 024 674 432.11
结算备付金			
拆出资金			
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	七 2		7 560 805.90
衍生金融资产			
应收票据	七 3	1 224 034 501.14	2 347 646 327.25
应收账款	七 4	1 213 878 016.12	1 341 579 522.35
预付款项	七 5	370 990 681.75	347 847 267.73
应收保费			
应收分保账款			
应收分保合同准备金			
应收利息			
应收股利			
其他应收款	七 6	142 154 888.49	128 461 907.03
买入返售金融资产			
存货	七 7	4 193 853 062.94	3 009 992 528.58
划分为持有待售的资产			
一年内到期的非流动资产			
其他流动资产	七 8	1 815 314 119.31	1 548 767 821.41
流动资产合计		11 026 587 032.72	9 756 530 612.36
非流动资产：			
发放贷款和垫款			
可供出售金融资产	七 9	20 000 000.00	20 000 000.00
持有至到期投资			
长期应收款	七 10	247 862 406.51	194 405 040.63
长期股权投资	七 11	186 128 063.15	88 740 045.58
投资性房地产			
固定资产	七 12	20 046 292 042.67	15 194 706 091.81

(续)

项 目	附注	期末余额	期初余额
在建工程	七 13	12 409 182 506.28	11 724 952 148.09
工程物资	七 14	288 918 624.82	1 651 540 601.04
固定资产清理			
生产性生物资产			
油气资产			
无形资产	七 15	2 252 000 441.89	1 611 644 411.28
开发支出			
商誉	七 16	277 518 585.35	277 518 585.35
长期待摊费用			33 355 660.24
递延所得税资产	七 18	337 540 615.06	289 562 552.21
其他非流动资产	七 19	712 386 763.47	749 129 880.14
非流动资产合计		36 777 830 049.20	31 835 555 016.37
资产总计		47 804 417 081.92	41 592 085 628.73
流动负债：			
短期借款	七 20	9 637 861 380.59	4 496 443 321.52
向中央银行借款			
吸收存款及同业存放			
拆入资金			
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	七 21		4 093 972.33
衍生金融负债			
应付票据	七 22	2 221 250 502.00	2 044 515 908.77
应付账款	七 23	3 400 457 107.78	2 615 128 907.33
预收款项	七 24	711 215 589.43	763 746 175.64
卖出回购金融资产款			
应付手续费及佣金			
应付职工薪酬	七 25	205 970 794.96	225 411 626.19
应交税费	七 26	232 772 820.35	270 541 464.26
应付利息	七 27	75 252 173.54	76 991 519.66
应付股利			
其他应付款	七 28	275 697 231.42	225 128 335.92
应付分保账款			
保险合同准备金			
代理买卖证券款			
代理承销证券款			
划分为持有待售的负债			
一年内到期的非流动负债	七 29	2 512 795 314.89	2 511 987 627.27
其他流动负债			

(续)

项 目	附注	期末余额	期初余额
流动负债合计		19 273 272 914.96	13 233 988 858.89
非流动负债：			
长期借款	七 30	11 440 236 985.11	12 837 515 833.62
应付债券	七 31	1 980 000 000.00	2 000 000 000.00
其中：优先股			
永续债			
长期应付款	七 32	4 058 178.00	5 410 906.00
长期应付职工薪酬			
专项应付款			
预计负债			
递延收益	七 33	262 906 450.75	206 173 356.00
递延所得税负债	七 18	20 708 157.32	19 508 197.41
其他非流动负债			3 812 804.03
非流动负债合计		13 707 909 771.18	15 072 421 097.06
负债合计		32 981 182 686.14	28 306 409 955.95
所有者权益：			
实收资本（或股本）	七 34	2 162 334 720.00	2 162 334 720.00
其他权益工具			
其中：优先股			
永续债			
资本公积	七 36	48 344 557.95	48 344 055.18
减：库存股			
其他综合收益	七 37	4 015 139.50	-12 526 257.43
专项储备	七 38		696 629.53
盈余公积	七 39	1 579 310 659.11	1 579 310 659.11
一般风险准备			
未分配利润	七 40	7 776 967 780.17	6 815 924 586.58
归属于母公司所有者权益合计		11 570 972 856.73	10 594 084 392.97
少数股东权益		3 252 261 539.05	2 691 591 279.81
所有者权益合计		14 823 234 395.78	13 285 675 672.78
负债和所有者权益总计		47 804 417 081.92	41 592 085 628.73

法定代表人：丁建生

主管会计工作负责人：寇光武

会计机构负责人：王青林

1.4 利潤表

利潤表反映上市公司經營業績的主要來源和構成，幫助我們判斷利潤的連續性和穩定性、利潤的質量和風險。上市公司的利潤表根據“利潤=收入-成本費用”的公式分三步編制，不同步驟下的數據反映利潤的不同來源。

第一步，以營業收入為基礎，減去營業成本、營業稅金及附加、銷售費用、管理費用、財務費用、資產減值損失，加上公允價值變動收益和投資收益，計算出營業利潤。

第二步，以營業利潤為基礎，加上營業外收入，減去營業外支出，計算出利潤總額。

第三步，以利潤總額為基礎，減去所得稅費用，計算出淨利潤。

表1-2是萬華化學公司2015年年度報告中的合併利潤表。

表1-2 合併利潤表

2015年1~12月

单位：元

币种：人民币

项 目	附注	本期发生额	上期发生额
一、营业总收入：		19 492 382 889.53	22 088 368 488.74
其中：营业收入	七 41	19 492 382 889.53	22 088 368 488.74
利息收入			
已赚保费			
手续费及佣金收入			
二、营业总成本：		16 677 290 643.95	17 945 264 655.88
其中：营业成本	七 41	13 619 965 426.60	15 269 639 735.89
利息支出			
手续费及佣金支出			
退保金			
赔付支出净额			
提取保险合同准备金净额			
保单红利支出			
分保费用			
营业税金及附加	七 42	95 650 234.63	107 719 792.74
销售费用	七 43	847 269 688.95	700 428 306.59
管理费用	七 44	1 281 515 644.43	1 358 892 533.97
财务费用	七 45	841 242 986.61	434 318 006.64
资产减值损失	七 46	-8 353 337.27	74 266 280.05
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	七 47	-3 466 833.57	3 466 833.57
投资收益（损失以“-”号填列）	七 48	3 387 514.80	-1 257 102.12
其中：对联营企业和合营企业的投资收益		-2 612 485.20	-3 321 122.95
汇兑收益（损失以“-”号填列）			

(续)

项 目	附注	本期发生额	上期发生额
三、营业利润 (亏损以“-”号填列):		2 815 012 926.81	4 145 313 564.31
加: 营业外收入	七 49	302 312 759.66	264 990 235.67
其中: 非流动资产处置利得		199 004.38	149 136.43
减: 营业外支出	七 50	162 876 927.56	241 776 446.48
其中: 非流动资产处置损失		160 219 100.15	223 004 485.63
四、利润总额 (亏损总额以“-”号填列):		2 954 448 758.91	4 168 527 353.50
减: 所得税费用	七 51	674 887 970.40	950 980 245.09
五、净利润 (净亏损以“-”号填列):		2 279 560 788.51	3 217 547 108.41
归属于母公司所有者的净利润		1 609 743 609.59	2 419 366 386.55
少数股东损益		669 817 178.92	798 180 721.86
六、其他综合收益的税后净额:	七 37	16 541 396.93	9 723 246.35
归属母公司所有者的其他综合收益的税后净额		16 541 396.93	9 723 246.35
(一) 以后不能重分类进损益的其他综合收益			
1. 重新计量设定受益计划净负债或净资产的变动			
2. 权益法下在被投资单位不能重分类进损益的其他综合收益中享有的份额			
(二) 以后将重分类进损益的其他综合收益		16 541 396.93	9 723 246.35
1. 权益法下在被投资单位以后将重分类进损益的其他综合收益中享有的份额			
2. 可供出售金融资产公允价值变动损益			18 282 846.14
3. 持有至到期投资重分类为可供出售金融资产损益			
4. 现金流量套期损益的有效部分			
5. 外币财务报表折算差额		16 541 396.93	-8 559 599.79
6. 其他			
归属于少数股东的其他综合收益的税后净额			
七、综合收益总额:		2 296 102 185.44	3 227 270 354.76
归属于母公司所有者的综合收益总额		1 626 285 006.52	2 429 089 632.90
归属于少数股东的综合收益总额		669 817 178.92	798 180 721.86
八、每股收益:			
(一) 基本每股收益 (元/股)	十八 2	0.74	1.12
(二) 稀释每股收益 (元/股)			

法定代表人: 丁建生

主管会计工作负责人: 寇光武

会计机构负责人: 王青林

1.5 現金流量表

現金流量表反映上市公司現金變動的原因和構成，幫助我們判斷現金流入和現金流出的連續性和穩定性、現金來源的質量和風險。現金流量表以現金和現金等價物為基礎來編制。現金等價物是指公司持有的期限短、變現能力強，易於轉換為已知金額的現金和價值變動風險很小的投資，比如銀行理財產品、短期國債投資等，因此現金等價物跟現金的本質是一樣的。我們在本書後續內容中，將“現金和現金等價物”簡稱為“現金”，除非特別說明，文中的“現金”指的就是“現金和現金等價物”。

現金流量表劃分為經營活動現金流量、投資活動現金流量和籌資活動現金流量三類，通過這三類活動的現金流入和流出情況，幫助我們瞭解和評價公司獲取現金的能力。

經營活動是指公司投資活動和籌資活動以外的所有交易和事項。各類企業由於行業特點不同，對經營活動的認定存在一定差異。一般工商企業的經營活動主要包括購買商品，接受勞務，銷售商品，提供勞務，支付稅費等；銀行的經營活動主要包括吸收客戶存款，發放貸款等。

投資活動是指公司長期資產的購建活動、企業的併購活動以及現金等價物外的金融資產的投資活動及上述資產的處置活動。長期資產包括固定資產、無形資產、在建工程、研發支出以及其他持有期限在一年以上的資產。

籌資活動是指公司籌集資金及償還資金或給予資金回報的活動，包括股東投資入股，給股東現金分紅，向銀行或其他債權人借入款項，償還債務本金，支付利息等。

表1-3是萬華化學公司2015年年度報告中的合併現金流量表。

表1-3 合併現金流量表

2015年1~12月

单位：元

币种：人民币

项 目	附注	本期发生额	上期发生额
一、经营活动产生的现金流量：			
销售商品、提供劳务收到的现金		25 981 900 736.91	29 780 903 077.53
客户存款和同业存放款项净增加额			
向中央银行借款净增加额			
向其他金融机构拆入资金净增加额			
收到原保险合同保费取得的现金			
收到再保险业务现金净额			

(续)

项 目	附注	本期发生额	上期发生额
保户储金及投资款净增加额			
处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产净增加额			
收取利息、手续费及佣金的现金			
拆入资金净增加额			
回购业务资金净增加额			
收到的税费返还		509 682 844.44	440 976 297.58
收到其他与经营活动有关的现金	七 52 (1)	397 359 391.30	355 847 515.69
经营活动现金流入小计		26 888 942 972.65	30 577 726 890.80
购买商品、接受劳务支付的现金		17 503 058 307.23	22 041 947 070.50
客户贷款及垫款净增加额			
存放中央银行和同业款项净增加额			
支付原保险合同赔付款项的现金			
支付利息、手续费及佣金的现金			
支付保单红利的现金			
支付给职工以及为职工支付的现金		1 278 943 798.37	977 279 891.60
支付的各项税费		1 728 678 452.59	2 083 731 087.79
支付其他与经营活动有关的现金	七 52 (2)	1 775 868 688.54	1 454 253 978.08
经营活动现金流出小计		22 286 549 246.73	26 557 212 027.97
经营活动产生的现金流量净额		4 602 393 725.92	4 020 514 862.83
二、投资活动产生的现金流量：			
收回投资收到的现金			96 833 251.59
取得投资收益收到的现金		6 000 000.00	3 000 000.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额		63 436 020.56	634 270.07
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额			
收到其他与投资活动有关的现金	七 52 (3)	4 879 455.16	
投资活动现金流入小计		74 315 475.72	100 467 521.66
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金		5 160 464 688.77	9 050 286 746.04
投资支付的现金		100 000 000.00	
质押贷款净增加额			
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额			72 979 056.74
支付其他与投资活动有关的现金	七 52 (4)	38 456 870.00	3 032 180.90
投资活动现金流出小计		5 298 921 558.77	9 126 297 983.68
投资活动产生的现金流量净额		-5 224 606 083.05	-9 025 830 462.02

(续)

项 目	附注	本期发生额	上期发生额
三、筹资活动产生的现金流量：			
吸收投资收到的现金		30 375 000.00	189 125 000.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金		30 375 000.00	189 125 000.00
取得借款收到的现金		27 662 825 929.04	19 145 781 118.62
发行债券收到的现金			1 000 000 000.00
收到其他与筹资活动有关的现金			
筹资活动现金流入小计		27 693 200 929.04	20 334 906 118.62
偿还债务支付的现金		24 055 646 968.36	12 439 546 345.82
分配股利、利润或偿付利息支付的现金		1 866 306 502.94	2 851 457 275.65
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润		139 057 500.00	399 210 000.00
支付其他与筹资活动有关的现金	七 52 (5)	14 966 474.95	42 691 270.28
筹资活动现金流出小计		25 936 919 946.25	15 333 694 891.75
筹资活动产生的现金流量净额		1 756 280 982.79	5 001 211 226.87
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响		-66 406 969.33	9 812 096.67
五、现金及现金等价物净增加额：		1 067 661 656.33	5 707 724.35
加：期初现金及现金等价物余额		994 630 106.64	988 922 382.29
六、期末现金及现金等价物余额	七 53 (4)	2 062 291 762.97	994 630 106.64

法定代表人：丁建生 主管会计工作负责人：寇光武 会计机构负责人：王青林

1.6 股東權益變動表

股東權益變動表反映上市公司股東權益變動的原因和構成。為了清楚地表明構成所有者權益的各組成部分當期的增減變動情況，所有者權益變動表應當以矩陣的形式列示。一方面，列示導致所有者權益變動的交易或事項，按所有者權益變動的來源對一定時期的所有者權益變動情況進行全面反映；另一方面，按照所有者權益各組成部分（包括實收資本、資本公積、盈餘公積、未分配利潤和庫存股）及其總額，列示交易或事項對所有者權益的影響。股東權益變動表可以根據資產負債表、利潤表和現金流量表倒推計算得出，因此我們在後續內容中不對股東權益變動表展開分析，而主要分析資產負債表、利潤表和現金流量表。

1.7 報表附註

附註是財務報表不可或缺的組成部分，是對在資產負債表、利潤表、現金流量表和所有者權益變動表等報表中列示項目的文字描述或明細資料，以及對未能在這些報表中列示項目的說明等。

財務報表中的數字是分類與彙總後的結果，是對企業發生的經濟業務的高度簡化和數字濃縮。如果沒有形成這些數字所使用的會計政策、理解這些數字所必需的披露，財務報表就不可能充分發揮效用。因此，附註與資產負債表、利潤表、現金流量表、所有者權益變動表等報表具有同等的重要性，是財務報表的重要組成部分。報表使用者想了解企業的財務狀況、經營成果和現金流量，應當全面閱讀附註。

比如，我們想分析一家公司的固定資產具體構成是否合理，折舊計提是否符合行業慣例，那麼我們就要去查閱附註中的固定資產項目。

再比如，我們想要了解一家公司的債務成本負擔。在報表中，我們只能找到財務費用和應付利息等信息。但是在實務上，會計對利息支出有費用化和資本化兩種處理，導致一些利息支出沒有記入財務費用。僅僅看財務費用有時候就會低估公司的債務成本負擔，所以我們必須查閱附註中的財務費用說明，看看公司的利息支出總額，從而對企業的財務成本負擔做出正確的判斷。

第2章 財報原理及財報質量

本章講解財報數字的來龍去脈，用簡單的例子說明財報原理，為後續的財報分析打下基礎。財報中的會計政策和會計估計會影響財報的質量，六個步驟有助於我們判斷財報質量。防止財報舞弊最簡單的方法是，拉長分析的時間窗口。

2.1 財報數字的來龍去脈

筆者在上課的時候，經常讓學員思考報表上的數字是怎麼來的。多數學員回答是財務部門編制出來的。那麼，財務部門是根據什麼來編制的呢？我們經常說會計是一門通用的商業語言，會計語言描述的是企業的經濟活動，財務部門是根據企業的經濟活動來彙總編制財務報表的。

現代會計採用借貸複式記賬法，每一筆會計分錄都反映了經濟活動的來龍去脈。國務院前總理朱鎔基同志在2001年視察上海國家會計學院的時候，題寫了“不做假賬”四個字。“不做假賬”就是要求會計人員，用會計語言如實描述企業的所有業務活動。如果不做假賬，則企業的貪汙、腐敗就不可能發生。當前，少數企業用“合法”的會計記錄掩蓋了“非法”的業務活動。舉個例子，一個國有企業的總經理經常拿著企業的錢到澳門去賭博，一共輸了3 000萬元，最後被抓起來坐牢。按照“不做假賬”的要求，這些錢在出去的時候怎麼做會計處理？如果按會計準則的規定，借記“其他應收款”，貸記“銀行存款”或者“現金”，那麼分錄摘要裡需如實寫上“暫借王總經理賭資款3 000萬元”。試想，如果會計這樣如實反映，貪汙、腐敗、挪用還會發生嗎？

很多人一看到借貸記賬法就頭暈，其實借貸記賬法中的“借”和“貸”只是一個符號，沒有什麼實質含義。前文有兩個公式：資產=負債+股東權益，利潤=收入-成本費用。利潤歸股東所有，是股東權益的組成部分。我們可以把兩個公式合併為一個：資產=負債+股東權益+收入-成本費用。這個公式是一個恆等式，要永遠保持平衡，右邊表示公司的資金來源，左邊表示公司的資金用途。“借”這個符號表示企業資產和成

本費用的增加、負債和股東權益及收入的減少，“貸”這個符號表示企業資產和成本費用的減少、負債和股東權益及收入的增加。

為了後續分析，我們在這裡簡單模擬一家企業的情況，將有助於大家理解財務報表數字的生成過程。對於有會計學基礎的讀者，這部分內容也可以直接略過。

①2016年1月1日，郭永清教授與4個朋友每人各出資1 000萬元，以銀行存款共5 000萬元成立永清股份有限公司，從事園林器械的生產。上述活動對資產負債表的影響為：借記銀行存款5 000萬元，代表資產中的貨幣資金增加；同時貸記實收資本5 000萬元，代表股東權益增加5 000萬元。對現金流量表的影響為：籌資活動現金流量中吸收股東投資收到的現金5 000萬元。

②2016年2月1日，公司花費2 000萬元買入某工業園區的廠房，其中包括土地使用權800萬元，房屋建築物1 200萬元。上述活動對資產負債表的影響為：借記無形資產（土地使用權）800萬元和固定資產（房屋建築物）1 200萬元，代表資產中的無形資產和固定資產增加；同時貸記銀行存款2 000萬元，代表銀行存款減少2 000萬元。對現金流量表的影響為，投資活動現金流量中購建固定資產、無形資產支付的現金2 000萬元。

③2016年2月10日，公司花費1 000萬元買入生產線。上述活動對資產負債表的影響為：借記固定資產（生產線）1 000萬元，代表固定資產增加；同時貸記銀行存款1 000萬元，代表銀行存款減少1 000萬元。對現金流量表的影響為：投資活動現金流量中購建固定資產、無形資產支付的現金1 000萬元。

④2016年3月1日~12月31日，公司採購原材料1 100萬元。上述活動對資產負債表的影響為：借記存貨（原材料）1 100萬元，代表原材料增加1 100萬元；同時貸記銀行存款1 100萬元，代表銀行存款減少1 100萬元。對現金流量表的影響為：經營活動現金流量中購買商品、接受勞務支付的現金1 100萬元。

⑤2016年3月15日，公司從銀行借款2 000萬元，其中700萬元的期限為1年，1 300萬元的期限為3年。上述活動對資產負債表的影響為：借記銀行存款2 000萬元，代表銀行存款增加2 000萬元；同時貸記短期借款700萬元、長期借款1 300萬元，代表流動負債增加700萬元，非流動負債增加1 300萬元。對現金流量表的影響為：籌資活動現金流量中取得借款收到的現金2 000萬元。

⑥2016年1月1日~12月31日，公司給管理人員發放工資480萬元。上述活動對資產負債表的影響為：貸記銀行存款480萬元，代表銀行存款減少480萬元。對利潤表的影響為：借記管理費用480萬元，代表管理費用增加480萬元。對現金流量表的影響為：經營活動現金流量中支付給職工以及為職工支付的現金480萬元。

⑦2016年3月1日~12月31日，生產過程中領用原材料900萬元，支付生產工人工資900萬元，房屋建築物折舊60萬元，生產線折舊100萬元，土地使用權攤銷40萬元，這些構成了企業生產產品過程中發生的成本。上述過程對資產負債表的影響為：借記生產成本2 000萬元，代表存貨中的在產品增加；貸記存貨（原材料）900萬元、銀行存款900萬元、累計折舊160萬元、累計攤銷40萬元，代表相應的資產減少。對現金流量表的影響為：經營活動現金流量中支付給職工以及為職工支付的現金900萬元。

在上述信息中，我們給出了企業固定資產折舊和無形資產攤銷的金額。固定資產和無形資產的一個主要特徵是，能夠連續在若干個生產週期內發揮作用，其價值則隨著固定資產的磨損和無形資產權利的流逝，逐漸地轉移到所生產的產品中去。這部分轉移到產品中的固定資產和無形資產價值，就是固定資產折舊和無形資產攤銷。也就是說，公司使用固定資產和無形資產生產產品的過程中，固定資產變舊，無形資產權利減少，因此應當把折舊和攤銷記入產品的生產成本。由於固定資產和無形資產的支出金額很大，而且受益期很長，如果將這些支出一次性記入某個會計年度，會導致當年明顯虧損。而實際上當年從該固定資產得到的受益不會這麼多，同時，其他受益年份又沒有體現出應有的支出。這樣在衡量年度經營業績的時候明顯不夠合理，所

以會計上將固定資產和無形資產入賬後，在受益期內計提折舊和攤銷。

⑧2016年12月31日，共生產園林機械9 000臺，並且已經全部完工。上述活動對資產負債表的影響為：借記產成品2 000萬元，代表存貨中的產成品增加2 000萬元；貸記生產成本2 000萬元，代表存貨中的在產品減少2 000萬元。

⑨2016年度，共銷售產品4 500臺，每臺單價4 000元，價款共計1 800萬元，其中1 000萬元在銷售後已經收到銀行存款。同時，需要結轉與4 500臺產品相對應的銷售成本1 000萬元。

我們先來看銷售業務的影響。銷售業務對利潤表的影響為：貸記營業收入1 800萬元，表示收入增加。對資產負債表的影響為：借記銀行存款1 000萬元，代表銀行存款增加；借記應收賬款800萬元，表示應收的債權增加。對現金流量表的影響為：經營活動現金流量中銷售商品提供勞務收到的現金1 000萬元。

在會計上要按照配比原則結轉收入所對應的成本，配比原則是指公司在某個期間內所取得的收入，應與為取得該收入所發生的費用、成本相匹配。2016年度共生產園林機械9 000臺，成本2 000萬元，賣出4 500臺對應的成本為1 000萬元。在銷售結轉成本的時候，對資產負債表和利潤表的影響為：借記營業成本1 000萬元，貸記存貨1 000萬元，表示營業成本增加1 000萬元的同時存貨減少1 000萬元。

接下來，2016年12月31日，我們把上述業務彙總編制資產負債表（見表2-1）、利潤表（見表2-2）和現金流量表（見表2-3）如下，大家可以按照表內的序號對應以加強理解。

表2-1 資產負債表

编制单位：永清股份有限公司

2016年12月31日

单位：万元

项目	金额	项目	金额
资产		负债	
货币资金	① +5 000 ② -2 000 ③ -1 000 ④ -1 100 ⑤ +2 000 ⑥ -480 ⑦ -900 ⑧ +1 000 =2 520	短期借款	⑤ +700
应收账款	⑧ +800	长期借款	⑦ +1 300
存货	④ +1 100 ⑦ -900 (领用原材料) ⑦ +2 000 (在产品) ⑧ +2 000 (在产品完工转入产成品) ⑧ -2 000 (在产品转出到产成品) ⑨ -1 000 (产成品销售) =1 200	股东权益	
固定资产	② +1 200 ③ +1 000 ⑦ -160 =2 040	实收资本	5 000
无形资产	② 800 ⑦ -40 =760	利润	320
资产总计	7 320	负债与股东权益总计	7 320

表2-2 利潤表

编制单位：永清股份有限公司

2016 年度

单位：万元

项目	金额
营业收入	⑨ 1 800
营业成本	⑨ 1 000
管理费用	⑥ 480
利润	320

表2-3 現金流量表

编制单位：永清股份有限公司

2016 年度

单位：万元

项目	金额
经营活动现金流量	
销售商品提供劳务收到的现金	⑨ +1 000
购买商品接受劳务支付的现金	④ -1 100
支付给职工以及为职工支付的现金	⑥ -480 ⑦ -900
经营活动现金流量净额	-1 480
投资活动现金流量	
购建固定资产、无形资产支付的现金	② -2 000 ③ -1 000
投资活动现金流量净额	-3 000
筹资活动现金流量	
吸收股东投资收到的现金	① 5 000
取得借款收到的现金	⑤ 2 000
筹资活动现金流量净额	7 000
现金净变化额	+2 520

從上述報表結果可以看出，永清股份有限公司2016年度的利潤為320萬元，但是經營活動現金流量淨額為-1 480萬元。一是因為價值800萬元

的產品銷售出去以後，還沒有收到現金形成的應收賬款；二是因為還有已支付現金，但是尚未銷售出去的1 000萬元存貨。大家需要注意，企業有利潤並不意味著有相應的現金。產生差異的深層原因在於，資產負債表和利潤表使用的是權責發生制，現金流量表使用的是收付實現制。筆者在此簡單介紹會計核算中的權責發生制和收付實現制。

收付實現制，是指以現金的實際收付為標誌來確定本期收入和支出的會計核算基礎。凡在當期實際收到的現金收入和支出，均應作為當期的收入和支出；凡是不屬於當期的現金收入和支出，均不應作為當期的收入和支出。一句話，收付實現制就是現錢買賣，一手交錢一手交貨。收付實現制以現金為基礎，不涉及跨期確認的問題。公司在編制現金流量表時，不需要做任何會計估計和選擇，就看公司當期發生的真金白銀的現金流。

權責發生制，是指以取得收取款項的權利或支付款項的義務為標誌來確定本期收入和費用的會計核算基礎。凡是當期已經實現的收入和已經發生的或應當負擔的費用，不論款項是否收付，都應作為當期的收入和費用；凡是不屬於當期的收入和費用，即使款項已在當期收付，也不應作為當期的收入和費用。一句話，權責發生制就是信用買賣，可以預付或賒欠。權責發生制以權利和義務為基礎，涉及跨期確認的問題。公司在編制資產負債表和利潤表時，需要判斷收入和費用所歸屬的期間，做出較多的會計政策選擇和會計估計判斷。

2.2 判斷財報質量的六個步驟

如前所述，公司的經濟活動經過會計處理，最後編制出財務報告。因為權責發生制下的資產負債表和利潤表，受到較多人為的會計政策選擇和會計估計判斷的影響，而收付實現制下的現金流量表不受此影響，因此現金流量表的信息要比資產負債表和利潤表的信息更加真實。企業粉飾財務報表往往主要是在會計準則允許的範圍內調節資產負債表和利潤表的數據，而很難調節現金流量表的數據。

在非財務專業人士的觀念裡，會計是非常嚴謹、科學的，報表中的每個數字都精確到小數點後面兩位。其實，資產負債表和利潤表中的數

字都需要會計人員做出估計，比如固定資產折舊的年限和方法、應收賬款壞賬準備計提的方法和比例、存貨跌價準備計提的金額等。正因為需要估計，因此會計是一門藝術，最具藝術性的地方就是會計政策選擇和會計估計判斷。

會計政策選擇和會計估計判斷影響了財務報告信息的質量，需要我們對此進行分析，以提高後續財務指標分析的準確度。財務報告信息質量分析的主要步驟與方法如下。

步驟一：確定關鍵會計政策

企業的行業特點和自身的競爭策略決定了其關鍵的成功因素和主要風險。所以，我們應當確定並評價企業用於測定關鍵因素和風險的會計政策及會計估計。

這就像選美比賽，我們首先要看選手的主要優勢和主要缺點。也許選手在比賽的時候把這個主要缺點稍微做一些修飾，表現出來的效果可能就完全不一樣了。某些公司把主要的會計政策或會計估計略做調整，其財務指標可能就與其實際情況完全不一樣了。因此，很多教材把資產負債表比喻為一張照片。我個人認為它不是一般的照片，而是藝術照。照片和藝術照的差異可大可小，這取決於拍照片的目的。

例如，銀行業成功的關鍵因素之一就是利息和信貸風險的管理，因此商業銀行的一個很重要的會計估計就是貸款損失準備金的計提。就滬深交易所的上市銀行來看，不同銀行間計提的比例是有差異的。銀行板塊的市盈率和市淨率都比較低，我認為與投資者無法清晰判斷銀行貸款的質量有比較大的關係。

又如，在零售業和電腦行業中，庫存管理是成功的關鍵因素；對一些高新技術企業來說，售後產品的缺陷情況是關鍵所在，而相應的會計測定方法是產品保修費和保修準備金；對於石油類和礦藏資源類公司，資源儲量是該類公司的最主要資產，這些資產的會計確認與計量就是關鍵的會計政策；對於鋼鐵等資本密集型公司，則固定資產的折

舊是非常重要的，因此在閱讀寶鋼股份的年度報告時，要特別關注其固定資產折舊。

步驟二：判斷會計處理的靈活性

會計政策的選擇是所有企業都要面對的，如折舊政策（直線法和加速折舊法）、庫存會計政策（先進先出法或平均成本法）、商譽減值和關於職工福利的會計政策等，但並非所有的企業在選擇各自的主要會計政策時都有同等的靈活性。一些企業的會計政策選擇受到會計標準和慣例的嚴格限制。

例如，雖然市場營銷和樹立品牌是消費品生產商成敗的關鍵，但是生產商必須將所有的市場營銷開支計入當期費用。相反，信貸風險管理是銀行成功的關鍵因素之一，銀行管理人員卻可以自由地估計對其貸款的違約行為。如此種種，就造成在瞭解企業的經營情況時，會計數據失去了直接意義（這也造成不同行業的利潤指標缺乏可比性）。所以，關鍵會計政策的靈活性分析對於把握這類企業的真实業績是非常必要的。

會計靈活性還跟行業特徵有關係。例如，對於農業類公司，其生物資產的確認、價值計量是一個非常棘手的問題。當年中國資本市場上“赫赫有名”的藍田股份出事，有人在分析藍田股份的存貨後，開玩笑說：“如果藍田股份的存貨——養在洪湖裡的魚和王八是真的，那藍田股份的養殖池裡就全是魚和王八，一點兒水都沒有了。”註冊會計師去審計的時候，根本無法對藍田股份的存貨進行盤點。還有那個養在海里的鮑魚和扇貝被百年一遇的冷水團凍死的公司，那些存貨沒有一個人真正看到過。錦州港曾經被處罰，因為虛增了三個億的利潤，同時虛增了三個億的固定資產。虛增的固定資產在港口的海水下面，不太容易被證實。

步驟三：評價會計政策和會計估計的合理性

在分析管理人員如何運用會計靈活性時，下面一些問題是必要的。

公司的會計政策與行業標準相比較如果不一樣，是否是因為該企業的競爭策略是獨一無二的？例如，一家企業的研發費用率低於行業的平均水平，卻又總是取得較好的經營業績。一種解釋是企業擁有獨特的技術，但可能高估了該項技術的壁壘，雖然目前競爭處於較有利的地位，但未來的利潤率風險很大。還有一種解釋，即企業有意把有關費用隱瞞（方式另當別論），虛構利潤。

管理部門是否有利用會計隨意性進行收入管理的強烈動機？

企業改變任何一項政策或估計了嗎？理由是什麼？這些變化的影響是什麼？比如，如果保修費下降了，是因為企業進行大量投資以提高產品質量嗎？

公司的政策和估計過去實現過嗎？是否為達到一定的會計目的而進行所需的經營業務結構調整？例如，有些企業的中期報告和年度報告相差萬里，有些企業一到年終就在做變賣資產的遊戲，以“做”到一定的利潤。

步驟四：評價信息披露的詳細程度

會計準則只對財務報告披露的最低限度提出了要求，這就給管理人員提供了很大的選擇餘地。所以披露質量是體現企業會計質量的一個重要方面。下述問題在評價披露質量時是重要的。

公司是否披露了充分的資料，以評估企業的經營策略和經濟效果？

會計報表附註是否足以解釋主要的會計政策和假設以及相關財務數據的變化？

企業是否能充分解釋其當前的經營狀況？如果一段時間的利潤率下降了，那麼是因為價格競爭，還是因為生產成本上升？若銷售和日常管理費用上升，那麼是因為企業正在根據追求差別策略進行投資，還是因為非生產性間接費用攀升？

如果會計準則制約著企業適當地測定其成功的關鍵因素，那麼企業是否能夠透露額外的信息，幫助外部人士瞭解企業是如何管理這些因素的？例如，如果企業在產品質量和顧客服務方面進行投資，會計準則不允許將這些開銷資本化，即使在未來明顯能產生收益的情況下也不行。在這樣的情況下，報告是否會說明這些開銷是如何管理的？其經營結果如何？

報告透露壞消息的及時性如何？處理方法如何？管理人員處理壞消息的方法可以清楚地反映披露的質量。例如，是否可以充分地解釋經營狀況不佳的原因？公司是否可以使其策略清晰明瞭，以解決公司的經營問題？

步驟五：確定潛在的危險信號

通過上述分析，分析人員應當對有關的嚴重影響會計質量的特定事項做出標記——危險信號，常見的危險信號有以下幾項。

未加解釋的會計政策或會計估計的變化。尤其是經營很糟糕的時候，這表明管理人員可能正在利用會計隨意性“打扮”其財務報表。

引起銷售增長的應收賬款及庫存非正常增長。一般情況下，應收賬款的非正常增長意味著公司可能過度放鬆其信用政策。這使企業在隨後的時間裡，將面臨由於顧客違約而註銷應收賬款的可能性。如果加速向銷售渠道發貨，那麼企業可能在隨後的時間裡面臨退貨或發貨量下降的局面。就庫存增加而言，若庫存增加是由於產成品存貨增加，那麼這可能是企業產品需求下降的信號，表明企業可能被迫削價或計提存貨跌價準備。半成品存貨的增加需要結合公司生產能力的變化分析，以判斷其合理性。如果公司生產能力沒有擴張，則半成品存貨的增加意味著公司生產效率降低，或者有可能是本期低轉銷售成本以提高利潤。如果原料增加，那麼表明有可能是生產和採購的效率低下，將導致銷售貨物的成本增加。

企業銷售收入與營業現金流量及稅務收支之間的差距擴大。應該說，權責發生制下會計數據與現金流量和稅務收支不一致是正常的。不

過，若公司會計政策保持不變，它們之間的關係通常是穩定的。如果它們的關係發生變化，則可能表明企業會計核算中的變化。舉一例子，一家建設商在通常情況下使用一種完工百分比方法記錄收入，若這家企業採用一種激進的完工百分比方法，就會使一個階段的收入增長。雖然利潤上升了，但現金流量卻不受影響。企業會計核算的這個變化就會通過企業收入和現金流量的關係明顯表現出來。如果企業的現金淨流量長期低於淨利潤，意味著與已經確認的利潤相對應的資產可能屬於不能轉化為現金流量的虛擬資產；若反差極為強烈或反差持續時間過長，必然說明有關利潤項目可能存在掛賬利潤或虛擬利潤問題。

未預計到的大量資產註銷。這表明管理部門對經營環境的變化未能及時併入企業會計核算過程中。

年度報告相對於中期報告的大量調整。企業年度報告由審計人員進行審計，但中期報告通常僅是複核一下而已。如果企業的管理人員不願意在中期報告中做出恰當的會計估算，那麼必須在年終做出調整。這種調整往往表明企業中期報告的會計傾向。

缺少市場客觀判斷的關聯交易。通俗地說，就是為了一定的會計目的而在集團內的公司間“調賬”。在這種情況下，隨意性和主觀性很大。這類公司股票的市盈率通常比同一板塊的股票低，這是市場的正確定位，而絕不是低估了它們。投資者對這些價位“明顯偏低”的股票（也往往被有些人稱為“最有投資價值”）應格外注意。

高管人員的頻繁更換。尤其是關鍵崗位高管人員的頻繁更換，比如財務總監、獨立董事、監事人員頻繁更換，會計師事務所頻繁更換等，都是非常危險的信號。

大股東或者高管人員不斷減持公司的股票。因為大股東和高管人員往往具有內部信息優勢，不斷減持公司股票意味著他們不看好公司的前景。

頻繁的資產重組和剝離、股權轉讓。除非是投資公司，實業類公司如果頻繁地進行上述運作，往往也是危險的信號。

步驟六：消除會計扭曲

由於報告數據存在誤導，我們需要重新列示報告數據以減少扭曲程度。綜合現金流量表和財務報表附註可以幫助分析人員鑑別報告中數據的誤導性。例如，現金流量表提供了關於利潤表中單個支出項目如何同基本現金流量區分的資料。如果我們擔心企業將本應記為費用的成本資本化了，那麼現金流量表中的信息提供了進行必要調整的依據。又如，當企業改變會計政策時，如果變化是實質性的，那麼企業提供的附註可以說明變化產生的影響。

上述危險信號是進一步分析的起點而不是終點，在得出結論前應進行深入分析。因為這些問題可能有多種解釋，一些解釋確實是基於經營原因，而另一些則可能是會計質量問題。應注意的幾個問題是：第一，保守會計和“激進”會計一樣不是好會計。保守會計經常為管理人員提供“平滑收益”的機會，而平滑收益可能阻礙分析人員識別較差的經營狀況。第二，不能將非正常會計與有問題的會計相混淆。採取非正常會計選擇的企業經營與其他企業經營是不可比的。但是，若企業的經營本身有特殊性，則這種會計選擇也是合理的。奉行某種追求差異策略的企業，可能採取非正常的會計決策，以恰當地反映經營情況。所以，應根據經營策略評價公司的會計選擇，不能一概而論。第三，不能把會計政策和應計項目的所有變化都歸因於追求收益這個動機。也許，會計變化可能僅僅反映出經營環境的變動。例如，庫存異常增加可能表明企業正準備引進新產品，同樣應收賬款的異常增長可能是企業銷售政策變化的結果，壞賬準備的異常減少可能反映出企業改變了顧客重點。綜上所述，對分析人員來說，重要的是考慮產生會計變化的所有可能理由，利用財務報表中的其他信息來調查這些變化。

如果遇到上述危險信號而沒有合理的解釋，我們需要做更多的分析以判斷財務報告的真實性，如做同行業競爭對手比較分析、稅務數據分析、工商部門的數據比對、行業協會統計數據比較、貨運部門及海關的數據核對、水錶電錶煤氣表等生產數據驗證等。

我個人在投資實踐中遇到有危險信號的公司，會主動採取迴避措施。市場上有好公司，何必浪費自己的時間在一棵樹上吊死。

2.3 防範財務報告舞弊最簡單的方法

我在上課時經常會有學生問：財務報告本身就是假的話，你分析財務報告有什麼意義？我的回答是：一是多數上市公司的財務報告並沒有像有些人認為的那樣質量很差，真實的財務報告還是佔大多數。如果你認為財務報告都是假的，那是負面的財經新聞報道看多了，就像你一天到晚看食品安全的負面報道後懷疑所有食品都有安全隱患，但是多數食品還是安全的。你不能因為食品安全的負面新聞而不吃東西，同樣，你也不能因為財務報告的負面新聞而不投資。你要做的是，學會識別財務報告陷阱。二是防範財務報告陷阱其實很簡單，那就是拉長你分析的時間窗口。財務報告分析不是就看一兩年的數據，而是要看5年、10年甚至更多的數據。在一個很長的時間窗口內，公司財務報告是否異常，一眼就能看出來，並且很少有公司能持續造假5年、10年的。因此，我們用這簡單的一招，就可以規避很多財務報告陷阱的風險。

比如，中銀絨業公司在2014年之前最嚴重的問題是多年的利潤和現金流長期背離，具體數據如表2-4所示。在一般情況下，公司的經營活動現金流量淨額應該大於淨利潤（按經營活動現金流量編制的間接法，以淨利潤為起點加折舊攤銷等進行調整計算出經營活動現金流量淨額），如果不符合上述情況，則謂之背離。少數幾個年份的背離如果有合理的理由，是可以接受的，但是長期背離表明財務報表舞弊的可能性很大。

從表2-4可以看出，公司從2008年開始除2014年和2015年外，其他5個年份都是背離的。淨利潤很多，告訴我們公司賺了很多錢，但是公司經營活動現金流量淨額都是負數。錢沒有收到，那麼錢到哪裡去了呢？錢都到公司的存貨和應收賬款、預付款項上了，存貨和應收賬款像滾雪球一樣越滾越大，具體數據見表2-5。

表2-4 淨利潤與經營活動現金流量淨額的背離

单位：万元

项目	2015- 12-31	2014- 12-31	2013- 12-31	2012- 12-31	2011- 12-31	2010- 12-31	2009- 12-31	2008- 12-31
经营活动产生的现金流量净额	-19 619.95	49 021.90	-53 441.07	-40 368.75	-61 390.80	1 543.44	-12 477.91	-17 292.08
净利润	-84 222.12	7 370.68	28 118.26	27 936.47	16 632.58	7 454.23	3 905.51	3 213.75

表2-5 存貨、應收賬款和預付款項的情況

单位：万元

项目	2015- 12-31	2014- 12-31	2013- 12-31	2012- 12-31	2011- 12-31	2010- 12-31	2009- 12-31	2008- 12-31
应收账款	119 638.27	80 549.04	81 344.32	86 042.68	44 736.28	33 059.63	23 578.21	21 372.12
预付款项	78 740.86	116 959.22	48 758.93	27 080.64	16 889.75	5 893.88	9 029.22	12 564.41
存货	269 899.11	361 866.69	330 196.69	232 105.81	205 367.08	118 083.90	94 547.95	68 819.67

很有意思的是，從表2-6可以看出公司的固定資產從2008年的1.3億元，到2015年12月31日的40.66億元，擴大了30倍多。如果加上在建工程的17.41億元，到時候固定資產將高達58億元。我是真外行，搞不清楚紡織業居然需要這麼多固定資產投資。這到底是建鋼鐵廠還是紡織廠啊？如果說存貨盤點還是體力活的話，那麼固定資產和在建工程的審計則需要點兒智力。知道當年鐵道部的案子怎麼查的嗎？跑到工程承包單位查所有的合同、現場施工記錄，一查就準。知道當年怎麼查長江防堤豆腐渣工程的案例嗎？跑到採石場看採石場一天的採石

量。每天投入防堤隱蔽工程的石頭還能超過採石場的採石量？多出的石頭是天上飛來的不成！退一萬步講，即使固定資產是真實的，這些資產在未來能變成現金收回來嗎？投資回收期是多少年？投資收益率是多少？董事會是怎麼做出這些投資決策的？

表2-6 中銀絨業的固定資產和在建工程

單位：萬元

項目	2015- 12-31	2014- 12-31	2013- 12-31	2012- 12-31	2011- 12-31	2010- 12-31	2009- 12-31	2008- 12-31
固定資產	406 586.43	146 032.32	119 983.26	77 460.73	47 538.67	42 540.07	24 594.15	13 801.86
固定資產周轉率	0.78	2.13	2.59	3.13	3.81	2.77	3.11	5.40
在建工程	174 149.23	345 218.63	172 783.73	29 050.84	8 814.16	4 311.70	172.80	5 880.00

第3章 公司財報分析的框架

本章介紹公司財報分析的基本框架。公司的目標在於創造價值。公司價值是未來現金流按照一定貼現率貼現後的現值。財報分析圍繞價值展開。財務報表生成過程是一個從商業環境、公司戰略到經濟活動，再到數字結果的順向過程，而財務報表分析過程是一個從數字結果反過來看會計處理質量、經濟活動情況、公司戰略和商業環境的逆向過程。

3.1 公司的目標：為價值而生

創造價值的公司才能長期生存，損害價值的公司早晚會被毀滅，因此公司的目標就是為價值而生。

公司應當持續創造價值。那麼，什麼是“價值”就成了財報分析的一個基本問題。關於價值，不同的著作當中有諸多不同的論述，馬克思的

《資本論》中關於商品價值和勞動價值的論述堪稱經典。但是，財報分析中的價值到底指的是什麼，又應當如何進行衡量？只有解決這些問題，財報分析才能實現從理論到實踐的落地，才能發揮好指導實際工作的作用。

在很多財務與會計的學術論文、教材著作以及其他各種場合中，我們都自然而然地運用“價值”這個概念，天然地認為這是一個非常明確的概念。例如，2014年10月美國註冊會計師協會（AICPA）和英國皇家特許會計師協會（CIMA）發佈的《全球管理會計原則》提出了“價值量”原則：“分析對價值的影響。管理會計將組織戰略與其商業模式聯結起來，該原則有助於組織模擬各類不同場景，藉以瞭解它們對價值的創造與價值的保值的影響。”但是通觀全文，沒有對價值進行任何的詳細界定和論述。

其實細細思考，在財報分析中，我們很少對“價值”進行定義、界定和明確。我們在很多場合泛泛地運用“價值”“價值量”等概念。但是在實際工作中，這些概念過於寬泛、無法界定又很難用技術工具衡量，因此這些概念在財報分析工作中顯然無法使用。我們認為，財報分析中的所謂“價值”至少具備以下幾個基本特徵：①可以明確界定，有比較確切的內涵和範圍。②具有很強的包容性，能夠通用於公司管理的各個領域，指導公司的管理活動。③可以計量。④可以標準化，也就是說，在不同的發展階段、不同的公司指的是同一個概念和內容。

最常見的與財務管理的“價值”相關的概念就是利潤和現值。我們認為，以現金流和自由現金流的現值作為“價值”的核心，可以滿足上述特徵：①現金流和自由現金流可以明確界定。自由現金流即公司在維持原有營業規模的基礎上，通過經營活動所取得的現金淨流量。②現金流和自由現金流可以具有很好的包容性，適用於公司的戰略規劃、投資決策、籌資決策、營運決策等各個領域。③可以計量。④可以標準化。不同企業、不同時點的現金流都可以統一到同一個標準。利潤的缺陷如下：①沒有考慮貨幣的時間價值。②不同的會計政策選擇和會計估計會導致不同的利潤口徑。③利潤在權責發生制下存在著會計調整的可能性。

綜上所述，公司的終極目標——提升公司價值，也就是提升一個公司“風險和報酬平衡下的公司自由現金流現值”。一個公司的所有業務都應該圍繞著這一價值目標來開展。

例如，公司在進行戰略規劃時，其他業務部門考慮國家宏觀經濟、自身競爭優勢等因素，而財務部門在戰略規劃中發揮作用時，則需要考慮已有的類似項目的淨現值多少、風險大小等問題，而不是泛泛而談規劃的好壞。這是需要可計量的數據來支撐我們的價值判斷的。

再例如，在進行管理決策如投資決策時，公司必須進行類似項目的淨現值、內含報酬率、風險敏感性等分析對項目的價值進行確認、計量和報告，否則就成了空談。而這些分析，都是以現金流及淨現值為基礎的。

還例如，假設日常運營中公司把一批價值800萬元的商品，在2016年1月8日以1 000萬元的價格出售。一般人很容易得出我們賺了200萬元，但是這從價值管理的角度來說是錯誤的——什麼時候收回？以什麼方式收回？如果不明確上述問題，我們就無法得出正確的判斷。如果這1 000萬元我們按5年分期收款，每年年末收取200萬元，假設公司的資金成本為5%，則第一年公司將增加40萬元的資金成本。第二年增加30萬元的資金成本，第三年增加20萬元，第四年增加10萬元，這筆業務根本就沒有賺到200萬元。我們以現金流及淨現值為基礎進行考慮，就很容易得出正確的判斷。

公司創造價值的概括性描述就是：投入現金，收回更多的現金！公司價值的定義就是：該公司在其餘下的壽命期內可以產生的現金的折現值。記住：世界再大，價值只有上面這一個標準，其他都是偽標準！

3.2 以價值為核心的財報分析

財務報告分析的主體包括股東、債權人（金融機構、企業單位）、公司高管、政府經濟管理部門、公司工會組織、註冊會計師等，其中最重要的主體是股東、債權人和公司高管。

很多教材認為，不同的分析主體分析的目的不同，所分析的內容與重點也有差異。不同於一般的觀點，我們認為，所有分析主體的核心都是相同的——那就是以“價值”為核心。

股東分析的目的是，判斷價值並做出投資決策。股東在進行投資決策時會思考：我的交易價格合理嗎？這些股票的內在價值（實際價值）是多少？股東試圖找到問題的答案，但答案的來源卻五花八門：有些股東根據價格均線、MACD等指標來尋找答案；有些股東相信新聞媒體和股評家；有些股東則根據自己的情緒和感覺；更有機構投資者信奉有效市場理論，認為市場價格是包含風險的合理價格，市場力量已經把股票價格確定在一個合理的實際價值上。上述方法比較簡單，但都會承受很高的風險。買入價格太高或出售價格太低會減少投資回報，甚至會遭受損失。尤其是虔誠地相信市場有效的股東，更會面臨巨大的風險，因為歷史表明，市場在短期內往往是無效的。以最近的中國股市為例，是2015年綜合指數5 000多點的市場有效，還是2016年綜合指數不到3 000點的市場有效？股東合理的投資策略是，在股票市場價格低於內在價值時買入，高於內在價值時賣出。如巴菲特所言，價格是投資者所付出的，而價值是投資者所得到的。內在價值的判斷有賴於公司的財報，股東分析的目的就在於判斷價值並做出投資決策。

債權人分析的目的在於判斷價值，以保證債權的安全。債權人分析的目的在於保證債權的安全，以及時收回本金和利息。債權的安全取決於公司是否能夠創造出足夠的價值。大家也許會說：只要給債權提供足夠的資產抵押，就可以保證債權的安全。短期內的確如此，但是如果一家公司在未來不能創造出足夠的價值，債權到期時債權人拿大把大把的抵債資產在手裡，成為抵債資產處置公司，這應該不是債權人所期望的——抵債資產的處置成本是非常高的。公司清算將對債權人和股東造成極大的損害，清算資產的價格會顯著低於公允價值。尤其是對於債權人，按照清算程序，也許要在5年甚至更久以後才能收回部分金額。因此，要保證債權的安全，債權人就必須對公司未來的價值創造能力做出分析。當前，類似於銀行這樣的債權人財報分析的侷限性在於，過多注重歷史，而沒有足夠重視公司的內在價值。

公司高管分析的目的是創造價值，以滿足投資者的預期回報。公司在資本市場上募集資金後，公司高管制定戰略並通過投資活動和經營活動來創造價值。財報分析有助於對是否進行投資做出決策，而且有助於投資計劃的制訂和投資活動的實施。公司高管的基本任務之一就是，運用財報分析改進管理來創造價值。公司高管對價值的看法與股東和債權人是相同的，因此必須像股東和債權人一樣思考：公司的戰略、投資活動和經營活動可以增加價值嗎？創造的價值是否能超過股東和債權人的資本成本？

3.3 公司創造價值的過程就是公司財報的生成過程

在基礎篇我們已經闡述並演示了，會計如何依據一個公司的經濟活動進行會計處理並編制財務報告。公司經濟活動的過程就是公司創造價值的過程，也就是公司財報的生成過程。

一家公司創造價值的過程，是該公司根據所處的商業環境制定公司戰略規劃並付諸實施，最終形成財報結果的過程。簡言之，公司戰略+戰略執行=財報結果。

商業環境是不以某一個公司的主觀意志為轉移的，包括公司所處行業的成長趨勢、商品或服務市場的競爭情況、上游供應商和下游客戶情況、資本市場、人力資源市場、政府行業管制、宏觀經濟週期等諸多因素。公司所處的商業環境會決定一個公司的很多財務數據。比如，資本市場中銀行利率的高低會影響利息費用的多少；隨著人力資源市場中各省市最低工資的普遍提高，公司在員工規模不變的情況下，人工成本費用越來越高；如果一個公司所處的行業產能過剩、商品價格下降，那麼公司的毛利率就會下降，甚至出現虧損，像2012年、2013年的煤炭採掘行業、2011年的太陽能光伏行業，等等。

商業環境會影響甚至決定一個公司的戰略選擇。在相同的外部商業環境下，公司可以採取不同的應對之道，即公司戰略。例如，在單位人工成本上升的趨勢下，在產量和業務規模不變甚至擴大的情況下，為了控制好人工成本，公司可以採取提高自動化、機械化的策略。現在

很多銀行裁掉櫃員同時使用更多的自助服務機即是現實的例子。很多戰略管理的著作將公司戰略寫得非常複雜，顯得高深莫測。但是在實踐中，戰略應該非常直截了當：選準努力的大方向，集中公司全部資源實現它。戰略就是根據外部的商業環境，制定基本的規劃，確立大致的方向，經營範圍是多元化還是專業化，競爭策略是低成本還是差異化，如何戰勝競爭對手並建立壁壘保持長期的競爭優勢。看一個公司的好壞，尤其是看一個公司未來的好壞，最重要的是公司戰略。做公司最重要的兩件事，一是做正確的事，二是正確地做事。做正確的事，講的就是公司戰略。試想，如果在液晶電視發展已經趨勢明顯的情況下，一個公司去發展彩色顯像管，不管你做得多好，只能是死路一條了；如果在汽車產業已經得到發展的情況下，一個公司上馬新的馬車生產線，只能是被淘汰的命運。

公司戰略需要通過公司的經濟活動來貫徹執行。公司的經濟活動包括投資活動、籌資活動和經營活動。在執行戰略的過程中，公司的經濟活動是從哪一部分開始的呢？我在上課的時候問學員，如果集團公司今天任命你為總經理去創辦一個新的公司，你想到的第一個問題是什麼？大多數人都回答：集團公司給我多少錢？由此可見，大多數人認為公司戰略執行的經濟活動從籌資活動開始。其實不然，古語云“運籌帷幄之中，決勝千里之外”，重要的是我們要先做好投資活動決策，想清楚投什麼項目，怎麼投，投了以後大概會有什麼結果，是自己購建資產還是通過兼併收購。有了錢卻沒有好的投資項目的話，寧可什麼都不做，也不要亂做一氣。很多公司不是因為沒有錢死掉的，而是因為手裡的錢多了亂投項目死掉的，這樣的例子實在不勝枚舉。因此如果今天我們投資5億元去開個水泥行業或者玻璃行業的公司，最好就不要去了，結局基本上不會太好。公司的經濟活動從投資活動決策開始，在投資活動確定後再考慮怎麼解決資金問題——募集股東資金還是銀行借貸。籌資活動是為了滿足投資活動的需求。在投資形成資產以後，就是日常的經營活動了，包括研發、採購、生產、銷售、售後服務以及人事管理等輔助活動。

公司的經濟活動經過財務會計處理形成財務數字結果。會計信息系統根據國家規定的企業會計準則，對經濟活動進行確認、計量、記錄和報告。不過，會計處理具有一定的靈活性，其處理質量會受到公司治

理、外部監管、審計質量等會計環境的影響，以及公司會計政策選擇和會計估計判斷的影響。比如，一般而言，上市公司的治理結構以及外部監管相對非上市公司要完善和嚴格一些，因此上市公司的財務報告信息質量整體就會比非上市公司好一些。財務結果應當按照規定的格式進行對外信息披露，就是上市公司財務報告，包括審計報告、財務報表和報表附註。

簡而言之，我們可以把上述內容概括為“起於戰略，重在執行，止於財報”，即公司戰略+執行過程=財報結果。

按照“公司戰略+執行過程=財報結果”來分析，一個公司財報結果的可能情形如圖3-1所示。

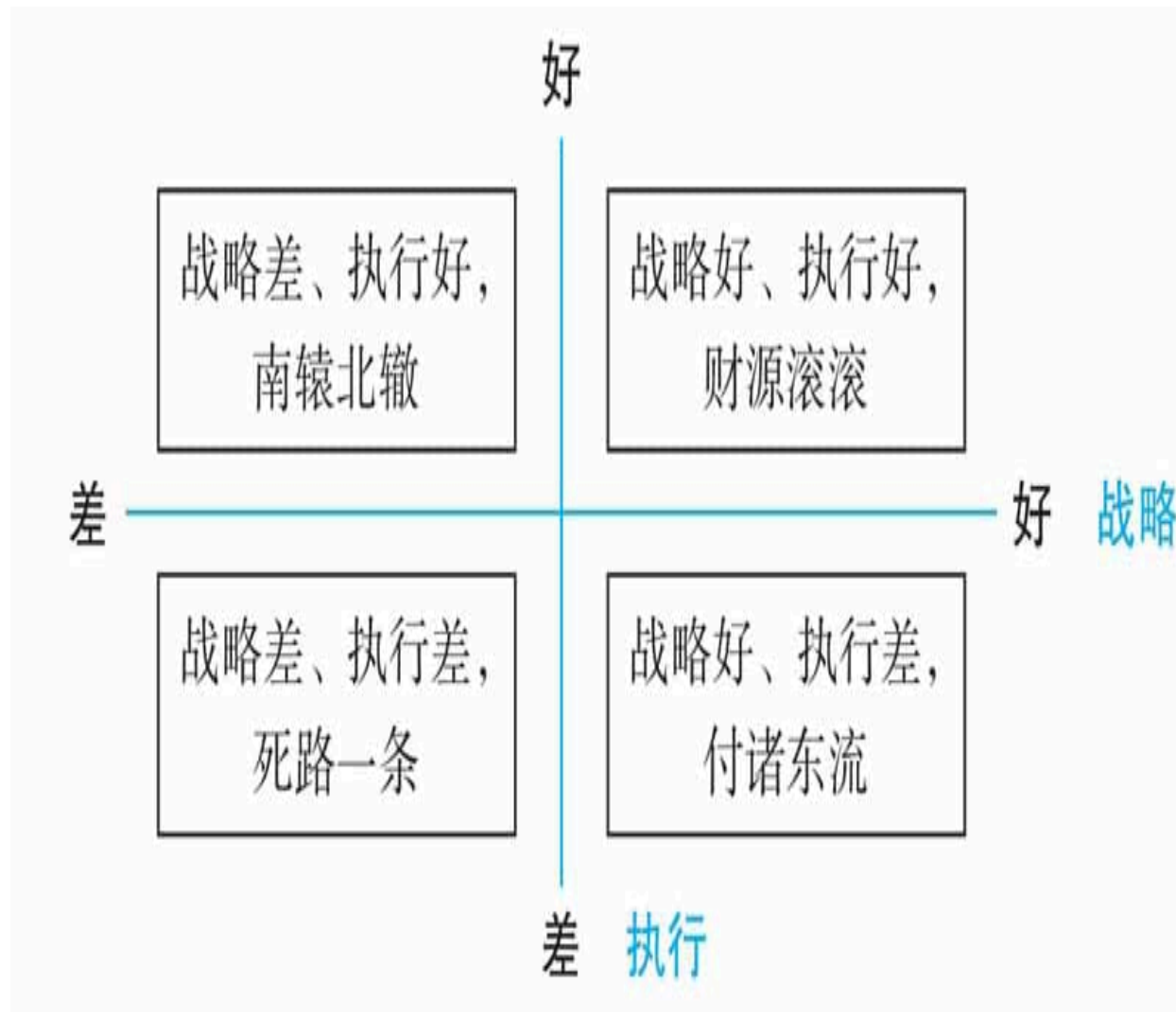


圖3-1 財報結果的四種情形

可以說，戰略決定一個公司的命，而執行決定一個公司的運。公司戰略好、執行好，財源滾滾；公司戰略差、執行差，死路一條；戰略差、執行好或者戰略好、執行差，則財報微利或者微虧而差強人意。很多人可能會說，命運這個說法有點宿命論的迷信色彩。實際上命運並非完全是迷信，有關紫微斗數、四柱八字等的中國古代書籍按照現在的理論，其實是原始的大數據分析。算命先生“測試”了很多人的命運，並且不同算命先生之間互相交流經驗，經過歷代傳承，就對無數人的命運進行了分析，從而得出結論，這就是我們現在所說的大數據分析。只不過現在用計算機來計算分析，以前是人工計算分析而已。

3.4 公司財報的分析過程

財務報表分析，就是要從財務數字看一個公司方方面面的情況。毫不誇張地說，財務報表是一個公司最綜合的數字結果，可以反映公司所處的商業環境、行業格局及競爭、公司治理及戰略、公司經濟活動的效率以及財務會計處理的質量。這就像一個人的體檢報告，綜合反映了一個人的生活環境，甚至是呼吸的空氣、日常作息及飲食等生活習慣方方面面的情況。概言之，“財務報表反映公司的一切”，“財務報表是世界上最美、最簡練的商業語言”。

財務報表的生成過程是一個從商業環境、公司戰略到經濟活動，再到數字結果的順向過程，而財務報表的分析過程是一個從數字結果反過來看會計處理質量、經濟活動情況、公司戰略和商業環境的逆向過程。這有點兒類似於福爾摩斯探案，案件是順時發生，而探案則是逆時還原。

從財報數字中，我們来分析公司的會計政策選擇、會計估計判斷是否合理。比如，合併範圍是否符合準則的規定？固定資產的折舊年限是否符合行業慣例？各類資產減值準備的計提是否符合企業經營的實際情況？收入的確認是否符合準則規定的條件以及成本的結轉是否遵循匹配原則？是否有新業務需要公司制定新的會計政策和會計估計？會計政策和會計估計是否過於激進？如果會計政策選擇和會計估計判斷

不合理，就要考慮如何進行調整，以更好地反映公司真實的經濟活動情況。

從財報數字中，我們要分析：此前做出的投資決策，是否符合公司戰略的要求；已完成的投資項目，是否達到了決策時對投資項目的淨現值、投資收益率和投資回收期等方面的預期；是否對投資活動的過程實施了有效的管控；購建固定資產、無形資產等長期資產的成本是否合理；併購子公司或者對外投資的價格是否合理。籌資活動中是否做到了股權和債務資本結構最優化，綜合資金成本最低，融資時機最佳，內源性融資、債務融資和股權融資等融資順序最合理；與投資資金需求是否匹配，等等。經營活動中研發、採購、生產、銷售、售後服務，是否做到了從顧客角度消除了一切浪費；是否運用價值鏈管理，砍掉了一切非增值、非必要的環節和作業；是否運用價值工程、標準成本、目標成本等方法將成本降到了極致；最終是否為客戶提供了令人滿意的產品和服務，從而賺取了利潤和現金。如果分析中發現問題，我們要考慮如何改進公司的投資活動、籌資活動以及經營活動等各類經濟活動，以保證公司戰略的貫徹和實現。

從財報數字中，我們從財務結果的角度分析和驗證前期公司戰略是否正確，是否很好地應對了外部商業環境、行業競爭和麵臨的挑戰。如果前期公司戰略存在問題，應該考慮如何修正和調整，甚至考慮是否需要改變先前的戰略進行公司戰略轉型。

我們把上述財報的生成和分析過程用圖3-2來表示。

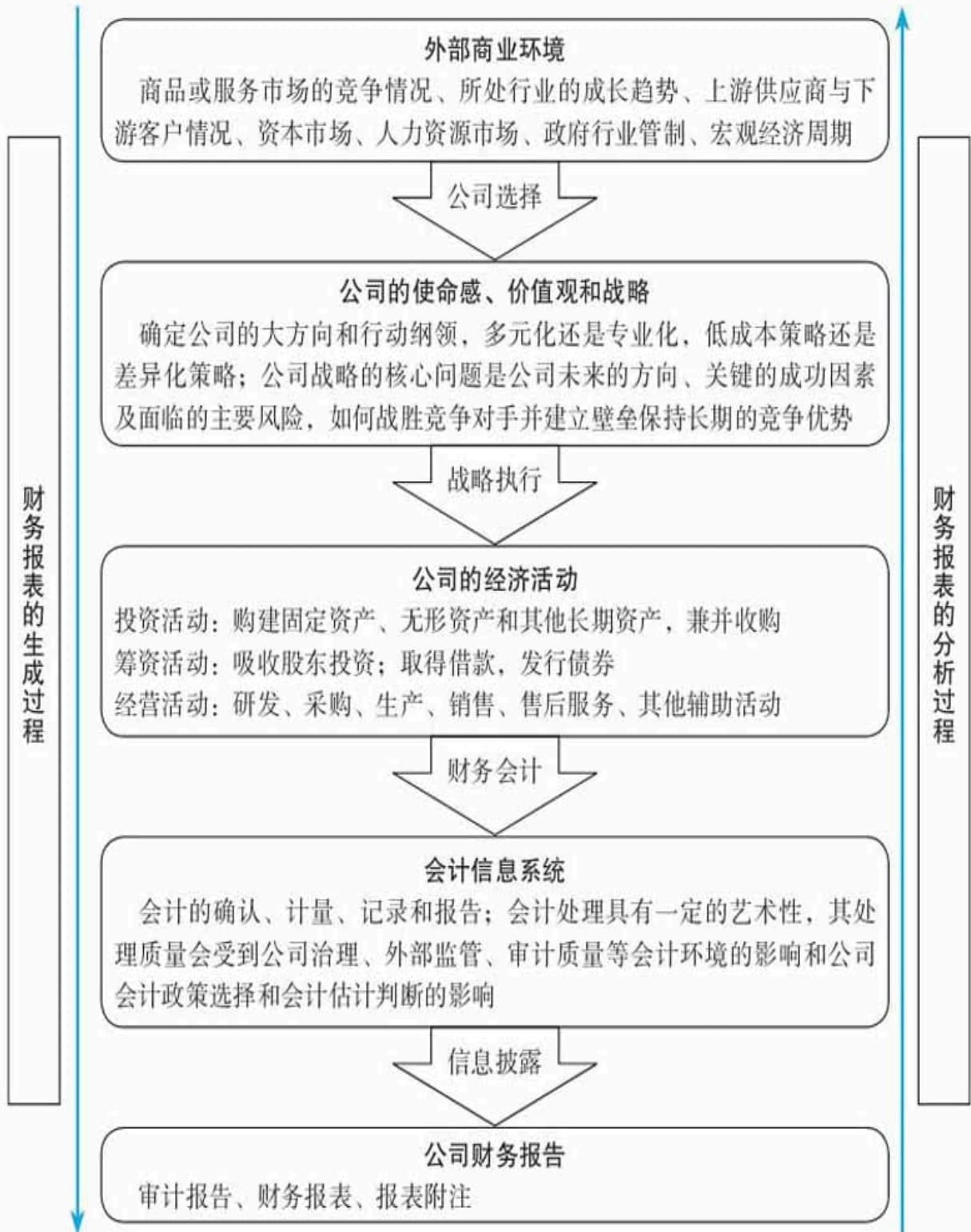


圖3-2 財報的生成和分析過程

第4章 公司戰略與財務報告之間的關係

公司創造價值的過程起源於公司戰略。公司戰略的兩個關鍵問題是行業選擇和競爭策略決策。不同的行業和競爭策略會導致不同的財報特徵。公司戰略對公司財報數字具有決定性的作用，甚至可以說決定了一個公司的命運。本章分析不同行業的財報特徵和不同競爭策略下的財報特徵。

4.1 公司戰略：行業選擇和競爭策略決策

戰略決定一個公司的命，因此再怎麼強調都不過分。一個公司的利潤水平不僅受所處行業的影響，而且受公司在行業中的競爭策略的影響。在公司經營的現實中，公司行業和公司競爭策略存在著四種可能的情形，如圖4-1所示。

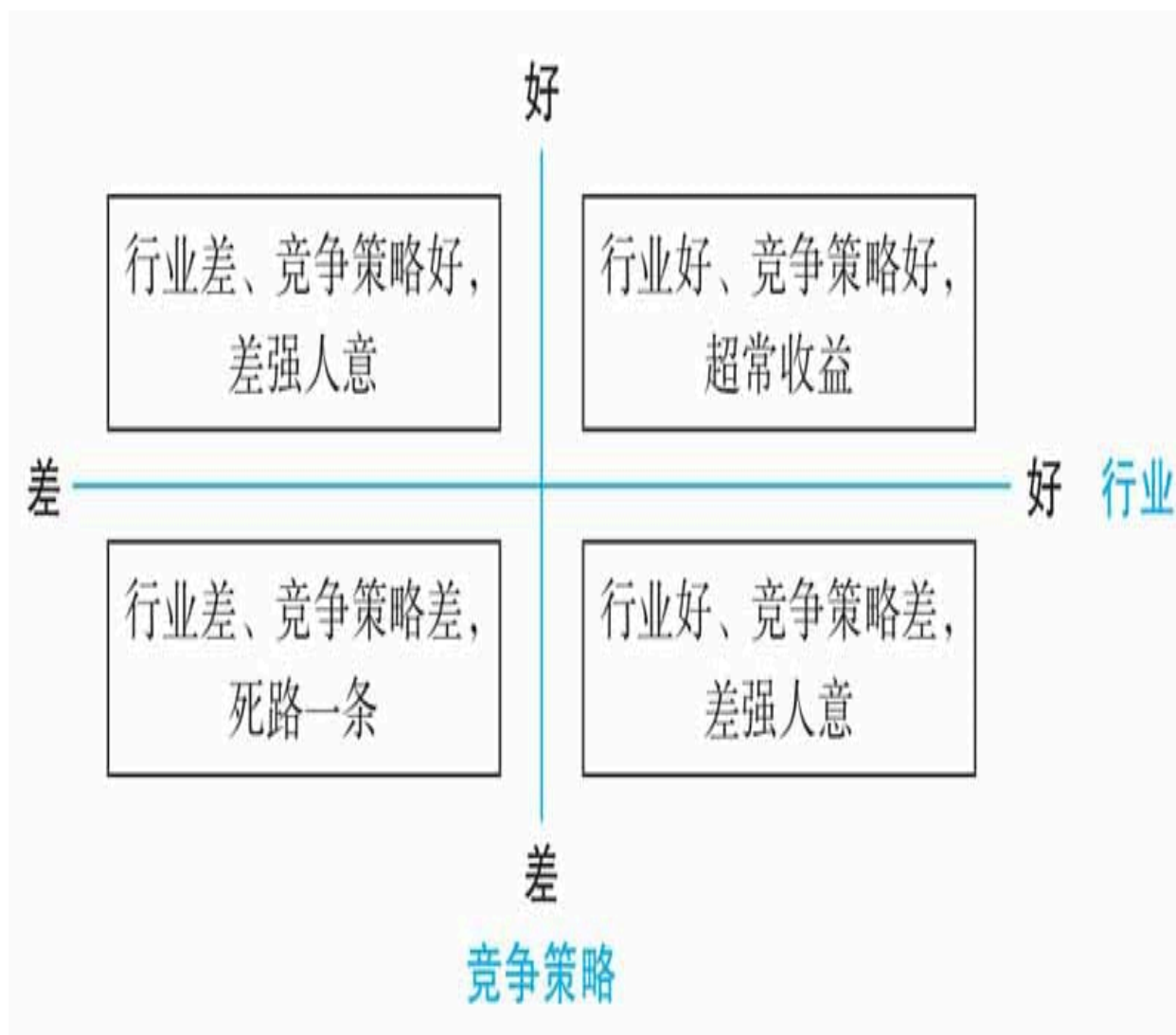


圖4-1 行業和競爭策略的四種情形

從圖4-1可以看出，一個公司的最佳位置當然是行業好、競爭策略好，從而獲得超常收益。比如，從2000年開始到2016年為止的萬科、格力電器等上市公司，趕上了所處行業的高速增長期，同時又採取了有效的競爭策略，公司得到了迅速增長。

但很多公司會碰到困境。

一是在一個非常具有吸引力的行業裡，公司如果選擇了不利的競爭策略，依然得不到令人滿意的利潤。比如，中華企業是上海解放後第一家專業從事房地產開發經營的企業，主要從事房地產經營和開發，但

是在競爭策略中貿然進軍三、四線城市，導致在行業高度繁榮的2014年和2015年居然出現了鉅虧。

二是一個具有競爭策略優勢的公司，由於棲身前景黯淡的行業而獲利甚微，即便努力改善其地位也無濟於事。比如，彩虹股份是一家顯示器件行業的公司，致力於顯示器件的生產、銷售與研發，2012年之前主營業務為彩色顯像管的生產、銷售。即使公司在彩色顯像管的技術、生產成本方面都具有很強的優勢，但是由於彩色顯像管被液晶顯示所替代，公司多次出現鉅虧，最後只能轉變主營業務為基板玻璃、OLED顯示等的生產和銷售。

三是在低迷的行業沒有任何競爭策略優勢的公司，基本上只能以退出市場作為最後的結局。比如，中國長江航運集團南京油運股份有限公司主要從事原油運輸、成品油運輸和特種品運輸業務（包括化學品運輸、液化氣運輸和瀝青運輸）。在行業運力明顯過剩和全球石油需求增長放緩的形勢下，原油運輸市場的表現乏善可陳，成品油運輸市場各航線的運價普遍下滑，加上乏善可陳的競爭策略，公司在2014年只能以退市告終。

由此，對企業的經營者提出了兩個非常嚴峻的問題，即如何選擇公司經營的行業，和如何選擇公司在一個行業中的競爭策略。這也正是公司戰略要解決的問題。

4.2 公司行業與公司財務報表之間的關係

俗話說，男怕入錯行，女怕嫁錯郎。當今社會，男子入錯行了，改行的多得是；女子嫁錯了，離婚再嫁的也不少。但是，公司如果入錯行了，想調頭就沒有那麼容易了。

公司行業選擇在很大程度上會直接決定財報的很多數字特徵。我們以不同行業的公司2015年年度財報為例，來說明行業與財報的關係。哪些行業是重資產，哪些行業是輕資產；哪些行業賺錢容易，哪些行業賺錢艱辛。從這些財報的數字中，我們可以一目瞭然地做出判斷。

表4-1列出了海康威視、貴州茅臺、鞍鋼股份、萬科A、大秦鐵路、南方航空、白雲機場和浦發銀行的主要財報數字及其結構百分比。所謂結構百分比，又稱縱向分析，是指同一期間財務報表中不同項目間的比較與分析，主要通過編制百分比報表進行分析，即將財務報表中某一重要項目的數據作為100%，然後將其餘項目都以這一項目的百分比形式做縱向排列，從而揭示出各項目的數據在公司財務中的比例關係。一般來說，資產負債表以資產總額為基數，利潤表以營業收入為基數。

從表4-1中我們可以看到，海康威視、貴州茅臺、萬科A的資產結構中流動資產佔大頭，類似企業可以被稱為“輕資產”公司，但是萬科A的存貨具有開發週期比較長的特點，因此需要與一般的輕資產公司做區分；鞍鋼股份、大秦鐵路、南方航空和白雲機場的固定資產佔大頭，類似企業可以被稱為“重資產”公司；浦發銀行則不區分流動資產和非流動資產，因為浦發銀行的資產主要就是金融資產。在這些公司中，貴州茅臺的毛利率最高，鞍鋼股份的毛利率最低。從2015年淨資產收益率的角度來看，從高到低依次為海康威視、貴州茅臺、萬科A、浦發銀行、大秦鐵路、白雲機場、南方航空和鞍鋼股份。上述數字特徵在很大程度上是由行業所決定的，所以說“行業決定一個公司的命”，公司戰略首先要解決的就是公司準備進入哪些行業這一方向性問題。也就是說，換個能力一般的董事長和總經理到貴州茅臺，可能照樣可以賺很多錢；換個能力更高的董事長和總經理到鞍鋼股份，也可能無濟於事，只能賺很少的錢。

海康威視是技術型公司，其定位是領先的視頻產品和內容服務提供商，面向全球提供領先的視頻產品、專業的行業解決方案與內容服務。技術型公司一般來說無須非常多的固定資產投資。研發投入較多按理會形成專利技術等無形資產，但是多數公司的研發支出都採用當期費用化的會計處理，導致資產負債表上無形資產項目的金額比較低。最終財報上看起來非流動資產佔資產總額的比重會比較低，比如海康威視的這一比例為11.99%。有競爭力的技術型公司在提供產品和服務的過程中，往往有較強的定價權，獲取現金的能力比較強，銷售過程也會有比較多的應收賬款，因而財報上預收款項和貨幣資金等流動資產會比較多。海康威視的流動資產佔比88.01%。技術型公司因為

直接生產成本低，具有技術溢價能力，毛利率往往比較高。海康威視的毛利率為40.10%，在貴州茅臺之後排在上述公司第二位。海康威視較好地運用了財務槓桿，因此雖然毛利率比貴州茅臺低，但2015年的淨資產收益率為30.48%，在貴州茅臺之前排在上述公司第一位。一般來說，技術型公司為輕資產公司，非流動資產佔比較低，具有技術定價權，毛利率較高，故往往能夠給股東帶來比較好的回報。

表4-1 不同行業的報表結構和報表特徵

	金額單位：億元															
	海康威視	結構百分比	貴州茅臺	結構百分比	萬科A	結構百分比	浦发銀行	結構百分比	大秦鐵路	結構百分比	白云機場	結構百分比	南方航空	結構百分比	鞍鋼股份	結構百分比
流動資產合計	266.82	88.01%	650.05	75.32%	5470.24	89.49%	0.00		158.70	13.85%	22.13	17.96%	144.18	7.74%	235.95	26.63%
非流動資產合計	36.34	11.99%	212.97	24.68%	642.71	10.51%	0.00		986.79	86.15%	101.11	82.04%	1718.32	92.26%	650.01	73.37%
資產總計	303.16	100.00%	863.01	100.00%	6112.96	100.00%	50443.52	100.00%	1145.49	100.00%	123.25	100.00%	1862.50	100.00%	885.96	100.00%
流動負債合計	102.74	33.89%	200.52	23.23%	4200.62	68.72%	0.00	0.00%	155.78	13.60%	23.69	19.22%	655.36	35.19%	430.04	48.54%
非流動負債合計	7.45	2.46%	0.16	0.02%	549.24	8.98%	0.00	0.00%	83.60	7.30%	1.83	1.49%	711.41	38.20%	19.11	2.16%
負債合計	110.19	36.35%	200.67	23.25%	4749.86	77.70%	47257.52	93.68%	239.38	20.90%	25.52	20.71%	1366.77	73.38%	449.15	50.70%
所有者權益合計	192.97	63.65%	662.34	76.75%	1363.10	22.30%	3186.00	6.32%	906.11	79.10%	97.73	79.29%	495.73	26.62%	436.81	49.30%
負債和所有者權益總計	303.16	100.00%	863.01	100.00%	6112.96	100.00%	50443.52	100.00%	1145.49	100.00%	123.25	100.00%	1862.50	100.00%	885.96	100.00%
營業總收入	252.71	100.00%	334.47	100.00%	1955.49	100.00%	1465.50	100.00%	525.31	100.00%	56.20	100.00%	1114.67	100.00%	410.39	100.00%
營業總成本	199.10	78.78%	112.92	33.76%	1659.88	84.88%	804.83	54.92%	381.94	72.71%	38.90	69.23%	1094.25	98.17%	402.14	97.99%
營業成本	151.37	59.90%	25.38	7.59%	1381.51	70.65%	0.00	0.00%	369.78	70.39%	33.66	59.90%	913.82	81.98%	354.95	86.49%
營業稅金及附加	1.97	0.78%	34.49	10.31%	179.80	9.19%	89.76	6.12%	1.99	0.38%	0.46	0.81%	2.74	0.25%	2.10	0.51%
銷售費用	21.79	8.62%	14.85	4.44%	41.38	2.12%	0.00	0.00%	2.10	0.40%	1.03	1.83%	70.81	6.35%	14.31	3.49%
管理費用	22.11	8.75%	38.13	11.40%	47.45	2.43%	320.34	21.86%	5.87	1.12%	4.56	8.11%	27.54	2.47%	11.62	2.83%
財務費用	-1.53	-0.61%	-0.67	-0.20%	4.78	0.24%	0.00	0.00%	2.19	0.42%	-0.48	-0.85%	78.26	7.02%	9.12	2.22%
資產減值損失	3.39	1.34%	-0.01	0.00%	4.96	0.25%	387.95	26.47%	0.00	0.00%	-0.32	-0.58%	1.08	0.10%	10.04	2.45%
其他經營收益	1.33	0.52%	0.04	0.01%	35.62	1.82%	0.00	0.00%	20.98	3.99%	0.18	0.32%	5.82	0.52%	2.81	0.68%
營業利潤	54.94	21.74%	221.59	66.25%	331.23	16.94%	660.67	45.08%	164.36	31.29%	17.47	31.09%	26.24	2.35%	11.06	2.69%
加：營業外收入	12.94	5.12%	0.05	0.01%	8.55	0.44%	9.83	0.67%	0.21	0.04%	0.33	0.58%	38.14	3.42%	0.73	0.18%
減：營業外支出	0.38	0.15%	1.62	0.48%	1.76	0.09%	1.73	0.12%	1.01	0.19%	0.28	0.49%	0.97	0.09%	0.20	0.05%
利潤總額	67.50	26.71%	220.02	65.78%	338.03	17.29%	668.77	45.63%	163.55	31.13%	17.52	31.18%	63.41	5.69%	11.59	2.82%
減：所得稅費用	8.68	3.43%	55.47	16.58%	78.53	4.02%	158.80	10.84%	37.01	7.04%	4.58	8.14%	13.55	1.22%	1.92	0.47%
淨利潤	58.82	23.28%	164.55	49.20%	259.49	13.27%	509.97	34.80%	126.55	24.09%	12.95	23.04%	49.86	4.47%	9.67	2.36%
淨資產收益率	30.48%		24.84%		19.04%		16.01%		13.97%		13.25%		10.06%		2.21%	

貴州茅臺生產白酒，不需要大量的固定資產、無形資產等長期資產投入，因此非流動資產所佔比重為24.68%；白酒加工工藝決定其生產時間比較長，存貨比較多，商品銷售順暢，回款很快，貨幣資金也很多，因此貴州茅臺的流動資產所佔比重為75.32%。貴州茅臺不差錢，因此沒有什麼負債，資產負債率很低，只有23.25%。如果分析得再詳細一點兒的話，我們可以發現貴州茅臺沒有一分錢的有息債務，只有存款沒有借款，因此貴州茅臺的財務費用是負數。貴州茅臺的毛利率高達92.41% ($1 - \text{營業成本} / \text{營業收入} \times 100\%$)，這是因為貴州茅臺以自己的品牌來賺錢。一般來說，以品牌取得競爭優勢的公司，毛利率都會比較高。但是，白酒行業需要繳納消費稅，因此貴州茅臺的營業稅金及附加佔營業收入的比重是所有公司中最高的，佔比高達10.31%。貴州茅臺的淨資產收益率是所有公司中第二高的，高達24.84%。大多數白酒行業的公司，包括五糧液、汾酒等，以白酒銷售為盈利模式，流動資產佔總資產比重高，毛利率較高，沒有有息債務，營業稅金及附加佔營業收入的比重均比較高，淨資產收益率遠高於上市公司平均水平。

萬科是房地產公司，開發各類房地產項目並出售獲得盈利。在開發過程中，其往往把項目建設外包給其他建築施工企業，因此無須購買工程機械等很多固定資產；而開發房地產購置的土地、在建的商品房或者已完工的商品房，這部分存貨構成了萬科的最主要資產。所以萬科的流動資產佔比89.49%，非流動資產佔比10.51%。萬科的總資產為6112.96億元，用了很多的負債，資產負債率為77.70%。不過，萬科的負債主要以無息的預收款項為主，2015年12月31日的預收款項為2126.26億元，這與房地產行業的預售經營模式密切相關。因此雖然萬科的資產負債率很高，但是財務費用佔營業收入的比重只有0.24%。萬科的毛利率為29.35%，營業成本主要包括土地成本和建安成本。房地產行業要繳納土地增值稅，因此萬科的營業稅金及附加佔營業收入的比重為9.19%，是所有公司中第二高的。萬科的淨資產收益率為19.04%，排在第三位。大多數房地產行業的公司，包括保利地產、招商地產等，以房地產銷售為盈利模式，存貨均佔總資產比重高，毛利率比鋼鐵等製造業公司要高，資產負債率比較高，但是以預收款項等

無息負債為主，營業稅金及附加佔營業收入的比重均比一般行業高，當前淨資產收益率高於上市公司平均水平。

浦發銀行作為銀行來講，主要就是吸收存款，發放貸款，賺取利息差和服務費等中間收入。因此，浦發銀行以金融資產為主，除了少量自用的房屋建築物和辦公設備外，沒有多少固定資產、無形資產，也沒有一般企業的存貨。這是一個資產規模很重要的行業，因此浦發銀行的總資產在這些公司中是最高的。銀行最主要的業務之一是吸收存款，存款構成了銀行的負債，因此浦發銀行的資產負債率高達93.68%。銀行沒有一般工商企業的商品或者服務所帶來的營業成本。銀行的營業稅金及附加佔收入的比重為6.12%，也比較高。營改增後銀行繳納增值稅，但是銀行可以抵扣的進項稅款很少，因此銀行的營業稅金及附加會比一般工商企業高一些。銀行的另一主要業務是發放貸款，但是貸款發放出去以後有可能收不回來，需要計提貸款準備，因此浦發銀行的資產減值損失佔營業收入的比重高達26.47%，在這些公司中排在第一位。浦發銀行的淨資產收益率為16.01%，排在第四位。銀行的資產負債率很高，以息差為主要盈利模式，金融資產為主，營業稅金及附加佔收入的比重高於一般工商企業，資產減值損失佔收入的比重比較高，當前淨資產收益率高於上市公司平均水平。

大秦鐵路的主業是鐵路運輸，白雲機場的主業是機場運營。鐵路行業和機場行業兩者的財報特徵比較接近。從資產結構上看，非流動資產佔大頭；經營活動現金流量比較好，資產負債率不高。大秦鐵路通過客運和貨運來獲取收益，成本比白雲機場要高，因此白雲機場的毛利率比大秦鐵路高。但是白雲機場的營業收入規模要小很多，因此白雲機場的管理費用佔營業收入的比重要高於大秦鐵路。兩者的淨資產收益率不相上下。鐵路、機場以及高速公路類的公司，以收費為主要盈利模式，非流動資產佔比較高；由於地域壟斷，經營比較穩定，毛利率較高，現金流很好，淨資產收益率略高於上市公司平均水平。

南方航空的主業是航空運輸。南方航空的主要資產是飛機，在資產結構上，固定資產等非流動資產佔比高達92.26%，屬於高度重資產行業。因為非流動資產的投入很大，需要使用較高的財務槓桿，資產負債率很高為73.38%。資產以有息債務為主，因此財務費用佔營業收入

的比重為7.02%，超過了利潤總額的5.69%。如果分析多個年度的南方航空財報，我們可以發現航空公司的營業收入、營業成本和營業利潤的波動，相較於大秦鐵路和白雲機場要更大。因為航空公司的營業成本中航油成本佔了很高的比例，而航油的價格波動比較大，引起了航空公司利潤表的大幅波動。大秦鐵路和白雲機場雖然也受到外部環境的影響，但相對於航油波動來說，外部影響要小得多。航空公司以運費和票價為主要盈利模式，屬於高度重資產行業，固定成本比較高，經營槓桿係數比較高，受航油成本影響比較大，經營的波動性也比較大，因此航空公司的經營業績在很大程度上取決於外部環境。2015年航油價格處於低位，因此淨資產收益率略高於上市公司平均水平。

鞍鋼股份是鋼鐵企業。鋼鐵企業需要大量的固定資產投入，在資產結構上，非流動資產所佔比重為73.37%，資產負債率為50.70%。由於產能過剩、競爭激烈，鞍鋼股份的毛利率、淨利率、淨資產收益率都排在最後一位。鋼鐵行業以產品銷售為主要盈利模式，屬於重資產行業，經營槓桿係數較高，受宏觀經濟、行業競爭以及鐵礦石等原材料價格等影響較大，經營波動性比較大，淨資產收益率低於上市公司平均水平。

通過上述分析我們可以得出，公司所處的行業將在很大程度上決定公司財報的結構特徵以及盈利水平。對於不同行業的公司，財報分析的重點往往也存在著差異。比如，重資產行業的公司在分析的時候，需要重點分析公司長期資產週轉率，以判斷長期資產的使用效率以及成本管理情況；輕資產行業的公司在分析的時候，需要重點分析公司的品牌、技術和研發投入，以及這些資源所帶來的溢價能力和高毛利率是否可以持續；金融公司在分析的時候，重點分析公司風險管理的能力和信貸資產的質量。在對一家公司的財報進行分析之前，我們一定要了解公司所處的行業對財報數字的影響，並確定分析的重點。對於公司的管理決策者而言，尤其是對於企業家和首席財務官，在制定公司現有的競爭策略以及進行未來的投資決策之前，一定要充分了解公司現在所處行業的特徵以及未來擬進入行業的特徵，因為行業決定了一個公司創造價值的大格局。

4.3 兩種不同的公司競爭策略

我們在前面分析了行業吸引力的問題，接下來分析公司戰略的第二個中心問題——競爭策略。競爭策略可以概括為採取進攻性或防守性行動，在行業中建立起進退有據的地位，成功地對付外部競爭，從而為公司贏得超常收益。

在大多數行業中，不管行業平均盈利能力怎樣，總是有一些公司因其有利的競爭策略，而獲得比行業平均利潤更高的收益。行業吸引力部分地反映了一個公司幾乎無法施加影響的那些外部因素，但通過競爭策略的選擇，公司可以增強或削弱其在一個行業的吸引力；同樣，一個公司也可以通過對其競爭策略的選擇，顯著地改善或減弱自己在行業內的地位。因此，競爭策略不僅是公司對環境做出的反應，而且是公司從對自己有利的角度去改變環境。

國內外的學者研究發現，在市場競爭中獲得成功的公司都具有明顯的競爭優勢。這種競爭優勢集中表現在低成本優勢和差異化優勢上，由此他們提出了兩種基本的競爭戰略，即總成本領先策略和差異化策略。低成本優勢和差異化優勢可由行業結構所左右，並且取決於公司是否能夠比它的對手更有效地在市場上進行競爭。公司選擇競爭策略的時候，要考慮自身是否具備與之相匹配的能力，在此基礎上採取與競爭策略相對應的行動，具體如圖4-2所示。



圖4-2 不同競爭策略及其行動

通俗地來說，總成本領先策略是賺苦力錢、血汗錢，差異化策略是賺腦力錢、容易錢。中國號稱世界工廠，更多的公司是通過製造環節的低人工成本、低環保成本等要素在全球取得競爭優勢。但是，隨著經濟的發展，原先的低成本要素難以為繼。因此，國家提出了調整經濟結構和經濟轉型的任務。經濟轉型成功建立在企業轉型成功的基礎

上。企業轉型有兩個方向：一是運用價值鏈、價值工程、作業管理等工具，從原來粗放式管理的低成本往精益管理的低成本轉型；二是大力投入品牌建設、技術研發等，從總成本領先策略往差異化策略轉型。很多企業已經或者正在轉型的路上，轉型中需要充分考慮行業特徵、公司已有能力和資源。

從公司競爭策略的角度來說，未來的商業世界只有兩類大型企業：一類是精益管理下的客戶需求拉動的低成本生產和服務型企業，比如精益製造的豐田汽車、寶鋼股份；另一類是不斷創新從而創造和引導客戶需求的差異化生產和服務型企業，比如創造智能手機需求的蘋果。滿足客戶需求是公司核心競爭力的源泉。

總成本領先策略和差異化策略並不是對立的，以追求差異為目標的公司必須在可承受的成本基礎上獲得差異化優勢。同樣，成本領先者除非能在質量和服務等方面與競爭對手相當甚至領先（哪怕是細微的），否則它們無法參與競爭。而且，重大技術和業務方式的變更有可能是把高質量、優良服務和低價格結合起來，如日本汽車製造商豐田公司、美國零售商沃爾瑪公司等的成功之路。一個公司選擇了某種競爭策略並不會自動取得競爭優勢。要取得競爭優勢，公司必須具備實施並保持所選定策略的能力。無論是哪一種策略，都要求公司具備所需的基本能力，並以適當方式規劃公司的價值鏈。基本能力是指公司所擁有的各類資源，而價值鏈是指公司將投入轉換為產出的各類環節及經濟活動組合。公司的基本能力、價值鏈的獨特性和競爭對手對它們進行模仿的難易程度，決定了公司的競爭優勢能否保持。

一般而言，總成本領先策略的公司與差異化策略的公司比較，財報上一個比較明顯的區別是前者的毛利率要低於後者。在前面不同行業公司的例子中，海康威視和貴州茅臺可以被視為差異化策略的典型，鞍鋼股份是總成本領先策略的典型，前兩者的毛利率要高出後者好幾倍。

4.4 總成本領先策略下的財報特徵

總成本領先策略也被稱為低成本策略，是指公司通過有效途徑降低成本，使公司的全部成本低於競爭對手，甚至在同行業中是最低的成本，從而獲取競爭優勢的一種策略。在那些屬於基本產品或服務的行業，成本領先是最可能的競爭策略。低成本優勢不但能獲得超出行業平均水平的收益率，而且可能迫使競爭對手因不能忍受過低的收益率，而逐步退出該行業。達到總成本領先的方式有多種，如規模經濟、改進經濟、高效生產、產品設計優化、低投入成本以及有效的組織實施等，它貫穿於投融資、產品設計、生產、銷售等各個經營層面。一般來說，總成本領先策略執行得好的公司在財務報表中體現出來的毛利率，比差異化策略的公司要低。總成本領先策略的公司在管理中更加關注的是對於成本和費用的控制，將不為客戶帶來附加價值的產品、服務予以簡化。

根據公司獲取成本優勢的方法不同，我們把成本領先策略概括為如下六種主要類型：①簡化產品型成本領先策略，就是使產品簡單化，即將產品或服務中添加的花樣全部取消，比如春秋航空。②改進設計型成本領先策略。③材料節約型成本領先策略。④人工費用降低型成本領先策略。⑤生產創新及自動化型成本領先策略。⑥規模經濟型成本領先策略，比如格蘭仕。

很多行業無法採用差異化策略。比如，駕駛員給車輛加油的時候，不會考慮要加中國石化的汽油還是中國石油的汽油；再比如，消費者喝咖啡的時候，不會考慮要放中糧集團的白糖還是廣西農墾集團的白糖。一般來說，成本領先策略適用於具有如下特徵的行業：①現有競爭公司之間的價格競爭非常激烈。②公司所處產業的產品基本上是標準化或者同質化的。③實現產品差異化的途徑很少。④多數顧客使用產品的方式相同。⑤消費者的轉換成本很低，其購買意願取決於價格。公司實施成本領先策略，除具備上述外部條件之外，本身還必須具備如下內部技能或資源：持續的資本投資和獲得資本的途徑、生產加工工藝技能、熟練而高效的員工、設計容易製造的產品、低成本的分銷系統。

採用成本領先策略的收益在於以下一個或者多個方面：①抵擋住現有競爭對手的對抗。②降低了購買商討價還價的能力。③更靈活地處理

供應商的提價行為。④形成進入障礙。⑤樹立相對於替代品的競爭優勢。採用成本領先策略的風險主要包括：①降價過度引起利潤率降低。②新加入者可能後來居上。③過於專注於成本的控制而喪失對市場變化的預見能力。④技術變化降低公司資源的效用。⑤容易受外部環境的影響。

綜上，總成本領先策略比較適合無法提供差異化產品或服務的行業，比如鋼鐵製造業、航空運輸業、電力行業、水泥行業、玻璃行業等提供標準產品和服務的行業。在航空運輸業，顧客的轉換成本低，服務同質化，因此出現了春秋航空等多家經濟型航空公司。我們以2015年的春秋航空、南方航空、東方航空為例來說明低成本策略對財報的影響，具體數據如表4-2所示。

表4-2 低成本策略對財報的影響

单位：万元

	春秋航空	东方航空	南方航空
固定资产	585 835.34	10 727 800.00	14 245 400.00
固定资产周转率	1.38	0.84	0.78
营业总收入	655 820.15	9 384 400.00	11 146 700.00
营业成本	519 494.45	7 714 600.00	9 138 200.00
营业成本率	79.21%	82.21%	81.98%
毛利	136 325.70	1 669 800.00	2 008 500.00
毛利率	20.79%	17.79%	18.02%
营业税金及附加	610.01	17 800.00	27 400.00
营业税金及附加率	0.09%	0.19%	0.25%
销售费用	17 384.07	613 600.00	708 100.00
销售费用率	2.65%	6.54%	6.35%
管理费用	13 744.42	291 400.00	275 400.00
管理费用率	2.10%	3.11%	2.47%
总费用率	4.84%	9.83%	9.07%
财务费用	18 758.54	726 900.00	782 600.00
财务费用率	2.86%	7.75%	7.02%
销售净利率	16.41%	5.38%	4.47%

總成本領先策略要求公司必須高效率地使用資產。對於航空公司來說，最主要的資產就是飛機等固定資產。從固定資產週轉率來看，春秋航空為1.38次，遠高於東方航空的0.84次和南方航空的0.78次。在資產高效使用的同時，公司需要嚴格的成本費用控制機制。春秋航空的營業成本率要明顯低於其他兩家公司。春秋航空運用銷售渠道優勢，故銷售費用率為2.65%，也遠低於東方航空的6.54%和南方航空的6.35%。春秋航空的管理費用率也略低於東方航空和南方航空。同時，春秋航空很好地通過資本結構的管理，使財務費用率遠低於東方航空和南方航空。由於春秋航空比較成功地運用了總成本領先策略，取得了明顯的低成本優勢，因此春秋航空的銷售淨利率為16.41%，要遠遠高於東方航空的5.38%和南方航空的4.47%。

從上述案例可以看出，如果一個公司能夠成功地實施總成本領先策略，其財報的特徵為相較於同行而言高速的資產週轉率、更低的成本費用率，最後取得較高的銷售淨利率。

總成本領先策略運用得非常成功的另一個典型是格蘭仕集團。在中國市場化的製造業中，也許找不出第二個像微波爐這樣品牌高度集中，甚至可以說進入了寡頭壟斷的行業了：第一軍團格蘭仕一下佔去市場份額的60%左右，第二軍團LG佔去市場份額的25%左右，而排第三、第四的松下和三星都只有5%左右的市場份額。因為這種特殊性，微波爐行業的“成本壁壘”站到了“技術壁壘”的前面。年生產能力達1 500萬臺的格蘭仕以其總成本領先優勢，高築了行業的門檻。目前格蘭仕壟斷了國內60%、全球35%的市場份額，成為中國乃至全世界的“微波爐大王”。

格蘭仕集團的總成本領先策略可以奉為經典，主要包括：第一，在總成本不變或降低的前提下，不斷開發新產品和專有技術；第二，利用總成本領先優勢，向市場推出質優價廉的產品，擴大市場佔有率；第三，在上述基礎之上，格蘭仕開始利用自己的技術力量開發關鍵元器件並投入生產，進一步降低總製造成本。格蘭仕的核心競爭力在於價格。集中在少數產品、大批量、低成本，通過價格戰迅速佔領市場是格蘭仕成功的法寶。格蘭仕利用從OEM搬來的設備、大批量生產、低

勞動成本、大的管理跨度、採購方壟斷等，在很長時間內的發展中贏得了成本優勢。

格蘭仕的核心競爭力歸納起來就四個字：規模製造。格蘭仕進入微波爐行業始終堅持了總成本領先戰略，而它之所以如此頻繁地大幅度降價，就在於其成本比競爭對手低許多，有足夠大的利潤空間。一方面，迅速擴大生產能力，實現規模經濟；另一方面，通過降價和立體促銷來擴大市場容量，提高市場佔有率，從而在短期內使自己的實力獲得迅猛提高。而實施規模化戰略的根本目的就在於市場的迅速擴大，通過規模效應降低經營成本，增加技術投入，提高國際競爭力，等等。格蘭仕通過努力，在微波爐領域真正實現了規模化經營和專業化、集約化生產，使企業走上了良性發展的軌道。

從嚴格意義上講，格蘭仕是一個製造型企業，製造規模越大，平均成本就越低。此外，格蘭仕在降低採購成本、行政管理成本、營銷成本和流通成本方面做了巨大努力，使得各種成本不斷降低；加上低廉的勞動力，使格蘭仕在綜合成本競爭中佔據了很大優勢。

4.5 差異化策略下的財報特徵

所謂差異化策略，是指為使公司產品與競爭對手產品有明顯的區別，形成與眾不同的特點而採取的一種策略。在這種策略下，必須讓公司產品成為客戶眼中的“西施”，讓客戶心有所屬，不會輕易更換為其他公司的產品。

這種策略的核心是取得某種對顧客有價值的獨特性。這種策略要求比競爭對手更好地滿足消費者需求的一個特定方面，其成本雖有所增加，但不超過消費者願意支付的最高價格。這就可以使公司免受各種競爭作用力的威脅，從而形成競爭優勢。奉行差異化策略的公司組織機構和控制系統的特點，就是鼓勵創造和革新。然而，追求差異有時會與爭取更大的市場份額相矛盾。在系統集成行業，軟件公司的主要競爭策略就是追求差異——為用戶提供個性化、創新性的軟件服務，但不易形成大規模的經營。差異化策略執行得好的公司，其商品或服務的毛利率會比較高。因為這一策略更多的是關注產品或服務的差異程

度，所以往往在研發、品牌、營銷渠道等方面要投入鉅額資金，產品或者服務本身的成本在營業收入當中所佔的比重反而比較低。對於一個採用差異化策略的公司，我們可以用毛利率的高低來衡量其策略執行是否成功。貴州茅臺的毛利率高達92.41%，即是差異化策略很好的例子。

公司要突出自己的產品和服務與競爭對手之間的差異性，主要有五種基本的途徑。一是產品差異化策略。產品差異化的主要因素有特徵、工作性能、一致性、耐用性、可靠性、易修理性、式樣和設計，比如OPPO手機以“美照”性能取得競爭優勢。二是服務差異化策略。服務差異化主要包括送貨、安裝、顧客培訓、諮詢服務等因素，比如海底撈以特色服務出名。三是技術差異化策略。技術差異化的主要因素是基於創造和發明獨一無二的技術，比如蘋果手機、英特爾電腦芯片、海康威視的安防產品和服務等。四是品牌形象差異化策略。品牌差異化主要包括獨一無二的標識、特殊的銷售渠道、營銷廣告投入、無法替代的產品和服務等，比如迪士尼樂園、貴州茅臺、耐克運動鞋、張裕葡萄酒、六神花露水、雲南白藥等。五是地域差異化策略。地域差異化主要是由於地理位置和特殊風貌帶來的競爭優勢，比如張家界、黃山、峨眉山等。在上述途徑中，除了第五種差異化策略外，其他四種差異化策略均需公司自身的努力。

差異化策略主要適用於有如下特徵的行業：①可以有很多途徑創造公司與競爭對手產品之間的差異，並且這種差異被顧客認為是有價值的。②顧客對產品的需求和使用要求是多種多樣的，即顧客需求是有差異的。③採用類似差異化途徑的競爭對手很少，即真正能夠保證公司是“差異化”的。④技術變革很快，市場上的競爭主要集中在不斷推出新的產品特色。

除上述外部行業特徵之外，公司實施差異化策略還必須具備如下一個或者多個內部條件：①具有很強的研究開發能力，研究人員要有創造性的眼光。②公司具有以其產品質量或技術領先的聲望。③公司在這一行業有悠久的歷史，或吸取其他公司的技能並自成一體。④具有很強的市場營銷能力。⑤研究與開發、產品開發以及市場營銷等職能部

門之間要具有很強的協調性。⑥公司要具備能吸引高級研究人員、創造性人才和高技能職員的物質設施。⑦各種銷售渠道強有力的合作。

一家公司實施差異化策略的意義在於如下一個或者多個方面：①建立起顧客對公司的忠誠。②形成強有力的產業進入障礙。③增強了公司對供應商討價還價的能力。這主要是由於差異化策略提高了公司的邊際收益。④削弱客戶討價還價的能力。一方面，公司通過差異化策略，使得客戶缺乏可與之比較的產品選擇，降低了客戶對價格的敏感度。另一方面，產品差異化使客戶具有較高的轉換成本，使其依賴於公司。⑤由於差異化策略使公司建立起客戶對公司的忠誠，所以這使得替代品無法在性能上與之競爭。

我們以海康威視、蘋果公司、英特爾公司為例來分析技術差異化公司的財報特徵，具體數據見表4-3。一般而言，技術差異化公司依靠技術來獲得利潤，產品或服務的直接成本佔收入的比重不高，因此毛利率往往比較高。同時，技術差異化公司最主要的是技術研發，而不像鋼鐵行業等進行大規模的固定資產投資，因此在資產結構中固定資產佔比往往比較低。如果公司對研發支出進行資本化處理或者通過外部購入技術，抑或通過併購進行技術擴張，則商譽和無形資產佔比比較高。由於存在著技術壁壘，能夠給股東帶來比較理想的回報，淨資產收益率往往會比較高。

表4-3 技術差異化公司的財報特徵

项目	海康威视 2015 年年度财报		苹果公司 2015 年年度财报		英特尔公司 2015 年年度财报	
	(万元人民币)	占比	(万美元)	占比	(万美元)	占比
货币资金	1 010 650	33.34%	2 112 000	7.27%	1 530 800	14.85%
金融资产	6 219	0.21%	18 465 500	63.57%	2 337 100	
应收账款及票据	1 117 008	36.84%	3 034 300	10.45%	478 700	4.64%
存货	281 867	9.30%	234 900	0.81%	516 700	5.01%
其他流动资产	258 095	8.51%	1 497 600	5.16%	508 900	4.94%
流动资产及长期金融资产合计	2 673 839	88.20%	25 344 300	87.25%	5 372 200	52.12%
固定资产	188 724	6.23%	2 247 100	7.74%	3 185 800	30.91%
在建工程	84 463	2.79%		0.00%	0	0.00%
商誉及无形资产	46 106	1.52%	900 900	3.10%	1 526 500	14.81%
其他非流动资产	38 512	1.27%	555 600	1.91%	222 000	2.15%
非流动资产合计	363 409	11.99%	3 703 600	12.75%	4 934 300	47.88%
资产总计	3 031 644	100.00%	29 047 900	100.00%	10 306 500	100.00%
短期借款	87 660	2.89%	1 099 900	3.79%	263 400	2.56%
应付账款及票据	607 948	20.05%	3 549 000	12.22%	206 300	2.00%
其他流动负债	331 832	10.95%	3 412 100	11.75%	1 097 000	10.64%
流动负债合计	1 027 440	33.89%	8 061 000	27.75%	1 566 700	15.20%
长期借款	67 575	2.23%	5 346 300	18.41%	2 003 600	19.44%
其他非流动负债	6 883	0.23%	3 705 100	12.76%	538 000	5.22%
非流动负债合计	74 459	2.46%	9 051 400	31.16%	2 541 600	24.66%
负债合计	1 101 899	36.35%	17 112 400	58.91%	4 108 300	39.86%
实收资本(或股本)	406 877	13.42%	2 741 600	9.44%	2 341 100	22.71%
储备	1 573 077	51.89%	9 228 400	31.77%	3 851 100	37.37%
减: 库存股	51 807	1.71%		0.00%		0.00%
其他综合收益	-2 766	-0.09%	-34 500	-0.12%	6 000	0.06%
归属于母公司所有者权益合计	1 925 380	63.51%	11 935 500	41.09%	6 198 200	60.14%
少数股东权益	4 365	0.14%		0.00%	0	0.00%
所有者权益合计	1 929 745	63.65%	11 935 500	41.09%	6 198 200	60.14%
负债和股东权益合计	3 031 644	100.00%	29 047 900	100.00%	10 306 500	100.00%
营业总收入	2 527 139.03	100.00%	23 371 500	100.00%	5 535 500	100.00%
营业总成本	1 990 991.56	78.78%	16 248 500	69.52%	4 099 900	74.07%
营业成本	1 513 679.35	59.90%	14 008 900	59.94%	2 067 600	37.35%

(续)

项目	海康威视 2015 年年度财报		苹果公司 2015 年年度财报		英特尔公司 2015 年年度财报	
	(万元人民币)	占比	(万美元)	占比	(万美元)	占比
营业开支	458 714.38	18.15%	2 239 600	9.58%	2 032 300	36.71%
财务费用	15 289.64	0.61%	218 800	0.94%	-21 300	-0.38%
资产减值损失	33 887.46	1.34%		0.00%		0.00%
其他经营收益	13 251.88	0.52%	-90 300	-0.39%	42 300	0.76%
营业利润	549 399.35	21.74%	7 251 500	31.03%	1 456 600	26.31%
加：营业外收入	129 397.90	5.12%		0.00%		0.00%
减：营业外支出	3 793.07	0.15%		0.00%	-35 400	-0.64%
利润总额	675 004.17	26.71%	7 251 500	31.03%	1 421 200	25.67%
减：所得税费用	86 764.39	3.43%	1 912 100	8.18%	279 200	5.04%
净利润	588 239.78	23.28%	5 339 400	22.85%	1 142 000	20.63%
净资产收益率	30.48%		44.74%		18.42%	

從表4-3可以看出，海康威視、蘋果公司和英特爾公司三者的財報結構為：

金融資產和流動資產合計佔比依次為88.20%，87.25%，52.12%。

固定資產佔比依次為6.23%，7.74%，30.91%。

商譽及無形資產佔比依次為1.52%，3.10%，14.81%。

從資產結構來說，海康威視和蘋果公司是典型的輕資產公司。英特爾的固定資產和無形資產合計佔比較高，與英特爾的戰略有關。英特爾自己從事芯片製造，因此必須有工廠和生產設備投資；同時英特爾通過不斷併購進行擴張，因此合併商譽和外購無形資產也比較高，從而導致英特爾的非流動資產在整個資產佔比中，明顯高於其他兩家公司。蘋果公司把生產外包給富士康等外部公司，自己只做研發，不做生產製造，因此固定資產佔比就比較低。海康威視的商譽及無形資產佔比在三者中最低：一是因為海康威視的併購活動很少，二是因為海康威視作為國內上市公司，在研發支出會計上採取了謹慎的做法，即當期費用化。這裡需要注意的是，我在分析中對可供出售金融資產、持有至到期投資等金融資產做了調整，放到了金融資產和流動資產合計中。這是因為金融資產與固定資產的性質完全不一樣。固定資產通過折舊的方式實現未來利益，而金融資產則通過收回本金和利息或者現金股利實現未來收益，並且金融資產的變現能力往往比應收賬款和存貨還要好，因此我做了上述調整。

從資本結構來說，三家公司都屬於比較穩健的公司，海康威視和英特爾公司的資產負債率都比較低，蘋果公司的58.91%為最高。蘋果公司和英特爾公司的短期借款、長期借款等佔比明顯要高於海康威視，而海康威視的有息債務佔比非常低。這與美國高信用評級公司的債務融資成本比較低，而國內公司債務的融資成本比較高有關，因此蘋果和英特爾運用的財務槓桿比海康威視要高一些。但是海康威視和蘋果公司的應付賬款和票據佔比較高，表明這兩家公司很好地運用了經營過程中的無息負債，因此它們的財務費用都是負數：應付賬款和票據佔用了無須支付利息的供應商資金，卻帶來了利息收入。英特爾公司則以借款為主，因此財務費用為21 300萬美元。

在利潤表中，從毛利率角度來說，三家公司的毛利率都超過40%，其中最高的英特爾為62.65%，屬於典型的差異化策略公司特徵。但三家公司的營業開支佔比，尤其是其中的研發支出佔比相對總成本領先策略的公司要高。英特爾的營業開支金額高達203.23億美元，對營業收入的佔比更是高達36.71%；蘋果公司的營業開支金額高達223.96億美元，由於營業收入規模高達2 337.15億元，所以對營業收入的佔比為9.58%；海康威視的營業開支金額為45.87億元人民幣，對營業收入的

佔比為18.51%。在此，需要解釋一下營業總成本和營業成本的區別：營業成本包括產品和服務的直接成本，而營業總成本包括經營活動中產品和服務的直接成本以及發生的其他成本費用。比如，貴州茅臺銷售白酒時，生產白酒的糧食、工人工資、酒瓶及盒子、水電費、固定資產折舊等直接成本就是營業成本，加上銷售過程中的廣告費、銷售人員工資以及企業管理過程中發生的費用等所有營業開支，就是營業總成本。再打個比方，你到酒店擺了一桌宴席請客，生產這桌宴席的雞鴨魚肉、水電煤費、師傅和服務員分攤到這桌宴席的工資就是直接成本，酒店經理人員的工資、促銷費等就是營業開支。

技術差異化公司的另一典型特徵是在營業開支中，研發費用投入絕對金額佔營業收入的比重比較高。三家公司2015年在營業開支中的研發費用投入依次為：海康威視17.22億元人民幣佔營業收入的比重為6.82%，英特爾公司121億美元佔營業收入的比重為21.86%，蘋果公司81.5億美元佔營業收入的比重為3.5%。在國內上市公司中，海康威視的研發支出佔收入的比重已經屬於比較高的行列。根據媒體披露的信息，我國科技巨頭華為公司2015年的研發支出為596億元人民幣。這不得不令人感嘆中國企業和美國企業之間的差距，美國的科技巨頭每年有高達上百億美元的研發投入，建立了無比強大的技術壁壘。中國經濟要轉型成功，有賴於企業轉型成功，不能總是依靠中國石化、中國石油、國家電網這些傳統行業的公司，而必須產生一些技術差異化的大公司。如果我們不能在技術差異化上有所作為，那麼我們的國民生產總值再高，也只能說是“大而不強”。什麼時候中國公司能夠跟國際大公司一樣在研發上連續投入巨資，才能讓中國公司具有與國際公司一較高下的實力。

品牌形象差異化策略公司的財報特徵與技術差異化策略公司在資產結構、資本結構以及毛利率方面存在相似之處。明顯的不同之處在於營業開支方面，技術差異化策略公司的研發投入比較大，而品牌形象差異化策略公司在廣告、銷售渠道等方面的銷售費用投入比較大，佔營業收入的比重比較高。

我們可以簡單看一下雲南白藥、LVMH和耐克這三家公司的利潤表結構情況，具體數據如表4-4所示。雲南白藥的營業成本佔比為69.47%，

毛利率為30.53%，營業開支佔比為15.95%，在營業開支中銷售費用27億元佔大頭。LVMH的營業成本佔比為35.20%，毛利率為64.80%，營業開支佔比為46.87%；耐克的營業成本佔比為53.76%，毛利率為46.24%，營業開支佔比為32.34%。LVMH和耐克在營業開支中銷售費用，尤其是廣告費佔了大頭。

表4-4 品牌差異化公司的財報特徵

項目	云南白药		LVMH		耐克	
	(萬元人民幣)	占比	(萬美元)	占比	(萬美元)	占比
營業總收入	2 073 812.62	100.00%	3 566 400	100.00%	3 237 600	100.00%
營業總成本	1 774 487.84	85.57%	2 926 700	82.06%	2 787 400	86.09%
營業成本	1 440 590.48	69.47%	1 255 300	35.20%	1 740 500	53.76%
營業開支	330 724.43	15.95%	1 671 400	46.87%	1 046 900	32.34%

4.6 從財報數字看中國公司發展轉型的迫切性

2015年中美兩國50強公司的名單及部分財報數字情況如表4-5所示（均來自2014年年度報告）。從表4-5中可以看出，兩國的50強行業結構存在著非常顯著的差異。中國50強企業以銀行、保險等金融公司為主，有15家之多，還有4家房地產以及與房地產密切相關的7家建築和建材行業企業，結構非常集中。美國50強公司中金融為7家，房地產為2家，科技類公司為6家，其餘為醫療保健、零售業（包括醫藥、家居等專業零售）、消費品等行業，結構比較分散。

雖然中國50強公司的利潤總額在迎頭追趕美國50強公司的利潤總額，但是存在著巨大的結構差異。中國50強公司的利潤總額為181 938 260萬元，其中19家金融和房地產公司合計128 808 820萬元（金融公司為

124 753 850萬元) , 佔比70.80%; 其他公司合計53 129 440萬元, 佔比僅29.20%。從整個結構來看, 脫實向虛過於嚴重, 因此中央提出要實業興邦。

表4-5 2015年中美兩國50強公司的比較

	中国公司名称	营收	利润	行业	利润率 (%)	研发	美国公司名称	营收	利润	行业	利润率 (%)	研发
1	中国石油化工股份有限公司	2 825 914	47 430	石化	1.68	1 290	沃尔玛 (Wal-Mart Stores)	485 651	16 363	零售业	3.37	
2	中国石油天然气股份有限公司	2 282 962	107 173	石化	4.69	13 000	埃克森美孚 (Exxon Mobil)	382 597	32 520	石化	8.50	
3	中国建筑股份有限公司	800 028.80	22 570	建筑	2.82		雪佛龙 (Chevron)	203 784	19 241	石化	9.44	
4	中国工商银行股份有限公司	658 892	275 811	金融	41.86		伯克希尔-哈撒韦公司 (Berkshire Hathaway)	194 673	19 872	投资	10.21	
5	中国移动有限公司	641 448	109 279	通信服务	17.04		苹果公司 (Apple)	182 795	39 510	科技	21.61	8.15
6	上海汽车集团股份有限公司	630 001.20	27 973.40	制造	4.44	8 375	通用汽车公司 (General Motors)	155 929	3 949	汽车制造	2.53	7.40
7	中国中铁股份有限公司	612 559.20	10 360	制造	1.69	10 280	Phillips 66 公司 (Phillips 66)	149 434	4 762	石化	3.19	
8	中国铁建股份有限公司	591 968.40	11 343.30	建筑	1.92	8 759	通用电气公司 (General Electric)	148 321	15 233	工业机械	10.27	4.60
9	中国建设银行股份有限公司	570 470	227 830	金融	39.94		福特汽车公司 (Ford Motor)	144 077	3 187	汽车制造	2.21	6.90
10	中国农业银行股份有限公司	520 858	179 461	金融	34.45		CVS Health 公司 (CVS Health)	139 367	4 644	医疗护理	3.33	
11	中国平安保险 (集团) 股份有限公司	462 882	39 279	金融	8.49		麦克森公司 (McKesson)	138 030	1 263	药品分销	0.92	
12	中国银行股份有限公司	456 331	169 595	金融	37.16		美国电话电报公司 (AT&T)	132 447	6 224	通信服务	4.70	
13	中国人寿保险股份有限公司	445 773	32 211	金融	7.23		瓦莱罗能源公司 (Valero Energy)	130 844	3 630	能源	2.77	
14	中国交通建设股份有限公司	366 673.20	13 887.50	建筑	3.79	8 759	联合健康集团 (UnitedHealth Group)	130 474	5 619	医疗保健	4.31	
15	中国人民保险集团股份有限公司	351 496	13 109	金融	3.73		威瑞森电信 (Verizon Communications)	127 079	9 625	通信服务	7.57	
16	中国电信股份有限公司	324 394	17 680	通信服务	5.45		美源伯根公司 (AmerisourceBergen)	119 569.1	276.5	医疗保健	0.23	

(续)

	中国公司名称	营收	利润	行业	利润率 (%)	研发	美国公司名称	营收	利润	行业	利润率 (%)	研发
17	中国中信股份有限公司	317 235.60	32 316.50	金融	10.19		房利美 (Fannie Mae)	116 461	14 208	房地产	12.20	
18	中国联合网络通信股份有限公司	288 570.90	3 981.70	通信服务	1.38		好市多 (Costco Wholesale)	112 640	2 058	零售业	1.83	
19	中国海洋石油有限公司	274 634	60 199	石油化工	21.92		惠普 (Hewlett-Packard)	111 454	5 013	科技	4.50	2.57
20	联想集团有限公司	271 191.30	5 428	科技	2.00	7 051	克罗格 (Kroger)	108 465	1 728	零售业	1.59	
21	中国神华能源股份有限公司	248 360	36 807	能源采掘	14.82	496	摩根大通 (J.P. Morgan Chase & Co.)	102 102	21 762	金融	21.31	
22	中国太平洋保险 (集团) 股份有限公司	219 778	11 049	金融	5.03		美国快捷药方公司 (Express Scripts Holding)	100 887.1	2 007.6	医疗保健	1.99	
23	中国冶金科工股份有限公司	215 785.80	3 964.90	建筑	1.84	2828	美国银行 (Bank of America Corp.)	95 181	4 833	金融	5.08	
24	国药控股股份有限公司	200 131.30	2 874.80	流通	1.44		国际商业机器公司 (International Business Machines)	94 128	12 022	科技	12.77	5.30
25	江西铜业股份有限公司	198 833.50	2 850.60	矿业采掘	1.43		马拉松原油公司 (Marathon Petroleum)	91 417	2 524	能源	2.76	
26	宝山钢铁股份有限公司	187 789	5 792.40	钢铁制造	3.08		卡地纳健康 (Cardinal Health)	91 084	1 166	医疗保健	1.28	
27	交通银行股份有限公司	177 401	65 850	金融	37.12		波音 (Boeing)	90 762	5 446	飞机制造	6.00	
28	中国电力建设股份有限公司	167 091.20	4 786.30	建筑	2.86		花旗集团 (Citigroup)	90 646	7 313	金融	8.07	
29	招商银行股份有限公司	165 865	55 911	金融	33.71		亚马逊 (Amazon.com)	88 988	-241	电子商务	-0.27	9.30
30	万科企业股份有限公司	146 388	15 745.40	房地产	10.76		美国富国银行 (Wells Fargo)	88 372	23057	金融	26.09	
31	新华人寿保险股份有限公司	143 187	6 406	金融	4.47		微软 (Microsoft)	86 833	22 074	科技	25.42	11.40
32	美的集团股份有限公司	142 311	10 502.20	家电制造	7.38	3 700	宝洁公司 (Procter & Gamble)	84 537	11 643	消费品	13.77	
33	中国铝业股份有限公司	141 772.30	-16 216.90	采掘	-11.44	2 937	家得宝 (Home Depot)	83 176	6 345	零售业	7.63	
34	珠海格力电器股份有限公司	140 005.40	14 155.20	家电制造	10.11	2 500	ADM 公司 (Archer Daniels Midland)	81 201	2 248	食品	2.77	
35	万润国际有限公司	136 104.90	4 687.20	食品	3.44		沃尔格林联合博姿集团 (Walgreens Boots Alliance)	76 392	1 932	零售业	2.53	
36	中国民生银行股份有限公司	135 469	44 546	金融	32.88		塔吉特公司 (Target)	74 520	-1 636	零售业	-2.20	

37	五矿发展股份有限公司	134 559.40	210	矿业采掘	0.16	8	强生 (Johnson & Johnson)	74 331	16 323	制药	21.96	8 500
38	华创创业有限公司	133 216.80	-127	综合	-0.10		Anthem 公司 (Anthem)	73 874.1	2 569.7	医疗保险	3.48	
39	华能国际电力股份有限公司	125 406.90	10 545.80	电力	8.41		大都会保险公司 (MetLife)	73 316	6 309	保险	8.61	
40	兴业银行股份有限公司	124 898	47 138	金融	37.74		谷歌 (Google)	71 487	14 444	科技	20.21	9 800
41	上海浦东发展银行股份有限公司	123 181	47 026	金融	38.18		州立农业保险公司 (State Farm Insurance Cos.)	71 159.8	4 191	保险	5.89	
42	中国建筑股份有限公司	122 011.20	5 919.50	建材制造	4.85		房地美 (Freddie Mac)	69 367	7 690	房地产	11.09	
43	厦门建发股份有限公司	120 924.80	2 507.20	房地产及流通	2.07		美国康卡斯特电信公司 (Comcast)	68 775	8 380	通信服务	12.18	
44	中国南车股份有限公司	119 724.30	5 315	制造	4.44	9 868	百事公司 (PepsiCo)	66 683	6 513	消费品	9.77	
45	京东商城电子商务有限公司	115 002.30	-4 996.40	电子商务	-4.34		联合技术公司 (United Technologies)	65 100	6 220	航天技术	9.55	1 300
46	上海建工集团股份有限公司	113 661.70	1 771.80	建筑	1.56		美国国际集团 (American International Group)	64 406	7 529	保险	11.69	
47	恒大地产集团有限公司	111 398.10	12 604	房地产	11.31		联合包裹速递服务公司 (United Parcel Service)	58 232	3 032	服务	5.21	
48	保利房地产(集团)股份有限公司	109 056.50	12 200.30	房地产	11.19		陶氏化学 (Dow Chemical)	58 167	3 772	化工科技	6.48	
49	苏宁云商集团股份有限公司	108 925.30	866.9	流通	0.80		安泰保险 (Aetna)	58 003.2	2 040.8	保险	3.52	
50	中国南方航空股份有限公司	108 313	1 773	航空运输	1.64		美国劳氏公司 (Lowe's)	56 223	2 698	零售业	4.80	
	合计	18 130 832.30	1 819 382.60		10.03	79 851	合计	5 763 441.30	423 132.60		7.34	75 220
	扣除金融	13 257 117.70	571 844.10		4.31		扣除金融	5 120 255.30	346 097.80		6.76	
	扣除金融和房地产	12 890 275.10	531 294.40		4.12		扣除金融和房地产	4 934 427.30	324 199.80		6.57	
	金融 (15 家)	4 873 714.00	1 247 538.50		25.60		金融	643 186.00	77 034.80		11.98	
	金融和房地产 (19 家)	5 240 557.20	1 288 088.20		24.58		金融和房地产	829 014.00	98 932.80		11.93	
	实业占比 (%)	71.10	29.20				实业占比 (%)	85.62	76.62			
	金融和房地产占比 (%)	28.90	70.80				金融和房地产占比 (%)	14.38	23.38			

美國50強公司的利潤總額為42 313 260萬美元，其中金融和房地產公司合計9 893 280萬美元，佔比23.38%；其他公司合計32 419 980萬美元，佔比76.62%。

公司的競爭策略包括總成本領先策略和差異化策略。中國的非金融和房地產公司基本以總成本領先策略為主，比如建築、建材、鋼鐵製造等；美國的非金融和房地產公司則以差異化策略為主，比如醫藥研發、技術創新、服務方式創新等，同時也有總成本領先策略的公司，比如天天低價的沃爾瑪等零售業。

孟子云：勞心者治人，勞力者治於人。中國公司是勞力者，美國公司是勞心者，這個可以從中國50強公司和美國50強公司的研發費用投入中一眼就看出來。中國50強公司的研發費用投入合計為798.51億元人民幣，美國50強公司的研發費用投入不完全統計為752.20億美元（摺合人民幣超過5 000億元）。財報數字可以讓我們保持清醒的頭腦，中國大多數公司目前是大而不強。中國企業和中國經濟的結構轉型，從財報數字來看，任重而道遠。

4.7 公司策略轉型的財報解釋：以蘋果公司和萊寶高科為例

萊寶高科公司是國內首家自主掌握STN型ITO導電玻璃生產技術和彩色濾光片核心技術的企業，是國內全面自主掌握平板顯示行業關鍵性通用技術的企業。公司主要致力於液晶顯示（LCD）行業上游顯示材料的研發和生產，主導產品為ITO導電玻璃和中小尺寸彩色濾光片。

蘋果公司是美國的一家高科技公司，設計、生產和銷售個人電腦、便攜式數字音樂播放器和移動通信工具、各種相關軟件、輔助設施、外圍設備和網絡產品等。銷售途徑多種多樣，包括在線商店、零售店、直銷、轉售和第三方批發等。此外，蘋果還銷售第三方產品、iPod和iPhone等兼容產品，包括應用軟件、打印機、存儲裝置、音響、耳機和各種配件以及外圍設備。

萊寶高科是蘋果公司旗下產品供貨體系的A股上市公司，曾被視為A股觸摸屏龍頭。蘋果公司採取了技術差異化競爭策略，而萊寶高科採取了總成本領先競爭策略。我們對兩家公司2015年的資產負債表結構和利潤表結構做比較分析，具體如表4-6所示。

從表4-6中可見，通過2015年萊寶高科和蘋果公司的資產結構比較可以看出，萊寶高科的固定資產佔比為35%，遠高於蘋果公司的7.74%——固定資產佔比高是製造生產型公司的典型特徵。從利潤表結構可以看出，萊寶高科的毛利率僅為3.49%，而蘋果公司的毛利率為40.06%；萊寶高科的銷售淨利率為-25.12%，蘋果公司為22.85%。

表4-6 不同策略的報表結構特徵：蘋果公司和萊寶高科

项目	苹果公司 2015 年年度财报		莱宝高科 2015 年年度财报	
	(万美元)	占比	(万元人民币)	占比
货币资金	2 112 000	7.27%	124 755.63	29.14%
金融资产	18 465 500	63.57%	0	0.00%
应收账款及票据	3 034 300	10.45%	80 664.51	18.84%
存货	234 900	0.81%	32 709.23	7.64%
其他流动资产	1 497 600	5.16%	6 230.53	1.46%
流动资产及长期金融资产合计	25 344 300	87.25%	244 359.90	57.08%
固定资产	2 247 100	7.74%	150 476.94	35.15%
在建工程	0	0.00%	11 551.16	2.70%
商誉及无形资产	900 900	3.10%	14 930.00	3.49%
其他非流动资产	555 600	1.91%	6 816.16	1.59%
非流动资产合计	3 703 600	12.75%	183 774.26	42.92%
资产总计	29 047 900	100.00%	428 134.16	100.00%
短期借款	1 099 900	3.79%	0.00	0.00%
应付账款及票据	3 549 000	12.22%	50 344.33	11.76%
其他流动负债	3 412 100	11.75%	5 489.03	1.28%
流动负债合计	8 061 000	27.75%	55 833.36	13.04%
长期借款	5 346 300	18.41%	0	0.00%
其他非流动负债	3 705 100	12.76%	22 902.16	5.35%
非流动负债合计	9 051 400	31.16%	22 902.16	5.35%
负债合计	17 112 400	58.91%	78 735.52	18.39%
实收资本(或股本)	2 741 600	9.44%	70 581.62	16.49%
储备	9 228 400	31.77%	344 515.69	80.47%
减: 库存股	0	0.00%	0	0.00%
其他综合收益	-34 500	-0.12%	-34.7	-0.01%
归属于母公司所有者权益合计	11 935 500	41.09%	344 480.98	80.46%
少数股东权益		0.00%	4 917.66	1.15%
所有者权益合计	11 935 500	41.09%	349 398.64	81.61%
负债和股东权益合计	29 047 900	100.00%	428 134.16	100.00%
营业总收入	23 371 500	100.00%	242 379.94	100.00%
营业总成本	16 248 500	69.52%	308 398.30	127.24%
营业成本	14 008 900	59.94%	233 919.21	96.51%
营业开支	2 239 600	9.58%	34 736.90	14.33%

(续)

项目	苹果公司 2015 年年度财报		莱宝高科 2015 年年度财报	
	(万美元)	占比	(万元人民币)	占比
财务费用	218 800	0.94%	-6 952.32	-2.87%
资产减值损失		0.00%	46 694.51	19.27%
其他经营收益	-90 300	-0.39%	468.89	0.19%
营业利润	7 251 500	31.03%	-65 549.47	-27.04%
加：营业外收入		0.00%	4 778.88	1.97%
减：营业外支出		0.00%	2 967.26	1.22%
利润总额	7 251 500	31.03%	-63 737.85	-26.30%
减：所得税费用	1 912 100	8.18%	-2 857.87	-1.18%
净利润	5 339 400	22.85%	-60 879.98	-25.12%
净资产收益率	44.74%		-17.42%	

那麼2015年的差別是不是由當年的特殊原因所引起的呢？我們來看這兩家公司從2011年到2015年的利潤表數據情況。如表4-7所示，在短短的5年內，萊寶高科的毛利率從2011年的50.06%跌到了2015年的3.49%，蘋果公司的毛利率則在5年間穩定在40%左右；萊寶高科的銷售淨利率從2011年的37.13%跌到了2015年的-25.12%，蘋果公司的銷售淨利率穩定在20%以上。

為什麼蘋果公司的毛利率和銷售淨利率都非常穩定地保持在較高的水平上，而萊寶高科則如過山車般從原來的高水平在短期內就下降到虧

損的地步？深層次的原因即在於，蘋果公司通過技術專利構築了很深的競爭壁壘，即巴菲特所謂的“護城河”，一般的競爭者根本無法跨越這個護城河，從而保證了其競爭優勢。萊寶高科的生產製造顯然無法建立起競爭壁壘。萊寶高科作為蘋果公司的供應商，其主要產品為觸摸屏。觸摸屏行業的進入門檻不高，沒有什麼特別核心的技術，對廠家的要求主要集中在工藝上，新進入者追趕甚至替代老公司的難度相對較低。因此，除萊寶高科、長信科技、歐菲光等行業內公司相繼擴產外，超聲電子、南玻A、華東科技等公司也先後湧進，導致市場競爭日益激烈，毛利率和銷售淨利率大幅下滑。沒有核心競爭力的競爭，最後只能陷入價格戰，觸摸屏行業的現狀很好地說明了，多數中國公司在產業鏈的生態底端。

表4-7 蘋果公司和萊寶高科2011~2015年的利潤

公司	項目	2015		2014		2013		2012		2011	
		金額	占比	金額	占比	金額	占比	金額	占比	金額	占比
蘋果公司 (萬美元)	營業總收入	23 371 500	100.00%	18 279 500	100.00%	17 091 000	100.00%	15 650 800	100.00%	10 824 900	100.00%
	營業總成本	16 248 500	69.52%	13 029 200	71.28%	12 191 100	71.33%	10 126 700	64.70%	7 445 900	68.78%
	營業成本	14 008 900	59.94%	11 225 800	61.41%	10 660 600	62.38%	8 784 600	56.13%	6 443 100	59.52%
	淨利潤	5 339 400	22.85%	3 951 000	21.61%	3 703 700	21.67%	4 173 300	26.67%	2 592 200	23.95%
萊寶高科 (萬元人民幣)	營業總收入	242 379.94	100.00%	234 327.14	100.00%	200 078.05	100.00%	121 005.5	100.00%	123 655.46	100.00%
	營業總成本	308 398.3	127.24%	235 480.26	100.49%	193 951.91	96.94%	105 493.14	87.18%	73 465.62	59.41%
	營業成本	233 919.21	96.51%	209 565.96	89.43%	172 109.97	86.02%	90 292.37	74.62%	61 753.62	49.94%
	淨利潤	-60 879.98	-25.12%	1 713.32	0.73%	6 802.35	3.40%	14 348.91	11.86%	45 911.6	37.13%

當然，要求萊寶高科成為類似蘋果公司的偉大企業，可能有點兒勉為其難。我們只是從兩家公司的比較，可以看出建立企業核心競爭力的重要性。核心競爭力的研究文獻非常多。簡言之，公司核心競爭力指的就是公司無法被模仿、無法被超越的能力。分析一家公司的核心能力，對把握該公司是否具有可持續的競爭優勢是很直觀的，可從下述方面來考察：①競爭優勢的持續耐久性。其主要是指其作為利潤源泉的持久程度，而不是指物理耐久性。只要公司的創新、多產和高質量等最基本的特點沒有明顯不利變化，其商譽就不會隨時間流逝而受到侵蝕。

②無法轉移性。核心能力和資源越容易轉移，公司競爭優勢的可持續性就越差。真正的戰略資產和核心能力的一個基本特徵是它對公司的專有程度，即紮根於公司組織之中，融入公司的文化和管理模式之中。③無法複製性。其含義是如果某個公司的核心能力或資源雖不能輕易被轉移，但競爭者經過適當的投資或者直接購置相同的資產，就可以形成幾乎相同的生產能力，那麼這個公司就不擁有真正持久的競爭優勢。

留給中國公司和企業家們的一個命題是，如何創造競爭壁壘，站到產業鏈的頂端，成為有核心競爭力的公司，從而產生讓人滿意的財報結果和數字特徵。

4.8 公司戰略和公司財報關係的總結

公司戰略要解決的兩個核心問題：一是進入什麼行業；二是在進入的行業中如何形成競爭優勢。

不同行業的公司存在著不同財報數字特徵。有些行業屬於重資產行業，固定資產、無形資產等長期資產佔總資產的比重非常高，比如鋼鐵行業、水泥行業等；有些行業屬於輕資產行業，貨幣資金、存貨、應收賬款等資產佔總資產的比重非常高，比如科技行業、白酒行業等。不同行業的利潤表結構特徵也存在著明顯差異。在標準化的生產製造和服務行業，毛利率和銷售淨利率比較低；在強調差異化的行業，毛利率和銷售淨利率比較高。

在同一行業裡面，不同公司之間存在著競爭策略的差異。主要的競爭策略包括總成本領先策略和差異化策略。不管哪一種策略，重點在於建立公司的核心競爭力，通過“護城河”保證持續的盈利能力。同一行業的不同公司可能處於行業價值鏈中的不同環節，從而也會導致財報數字特徵存在著重大差異。

第5章 財報項目之間的邏輯關係

在開始財報項目的具體分析之前，本章論述了各個財報項目之間的邏輯關係，有助於我們從總體上把握財報分析的核心問題及重點所在。本章的內容從戰略入手，然後從投資活動現金流量、籌資活動現金流量傳導到資產結構和資本結構，再從資產結構和資本結構傳導到收入、成本費用以及資本成本，最後迴歸到經營活動產生的現金流量，構成了公司“現金—……—現金”的循環邏輯。

財報項目之間的邏輯關係

公司的價值目標就是“投入現金，收回更多的現金”。我們按照“公司戰略+戰略執行=財報結果”，分析了公司戰略與公司財報之間的關係。那麼，戰略執行與公司財報之間關係如何呢？公司戰略對公司財報是宏觀層面的影響，而戰略執行則直接影響到三張報表中的具體報表項目，並形成了三張報表之間的現金持續循環。絕大多數公司的現金持續循環模式是，“戰略——投資活動現金流量（以籌資活動現金流量來滿足）——資產（機器設備、存貨、應收賬款等）——收入（成本費用）——經營活動現金流量——戰略——投資活動現金流量……”。我們以上述模式來描述戰略執行和公司財報之間的關係如下：

1) 戰略決定公司未來的方向。 戰略決定公司的命。公司要賺錢，首先要命好。

2) 戰略與現金流量表中投資活動現金流量的關係： 戰略決定投資活動現金流量。公司的戰略執行首先需要投資活動來實施。廣義的投資活動，是指一家公司的資源配置，包括固定資產、無形資產、股權等長期資產和現金、存貨、銷售渠道和廣告投入等營運資產進行的資源平

衡配置。狹義的投資活動，是指現金流量表中界定的那些投資活動。投資活動現金流量的項目很多，可以分為兩大類：一類是理財型投資活動現金流量，另一類是戰略型投資活動現金流量。理財型金融資產投資對公司的長遠發展影響不大。對於多數公司來說，體現長期戰略的是購建活動（購建和處置固定資產、無形資產等）和併購活動（取得子公司和處置子公司）以及戰略型聯營公司與合營公司的股權投資。投資決策的標準是淨現值、內含報酬率和投資回收期等。

3) 戰略與現金流量表中籌資活動現金流量的關係： 戰略決定籌資活動現金流量。戰略需要投資加以實現，投資活動需要資金，籌資活動是為了滿足投資的需求。廣義的籌資活動，是指一家公司的資本來源，包括股權籌資、債務籌資以及內源性籌資，其中內源性籌資是指通過公司經濟活動獲取的超過初始現金投入的增量資金。狹義的籌資活動，是指現金流量表中界定的那些籌資活動。籌資活動現金流量的項目很多，可以分為兩大類：一類是股權籌資活動現金流量，另一類是債務籌資活動現金流量。籌資活動需要考慮資金成本、資金結構、融資順序、融資期限、融資時機五大問題。

4) 投資活動與資產的關係： 投資活動決定資產結構和資產質量。投資活動會形成不同的資產組合。一般公司的資產結構包括：金融資產（長期存在銀行的銀行存款、交易性金融資產、持有至到期投資、可供出售金融資產、公允價值計量的投資性房地產等）；聯營公司和合營公司的長期股權投資；公司的經營資產，包括長期經營資產（固定資產、在建工程、無形資產、研發支出、商譽、長期待攤費用等）和經營資本需求（週轉性經營資產減去週轉性經營負債）。營運資本需求包括短期的資金投入和長期的資金投入。傳統觀念裡營運資本都是短期投入，但是在公司運作中這是錯誤的。絕大多數公司在應收賬款和存貨等週轉性經營資產上，都需要長期投入一筆資金。比如，原來的原材料領用了以後，新的原材料馬上補充到倉庫裡，多數公司的倉庫總是長期儲存了各種各樣的東西，這就導致有一筆資金被長期佔用。同理，週轉性經營負債對於絕大多數公司來說就是一個長期資金來源。

5) 籌資活動與資本的關係：籌資活動形成債務資金和股權資金，不同的籌資決策和活動會形成不同的資本結構和資本成本；現有的資本結構影響下一步的籌資決策和籌資活動。資本結構包括短期債務、長期債務、股東權益，三者相加被稱為投入資本，後兩者相加被稱為長期資本來源。

6) 資產結構與資本結構之間的關係包括匹配型、激進型、保守型。匹配型即長期資本來源滿足資產的長期資金需求，短期資本來源滿足資產的短期資金需求；保守型即長期資本來源不僅滿足資產的長期資金需求，還滿足部分或者全部資產的短期資金需求；激進型即不僅用長期資本來源滿足資產的長期資金需求，還用短期資本來源滿足資產的長期資金需求，也就是短融長投。激進型的公司比較容易出現危機。

7) 資產負債表和利潤表的關係：資產結構和質量決定利潤的結構、質量和多寡，資本結構決定資本成本。金融資產帶來稅後金融收益，包括利息收入、短期投資收益、公允價值變動收益等，一般來說金融資產是低收益資產；長期股權投資帶來聯營公司和合營公司的投資收益；經營資產帶來稅後經營利潤。經營利潤需要結合戰略和行業分析，判斷其連續性和持續性。利潤和資本成本比較，決定一家公司是否創造價值。

8) 利潤表和經營活動現金流量的關係：營業收入的質量決定經營活動現金流量、利潤。營業收入和需要付現的成本費用（管理費用、銷售費用中需要支付現金的部分）對應經營活動現金流量中銷售商品、提供勞務收到的現金，和一部分購買商品、接受勞務支付的現金以及為職工支付的現金（還有一部分在營運資本需求環節）。

9) 經營活動現金流量和投資活動現金流量的關係：經營活動現金流量的淨額必須大於公司投資活動後資產所產生的折舊攤銷和利息支出（相當於初始投資的分期本金），公司才可以持續發展。長期資產投資包括保全性投資和擴張性投資。折舊攤銷收回的現金流用於保全性長期資產投資，自由現金流可以用於擴張性長期資產投資。如果沒有好的項目可以投資，則給予股東現金分紅。由此，進入下一個投資決策和投資活動循環。現金進行投資，投資形成資產，資產轉化成成

本，成本帶來收入，收入轉化成更多的現金，持續循環，就是公司發展壯大的過程。

如果大家認為上述論述過於複雜的話，我們可以簡化為：

公司戰略決定投資方向和活動，投資方向和活動決定資產結構和質量；籌資活動募集現金是為了滿足投資活動的需求，籌資活動決定資本結構及資本成本；資產結構和資本結構的匹配程度決定公司的短期風險；資產結構和質量及營運活動效率決定利潤結構、質量和多寡，利潤與資本成本決定公司創造價值的程度及長期風險；營業收入、營業成本和利潤決定經營活動現金流，經營活動現金流決定自由現金流，自由現金流決定公司價值。

我們把上述關係通過圖5-1來表示。



圖5-1 財報分析的邏輯：現金流循環

需要注意的是，公司戰略執行和財報之間的關係跟公司的商業模式有關。大多數公司適用上述分析，但是銀行等金融公司不適用。銀行最主要的就是金融資產，其模式是“現金——經營活動（貸款）——更多的現金”，而無須跟一般公司一樣購置機器設備等資產。再比如，對於阿里巴巴和騰訊，最主要的不是有多少固定資產，而是人才、客戶和大數據資產。

第6章 從投資活動現金流量看一家公司的戰略和未來

一家公司在確定戰略以後，需要通過其投資活動來貫徹和執行戰略，做到思行合一。比如，華為提出“全球領先的信息與通信技術（ICT）解決方案供應商”的戰略，就要不斷地在ICT領域進行投資，包括研發投資、生產投資、服務投資。再比如，中國交建提出“矢志成為全球知名的工程承包商、城市綜合體開發運營商、特色房地產商、基礎設施綜合投資商、海洋重工與港口機械製造集成商”，就要在五大領域開展投資。

一個流行的說法是，三年前的選擇決定了你今天的結果，今天的選擇決定了你三年後的成就。用到公司上面來就是，三年前的投資活動決定了公司今天的結果，今天的投資活動決定了公司三年後的成就。因此，在公司管理中，銜接戰略和財報的核心就是公司的投資活動。

本章從介紹投資活動現金流量的格式和項目開始，循序漸進，講解如何從投資活動現金流量來分析公司的戰略和未來。投資活動現金流量中與公司戰略執行密切相關的兩大類項目為，購建長期資產活動的現金流量和併購活動的現金流量。根據戰略投資活動現金流量，我們可以判斷一家公司是處於擴張戰略、收縮戰略還是維持戰略，並預測一家公司的現金需求。對於公司高管來說，投資活動的決策應當圍繞現金流，以淨現值準則為決策標準。

6.1 投資活動現金流量的格式和項目

公司的大多數投資活動，體現在現金流量表的投資活動現金流量中。因此，多數時候投資活動現金流量反映了一個公司的戰略。

我們以萬華化學為例列示現金流量表中投資活動現金流量的格式和項目如表6-1所示。

表6-1 萬華化學投資活動現金流量

单位：万元

投资活动产生的现金流量	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
收回投资收到的现金		9 683.33	2 578.86		934.55
取得投资收益收到的现金	600.00	300.00	391.45	432.72	995.23
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	6 343.60	63.43	474.43	630.77	782.14
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金	487.95			2 166.57	1 192.00
投资活动现金流入小计	7 431.55	10 046.75	3 444.74	3 230.06	3 903.91
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	516 046.47	905 028.67	677 078.53	393 470.79	290 372.70
投资支付的现金	10 000.00		6 886.60	2 003.40	510.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额		7 297.91			
支付其他与投资活动有关的现金	3 845.69	303.22	1 126.75		
投资活动现金流出小计	529 892.16	912 629.80	685 091.88	395 474.19	290 882.70
投资活动产生的现金流量净额	-522 460.61	-902 583.05	-681 647.14	-392 244.12	-286 978.79

表6-1中的現金，指的是一家公司的現金和現金等價物。現金，是指公司庫存現金以及可以隨時用於支付的存款。現金等價物，是指公司持有的期限短、流動性強、易於轉換為已知金額現金、價值變動風險很小的投資。現金等價物雖然不是現金，但其支付能力與現金的差別不大，可被視為現金。例如，公司為保證支付能力手持必要的現金，為了不使現金閒置，可以購買短期債券，在需要現金時隨時可以變現。

投資活動現金流量包括投資活動現金流入和投資活動現金流出。

6.2 與公司戰略關聯度不大的投資活動現金流量項目

6.2.1 公司理財類投資活動現金流入和流出

根據公司會計準則的規定，收回投資收到的現金項目反映公司出售、轉讓或到期收回除現金等價物以外的交易性金融資產、持有至到期投資、可供出售金融資產、長期股權投資等而收到的現金，根據“交易性金融資產”“持有至到期投資”“可供出售金融資產”“長期股權投資”“現金”“銀行存款”等賬戶的記錄分析填列。取得投資收益收到的現金項目反映公司因股權性投資而分得的現金股利、因債權性投資而取得的現金利息收入，根據“應收股利”“應收利息”“投資收益”“庫存現金”“銀行存款”等賬戶的記錄分析填列。投資支付的現金項目反映企業進行權益性投資和債權性投資所支付的現金，包括企業取得的除現金等價物以外的交易性金融資產、持有至到期投資、可供出售金融資產而支付的現金，以及支付的佣金、手續費等交易費用，根據“交易性金融資產”“持有至到期投資”“可供出售金融資產”“投資性房地產”“長期股權投資”“庫存現金”“銀行存款”等賬戶的記錄分析填列。

通俗地說，上述三個項目大多數時候是由於公司手裡儲備的現金比較多，但是現金回報率太低，因此用現金進行交易性金融資產、持有至到期投資、可供出售金融資產、財務類長期股權投資等金融資產的投資並取得收益，而在公司需要現金的時候隨時變現金融資產，相當於

一家公司的現金蓄水池。購買金融資產時支付現金，出售金融資產或者收到利息和現金股利時收回現金。一般來說，這三個項目與公司戰略的關聯度不是很大。

需要注意的例外事項是，有些情況下長期股權投資可能與公司戰略的關聯度比較高，尤其在佔被投資公司股權比例不高，但是被投資公司的經營業績和發展前景非常好的時候，對於公司可能會產生重大而長遠的影響。比如，新希望在2000年只持有民生銀行上市之初7.98%的股權，但是這構成了新希望此後非常重要的一部分資產和主要的利潤來源，因此這一長期股權投資對新希望而言就具有了重要的戰略意義。

6.2.2 公司其他投資活動現金流入和流出

收到的其他與投資活動有關的現金項目和支付的其他與投資活動有關的現金項目，反映公司除了理財類投資活動和戰略類投資活動外，收到的和支付的其他與投資活動有關的現金。

支付的其他與投資活動有關的現金包括：公司購買股票和債券時，實際支付的價款中包含的已宣告但尚未領取的現金股利或已到付息期但尚未領取的債券利息，應在“支付的其他與投資活動有關的現金”項目中反映（簡言之，支付的這部分現金不是金融資產的本金，而是理財投資活動中附帶發生的預付現金，並且在短期之內收回）；處置固定資產、無形資產和其他長期資產所收回的現金淨額為負數，或者處置子公司及其他營業單位收到的現金淨額為負數，也在“支付的其他與投資活動有關的現金”項目中反映。

收回購買股票和債券時支付的已宣告但尚未領取的現金股利或已到付息期但尚未領取的債券利息，應在“收到的其他與投資活動有關的現金”項目中反映（同理，收回的這部分現金不是金融資產的本金或者收益，而是理財投資活動中的預付現金）。

一般來說，其他與投資活動有關的現金金額不大，如果價值較大的，應單列項目反映。

6.3 充分反映公司戰略的投資活動現金流量項目

投資拉動一家公司的增長。投資活動現金流量項目中對公司具有長遠戰略影響意義的是兩大類投資決策和活動：一是購建和處置長期資產的投資決策和活動，二是併購和處置子公司的投資決策和活動。上述活動就反映在下面這些項目中。

6.3.1 購建和處置長期資產的投資決策和活動

投資活動現金流量項目包括購建固定資產、無形資產和其他長期資產支付的現金項目，和處置固定資產、無形資產和其他長期資產收回的現金淨額項目。

購建固定資產、無形資產和其他長期資產支付的現金項目反映企業購買、建造固定資產，取得無形資產和其他長期資產（如投資性房地產）支付的現金，包括購買機器設備所支付的現金、建造工程支付的現金、支付在建工程人員的工資等現金支出。

處置固定資產、無形資產和其他長期資產收回的現金淨額項目反映企業出售固定資產、無形資產和其他長期資產（如投資性房地產）所取得的現金，減去為處置這些資產而支付的有關費用後的淨額。處置固定資產、無形資產和其他長期資產所收到的現金與處置活動支付的現金，在時間上比較接近，以淨額反映更能準確反映處置活動對現金流量的影響。

長期資產是一家公司的生產資料，需要經過比較長的時間才能收回初始投入的現金。公司選擇什麼行業，就必須具備與該行業相匹配的長期資產。比如，鋼鐵製造公司必須購建鍊鐵、鍊鋼、熱軋、冷軋設備，中國建築總公司必須購置工程施工機械，萬華化學必須購建化學生產設備，等等。由於長期資產的專用屬性，一旦公司購建了長期資產，就很難用於其他行業和用途，因此一家公司的長期資產決定了未來一段時期內這家公司所處的行業及經營特徵。從這個角度來說，購建長期資產的決策和活動對公司的長遠發展具有重大戰略意義。

分析購建和處置長期資產的現金流量，要關心兩個問題。

一是公司進入的行業。不同行業的資產帶來未來回報的能力存在著差異，這個問題需要結合前面不同行業的財報特徵來分析和判斷。

二是購建和處置長期資產後，公司經營規模和生產能力的擴張程度。這個可以通過如下三個指標來反映。

長期資產淨投資額=購建長期資產支付的現金-處置長期資產收回的現金

長期資產新投資額=長期資產淨投資額-報廢或到期退役的長期資產

長期資產擴張性資本支出比例=長期資產新投資額÷期初長期資產淨額×100%

第一個指標的含義是：當期新購建的長期資產減去當期處置的長期資產，代表一家公司是買進來的長期資產多，還是賣出去的長期資產多。比如，A航空公司當期新購建了50架飛機，同時處置了10架飛機（如轉讓給其他航空公司），則當期從購建和處置的角度而言，A航空公司增加了40架飛機的經營規模。

第二個指標的含義是：長期資產淨投資額減去到期退役的長期資產淨額，代表一家公司實際增加的經營規模和生產能力，反映一家公司擴張的絕對程度。一家公司經營能力的降低，除了出售長期資產外，還包括報廢和長期資產正常使用到期後無法使用的情況。比如，上述A航空公司當期除了處置10架飛機以外，因為折舊到期而退役了8架飛機，則A航空公司當期實際增加了32架飛機的經營規模和能力。公司內部管理人員做分析的時候可以得到準確的到期退役的長期資產，而外部分析人員則只能採用近似的替代數字——當期折舊攤銷金額來替代。折舊攤銷在財務上的意義，是一家公司的長期資產在使用過程中被消耗的程度，因此需要把折舊攤銷的金額用來持續更新其生產設備等長期資產。長期資產擴張性資本支出表明一家公司的自我擴張情況。

第三個指標長期資產擴張性資本支出比例，代表一家公司當期新增加的經營規模和生產能力佔前期經營規模和生產能力的比重，反映一家公司擴張的相對程度。

如果一家公司的長期資產新投資額遠遠大於零，則這家公司採取了擴張戰略。如果一家公司的長期資產新投資額遠遠小於零，則這家公司採取了收縮戰略。如果一家公司的長期資產新投資額接近於零，則這家公司採取了維持戰略。

我們以前面的萬華化學為例進行分析，如表6-2所示。

表6-2 萬華化學投資活動現金流量分析

单位：万元

投资活动产生的现金流量	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
(1) 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	6 343.60	63.43	474.43	630.77	782.14
(2) 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	516 046.47	905 028.67	677 078.53	393 470.79	290 372.70
(3) 长期资产净投资额 = (2) - (1)	509 702.87	904 965.24	676 604.10	392 840.02	289 590.56
(4) 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	147 283.57	93 410.51	84 613.47	73 144.68	66 203.01
(5) 无形资产摊销	7 317.79	4 452.57	2 104.77	1 185.67	909.57
(6) 长期待摊费用摊销	0.00	1 013.21	1 001.86	766.52	472.29
(7) 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	16 002.01	22 280.25	2 943.74	16 982.18	1 387.00
(8) 固定资产报废损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
(9) 长期资产新投资额 = (3) - (4) - (5) - (6) - (7) - (8)	339 099.50	783 808.70	585 940.26	300 760.97	220 618.69
(10) 期初长期资产净额	3 151 290.18	2 261 402.90	1 398 641.31	963 849.84	792 009.56
(11) 长期资产扩张性资本支出比例 = (10) / (9) × 100%	10.76%	34.66%	41.89%	31.20%	27.86%

從表6-2中可以看出，萬華化學在2011~2015年採取了擴張戰略，從2011年開始連續5年進行了鉅額長期資產購建活動。2011年12月31日，萬華化學的長期資產淨額為79億元，到了2015年12月31日萬華化學的長期資產淨額為315億元，每年以極高的新投資額比例在擴張。最後，5年之內萬華化學的經營規模和生產能力增加到了原來的4倍左右。由於萬華化學購建長期資產的週期比較長，截至2015年上述生產能力尚未發揮。但是可以預期的是，隨著未來生產能力的增加，其未來的收入和經營活動現金流量也會增加。

我們根據表6-3來分析大秦鐵路的戰略。大秦鐵路在2011~2015年採取了維持戰略，從2011年開始連續5年長期資產購建活動的新投資額比例接近於零。2011年1月1日，大秦鐵路的長期資產淨額為723億元，到了2014年12月31日萬華化學的長期資產淨額為720億元。5年之內大秦鐵路的經營規模和生產能力幾乎沒有變化，因此我們可以預期未來的收入和經營活動現金流量會穩定在一個區間範圍之內，不可能有大幅度的上升。

表6-3 大秦鐵路投資活動現金流量分析

单位：万元

投资活动产生的现金流量	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
(1) 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	3 285.14	4 996.63	1 905.69	2 379.58	791.99
(2) 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	581 168.05	551 537.83	473 804.57	394 346.46	398 752.48
(3) 长期资产净投资额 = (2) - (1)	577 882.91	546 541.20	471 898.88	391 966.88	397 960.49
(4) 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	502 057.95	481 734.09	471 016.21	436 951.57	398 370.94
(5) 无形资产摊销	11 426.22	11 405.27	11 031.52	10 913.59	10 479.66
(6) 长期待摊费用摊销	3 512.78	3 564.58	3 152.08	3 124.27	192.47
(7) 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	14 714.90	4 451.56	7 326.38	1 036.42	2 580.41
(8) 固定资产报废损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
(9) 长期资产新投资额 = (3) - (4) - (5) - (6) - (7) - (8)	46 171.06	45 385.70	-20 627.31	-60 058.97	-13 662.99
(10) 期初长期资产净额	7 208 380.49	7 268 897.23	7 187 804.63	7 093 506.42	7 231 764.02
(11) 长期资产扩张性资本支出比例 = (10) / (9) × 100%	0.64%	0.72%	-0.32%	-0.94%	-0.22%

上述分析中的例外情況是，有一些公司的長期資產在很長一段時間內無須更新，計提的折舊攤銷不必持續投入長期資產購建。在此類情況下，我們分析時需要做判斷和調整，比如表6-4中的白雲機場即是這種情況。2010~2014年，新投資額除了2010年為9.8億元和2011年為1.6億元之外，其他三個年份都為負數，長期資產淨額從88億元下降到72億元。表面上看起來白雲機場的經營能力在下降，但是我們需要注意白雲機場經營的特殊性。其無須像一般生產製造企業不斷更新機器設備，因為白雲機場的長期資產主要是航站樓和跑道。一旦航站樓和跑道建好，長期內就不必再次投入大量現金進行長期資產的購建。因此，2010~2014年，雖然白雲機場的長期資產淨額減少，但是經營規模沒有變化，採取的是維持策略。

表6-4 白雲機場投資活動現金流量分析

单位：万元

投资活动产生的现金流量	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31	2010-12-31
(1) 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	93.33	55.80	27.49	70.95	30.12
(2) 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	9 688.48	8 967.75	36 134.44	84 614.19	160 508.67
(3) 长期资产净投资额 = (2) - (1)	9 595.15	8 911.95	36 106.95	84 543.24	160 478.55
(4) 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	66 934.19	67 056.20	68 531.92	66 849.88	60 337.07
(5) 无形资产摊销	74.84	90.16	190.38	192.40	491.65
(6) 长期待摊费用摊销	359.41	456.92	399.06	459.29	1 238.82
(7) 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	3 596.63	5 582.40	11 171.39	219.49	0.00
(8) 固定资产报废损失	0.00	0.00	0.95	0.00	28.26
(9) 长期资产扩张性资本支出 = (3) - (4) - (5) - (6) - (7) - (8)	-61 369.92	-64 273.73	-44 186.75	16 822.18	98 382.75
(10) 期初长期资产净额	726 173.52	796 096.04	863 625.03	902 892.94	887 216.38
(11) 长期资产扩张性资本支出比例 = (10) / (9) × 100%	-8.45%	-8.07%	-5.12%	1.86%	11.09%

6.3.2 取得和處置子公司的投資決策和活動

除了自我購建長期資產外，一家公司的戰略還取決於其併購活動。投資活動現金流量中取得子公司及其他營業單位支付的現金淨額項目和處置子公司及其他營業單位收到的現金淨額項目，即是反映一家公司的兼併收購活動情況。

取得子公司及其他營業單位支付的現金淨額項目，反映企業取得子公司及其他營業單位購買出價中以現金支付的部分，減去子公司或其他營業單位持有的現金和現金等價物後的淨額。

處置子公司及其他營業單位收到的現金淨額項目，反映企業處置子公司及其他營業單位所取得的現金，減去子公司或其他營業單位持有的現金和現金等價物以及相關處置費用後的淨額。

分析公司併購活動的現金流量，要關心兩個問題。

一是公司通過併購活動進入的行業，對該行業的情況進行分析。

二是併購規模所帶來的擴張程度，以及併購價格是否合理、併購對象未來經營情況的預期判斷和分析。併購規模可以通過如下指標來反映。

淨合併額=取得子公司支付的現金-處置子公司收回的現金

淨合併額大於零，表明公司通過併購活動在擴張；淨合併額小於零，表明公司通過出售子公司在收縮；淨合併額接近於零，表明公司沒有併購活動，維持原有狀態。

在萬華化學的投資活動現金流量中，萬華化學的淨合併額為零，沒有進行併購活動。

我們以藍色光標為例分析併購擴張情形下的投資活動現金流量。藍色光標自上市以來，不斷通過併購活動進行擴張，其投資活動現金流量

如表6-5所示。我們可以看出藍色光標從2011年到2015年每年取得子公司及其他營業單位支付的現金淨額都很大，最高的2015年多達16億多元。

表6-5 藍色光標投資活動現金流量分析

單位：萬元

投資活動產生的現金流量	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
處置子公司及其他營業單位收到的現金淨額	5 147.36	0.00	9.31	0.00	0.00
取得子公司及其他營業單位支付的現金淨額	163 681.52	124 855.62	15 116.93	12 291.59	14 153.42
淨合併額	158 534.16	124 855.62	15 107.62	12 291.59	14 153.42

我們再以上海家化為例來看處置子公司採取收縮策略的投資活動現金流量。上海家化被視為日化行業品牌龍頭，在2012、2013年上海市國資委出讓股權給平安集團後，一度陷入資方和管理層的矛盾風波。2013年，以葛文耀為代表的原管理層離開上海家化，平安引入職業經理人謝文堅。2014年，謝文堅發佈上海家化5年發展戰略：2018年，營收突破120億元，同時躋身中國日化行業市場份額前5名，並且向投資者解釋稱：“120個億的銷售包括了企業自身品牌目標100億，另外20億來自併購。”但是，從上海家化投資活動現金流量來看，2013年以來上海家化不僅沒有併購活動，反而在2015年出售了一家子公司，即說一套做一套，做的和說的不一樣。業績也沒有達到戰略預期，最終導致謝文堅在2016年黯然下臺。對於一家公司來說，不僅要戰略正確，還要實際執行到位。2015年8月4日晚間，上海家化公告以23.3億元的價格，向中國中藥（00570.HK）出售江陰天江藥業有限公司23.8378%的股權，與此同時將帶來約17.9億元的投資收益。上海家化稱此舉

是為了更好地實施日化行業的發展戰略，交易完成後將不再持有天江藥業的股權。上述運作後，上海家化在2015年的投資活動現金流量如表6-6所示，淨合併額為-19億多元。我們要思考的一個問題是：到底是收回現金後持有大量現金好，還是持有一個有發展前途的公司的股權好？現金是低收益資產，在沒有好的投資項目的情況下，毫無疑問是持有股權好。因此，上海家化出售天江藥業股權的決策是一個有損公司利益的決策。

表6-6 上海家化投資活動現金流量分析

單位：萬元

投資活動產生的現金流量	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31
處置子公司及其他營業單位收到的現金淨額	191 688.81	720.43	0.00
取得子公司及其他營業單位支付的現金淨額	0.00	0.00	0.00
淨合併額	-191 688.81	-720.43	0.00

6.3.3 戰略投資活動的綜合現金需求分析

在上述分析的基礎上，我們可以合併計算購建活動和併購活動的現金需求。

戰略投資活動的綜合現金需求=購建活動的淨投資額+併購活動的淨合併額

我們以萬華化學為例進行上面這些數據的分析和計算，結果見表6-7。

表6-7 萬華化學戰略投資活動的綜合現金需求分析

单位：万元

投资活动产生的现金流量	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
(1) 净投资额	509 702.87	904 965.24	676 604.10	392 840.02	289 590.56
(2) 净合并额	0.00	7 297.91	0.00	0.00	0.00
(3) 综合现金需求=(1)+(2)	509 702.87	912 263.15	676 604.10	392 840.02	289 590.56

6.4 不涉及投資活動現金流量的購建和併購決策及活動以及其他例外情況

一些公司的購建和併購決策及活動可能不涉及現金流量，最典型的情況包括以下兩種。

一是公司發行股份購買資產。發行股份購買資產就是公司以股份作為支付對價的方式來購買資產，實踐中這是上市公司進行資產重組最常用的一種方式。由於公司以股份支付而非以現金支付，在公司財報中不會體現在公司的投資活動現金流量中，而是直接增加資產負債表中的資產，同時增加資產負債表中的股東權益。對於上市公司發行股份購買資產，按照規定要發佈發行股份購買資產公告，我們根據公告進行分析時，要關注資產的定價是否合理，資產的未來收益情況如何，等等。

二是公司融資租賃長期資產或以債務購入長期資產。融資租賃是指出租人根據承租人（公司）對租賃物件的特定要求和對供貨人的選擇，出資向供貨人購買租賃物件，並租給承租人（公司）使用，承租人（公司）則分期向出租人支付租金。在租賃期內，租賃物件的所有權屬於出租人，承租人（公司）擁有租賃物件的使用權。在融資租賃中，公司取得了資產的長期使用權，但是並沒有一次性支付現金，而是分期支付租金。因此，其在財報中不會體現在公司的投資活動現金流量中，而是直接增加資產負債表中的資產，同時增加資產負債表中

的負債。融資租賃租入的資產可以從現金流量表的附註和資產負債表中分析得到。以債務購入長期資產與融資租賃原理相同。

在上述情況中，如果涉及的資產金額比較大，對公司未來的發展就具有戰略意義。比如，2016年5月26日，三湘股份向Impression Creative Inc.等發行股份及支付現金購買資產後，持有了觀印象藝術發展有限公司100%的股權。觀印象藝術發展有限公司的資產為《印象劉三姐》《印象麗江》《印象西湖》《印象海南島》《印象大紅袍》《印象普陀山》《印象武隆》《又見平遙》《又見五臺山》，以及王潮歌和樊躍兩位導演各自新完成的後續演出項目。三湘股份從原來的單一房地產主業轉為房地產和文化旅遊雙主業，並更名為“三湘印象”。

最後需要注意的例外情況是，勞動密集型行業或者資本密集型行業的擴張或收縮，可能無法通過投資活動現金流量進行判斷。比如勞動密集型的建築施工企業，工程機械往往是通過經營租賃的方式使用，增加了建築工人擴張規模，支付給工人和為工人支付的現金只體現在經營活動現金流量中，而不涉及投資活動現金流量；再比如資本密集型的銀行業，沒有增加實體網點建設，增加了存款總額和貸款總額擴張規模，但是存貸款只體現在經營活動現金流量中，而不涉及投資活動現金流量。

6.5 公司投資活動的決策標準

前文分析了投資活動現金流量項目與公司戰略的關係。與公司戰略密切相關的是購建決策和併購決策。那麼，如何判斷和分析一家公司的投資決策是否合理呢？在財務管理中，我們根據相關性原則和安全邊際原則，對一家公司的投資決策及活動採用淨現值、內含報酬率和投資回收期進行分析和判斷。

淨現值（NPV）是指一個項目預期實現的現金流入的現值，與實施該項計劃的現金支出的現值的差額。淨現值為正值的項目可行，可以為股東創造價值；淨現值為負值的項目不可行，會損害股東價值。從理論上來說，如果一個公司由若干個項目組成，那麼這些項目的淨現值之和就是公司為股東創造的價值。

所謂內含報酬率（也稱為內部收益率，IRR），是指能夠使未來現金流入現值等於未來現金流出現值的貼現率，或者說是使投資項目淨現值為零的貼現率。內含報酬率法是根據項目本身的內含報酬率來評價方案優劣的一種方法。內含報酬率大於資金成本率的項目可行，可以為股東創造價值。而且，內含報酬率越高，投資項目越優，為股東創造的價值越多。

投資回收期是指從投資項目的投建之日起，用項目的現金流量淨額彌補初始投資現金流出金額所需要的年限。投資回收期分為靜態投資回收期與動態投資回收期兩種。靜態投資回收期是在不考慮資金時間價值的條件下，以投資項目的現金流量淨額回收其全部初始投資現金流出金額所需要的時間。動態投資回收期是把投資項目各年的現金流量淨額按資金成本率折成現值之後，再來推算投資回收期。動態投資回收期就是淨現金流量累計現值等於零時的年份。它與靜態投資回收期的根本區別是需要考慮貨幣時間價值。

上市公司在進行重大項目投資的時候，都會發布相應的公告，並在公告中提示項目的淨現值、內含報酬率等指標。比如，白雲機場在擴建二號航站樓的公告中提道：“經測算，本項目稅前內部收益率為11.35%，稅前靜態回收期為13.64年（包括建設期），具有較好的經濟效益。”我們要關注的是這些指標計算的假設和過程是否合理，是否符合股東的預期回報要求。

關於淨現值和內含報酬率的原理及其計算問題，我們放到後面的股票估值中進行詳細論述。

第7章 從籌資活動現金流量看一家公司的資本管理能力

一家公司通過投資活動去執行和貫徹戰略，就必須解決投資活動所需的資金來源問題——這就是籌資活動現金流量。籌資是為了滿足投資的需求。本章介紹如何分析公司的現金缺口，如何通過籌資活動滿足公司資金需求，以及籌資活動現金流量分析的五個關鍵問題。籌資活動

現金流量分析的五個關鍵問題包括資金成本、資金期限、資本結構、籌資順序和籌資時機。

7.1 籌資渠道

按照籌資渠道，籌資活動分為內源籌資和外源籌資。內源籌資是指公司的自有資金和生產經營過程中的資金積累部分，相當於股東獲得收益後的繼續投入；外源籌資即公司的外部資金來源部分，包括債務籌資和股權籌資。股權籌資是指公司進行的首次上市募集資金（IPO）、配股和增發等股權融資活動；債務籌資是指公司資金來自銀行、非銀行金融機構的貸款等融資活動。內源籌資保密性好，公司不必向外支付額外的籌資成本，因而風險很小，但資金來源數額與公司自有資金以及資金積累能力有關。隨著技術的進步和生產規模的擴大，單純依靠內源籌資往往很難滿足公司的資金需求，外源籌資成為公司獲取資金的重要渠道。外源籌資體現為公司的籌資活動產生的現金流量。

7.2 如何分析公司的現金缺口

在現金流量表中，經營活動現金流量淨額反映一家公司資金的自我積累能力。我們可以通過現金自給率，來判斷一個公司通過經營活動現金流量滿足公司戰略投資需求的能力。如果現金自給率高於1，則意味著這個公司的戰略投資活動現金可以全部來自公司的經營活動，而無須額外的融資；反之，如果現金自給率低於1，則意味著這個公司的經營活動現金流量無法完全滿足戰略投資活動現金需求，而需要動用公司存量資金或者外源籌資。對於現金自給率持續高於1的公司，其規模的擴張來自自我造血功能，即我們常說的自我內涵式發展，反之則為外延式發展。

現金自給率=經營活動現金流量淨額/戰略投資活動綜合現金需求

萬華化學現金自給率分析如表7-1所示。

表7-1 萬華化學現金自給率分析

单位：万元

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
(1) 经营活动产生的现金流量净额	460 239.37	402 051.49	386 926.30	380 617.87	201 243.34
(2) 战略投资综合现金需求	509 702.87	912 263.15	676 604.10	392 840.02	289 590.56
(3) 现金自给率 = (1)/(2) × 100%	90.30%	44.07%	57.19%	96.89%	69.49%

從表7-1中可以看出，萬華化學從2011年到2015年的戰略投資活動綜合現金需求金額巨大，並且5年中經營活動現金流量淨額均不能滿足投資的需求。現金自給率最高的2012年為96.89%，最低的年份為44.07%，存在著較大的差距。我們可以結合公司的存量資金計算公司的新增籌資需求，計算公式如下。如果籌資需求為負數，則表明存在著現金缺口，需要增加外源籌資；如果為正數，則無須新增籌資。

籌資需求 = 經營活動現金流量淨額 - 戰略投資活動綜合現金需求 + 期初金融資產金額

在上式中，我們以期初金融資產作為公司的存量資金。金融資產的界定和計算在後面的資產分析中有詳細的論述。以金融資產作為公司存量資金的理由是，我們把公司的現金和現金等價物以及理財類投資的金融產品視同為公司的現金蓄水池。

我們仍舊以萬華化學為例分析，如表7-2所示。從表中可以看出，2011年現金自給率只有69.49%，不過期初金融資產比較多，因此不存在現金缺口。但是萬華化學考慮到戰略擴張的需要，依然通過籌資活動新增了17.51億元的現金。2012年現金自給率為96.89%，加上期初金融資產，萬華化學無須新增融資。因此2012年在給股東分配現金股利

後，籌資活動現金流量淨額為-2.92億元。2013年現金自給率為57.19%，存在著14.15億元的資金缺口。考慮到2014年的投資需求，萬華化學大幅增加外源籌資，籌資活動現金流量淨額為26.07億元。2014年現金自給率為44.07%，存在著40.37億元的資金缺口。因此萬華化學增加外源籌資，籌資活動現金流量淨額為50.01億元。2015年現金自給率為90.30%，考慮期初金融資產，不存在資金缺口。但是為了保持公司一定的現金餘額和彈性以滿足公司營運需求，公司增加外源籌資，籌資活動現金流量淨額為17.56億元。

表7-2 萬華化學籌資需求分析

單位：萬元					
項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
經營活動產生的現金流量淨額	460 239.37	402 051.49	386 926.30	380 617.87	201 243.34
戰略投資活動綜合現金需求	509 702.87	912 263.15	676 604.10	392 840.02	289 590.56
現金自給率	90.30%	44.07%	57.19%	96.89%	69.49%
籌資需求	55 760.02	-403 693.42	-141 553.10	179 002.55	22 760.84
籌資活動產生的現金流量淨額	175 628.10	500 121.12	260 745.68	-29 233.16	175 073.07

7.3 籌資活動現金流量分析——如何通過外源籌資解決現金缺口

如果一家公司在戰略投資活動中存在著現金缺口，則需要通過籌資活動予以解決。以萬華化學為例，籌資活動產生的現金流量格式及項目如表7-3所示。

雖然籌資活動產生的現金流量項目比較多，但是我們可以按三類進行分析：第一類是與股東之間的籌資活動事項，第二類是與債權人之間的籌資活動事項，第三類是其他籌資活動事項。一家公司的籌資活動事項主要是前兩類，第三類事項的金額一般不大。

1.與股東之間的籌資活動事項

這類事項包括“吸收投資收到的現金”項目和“分配股利、利潤或償付利息支付的現金”項目。

“吸收投資收到的現金”項目，反映公司以發行股票方式籌集資金實際收到的款項淨額（發行收入減去支付的佣金等發行費用的淨額）。以發行股票等方式籌集資金而由公司直接支付的審計、諮詢等費用，在“支付的其他與籌資活動有關的現金”項目中反映。

表7-3 萬華化學籌資活動現金流量

单位：万元

筹资活动产生的现金流量	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
吸收投资收到的现金	3 037.50	18 912.50	16 000.00		
其中：子公司吸收少数 股东投资收到的现金	3 037.50	18 912.50	16 000.00		
取得借款收到的现金	2 766 282.59	1 914 578.11	1 315 739.97	946 792.41	738 724.11
收到其他与筹资活动有 关的现金					
发行债券收到的现金		100 000.00		100 000.00	85 000.00
筹资活动现金流入小计	2 769 320.09	2 033 490.61	1 331 739.97	1 046 792.41	823 724.11
偿还债务支付的现金	2 405 564.70	1 243 954.63	820 885.84	877 557.50	515 420.64
分配股利、利润或偿付 利息支付的现金	186 630.65	285 145.73	249 112.14	197 965.13	132 338.56
其中：子公司支付给少 数股东的股利、利润	13 905.75	39 921.00	46 976.10	29 608.82	42 390.73
支付其他与筹资活动有 关的现金	1 496.65	4 269.13	996.32	502.94	891.85
筹资活动现金流出小计	2 593 691.99	1 533 369.49	1 070 994.30	1 076 025.57	648 651.05
筹资活动产生的现金流 量净额	175 628.10	500 121.12	260 745.68	-29 233.16	175 073.07

“分配股利、利潤或償付利息支付的現金”項目，反映公司實際支付的現金股利、支付給其他投資單位的利潤或用現金支付的借款利息、債券利息。這個項目中與股東有關的是分配給股東的股利和利潤。

這個項目在設計上存在著很大的不足之處，把分配給股東的股利、利潤和支付給債權人的利息混合到了一起，但是股東和債權人明顯不是同一類投資者。為了得到分配給股東的股利、利潤的準確信息，我們在分析中要去查閱上市公司的股利分配公告。我們建議會計主管部門在現金流量表設計中，把分配股利、利潤支付的現金和償付利息支付的現金分開列示，以利於分析師進行分析。美國上市公司的現金流量表即把分配股利、利潤單列出來。

我們可以根據上述項目計算股東籌資淨額如下：

股東籌資淨額=吸收投資收到的現金-分配股利、利潤支付的現金

股東籌資淨額為正，說明公司股東追加投入；股東籌資淨額為負，說明公司給予股東分紅回報或者公司股東減資。萬華化學最近5年的股東籌資淨額如表7-4所示。萬華化學在2011~2015年的股東籌資淨額均為負數。2013~2015年有少量吸收投資收到的現金，但是遠遠低於給股東的現金分紅，可見雖然公司處於戰略擴張階段，但是依然每年給股東進行現金分紅——這與我國證券監管部門強制上市公司必須進行現金分紅的政策有關。至於這一政策是否合理，上市公司自有判斷，我們在後面的自由現金流部分也會進行詳細的分析。

表7-4 萬華化學與股東之間的籌資活動事項

单位：万元

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
(1) 吸收投资收到的现金	3 037.50	18 912.50	16 000.00	0.00	0.00
(2) 分配股利、利润支付的现金	43 246.69	64 870.04	151 363.43	151 363.43	129 740.08
(3) 股东筹资净额 = (1) - (2)	-40 209.19	-45 957.54	-135 363.43	-151 363.43	-129 740.08

2.與債權人之間的籌資活動事項

這類事項包括“借款收到的現金”“償還債務所支付的現金”和“分配股利、利潤或償付利息支付的現金”項目。

“借款收到的現金”項目，反映公司舉借各種短期、長期借款而收到的現金，以及發行債券實際收到的款項淨額（發行收入減去直接支付的佣金等發行費用的淨額）。

“償還債務所支付的現金”項目，反映公司以現金償還債務的本金，包括歸還金融公司的借款本金、償付公司到期的債券本金等。公司償還的借款利息、債券利息，在“分配股利、利潤或償付利息所支付的現金”項目中反映。

“分配股利、利潤或償付利息支付的現金”項目，反映公司實際支付的現金股利、支付給其他投資單位的利潤或用現金支付的借款利息、債券利息。這個項目中與債權人有關的是償付利息支付的現金。如前，償付利息支付的現金在籌資活動現金流量中無法直接得到，必須根據上市公司財務報告附註“財務費用”中的“利息支出”和資產負債表中的“應付利息”進行計算。

我們可以根據上述項目計算一家公司的債務籌資淨額：

債務籌資淨額=借款收到的現金-償還債務所支付的現金-償付利息支付的現金

從表7-5中可以看出，萬華化學在2011~2015年除了2012年債務籌資淨額為負數外，其他年份均為大額的正數。結合前述萬華化學和股東之間的籌資活動事項分析，可以看出萬華化學在2011~2015年，主要以債務籌資方式來解決戰略投資的資金需求。

表7-5 萬華化學與債權人之間的籌資活動事項

單位：萬元

項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
(1) 借款收到的現金	2 766 282.59	1 914 578.11	1 315 739.97	946 792.41	738 724.11
(2) 償還債務所支付的現金	2 405 564.70	1 243 954.63	820 885.84	877 557.50	515 420.64
(3) 償付利息支付的現金	25 404.32	41 478.43	51 123.34	96 723.51	110 894.68
(4) 債務籌資淨額 = (1) - (2) - (3)	335 313.57	629 145.05	443 730.79	-27 488.60	112 408.79

3.其他籌資活動事項

在現金流量表中，其他籌資活動事項包括“收到的其他與籌資活動有關的現金”和“支付的其他與籌資活動有關的現金”項目。

“收到的其他與籌資活動有關的現金”項目，反映公司除上述各項目外，收到的其他與籌資活動有關的現金。其他與籌資活動有關的現金，如果價值較大的，應單列項目反映。

“支付的其他與籌資活動有關的現金”項目，反映公司除上述各項目外，支付的其他與籌資活動有關的現金，如以發行股票、債券等方式籌集資金而由公司直接支付的審計、諮詢等費用，融資租賃各期支付的現金，以分期付款方式購建固定資產、無形資產等各期支付的現金，支付的籌資保證金，等等。其他與籌資活動有關的現金，如果價值較大的，應單列項目反映。

由於其他籌資活動事項一般金額不大，對公司沒有很大的影響。如果金額較大，我們應當另做分析，在此不再贅述。

7.4 籌資活動現金流量分析的五大內容

在籌資活動中，我們要考慮如下五個方面的分析與決策。

1. 資金成本

資金成本是指公司為籌集和使用資金而付出的代價，包括資金籌集費用和資金使用費用兩部分。一家公司的資金來自股東的權益資金和債權人的債務資金。不同來源資金的資金成本也不同，一般來說，債務資金成本低於權益資金成本。我們把一家公司的債務資金成本和權益資金成本按照其權重加權平均後，可以計算出這家公司的加權平均資金成本率。對於公司來說，在籌資活動中要考慮如何獲得足夠的資金，同時盡最大努力降低加權平均資金成本率。在投資決策中我們講到了內含報酬率，一家公司投資項目的內含報酬率超過加權平均資金成本率的部分，就是這家公司為股東創造的價值。因此，內含報酬率越高，加權平均資金成本率越低，則公司創造的價值越多。

(1) 債務資金成本

債務資金包括短期借款、長期借款、應付債券、長期應付款等。多數債務利率在籌資期限內不變，利息費用可以於稅前列支，因而利息可產生節稅效應。債務資金成本包含籌資過程中發生的相關籌資費用以及後續期間支付的利息費用。相關籌資費用包括：①公證機構對抵押

品及擔保的公證費。②律師簽證費。③銀行所要求的手續費。④抵押設定的各種費用，等等。

例如，某公司2016年1月1日向銀行借款100萬，年利息率為5%且每年年末付息，期限5年。另附房產抵押權，房產資產評估費用、銀行手續費等相關籌資費用率為1%，公司所得稅稅率為25%。該長期借款第一年的資金成本率= $(5\%+1\%) \times (1-25\%) = 4.5\%$ 。

在財報分析中，我們可以根據一家公司的利息支出和平均債務餘額來計算分析其債務資金成本。萬華化學在2011~2015年的稅前債務資金成本如表7-6所示。

表7-6 萬華化學的債務資金成本

單位：萬元

項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31	2010-12-31
(1) 利息支出	107 545.53	95 107.24	50 947.98	40 232.49	25 578.25	
(2) 有息債務	2 565 020.41	2 193 244.31	1 415 400.79	945 632.12	760 473.06	461 816.74
(3) 稅前債務資金成本	4.52%	5.27%	4.32%	4.72%	4.19%	
(4) 稅後債務資金成本=(3) × (1-25%)	3.39%	3.95%	3.24%	3.54%	3.14%	

表7-6的利息支出在公司年度報告財務費用附註中取數，有息債務按後續資產負債表分析中的口徑。債務資金成本= $(1) \div \text{平均有息債務餘額} \times 100\%$ ，平均債務餘額= $(\text{年末數} + \text{年初數}) \div 2$ 。上述計算過程為簡單加權平均，跟公司的實際債務資金成本可能會有差異，但不影響

大致分析判斷。我們可以從表7-6中得出，萬華化學的稅前債務資金成本在4.5%左右。

(2) 股權資金成本

債務資金成本非常好理解，就是公司承擔的利息支出。債務利息支出是剛性的，股東現金分紅則沒有硬性約束，因此有些人認為股權資金可以沒有成本——不給股東現金分紅就沒有成本。

天下沒有免費的午餐，股權資金一定是需要成本的。我在課堂上經常問：股權資金是否需要成本？當有人回答不需要的時候，我就開玩笑：郭老師今天去註冊一個公司，請你投入資金成為公司的股東，今後不給你任何回報，你願意嗎？當然沒有一個人願意把錢無償投入郭老師的公司了。

怎麼理解股權資金成本呢？我們認為，股權資金成本就是股東的最低預期回報率，這一預期回報率是上市公司為了維持其市場價值和吸引所需資金所必須達到的報酬率，或者是為了使其股票價格保持不變而必須獲得的報酬率。

經濟學家吳敬璉曾在2001年稱中國股市很像一個賭場。^[1]在2014年搜狐財經變革力峰會上，他進一步稱中國股市不僅很像一個賭場，而且還是一個沒有規矩的賭場。為什麼中國的資本市場被認為是賭場，不能有效發揮資源配置的作用，其中一個重要的原因就是很多上市公司認為股權資金不需要資金成本。任何一個負責任的企業家，在拿到資金——不論是債務資金還是股權資金時，思考的第一個問題就應該是：如何給投資者帶來預期的回報！

一般情況下，債權人會獲取穩定的利息回報和收回本金，而股東則需要承受公司虧損甚至破產的風險；在破產清算的時候，需要先償還債權人的本金和利息，股東的利益放在最後。因此，股東承擔的風險要比債權人高，股權資本成本要高於債務資本成本，也就是說股東要求的預期回報率通常比債權人要高。

在經典的教科書中，資本資產定價模型在確定無風險利率、市場風險溢價和一家公司的風險係數（貝塔係數）後，計算該公司的股權資金成本。我們在估值部分會對股權資金成本展開詳細論述。在此之前，我們採用8%作為股權資金成本進行案例中的計算。其含義是，股東要求萬華化學公司每年最低創造8%的預期回報率。如果低於這一回報率，則股東會選擇用腳投票賣出股票，導致公司股價下跌，並且也無法吸引股東新增投入資金。

(3) 加權平均資金成本

我們以萬華化學為例計算加權平均資金成本，如表7-7所示。

表7-7 萬華化學的加權平均資金成本

單位：萬元					
項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
(1) 有息債務	2 565 020.41	2 193 244.31	1 415 400.79	945 632.12	760 473.06
(2) 債務資金比例 = (1) ÷ (5)	63.38%	62.28%	54.58%	49.00%	47.42%
(3) 股東權益	1 482 323.44	1 328 567.57	1 178 095.55	984 281.01	843 092.73
(4) 股權資金比例 = (3) ÷ (5)	36.62%	37.72%	45.42%	51.00%	52.58%
(5) 投入資本合計	4 047 343.85	3 521 811.88	2 593 496.34	1 929 913.13	1 603 565.79
(6) 投入資本合計	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

表7-7的投入資本按照後續資產負債表分析中的口徑計算，加權平均資金成本按下面的公式計算：

$$\text{加權平均資金成本} = \frac{\text{有息債務}}{\text{投入資本}} \times \text{稅後債務資金成本} + \frac{\text{股東權益}}{\text{投入資本}} \times \text{股權資金成本}$$

萬華化學的加權平均資金成本在5.5%左右，其含義是萬華化學在進行投資項目決策的時候，投資項目的稅後投資收益率必須高於加權平均資金成本，否則將降低公司的價值，損害股東的利益。

2. 資本結構

從資金成本分析中，我們可以發現不同來源資金的資金成本不同。債務資金成本低且其利息支出可以在稅前抵扣，因此債務資金成本低於股權資金成本。那麼，我們是否可以無限制地在資本結構中增加債務資金的比重，來降低加權平均資金成本呢？這就涉及資本結構問題。

資本結構是指公司全部資金來源中股權資本與債務資本之間的比例關係。一家公司的最優資本結構的標準包括：有利於最大限度地增加股東財富，能使公司價值最大化；公司加權平均資金成本最低。

在學術研究中，非常多的文獻對最優資本結構進行了論述。資本結構理論是財務理論的重要組成部分之一，經歷了舊資本結構理論和新資本結構理論兩個階段。

舊資本結構理論是基於一系列嚴格假設進行研究的，包括傳統理論、MM理論和權衡理論等。主要的研究成果包括：①在理想條件下，MM理論得出資本結構與公司價值無關的結論。②存在公司所得稅的條件下，MM理論得出公司價值隨負債的增加而增加的結論。③存在破產成本的條件下，權衡理論得出實現公司價值最大化要權衡避稅利益和破產成本的結論。

新資本結構理論是基於非對稱信息進行研究的，包括代理理論、控制權理論、信號理論和啄序理論等。主要的研究成果就是，分析了在非

對稱信息條件下資本結構的治理效應及對公司價值的影響。

如果一家公司在資本結構中不斷增加債務資金的比重，當資本結構中的債務率超過50%時，破產風險增加，可能會導致公司的信用評級下降。債權人會要求提高利率以彌補風險，股東隨著公司的財務風險增加提升預期回報率要求，從而導致公司的加權平均資金成本不降反升。最優資本結構理論很多，但是在公司管理中，需要把複雜問題簡單化。因此實踐中，我們的最優資本結構為50%來自股權資金，50%來自債務資金。

我們來計算分析萬華化學的資本結構如表7-8所示，其債務資金比例在2015年年底為62.97%，偏高了一些。

表7-8 萬華化學的資本結構

單位：萬元

項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
(1) 有息債務	2 565 020.41	2 193 244.31	1 415 400.79	945 632.12	760 473.06
(2) 債務資金比例 = (1) ÷ (7)	62.97%	61.91%	54.57%	48.99%	47.41%
(3) 股東權益	1 482 323.44	1 328 567.57	1 178 095.55	984 281.01	843 092.73
(4) 股權資金比例 = (3) ÷ (7)	36.39%	37.50%	45.42%	50.99%	52.56%
(5) 投入資本合計	4 073 634.5	3 542 810.5	2 593 951.32	1 930 351.67	1 604 059.96
(6) 投入資本合計	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

3. 資金期限

在分析籌資活動現金流量時，我們還需要關注一家公司的資金期限，根據資金期限可以把公司籌資劃分為短期籌資和長期籌資。

短期籌資是指期限在一年以內的籌資，是為了滿足公司的臨時性短期資金需要而進行的籌資活動。短期籌資一般是短期債務籌資，比如銀行短期借款。

長期籌資是指籌集和管理可供公司長期（一般為一年以上）使用的資本。長期籌資的資本主要用於公司新產品、新項目的開發與推廣，生產規模的擴大，設備的更新與改造等，因此這類資本的回收期較長。長期籌資包括股權籌資和債務籌資。股權資金不需要歸還，公司可以長期使用，屬於長期資金。淨利潤是屬於股東的，應該分配給他們，留存一部分收益而不將其分給股東，實際上是向現有股東籌集權益資本。長期借款和長期債券被稱為長期債務資金，雖然需要歸還，但是可以持續使用較長時間，也屬於長期資金。

籌資的目的是滿足公司的長期資金需要，籌集多少長期資金應根據前述戰略投資的長期資金需要量確定，兩者應當匹配。在投資活動決策中，我們需要考慮投資回收期；在籌資活動決策中，我們要考慮資金來源的期限和投資回收期匹配。按照投資持續時間結構去安排籌資時間結構，有利於降低利率風險和償債風險。如果資金期限錯配，比如使用短期債務支持固定資產購置等戰略性投資的資金需求，短期債務到期時公司可能要承擔出售固定資產償債的風險。

以萬華化學為例，在2011~2015年通過籌資活動用短期債務資金來滿足長期戰略性投資的資金需求：一是導致資本債務率連續上升；二是存在著資金期限和投資回收期不匹配，導致資本結構和資產結構錯配的風險。

4.籌資順序

公司的籌資順序是指公司為新項目融資時，對融資方式選擇的一種優先次序安排。

一家公司採用不同的籌資渠道和籌資方式，就會產生不同的資金成本。一般來說，內源籌資的資金成本比較低，無須資金籌集費用；外源籌資中債務籌資的資金成本比較低，股權籌資的資金成本比較高。美國財務學家梅耶斯（Myers）和馬基盧夫（Majluf）於1984年提出了籌資優序理論，其核心思想是公司籌資首選內源籌資，其次為外源籌資，在外源籌資中又首選債務籌資，其次才是股權籌資。

當前，我國多數公司的籌資順序體現了與梅耶斯籌資優序理論不同的特點：內部籌資所佔比重偏低，嚴重依賴外部籌資，在公司的外部籌資中又明顯地偏好股權籌資。為什麼現在有很多公司在排隊IPO？不能用國外的籌資優序理論進行簡單的分析，債務籌資以股權資金為基礎，如果一家公司沒有股權資金，則無法採取債務籌資。並且IPO以後，帶給公司的不僅是股權資金，還包括公司品牌形象等無形的收益。因此我們認為，我國當前的籌資活動特徵與我國多數公司所處的發展階段有關。公司在創業初期籌資，勢必要通過外源籌資來完成資本的原始積累這一過程。而當公司發展到成長期階段，公司的技術等資源優勢已經確立，產品也開始進入市場。如果市場對產品的反應積極的話，需要進一步擴大市場規模，這就需要大量的資金。由於公司的規模也在迅速擴大，可供抵押的資產隨之增加，為採取債務籌資創造了條件，因此這一時期舉債（短期債務、長期債務）就成了首選。進入到公司發展的成熟階段，公司要適應規模發展和創新的需要，增加其競爭力，尋找新的發展機會，還需投入大量資金。由於前期階段的發展，公司的經濟水平已有了一定的基礎，實行長期債務籌資和內部籌資成為首選。

以萬華化學為例，萬華化學在經過初期原始積累發展後，在2011~2015年進行了戰略性擴張，籌資順序以內源融資和債務融資為主；在資本債務率上升後於2016年考慮股權融資，與經典的籌資優序理論相符。

我們認為，當一家公司的籌資活動符合籌資優序理論的時候，該公司步入了良性發展的階段。

5. 籌資時機

籌資時機要考慮公司的內部資金需求和外部市場時機兩個方面的問題。

首先，公司需要根據公司的戰略以及投資確定內部資金需求，並預先安排好資金來源。公司的籌資活動相對內部資金需求，應當有一定的提前量，而不能臨時抱佛腳。

其次，公司在選擇籌資方式時應當考慮市場時機因素，在股價較高時選擇股權籌資，在股價較低時選擇債務籌資，以利用較低的籌資成本優勢。一家公司在股價被嚴重低估的時候選擇股權籌資，將極大損害現有股東的利益。當前我國很多公司採取在交易價格基礎上給予一定折扣的方式進行定向增發，就是對現有股東利益的侵蝕。從這個意義上講，給現有股東配股籌資要比折扣價定向增發，對現有股東更加公平和有利。我們可以通過籌資時機分析，判斷一家公司的管理層是否認真對待股東的利益，是否是真正負責任的管理層。

以萬華化學為例，其籌資活動具有一定的提前量，能滿足公司的資金需求。但是，在2015年和2016年股價比較低迷的時候，而沒有在股價合理的時候提出股權籌資，顯然沒有很好地把握住市場時機。

[1] 參見吳敬璉於2001年提出的中國股市“賭場論”。

第8章 資產和資本分析

公司的投資活動形成資產，公司的籌資活動形成資本。由於標準資產負債表存在著缺陷，本章為此重構標準資產負債表為資產資本表，在此基礎上進行資產的分析、資本的分析以及資產資本的綜合分析。

8.1 資產負債表的重構

8.1.1 標準資產負債表的缺陷

在第1章中，我們列示了標準資產負債表的格式。在標準資產負債表中，資產部分劃分為流動資產和非流動資產，負債和股東權益部分劃分為流動負債、非流動負債和股東權益。

上述格式按照會計準則中規定的資產和負債的流動性強弱來進行劃分。其缺陷是由會計準則對流動性進行了武斷主觀的判斷，沒有考慮公司的經濟活動邏輯和管理的需要，同時也無法與現金流量表之間建立清晰的關係，具體如下。

1. 資產分類問題

標準資產負債表中資產按流動性分類的缺陷有兩個。

資產按流動性分類的第一個缺陷是比較武斷主觀，沒有真正考慮資產的變現能力問題。

按照《企業會計準則第30號——財務報表列報》的規定，資產滿足下列條件之一的，應當歸類為流動資產：①預計在一個正常營業週期中變現、出售或耗用。②主要為交易目的而持有。③預計在資產負債表日起一年內變現。④自資產負債表日起一年內，交換其他資產或清償負債的能力不受限制的現金或現金等價物。正常營業週期，是指企業從購買用於加工的資產起至實現現金或現金等價物的期間。正常營業週期通常短於一年。因生產週期較長等導致正常營業週期長於一年的，儘管相關資產往往超過一年才變現、出售或耗用，仍應當劃分為流動資產。正常營業週期不能確定的，應當以一年（12個月）作為正常營業週期。流動資產以外的資產應當歸類為非流動資產，並應按其性質分類列示。

上述歸類主觀性很強，比如“預計”“目的”等都需要人為判斷。實務中，一般把現金、存貨、應收票據、應收賬款、其他應收款、預付款項等列入流動資產，而不管存貨、應收賬款等項目到底何時能真正變現，也不管資產的真正變現能力，只是機械地進行資產的歸類。例如，假設一家公司有比較多的現金，該公司為了提高現金的收益率進行了理財型投資，購買了上市公司的股票或國家發行的國債等。按照會計處

理，這些投資所形成的資產可以記入交易性金融資產、持有至到期投資、可供出售金融資產項目，而記入何種項目取決於公司的“預計”和“目的”。如果預計短期交易，則記入交易性金融資產，持有至到期則記入持有至到期投資，不知何時交易則記入可供出售金融資產。交易性金融資產歸為流動資產，持有至到期投資和可供出售金融資產歸為非流動資產。問題在於，到底是存貨的變現能力和流動性好，還是持有至到期投資和可供出售金融資產的變現能力和流動性好？現實中，在多數情況下，持有至到期投資的債券和可供出售金融資產的股票存在著活躍的交易市場，其變現能力和流動性比存貨更好。在一家公司需要使用現金的時候，出售金融資產往往比出售存貨更加容易。但是，在標準資產負債表中，我們把存貨歸類為流動資產，卻把持有至到期投資和可供出售金融資產歸類為非流動資產。大謬也！

資產按流動性分類的第二個缺陷是無法與現金流量表之間建立清晰的聯繫。我們經常講報表之間的鉤稽關係，按照現在的分類及格式，除了財務會計人員可以自娛自樂外，一般企業管理人員無法理解財務報表。

2. 負債劃分問題

標準資產負債表將負債劃分為流動負債和非流動負債。負債滿足下列條件之一的，應當歸類為流動負債：①預計在一個正常營業週期中清償。②主要為交易目的而持有。③自資產負債表日起一年內到期應予以清償。④企業無權自主地將清償推遲至資產負債表日後一年以上。負債在其對手方選擇的情況下可通過發行權益進行清償的條款與負債的流動性劃分無關。企業對資產和負債進行流動性分類時，應當採用相同的正常營業週期。企業正常營業週期中的經營性負債項目即使在資產負債表日後超過一年才予清償的，仍應當劃分為流動負債。經營性負債項目包括應付賬款、應付職工薪酬等，這些項目屬於企業正常營業週期中使用的營運資金的一部分。流動負債以外的負債應當歸類為非流動負債，並應當按其性質分類列示。

上述負債分類的缺陷有以下兩個。

一是沒有考慮公司的經濟活動與財報之間的邏輯關係，應付票據、應付賬款、應付職工薪酬等負債來自經營活動，短期借款等來自籌資活動，公司對於經營活動和籌資活動的決策及執行來自不同的部門和業務。顯然，將經營活動形成的負債（以下簡稱營運負債）與經營活動需要投入的資產（以下簡稱營運資產）結合起來，作為日常營運管理和決策依據更加符合公司的實際。

二是沒有考慮負債是否需要資金成本。營運負債往往是不需要承擔資金成本的，即使有也基本上可以忽略不計；而短期借款、長期借款、應付債券等債務需要承擔資金成本。對於一個有競爭力的公司，通常可以利用上下游供應鏈中的優勢地位佔用較多的其他公司資金。在公司營運正常的情況下，這類負債可以節約公司的資金成本，因此反而越多越好。當然，陷入經營困境的公司另當別論。

8.1.2 資產負債表的重構：資產資本表

為了分析和後續估值，我們按照現金流量表中的活動分類，對資產負債表進行重構。籌資活動對應公司的資本總額，即公司佔用了多少股東和債權人的資金；投資活動和經營活動對應公司的資產總額，即公司投入了多少資金在不同的資產項目上面。重構後，資產不再按照流動性分類，而是按照帶來經濟利益的方式分類，分為金融資產、經營資產（含營運資本和長期營運資產）、長期股權投資三類；資本按其來源和期限，分為股東權益和債務（含短期債務和長期債務）。投資活動現金流量分析中的理財型投資活動形成資產資本表中的金融資產，戰略性投資活動形成資產資本表中的經營資產和長期股權投資；籌資活動現金流量分析中的債務籌資對應資產資本表中的短期債務和長期債務，股權籌資對應資產資本表中的股東權益。

我們把上述重構後的資產負債表稱為資產資本表，具體如圖8-1所示。

資產資本表採用“資產=資本”的等式。該等式為恆等式，資本表明公司的資金來源，資產表明公司的資金使用。一家公司使用的資金總額一定是其來源的資金總額。同理，一家公司資金來源的總額一定被投入到了不同的資產項目上面，因此等於其使用的資金總額。

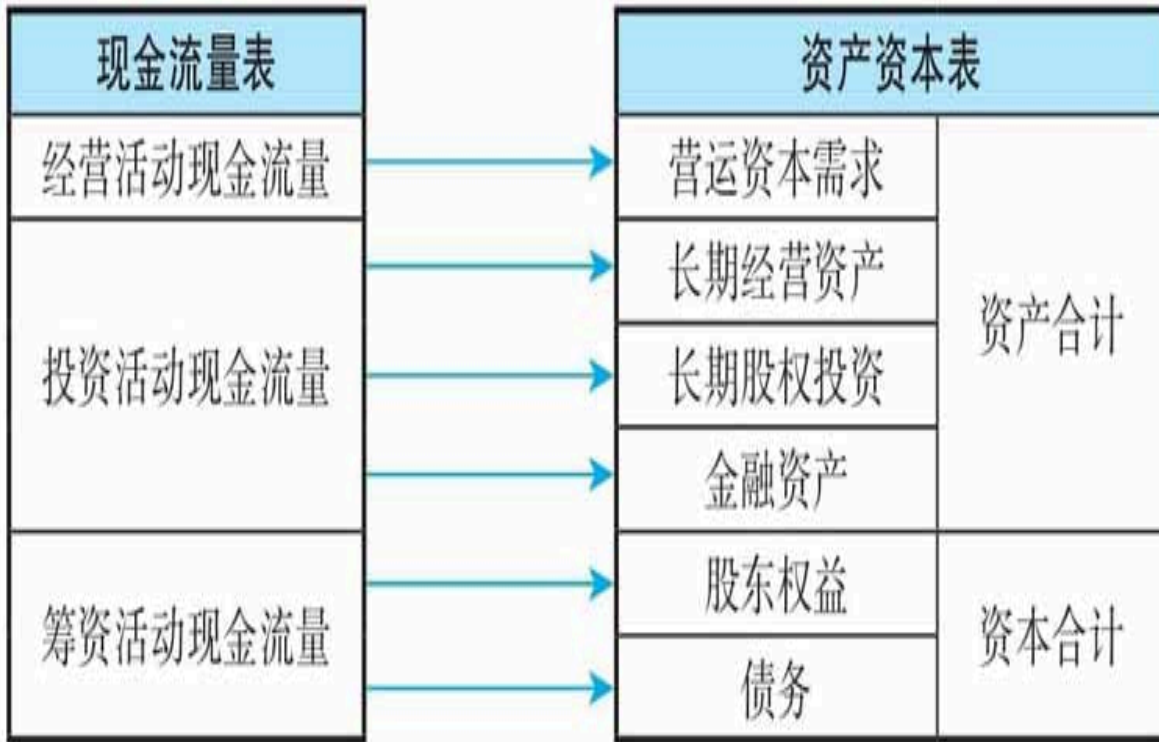


圖8-1 公司經濟活動基礎上的資產資本表

我們以萬華化學2015年12月31日的標準資產負債表為基礎調整資產資本表簡表，如表8-1所示。

表8-1 萬華化學2015年度資產資本簡表

单位：万元

金融资产	208 636.18
长期股权投资	18 612.81
营运资本	216 072.37
其中：营运资产	920 808.77
营运负债	704 736.40
长期经营资产	3 630 313.13
资产合计	4 073 634.49
短期债务	1 222 590.89
长期债务	1 342 429.52
股东权益	1 482 323.44
资本合计	4 073 634.50

1. 資產按照帶來經濟利益的方式分類

公司投資活動和經營活動的目的，是在保證資本本金安全的前提下，投入現金形成資產，通過資產收回更多的現金。因此，按照會計上比較拗口的說法，“資產預期能夠給公司帶來未來的經濟利益”，簡單點兒就是“現金——資產——更多的現金”。

按照資產實現現金流量的方式，我們可以把資產分為三類：金融資產、長期股權投資、經營資產。

金融資產通過收取利息、現金股利、租金以及資本差價的方式實現更多的現金。金融資產有點兒不勞而獲的意思，依靠資本的孳息和差價

來獲利。廣義的金融資產包括銀行存款、其他貨幣資金、交易性金融資產、持有至到期投資、可供出售金融資產、投資性房地產等。狹義的金融資產只包括非現金資產以外的交易性金融資產、持有至到期投資、可供出售金融資產等金融資產。我們後續分析中提到的金融資產，均採用廣義金融資產的含義，視同為一家公司的現金蓄水池。對於非金融行業的公司，金融資產是低收益資產，其收益大多時候低於公司資本的資金成本。我們要關注和分析金融資產獲取收益能力的情況。金融行業的公司主要就是金融資產，但是由於金融牌照的許可，其往往可以以較低的資金成本獲得資本來源。因此，金融資產具有了較好的增值能力，比如銀行可以以很低的存款利率吸收儲蓄存款，但是可以以較高的貸款利率發放貸款。非金融行業公司金融資產的典型特徵是按照公允價值或者攤餘成本進行計量，因此在估值中往往可以按照報表中列示的金額數字確定其價值，比較簡單；金融行業公司的金融資產估值要另行考慮。

長期股權投資通過按持股比例享有被投資公司經濟活動賺取的利益的方式，實現更多的現金。此處的長期股權投資和上面金融資產中股票投資的不同之處在於，長期股權投資指的是投資聯營公司和合營公司的股權，對於投資方公司來說往往不是出於簡單地賺取孳息和差價的財務目的，而是具有戰略目的，比如為穩定合作關係的上游或者下游公司的股權投資、新業務的初期投資等。對於絕大多數非投資類公司，長期股權投資往往金額不大，按照其收益回報率做一個簡單的分析即可。在估值中，若長期股權投資的收益回報率高於股東預期回報，則其價值有所增值而高於賬面價值；反之，則有所貶值而低於賬面價值。

經營資產通過公司自身開展的各類經濟活動，包括投資活動、研發設計、採購、生產製造、銷售、售後服務等，賺取經營收益以實現更多的現金。經營資產包括長期經營資產和營運資本，其中長期經營資產包含固定資產、無形資產、商譽等變現週期較長的資產；營運資本是指公司在生產經營活動過程中需要投入的營運資產（存貨、應收賬款、預付款項等），扣減在生產經營活動過程中形成的營運負債（應付賬款、應付稅費、預收款項等）後的淨額。

在此需要強調一下，本書中的營運資本定義與一般教材中的營運資本定義之間存在差異。在一般教材以及百度百科等網絡詞典中，營運資本也被稱為營運資金，廣義的營運資金又稱總營運資本，是指一個公司投放在流動資產上的資金；狹義的營運資金是指某時點內公司的流動資產與流動負債的差額。我們認為，營運資本應該是一個公司用於其經營活動的資本。上述定義未對流動資產和流動負債是否與經營活動有關進行區分，比如流動資產中的交易性金融資產、存放在金融機構長期未使用的銀行存款等就與經營活動無關，流動負債中的短期借款、交易性金融負債也不是公司經營活動的結果。為了更準確地反映公司經營活動情況，我們對營運資本進行了重新定義和界定：營運循環中的營運資產減去營運負債的淨額，不包括未投入循環的金融資產和與營運活動無關的短期債務。

在財報分析中，由於經營資產獲取收益的過程比較複雜，估值中要運用經營資產獲取的自由現金流，因此經營資產的分析和估值成為財報分析和公司估值的核心與重點。

2. 資本按照來源和期限的方式分類

我們把營運負債放到營運資本需求中考慮後，資本資產表中的債務資本就只包括需要承擔資金成本的短期債務和長期債務，股權資本保持不變。與籌資活動現金流量保持一致，債務籌資活動對應債務資本，股權籌資活動對應股權資本。

在籌資活動分析中，我們提到要考慮資本期限。在此，我們按照資本的期限，劃分為短期資本和長期資本。短期債務為短期資本來源，長期債務和股權資本為長期資本來源。

3. 資產資本表與資產負債表的對應關係

為了方便大家運用標準資產負債表分析時的取數，資產資本表和標準資產負債表項目歸類之間的對應關係如表8-2所示。

表8-2 標準資產負債表和資產資本表項目對應關係

标准资产负债表项目	备注说明	资产资本表 归类
资产：		资产：
<p>货币资金、交易性金融资产、发放贷款及垫款、可供出售金融资产、持有至到期投资、投资性房地产、应收利息、应收股利、买入返售金融资产、金融资产递延所得税资产(减金融资产递延所得税负债)</p>	<p>如果投资性房地产采用公允价值计量则更佳，应收股利和应收利息作为金融资产处理，金融资产产生的递延所得税影响要具体计算</p>	<p>金融资产</p>
<p>营运资产： 应收票据、应收账款、预付款项、存货(含消耗性生物资产)、其他流动资产、长期应收款、营运递延所得税资产 营运负债： 应付票据、应付账款、预收款项、应付手续费及佣金、应付职工薪酬、应交税费、递延收益——流动负债、其他流动负债、递延收益——非流动负债、营运递延所得税负债</p>	<p>营运资产是指在经营活动中需要投入的循环周转性资产；营运负债是指在经营活动中产生的循环周转性负债 长期应收账款是公司为了销售提供给客户的融资服务，跟营运密切相关，归为营运资产 其他流动资产和其他流动负债是否归为营运资产或营运负债需要具体分析 递延收益是政府为了支持公司运营而给予的资金补助，公司必须满足政府的政策规定，营运递延所得税影响需要具体计算</p>	<p>营运资本 = 营运资产 - 营运负债</p>

(续)

标准资产负债表项目	备注说明	资产资本表归类
资产：		资产：
其他应收款、一年内到期的非流动资产、其他流动资产	需要按是否与营运有关进行具体分析的项目，比如，一年内到期的非流动资产如果为持有至到期投资则归为金融资产，与营运有关则归为营运资本需求	金融资产或营运资产
长期股权投资	长期股权投资采用权益法核算，在估值中可以用利润表中的联营企业、合营企业投资收益来计算投资收益率，在投资收益率接近预期回报率的情况下，采用账面价值作为估值；对上市公司的长期股权投资采用市价计算	长期股权投资
固定资产、在建工程、工程物资、固定资产清理、生产性生物资产、油气资产、无形资产、开发支出、商誉、长期待摊费用	用于经营活动的长期资产通过生产产品或者提供劳务来获得回报 递延所得税资产应当根据附注调整为经营活动的递延所得税资产（扣除金融类资产的递延所得税资产），商誉是企业获得超额收益能力的营运资产	长期经营资产
负债：		资本：
短期借款、交易性金融负债、应付利息、应付短期债券、一年内到期的非流动负债	应付利息作为债务处理	短期债务
其他应付款、其他流动负债、预计负债	需要按是否与营运有关进行具体分析的项目，比如，金融资产或债务引起的未决诉讼的预计负债归为短期债务，公司产品担保准备金引起的预计负债归为营运负债	短期债务或营运负债
长期借款、应付债券、长期应付款		长期债务
专项应付款	该项目比较特殊，绝大多数公司已经没有任何发生额。如果有，则为政府为特定目的给予公司的无偿投入，建议归入营运负债，理由是该等政府投入是为了补贴公司的营运活动	营运负债
其他非流动负债	具体分析，如果与营运相关，则归为营运负债；如果与筹资有关，则归为长期债务	长期债务
实收资本（或股本）、资本公积金、专项储备、盈余公积金、一般风险准备、未分配利润、库存股（作为减项）、应付股利、外币报表折算差额、未确认的投资损失	应付股利在真正发放之前其实是股东在公司的投入	股东权益

按上述對應關係編制的萬華化學2015年度資產資本表詳細表格如表8-3所示。

表8-3 萬華化學2015年度資產資本表

单位：万元

	2015-12-31	2014-12-31
资产结构		
金融资产：		
货币资金	206 636.18	102 467.44
交易性金融资产	0.00	756.08
划分为持有待售的资产	0.00	0.00
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00
发放贷款及垫款	0.00	0.00
可供出售金融资产	2 000.00	2 000.00
持有至到期投资	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00
应收股利	0.00	0.00
买入返售金融资产	0.00	0.00
应收利息	0.00	0.00
金融资产合计	208 636.18	105 223.52
长期股权投资	18 612.81	8 874.00
经营资产：		
营运资本：		
应收票据	122 403.45	234 764.63
应收账款	121 387.80	134 157.95
预付款项	37 099.07	34 784.73
其他应收款	14 215.49	12 846.19
存货	419 385.31	300 999.25
其他流动资产	181 531.41	154 876.78
长期应收款	24 786.24	19 440.50
营运资产小计	920 808.77	891 870.03
应付票据	222 125.05	204 451.59
应付账款	340 045.71	261 512.89
预收款项	71 121.56	76 374.62
应付手续费及佣金	0.00	0.00
应付职工薪酬	20 597.08	22 541.16
应交税费	23 277.28	27 054.15
其他应付款	27 569.72	22 512.83
长期应付职工薪酬	0.00	0.00
预计负债	0.00	0.00

(续)

	2015-12-31	2014-12-31
递延收益——流动负债	0.00	0.00
递延收益——非流动负债	26 290.65	20 617.34
专项应付款	0.00	0.00
其他流动负债	0.00	0.00
其他非流动负债	0.00	381.28
营运负债小计	731 027.05	635 445.86
营运资本合计	189 781.72	256 424.17
长期经营资产：		
固定资产	2 004 629.20	1 519 470.61
在建工程	1 240 918.25	1 172 495.21
工程物资	28 891.86	165 154.06
固定资产清理	0.00	0.00
生产性生物资产	0.00	0.00
油气资产	0.00	0.00
无形资产	225 200.04	161 164.44
开发支出	0.00	0.00
商誉	27 751.86	27 751.86
长期待摊费用	0.00	3 335.57
递延所得税资产（营运类）	33 754.06	28 956.26
减：递延所得税负债（营运类）	2 070.82	1 950.82
其他非流动资产	71 238.68	74 912.99
长期经营资产合计	3 630 313.13	3 151 290.18
经营资产合计	3 820 094.85	3 407 714.35
资产总额	4 047 343.85	3 521 811.87
资本结构		
短期债务：	1 222 590.89	708 951.64
短期借款	963 786.14	449 644.33
应付利息	7 525.22	7 699.15
交易性金融负债	0.00	409.40
划分为持有待售的负债	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	251 279.53	251 198.76
应付短期债券	0.00	0.00
长期债务：	1 342 429.52	1 484 292.67
长期借款	1 144 023.70	1 283 751.58
应付债券	198 000.00	200 000.00
长期应付款	405.82	541.09

(续)

	2015-12-31	2014-12-31
有息债务合计	2 565 020.41	2 193 244.31
所有者权益(或股东权益):		
实收资本(或股本)	216 233.47	216 233.47
其他权益工具	0.00	0.00
其他权益工具: 优先股	0.00	0.00
资本公积金	4 834.46	4 834.41
减: 库存股	0.00	0.00
其他综合收益	401.51	-1 252.63
专项储备	0.00	69.66
盈余公积金	157 931.07	157 931.07
一般风险准备	0.00	0.00
未分配利润	777 696.78	681 592.46
应付股利	0.00	0.00
外币报表折算差额	0.00	0.00
未确认的投资损失	0.00	0.00
股东权益差额(特殊报表科目)	0.00	0.00
股权权益差额(合计平衡项目)	0.00	0.00
归属于母公司所有者权益合计	1 157 097.29	1 059 408.44
少数股东权益	325 226.15	269 159.13
所有者权益合计	1 482 323.44	1 328 567.57
资本总额	4 047 343.85	3 521 811.87

8.2 資產結構分析

資產結構分析是判斷一家公司的資產構成是否合理。一家公司的資產結構將決定其收入和利潤結構以及創造價值的能力。

按照資產的性質，資產可以分為金融資產、長期股權投資和經營資產三類，其中經營資產包括長期經營資產和營運資本；按照資產的變現回收期限，資產可以分為長期資產和短期資產，長期資產包括長期經營資產和長期股權投資，短期資產包括金融資產和營運資本。

8.2.1 資產類別結構分析

我們可以對一家公司的資產按照金融資產、長期股權投資和經營資產來分析資產類別結構。非金融公司以經營資產為主，金融資產、長期股權投資佔資產的比例不會太高。

金融資產往往屬於低收益資產，在整體結構中佔比不宜過高。如果一家非金融公司的金融資產比例過高，將會降低整個公司的資產總額收益率。此時，公司的重點是要考慮，如何將金融資產轉化為高收益率的資產——結合公司戰略和投資活動分析該公司是否有很好的項目規劃以及實施。如果沒有好的投資項目，按照經典的財務理論，公司應該將多餘的金融資產歸還給股東——給予股東現金分紅。我國有很多業績很好的上市公司，持有大量現金和其他金融資產，極大地降低了公司的資產收益率和股東權益回報率，也損害了公司股東的價值。對於此類公司，應當考慮股票回購或者加大現金分紅比例。當然，如果一家公司的金融資產金額過低，我們則需要注意這家公司的短期償債需求，即風險。我們還需要分析金融資產中銀行存款、其他貨幣資金、交易性金融資產、持有至到期投資等的具體構成情況。

絕大多數實體經濟公司的長期股權投資佔資產的比例比較低。如果所佔比例很高，則該公司很可能是投資型公司。分析中，我們要關注被投資公司是主業相關還是非主業相關，對公司主業是否有協同效應等。

實體經濟公司的經營資產佔資產的比例比較高，以滿足公司經營活動的需求。經營資產中的營運資本和長期經營資產需要進行經營資產類別結構分析。

以萬華化學2015年年底的數據為例，計算分析如表8-4所示。

表8-4 萬華化學2015年資產類別結構分析

	单位：万元	单位：%
金融资产	208 636.18	5.12
长期股权投资	18 612.81	0.46
营运资本	216 072.37	5.30
其中：营运资产	920 808.77	
营运负债	704 736.40	
长期经营资产	3 630 313.13	89.12
资产合计	4 073 634.49	100.00

從表8-5中可以看出，萬華化學在2015年12月31日長期經營資產為363億元，佔資產的89.12%，營運資本需求為21.61億元，佔資產的5.30%，兩者合計佔94.42%。因此，萬華化學的資產主要在經營資產上面，是典型的實體經濟公司特徵。

表8-5 萬華化學2015年經營資產結構

	单位：万元	单位：%
营运资本	216 072.37	5.62
其中：营运资产	920 808.77	
营运负债	704 736.40	
长期经营资产	3 630 313.13	94.38
经营资产合计	3 846 385.50	100.00

金融資產為20.86億元，佔資產總額的5.12%，結合萬華化學的擴展戰略，適當的金融資產儲備是必要的。

長期股權投資為1.86億元，佔資產總額的0.46%，對於萬華化學的發展來說影響不大。

在資產類別結構分析中，對於一般工商企業要特別關注經營資產的內部結構分析。經營資產包括營運資本和長期經營資產。在分析中，要結合行業和公司戰略，關注兩者之間的結構是否匹配，如固定資產規模、結構與存貨規模、結構之間的匹配性，存貨規模、結構與銷售收款規模、結構之間的匹配性。

營運資本和長期經營資產的結構比例在一定程度上會影響到營業成本的結構。如果營運資本需求為主佔比很高，那麼營業成本中原材料、人工成本等變動成本所佔的比重較高；如果長期經營資產為主佔比很高，那麼營業成本中折舊攤銷等固定成本所佔的比重較高。

在制定公司戰略的過程中，實務上有輕資產戰略和重資產戰略之分。對於輕資產戰略和重資產戰略，學術上並沒有嚴格意義的界定和普遍接受的概念。我們認為，可以從一個公司的資產結構上來做區分。如果在經營資產中，營運資本需求投入為主且佔比較高，則為輕資產公司；長期經營資產投入為主且佔比較高，則為重資產公司。重資產公

司的固定成本比較高，輕資產公司的變動成本比較高，因此輕資產公司的經營槓桿係數相對重資產公司的經營槓桿係數要低。因為重資產公司的經營槓桿係數比較高，所以其對銷售規模的增長要求非常高。銷售規模略有下滑，將引起重資產公司淨利潤更大幅度的下滑。

以萬華化學為例，其經營資產結構如表8-5所示。在經營資產中，萬華化學的長期經營資產佔比為94.38%，營運資本需求投入佔比為5.62%，因此萬華化學是典型的重資產公司。

對於營運資本，我們要具體分析應收賬款的賬齡結構、存貨的結構等，應付賬款是否逾期等。

對於長期經營資產，我們首先要關心固定資產、無形資產、商譽等的構成比例是否合理。其次，要具體分析固定資產中房屋建築物、運輸類設備、機器設備等的具體構成是否合理，在建工程是否進展順利並如期轉成固定資產投入使用，無形資產中土地使用權、專利權、著作權等的具體構成情況，研發支出的會計處理標準是否合理，商譽是否符合市場情況，等等。

8.2.2 資產期限結構分析

按照資產的變現回收週期，我們把資產分為長期資產和短期資產。以萬華化學2015年年底的財務報表為例，資產期限結構分析如表8-6所示。

表8-6 萬華化學2015年資產期限結構分析

	单位：万元	单位：%
金融资产	208 636.18	5.12
营运资本	216 072.37	5.30
其中：营运资产	920 808.77	
营运负债	704 736.40	
短期资产合计	424 708.55	10.42
长期股权投资	18 612.81	0.46
长期经营资产	3 630 313.13	89.12
长期资产合计	3 648 925.94	89.58
资产总计	4 073 634.49	100.00

8.3 資本結構分析

資本結構按來源分為債務資本和股權資本，按期限分為短期資本和長期資本。在資本結構分析中，傳統的財務分析通過資產負債率等指標註重資本來源結構分析，但是忽略了資本期限結構分析。在此，我們首先分析資本來源結構，然後分析資本期限結構。

8.3.1 資本來源結構

在分析資本來源結構的時候，我們可以計算有息債務率、股權資本比率、財務槓桿等有關財務指標。

所謂有息債務率，是指公司資本總額中債務資本所佔的比例。在一般財務分析教材中，更為常見的類似指標為資產負債率。如前所述，資

產負債率沒有考慮負債的來源以及是否需要資金成本等問題，因此存在著一定的缺陷：有息債務越少越好，但是預收款項、應付賬款等經營負債在正常經營情況下則越多越好。為了與資產負債率做出區別，因此我們在這裡採用有息債務率指標。有息債務率的計算公式為：

$$\text{有息債務率} = \frac{\text{有息債務}}{\text{資本總額}} \times 100\% = \frac{\text{短期債務} + \text{長期債務}}{\text{資本總額}} \times 100\%$$

股權資本比率，亦可稱之為權益比率，是指公司資本總額中股權資本所佔的比例，其計算公式為：

$$\text{股權資本比率} = \text{股權資本} \div \text{資本總額} \times 100\%$$

對於財務槓桿倍數有各種各樣不同的理解和概念。本書中的財務槓桿倍數，是指公司股權資本的撬動和放大效應，即股權資本利用槓桿擴大了多少倍的資本總額，其計算公式為：

$$\text{財務槓桿倍數} = \text{資產總額} \div \text{股東權益} = \text{資本總額} \div \text{股東權益}$$

我們仍舊以萬華化學為例，計算上述財務指標如表8-7所示。

表8-7 萬華化學2015年資本來源結構分析

单位：万元

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
短期债务	1 222 590.89	708 951.64	510 060.82	485 274.83	433 104.51
长期债务	1 342 429.52	1 484 292.67	889 759.97	445 057.29	242 368.55
有息债务合计	2 565 020.41	2 193 244.31	1 399 820.79	930 332.12	675 473.06
有息债务率	63.38%	62.28%	54.30%	48.59%	45.12%
股东权益	1 482 323.44	1 328 567.57	1 178 095.55	984 281.01	821 562.41
股权资本比率	36.62%	37.72%	45.70%	51.41%	54.88%
财务杠杆	2.73	2.65	2.19	1.95	1.82
资本总额	4 047 343.85	3 521 811.88	2 577 916.34	1 914 613.13	1 497 035.47

從表8-7中可以看出，萬華化學在2015年12月31日這一時點上，有息債務率為63.38%，股權資本比率為36.62%，在其資本來源中債務資本超過了股權資本。再從過去5年的趨勢來看，萬華化學的財務槓桿倍數從2011年的1.82逐年上升到2015年的2.73，有息債務率逐步提高。這與我們前面在萬華化學的投資活動和籌資活動現金流量分析中的結論一致：萬華化學採取擴張策略，不斷投資，投資所需的資金大部分來源於外部債務籌資；債務籌資比例超過了公司股權籌資和內源性籌資，導致公司的財務槓桿倍數和有息債務率升高，股權資本比率下降。

財務槓桿是一柄雙刃劍。債務資本成本一般來說低於股權資金成本，舉債可以降低公司的綜合資金成本。但是，如果財務槓桿倍數過高，會加大公司的財務風險。公司的資產收益率低於債務資本成本將損害

公司股東的利益，甚至導致公司無法償還到期債務而陷入破產清算。對投資者而言，公司的財務槓桿倍數最好控制在2倍以內。

8.3.2 資本期限結構

資本按照期限分為短期資本和長期資本。一般來說，一年及一年內到期的資本為短期資本，一年以上到期的資本為長期資本。因此，短期債務為短期資本，長期債務和股東權益為長期資本。

萬華化學2015年資本期限結構如表8-8所示。

表8-8 萬華化學2015年資本期限結構分析

單位：萬元					
項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
短期債務	1 222 590.89	708 951.64	510 060.82	485 274.83	433 104.51
短期資本合計	1 222 590.89	708 951.64	510 060.82	485 274.83	433 104.51
短期資本比例	30.21%	20.13%	19.79%	25.35%	28.93%
長期債務	1 342 429.52	1 484 292.67	889 759.97	445 057.29	242 368.55
股東權益	1 482 323.44	1 328 567.57	1 178 095.55	984 281.01	821 562.41
長期資本合計	2 824 752.96	2 812 860.24	2 067 855.52	1 429 338.30	1 063 930.96
長期資本比例	69.79%	79.87%	80.21%	74.65%	71.07%
資本總額	4 047 343.85	3 521 811.88	2 577 916.34	1 914 613.13	1 497 035.47

從表8-8中可以看出，萬華化學的資本期限結構中，2015年長期資本佔比為69.79%，短期資本佔比為30.21%，以長期資本為主。

8.4 從資產結構、資本結構和營運資本看公司的流動性風險

8.4.1 傳統財務指標的缺陷

流動比率和速動比率的缺陷如下所述。

在財務分析中，通常用流動比率和速動比率來分析一家公司的流動性，但是這兩個指標卻存在很大的缺陷。

流動比率（current ratio）等於標準資產負債表中流動資產與流動負債之比，其計算公式如下：

流動比率=流動資產/流動負債

把流動比率加以修正，從流動資產中減去流動性不太強的存貨和預付款項，剩下現金和應收賬款叫速動資產，修正後的比率叫速動比率（quick ratio）。

速動比率=（現金+應收賬款）/流動負債

按照傳統財務分析的解釋，流動比率和速動比率越高，流動性越強。流動比率至少應大於1，理想值為2；速動比率的理想值為1。其背後的含義是，必要時公司可以賣掉流動資產抵補流動負債。出於這種考慮，流動資產必須大於流動負債。流動比率和速動比率的缺陷在於：對流動性的分析停留在短期經營決策的觀點上，而不是從戰略決策角度來考慮，因此其並不是流動性分析的可靠指標。

試想：如果流動比率和速動比率提高，流動性就提高，那麼我們為什麼不鼓勵顧客儘可能晚地付款，以增加應收賬款？為什麼不儘可能多地持有存貨？為什麼不儘可能早地付款給供應商？前兩種經濟活動會增加公司的流動資產，後一種經濟活動會減少流動負債。這樣，公司的流動比率就會得到提高。但是，上述做法真的提高流動性了嗎？當

然沒有，上述做法不僅沒有提高流動性，而且違背了公司管理的常識和創造價值的目標。公司管理層和非財務部門也無法理解這麼做的理由。如果財務人員要求公司這麼做，實為大謬，將成為公司管理的笑話。脫離了公司的實際運作過程，是流動比率和速動比率最大的缺陷。

可能有人認為，流動比率和速動比率對於公司債權人非常重要。銀行在其公司信用等級評價體系裡面，把流動比率和速動比率列為重要的財務指標。其實，“流動”二字的含義，不在於存量的多少，而在於是否能夠流轉運動起來。如果不能流轉運動起來，則再多的存量也無濟於事。堆在倉庫裡無法出售的存貨、掛在賬上無法回收的應收賬款，有何用處？我想，沒有一家銀行希望貸款給公司以後，在公司無法償還貸款的時候把倉庫裡的存貨收過來作為抵債資產進行拍賣，而只想順利地收回貸款本金和利息。因此，應當著重考察公司的資產流動能力，而非機械地計算流動比率和速動比率。

8.4.2 傳統營運資本

在傳統的財務分析中，不考慮流動資產和流動負債是否與營運有關，營運資本等於流動資產減去流動負債。為了降低流動性風險，一般要求公司的營運資本為正，即流動資產應該大於流動負債。營運資本越多，說明不能償還短期負債的風險越小。因此，營運資本的多少可以反映償還短期債務的能力。按此標準，那麼，一家公司儲備的現金越多，營運資本越多，則流動性風險越低。

一般情況下，上述觀點是對的，但是上述觀點沒有考慮不同公司的商業模式和競爭能力的影響，在一些情況下不一定成立。

具有強大競爭優勢的公司，在上下游產業鏈中具備很強的談判能力，其營運資本就極有可能是負數。如果上游多家供應商的客戶只有一家公司，則該公司對供應商具有很強的談判能力，可以獲得較低的價格和較長的信用期，從而在報表中形成較多的應付賬款；同時下游的眾多客戶只能從該公司採購，則該公司對下游客戶具有很強的定價能力，可以用較高的價格和較短的信用期進行銷售，甚至是採用預收貨

款的方式進行銷售。在這種情況下，公司的營運資本無須自己投入，可能會形成負數。此時的負數，不僅不是陷入財務危機的表現，反而是公司競爭優勢的體現。

8.4.3 現實錯了還是教材錯了

我們以沃爾瑪和萬華化學兩家公司的財報數據，進一步演示上述財務指標存在的缺陷。

我們先來看看沃爾瑪6個財年（2010~2015年）標準資產負債表中的數據，並計算流動比率、速動比率和傳統營運資本如表8-9所示。

從表8-9中可以看到，沃爾瑪在上述多個年份，流動比率都低於1，最低僅為0.83；速動比率則遠遠低於1；傳統營運資本則為負數，最多為-118.78億美元。是不是與教材裡一直強調的流動比率和速動比率的理想值差很遠？沃爾瑪在上述年份遇到營運困難了嗎？破產清算了嗎？沒有！不僅沒有破產清算，沃爾瑪還一直是世界500強前列的公司。我們為了提高這些財務指標，是不是應該建議沃爾瑪趕快支付供應商的貨款？這個建議是傻還是聰明呢？這個建議讓人笑話。那麼，是沃爾瑪做錯了，還是教材寫錯了？答案不言自明，不是沃爾瑪錯了，而是教材錯了。

我們再以萬華化學標準資產負債表中的財報數據，計算流動比率等財務指標如表8-10所示。

從表8-10中可以看到，萬華化學在2011~2015年流動比率和速動比率持續下降，傳統營運資本由正轉負，並且負數金額越來越大。這到底是好事還是壞事？按這些指標的解釋，萬華化學流動性變壞，那麼如何改善呢？是否應該抓緊支付供應商的應付貨款，延長客戶的收款期限，更多地備貨，增加流動資產，減少流動負債？我們無法從這些指標的分析提供行之有效的營運建議。

表8-9 沃爾瑪的流動比率、速動比率及傳統營運資本

单位：万美元

项目	2016-10-31	2016-01-31	2015-01-31	2014-01-31	2013-01-31	2012-01-31	2011-01-31
流动资产：							
现金及现金等价物	593 900	870 500	913 500	728 100	778 100	655 000	739 500
交易性金融资产							
其他短期投资							
应收账款合计	764 000	706 500	900 200	858 600	835 600	762 200	804 900
应收账款及票据	534 400	562 400	677 800	667 700	676 800	593 700	508 900
其他应收款	229 600	144 100	222 400	190 900	158 800	168 500	296 000
存货	4 982 200	4 446 900	4 514 100	4 485 800	4 380 300	4 071 400	3 631 800
其他流动资产				46 000		8 900	13 100
流动资产合计	6 340 100	6 023 900	6 327 800	6 118 500	5 994 000	5 497 500	5 189 300
流动负债：							
应付账款及票据	4 299 000	3 848 700	3 841 000	3 741 500	3 808 000	3 660 800	3 355 700
应交税金	45 900	306 500	361 300	352 000	506 200	116 400	15 700
交易性金融负债							
短期借贷及长期借贷当期到期部分	789 700	600 400	668 900	1 208 200	1 271 900	634 800	602 200
其他流动负债	2 278 400	1 706 300	1 656 000	1 632 800	1 595 700	1 818 000	1 874 800
流动负债合计	7 413 000	6 461 900	6 527 200	6 934 500	7 181 800	6 230 000	5 848 400
流动比率 = 流动资产 / 流动负债	0.86	0.93	0.97	0.88	0.83	0.88	0.89
速动比率 = (流动资产 - 存货 - 其他流动资产) / 流动负债	0.18	0.24	0.28	0.23	0.22	0.23	0.26
传统营运资本 = 流动资产 - 流动负债	-1 072 900	-438 000	-199 400	-816 000	-1 187 800	-732 500	-659 100

表8-10 萬華化學的流動比率、速動比率和傳統營運資本

单位：万元

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
流动资产：					
货币资金	206 636.18	102 467.44	98 892.24	137 260.69	178 885.85
交易性金融资产		756.08		2 790.45	2 523.69
应收票据	122 403.45	234 764.63	330 983.05	352 711.20	257 904.06
应收账款	121 387.80	134 157.95	106 255.03	94 836.27	61 067.72
预付款项	37 099.07	34 784.73	47 679.63	42 257.58	124 020.44
其他应收款	14 215.49	12 846.19	8 622.81	6 929.31	5 605.02
存货	419 385.31	300 999.25	226 500.19	199 486.33	133 787.87
其他流动资产	181 531.41	154 876.78			
流动资产合计	1 102 658.70	975 653.06	818 932.95	836 271.81	763 794.65
流动负债：					
短期借款	963 786.14	449 644.33	375 211.82	376 473.36	325 871.37
交易性金融负债		409.40			
应付票据	222 125.05	204 451.59	199 363.06	145 415.05	34 147.59
应付账款	340 045.71	261 512.89	229 893.86	88 127.19	49 418.86
预收款项	71 121.56	76 374.62	72 790.39	46 437.88	41 082.17
应付职工薪酬	20 597.08	22 541.16	25 614.82	14 698.47	5 638.68
应交税费	23 277.28	27 054.15	-27 524.76	16 410.70	988.30
应付利息	7 525.22	7 699.15	6 453.21	6 277.85	4 661.58
应付股利					21 530.32
其他应付款	27 569.72	22 512.83	18 358.48	11 041.35	4 787.10
一年内到期的非流动负债	251 279.53	251 198.76	128 395.79	102 523.62	102 571.56
其他流动负债			15 580.00	15 300.00	85 000.00
流动负债合计	1 927 327.29	1 323 398.89	1 044 136.67	822 705.47	675 697.54
流动比率	0.57	0.74	0.78	1.02	1.13
速动比率	0.35	0.51	0.57	0.77	0.93
传统营运资本	-824 668.59	-347 745.83	-225 203.72	13 566.34	88 097.11

為了彌補上述財務指標的缺陷，我們增加了應收賬款週轉次數（天數）、存貨週轉次數（天數）、應付賬款付款次數（天數）等週轉性指標做進一步分析，這些週轉性指標我們將在後面詳細論述。但是，我們往往會遇到自相矛盾的分析結論，讓人無所適從。比如，流動比率、速動比率提高看起來是好事，但是同時應收賬款週轉次數和存貨週轉次數下降看起來是壞事，那麼這到底是好事還是壞事呢？

如果經典的流動比率、速動比率和傳統營運資本無法得出有效的財務分析結論和管理建議，那麼我們應該如何來分析一家公司的流動性呢？我們認為，流動性取決於三個因素：資產結構、資本結構和營運效率。

8.4.4 從資產結構、資本結構和營運資本看公司的流動性風險

前面我們對標準資產負債表和資本資產表的結構做了比較。兩種報表在流動資產和流動負債的處理方法上有所區別：在標準資產負債表中，流動負債作為全部負債的一部分；在資產資本表中，營運負債作為營運資產的減項，以確定營運資本需求。營運資本需求加上長期經營資產構成經營資產，經營資產加上金融資產和長期股權投資構成資產總額。負債欄中剩下的部分就是資本——短期債務、長期債務和股東權益，三者合計為資本總額。

1. 營運資本分析

資產方需要資金投入，故產生資金需求。毋庸置疑，長期經營資產和長期股權投資的變現週期較長，為長期資金需求，金融資產為短期資金需求；資本方提供資金來源，短期債務為短期資本來源，長期債務和股東權益為長期資本來源。

(1) 營運資本是短期資金需求還是長期資金需求

需要特別分析的是營運資本的資金需求問題。資產總額中的營運資本是長期資金需求還是短期資金需求？從表面上看，這個問題似乎一目瞭然。營運資本由營運資產減營運負債構成，營運資產和營運負債的變現週期比較短，因此是短期資金需求。但是，請大家注意，在公司經濟活動管理中不能這麼簡單地看，營運資本的變現週期和營運資本的資金需求其實是兩個問題。儘管按照會計準則的規定，營運資產和營運負債的變現期限都在一年或者一個營運週期內，但多數營運資產和營運負債需要不斷更新、持續循環發生，具有長期週轉性特徵，否則公司的經濟活動在一個營運週期後就將停止。只要公司存在，營運資本就存在，除非公司徹底停業清算。因此，營運資本從資產的變現週期角度看是短期資產，但是從其資金投入需求角度看則是長期資金需求。

如果再仔細分析，營運資本可以分為穩定的長期營運資本和波動性短期營運資本（比如，季節性、項目性營運資本），因此部分營運資本在本質上是長期資金需求，部分營運資本則是短期資金需求。

在具體分析中，當我們無法準確區分長期營運資本和短期營運資本的時候，由於大多數公司的長期營運資本佔營運資本總額的絕大部分，因此我們近似地將所有營運資本視同為長期營運資本。在後續分析舉例中，對此不再做特別說明。

為了加深大家對營運資本長期資金需求的印象，我們可以來思考一下：很多公司用流動資金貸款滿足營運資本需求，流動資金貸款到期後怎麼辦？續貸！續貸再到期怎麼辦？再續貸！如果不續貸，公司的營運週轉就會出現問題。因此，流動資金貸款表面是短期的，其實質是持續長期貸款，我們用持續長期貸款來滿足營運資本的長期資金需求。

(2) 營運資本的三個決定因素

一家公司的營運資本應該是多少比較合適呢？營運資本的多少取決於公司所處的行業、營運效率和銷售增長。營運資本看起來是財務指

標，但是在財務數字的後面，反映的是公司的供應鏈管理和產品競爭力。

第一是行業特徵。

在一定的銷售額下，首先公司所處的行業特徵、技術特點和細分市場決定著營運資本需求。例如，要完成相同的銷售額，機械製造企業就比百貨連鎖店需要更多的營運資本。行業特點決定了百貨連鎖店與機械製造企業相比，沒有多少應收賬款和存貨。前面也提到，對於一些大型超市公司如沃爾瑪，營運資本需求是負值。在這種情況下，公司的運營不僅不佔用現金，而且能產生現金。選擇同一行業的一些公司作為樣本，計算出營運資本需求佔銷售額的比率的平均值，就可以衡量行業因素對營運資本需求的影響。

第二是營運效率。

營運效率越高，需要的存貨、應收賬款就越低，營業資本需求也就相應減少。絕大多數公司都需要投入資金滿足營運資本需求，但是有一些營運效率高的公司，利用自身的採購談判能力要求供應商給予信用期，通過應付賬款佔用上游供應商資金，同時利用自身的銷售定價能力要求客戶預付貨款，通過預收款項佔用下游客戶資金。此時，這類公司的營運資本就可能為負數。正的營運資本需求需要公司投入，而負的營運資本需求則是公司的一個資金來源。對提高營運效率最重要的是兩個問題：供應鏈管理和產品競爭力。通過財務報表的分析，可以看出一家公司在整個供應鏈的生態圈裡面處在什麼樣的地位，以及產品競爭力是怎麼樣的。供應鏈管理的核心是產品，產品在財務報表中體現為存貨，存貨連接著供應商和客戶。一家公司從供應商那裡採購原材料，原材料就是存貨；為了採購原材料，公司會給供應商付款，或者以應付票據和應付賬款的形式欠著供應商的款。公司採購原材料之後生產為產成品，生產過程需要固定資產或者專利技術。原材料通過固定資產和無形資產變成了產成品，產成品銷售給客戶，公司就會得到營業收入並從客戶那裡收到現金，或者如果收不到現金，就形成應收賬款或者應收票據。

我們可以通過應收票據、應收賬款和預收款項，來分析一家公司的產品是否有競爭優勢。比如說茅臺，如果經銷商要採購只能向貴州茅臺公司提前打款，所以貴州茅臺有鉅額的預收款項，在2015年12月31日有82.62億元。

類似地，我們也可以通過應付票據、應付賬款和預付款項，來分析一家公司對於上游供應商的付款安排能力。如果上游只有極少數供應商甚至是壟斷，則公司採購的時候只能預付款項；如果上游有足夠多的供應商，則公司處於有利的談判地位，可以有較多的應付票據和應付賬款。表8-11是格力電器2011~2015年的營運資本數據。從表8-11的數據我們可以看到，格力電器的營運資本從2011年的-35.69億元變為2015年的-723.74億元。營運環節產生的現金流入越來越多，這是因為格力電器對上游供應商具有很強的談判能力。2015年12月31日的數據顯示，格力的應付票據在2015年年末的時候是74.28億元，應付賬款是247.94億元，預付款項是8.48億元，存貨是94.74億元。因為應付票據、應付賬款和預付款項可能跟在建工程有關，仔細查看公司2015年年報附註，應付票據、應付賬款和預付款項主要用於存貨的購買。存貨是94.74億元， $\text{應付票據} + \text{應付賬款} - \text{預付款項} = 313.74$ 億元，因此格力電器佔用了大量供應商的資金。結合格力電器的銷售收款， $\text{應收票據} + \text{應收賬款} - \text{預收款項} - \text{其他應收款}$ （主要是經銷商保證金）=75.32億元，應付貨款313.74億元超過了存貨和應收貨款的總額。可見，格力電器在整個供應鏈裡面是非常強勢的一家公司，一方面對供應商有很強的付款安排能力，另外一方面對客戶也有很強的收款安排能力。

在利用供應鏈優勢降低營運資本的時候，我們需要注意，有一些公司欠付供應商的貨款是由於公司出現了支付危機，而不是由於公司管理效率的提升。比如，如表8-12所示，樂視網從2012年到2016年第三季度，流動比率和速動比率雖然提高，但依然出現了支付危機，說明這兩個比率存在著很大的缺陷。而且，樂視網一直通過充分利用供應鏈優勢佔用上游供應商的資金降低營運資本需求，但是在2015、2016年度營運資本成為鉅額負數並非管理優勢的結果。而是因為資產資本結構錯配，長期資本無法支撐資產的長期資金需求，在無法支付應付賬款的情況下，導致營運資本被動地成為鉅額負數。

表8-11 格力電器的營運資本

单位: 万元

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
营运资本	-7 237 439.08	-3 700 937.60	-2 798 367.61	-1 718 604.06	-356 894.82
营运资本变动	-3 536 501.48	-902 569.99	-1 079 763.55	-1 361 709.24	496 998.61
营运资本需求占营业收入的比例	-71.97%	-26.43%	-23.31%	-17.17%	-4.27%
应收票据	1 487 980.55	5 048 057.14	4 629 724.23	3 429 216.90	3 366 509.00
应收账款	287 921.21	266 134.76	184 927.53	147 487.30	122 679.38
预付款项	84 792.91	159 148.74	149 864.97	173 971.39	231 561.55
其他应收款	25 401.66	38 059.85	34 641.97	29 035.64	63 447.62
存货	947 394.27	859 909.81	1 312 273.04	1 723 504.26	1 750 310.73
其他流动资产	168 483.35	55 837.89	10 085.39	13 724.30	11 048.90
长期应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资产合计	3 001 973.95	6 427 148.19	6 321 517.13	5 516 939.79	5 545 557.18
应付票据	742 763.58	688 196.31	823 020.82	798 358.12	1 064 412.12
应付账款	2 479 426.84	2 678 495.25	2 743 449.47	2 266 501.16	1 563 636.33
预收款项	761 959.80	642 772.24	1 198 643.37	1 663 011.32	1 975 269.37
应付手续费及佣金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付职工薪酬	169 728.26	155 049.82	164 015.56	135 767.24	72 942.90
应交税费	297 780.15	830 887.21	615 748.66	252 210.04	-67 956.94
其他应付款	260 760.19	254 637.73	479 377.85	544 161.49	333 643.59
长期应付职工薪酬	12 751.85	10 671.62	0.00	0.00	0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
递延收益——流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
递延收益——非流动负债	13 457.17	8 844.32	0.00	0.00	0.00
专项应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	5 500 785.19	4 858 531.29	3 091 636.95	1 574 387.51	958 899.49
其他非流动负债	0.00	0.00	3 992.06	1 146.97	1 605.14
营运负债合计	10 239 413.03	10 128 085.79	9 119 884.74	7 235 543.85	5 902 452.00

表8-12 樂視網的流動比率、速動比率和營運資本

单位：万元

项目	2016-09-30	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31	2010-12-31
流动资产	1 414 655.69	911 179.62	358 487.84	208 634.71	89 140.63	66 373.23	67 366.30
速动资产	1 229 858.87	797 300.88	285 135.14	193 972.09	86 474.59	65 844.36	67 001.09
流动负债	1 023 623.80	745 251.86	440 387.54	250 660.15	111 356.04	65 228.04	9 295.88
流动比率	1.38	1.22	0.81	0.83	0.80	1.02	7.25
速动比率	1.20	1.07	0.65	0.77	0.78	1.01	7.21
长期资本	1 426 941.41	605 025.22	342 534.72	251 372.35	177 973.26	112 210.67	93 866.23
长期资产	1 277 826.82	770 433.88	524 614.49	293 397.79	200 974.33	111 065.48	35 795.80
营运资本	-264 242.82	-265 677.37	-52 518.06	25 052.86	23 359.14	21 805.35	10 735.08

第三是銷售增長水平。

銷售增長會要求營運資本投入增加。假設某公司明年銷售額將增長10%，如果管理效率不變（相同的存貨週轉率、相同的收款和付款期），營運資本需求將怎樣變化呢？即使效率不變，銷售增長也會引起營運資本需求的增長，因為需要更多的存貨、應收賬款、應付賬款以支持增加的銷售額。初步估計可以認為營運資本需求增長幅度與銷售額一樣，也是10%。因此，意想不到的銷售增長會導致流動性問題。

如果公司嚴格控制，可以節省營運資本需求。管理能把經營循環活動所需資金壓縮到什麼程度呢？越來越多的公司已經採取精益生產^[4]的方式建立“零營運資本”的目標。減少營運資本需求有兩點好處：第一，節約存貨和應收賬款的資金佔用，加速現金流通；第二，增加收益，像所有投資一樣，營運資本需求也有現金成本，所以減少營運資本需求就意味著節約成本。另外，節約營運資本需求迫使公司加速生產和

運輸，超過競爭者，佔領新的市場，並因此收取訂單過滿的額外收入。沒有存貨，就不必建倉庫，不必僱用叉車司機負責內部運輸，不必提前製作生產計劃。“零營運資本需求”的關鍵是速度。目前，許多公司都煞費苦心地對銷售做長期預測，提前幾周或幾個月就開始生產，創造了大批存貨，最終它們不得不增加籌資以滿足營運資本的需要。削減營運資本需求就必須打破這種系統。廢棄預測，按訂單即時生產，最好是建立一套針對訂單的即時生產和送貨系統。這種需求導向的管理體制與即時存貨的原理相似，但範圍更廣。大多數公司都在一兩個領域實現了即時管理，比如即時採購、即時送貨，但是要保證及時、迅速，還必須持有大量存貨，仍需要提前生產。到生產部門，生產馬上開始，產成品隨即裝貨運走。製造公司也給供應商施壓減少存貨，因為存貨佔壓資金越少，原材料價格就越低。半成品、產成品、零部件不是積壓在倉庫中，而是在生產線上有序轉移，速度越快，營運資本需求佔壓就越少。由此可知，營運資本需求水平是衡量生產效率的標準。

2.從資產結構、資本結構和營運資本分析公司的流動性

流動性分析首先是看一家公司的資產結構和資本結構，然後是看營運資本中來自長期資本部分所佔的比例。

資產結構和資本結構的三種策略如下所述。

在資產結構和資本結構管理中存在著三種策略，即匹配策略、穩健策略和激進策略。激進策略比較容易出現流動性危機；匹配策略和穩健策略的公司不存在短期流動性風險，不過過於穩健（儲備過多現金），則有可能降低公司的資產回報能力。因此，很多公司會採取匹配策略。

匹配策略，即資產中的長期資金需求由長期資本支持，短期資金需求由短期資本支持，讓資本期限與資產期限相匹配。其通過資產壽命和資本來源期限的匹配，減少不協調導致的流動性風險。以一項有效期為5年的設備為例：購買時，可用5年的貸款（匹配策略），也可用1年的可延期貸款（不匹配）。兩者利率相等，哪一種風險更大呢？不匹

配的戰略風險大，原因有兩點：第一，利率——資金成本會變化；第二，資金的可持續性不保險，甚至會導致公司不得不賣掉資產以還債。這兩類風險分別叫作利率風險和流動性風險，匹配戰略會大大降低這兩種風險。但是，讓資金結構與資產有效期的結構完全匹配，並不是所有公司在所有時間的最佳策略。有時如果預期短期利率會下降，那麼一些公司可能會願意冒利率風險和償債風險。另一方面，如果一些公司非常保守，就會讓貸款期限比資產期限長許多。

匹配策略是最常見的一種，可是一些公司會根據它們各自所願承擔的風險大小不同，而採用其他策略。如果想降低風險，可選擇穩健策略（conservative strategy）；如果準備接受較大的風險，可採用激進策略（aggressive strategy）。下面以一個銷售既呈整體增長又隨季節波動的公司為例，分析三種不同的策略。

一個公司如果銷售隨季節波動，那麼營運資本也呈季節性波動，而且與銷售同向變化。如圖所示，營運資本的變化趨勢可分為長期持續增長部分和短期季節波動部分。營運資本是與銷售額直接聯繫的投資項目。長期資產淨值、金融資產、長期股權投資需求有連續性，不隨銷售額明顯變化。圖8-2~圖8-4的左側為季節性和連續性資本需求，右側為籌資策略的兩大部分：長期資本（權益資本和長期債務）及短期資本。

圖8-2為匹配策略下的融資結構，用長期資本支持資產連續、持久的長期資金需求；用短期資本支持短期季節性營運資本需求和金融資產投資。目的是最大限度地降低（但不是消除）不匹配的流動性風險。

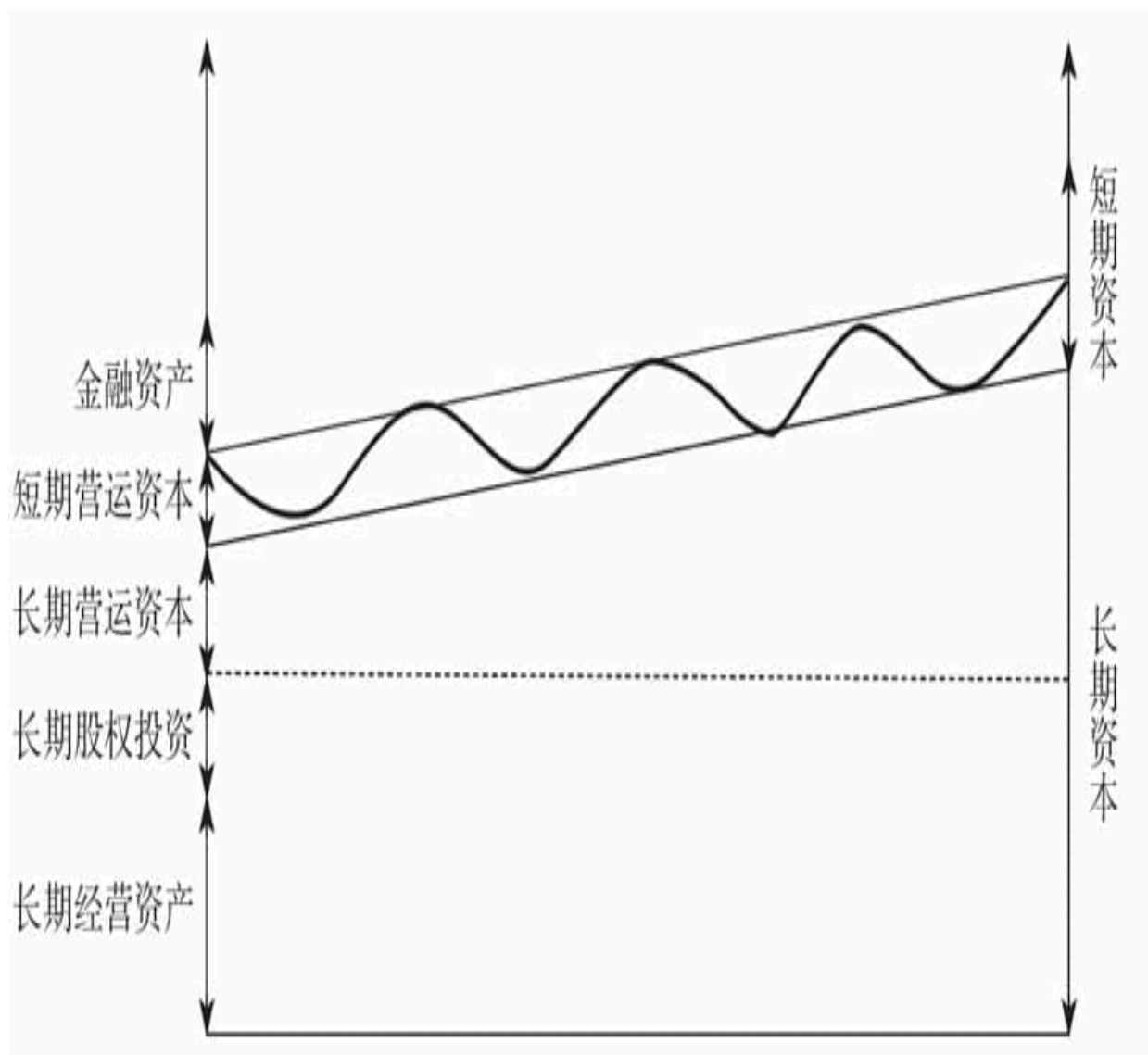


圖8-2 匹配策略下的資產資本結構

圖8-3為穩健策略下的資產資本結構，用長期資本支持資產的全部長期資金需求以及部分季節性短期營運資本需求和金融資產投資，而短期資本僅用於支持一部分短期資金需求。這樣在期間的交界點，公司可能會有一些富餘的現金。這一“安全邊際”可以應付突然的現金需求，而在匹配戰略下只能臨時籌集短期借款。

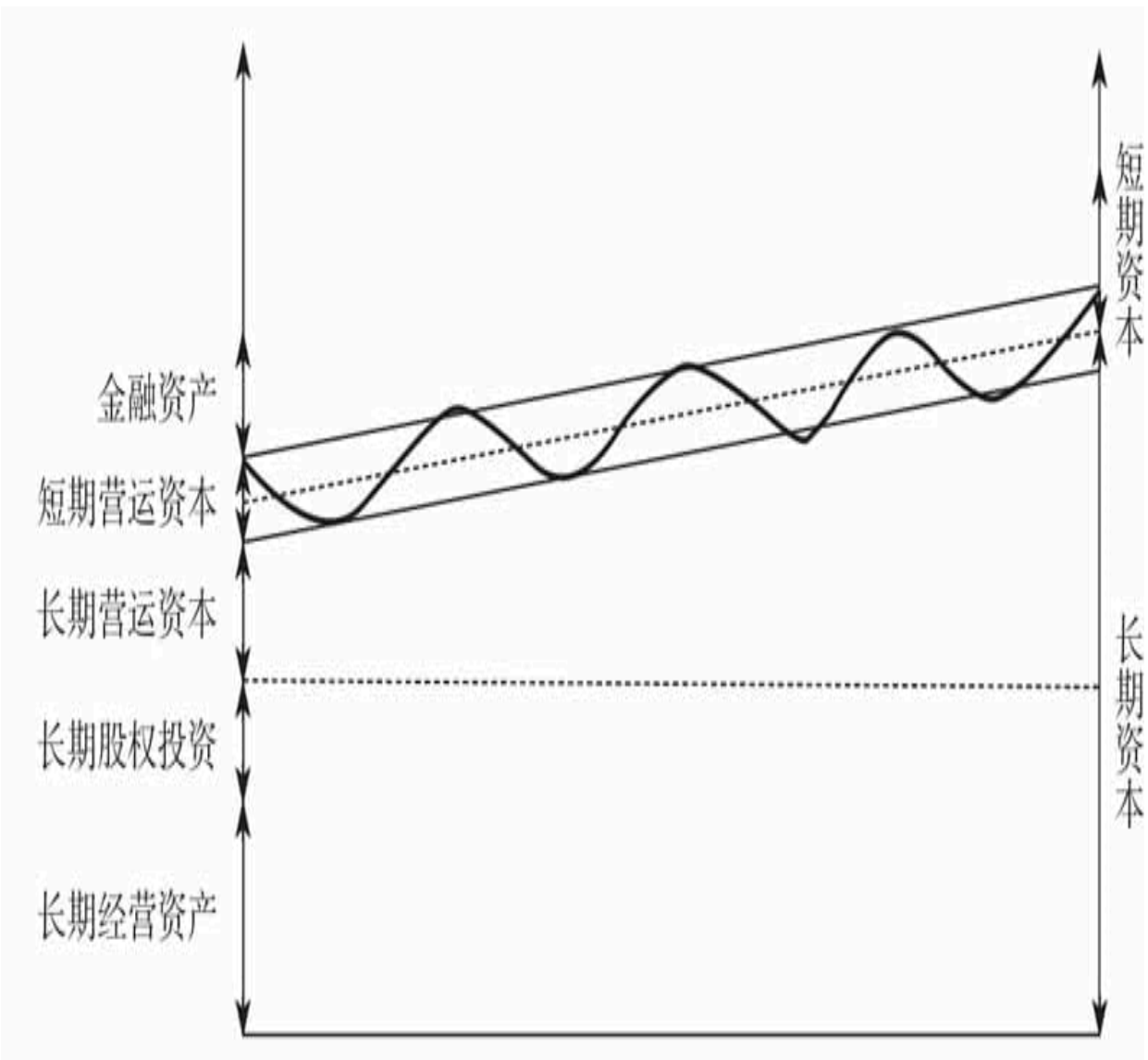


圖8-3 穩健策略下的資產資本結構

圖8-4為激進策略下的資產資本結構——一部分資產長期資金需求靠短期貸款支持。這種策略承受的利率風險和流動性風險都比前兩種大。利率風險源於投資期內利率的可能變化；流動性風險是指公司可能不能再將短期貸款延期，來支持資產的長期資金需求。如果公司預期利率在近期會下降，從而使短期貸款的平均資金成本低於長期貸款，那麼它就願意承擔這一風險。還有一些公司因為籌資能力有限，不得不側重使用短期貸款。

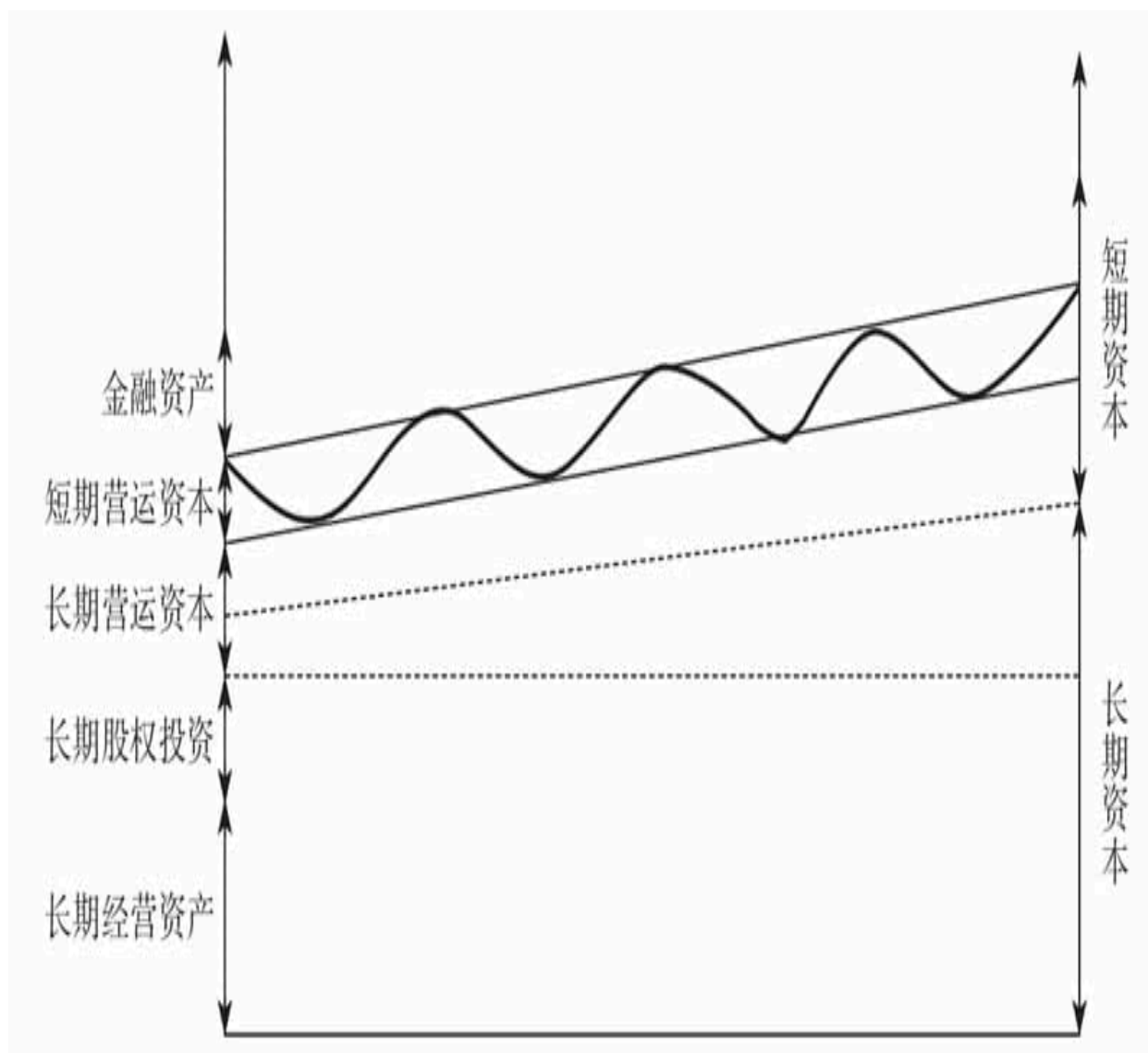


圖8-4 激進策略下的資產資本結構

對於許多采用匹配策略的公司，匹配只是一個目標，而不是現實情況。在所有的時間裡都由資產長期資金需求與長期資本相匹配，短期資金需求與短期資本相匹配，這是一個管理目標。實際達到這個目標可能是不容易的。有時公司發現其財務狀況並不是匹配的，營運資本需求的重要部分來自短期債務。

長期資本超過資產長期資金需求的部分叫長期融資淨值。長期融資淨值是長期資本中用作短期波動性營運資本需求和金融資產的部分。長期融資淨值的公式如下：

長期融資淨值=長期融資-長期資產

=長期借款+股東權益-長期經營資產-長期股權投資-長期營運資本

如果長期融資淨值為負，則說明公司存在著短期資本用於資產長期資金的現象，即我們通常說的“短融長投”，就是激進型資產資本結構，非常容易陷入財務困境。如果長期融資淨值等於零或者接近於零，則為匹配型資產資本結構。如果長期融資淨值為正，則為穩健型資產資本結構。

大多數公司會採用短期資本來滿足部分營運資本需求。比如，很多公司有流動資金貸款用於營運資本需求。這些流動資金貸款名義上是短期貸款，但是一般來說都會在貸款到期後辦理續貸，因此實際上構成了持續循環的長期貸款，成為長期資金來源。只要公司具有良好的信用，續貸不成問題，公司的資金週轉就沒有問題。那麼，一家公司有多少短期資本用於其營運資本需求呢？短期資本超過金融資產和短期波動性營運資本需求的部分即是，這部分叫作短期融資淨值。

短期融資淨值=短期資本-金融資產-短期波動性營運資本需求

如果短期融資淨值為負，則說明公司的金融資產超過了短期資本，現金儲備充足，就是上述穩健型資產資本結構。如果短期融資淨值為正，則為激進型資產資本結構。如果短期融資等於零或者接近於零，則為匹配型資產資本結構。

我們以沃爾瑪和萬華化學為例，分析這兩家公司的資產資本結構及其流動性。

以沃爾瑪2010~2015年財報的標準資產負債表數據為基礎，調整後的資產資本表主要數據以及長期融資淨值和短期融資淨值如表8-13所示。

從表8-13中我們可以看到，沃爾瑪在上述年份的營運資本為負數。如前所述，這代表沃爾瑪在營運環節不僅不需要現金投入，反而可以產生持續的現金流入而成為長期資本來源。2010、2011、2014和2015年

沃爾瑪的長期融資淨值為正數，2012和2013年為負數。總體上來說，這是一個以匹配為目標的策略，即偏激進時進行穩健微調回到匹配，偏穩健時進行激進微調回到匹配。

表8-13 沃爾瑪的資產資本結構

单位：万美元						
项目	2016-01-31	2015-01-31	2014-01-31	2013-01-31	2012-01-31	2011-01-31
金融资产	870 500	913 500	728 100	778 100	655 000	739 500
营运资本	-708 100	-444 000	-335 900	-694 000	-752 700	-796 400
营运资产	5 153 400	5 414 300	5 390 400	5 215 900	4 842 500	4 449 800
营运负债	5 861 500	5 858 300	5 726 300	5 909 900	5 595 200	5 246 200
长期经营资产	13 202 100	13 162 300	13 554 900	13 555 200	1 305 690	12 208 800
资产总额	13 364 500	13 631 800	13 947 100	13 639 300	12 959 200	12 151 900
短期债务	600 400	668 900	1 208 200	1 271 900	634 800	602 200
长期债务	4 403 000	4 369 200	4 455 900	4 141 700	4 707 900	4 384 200
股东权益	8 361 100	8 593 700	8 283 000	8 225 700	7 616 500	7 165 500
资本总额	13 364 500	13 631 800	13 947 100	13 639 300	12 959 200	12 151 900
长期融资净值	270 100	244 600	-480 100	-493 800	20 200	137 300
短期融资净值	-270 100	-244 600	480 100	493 800	-20 200	-137 300

表8-14是萬華化學的相關數據。

表8-14 萬華化學的資產資本結構

單位：萬元

項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
金融資產	208 636.18	105 223.52	106 518.24	148 124.70	191 224.70
長期股權投資	18 612.81	8 874.00	11 205.30	4 517.35	2 509.44
營運資本	189 781.72	256 424.17	198 789.88	363 329.81	360 981.84
長期經營資產	3 630 313.13	3 151 290.18	2 261 402.90	1 398 641.31	963 849.84
資產總額	4 047 343.85	3 521 811.88	2 577 916.34	1 914 613.13	1 497 035.47
短期債務	1 222 590.89	708 951.64	510 060.82	485 274.83	433 104.51
長期債務	1 342 429.52	1 484 292.67	889 759.97	445 057.29	242 368.55
股東權益	1 482 323.44	1 328 567.57	1 178 095.55	984 281.01	821 562.41
資本總額	4 047 343.85	3 521 811.88	2 577 916.34	1 914 613.13	1 497 035.47
長期融資淨值	-1 013 954.70	-603 728.11	-403 542.56	-337 150.17	-263 410.16
短期融資淨值	1 013 954.71	603 728.12	403 542.58	337 150.13	241 879.81

從表8-14中可以看出，萬華化學採取了激進型資產資本結構策略。從2011年到2015年，該公司的長期融資淨值均為負數，並且金額越來越大，短期融資淨值則呈相反變化。這是因為萬華化學在公司規模擴張的過程中，在運用內源性籌資增加股東權益的同時，更多地採用了債務籌資，並且用短期債務籌資來滿足公司規模擴張過程中的長期資金需求，存在著一定程度的“短融長投”。從2011年到2015年的數據來看，短融長投的金額越來越大。如果這一趨勢延續下去，將增加公司

的財務成本負擔，同時加大公司的流動性風險。正因為此，萬華化學在2015年和2016年都提出了發行股票增加股權融資的計劃，以降低流動性風險。

[1] 《精益思想》。

8.5 營運資本長期化率

長期融資淨值和短期融資淨值是絕對數指標。那麼，是否可以採取類似於流動比率、速動比率的相對指標，來衡量一家公司的流動性呢？

流動比率和速動比率的缺陷在於：流動和速動本身是動態的概念，但是我們卻用靜態的時點數據來計算。為了體現出“動”的含義，我們在此介紹一個新的測算流動性的財務指標——營運資本長期化率。該指標側重分析營運資本需求的資金結構，更準確地說，就是營運資本需求中來自長期資本的部分。易變現率的計算公式如下：

營運資本長期化率=（長期資本-長期經營資產-長期股權投資）/營運資本

上式中，分子為長期資本在滿足長期經營資產和長期股權投資的資金需求後，用於滿足營運資本需求的部分；分母為營運資本。總的來說，在其他條件不變的情況下，營運資本中的長期資本比重越大，公司的流動能力就越強；營運資本“動”得越快，投入越少，公司的流動能力就越強。

流動性由什麼決定？怎樣提高流動性？第一個問題的答案可由公式中的營運資本長期化率得到，流動性由資本資產結構（分子）和營運資本（分母）的決策決定。如果這個比率提高，則公司的流動性狀況就會改善。

根據公式，有以下幾種情況可改善流動性狀況：①在資本規模不變的情況下改變資本期限結構，增加長期資本。②在不影響經營規模的情況下提升資產效率，改變資產結構，減少長期資產淨值的投入。③提升營運效率，減少營運資本。在下列情況下，長期資本會增加：①申

請長期貸款。②提高權益資本（發行新股）。③增加留存收益（減少股利）。如果公司在保證經營規模的前提下，充分發揮長期資產的產能和使用效率，降低長期資產的閒置程度，則長期資產的投入就會減少。影響公司營運資本需求的決策是營運管理決策。這些決策決定著應收賬款、存貨、預付款項、應付賬款和預收款項等在財報中的數額。要控制好營運資本需求，就要弄清楚影響其規模的因素：應收賬款、存貨、預收款項、應付賬款和預付款項。這五項的多少又取決於前面已經論述過的三個方面：①公司所在行業的特點。②公司管理營業循環的效率。③銷售增長水平。

營運資本長期化率這個指標的缺陷在於：營運資本為負數的行業和公司，無法使用這個指標來簡單評價流動性風險，我們無法用該指標來分析沃爾瑪。除了破產清算、停止營業等特殊情況，在正常經營情況下，營運資本為負數的公司往往是在產業鏈和供應鏈中具有競爭優勢的公司，因此不會存在流動性風險。

我們可以計算萬華化學的營運資本長期化率，如表8-15所示。

從表8-15中可以看到，在該期間內營運資本逐步壓縮，營運效率逐漸提高，這是好的一方面。然而，在公司擴張的過程中，長期資本增加速度趕不上長期資產的快速增加，導致營運資本中長期資本所佔的比重降低。而且，到後面3年長期資本比長期資產的資金需求都少，出現了短融長投，導致營運資本長期化率為負數，意味著資產期限結構和資本期限結構出現了錯配，流動性風險很大。

但是，萬華化學在2011~2015年流動比率、速動比率指標也一直下降，按這些指標的解釋就是流動性在下降，風險上升。因此，營運資本長期化率的結論與傳統財務指標的結論是一致的，未能體現營運資本長期化率指標的有效性。

表8-15 萬華化學的流動比率、速動比率和營運資本長期化率

单位：万元

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
流动资产	1 102 658.70	975 653.06	818 932.95	836 271.81	763 794.65
速动资产	683 273.39	674 653.81	592 432.76	636 785.48	630 006.78
流动负债	1 927 327.29	1 323 398.89	1 044 136.67	822 705.47	675 697.54
流动比率	0.57	0.74	0.78	1.02	1.13
速动比率	0.35	0.51	0.57	0.77	0.93
长期股权投资	18 612.81	8 874.00	11 205.30	4 517.35	2 509.44
长期营运资产	3 630 313.13	3 151 290.18	2 261 402.90	1 398 641.31	963 849.84
长期资产合计	3 648 925.94	3 160 164.18	2 272 608.20	1 403 158.66	966 359.28
长期债务	1 342 429.52	1 484 292.67	889 759.97	445 057.29	242 368.55
股东权益	1 482 323.44	1 328 567.57	1 178 095.55	984 281.01	821 562.41
长期资本合计	2 824 752.96	2 812 860.24	2 067 855.52	1 429 338.30	1 063 930.96
营运资本	189 781.72	256 424.17	198 789.88	363 329.81	360 981.84
营运资本长期化率	-4.34	-1.35	-1.03	0.07	0.27
营业收入	1 949 238.29	2 208 836.85	2 023 797.32	1 594 212.65	1 366 230.73

我們以金風科技為例，可以更好地比較流動比率、速動比率、傳統營運資本等財務指標和長期融資淨值、短期融資淨值、營運資本長期化率之間的有效性問題，如表8-16所示。

表8-16 金風科技傳統財務指標和營運資本長期化率的比較

單位：萬元

項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
流動資產	2 528 664.19	2 809 488.95	1 929 280.58	2 312 037.08	2 488 423.58
速動資產	2 224 944.17	2 444 530.45	1 629 032.92	1 960 874.48	1 973 600.00
流動負債	2 095 889.12	2 231 976.01	1 153 779.56	1 181 343.04	1 523 035.59
傳統營運資本	432 775.07	577 512.94	775 501.02	1 130 694.04	965 387.99
流動比率	1.21	1.26	1.67	1.96	1.63
速動比率	1.06	1.10	1.41	1.66	1.30
長期資本	2 906 460.84	2 191 477.59	2 159 452.41	1 924 618.60	1 584 325.41
長期資產	2 249 207.31	1 416 255.97	1 304 468.10	820 860.92	674 096.61
營運資本	224 131.79	339 501.25	416 291.40	510 672.77	714 126.31
營運資本長期化率	293.24%	228.34%	205.38%	216.14%	127.46%

在表8-16中，金風科技的流動資產、速動資產和流動負債等數據來自標準資產負債表，金風科技的長期資本、長期資產和營運資本，則按照資產資本表的要求調整計算得出。從表8-16可以看出，從2011年到2015年，金風科技的傳統營運資本、流動比率和速動比率均有所下降，流動性變差。但是按照我們所定義的營運資本長期化率來看，金風科技從2011年的127.46%上升到了2015年的293.24%，得到了顯著改善，流動性不僅沒有變差，反而在提升。營運資本從2011年的71.41億元下降到2015年的22.41億元，是金風科技營運循環效率提升、營運資產加速流動的結果。

結合表8-17金風科技的週轉效率指標，可以進一步驗證我們的分析結論。金風科技在2011~2015年，應收賬款和存貨的週轉次數提升，而應付賬款的週轉次數下降，營運環節管理得到了改善。營運資本長期化率指標和週轉效率指標的分析結論一致，而不像流動比率、速動比率等指標經常會與週轉效率指標之間發生分析結論的矛盾。

表8-17 金風科技的營運資本週轉效率

單位：萬元

項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
應收賬款 - 預收款項	1 263 698.78	859 439.92	899 353.86	940 004.10	923 674.39
應收週轉率	2.38	2.06	1.37	1.20	1.39
存貨	303 720.02	364 958.50	300 247.66	351 162.60	514 823.58
存貨週轉率	7.27	3.54	3.23	2.73	2.08
應付賬款 - 預付款項	1 380 689.72	983 275.06	846 171.21	771 506.75	685 363.90
應付週轉率	1.60	1.31	1.15	1.24	1.56

綜上，流動比率和速動比率的優點在於計算簡單、普及程度高，並且在一些情況下與營運資本長期化率指標的分析結果一致，如萬華化學的例子。營運資本長期化率指標需要調整有關數據，計算相對複雜。但是，營運資本長期化率這一財務指標比傳統的流動比率和速動比率，更加真實有效地反映了一家公司的流動性，並且可以與其他財務指標更好地保持分析的一致性。

第9章 股權價值增加表分析

資產帶來收益，資本帶來資本成本。標準利潤表無法體現資產和收益、資本和資本成本的邏輯關係。為此，本章將標準利潤表重構為股權價值增加表，在此基礎上，進行金融資產收益、長期股權投資收益、經營利潤、實際所得稅稅率、債務資金成本和股權價值增加值的分析。經營利潤是公司盈利能力分析的重點，包括營業收入、營業成本、毛利和毛利率、營業費用以及經營利潤等多方面的分析。

9.1 基於資產資本表的利潤表重構：股權價值增加表

9.1.1 標準利潤表的缺陷

標準利潤表按照分步式計算公司的淨利潤和綜合收益。但是，在公司管理分析和決策、投資者分析和決策時，標準利潤表存在著無法解決的缺陷。

一是標準利潤表無法與標準資產負債表或資產資本表之間建立起清晰的邏輯聯繫，導致決策者無法建立分析和決策的邏輯基礎。資產概念的核心是可以帶來未來經濟利益，但是按照標準利潤表，我們不知道哪些收入和利潤是哪些資產所產生的。

二是標準利潤表只是考慮扣減債務資本成本，而沒有考慮股權資金成本，導致決策者無法根據標準利潤表判斷和分析一家公司是否真正創造了價值。對於一家公司是否創造價值，必須對該公司的收益和資本成本進行全面對比才能做出判斷。

三是標準利潤表自身內部的混亂，按照會計準則規定，必須對公司利潤和其他綜合收益考慮所得稅情況，從而產生遞延所得稅資產和遞延所得稅負債的核算。因此，其他綜合收益顯然已經考慮了所得稅費用的問題。但是，按照現行標準利潤表在利潤總額後面減去所得稅費用得出淨利潤，會誤導大家認為利潤總額與所得稅費用之間存在對應關係，從而忽略和不考慮其他綜合收益與所得稅費用之間的關係。

9.1.2 利潤表的重構：股權價值增加表

我們按照現金流量表中公司的經濟活動，重構了標準資產負債表後形成了資產資本表。那麼，資產資本表和利潤表之間又是什麼關係呢？我們認為，資產在使用的過程中轉換為成本費用，同時帶來收入，其中金融資產所產生的收益被稱為金融資產收益，長期股權投資所產生的收益被稱為股權投資收益，經營資產所產生的收益被稱為經營利潤；資本在使用的過程中需要回報即資金成本，其中股東權益對應股權資金成本，債務對應債務資本成本。因此，我們按照資產資本表重構利潤表，可以讓資產資本表和利潤表之間的邏輯關係更加清楚，同時更加全面地考慮公司的資本成本。我們稱重構後的利潤表為股權價值增加表。資產資本表和利潤表之間的邏輯關係如圖9-1所示。

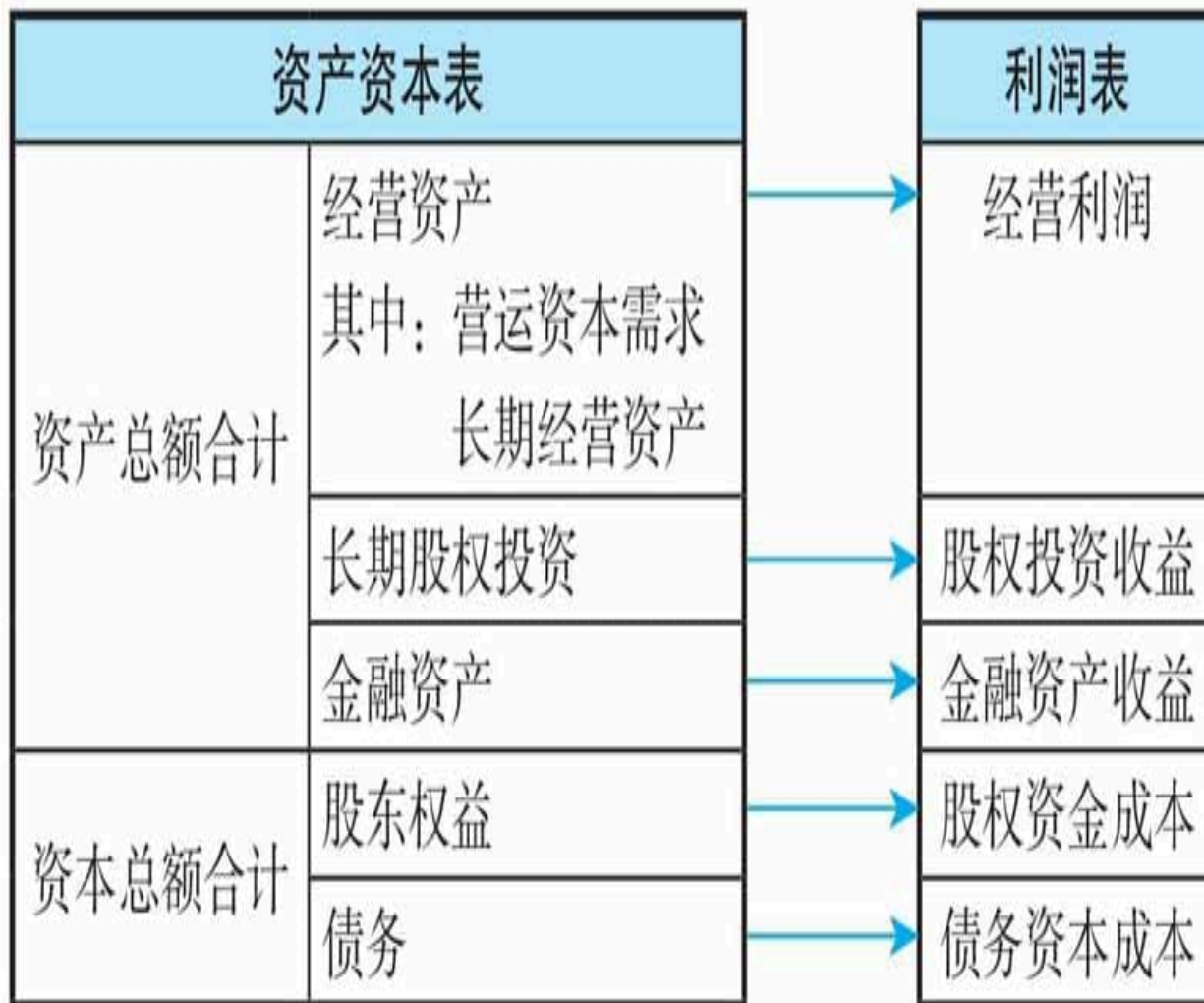


圖9-1 資產資本表和利潤表之間的邏輯關係

股權價值增加表的具體格式如表9-1所示。

股權價值增加表中的若干概念需要特別說明一下，以免引起誤解。

息稅前經營利潤，是指扣除公司財務費用和企業所得稅前的利潤，簡言之，就是一家公司在償付利息，繳納稅金之前的利潤。

表9-1 股權價值增加表

公司名称：

年度

单位：

项目	本期发生额	上期发生额
(1) 营业收入		
(2) 减：营业成本		
(3) 毛利 = (1) - (2)		
(4) 减：营业税金及附加		
(5) 销售费用		
(6) 管理费用		
(7) 资产减值损失		
(8) 加：营业外收入		
(9) 减：营业外支出		
其中：非流动资产处置净损失		
(10) 息税前经营利润 = (3) - (4) ~ (7) + (8) - (9)		
(11) 经营利润所得税 = (10) × 实际所得税税率		
(12) 息前税后经营利润 = (10) - (11)		
(13) 对联营企业和合营企业的股权投资收益		
(14) 公允价值变动净收益		
(15) 财务费用中的利息收入		
(16) 短期投资收益		
(17) 财务费用中的汇兑收益		
(18) 其他综合收益		
(19) 息税前金融资产收益 = (14) + (15) ~ (18)		
(20) 金融资产收益所得税 = (19) × 实际所得税税率		
(21) 息前税后金融资产收益 = (19) - (20)		
(22) 息税前利润 = (10) + (13) + (19)		
(23) 息前税后利润 = (12) + (13) + (21)		
(24) 真实财务费用		
(25) 减：利息支出税收抵减 = (24) × 实际所得税税率		
(26) 税后财务费用 = (24) - (25)		
(27) 税前利润 = (22) - (24)		
(28) 减：所得税		
实际企业所得税税率 = (28) / (27)		
(29) 净利润 = (27) - (28)		
(30) 减：股权资金成本 (按 8% 计算)		
(31) 股权价值增加 = (29) - (30)		

息前稅後經營利潤、息前稅後金融資產收益，是指該類資產取得的收益扣除應承擔的企業所得稅後的金額，息前稅後利潤是指公司資產總額取得的收益扣除企業所得稅後的金額，均沒有扣除相應的財務費用（利息費用）。為什麼要計算息前稅後利潤項目的數字呢？其意義在於，這是一家公司拿著股東和債務人投入的資金在扣除稅金後所賺取的利潤。在我們的分析框架中，把公司賺取的稅後利潤和要承擔的稅後資本成本進行比較，來判斷公司是否創造價值。利息費用是資本成本的組成部分，而不是經營成本的組成部分，因此需要計算息前稅後利潤。息前稅後利潤大於資本成本，則公司創造價值；反之，則公司毀滅價值。

稅前利潤，也可以說是息後稅前利潤，是指息稅前利潤扣除財務費用（利息費用）後的利潤。

真實財務費用，是指標準利潤表中的財務費用加上財報附註中的利息收入。利息收入在標準利潤表的財務費用中作為抵減項扣除，但是本質上應當作為金融資產的收益。

淨利潤，也可以說是息稅後利潤，是指扣除財務費用（利息費用）和企業所得稅後的利潤。淨利潤在價值增加表中有兩種計算方法，結果相同：一是息稅前利潤減去真實財務費用和所得稅；二是息前稅後利潤減去稅後財務費用。財務費用（利息費用）有抵稅效應，稅後財務費用=財務費用×（1-企業實際所得稅稅率）。

價值增加值，是指扣除股東預期回報後公司額外創造的價值。

在價值增加表中，如果稅前利潤為負數，其含義為無法滿足債權人的預期回報；如果價值增加值為負數，則無法滿足股東的預期回報，不僅沒有為股東創造價值，反而給股東帶來價值損毀。

為了方便大家運用標準利潤表分析時的取數，股權價值增加表和標準利潤表項目歸類之間的對應關係如表9-2所示。

在按照上述格式編制股權價值增加表的時候，有一些項目不能直接從標準利潤表中取數，需要進行分拆。如果公司管理人員進行內部分分析和決策，則可以按照具體情況進行分析，以得到更加精確的分析結論。對於外部投資者進行分析和決策，則有大致的判斷即可。因此，建議外部分析人員對股權價值增加表做出簡化，以方便直接從標準利潤表中取數，比如可以把財務費用近似地作為公司的債務資本成本，而不進行更加詳細的分析。但是需要提醒大家注意的是，簡化處理有時候會影響分析的準確性。比如，財務費用簡化處理的情況下如果利息收入的金額比較大，則會低估金融資產收益和債務資本成本（財務費用是利息支出減去利息收入）。

我們以萬華化學2015年度標準利潤表為基礎調整價值增加表，如表9-3所示。

表9-2 股權價值增加表和利潤表之間的對應關係

利润表	备注说明	股权价值增加表
营业总收入		
营业收入	按照收入与资产之间的关系具体分析。经营资产所带来的收入归入经营利润，投资性房地产带来的租金收入归入金融资产收益，其他收入另行分析	营业收入 减：营业成本 = 毛利润
营业总成本		减：营业税金及附加 销售费用 管理费用 资产减值损失
营业成本	严格意义上需要具体分析。但是一般把这些成本费用归入经营活动的成本费用	加：营业外收入
营业税金及附加		减：营业外支出
销售费用		= 息税前经营利润
管理费用		减：经营利润所得税 (按照息税前经营利润乘以企业实际所得税税率计算)
财务费用	财务费用需要具体分析。利息支出归入债务资本成本，利息收入归入金融资产收益，手续费根据其用途归入债务资本成本或股权资金成本或经营利润	= 税后经营利润
资产减值损失	具体分析。营运类资产减值损失归入经营利润，金融资产和长期股权投资减值损失归入相应收益	
公允价值变动净收益	归为金融资产收益	
短期投资净收益	扣除股权投资收益后的归入金融资产收益	
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	股权投资收益	股权投资收益
汇兑净收益	具体分析。金融资产汇兑净收益归入金融资产收益；经营活动汇兑净收益归入经营利润；债务汇兑净收益归入债务资本成本。难以区分时，直接归入金融资产收益，因为汇兑净收益与公司外汇管理策略相关	公允价值变动收益 加：扣除股权投资收益后的投资净收益
加：营业外收入	具体分析。政府补助、经营资产处置净收入、公司经营资产的保险赔付等与公司经营活动密切相关，归入经营利润；金融资产的保险赔付等归入金融资产收益	加：财务费用中的利息收入 加：汇兑净收益 加：其他综合收益
减：营业外支出	经营资产处置净支出与公司经营活动密切相关，归入经营利润	= 息税前金融资产收益
减：所得税	需要按照经营利润、金融资产收益进行分摊，股权投资收益一般无须承担企业所得税。企业实际所得税税率 = 所得税 ÷ 税前利润 × 100%	减：金融资产收益所得税 (按照金融资产收益乘以企业实际所得税税率计算)
加：其他综合收益	具体分析。金融资产产生的其他综合收益归入金融资产收益	= 税后金融资产收益

(续)

利润表	备注说明	股权价值增加表
		财务费用中的利息支出 加：财务费用中的债务融资手续费 加：债务资金的汇兑损益 = 债务资本成本
		股东权益的预期回报 = 股权资金成本

表9-3 萬華化學2015年度股權價值增加表

单位：万元

项目	2015	2014
(1) 营业收入	1 949 238.29	2 208 836.85
(2) 减：营业成本	1 361 996.54	1 526 963.97
(3) 毛利 = (1) - (2)	587 241.75	681 872.88
(4) 减：营业税金及附加	9 565.02	10 771.98
(5) 销售费用	84 726.97	70 042.83
(6) 管理费用	128 151.56	135 889.25
(7) 资产减值损失	-835.33	7 426.63
(8) 加：营业外收入	30 231.28	26 499.02
(9) 减：营业外支出	16 287.69	24 177.64
其中：非流动资产处置净损失	16 021.91	22 300.45
(10) 息税前经营利润 = (3) - (4) ~ (7) + (8) - (9)	379 577.12	460 063.57
(11) 经营利润所得税 = (10) × 实际所得税税率	138 382.56	178 165.08
(12) 息前税后经营利润 = (10) - (11)	241 194.56	281 898.49
(13) 对联营企业和合营企业的股权投资收益	-261.25	-332.11
(14) 公允价值变动净收益	-346.68	346.68
(15) 财务费用中的利息收入	1 228.10	3 038.44
(16) 短期投资收益	600.00	206.40
(17) 财务费用中的汇兑收益	未调整	未调整
(18) 其他综合收益	1 654.14	972.32
(19) 息税前金融资产收益 = (14) + (15) ~ (18)	3 135.56	4 563.84
(20) 金融资产收益所得税 = (19) × 实际所得税税率	336.52	817.44
(21) 息前税后金融资产收益 = (19) - (20)	2 423.29	3 525.10
(22) 息税前利润 = (10) + (13) + (19)	381 223.33	461 256.86
(23) 息前税后利润 = (12) + (13) + (21)	294 624.92	356 273.65
(24) 真实财务费用	85 352.40	46 470.24

從表9-3中可以看出，萬華化學的淨利潤在扣除8%的股權資金成本後，價值增加值在2014年為21.64億元，2015年為11.10億元。這是在滿足債權人和股東的預期回報之後，萬華化學連續為股東創造的額外回報。

9.2 股權價值增加表分析：營業收入分析

9.2.1 營業收入歷史增長情況

從一家公司多個年度的營業收入增長情況，可以判斷該公司的成長性。營業收入逐年快速增長的公司，可以稱之為成長型公司；營業收入逐年下降的公司，為衰退型公司；營業收入各年間保持穩定的公司，則為成熟型公司。

以萬華化學為例，我們把萬華化學2009~2015年的營業收入環比增長情況計算如表9-4所示。

從表9-4中可以看出，萬華化學的營業收入從2009年的64.92億元增長到2015年的194.92億元，其中最高為2014年的220.88億元，7年增長了3倍左右。按環比來看，除了2015年為負增長外，其餘年份均為正增長，最高環比增長為45.23%。如果結合萬華化學的擴張戰略，2016年開始營業收入進入增長軌道是大概率事件。根據以上數據，我們可以把2009~2015年的萬華化學歸為成長型公司。

我們再來看看寶鋼股份2009~2015年的營業收入情況，如表9-5所示。

從表9-5中可以看出，寶鋼股份的營業收入在2009年度為1 483億元，2015年度為1 637億元，2010年和2011年為正增長，2012~2015年均為負增長。因此，從收入的角度來說，2009~2015年的寶鋼股份為成熟型公司，在未來則可能進入緩慢衰退期。

最後，我們來看一下川化股份2009~2015年的營業收入情況，如表9-6所示。

表9-4 萬華化學2009~2015年的營業收入分析

單位：萬元

項目	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
營業收入	1,949,238	2,208,837	2,023,797	1,594,213	1,366,231	942,978	649,292
环比	-11.75%	9.14%	26.95%	16.69%	44.88%	45.23%	

表9-5 寶鋼股份2009~2015年的營業收入分析

单位：万元

项目	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
营业收入	16,378,954.85	18,741,364.01	18,968,837.97	19,113,553.68	22,250,468.47	20,214,915.24	14,832,636.39
环比	-12.61%	-1.20%	-0.76%	-14.10%	10.07%	36.29%	

表9-6 川化股份2009~2015年的營業收入分析

單位：萬元

項目	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
營業收入	31,962.94	84,214.71	181,091.99	211,982.08	198,701.84	200,577.38	225,132.53
變化	-62.05%	-53.50%	-14.57%	6.68%	-0.94%	-10.91%	-14.79%

從表9-6中可見，川化股份的營業收入在2009~2015年除了2012年為正增長外，其餘年份均為負增長，負增長最多為-62.05%。因此，川化股份為快速衰退型公司，如果不進行重組轉型，則只能是死路一條。對於川化股份的小股東們，幸運的是四川省國資委作為川化股份的控股股東，有極大可能以非市場化的手段伸出援手進行重組。烏雞變鳳凰的故事屢次在資本市場上演。

9.2.2 營業收入未來增長空間判斷

營業收入是一個總額數字。多數公司的營業收入是由多項不同業務的收入加總後得出的。我們需要對公司的不同業務進行詳細分析，判斷未來的增長空間。

就某一項業務的營業收入來說，其計算公式為：

營業收入=銷量×單位價格

從上述公式可以得出，一家公司要提高營業收入有兩個途徑：一是擴大銷量，二是提高銷售價格。

從擴大銷量的角度來看，我們需要對公司業務的未來增長空間做一個大致的預測和判斷。比如，中國石化和中國石油基本上在我國形成了寡頭壟斷，市場佔有率非常高，如果行業空間本身沒有增長，那麼這兩家公司在未來擴大銷量的空間就有可能受到限制。再比如，生產小家電的蘇泊爾在小家電市場中佔有率比較低，那麼從理論上來說其未來擴大銷量的空間會比較大。

從提高銷售價格的角度來看，我們需要分析公司是否具有定價權。如果沒有定價權，則提高銷售價格必然導致銷量的下滑。

9.2.3 營業收入分析的特殊問題：收入的確認問題

收入的確認是指收入入賬的時間和金額。收入的確認應解決兩個問題：一是何時，二是金額。何時是指收入在什麼時候記入賬冊，比如商品銷售（或長期工程）在售前、售中還是售後確認收入；金額則指以什麼金額登記，比如按總額法還是淨額法，按完工百分比法還是合同完成法。

由於收入需要記入不同的期間，因此有些公司會運用收入的確認條件上存在的自主判斷空間，操縱收入的確認影響營業收入的金額，從而影響當期利潤。

我國會計準則對收入的確認問題，專門出臺了《企業會計準則第14號——收入》予以規範。對於銷售商品收入的確認條件為：①主要風險報酬轉移。②主要控制管理權轉移。③相關的經濟利益很可能流入企業。④收入的金額能夠可靠地計量。⑤相關的已發生或將發生的成本能可靠地計量。並且規定按照總價法對現金折扣進行計量。

對於勞務收入規定，如果提供勞務的期間跨越一個以上會計期間，並且提供勞務的交易結果能夠可靠地估計，企業則應按完工百分比法確認收入。交易的結果能夠可靠地估計的4個條件為：①合同總收入與總成本能夠可靠地確定。②與交易相關的價款能夠收回。③勞務的完成程序能夠可靠地確定。④已經完成的成本能夠可靠地計量。如果不符合以上條件，企業則應按完成合同法確認收入。

收入的確認問題是一個非常專業的問題，需要財務會計人員進行職業判斷。收入的確認是否恰當，會影響到年度之間的財報數字。有些公司出於某些目的，會在不同年度之間進行跨期調節和粉飾。但是從一個足夠長的時間來看，這種調節和粉飾並不會影響這一期間的收入總額。比如，A公司在2011~2012年，2011年應當確認收入10億元，財報只確認了2億元，其中8億元轉到以後年度確認；2012年本來應當確認收入12億元，2011年的8億元收入在2012年確認，導致2012年財報確認的收入為20億元。不管如何調節和粉飾，2011年和2012年應當確認的收入總額為22億元。但是經過粉飾後，2012年的收入大幅增加，會給財報使用者帶來誤導。

收入確認中比較可怕的事情是，有些公司可能會存在完全虛構的收入，即沒有任何真實業務發生，完全就是收入造假。遇到這類公司，我們要結合後面的現金流分析來規避：虛構收入往往無法帶來真實的現金流。

9.3 股權價值增加表分析：營業成本分析

營業成本是公司為客戶生產商品或者提供服務發生的原材料、直接人工、水電煤等製造費用、固定資產的折舊和無形資產的攤銷等。營業成本是公司為了取得營業收入所付出的代價。因此，營業成本必須低於營業收入，否則公司將得不償失，陷入虧損。

9.3.1 成本性態分析：虧損的業務是否就應該停產

我曾經在課堂上問過很多人：如果一個企業的單位產品成本為1 000元，銷售價格為800元，這個企業還要不要生產這個產品？大多數人搖頭，表示要停產。而現實情況是非常多的虧損企業在繼續生產，說明這個答案在現實中是錯誤的。

在企業管理中，成本費用按性態劃分為固定成本費用、變動成本費用、半變動或半固定成本費用。固定成本是指成本總額在一定時期和一定業務量範圍內，不受業務量增減變動影響而保持不變的成本，比如企業的固定資產折舊。變動成本是指成本總額在相關範圍內，隨著業務量的變動而成正比例變動的コスト，但單位產品的耗費保持不變，比如產品的原材料或者零部件就是典型的變動成本。固定成本一般是沉沒成本，也就是說不管你做還是不做，成本照樣發生；變動成本一般是相關成本，如果你不做就不會發生。

會計上單位產品成本的計算過程為：固定成本分攤+單位變動成本=（資本性資產攤銷折舊總額+固定人工成本總額+固定制造費用總額+其他固定成本費用總額）÷總產量+（單位產品原材料成本+單位產品水電煤成本+計件制人工成本+其他單位變動成本）。如果一個企業的固定成本費用總額是100 000元，單位產品變動成本是500元，企業的總產量為200件產品，則總成本為100 000+500×200=200 000元，單位產品成本為100 000÷200+500=1 000元。企業的總產量增加到400件產品，則總成本為100 000+500×400=300 000元，單位產品成本為100 000÷400+500=250+500=750元。因此，固定成本總額不變，單位產品固定成本隨產量的增加，分攤額會減少；變動成本總額隨產量成正比例變動，單位產品變動成本則保持不變。

企業的固定成本首先就是固定資產的折舊和無形資產的攤銷，這些都是鉅額的先期投資的資產所帶來的。從企業管理的角度來說，這些先期投資是沉沒成本。如果企業停產清算，這些先期投資都將打水漂。企業的固定成本除了重資產所帶來的折舊攤銷外，還有人工成本，其中大部分是固定成本，還有一部分是跟績效或者產量掛鉤的變動成本。只要沒有裁員，企業就必須支付職工的基本工資，繳納五險一金等固定的金額。從理論上來說，在企業困難的時候，裁員是一個不錯的選擇，也有一些企業確實這麼做了。但是考慮到社會穩定、職工就

業等因素，大規模的裁員也存在著較大難度。再說，裁員需要的大筆買斷工齡的資金對很多企業來說也是一個很大的壓力。

企業的變動成本主要是原材料、輔助材料、生產用水電煤等。

如果一個企業的固定成本費用總額為100 000元，產品總量為200件，單位產品變動成本為500元，單位成本固定成本為500元，單位產品成本總額為1 000元，銷售價格為800元，它還要不要繼續生產？答案如表9-7所示。

情形一為輕資產企業，成本費用中主要是變動成本。在行業不景氣的時候停止，生產變動成本不發生，只有少量的固定成本。也就是說，輕資產行業的產能退出壁壘非常低，停產的話最多就是虧損不太多的固定成本和前期資本性資產支出；而一旦行業景氣，企業馬上又可以投產。從表中可以看出，情形一停產損失100元，不停產損失200元，因此正確的選擇就是停產。

表9-7 營業成本性態與公司決策

情形	單位 價格 (1)	單位成本		單位邊際貢獻 (4) = (1) - (3)	利潤(5) = (1) - (2) - (3)	是否停產
		單位固定 成本(2)	單位變動 成本(3)			
一	800	100	900	-100	-200	停產，虧損固定 成本 100 元
二	800	900	100	700	-200	不停產。停產虧 損固定成本 900 元
三	800	500	500	300	-200	不停產。停產虧 損固定成本 500 元

情形二為重資產企業，成本費用中主要是固定成本。在行業不景氣的時候停產，只有少量的變動成本不發生，而鉅額的固定資產照樣發生。因此，重資產行業的產能退出壁壘很高，停產的話將帶來鉅額的固定資產和前期資本性資產支出的損失。從表中可以看出，情形二停產虧損900元，不停產虧損200元，因此不停產才是正確的選擇。

上述情形是極端的輕資產和極端的重資產情形，我們假設可能在現實生活中更常見的情形三：成本中一半是固定資產500元，一半是變動成本500元。從表中可以看出，情形三停產虧損500元，不停產虧損200元，因此企業還是不能停產。

我們把上述分析總結為一句話：邊際貢獻為正的業務應該繼續進行！
邊際貢獻=銷售價格-單位變動成本，意思是說我們在做決策的時候，只需考慮相關成本也就是變動成本，而無須考慮沉沒成本也就是變動成本。

9.3.2 經營資產結構決定營業成本結構

成本費用中很大的一部分是由企業的資產結構決定的。在會計準則中，我們定義資產為：“企業過去的交易或者事項形成的、由企業擁有或者控制的、預期會給企業帶來經濟利益的資源”。帶來未來經濟利益的前提是資產被使用掉，即資產要轉化為成本。因此，資產結構在很大程度上決定企業的成本費用性態。

不知道大家有沒有發現，產能過剩的行業都是重資產行業。重資產、輕資產是有一段時間很多企業都談得不亦樂乎的戰略話題。其實，對於重資產、輕資產並沒有權威定義，而只是大家約定俗成的說法而已。從財務的角度，什麼是重資產、輕資產呢？最簡單地說，在資產負債表的資產部分，長期資產佔資產總額的比重超過60%就已經是重資產了，70%甚至更高比重，那毫無疑問就是重資產了。反之，如果金融資產和營運資本佔資產總額的比重超過60%是輕資產，如果比重更高，那毫無疑問就更是輕資產了。

我國目前產能過剩的行業基本都是充分競爭的重資產行業，背後的原因是什麼呢？這是由重資產行業的競爭格局和成本結構所決定的。

首先是行業競爭格局的問題。如果行業充分競爭，就意味著有足夠多的競爭者。在競爭中由於經濟學所說的個體理性，導致集體非理性，就可能引起產能過剩。如果不是充分競爭的行業，由少數幾個企業說了算，也就不會出現嚴重的產能過剩問題。假設有一個產品，全球只有你一個廠家（類似於Intel的電腦芯片），需求多你就多生產，需求少你就少生產，就可以避免產能過剩；少數幾個企業的寡頭壟斷也會盡力保持理性，避免惡性競爭。我國當前的絕大多數重資產行業都是競爭者眾多，競爭相當充分。

其次，重資產的高額固定資產折舊和無形資產攤銷引起的高固定成本，需要大規模、大批量生產才能具有競爭優勢。假設大家在鋼鐵企業工作，在虧損的情況下，領導要求我們想方設法控制和降低成本。我們到底是降低變動成本還是固定成本？課堂上90%以上的學員都不假思索地認為應該降低變動成本。大家再好好仔細地想一想，變動成本真的那麼容易降下來嗎？回到變動成本的概念上來，變動成本是指單位產品耗費不變的成本：鋼鐵企業生產每噸鋼所需的鐵礦石、水電煤的耗費量能不能減少？這些原材料以及動力的單價能不能減少？答案不言自明，耗費量是由企業的生產工藝決定的，短期之內根本不可能有大的改變。而它們的單價則取決於市場，企業內部也無法發揮大的主觀能動作用。企業要降低變動成本，唯一能做的就是堵住跑冒滴漏，把原來可能存在的採購中的油水擠一擠，管理中的吃拿卡要擠一擠。

因此，絕大多數企業在降低成本的時候，不是降低變動成本，而是會擴大產量來降低單位產品固定成本。不僅要滿產，最好要超產，因為產量上去了，固定成本總額不變，單位產品的固定成本就下降了。如果行業內的其他企業都擴大產能，我們不擴大產能，那麼不僅我們的市場份額會縮小，並且我們的產品成本也會比別人高，我們在競爭中就會處於不利地位。因此，我們的選擇也只能是被動地擴大產能。這其實就是博弈論裡最簡單的囚徒困境，如表9-8所示。這個博弈唯一可能達到的納什均衡是，所有競爭者都進行產能擴張。這是所有競爭者

最理性的選擇，也是國家宏觀部門一直在進行產能控制，但是最後依然造成產能過剩的原因。

表9-8 行業產能過剩的解釋

	競爭者甲產能不變	競爭者甲產能擴張
行業內其他競爭者產能不變	行業利潤均衡	競爭者甲利潤最大化，其他競爭者受損
行業內其他競爭者產能擴張	其他競爭者利潤最大化，競爭者甲受損	行業產能過剩，行業虧損

在目前行業產能過剩，甚至全行業虧損的情況下，行業的理智選擇應該是限產，但是單個競爭者的理智選擇是擴產——這也是經濟學中所說的個體理性導致集體非理性。上文情形三的假設下，如果我們的固定成本總額不變，產量翻倍，那麼成本結構就為單位變動成本500元，單位固定成本250元，單位產品成本750元。如果單價仍舊為800元，那麼我們就可以賺取單位產品50元的利潤。這50元的利潤我們真的能賺到手嗎？非也。在充分競爭的市場中，我們需要考慮競爭者的動態信息——我們的策略往往也是競爭者的策略。我們擴張產能，競爭對手也擴張產能的情況下，整個行業的產能上升。在供給增加，而需求沒有增加甚至減少的情況下，這隻能導致產品降價。價格下降導致虧損，我們需要進一步滿產降低單位固定成本，行業產量上升，價格又下降，從而陷入了惡性循環當中——直到邊際貢獻為負，才有可能停止這種循環。

從上述分析中我們可以看出，如果一個充分競爭行業的固定成本比較高而變動成本比較低，很容易導致激烈的價格戰，如表9-9所示。如果我們前文假設的單價800元下降到700元，要不要繼續生產？因為邊際貢獻為200元，生產虧損300元，停產虧損500元，答案依然是生產；價格下降到600元亦然；只有價格下降到500元，這個時候生產或者停

產的虧損是一樣的，但是絕大多數企業依然會選擇繼續生產——因為停產以後重新啟動生產的成本很高。

表9-9 重資產行業的價格戰

单位 价格 (1)	单位产品成本		单位产品边际贡献 (4) = (1) - (3)	单位产品利润 (5) = (1) - (2) - (3)	是否停产
	单位固定 成本 (2)	单位变动 成本 (3)			
800 元	500 元	500 元	300 元	-200 元	不停产。停产亏损 固定成本 500 元
700 元	500 元	500 元	200 元	-300 元	不停产。停产亏损 固定成本 500 元
500 元	500 元	500 元	0 元	-500 元	停产和生产均可， 亏损固定成本 500 元

由於輕資產行業的固定成本比較低，一旦競爭對手進行惡性競爭，我們可以選擇徹底退出，從而相對來說出現產能過剩的情況會少得多。

對於進入重資產行業的公司來說，要通過差異化競爭策略把自己跟其他公司區別開來，才能避免陷入價格戰以及週期性產能過剩。

9.3.3 營業成本控制能力的分析

營業成本必須低於營業收入，否則公司將陷入虧損。與營業收入相對應，多數公司的營業成本是由多項不同業務的成本加總後得出的。我們需要對公司的不同業務進行詳細分析，判斷公司營業成本控制能力。

就某一項業務的營業收入來說，其計算公式為：

營業成本=銷量×單位成本

=銷量×（單位固定成本+單位變動成本）

從上述公式可以得出，一家公司要控制營業成本有兩個途徑：一是控制單位固定成本，二是控制單位變動成本。

從控制單位固定成本的角度來看，我們需要對公司業務規模做一個大致的預測和判斷。在固定成本總額不變的情況下，業務規模越大，則單位固定成本越低。

從控制單位變動成本的角度來看，我們需要分析公司內部管理的精細化程度，比如採購管理、精益生產方式等。

9.3.4 營業成本分析的特殊問題：成本與收入匹配原則

在公司營運活動中，公司投入原材料，加上人工和生產設備及其他各種生產要素生產出產品，然後進行銷售，取得營業收入。

在會計上，營業成本的確認必須遵循匹配原則。所謂匹配原則，是指一家公司某個會計期間或某個會計對象所取得的營業收入應與為取得該收入所發生的營業成本相匹配，以正確計算在該會計期間的營業利潤。

公司沒有銷售的產品或服務，在財報中列入存貨項目；已經銷售的產品或服務，在確認收入的同時要結轉相應的營業成本。存貨轉入營業成本的方法有先進先出法、加權平均法、個別計價法。

在分析中，我們需要注意的問題是，有些公司為了操縱利潤，在某些年度少結轉營業成本，導致虛增公司利潤的同時虛增公司存貨。此時，我們要結合公司的毛利率以及存貨週轉率等指標，來進行分析和判斷公司是否存在著財報舞弊。

9.4 營業收入和營業成本的綜合分析：毛利和毛利率

毛利和毛利率的計算公式如下：

$$\text{毛利} = \text{營業收入} - \text{營業成本} = \text{銷量} \times (\text{單位價格} - \text{單位成本})$$

$$\text{毛利率} = \text{毛利} \div \text{營業收入} \times 100\%$$

$$= [\text{銷量} \times (\text{單位價格} - \text{單位成本})] \div [\text{銷量} \times \text{單位價格}] \times 100\%$$

$$= (\text{單位價格} - \text{單位成本}) \div \text{單位價格} \times 100\%$$

毛利等於營業收入減去營業成本。需要注意的是，營業成本不包括銷售費用（市場營銷費用、廣告費、差旅費等）、管理費用（研發費用、行政管理人員工資等），只包括生產商品和提供服務的直接人工成本、原材料以及相關的水電煤等成本。銷售費用、管理費用等期間費用將在後面分析。毛利反映一家公司營業獲利的總額。如果要提高毛利，公司需要擴大銷量，提高價格，降低成本。

毛利率反映一家公司產品和服務的獲利程度。如果要提高毛利率，就要提高單位價格，降低單位成本。擴大銷量，提高價格，降低成本三者之間又會互相影響。比如，提高價格可能會影響客戶購買意願而降低銷量，降低成本可能會影響質量而降低銷量和削減價格。能否擴大銷量，提高價格，降低成本，則取決於公司的行業特徵、競爭策略及其核心競爭力。

巴菲特一再強調護城河，即競爭壁壘。在財報中，多數時候一家公司毛利率的高低就是反映其是否具有護城河的指標：毛利率越高越穩定，護城河越深。

9.4.1 毛利分析

首先，我們要看一家公司的毛利總額。毛利總額越高越好，大於零是最低要求。如果毛利總額低於零，則公司虧損。

其次，我們分析一家公司的毛利歷史增長情況。對於有發展前景的公司，營業收入應該逐年增長，同時營業成本也會有所增長，但增長幅度應該低於營業收入。因此，毛利應該逐年與營業收入保持同幅度增長，或者有更大幅度的增長。反之，如果營業收入逐年增長，但營業成本增幅超過營業收入，則公司增收不增利；如果營業收入下降，營業成本下降，則公司陷入衰退境地。

我們以萬華化學為例，計算相關數據如表9-10所示。

從表9-10中可以發現，萬華化學在2009~2015年，除了2015年以外，其他年份營業收入、營業成本和毛利都呈正增長。有些年份營業收入和毛利增幅超過營業成本，有些年份營業收入和毛利增幅低於營業成本。

表9-10 萬華化學毛利分析

单位：万元

项目	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
营业收入	1 949 238.29	2 208 836.85	2 023 797.32	1 594 212.65	1 366 230.73	942 977.69	649 291.97
营业收入增长率	-11.75%	9.14%	26.95%	16.69%	44.88%	45.23%	-15.72%
营业成本	1 361 996.54	1 526 963.97	1 358 294.92	1 038 186.95	948 866.48	704 150.99	460 676.59
营业成本增长率	-10.80%	12.42%	30.83%	9.41%	34.75%	52.85%	-12.98%
毛利	587 241.75	681 872.88	665 502.40	556 025.70	417 364.25	238 826.70	188 615.38
毛利增长率	-13.88%	2.46%	19.69%	33.22%	74.76%	26.62%	

9.4.2 毛利率分析

毛利率主要分析兩個方面：一是毛利率的高低，二是毛利率的穩定性。

毛利率的高低和穩定性與多個因素相關，包括公司所處行業、公司競爭策略、公司管理效率，等等。

首先，公司所處行業對毛利率會產生影響。不同行業之間毛利率的高低和穩定性存在著差異，其根源在於不同行業競爭格局的不同：如果

行業門檻比較低，競爭者眾多，產品和服務同質化，價格競爭激烈，那麼毛利率就比較低，穩定性也比較差；如果行業門檻比較高，競爭者較少，不出現惡性競爭，那麼毛利率就比較高，穩定性也比較好。

其次，公司競爭策略對公司毛利率的高低和穩定性產生影響。公司競爭策略包括低成本策略和差異化策略。公司所處行業也會對競爭策略產生影響，有些成熟的重資產行業比較適合低成本策略，而輕資產行業更適合差異化策略。一般來說，低成本策略公司的毛利率比較低且穩定性比較差；差異化策略成功的公司由於產品和服務的獨特性，保證了其毛利率比較高且穩定性比較好。

最後，公司管理效率對毛利率的高低產生影響。在同一個行業，由於管理效率不同，因此不同公司之間的毛利率也會有高有低。管理效率好的公司的毛利率會高於管理效率低下的公司。比如，採購管理好的公司的原材料成本會低於採購管理混亂的公司；生產製造管理好的公司的製造費用會低於生產製造管理混亂的公司，銷售管理好的公司的銷售價格會高於銷售管理混亂的公司，等等。

進行毛利率分析時，我們可以提出以下問題：①公司的銷售毛利率與公司提出的競爭戰略一致嗎？例如，產品差異化戰略通常比低成本戰略帶來更高的銷售毛利率。②公司的銷售毛利率有所改變嗎？為什麼會發生這種改變？潛在的經營原因是什麼？是由於競爭地位發生了變化，投入成本發生了變化，還是由於製造費用管理差？③公司對製造成本和費用管理得怎麼樣？這些成本由哪些經營活動產生？這些經營活動是必要的嗎？

毛利率作為一個非常重要的財務指標，有助於我們選擇投資方向，分析公司的核心競爭力。一般而言，毛利率長期低於15%的行業屬於過度競爭的行業，毛利率長期在15%~25%的行業屬於高度競爭的行業，毛利率長期在25%以上的行業屬於競爭格局比較好的行業。毛利率波動性比較大的行業受外部因素如宏觀經濟形勢、上下游供應鏈等影響比較大。就具體公司而言，一般情況下，公司毛利率持續穩定地長期高於25%，是具有核心競爭力的表現。

表9-11是中國幾大施工建築公司的毛利率情況。

表9-11 中國施工建築公司的毛利率

公司	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
中国建筑	12.44%	12.58%	11.87%	12.19%	12.04%	12.09%	12.15%
中国铁建	11.45%	10.85%	10.15%	10.62%	10.50%	8.83%	9.31%
中国交建	15.20%	13.61%	13.03%	13.83%	未上市	未上市	未上市

從表9-11中可以看出，中國施工建築行業是一個充分競爭的行業，毛利率在10%~15%。公司管理效率高則毛利率略高，管理效率差則毛利率略低。

公司所處行業對一家公司的毛利率影響非常大，甚至在行業逐漸衰退甚至消失的時候，可以決定一家公司的生死。但是，在國計民生需要並且充分競爭的行業，是否行業完全決定了一家公司的毛利率呢？非也。在沒有衰退的充分競爭行業，競爭者眾多的含義是其市場空間巨大。此時，作為有競爭力的公司，需要考慮如何才能在眾多競爭者中脫穎而出，因此公司的競爭策略選擇和管理效率對毛利率的影響程度更大。

比如，在充分競爭的化工行業，我們認為毛利率比較低，但萬華化學的歷史毛利率情況則是一個反例，如表9-12所示。

從表9-12中可以看出，從2006年到2015年長達10年的時間內，萬華化學的毛利率一直高於25%，基本上穩定在30%以上，表明萬華化學在這一段時間內，具有較好的核心競爭力。這是因為萬華化學在重化工行業採取了適當的差異化策略，依靠核心技術取得競爭優勢，加上良好的管理，形成了其持續穩定的較高毛利率。

再比如，“民以食為天”，餐飲行業的競爭非常充分，滿大街都是飯店，市場空間巨大，因此競爭策略和管理效率就成了核心問題。很多人都認為餐飲行業的毛利率很高，因為我們到飯店就餐的時候，發現一盤上湯娃娃菜就30元，自己到菜市場買原材料可能只需要6元就夠了。但是營業成本除了原材料，還有人工工資（廚師、服務員）、場地租金、折舊攤銷、水電煤等。一般餐飲行業的原材料成本佔營業收入的20%~30%，人工工資佔10%~20%，水電煤佔8%~10%，場地租金佔10%~15%，折舊攤銷佔5%~10%，因此真實的毛利率在15%~50%。在這個充分競爭的行業裡，大多數小飯店都沒有很高的毛利，並且沒辦法做大形成規模，賺不了多少錢。但是，麥當勞、肯德基非常賺錢！我們來看一下麥當勞的歷史毛利和毛利率數據（見表9-13）。

表9-12 萬華化學的毛利率

单位：万元

项目	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
营业收入	1949238	2208837	2023797	1594213	1366231	942978	649292	770439	780358	494633
营业成本	1361997	1526964	1358295	1038187	948866	704151	460677	529420	465170	317771
毛利	587242	681873	665502	556026	417364	238827	188615	241020	315188	176862
毛利率	30.13%	30.87%	32.88%	34.88%	30.55%	25.33%	29.05%	31.28%	40.39%	35.76%

表9-13 麥當勞的毛利和毛利率

单位：万美元

项目	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
营业收入	2462190	2541300	2744130	2810570	2756700	2700600	2407460	2274470	2352240	2278660
营业成本	1441720	1562380	1698560	1720300	1675070	1631940	1443730	1395290	1488320	1488140
毛利	1020470	978920	1045570	1090270	1081630	1068660	963730	879180	863920	790520
毛利率	41.45%	38.52%	38.10%	38.79%	39.24%	39.57%	40.03%	38.65%	36.73%	34.69%

從表9-13中可見，麥當勞通過品牌、標準在餐飲行業形成了自己的競爭優勢，毛利率穩定在35%以上，目前每年毛利在100億美元左右。不過，從歷史數據來看，當前麥當勞面臨成長瓶頸問題，成長性不夠。至於未來是否能有所成長，則需要結合麥當勞的發展策略、未來人口趨勢、消費習慣等做進一步分析。

9.5 股權價值增加表分析：營業費用分析

9.5.1 營業費用的範圍

營業費用是指與公司經營活動相關，但是無法歸入產品或者服務的費用，包括營業稅金及附加、銷售費用、管理費用、資產減值損失、營業外收入和營業外支出。營業成本是指構成產品或者服務的成本。營

業費用無法歸入具體的產品或者服務，而是與發生的期間掛鉤，記入發生當期的財報，因此也稱為期間費用。

請注意，上述營業費用的分類與標準利潤表存在著差異。標準利潤表中的營業費用包括營業稅金及附加、銷售費用、管理費用和財務費用。我們認為，財務費用與公司籌資活動的關係更加密切，而與公司經營活動關係不大，因此把財務費用放到息稅前利潤後面作為資金成本來分析。資產減值損失包括經營資產減值損失（應收賬款壞賬準備、存貨跌價準備、固定資產減值準備、無形資產減值準備、商譽減值準備等）、長期股權投資減值損失和金融資產減值損失。經營資產減值損失是公司在經營活動中所形成的。比如，固定資產減值損失往往是因為公司在使用過程中操作不當，或最初購置決策失誤引起減值，因此作為營業費用的組成部分比較合適。對於經營管理好的公司，各類資產減值損失會比較少。

容易引起爭議的是營業外收入和營業外支出。我們認為，營業外收入和營業外支出一般是經營活動導致，比如固定資產處置、無形資產處置、政府對公司經營活動的補助等，應當歸為營業收入和營業費用；如果營業外收入和營業外支出是長期股權投資和金融資產導致，則應當歸入長期股權投資收益和金融資產收益。由於多數公司的營業外收支淨額不大，因此直接歸入營業費用也可以。如果營業外收入和營業外支出金額巨大，則應詳細分析歸類。對於經營管理好的公司，不必要、不合理的營業外支出會比較少。

營業外收入應當歸為營業活動的典型例子是航空公司的政府補助收入。我國航空公司家家有政府補貼收入。開通航線帶動地方招商引資和旅遊，是地方政府補貼航空公司的重要原因。航空公司與各通航城市機場合作，可以給當地帶來大量增量客源，促進干支線機場吞吐量，獲得當地機場和政府起降費減免、航線補貼等多種方式的支持。開通航線是航空公司的經營活動，而政府補貼與開通航線掛鉤，否則航空公司會取消航線，因此實質上政府補貼收入是經營收入的一部分。如果政府補助收入具有與經營活動相關的連續性和穩定性，在分析的時候歸入營業收入，顯然更加合理和有意義。同樣，多數營業外支出在本質上是與經營活動相關的。

9.5.2 營業費用分析的重點

賺錢的前提是要學會花錢，營業費用分析的重點不在於費用總額是否有所下降，而在於花出去的錢是否賺回來更多的收入，因此需要把費用跟收入進行比較——費用率是否穩定或者有所下降。

費用率的計算公式如下：

$$\text{營業稅金及附加率} = \text{營業稅金及附加} / \text{營業收入} \times 100\%$$

$$\text{銷售費用率} = \text{銷售費用} / \text{營業收入} \times 100\%$$

$$\text{管理費用率} = \text{管理費用} / \text{營業收入} \times 100\%$$

$$\text{經營資產減值損失占營業收入比率} = \text{資產減值損失} / \text{營業收入} \times 100\%$$

$$\text{營業外收支占營業收入比率} = \text{營業外收支} / \text{營業收入} \times 100\%$$

$$\text{總費用率} = \frac{\left(\begin{array}{c} \text{營業稅金及附加} + \text{銷售費用} + \text{管理費用} + \\ \text{資產減值損失} + \text{營業外收支} \end{array} \right)}{\text{營業收入}} \times 100\%$$

營業稅金及附加率反映一家公司在營運環節所承擔的稅費負擔，一般應該與國家稅法規定的稅率相當。由於稅法對不同行業的營業稅費及附加規定不同，因此該比率會存在明顯的行業特徵。比如，白酒行業的營業稅金及附加率比較高，通常在營業收入的10%以上；鋼鐵行業的營業稅金及附加率比較低，通常在營業收入的1%以下。

銷售費用率反映一家公司的銷售費用跟營業收入之間的比例關係。對於多數優秀公司而言，會有比較穩定的銷售政策和銷售渠道，因此銷售費用率比較穩定或呈略有下降的趨勢。如果該比率顯著上升，需要詳細分析是否是公司本身銷售效率下降或者市場競爭激烈所致。在市場競爭激烈的情況下，銷售費用上升，可能意味著整個行業形勢的格局轉變或惡化。銷售費用是公司銷售商品和材料，提供勞務的過程中發生的各種費用，包括保險費、包裝費、展覽費和廣告費、商品維修費、預計產品質量保證損失、運輸費、裝卸費等，以及為銷售公司商品而專設的銷售機構（含銷售網點、售後服務網點等）的職工薪酬、業務費、折舊費、修理費等經營費用。

管理費用率反映一家公司在總部管理方面的績效。管理費用是公司為組織和管理生產經營所發生的費用，包括公司及其分支機構、網點在籌建期間發生的開辦費，以及董事會和行政管理部門在公司的經營管理中發生的或者應由公司統一負擔的經費（包括行政管理部門職工工資及福利費、物料消耗、低值易耗品攤銷、辦公費和差旅費等）、工會經費、董事會費（包括董事會成員津貼、會議費和差旅費等）、聘請中介機構費、諮詢費（含顧問費）、訴訟費、業務招待費、房產稅、車船使用稅、土地使用稅、印花稅、技術轉讓費、礦產資源補償費、研究費用、排汙費等。管理費用中的多數項目呈比較穩定的狀態，比如行政管理部門經費、工會經費、董事會費等。在這裡要特別注意的是，研究費用也列在管理費用裡面，如果有些公司不區分研究經費和開發經費而全部列支到研究費用中，會導致管理費用虛高而專利技術等無形資產低估。多數公司的研究開發政策是按照營業收入的一定比例來規劃的。比如，華為公司的研究開發費用為營業收入的14%左右，英特爾公司的研究開發費用為營業收入的20%左右。因此，總體而言，好公司的管理費用率表現應該是比較穩定的。如果管理費用率上升，需要詳細分析到底是哪些原因引起的，並考慮上升到底是好事還是壞事。加大研究開發費用的投入，往往不是壞事而是好事。

公司的銷售費用和管理費用受到執行競爭戰略所必須採取的經營活動的影響。執行產品差異化戰略的公司與單純低成本策略的公司相比，會有更高的研究和開發支出，形成較高的管理費用率。同樣，與通過

倉儲零售商或直接郵寄銷售且不提供客戶支持的公司相比，試圖建立品牌形象，通過全方位服務零售商銷售產品以及為消費者提供重要服務的公司，擁有更高的銷售和管理費用率。銷售費用和管理費用還受公司管理經營活動效率的影響。對以低成本為基礎參與競爭的公司而言，營業費用的控制尤為重要。即使對產品差異化戰略執行者而言，評估具有獨特性的產品的開發和銷售費用，是否與在市場上獲得的高價格相稱也很重要。

經營資產減值損失佔營業收入比率反映一家公司在營運活動中為帶來營業收入所需承擔的減值損失程度，體現該公司在營運活動中的管理能力。資產減值損失是指企業在資產負債表日經過對資產的測試，判斷資產的可收回金額低於其賬面價值而計提資產減值損失準備所確認的相應損失，包括“壞賬準備”“存貨跌價準備”“長期股權投資減值準備”“持有至到期投資減值準備”“固定資產減值準備”

“在建工程——減值準備”“工程物資——減值準備”“生產性生物資產——減值準備”“無形資產減值準備”“商譽——減值準備”“貸款損失準備”“抵債資產——跌價準備”“損餘物資——跌價準備”等。在計算經營資產減值損失的時候，上述減值損失中的長期股權投資、持有至到期投資等非經營資產減值損失應予以扣除。一般認為，經營資產減值損失是由公司的意外偶發事件引起的一次性損失，但是我們認為經營資產減值損失是公司為了獲得營業收入。需要注意的是，對於管理優秀的公司，經營資產減值損失佔營業收入的比例比較低，並且穩定；對於這個比例在某幾個年份大幅度上升的公司，往往是這些公司為了特殊目的操縱利潤，而在某幾個年度突然大比例計提資產減值損失。

營業外收支佔營業收入比率反映一家公司對營業外業務和事項的管理能力。雖然一般認為營業外收支與一家公司的營運活動不直接相關，但是我們認為，營業外收支中的多數業務和事項本質上取決於公司營運活動，或者至少間接相關。比如，固定資產和無形資產的處置，取決於公司對這些資產在經營活動中是否能發揮效用並帶來價值的判斷；多數政府補助，取決於公司是否能按照國家規定開展經營活動，等等。一般而言，正常的公司都是以常規經營活動為主，營業外收支

佔營業收入比率都非常低；如果過高，則要詳細分析是否合理以及是否會持續發生。

我們以萬華化學為例，分析該公司的營業費用管理情況，如表9-14所示。

表9-14 萬華化學營業費用管理

单位：万元

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
(1) 营业税金及附加	9 565.02	10 771.98	12 498.78	8 820.31	6 057.01
(2) 营业税金及附加率	0.49%	0.49%	0.62%	0.55%	0.44%
(3) 销售费用	84 726.97	70 042.83	59 584.93	48 641.68	38 672.64
(4) 销售费用率	4.35%	3.17%	2.94%	3.05%	2.83%
(5) 管理费用	128 151.56	135 889.25	138 819.20	105 419.93	85 172.90
(6) 管理费用率	6.57%	6.15%	6.86%	6.61%	6.23%
(7) 经营资产减值损失	-835.33	7 426.63	2 691.06	3 512.85	-494.24
(8) 经营资产减值损失 占营业收入比率	-0.04%	0.34%	0.13%	0.22%	-0.04%
(9) 营业外收支净额	13 943.59	2 321.38	16 477.51	-4 802.08	8 442.97
(10) 营业外收支净额占 营业收入比率	0.72%	0.11%	0.81%	-0.30%	0.62%
(11) 总费用率 = (2) + (4) + (6) + (8) - (10)	10.65%	10.04%	9.74%	10.74%	8.85%

從表9-14中可以看出，萬華化學在2011~2015年這一期間裡面，營業稅金及附加率、銷售費用率、管理費用率、經營資產減值損失佔營業收入比率、總費用率都非常穩定，總費用率大致佔營業收入的10%左右。

我們再從表9-15來看一下藍色光標的相關數據。

表9-15 藍色光標營業費用管理

單位：萬元					
項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
營業稅金及附加	3 263.98	2 966.00	1 952.19	3 533.63	5 320.07
營業稅金及附加率	0.39%	0.50%	0.54%	1.62%	4.20%
銷售費用	93 277.98	65 563.43	42 771.85	29 307.17	16 709.08
銷售費用率	11.17%	10.97%	11.93%	13.47%	13.20%
管理費用	76 046.30	41 510.01	22 811.98	12 696.06	8 104.78
管理費用率	9.11%	6.94%	6.36%	5.84%	6.40%
資產減值損失	98 310.67	613.96	1 128.14	411.59	-1 084.04
經營資產減值損失占營業收入比率	11.78%	0.10%	0.31%	0.19%	-0.86%
營業外收支淨額	57 806.83	3 646.87	8 350.28	4 103.52	1 467.27
營業外收支淨額占營業收入比率	6.93%	0.61%	2.33%	1.89%	1.16%
總費用率	25.53%	17.90%	16.83%	19.24%	21.79%

根據表9-15，我們需要關注藍色光標的營業稅金及附加率逐年下降的原因。這裡需要去查詢藍色光標公司適用的稅種和稅率以及徵稅方法是否有所變化，比如是否存在營改增的影響等。銷售費用率在這一期

間比較穩定，管理費用率、經營資產減值損失佔營業收入比率和營業外收支淨額佔營業收入比率在2015年大幅上升，需要分析背後的原因。尤其經營資產減值損失佔營業收入比率達到11.78%，說明公司的經營資產管理出現了重大問題。結合公司歷年公告，我們可以發現，因為藍色光標在前期併購活動中對標的公司定價過高產生鉅額商譽，最後導致商譽減值損失，引起了2015年度的鉅額經營資產減值損失——根源在於公司的併購決策和管理出現了重大失誤。

9.6 股權價值增加表分析：利潤分析

9.6.1 息稅前經營利潤、息前稅後經營利潤和營業收入利潤率

息稅前經營利潤、息前稅後經營利潤和營業收入利潤率的計算公式如下：

息稅前經營利潤=營業收入-營業成本-營業費用

息前稅後經營利潤=息稅前經營利潤×(1-企業實際所得稅稅率)

營業收入利潤率=息前稅後經營利潤÷營業收入×100%

息稅前經營利潤和息前稅後經營利潤反映一家公司通過營業活動獲取收益的絕對金額，營業收入利潤率反映一家公司通過經營活動獲取收益的相對能力。兩者與毛利和毛利率一樣，在一定程度上反映公司經營活動的核心競爭力。

在標準利潤表中，與營業收入利潤率類似的指標是營業利潤率，但是標準利潤表中的營業利潤包括投資收益、公允價值變動收益等很多與公司經營活動無關的項目，導致該指標反映公司經營活動獲利能力的意義大打折扣。

對於一家有發展前景的公司，息前稅後經營利潤應該穩步上升，營業收入利潤率保持穩定或者略有上升；反之，則表明公司發展前景堪憂。

以萬華化學為例，其2006~2015年的相關數據如表9-16所示。

根據表9-16可知，萬華化學的息前稅後經營利潤呈波浪式上升，營業收入利潤率則基本穩定在20%~30%。

9.6.2 長期股權投資收益分析

長期股權投資收益分析的重點在於其持續性和增長性。長期股權投資收益跟息稅前經營利潤和息稅前金融資產收益的不同之處在於：前者在被投資單位已經繳納過企業所得稅，因此對於公司（投資方）來說一般無須再次重複繳納企業所得稅；後兩者則對於公司來說需要繳納企業所得稅。

在會計核算上，長期股權投資收益是按照所謂的權益法計算得出的，即公司持股比例乘以被投資單位的淨利潤。長期股權投資收益來源於被投資單位，本質在於被投資單位經營的好壞。因此，從嚴格意義上來說，長期股權投資收益分析應當基於對被投資單位的財報分析。對於投資者而言，如果上市公司投資了很多被投資單位的話，分析每一家被投資單位的財報不太可能：一是成本太高，二是很多信息無法得到。因此，多數時候僅僅是分析長期股權投資收益總額及其趨勢。如果長期股權投資收益總額巨大的話，最好是能夠充分收集、整理被投資單位信息進行詳細的分析。

以萬華化學為例，如表9-17所示，長期股權投資收益對於該公司的利潤總額而言，沒有重大影響。

表9-16 萬華化學的息前稅後經營利潤和營業收入利潤率

单位：万元

项目	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
息税前利润	379,577.12	460,063.57	468,385.94	384,828.85	296,398.91	178,415.86	147,497.38	207,243.33	239,203.58	130,571.19
营业收入	19.47%	20.83%	23.14%	24.14%	21.69%	18.92%	22.72%	26.90%	30.65%	26.40%

表9-17 萬華化學的長期股權投資收益

单位：万元

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
对联营企业和合营企业的股权投资收益	-261.25	-332.11	-198.64	4.50	-0.56

9.6.3 金融資產收益分析

金融資產收益包括公允價值變動淨收益、利息收入、短期投資收益、匯兌收益和其他綜合收益。對於多數上市公司來說，金融資產投資並非其創造價值的主要手段，而是輔助手段：在資金寬裕的時候進行金融資產投資，在經營活動需要資金的時候賣出金融資產。

金融資產收益一般來說波動性比較大，因此分析的時候需要關注其穩定性以及佔息稅前利潤總額的比例。

9.6.4 從息稅前利潤結構看利潤的質量

資產帶來收入和利潤。與資產劃分為金融資產、長期股權投資和經營資產相對應，利潤包括金融資產收益、長期股權投資收益和經營利潤。

利潤的質量，是指利潤的穩定性和持續性。對於不同來源的利潤，其質量存在著差異。

金融資產收益包括公允價值變動淨收益、利息收入、短期投資收益、匯兌收益和其他綜合收益。這些收益取決於公司的理財能力，但是總體而言風險較大，穩定性不夠，經常會大起大落，因此這部分收益的質量不高。當然，對於保險公司，金融資產收益構成了其利潤的最重要部分。因此，投資能力是分析保險公司價值的核心理。巴菲特收購保險公司並且取得成功，是以其超常的投資能力為基礎的。

長期股權投資收益主要是公司按照股權比例所享有的聯營企業和合營企業淨利潤的份額，取決於被投資企業的利潤質量。一般而言，相對金融資產收益，長期股權投資收益的穩定性和持續性要更高一些，因此長期股權投資收益的質量高於金融資產收益。在一家公司中，如果長期股權投資收益佔了利潤的主要部分，則該公司為投資型公司。

經營利潤是一般工商企業最主要的利潤來源。一般而言，經營利潤的穩定性和持續性比金融資產收益和長期股權投資收益要高，因此經營

利潤構成了一般工商企業的核心利潤。在會計假設中，持續經營假設即是以一家公司的經營業務活動持續穩定為前提的。

萬華化學在2013~2015年的息稅前利潤結構如表9-18所示。

表9-18 萬華化學的息稅前利潤結構

單位：萬元

項目	2015-12-31	占比 (%)	2014-12-31	占比 (%)	2013-12-31	占比 (%)
息稅前經營利潤	379 577.12	99.25	460 063.57	99.09	468 385.94	99.71
對聯營企業和合營企業的股權投資收益	-261.25	-0.07	-332.11	-0.07	-198.64	-0.04
息稅前金融資產收益	3 135.56	0.82	4 563.84	0.98	1 573.05	0.33
息稅前利潤	382 451.43	100.00	464 295.30	100.00	469 760.35	100.00

從表9-18中可以看出，萬華化學的息稅前利潤以經營利潤為主，佔比在99%以上；股權投資收益為小額負數，對息稅前利潤影響不大；金融資產收益雖然波動性比較大，但是佔比不到1%，因此對息稅前利潤整體影響不大。萬華化學的息稅前利潤結構非常符合一般工商企業的情況。

9.7 不要僅僅為銀行打工：財務費用和債務資本成本分析

我們前面分類對息稅前利潤進行了分析，接下來分析財務費用和債務資本成本。

在一般印象中，財務費用是一家公司由於債務融資所引起的費用，因此財務費用是公司的債務資本成本。但是，如果仔細分析的話，可以發現財務費用包含的內容很多，一些明細項目並非是債務資金引起的；同時，有一些債務資本成本並沒有體現在財務費用中。

按照會計準則的規定，財務費用包括如下幾項內容。

1) 利息支出，指公司短期借款利息、長期借款利息、應付票據利息、票據貼現利息、應付債券利息、長期應付款利息等利息支出（除資本化的利息外），減去銀行存款等的利息收入後的淨額。這裡需要注意以下兩個問題。

一是標準利潤表中的財務費用裡的利息支出實際上指的是利息支出淨額，即利息支出減去利息收入。但是利息收入是資產的收益，而並不是債務資本成本，因此我們應該把利息收入歸為金融資產的收益，把利息支出總額作為債務資本成本。

二是標準利潤表中的財務費用不包含資本化的利息。所謂資本化的利息，是指按照會計準則規定記入資產的利息。比如，用於在建工程的銀行貸款的利息，記入在建工程；用於研發項目的銀行貸款的利息，記入研發支出，等等。這些利息構成了債務資本成本，但是被剔除在財務費用之外，可見並非所有債務資本成本都包括在財務費用中。

2) 匯兌損益，指公司因向銀行結售或購入外匯而產生的銀行買入、賣出價與記賬所採用的匯率之間的差額，以及月度（季度、年度）終了，各種外幣賬戶的外幣期末餘額按照期末規定匯率摺合的記賬人民幣金額與原賬面人民幣金額之間的差額等。

我們認為，匯兌損益是否構成債務資本成本需要具體分析。如果匯兌損益是由於公司籌集外幣債務資金所引起的，則構成債務資本成本；如果匯兌損益是由於公司在經營活動中的外幣應收賬款和外幣應付賬款所引起的，則應當歸為營業費用；如果匯兌損益是由於公司持有外

幣金融資產所引起的，則歸入金融資產收益；如果匯兌損益的金額不大，則可以簡化處理，全部作為債務資本成本。

3) 相關的手續費，指發行債券所需支付的手續費（需資本化的手續費除外）、開出匯票的銀行手續費、調劑外匯手續費等，但不包括髮行股票所支付的手續費等。在這些手續費中，與債務資金籌集相關的手續費是債務資本成本的範圍，與營業活動有關的手續費應當歸為營業費用。在實際分析中，其可以全部作為籌集債務資金手續費處理。

4) 其他財務費用，如融資租入固定資產發生的融資租賃費用等。其他財務費用需要具體分析，與籌資相關的費用是債務資本成本。

綜上，一家公司完整的債務資本成本應當包括利息支出總額（含資本化的利息）、外幣債務匯兌損益、債務籌資手續費、其他債務籌資費用（如融資租賃的財務費用）。

根據一家公司的債務資本成本總額和債務資本平均數，可以計算債務資本成本率，公式如下：

債務資本成本率=債務資本成本總額/債務資本平均金額×100%

債務資本平均金額=（期初債務資本+期末債務資本）/2

我們以萬華化學2015年年度報告中財務費用的附註為例，來分析萬華化學2014年度和2015年度的債務資本成本。表9-19是萬華化學2015年年度報告中財務費用的附註。

2014年度和2015年度萬華化學債務資本成本的計算分析如表9-20所示。

表9-19 萬華化學2015年財務費用

单位：元

项目	本期发生额	上期发生额
利息支出	1 075 455 285.26	951 072 385.88
减：已资本化的利息费用	-463 578 813.76	-556 291 993.06
减：利息收入	-12 281 019.83	-30 384 408.38
汇兑差额	288 777 536.95	31 096 222.16
减：已资本化的汇兑差额	-101 899 115.10	-3 744 552.15
其他	54 769 113.09	42 570 352.19
减：已资本化的手续费		
合计	841 242 986.61	434 318 006.64

表9-20 萬華化學債務資本成本分析

单位：万元

项目	2015	2014	2013
(1) 利息支出总额	107 545.52	95 107.24	
(2) 汇兑损益	28 877.75	3 109.62	
(3) 其他筹资费用	5 476.91	4 257.04	
(4) 债务资本成本总额 = (1) + (2) + (3)	143 915.18	104 487.90	
(5) 有息债务期末数	2 565 020.41	2 193 244.31	1 399 820.79
(6) 有息债务加权平均数 = (期末 + 期初) ÷ 2	2 379 132.36	1 796 532.55	
(7) 债务资本成本率 = (4) / (6)	6.05%	5.82%	
(8) 债务资本成本率 (只考虑利息支出) = (1) / (6)	4.52%	5.29%	

如果我們假設萬華化學2015年年度報告財務費用附註中的匯兌損益和其他財務費用，都是為了公司債務資金籌集所發生的，把三者相加後可以計算得出債務資本成本總額（在這一假設下會有所高估，匯兌損益和其他財務費用中有一部分並非為了籌資而發生，比如出口銷售應收賬款的匯兌損益、購銷活動中開具銀行票據的手續費等）。根據萬華化學資產資本表中的有息債務期初數和期末數，我們按簡單加權平均方法可以計算得出有息債務加權平均數。按上述假設，萬華化學2014年的債務資本成本率為5.82%，2015年為6.05%。

如果我們採取保守的估計，債務資本成本只考慮利息支出，匯兌損益和其他財務費用都歸為經營活動費用，則稅前債務資本成本率最低值大概為2014年5.29%，2015年4.52%。

綜上，萬華化學的債務資本成本率2014年在5.29%~5.82%，2015年在4.52%~6.05%。

當然，財務費用中對部分利息支出採取了資本化處理，這是會計上權責發生制的具體應用和體現之一，具有一定的道理：購建長期資產是為了以後期間獲得更大的收益，那麼購建長期資產所發生的利息支出也需要以後期間來彌補，因此應當計入資產的價值。在對一家公司某一年度的績效進行衡量和評價的時候，權責發生制比現金收付制更加合理。因此，在價值增加表中，我們依然採用權責發生制對債務資本成本項目進行相應調整。

真實財務費用=標準利潤表中的財務費用+利息收入

由於標準利潤表中的財務費用已經包含了利息支出、匯兌損益、手續費、其他財務費用等明細項目，因此我們不再對這些費用進行進一步的詳細分析和歸類。

我們可以通過計算財務成本負擔率來分析一家公司的財務成本負擔情況，其計算公式如下：

財務成本負擔率=真實財務費用/息稅前利潤

= (息稅前利潤-稅前利潤) / 息稅前利潤

= 1-稅前利潤/息稅前利潤

稅前利潤=息稅前利潤-真實財務費用

財務成本負擔率指標的含義是，一家公司的息稅前利潤中有多少比例用於支付利息。這一比例越低，息稅前利潤用於支付利息的就越少，公司的財務成本負擔越輕；反之，則用於支付利息的就越多，公司的財務成本負擔越重。

萬華化學2011~2015年的財務成本負擔率如表9-21所示。

表9-21 萬華化學財務成本負擔率分析

单位：万元

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
息税前利润	382 451.43	464 295.30	469 760.35	385 229.97	292 334.56
税前利润	297 099.03	417 825.06	442 144.06	355 135.04	274 737.90
财务成本负担率	22.32%	10.01%	5.88%	7.81%	6.02%

萬華化學在2011~2015年，財務成本負擔率呈逐年攀升趨勢，與該公司加大舉債金額有關。2015年，萬華化學的財務成本負擔率為22.32%，也就是說，萬華化學每100元的息稅前利潤中有22.32元用於支付利息。由於財務成本負擔率上升，因此萬華化學隨後計劃增發股票增加股權融資，並在2017年年初完成了增發。

有些公司的財務成本負擔率非常高，達到80%甚至90%以上，通俗地說，就是整個公司都在給銀行打工。比如，湖北宜化2011~2015年的財務成本負擔率如表9-22所示。

表9-22 湖北宜化2011~2015年的財務成本負擔率

单位：万元

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
息税前利润	118 173.82	154 337.85	143 107.54	244 255.00	213 861.20
税前利润	9 307.73	10 805.75	31 908.16	160 402.20	149 422.21
财务成本负担率	92.12%	93.00%	77.70%	34.33%	30.13%

從表9-22中可以看出，湖北宜化在2011~2015年財務成本負擔率逐年上升，2014年為93%，2015年為92.12%。以2015年的92.12%為例，其含義是湖北宜化每100元的息稅前利潤中，92.12元用於利息支出，只有7.88元形成了稅前利潤。因此，我們說湖北宜化在為銀行打工一點兒都不為過。

對於湖北宜化這樣的公司，應當考慮：一是如何改善資本結構，比如增加股權融資，降低財務成本負擔；二是如何提高營運效率，加強成本控制，提升獲利能力。當然，從根源上來講，公司需要從競爭策略上做出改進——行業的選擇以及競爭格局的改變。

9.8 實際企業所得稅負擔分析

通過計算一家公司的實際企業所得稅稅率，可以分析該公司的實際企業所得稅負擔。實際企業所得稅稅率的計算公式為：

$$\text{實際企業所得稅稅率} = 1 - \text{淨利潤} / \text{稅前利潤} \times 100\%$$

$$\text{淨利潤} = \text{稅前利潤} - \text{企業所得稅費用}$$

實際企業所得稅稅率的含義是，一家公司的稅前利潤中有多少比例用於繳納企業所得稅。該比例越低，則企業稅前利潤中用於繳納企業所得稅的越少。

萬華化學2011~2015年的實際企業所得稅稅率情況如表9-23所示。

表9-23 萬華化學2011~2015年的實際企業所得稅稅率

單位：萬元

項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
稅前利潤	297 099.03	417 825.06	442 144.06	355 135.04	274 737.90
所得稅	67 488.80	95 098.02	65 990.00	54 597.87	41 954.03
淨利潤	229 610.23	322 727.04	376 154.06	300 537.17	232 783.87
實際所得稅率	22.72%	22.76%	14.92%	15.37%	15.27%

根據表9-23，萬華化學2011~2013年的實際企業所得稅稅率在15%左右，在這三個年度萬華化學應該享受了高新技術企業的所得稅優惠政策。2014年和2015年實際企業所得稅稅率上升，與高新技術企業所得稅優惠政策到期有關。

9.9 淨利潤、股權資金成本和股權價值增加值分析

每年歲末年初，“利潤”一詞的曝光率就驟然上升。所有的股東、企業家、經理人將開始評價過去一年的利潤，也紛紛開始規劃下一年度的利潤計劃。但是，“利潤”一詞卻幾乎是公司經營領域中最濫用的詞語。利潤本身有著諸多相互衝突的定義，這些定義對於經營管理來說往往是一種誤導。其中，最容易令人迷惑的就是會計報表上的利潤數字。

儘管會計利潤的發展在一定程度上為公司相關人員提供了比較充分和準確的經營信息，但是如果不能客觀地認識到會計利潤的侷限性，會計利潤將是一枚“煙幕彈”。這一切正如美國華盛頓大學的一位會計學權威所言：“會計報表在一定程度上就是三點式的‘比基尼’，展示給你的僅是那些你不感興趣的地方，而你感興趣的地方全被遮了起來。”

我們將通過“戰略性利潤”（如圖9-2所示），為準確而客觀地評價利潤、務實並高效地提升利潤提供富有實效的策略圖景。

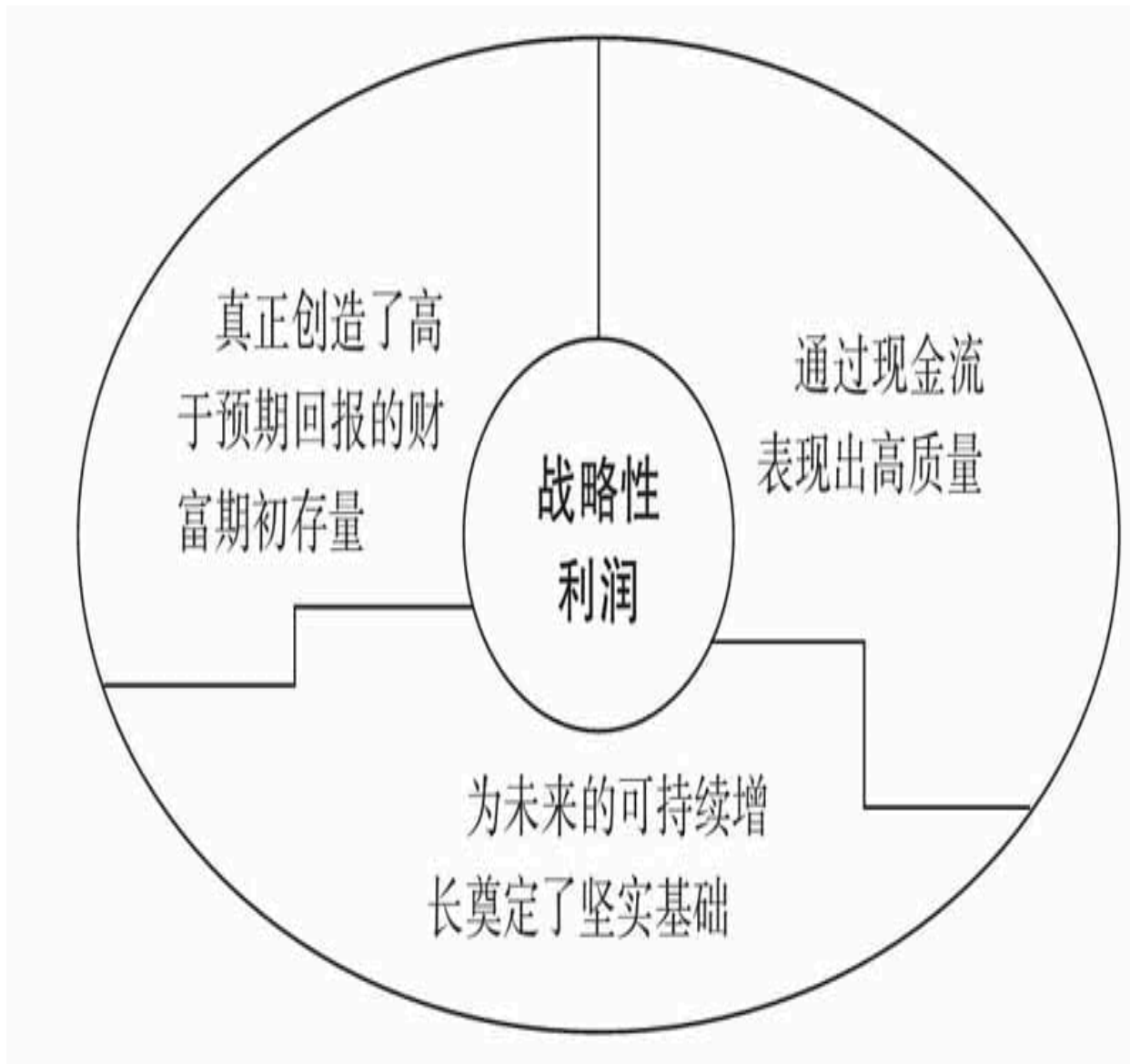


圖9-2 戰略性利潤

9.9.1 淨利潤與股權價值增加值

淨利潤歸股東所有。在淨利潤分析中，重點在於分析淨利潤的增長趨勢。

萬華化學在2011~2015年，淨利潤呈現先增長後下降的形態，不是非常理想。具體的數據如表9-24所示。

表9-24 萬華化學2011~2015年的淨利潤情況

單位：萬元

項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
淨利潤	229 610.23	322 727.04	376 154.06	300 537.17	232 783.87
环比增長	-28.85%	-14.20%	25.16%	29.11%	30.43%

很多公司的銷售和資產規模不斷擴張，淨利潤也在不斷增加，它們通過會計報表譜寫了一個個“烏雞變鳳凰”的動聽故事。然而，在淨利潤數字的背後，這些公司是否真的提高了營運效率，創造了真正的財富？

在計算淨利潤的過程中，以利息費用的形式反映債務融資成本，但它忽略了股權資本的成本。在標準利潤表上，股東的股權資本投入對公司來說是無成本的。淨利潤“股權資本免費”的幻覺，造成很多公司的經營者根本不重視資本的有效配置，以致不斷出現投資失誤、重複投資、投資低效等決策行為。正如著名的管理學大師彼得·德魯克在1995年《哈佛商業評論》上撰文指出的：“我們通常所說的利潤，其實並不是真正意義上的利潤。如果一家企業未能獲得超出資本成本的利潤，那麼它就處於虧損狀態。”因此，公司需要獲取足夠的利潤，並超過其所投入的資本成本，才真正為股東創造了財富，這就是“股權價值增加值”——這是迄今為止對利潤最準確的定義。從股東的角度看，股權價值增加值才是真正的財富。

股權價值增加值=淨利潤-股權資本×股東預期回報率

股東預期回報就是股權資金成本。多數教材會採用資本資產定價模型來計算股權資金成本。關於股權資金成本的問題，我們將在後面估值部分詳細論述，在此以8%作為股東預期回報簡化處理。

股權價值增加值的原理與經濟增加值（EVA）一致。國務院國資委在《中央企業負責人經營業績考核暫行辦法》中採用了經濟增加值，由於淨利潤沒有考慮股權資金成本，因此以EVA作為經營業績考核指標比淨利潤更加合理。這是國務院國資委考核辦法的重大進步。在該辦法中，以5.5%作為加權平均資本成本率簡化處理。

從股東的角度來看，5.5%的預期回報略微偏低，因此我們的計算中採用8%的股東預期回報。需要注意的是，股權價值增加值和EVA的計算並不完全相同。EVA的資本包括股權資本和債務資本，而股權價值增加值的資本只包括股權資本；EVA對研究開發費用、在建工程等進行了調整，股權價值增加值未進行此類調整。

股權價值增加值的意義在於：如果股權價值增加值為負，則即使淨利潤為正數，公司也沒有給股東創造價值，反而在損毀價值；如果股權價值增加值接近於零，公司為股東創造了預期回報；只有在股權價值增加值為正數的情況下，公司才為股東創造超預期回報。

以萬華化學為例，2011~2015年股權價值增加值的具體情況如表9-25所示。

表9-25 萬華化學股權價值增加值分析

單位：萬元

項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
淨利潤	229 610.23	322 727.04	376 154.06	300 537.17	232 783.87
減：股權資金成本	118 585.88	106 285.41	94 247.64	78 742.48	65 724.99
股權價值增加值	111 024.35	216 441.63	281 906.42	221 794.69	167 058.88

根據表9-25可知，萬華化學在2011~2015年，為股東創造了超預期回報。但是，2014年和2015年的股權價值增加值略有下降。

9.9.2 利潤和股權價值增加值的侷限性

如果一個公司的股權價值增加值很高，那麼是否就意味著該公司具有廣闊的發展遠景呢？這並不一定。

其原因之一是，股權價值增加值是基於淨利潤調整而來的，而淨利潤可以通過“利潤操縱”進行調整。所謂利潤操縱，就是公司管理當局為了達成某種目的，通過選擇最有利的會計政策控制應計項目，甚至通過編造、變造、偽造等手法做假賬，掩蓋公司真實的經營成果，使淨利潤達到某種期望水準。不考慮假賬的情況，也有很多種會計準則允許的利潤調整方法，比如延遲或縮短長期資產的折舊攤銷年限，利用會計職業判斷空間少提或多提各類資產減值準備，推遲完工的在建工程轉入固定資產（減少折舊成本和財務費用），提前或者推遲收入和成本費用的確認，等等。我國證券監管部門規定，上市公司連續虧損兩年要做ST處理。有些公司循環虧損一年、盈利一年，以避免ST，盈利這年的利潤又有什麼意義呢？識別這種短期調整行為的最好方法，就是在分析公司利潤的時候，拉長時間窗口到5~10年甚至更長的週期。

其原因之二是，利潤和現金流量之間具有差異性。如果某公司的收入是100元，而成本費用為80元，則利潤為20元。如果上述收入都是現金性收入，成本費用都是付現性項目，則利潤20元與現金淨流量20元是等值的。但是，如果因為競爭激烈，該公司為了擴大銷售而採用了大量的賒銷政策，使得收入並不全部是現金收入，而只有80%是現金收入，其餘的20%則表現為具有風險性的應收賬款。這樣，現金性收入不是100元而是80元，會計利潤仍為20元，但是現金淨流量變成了0。這就是現金流量與利潤間的差異性。

利潤是通過會計準則編制而來的，即使排除利潤操縱和做假賬的因素，它也只是一個賬面的結果。與此相反，現金是通過實實在在的現金流入量與流出量表現出來的。它不單表現在賬面上，而且還實實在在地表現在公司的銀行賬戶中。由此可見，利潤與現金的關係，既非常簡單，又非常複雜。簡單到一目瞭然，複雜到需要調整很多因素才能理解它們之間的數量關係。利潤與現金的差異是公司經營狀況的綜合體現，也是深刻認識公司盈利能力的基本線索。因此，公司必須在

釐清利潤和現金之間差異的表現形式及其根本原因後進行控制，以防患於未然。

我們將在後面對淨利潤和現金流之間的這種關係進行更加詳細的分析。

9.9.3 利潤可持續性的考量

如果一個公司的利潤很高，同時現金流量也很多，那麼是否就意味著該公司具有廣闊的發展遠景呢？答案還是不一定。

提高利潤和現金流量的方法，無非是在提高收入和降低成本上下功夫。如果單純追求短期的利潤和現金流，公司可以只是片面地通過削減成本，壓縮投資來提高利潤和現金流量，比如減少當期的研究開發費用、廣告費投入，推遲各種安全勞保的支出，等等。如此這般，利潤和現金流就會在短期內得到美化。但是，減少上述與長期發展有關的投入，公司在未來可能後繼乏力，很快在競爭中處於劣勢甚至出局，利潤和現金流會斷崖式下降。

真正優秀、追求卓越的高質量公司在追求“更好”和“更多”中尋求平衡，力圖建立長期的競爭優勢來保證盈利能力的持續提升。這些公司通過連續不斷地鞏固核心業務，創建新興業務和創造未來業務，保持增長活力。儘管長期發展的投入或投資會暫時影響到利潤和現金流量的“漂亮”度，但是這些公司是行業的領導者，而不是簡單的追隨者，不斷引領著未來的趨勢。這些公司對利潤和現金流持續上升的解釋是“我們正在改變著市場”，而那些單純的短期利潤和現金流追求型公司，對利潤和現金流下降的解釋則是“我們的市場正在改變”。

對於很多公司來說，當前的利潤和現金流量只能解釋部分的公司價值，其他則要由利潤的預期增長來決定，而尚未實現的利潤又依賴於公司未來的增長。所以說，當前會計期間的利潤和現金流，必須為公司的進一步增長做好準備，打下基礎。在現金流量方面，一個專業術語是自由現金流量。該術語是指考慮所有淨現值為正的投資計劃或增

長機會所需資金後所剩餘現金流量。真正反映一個公司盈利能力的不是一般的現金流量，而是自由現金流量。

綜上所述，戰略性利潤認為，會計報表的利潤數字並不能說明任何東西，會計利潤必須轉化為股權價值增加值。同時，戰略性利潤還要求保障利潤增長的可持續性。也就是說，會計報表的利潤數字必須經過資本成本、現金流量和自由現金流量的三次技術性調整，才能反映出一個公司名副其實的盈利能力。有關現金流量和自由現金流量的詳細內容，將在後面論述。

第10章 資產資本表和股權價值增加表的綜合分析

本章在前述第8章資產和資本分析、第9章股權價值增加值分析的基礎上，對兩者做進一步的分析。由於本章的財務指標計算，需要根據資產資本表和股權價值增加表之間的邏輯關係來同時使用兩張報表的數據，因此我們稱之為資產資本表和股權價值增加表的綜合分析。在本章，我們首先理解兩者之間的關係，然後通過因素分解法在對股東權益回報率進行五個因素分解的基礎上構建分析體系，接著具體分析每一個因素所產生的影響，最後對所有的財務指標進行總結並形成財務指標框架。

10.1 資產資本表和股權價值增加表之間的關係

資產帶來收益，資本要求回報。資產和收益、資本和回報之間的邏輯關係如圖10-1所示。

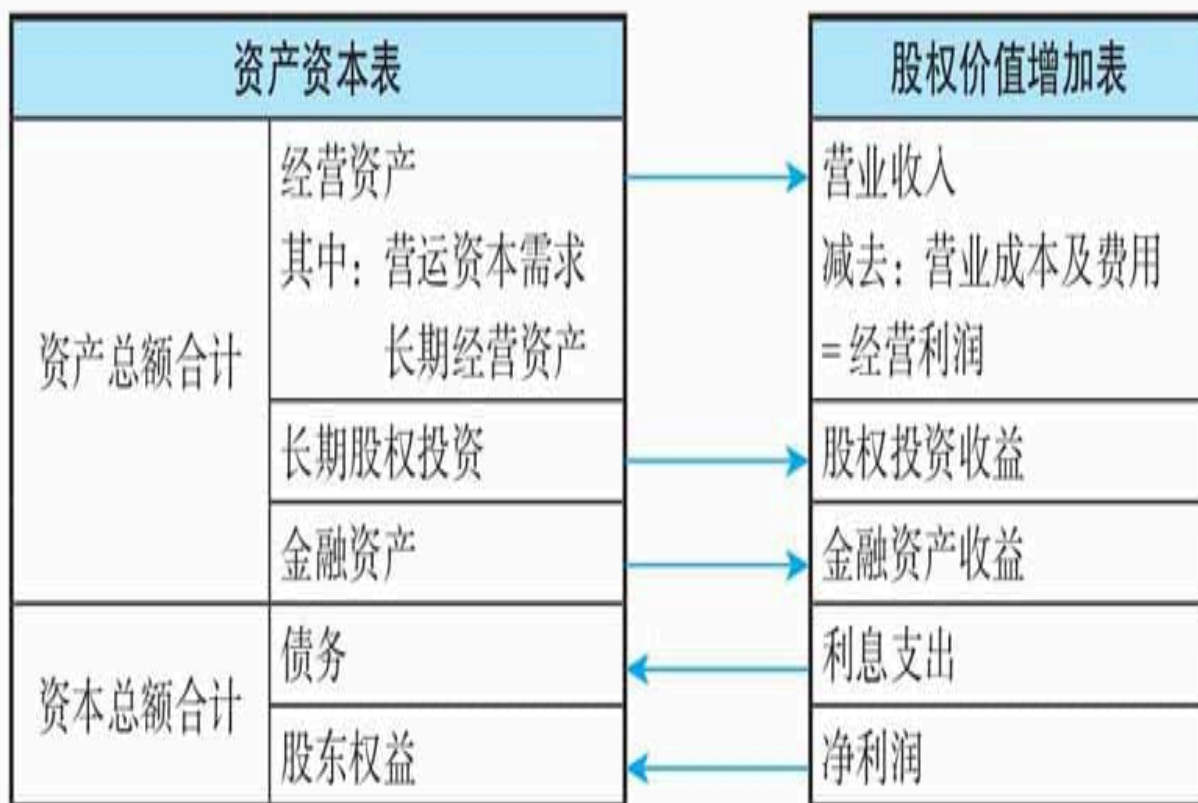


圖10-1 資產資本表和股權價值增加表之間的邏輯關係

如圖10-1所示，經營資產帶來經營利潤，長期股權投資帶來股權投資收益，金融資產帶來金融資產收益。因此，我們需要分析一家公司的經營資產、長期股權投資和金融資產各自的管理效率和盈利能力。

公司為價值而生，需要為股東創造回報。我們需要分析一家公司是否能滿足股東的回報要求。

10.2 股東權益回報率分析

公司應當為股東創造價值，股權價值增加表中的淨利潤即為股東的回報。因此，我們計算股東權益回報率來分析公司為股東創造價值的能力。股東權益回報率的計算公式如下：

$$\text{股東權益回報率} = \text{淨利潤} / \text{股東權益} \times 100\%$$

公式中的分子為股權價值增加表中的淨利潤（包括標準利潤表中的其他綜合收益），分母股東權益可以用期初數、期末數或者期初和期末的平均數。如果在分析期間存在跟股東之間的交易，比如股東增加資金投入或者給股東現金分紅，則需要對股東權益進行相應調整，計算股東權益的加權平均數。

我們可以將股東權益回報率和股東的預期回報（股權資本成本率）做比較。前者高於後者，公司創造了股東的超預期回報，則公司股權價值增加值為正數；反之，前者低於後者，公司沒有滿足股東的預期回報，則公司股權價值增加值為負數。

我們以萬華化學為例，採用股東權益期初和期末的平均數以及表9-23中的淨利潤，計算其股東權益回報率如表10-1所示。

表10-1 萬華化學的股東權益回報率

單位：萬元

項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31	2010-12-31
淨利潤	229 610.23	322 727.04	376 154.06	300 537.17	232 783.87	
股東權益	1 482 323.44	1 328 567.57	1 178 095.55	984 281.01	821 562.41	715 521.93
股東權益回報率	16.34%	25.75%	34.79%	33.28%	30.29%	
股權價值增加值	111 024.35	216 441.63	281 906.42	221 794.69	167 058.88	

從表10-1中可以看出，雖然萬華化學的股東權益回報率最低為16.34%，高於股東的預期回報，股權價值增加值為正數，但是萬華化學的淨資產收益率在2013~2015年度有比較明顯的下降。

那麼，為什麼股東權益回報率會發生上述變動呢？我們可以採用因素分解法做進一步分析。

$$\text{股東權益回報率} = \text{淨利潤} / \text{股東權益} \times 100\%$$

$$= \text{息稅前利潤} / \text{營業收入} \times \text{營業收入} / \text{資產總額} \times \text{稅前利潤} / \text{息稅前利潤} \times \text{資產總額} / \text{股東權益} \times \text{淨利潤} / \text{稅前利潤} \times 100\%$$

$$= \text{息稅前經營利潤率} \times \text{資產總額週轉率} \times \text{財務成本效應比率} \times \text{財務槓桿倍數} \times \text{企業所得稅效應比率} \times 100\%$$

$$= \text{息稅前資產回報率} \times \text{財務槓桿效應} \times \text{企業所得稅效應比率} \times 100\%$$

從上述公式中，我們可以得出，股東權益回報率受到息稅前經營利潤率、資產週轉率、財務成本效應比率、財務槓桿倍數、企業所得稅效應比率五個因素的影響。這五個因素與公司創造價值的活動在邏輯上是一致的。息稅前經營利潤率和資產週轉率反映公司的投資和經營活動效率，財務成本效應比率和財務槓桿倍數反映公司的籌資活動效率，企業所得稅效應比率反映政府的稅收以及公司的稅務管理活動。很顯然，上述比率越高，則股東權益回報率越高，給股東創造的價值就越高。因此，我們需要從上述五個方面著手，來提升股東權益回報率。

我們以萬華化學為例，計算分析萬華化學股東權益回報率發生變動的原因，具體如表10-2所示。

表10-2 萬華化學股東權益回報率因素分析

項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
息稅前經營利潤率	19.62%	21.02%	23.21%	24.16%	21.40%
資產週轉率	0.52	0.72	0.90	0.93	1.01
財務成本效應比率	0.78	0.90	0.94	0.92	0.94
財務槓桿倍數	2.69	2.43	2.08	1.90	1.75
企業所得稅效應比率	77.28%	77.24%	85.08%	84.63%	84.73%
股東權益回報率	16.34%	25.75%	34.79%	33.28%	30.29%

從表10-2中可以看出，各個因素對萬華化學2013~2015年股東權益回報率的影響是：資產週轉率、財務成本效應比率和企業所得稅效應比率大幅下降，導致股東權益回報率下降；財務槓桿倍數上升，提升了股東權益回報率；而息稅前經營利潤率略有下降，但影響不大。

10.3 投資和經營活動的管理效率及盈利能力分析

公司投資和經營活動的效率越高，盈利能力越強，則公司的股東權益回報率越高。資產週轉率反映公司投資和經營活動的管理效率，息稅前經營利潤率反映公司資產的盈利能力，兩者相乘被稱為息稅前資產回報率。

$$\text{息稅前資產回報率} = \text{息稅前利潤} / \text{資產總額} \times 100\%$$

$$= \text{息稅前利潤} / \text{營業收入} \times \text{營業收入} / \text{資產總額} \times 100\%$$

$$= \text{息稅前經營利潤率} \times \text{資產週轉率} \times 100\%$$

由於淨利潤受到公司籌資決策及活動的影響，因此我們採用息稅前利潤來計算，以單獨反映公司投資和經營活動管理決策的結果。

顯然，息稅前經營利潤率和資產週轉率越高，公司的息稅前資產回報率就越高。公司可通過以下兩種途徑或其中之一，獲得較高的息稅前經營利潤率：①提高價格或以快於營業支出增加的速度來提高銷售量，從而使銷售額上升。②以快於銷售額減少的速度來壓縮營業開支。另外，公司可通過提高資產總額週轉率，來有效地管理用於經營活動的資產淨值。例如，提高存貨週轉速度，縮短應收賬款回收期以及減少銷售佔用的長期資產數，都是對資產的有效管理。

既然較高的息稅前經營利潤率和資產週轉率是提高息稅前資產回報率的關鍵，那麼獲得這些較高指標的深層原因又是什麼呢？根據有關研究，不考慮公司具體競爭市場的特殊性（存貨與技術變革水平、供給及購買能力、市場成長速度），深層原因有三：①公司的競爭地位，即相對於競爭對手的市場佔有率。②公司提供的產品和服務的相對質量。③公司成本和資產的結構，即資產的構成及主導成分、成本構成、縱向一體化及資本利用程度。研究結果表明，較高的市場份額和高質量的產品一般會提升營業獲利能力，而大量的投資和過高的固定成本會降低營業獲利能力。

我們以萬華化學的數據為例，計算該公司的息稅前資產回報率如表10-3所示。

表10-3 萬華化學的息稅前資產回報率

单位：万元

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
息税前利润	382 451.43	464 295.30	469 760.35	385 229.97	292 334.56
营业收入	1 949 238.29	2 208 836.85	2 023 797.32	1 594 212.65	1 366 230.73
息税前经营利润率	19.62%	21.02%	23.21%	24.16%	21.40%
资产总额	4 047 343.85	3 521 811.88	2 577 916.34	1 914 613.13	1 497 035.47
资产周转率	0.52	0.72	0.90	0.93	1.01
息税前资产回报率	10.11%	15.22%	20.91%	22.44%	21.69%

從表10-3中可以看出，萬華化學的資產回報率連續大幅下降，其中息稅前經營利潤率基本穩定，主要原因在於資產週轉率下降過快，因此提升資產週轉率成為關鍵的管理問題。

息稅前資產回報率由公司的資產所產生，而公司的資產包括經營資產、長期股權投資和金融資產。因此，要提高息稅前資產回報率，就必須提高各類資產的回報率。我們需要進一步詳細分析經營資產、長期股權投資和金融資產的管理效率和盈利能力。

10.3.1 經營資產的管理效率分析

我們持有經營資產的目的是要帶來營業收入。因此，我們將營業收入除以經營資產來衡量經營資產的管理效率。

經營資產週轉率=營業收入/經營資產

一般來說，經營資產週轉率越高，公司經營資產的管理效率就越好，其帶來營業收入的能力就越強。如果經營資產週轉率下降，則表明公

司經營資產的管理效率出現問題，此時我們需要進一步分析具體原因。

以萬華化學的數據為例，我們計算其經營資產週轉率如表10-4所示。

表10-4 萬華化學的經營資產週轉率

單位：萬元

項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
營業收入	2 208 836.85	2 023 797.32	1 594 212.65	1 366 230.73	1 949 238.29
經營資產總額	3 820 094.85	3 407 714.35	2 460 192.78	1 761 971.12	1 324 831.68
經營資產週轉率	0.51	0.65	0.82	0.90	1.03

從表10-4中可以看出，2011~2015年萬華化學的經營資產週轉率逐年下降，需要分析其原因所在。

公司的經營資產由長期經營資產和營運資本構成。因此，我們可以進一步分析長期經營資產和營運資本的管理效率，兩者的財務指標如下：

長期經營資產週轉率=營業收入/長期經營資產

營運資本週轉率=營業收入/營運資本

我們以萬華化學的數據為例，計算如表10-5所示。

從表10-5中可以得出，萬華化學的營運資本週轉率逐年提升，而長期經營資產週轉率卻逐年下降。因此，萬華化學經營資產週轉率下降的根本原因在於長期經營資產週轉率的下降。

表10-5 萬華化學的長期經營資產週轉率和營運資本週轉率

单位：万元

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
营业收入	2 208 836.85	2 023 797.32	1 594 212.65	1 366 230.73	1 949 238.29
营运资本	189 781.72	256 424.17	198 789.88	363 329.81	360 981.84
营运资本周转率	10.27	8.61	10.18	4.39	3.78
长期经营资产	3 630 313.13	3 151 290.18	2 261 402.90	1 398 641.31	963 849.84
长期经营资产周转率	0.54	0.70	0.89	1.14	1.42

10.3.2 長期經營資產的管理效率分析

我們通過長期經營資產週轉率來衡量長期經營資產的管理效率。長期經營資產包括固定資產、在建工程、無形資產、研發支出、商譽、長期待攤費用、遞延所得稅資產等，因此要分析和改進長期經營資產的管理效率，就需要具體分析每一類資產的具體情況。

通常來說，在建工程、研發支出屬於前期投入階段，無法帶來營業收入，因此我們不計算這些資產的週轉率。這些資產在公司擴張階段會造成長期經營資產週轉率的下降。此時，我們需要關注這些前期投入的進展情況是否順利，是否可以按期完成並轉化為可以帶來收入的經營資產。

固定資產一般通過生產各種商品帶來收入，因此固定資產和營業收入之間存在著非常密切的關係，從而我們會計算固定資產週轉率。固定資產週轉率也稱固定資產利用率，是企業營業收入與固定資產淨值的比率。固定資產週轉率主要用於分析對廠房、設備等固定資產的利用效率。比率越高，說明利用率越高，管理水平越好。如果固定資產週轉率與同行業平均水平相比偏低，則說明公司對固定資產的利用率較低，可能會影響公司的獲利能力。其計算公式如下：

固定資產週轉率=銷售收入/平均固定資產淨值

固定資產平均淨值=（期初淨值+期末淨值）/2

運用固定資產週轉率指標的時候，我們需要注意一個問題：有些公司無力進行固定資產更新，固定資產淨值越來越低，導致表面看起來固定資產週轉率越來越高，其實公司已經陷入了經營困境。為了防止此類情形帶來的誤導，我們需要用固定資產成新率指標來輔助分析，其計算公式為：

固定資產成新率=固定資產淨值/固定資產原值

固定資產成新率指標沒有絕對標準，但是對於大多數公司來說，固定資產成新率應當保持在50%以上，一般在70%以上。如果一家公司的固定資產成新率低於50%，通常表明該公司的固定資產已經嚴重老化。

我國公司的無形資產包括土地使用權、專利權、著作權、商標權等。土地使用權的含義代表了公司的營業規模和營業能力，與固定資產一般，因此在國際準則中通常被稱為“土地、廠房和設備”。因此，對於土地使用權等無形資產，我們可以計算無形資產（土地使用權）週轉率。但是，由於專利權、著作權、商標權等無形資產並不是通過直接帶來營業收入創造價值，而是通過價格上的溢價來體現其價值，因此我們通常不計算此類無形資產的週轉率。同理，因為商譽也是通過價格溢價所產生的高毛利率來體現價值，所以商譽也很少計算商譽週轉率。

此外，長期待攤費用和遞延所得稅資產等也多數與營業收入不存在直接的關係，因此我們也不計算這些長期資產的週轉率。

很多人可能存在的一個困惑是：既然長期經營資產中除了固定資產和土地使用權外，其他資產不計算週轉率，那麼計算長期經營資產週轉率的意義何在？其意義在於，通過長期經營資產週轉率的分析，來判斷一家公司的長期經營資產結構是否合理，管理效率是得到了提升還是下降。

我們以萬華化學的數據為例，計算並分析其長期經營資產週轉率如表10-6所示。

表10-6 萬華化學的長期經營資產週轉率和固定資產週轉率

单位：万元

长期营运资产	3 630 313.13	3 151 290.18	2 261 402.90	1 398 641.31	963 849.84
长期营运资产周转率	0.54	0.70	0.89	1.14	1.42
固定资产	2 004 629.20	1 519 470.61	858 174.25	733 146.64	690 492.64
固定资产周转率	0.97	1.45	2.36	2.17	1.98
在建工程	1 240 918.25	1 172 495.21	811 117.35	363 049.95	150 947.71
工程物资	28 891.86	165 154.06	155 222.12	7 495.44	9 032.07
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	225 200.04	161 164.44	143 519.50	120 072.70	80 705.34
无形资产(土地使用权)周转率	7.95	8.66	13.71	14.10	13.28
开发支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
商誉	27 751.86	27 751.86	27 751.86	27 751.86	27 751.86
长期待摊费用	0.00	3 335.57	1 372.32	1 525.28	1 095.57
递延所得税资产(营运类)	33 754.06	28 956.26	14 925.00	10 753.93	5 570.31
减：递延所得税负债(营运类)	2 070.82	1 950.82	1 920.71	1 663.82	1 745.66
其他非流动资产	71 238.68	74 912.99	251 241.21	136 509.33	0.00

從表10-6中可以看出，萬華化學的長期經營資產週轉率逐年下降，但是固定資產週轉率的下降速度明顯要低於長期經營資產週轉率。我們再仔細查閱可以發現，萬華化學長期經營資產週轉率大幅下降的主要原因在於在建工程的鉅額增加。在建工程不能產生營業收入，因此在建工程的增加降低了長期經營資產週轉率。在建工程是公司擴張過程中不可避免的階段。在不影響安全和質量的前提下，公司應當儘快完成在建工程並轉化為固定資產投入使用，以保證公司長期經營資產的管理效率。

10.3.3 營運資本的管理效率分析

長期經營資產本身不能產生營業收入和利潤。運用這些資產創造營業收入和利潤的活動就是公司的經營活動。這些經營活動需要公司在營運循環中以存貨和應收賬款等形式進行投資。圖10-2是表示營業循環的方法，循環始於採購——獲得原材料的行為，接下來是生產——原材料轉化為產成品的過程，隨後是銷售，當從顧客手中收回現金時循環結束。只要經營活動繼續，循環就會再啟動。

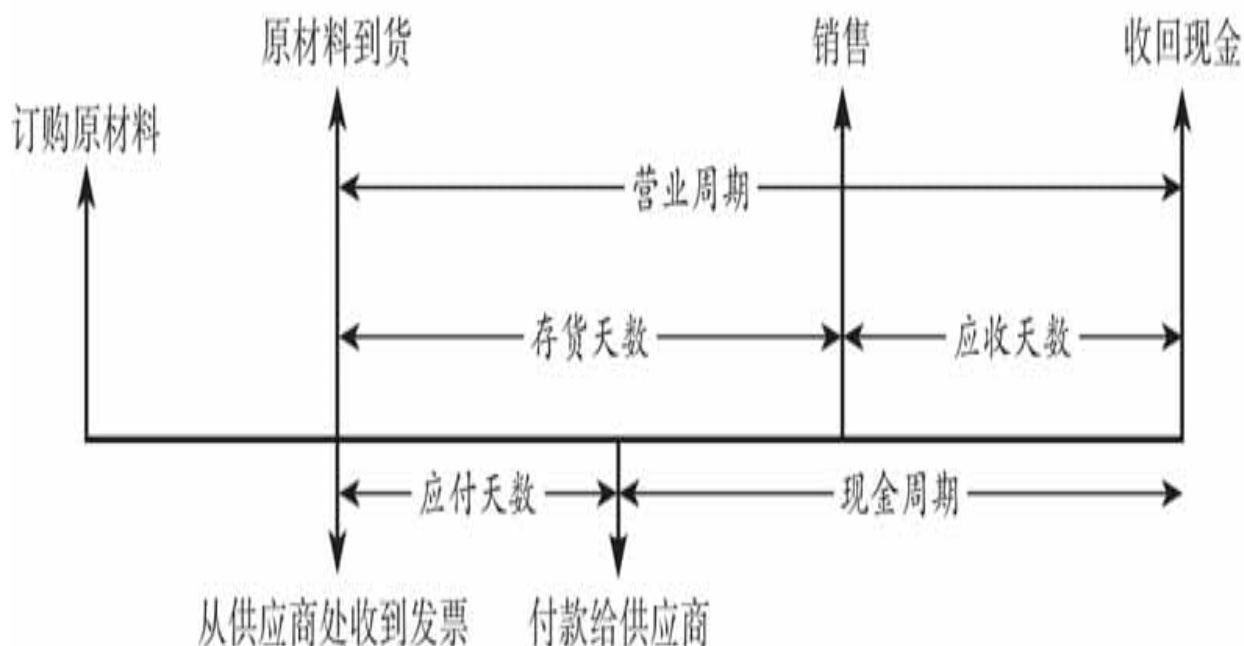


圖10-2 營業週期和現金週期

我們通過計算一家公司的營業週期和現金週期，來判斷一家公司營運資本的管理效率。營業週期可以幫助我們判斷哪一家公司生產、銷售產品的速度比較快，而現金週期可以幫助我們判斷哪一家公司生產、銷售並回收現金的速度比較快。一般來講，同一行業中營業週期和現金週期比較短的公司，其效率要高於其他公司，營運資本需求也比較少。營業週期和現金週期的計算公式如下：

營業週期=存貨週轉天數+應收賬款週轉天數

現金週期=存貨週轉天數+應收賬款週轉天數-應付賬款週轉天數

同一行業中不同企業的營運資本需求與銷售額之比可能不同。儘管它們可能面對相同的約束條件，但有些經營得好，有些經營得差。例如，某企業的存貨管理水平和應收賬款管理水平較差，其營運資本需求與銷售額之比就會高於同行業平均水平。

通過應收賬款週轉率、存貨週轉率、應付賬款週轉率等比率，評價公司對營運資本需求各組成項目的管理水平簡便易行，可以作為不同時期縱向比較和同行業橫向比較的依據。

公司的應收賬款在營運資本需求中具有舉足輕重的地位。公司的應收賬款如能及時收回，公司的資金使用效率便能大幅提高。應收賬款週轉率就是反映公司應收賬款週轉速度的比率，它說明一定期間內公司的應收賬款轉為現金的平均次數。用時間表示的應收賬款週轉速度為應收賬款週轉天數，也稱平均應收賬款回收期或平均收現期，它表示公司從獲得應收賬款的權利到收回款項、變成現金所需要的時間。一般來說，應收賬款週轉率越高越好，表明公司收賬速度快、平均收賬期短、壞賬損失少、資產流動快、償債能力強。與之相對應，應收賬款週轉天數則是越短越好。如果公司實際收回賬款的天數超過了公司規定的應收賬款天數，則說明債務人拖欠時間長、資信度低，增大了發生壞賬損失的風險；同時也說明公司催收賬款不力，使資產形成了呆賬甚至壞賬，造成了流動資產不流動，這對公司正常的生產經營是很不利的。其計算公式為：

應收賬款週轉率（次）= 賒銷收入淨額 / 平均應收賬款

應收賬款週轉天數 = 計算期天數 / 應收賬款週轉率

= (平均應收賬款 × 計算期天數) / 賒銷收入淨額

注意，“平均應收賬款”是指資產負債表中“應收賬款”和“應收票據”的期初、期末金額的平均數之和。在實際計算時，由於從公司財務報表中無法獲得賒銷收入淨額的數據，我們往往用銷售收入替代賒銷收入淨額。有時候為了計算的方便，在應收賬款波動不大的情況下，我們也可以用期末應收賬款替代平均應收賬款進行直接計算。另外，多數公司會存在著預收款項。我們認為，預收款項是提前收到銷售活動的現金，因此應當作為應收賬款的抵減項目處理。

$$\text{平均應收賬款} = \frac{\left(\begin{array}{c} \text{期初應收} \\ \text{賬款} \end{array} + \begin{array}{c} \text{期初應收} \\ \text{票據} \end{array} - \begin{array}{c} \text{期初預收} \\ \text{款項} \end{array} \right) + \left(\begin{array}{c} \text{期末應收} \\ \text{賬款} \end{array} + \begin{array}{c} \text{期末應收} \\ \text{票據} \end{array} - \begin{array}{c} \text{期末預收} \\ \text{款項} \end{array} \right)}{2}$$

一些因素會影響應收賬款週轉率和週轉天數計算的正確性。首先，由於公司生產經營的季節性原因，使應收賬款週轉率不能正確反映公司銷售的實際情況。其次，某些公司在產品銷售過程中大量使用分期付款的方式。再次，有些公司採取大量收取現金的方式進行銷售。最後，有些公司年末銷售量大量增加或年末銷售量大量下降。這些因素都會對應收賬款週轉率或週轉天數造成很大的影響。在分析這兩個指標時，應將公司本期指標和公司前期指標、行業平均水平或其他類似公司的指標相比較，判斷該指標的高低。

存貨週轉率是衡量和評價企業購入存貨、投入生產、銷售收回等各環節管理狀況的綜合性指標。它是銷貨成本除以平均存貨得到的比率，其意義可以理解為一個財務週期內存貨週轉的次數。用時間表示的存貨週轉速度就是存貨週轉天數。一般來講，存貨週轉速度越快（即存

貨週轉率或存貨週轉次數越大，存貨週轉天數越短），存貨佔用水平越低，流動性越強，存貨轉化為現金或應收賬款的速度就越快，表明企業的銷售能力越強，營運資本佔用在存貨上的金額也會越少。存貨週轉速度分析有利於找出存貨管理中存在的問題，儘可能降低資金佔用水平。其計算公式為：

存貨週轉率（次數）=銷貨成本/平均存貨餘額

其中：平均存貨餘額=（期初存貨+期末存貨）/2

存貨週轉天數=計算期天數/存貨週轉率（次數）

=計算期天數×平均存貨餘額/銷貨成本

應付賬款週轉率反映的是企業應付賬款的流動程度。合理的應付賬款週轉率來自同行業對比和公司歷史正常水平。如公司應付賬款週轉率低於行業平均水平，說明公司較同行可以更多佔用供應商貨款，顯示其重要的市場地位，但同時也要承擔較多的還款壓力，反之亦然。如果公司應付賬款週轉率較以前出現快速提高，說明公司佔用供應商貨款降低，可能反映上游供應商談判實力增強，要求快速回款的情況，也有可能預示原材料供應緊俏甚至吃緊，反之亦然。應付賬款週轉率的公式：

應付賬款週轉率（次數）=採購成本/平均應付賬款

其中：應付賬款平均餘額=（應付賬款期初數+應付賬款期末數）/2

應付賬款平均付賬期（天數）=計算期天數/應付賬款週轉率

採購成本需要我們根據有關資料進行計算。假設一個製造業企業，產成品的成本等於原材料的採購成本加上生產成本，把採購成本和生產成本加到期初存貨賬戶上（含原材料、半成品、產成品）。當產成品賣出時，存貨減去銷售成本，得出期末存貨：

期初存貨+採購成本+生產成本-銷售成本=期末存貨

把上述公式變形，就得到採購成本計算公式：

$$\text{採購成本} = \text{銷售成本} + \text{期末存貨} - \text{期初存貨} - \text{生產成本}$$

在分析的時候，如果採購成本的信息無法取得，也可以簡單地用銷售成本來替代。

我們以萬華化學的數據為例，採用營業收入和營業成本作為近似數字，計算上述財務指標如表10-7所示。

表10-7 萬華化學的營業週期和現金週期

單位：萬元					
項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
營業收入	1 949 238.29	2 208 836.85	2 023 797.32	1 594 212.65	1 366 230.73
應收賬款 - 預收款項	172 669.69	292 547.96	364 447.69	401 109.59	277 889.61
應收週轉率	11.29	7.55	5.55	3.97	4.92
營業成本	1 361 996.54	1 526 963.97	1 358 294.92	1 038 186.95	948 866.48
存貨	419 385.31	300 999.25	226 500.19	199 486.33	133 787.87
存貨週轉率	3.25	5.07	6.00	5.20	7.09
應付賬款 - 預付款項	525 071.69	431 179.75	381 577.29	191 284.66	-40 453.99
應付週轉率	2.59	3.54	3.56	5.43	-23.46
營業週期	144.72	120.29	126.59	161.97	125.70
現金週期	4.01	17.22	24.06	94.72	141.27

從表10-7中可以看出，萬華化學的應收賬款週轉率波動比較大，存貨週轉率下降，因此營業週期波動也比較大，並且最近幾年營業週期有上升的趨勢。不過，得益於萬華化學延遲了對供應商的付款週期，萬華化學的現金週期一直在下降。

10.3.4 經營資產回報率分析

經營資產所產生的營業收入還需要扣除營業成本，才能形成經營資產的回報。因此，我們需要對經營資產是否帶來令人滿意的回報進行分析。息稅前經營資產回報率的計算公式如下：

$$\text{息稅前經營資產回報率} = \text{息稅前經營利潤} / \text{經營資產總額} \times 100\%$$

我們可以進一步分解為：

$$\text{息稅前經營資產回報率} = \text{息稅前經營利潤} / \text{營業收入} \times \text{營業收入} / \text{經營資產總額} \times 100\%$$

$$= \text{息稅前營業利潤率} \times \text{經營資產週轉率} \times 100\%$$

我們以萬華化學的數據為例，計算如表10-8所示。

從表10-8中可以看出，萬華化學的息稅前經營資產回報率逐年下降，尤其在2013~2015年大幅下降。具體分析可知，息稅前經營利潤率比較穩定，息稅前經營資產回報率大幅下降的原因主要在於營運資產週轉率大幅下降。結合我們前面的分析，由於萬華化學處於擴張期，在建工程金額巨大，而這些在建工程目前無法帶來回報，因此直接拉低了整個經營資產的回報率。對於萬華化學來說，在建工程竣工投入使用成為其管理中的重點和關鍵問題。

表10-8 萬華化學的經營資產回報率

单位：万元

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
息税前经营利润	379 577.12	460 063.57	468 385.94	384 828.85	296 398.91
营运资产总额	3 820 103.51	3 407 728.06	2 460 206.88	1 761 984.40	1 324 848.61
息税前经营资产回报率	9.94%	13.50%	19.04%	21.84%	22.37%
息税前经营利润率	19.47%	20.83%	23.14%	24.14%	21.69%
营运资产周转率	0.51	0.65	0.82	0.90	1.03

10.3.5 長期股權投資的盈利能力分析

如前所述，長期股權投資的深入分析必須以被投資公司的經濟活動和財務數據為基礎。然而，由於數據的可獲得性以及分析成本過高，因此我們通常做簡化的分析。我們可以計算長期股權投資收益率來分析判斷長期股權投資的盈利能力。其計算公式如下：

$$\text{長期股權投資收益率} = \text{長期股權投資收益} / \text{長期股權投資} \times 100\%$$

一般來說，如果長期股權投資收益率高於公司的加權平均資本成本率，則長期股權投資實現了保值增值的目標；反之，如果長期股權投資收益率低於公司的加權平均資本成本率，則長期股權投資的價值需要打折。另外，長期股權投資還需要結合公司的戰略安排來分析。有時候長期股權投資是為了保證公司上游供應商和下游渠道的穩定，此時收益回報並非決定性因素。

我們以萬華化學的數據為例，計算如表10-9所示。

表10-9 萬華化學的長期股權投資收益率

单位：万元

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
长期股权投资收益	-261.25	-332.11	-198.64	4.50	-0.56
长期股权投资	18 612.81	8 874.00	11 205.30	4 517.35	2 509.44
长期股权投资收益率	-1.40%	-3.74%	-1.77%	0.10%	-0.02%

從表10-9中可以看出，萬華化學的長期股權投資收益率基本都是負數。因此，其長期股權投資並不成功，其價值存在打折的情況。不過，萬華化學的長期股權投資在其資產總額中所佔的比例不大，因此對公司總體影響不大。

10.3.6 金融資產的盈利能力分析

在股權價值增加表中，我們在不考慮金融資產投入的情況下單獨計算分析了金融資產收益。那麼，金融資產的收益率如何呢？我們計算金融資產收益率來進行判斷。其計算公式如下：

$$\text{金融資產收益率} = \text{金融資產收益} / \text{金融資產} \times 100\%$$

通常來說，金融資產為低收益資產。我們以萬華化學的數據為例計算，如表10-10所示。

表10-10 萬華化學的金融資產收益率

单位：万元

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
息前税后金融资产收益	2 423.29	3 525.10	1 338.27	335.64	-3 443.23
金融资产	208 636.18	105 223.52	106 518.24	148 124.70	191 224.70
货币资金	206 636.18	102 467.44	98 892.24	137 260.69	178 885.85
交易性金融资产	0.00	756.08	0.00	2 790.45	2 523.69
划分为持有待售的资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
发放贷款及垫款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	2 000.00	2 000.00	7 626.00	8 073.56	9 815.16
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
买入返售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
税后金融资产收益率	1.16%	3.35%	1.26%	0.23%	-1.80%

從表10-10中可以看出，萬華化學的稅後金融資產收益率低於公司的加權平均資本成本率。公司持有金融資產是為了應付經營活動的現金需求以及防範資金危機和投機性需求，但是對於非金融公司來說，不應該大量持有金融資產，一般佔公司資產總額的5%~10%為宜。

10.4 債務籌資對股東權益回報率的影響

財務槓桿倍數和財務成本效應比率反映公司的債務籌資活動對股東權益回報率的影響。

如果一家公司沒有債務籌資，那麼財務槓桿倍數為1，同時稅前利潤和息稅前利潤相等（沒有債務利息），財務成本效應比率也為1，則籌資活動對股東權益回報率沒有影響。

如果公司採用債務籌資，則債務籌資對股東權益回報率有兩方面影響：首先，公司債務利息增加，稅前利潤減少（淨利潤也會減少），財務成本效應比率降低，這將會降低股東權益回報率，因為淨利潤是股東權益回報率的分子；其次，由於債務替代了部分股東權益，股東權益減少，財務槓桿倍數增加，這會使股東權益回報率增加，因為股東權益是股東權益回報率的分母。因此，債務籌資對股東權益回報率的影響，是上述財務成本效應比率和財務槓桿倍數兩方面共同作用的結果。其最終影響的方向則取決於兩者的作用強度。如果財務成本效應比率比財務槓桿倍數影響弱，較高的財務槓桿會增加股東權益回報率，反之會減小股東權益回報率。我們稱兩者的綜合影響為財務槓桿效應。

10.4.1 財務槓桿效應分析

財務槓桿效應的計算公式如下：

財務槓桿效應=財務成本效應比率×財務槓桿倍數

其中：

財務成本效應比率=稅前利潤/息稅前利潤

= (息稅前利潤-真實財務費用) / 息稅前利潤

= 1-財務成本負擔率

財務槓桿倍數=資產總額/股東權益=資本總額/股東權益

從財務成本效應比率的計算公式可以看出，財務成本效應比率越高，則公司的財務成本負擔率越低，財務成本越少；財務成本效應比率越低，則公司的財務成本負擔率越高，財務成本越多。對財務成本負擔率的計算及分析見本書9.7節的內容。隨著公司債務的增加（減少），下列三種情況會發生：①稅前利潤相對於息稅前利潤減少（增加）。②財務成本效應比率減小（增加）。③股東權益權益回報率減小（增加）。如果公司全部為股權籌資，則財務成本效應比率為1，因為此時真實財務費用為0，稅前利潤等於息稅前利潤。1是該比值的極大值，只要公司存在債務，其值就會小於1。

就財務槓桿倍數而言，對於固定規模的資本，當債務增加（減少）時會引起：①股東權益減少（增加）。②財務槓桿倍數增大（減小）。③股東權益回報率提高（降低）。如果公司的資本全部為股權籌資，即資本等於股東權益，則其財務槓桿倍數等於1，這是最小值。該值在理論上可以達到，但實際上大多數公司的資本總是有一定量的債務籌資。

財務槓桿效應越高，越有助於提升股東權益回報率；財務槓桿效應越低，則越會降低股東權益回報率。因此，提高財務槓桿效應，可以提高股東權益回報率。而要提高財務槓桿效應，必須綜合考慮合理改善財務成本效應比率和財務槓桿倍數：提高財務槓桿倍數會增加財務成本負擔率，從而降低財務成本效應比率；降低財務槓桿倍數則會減少財務成本負擔率，從而提高財務成本效應比率。

我們以萬華化學為例，來計算其財務槓桿效應如表10-11所示。

表10-11 萬華化學的財務槓桿效應

項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
財務成本效應比率	0.78	0.90	0.94	0.92	0.94
財務槓桿倍數	2.69	2.43	2.08	1.90	1.75
財務槓桿效應	2.09	2.19	1.96	1.75	1.65

從表10-11中可以看出，萬華化學在2011~2015年財務槓桿倍數逐年提高，引起財務成本負擔增加，降低了財務成本效應比率。但兩者綜合產生的財務槓桿效應也基本上呈現提高趨勢，也就是說財務槓桿倍數的影響比財務成本效應比率要強一些。財務槓桿效應在這一期間逐步提高了股東權益回報率，對股東權益回報率有正向作用。

10.4.2 財務槓桿的作用原理

我們來分析一下財務槓桿作用的過程。假設在2057年1月1日組建兩家公司，它們擁有相同的資本10 000萬元，但資本結構不同：其中一家全部由股權籌資（非槓桿公司）；另一家資本的一半5 000萬元是股權資本，而另一半是以10%的利率籌集的借款（槓桿公司）。為簡便起見，假設它們不繳納企業所得稅（該假設不影響結論）。此時，企業所得稅為0，公司的息稅前利潤等於息前利潤，息前利潤扣除利息費用即為淨利潤。

首先，我們分析風險。兩家公司構建其資本結構時，並不知道2057年的息稅前利潤會如何。因此，其依據對2057年經濟環境的不同期望，設定了3個息稅前利潤水平。如果經濟環境很好，息稅前利潤為1 400萬元；如果一般，息稅前利潤可達1 000萬元；若環境不佳，則息稅前利潤達到800萬元。公司最後的效益究竟怎樣，要到年底才會揭曉，這就是經營風險。公司面臨經營風險，是因為它不能確切預知投資活動和經營活動在未來的結果。公司的最佳選擇是對息稅前利潤做多種可能的預期。

兩家公司的投資和預期的息稅前利潤相同，所以它們的經營風險相同。那財務槓桿對獲利能力的影響有什麼不同呢？表10-12列出的是3種息稅前利潤下，兩家公司的資產回報率和股東權益回報率。

表10-12 財務槓桿的作用原理

息稅前利潤	非槓桿公司		槓桿公司	
	息稅前資產回報率	股東權益回報率	息稅前資產回報率	股東權益回報率
1 400 萬元	14%	14%	14%	18%
1 000 萬元	10%	10%	10%	10%
800 萬元	8%	8%	8%	6%

我們先考慮無槓桿公司的情況。在不同情形的假設下，該公司的息稅前資產回報率分別為14%（=1 400萬元的息稅前利潤/資產總額10 000萬元）、10%和8%。它的股東權益回報率與息稅前資產總額回報率相同，因為公司沒有債務，也不需要繳納企業所得稅。

那槓桿公司的獲利能力如何呢？它的息稅前資產總額回報率與非槓桿公司相同，因為兩家公司的資產總額和營業利潤相同。又因為公司沒有稅負，利息費用為500萬元（5 000萬元借款的10%），股東權益為5 000萬元。所以，股東權益回報率為：

$$\text{股東權益回報率} = (\text{息稅前利潤} - \text{利息費用}) / \text{股東權益} \times 100\%$$

$$= (\text{息稅前利潤} - 500) / 5\,000 \times 100\%$$

當息稅前利潤為1 400萬元時，股東權益回報率等於18%（=（1 400萬元-500萬元）÷5 000萬元×100%），此時槓桿公司的股東權益回報率比非槓桿公司高（18%大於14%）。儘管槓桿公司的利息費用使淨利潤減少到900萬元，但因為它的股東權益基數比非槓桿企業小（5 000

萬元而不是10 000萬元)，所以股東權益回報率升高到18%。在這種情況下，財務槓桿對槓桿企業有利。

當息稅前利潤為1 000萬元時，槓桿公司的股東權益回報率是10%。此時，財務槓桿是中性的，因為槓桿公司與非槓桿公司的股東權益回報率相同。

最後，息稅前利潤為800萬元時，槓桿公司的股東權益回報率為6%。此時，財務槓桿對公司不利，因為槓桿公司的股東權益回報率比非槓桿公司低（6%小於8%）。

財務槓桿（固定利率下的借款）對股東權益回報率的影響為，隨著息稅前利潤的變動，非槓桿公司的股東權益回報率從14%降低到8%，而槓桿公司的股東權益回報率從18%降低到6%。兩家公司面臨的經營風險相同——息稅前利潤的變動相同，但槓桿公司的股東權益回報率變動範圍要比非槓桿公司大得多。換言之，採取槓桿（借款）增加了公司的整體風險。固定利率下的借款在公司已有的經營風險上，又增添了財務風險。槓桿公司的股東既要面對經營風險，又要面對財務風險，而非槓桿公司的股東只需承擔經營風險。槓桿公司比非槓桿公司的風險大，並且風險隨著借款的增加而增加。

造成這種現象的原因何在？答案其實很簡單。第一種情況，公司以10%的利率借款籌集的資產創造了14%的回報（此時資產回報率為14%）。這不需要精通財務，就應該認識到以10%的利率取得14%的回報是有利可圖的，財務槓桿對公司的股東權益回報率有支持作用。第二種情況，借款成本和回報均為10%，財務槓桿中性，公司的股東權益回報率與不借款的情況是相同的。第三種情況，公司以10%的利率取得的借款僅取得了8%的息稅前投入資本回報率。這顯然是一種不利的處境，此時的借款是一個拙劣的決策。

我們可以把股東權益回報率用另一個公式來表示：

$$\text{股東權益回報率} = \frac{\text{息稅前資產}}{\text{總額回報率}} \times (1-t) + \frac{\left(\frac{\text{息稅前資產}}{\text{總額回報率}} - \text{平均債務利率} \right) \times \text{債務}}{\text{股東權益}}$$

其中，“t”是公司的實際稅率。對於任意給定的資本結構，若息稅前資產回報率比借款成本高，則股東權益回報率大於息稅前資產回報率；若息稅前資產回報率與借款成本相等，則股東權益回報率等於息稅前資產回報率；若息稅前資產回報率比借款成本低，則股東權益回報率小於息稅前資產回報率。

為說明這種關係，我們再看一下前面的例子。在股權籌資和債務籌資各佔50%的公司中，債務股東權益比是1（=5 000萬元債務/5 000萬元股東權益），借款利率是10%，公司不繳納稅金（t=0）。股東權益回報率與息稅前資產總額回報率之間有下列三種情況。

- 1) 當資產總額回報率=14%時，股東權益回報率=14%+（14%-10%）×1=14%+4%=18%。
- 2) 當資產總額回報率=10%時，股東權益回報率=10%+（10%-10%）×1=10%+0=10%。
- 3) 當資產總額回報率=8%時，股東權益回報率=8%+（8%-10%）×1=8%-2%=6%。

我們可以得出這樣的結論：公司若旨在提高股東權益回報率，那隻要息稅前資產回報率高於借款利率就應借款；當資產回報率低於借款利率時，公司就應停止借款。在這個結論中，我們需要特別注意，我們在借款籌資時並不知道未來的資產回報率究竟是多少。我們只能將借款利率與預期（風險性）資產回報率比較，但這個預期值最終可能能

達到，也可能達不到。在應用股東權益回報率公式時，風險是不可忽略的因素。

10.4.3 債權人的保障程度

當公司採用債務籌資的時候，對於債權人來說，必須考慮其本金以及利息的安全性。

對於債權人本金的安全性，我們通常用如下財務指標來衡量。

債務對股東權益比率 = (短期借款 + 長期借款) / 股東權益

該比率表明股東每投資1元，公司使用多少債務融資。對於債權人而言，這一比率最好低於1，此時每1元債權有2元的資本來保障其安全程度。

對於債權人的利息保障程度，通過公司償付利息的難易程度表明其風險大小，可以用利息保障倍數來衡量。

利息保障倍數 = 息稅前利潤 / 利息費用

需要注意的是，由於涉及利息費用資本化和費用化的選擇以及金融資產利息收入抵減財務費用的影響，導致股權價值增加表或者標準利潤表中的財務費用，並不能完整反映公司需要支付的利息費用，因此公式中的利息費用應當另行計算，包含全部需要支付給債權人的利息。利息保障倍數最低應該高於1，如果低於1，則意味著公司無法保證債權人的利息支付。該比率越高，債權人的利息保障程度越高。

我們以萬華化學為例，計算上述財務指標如表10-13所示。

表10-13 萬華化學的債權人保障程度

項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
債務對股東權益比率	173.04%	165.08%	118.82%	94.52%	82.22%
利息保障倍數	448.09%	999.12%	1701.03%	1280.05%	1661.31%

從表10-13中可以看出，萬華化學的舉債程度逐年增加，槓桿越來越高，而利息保障倍數則逐年下降，表明公司債權人的風險在加大。

10.5 政府稅收及公司稅務管理活動分析

影響公司股東權益回報率的第三個方面是公司稅收。稅率越高，公司股東權益回報率越低。我們用企業所得稅效應比率表示這種影響。

企業所得稅效應比率=淨利潤/稅前利潤

= (稅前利潤-公司所得稅費用) / 稅前利潤

=1-企業實際所得稅稅率

隨著實際企業所得稅稅率的升高，企業所得稅效應比率降低，則公司在稅前收益中最後擁有的部分比率減小了。相應地，公司股東權益回報率降低。如表10-14所示，萬華化學2015年的稅前利潤有22.72%用於納稅，因此它的企業所得稅效應比率為77.28%。2011~2015年萬華化學的企業所得稅效應比率下降，對股東權益回報率起到了負面作用。

表10-14 萬華化學的企業所得稅效應比率

項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
企業實際所得稅稅率	22.72%	22.76%	14.92%	15.37%	15.27%
企業所得稅效應比率	77.28%	77.24%	85.08%	84.63%	84.73%

10.6 綜合分析的總結

前面我們介紹了影響股東權益回報率的五種比率：①息稅前經營利潤率。②資產週轉率。③財務成本效應比率。④財務槓桿倍數。⑤企業所得稅效應比率。以上比率與股東權益回報率之間的關係很容易理解。股東權益回報率就是這五種比率的簡單乘積。其中，前兩者反映公司投資和經營活動對公司總體獲利能力的影響，③和④則反映公司籌資活動對整體獲利能力的影響，最後一個比率反映稅收對股東權益回報率的影響。圖10-3表示了這五種比率及其邏輯關係。

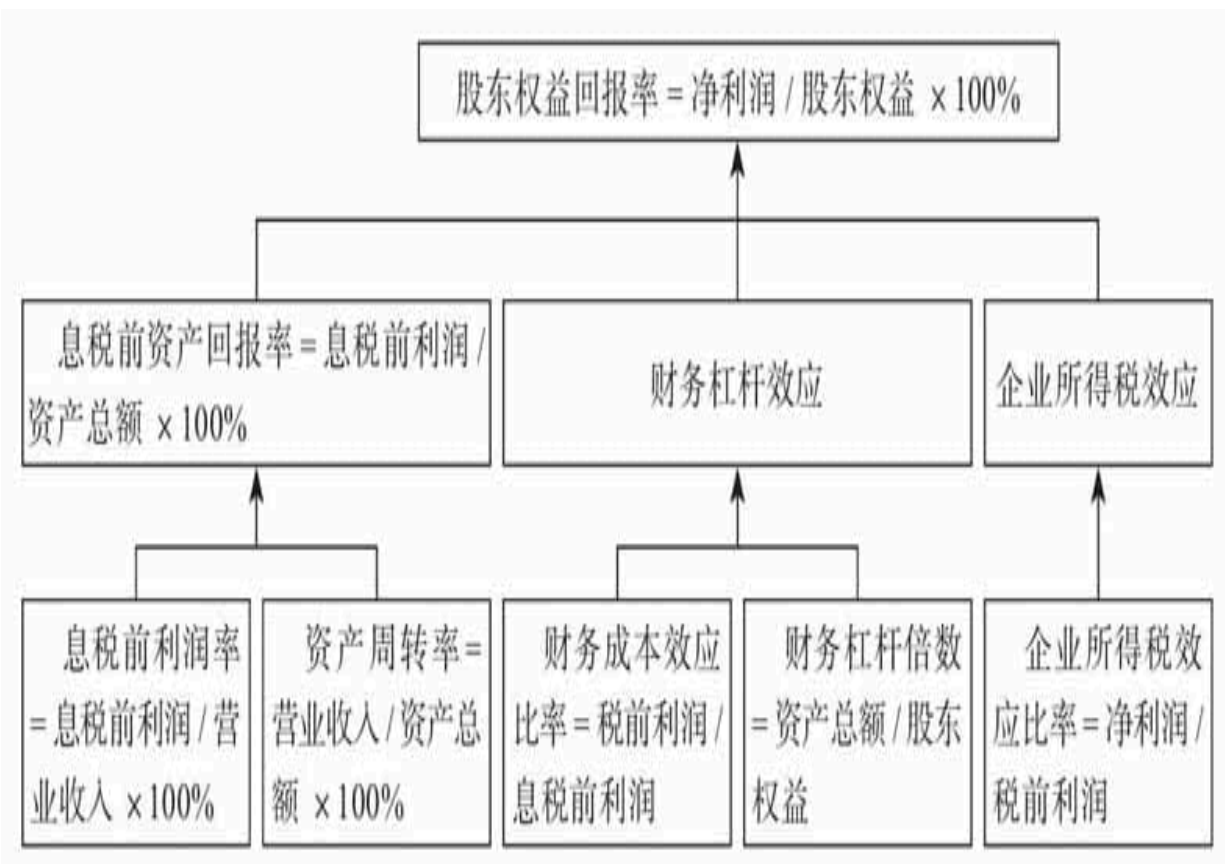


圖10-3 股東權益回報率及其因素分解

第11章 迴歸現金：經營活動現金流量分析

本章首先論述迴歸現金流的意義；然後介紹經營活動產生的現金流量的格式和項目；接著分析這些項目和股權價值增加表項目之間的邏輯關係；最後分析經營活動產生的現金流量的五種狀態，以及經營活動產生的現金流量進行現金股利分配對股權價值的影響。

11.1 迴歸現金

“不忘初心，方得始終”，前面寫了一大篇資產資本表和價值增加表的分析以後，我們可能會忘了為什麼要做這些分析了。好吧，我們稍微回顧一下我們的“初心”：

公司戰略決定投資方向和活動，投資方向和活動決定資產結構和質量；籌資活動募集現金為了滿足投資活動需求，籌資活動決定資本結構及資本成本；資產結構和資本結構的匹配程度決定公司的短期風險；資產轉化為成本費用的同時帶來收入並形成利潤，因此資產結構和質量及營運活動效率決定利潤結構、質量和多寡，利潤與資本成本決定公司創造價值的程度及長期風險；營業收入、營業成本和利潤要轉化為經營活動現金流，經營活動現金流決定自由現金流，自由現金流決定公司價值。

也就是說，我們的“初心”是：“現金——資產——更多的現金——更多的資產——更多更多的現金……”我們一直圍繞現金這個核心分析財報數字。前面的分析只是想幫助大家判斷，一家公司從“現金”到“更多的現金”的傳導轉化管道是否暢通：公司戰略是否合理？公司投資活動是否高效？資產結構和質量是否合理？籌資活動是否滿足投資需求，並且資本結構和資本成本是否合理？資產結構和資本結構是匹配、保守還是激進？資產是否能帶來足夠多的收入？收入能否超過成本費用，產生足夠多的利潤？利潤是否滿足，甚至超過了債權人和股東的預期回報？我們的“終點”在於“現金”：營業收入轉化成經營活動產生的現金流入，需要付現的營業成本費用轉化成現金流出，利潤則轉化為自由現金流。

在傳統的財務分析課程中，現金流量分析並非重點，多數財務指標圍繞資產負債表和利潤表來設計。與此不同，我們認為，現金流量分析在財務分析中居於核心地位，資產負債表和利潤表是為現金流量表服務的：在現金到資產負債表和利潤表的項目，再回到現金的過程中，現金流就像公司的“血液”，前述資產資本表和股權價值增加表的傳導轉化方式就像公司的“血管”，只有讓公司的“血液”順暢循環，公司才能維持生存並健康成長。換言之，不管是資產、債務、股東權益、收入還是費用，最終都要通過現金的流入和流出來體現。對於股東、銀行以及職工等利益相關方來說，最終只有獲得現金回報，才是真實的回報。我們在進行利潤分配的時候，給予股東的不是計算得出的“利潤”，而必須是實實在在的“現金”。

這些現金轉化的結果，體現為現金流量表中經營活動產生的現金流量。下面我們首先列示經營活動現金流量的格式和項目，然後分析經營活動現金流量項目與股權價值增加表中營業收入、營業成本費用和淨利潤之間的關係，接著分析如何計算自由現金流，最後分析自由現金流與投資活動、股利政策之間的關係。

11.2 經營活動現金流量的格式及項目

經營活動產生的現金流量分為現金流入和現金流出兩部分，以萬華化學為例，具體格式和項目如表11-1所示。

11.2.1 經營活動現金流入

經營活動現金流入包括如下三個項目。

(1) 銷售商品、提供勞務收到的現金

本項目反映公司銷售商品、提供勞務實際收到的現金，包括銷售收入和應向購買者收取的增值稅銷項稅額，具體包括本期銷售商品、提供勞務收到的現金，以及前期銷售商品、提供勞務本期收到的現金和本期預收的款項，減去本期銷售本期退回的商品和前期銷售本期退回的商品支付的現金。企業銷售材料和代購代銷業務收到的現金，也在本項目反映。本項目根據“庫存現金”“銀行存款”“應收票據”“應收賬款”“預收款項”“主營業務收入”“其他業務收入”等賬戶分析填列。

表11-1 萬華化學經營活動產生的現金流量

单位：万元

经营活动产生的现金流量：	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
销售商品、提供劳务收到的现金	2 598 190.07	2 978 090.31	2 543 471.05	1 868 501.38	1 591 884.51
收到的税费返还	50 968.28	44 097.63	35 067.59	24 970.95	22 938.07
收到其他与经营活动有关的现金	39 735.94	35 584.75	21 969.53	33 366.95	14 208.63
经营活动现金流入小计	2 688 894.29	3 057 772.69	2 600 508.17	1 926 839.28	1 629 031.21
购买商品、接受劳务支付的现金	1 750 305.83	2 204 194.71	1 786 933.30	1 254 420.58	1 191 514.48
支付给职工以及为职工支付的现金	127 894.38	97 727.99	85 667.49	67 431.27	48 528.20
支付的各项税费	172 867.85	208 373.11	200 519.57	119 573.26	100 362.28
支付其他与经营活动有关的现金	177 586.87	145 425.40	140 461.51	104 796.29	87 382.91
经营活动现金流出小计	2 228 654.93	2 655 721.21	2 213 581.87	1 546 221.40	1 427 787.87
经营活动产生的现金流量净额	460 239.36	402 051.48	386 926.30	380 617.88	201 243.34

(2) 收到的税费返还

本項目反映公司收到返還的各種稅費，如收到的增值稅、所得稅、消費稅、關稅和教育費附加返還款等。

(3) 收到的其他與經營活動有關的現金

本項目反映公司除上述各項目外，收到的其他與經營活動有關的現金，如罰款收入、經營租賃固定資產收到的現金、投資性房地產收到的租金收入、流動資產損失中由個人賠償的現金收入、除稅費返還外的其他政府補助收入等。其他與經營活動有關的現金，如果價值較大，根據“庫存現金”“銀行存款”“管理費用”“營業費用”“營業外收入”等賬戶分析填列。

11.2.2 經營活動現金流出

(1) 購買商品、接受勞務支付的現金

本項目反映公司購買材料、商品、接受勞務實際支付的現金，包括支付的貨款以及與貨款一併支付的增值稅進項稅額，具體包括本期購買商品、接受勞務支付的現金，以及本期支付前期購買商品、接受勞務的未付款項和本期預付款項，減去本期發生的購貨退回收到的現金。為購置存貨而發生的借款利息資本化部分，應在“分配股利、利潤或償付利息支付的現金”項目反映。本項目可以根據“庫存現金”“銀行存款”“應付票據”“應付賬款”“預付款項”“主營業務成本”“其他業務支出”等賬戶分析填列。

(2) 支付給職工以及為職工支付的現金

本項目反映公司實際支付給職工的現金以及為職工支付的現金，包括公司為獲得職工提供的服務，本期實際發放的各種形式的報酬以及其他相關支出，如支付給職工的工資、獎金、各種津貼和補貼等，以及為職工支付的其他費用，不包括支付給在建工程人員的工資。支付給在建工程人員的工資，在“購建固定資產、無形資產和其他長期資產所支付的現金”項目反映。

公司為職工支付的醫療、養老、失業、工傷、生育等社會保險基金，補充養老保險，住房公積金，公司為職工交納的商業保險金，因解除與職工勞動關係給予的補償，現金結算的股份支付，以及企業支付給職工或為職工支付的其他福利費用等，應根據職工的工作性質和服務對象，分別在“購建固定資產、無形資產和其他長期資產所支付的現金”和“支付給職工以及為職工支付的現金”項目反映。

(3) 支付的各项稅費

本項目反映公司按規定支付的各项稅費，包括本期發生並支付的稅費以及本期支付以前各期發生的稅費和預交的稅金，如支付的增值稅、消費稅、所得稅、教育費附加、印花稅、房產稅、土地增值稅、車船使用稅等，不包括本期退回的增值稅、所得稅。本期退回的增值稅、所得稅等，在“收到的稅費返還”項目反映。本項目可以根據“應交稅費”“庫存現金”“銀行存款”等賬戶分析填列。

(4) 支付的其他與經營活動有關的現金

本項目反映公司除上述各項目外，支付的其他與經營活動有關的現金，如罰款支出、支付的差旅費、業務招待費、保險費、經營租賃支付的現金等。其他與經營活動有關的現金，如果金額較大的，應單列項目反映。本項目可以根據“庫存現金”“銀行存款”“管理費用”“營業費用”“營業外支出”等賬戶分析填列。

11.2.3 經營活動產生的現金流量淨額

我們把經營活動現金流入減去經營活動現金流出後得到經營活動產生的現金流量淨額，以此反映一家公司通過經營活動獲取現金的能力。這部分現金和籌資活動產生的現金流量淨額一起，構成了公司投資活動的現金來源。

11.3 經營活動現金流量項目和股權價值增加表項目之間的關係

11.3.1 營業收入現金含量

價值增加表的第一個項目為“營業收入”，經營活動產生的現金流量的第一個項目為“銷售商品、提供勞務收到的現金”。按照慣常的理解，公司取得了多少營業收入，就應該收到多少現金。但是由於現代社會是信用社會，公司在出售商品或者提供勞務的同時往往會給予客戶信用期，也就是說不一定立即就收到現金。價值增加表對於營業收入的確認採用權責發生制，而現金流量表則採用收付實現制。權責發生制是指不管公司是否收到現金，只要取得收款的權利或者承擔付款的義務，就應當確認相應的收入或成本費用；收付實現制以公司是否實際收到或支付現金為確認標準。

另外，需要注意稅金對兩個項目的影響：營改增後，我國公司需要繳納增值稅，增值稅作為價外稅，不包括在營業收入中；但是我們在向客戶收取款項的時候，並不對營業收入和稅金做出區分，全部作為銷售商品、提供勞務收到的現金。

價值增加表對於收入的確認時點和現金流量表實際收到現金的時點存在著差異，導致了“營業收入”和“銷售商品、提供勞務收到的現金”之間的差異，具體來說有如下幾種情形。

情形一： 價值增加表確認營業收入，公司同時收到了現金，此時營業收入和銷售商品、提供勞務收到的現金多於營業收入（考慮增值稅的影響）。

情形二： 價值增加表確認營業收入，公司尚未收到現金，此時營業收入多於收到的現金。

情形三： 價值增加表尚未確認營業收入，公司預先收到現金，此時收到的現金多於營業收入。

回到我們以現金為核心的分析邏輯上，如果不考慮其他因素，很明顯情形一和情形三對於公司比較有利：收到現金的時間越早，現值越

高。我們可以通過營業收入現金含量這一指標來分析營業收入的質量。

$$\text{營業收入現金含量} = \frac{\left(\frac{\text{銷售商品、提供勞務收到的現金}}{1 + \text{增值稅銷項稅率}} \right)}{\text{營業收入}} \times 100\%$$

該指標反映公司的營業收入中實際收到現金的比例。從公司的成長過程來分析，在公司開始從事經營活動的初期或者快速擴張期，由於公司在銷售中需要給予客戶信用期而產生較大的應收賬款，形成營業收入已經確認，但是現金尚未收到的結果，從而有可能使公司在這一時期的營業收入現金含量小於1，這是公司在發展過程中不可避免的正常狀態。但是，在公司的平穩經營階段，剔除增值稅的影響後，營業收入現金含量應該在1左右，否則說明營業收入的含金量不夠高，存在一些水分。

很多人覺得不可理解，認為公司存在應收賬款，所以營業收入現金含量會小於1，怎麼應該高於1呢？在平穩經營階段，每年年底的應收賬款應該差不多。我們假設一家公司2015年度銷售收入的規模為10億元，年底的應收賬款為6 000萬元；2016年度銷售收入的規模為10.01億元，在信用政策不變的情況下，年底的應收賬款應該大致在6 000萬元左右，而不應該是1億；如果營業收入規模差不多，而應收賬款大幅增加，則意味著公司放寬了信用政策，營業收入裡面摻了水分。

11.3.2 成本費用付現率

價值增加表中的營業成本、營業稅金及附加、銷售費用、管理費用構成了經營活動的成本費用總額，現金流量表中採購商品、接受勞務支

付的現金，支付給職工以及為職工支付的現金構成了經營活動中支付的現金總額。我們可以通過成本費用付現率，測算公司成本費用中需要支付現金的比例。

成本費用付現率=[採購商品、接受勞務支付的現金/（1+增值稅進項稅率）+支付給職工以及為職工支付的現金]/（營業成本+營業稅金及附加+銷售費用+管理費用）×100%

該指標在公司開始從事經營活動的初期或者快速擴張期會高於1，此時的分析意義不大。其原因有兩個：一是公司需要先期支付現金購買原材料，生產為商品，但是尚未銷售轉入營業成本，導致付出的現金多於營業成本費用；二是公司在擴張期需要採購長期資產和支付建設安裝的人工費用，該部分現金支出不構成當期的營業成本費用，導致付出的現金多於營業成本。在公司的平穩經營階段，剔除增值稅的影響後（採購商品、接受勞務支付的現金含增值稅進項稅額，但是營業成本不包含增值稅進項稅額，因此分析時需要調整），考慮到成本費用中包括無須付現的折舊攤銷，成本費用付現率應該低於1。在公司的平穩經營階段，該指標可結合公司發展情況，用於預測一家公司以後期間經營活動中所需支付的現金。

11.3.3 經營利潤現金含量

在股權價值增加表中，營業收入扣除營業成本費用和所得稅後得出經營利潤；在現金流量表中，經營活動現金流入扣除經營活動現金流出後得出經營活動產生的現金流量淨額。我們計算經營利潤現金含量來分析一家公司經營利潤的質量。

經營利潤現金含量=經營活動產生的現金流量淨額/經營利潤

在一家公司的金融資產收益和股權投資收益不多的情況下，我們也可以計算淨利潤現金含量。

淨利潤現金含量=經營活動產生的現金流量淨額/淨利潤

上述兩個指標衡量一家公司的經營利潤和淨利潤是不是真金白銀的利潤。對於成熟穩定的公司來說，該指標應該大於1，否則說明經營利潤和淨利潤質量不高。

為什麼該指標在一般情況下應該大於1呢？這要從經營活動產生的現金流量的編制方法開始分析。在現金流量表中，我們採用直接法來編制經營活動產生的現金流量；在現金流量表的附註中，我們對經營活動產生的現金流量採用間接法來編制。

直接法直接確定每筆涉及現金收支的業務的屬性，歸入按現金流動屬性分類成經營、投資、籌資三部分的現金收支項目。三者的現金流入流出淨額合計就得到一個單位整個期間的現金淨流量。

間接法是將直接法中的一部分現金流通過間接的方法倒推出來，以分析這部分現金流在會計核算上的來龍去脈。即將直接法下的經營現金流量單獨拿出來，以公司當期的淨利潤為起點，根據不同的調整項目倒推出當期的經營活動現金淨流量。將淨利潤調整為經營活動現金流量，本質是剔除影響利潤，不影響現金收支的因素，如減值準備；剔除非經營活動的損益變動因素，如固定資產處置或報廢損益；考慮不影響利潤，但是影響現金收支的經營活動因素，如存貨變動、應收和應付變動等。

表11-2是萬華化學2015年年度報告中現金流量表的附註。

上述專業語言的解釋可能顯得過於晦澀，我們還是用大白話來說說其中的原理。採用間接法的時候，我們要把影響利潤，但是不影響經營活動產生的現金流量的因素加回去：首先，我們在計算利潤的時候扣除了固定資產折舊、無形資產攤銷等，但是這些營業成本並不需要我們在當期支付現金（這些現金是在早前投資環節支付的），所以我們要把折舊攤銷加回去；其次，減值準備雖然減少了利潤，但是無須支付現金，也要加回去；再次，財務費用減少了利潤，但是財務費用屬於籌資活動而不是經營活動，也要加回去；最後，存貨、應收和應付項目的變動雖然不影響利潤，但是會影響現金收付，需要調整。大家可以看到，調整過程就是加上淨利潤（經營利潤），再加上很多項目

後得出經營活動產生的現金流量淨額。因此在多數情況下，經營活動產生的現金流量淨額應該大於經營利潤和淨利潤。

表11-2 萬華化學2015年年度報告現金流量表補充資料

单位：元

补充资料	本期金额	上期金额
将净利润调整为经营活动现金流量：		
净利润	2 279 560 788.51	3 217 547 108.41
加：资产减值准备	-8 353 337.27	74 266 280.05
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1 472 835 738.37	934 105 052.57
无形资产摊销	73 177 887.93	44 525 724.49
长期待摊费用摊销		10 132 085.16
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（收益以“-”号填列）	160 020 095.77	222 802 522.16
固定资产报废损失（收益以“-”号填列）		
公允价值变动损失（收益以“-”号填列）	3 466 833.57	-3 466 833.57
财务费用（收益以“-”号填列）	694 307 407.11	598 112 155.33
投资损失（收益以“-”号填列）	-3 387 514.80	1 257 102.12
递延所得税资产减少（增加以“-”号填列）	-47 978 062.85	-143 538 922.99
递延所得税负债增加（减少以“-”号填列）	1 199 959.91	-2 902 030.37
存货的减少（增加以“-”号填列）	-1 188 361 869.19	-745 905 658.18
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	1 227 061 982.57	531 164 543.25
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-61 156 183.71	-717 584 265.60
其他		
经营活动产生的现金流量净额	4 602 393 725.92	4 020 514 862.83

例外情況是在公司從事經營活動的初期或者快速擴張期，公司在營運資本上需要存貨、應收賬款等淨投入，銷售時先確認了營業收入和利潤，但是現金尚未收到，從而有可能使公司在這一時期經營活動產生的現金流量淨額小於經營利潤和淨利潤。在公司的平穩經營階段，經營活動產生的現金流量淨額應該大於經營利潤和淨利潤是一個一般規律。

我們以萬華化學為例，計算上述指標如表11-3所示。

表11-3 萬華化學價值增加表和經營活動現金流量分析

单位：万元

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
销售商品、提供劳务收到的现金	2 598 190.07	2 978 090.31	2 543 471.05	1 868 501.38	1 591 884.51
营业总收入	1 949 238.29	2 208 836.85	2 023 797.32	1 594 212.65	1 366 230.73
收入现金含量	113.93%	115.24%	107.42%	100.18%	99.59%
购买商品、接受劳务支付的现金	1 750 305.83	2 204 194.71	1 786 933.30	1 254 420.58	1 191 514.48
支付给职工以及为职工支付的现金	127 894.38	97 727.99	85 667.49	67 431.27	48 528.20
营业总成本	1 584 440.09	1 743 668.03	1 569 197.83	1 201 068.87	1 078 769.03
成本费用付现率	102.49%	113.65%	102.79%	94.88%	98.90%
经营活动产生的现金流量净额	460 239.37	402 051.49	386 926.30	380 617.87	201 243.34
息前税后经营利润	241 194.56	281 898.49	342 338.35	279 461.82	215 589.71
经营利润现金含量	1.91	1.43	1.13	1.36	0.93
净利润	229 610.23	322 727.04	376 154.06	300 537.17	232 783.87
净利润现金含量	2	1.25	1.03	1.27	0.86

從表11-3中可以看出，2011~2015年萬華化學的營業收入現金含量基本高於100%，也就是說萬華化學的營業收入都是真金白銀的收入，不是紙面富貴。萬華化學的成本費用付現率很高，甚至高於1，這與萬華化學處於擴張期有關。採購設備以及在建工程的職工工資都包括在支付的現金中，但是不包括在營業成本費用中，因此該比率高於正常水平。在萬華化學進入平穩經營期後，該比率會下降到正常水平。萬華化學的經營利潤現金含量和淨利潤現金含量都很高。以2015年為例，經營利潤現金含量為1.91，表明萬華化學有1.91元的現金淨額對應1元的經營利潤；淨利潤現金含量為2，表明萬華化學有2元的現金淨額對應1元的淨利潤。這是因為收回的現金中包括折舊攤銷等因素，另一方面也表明萬華化學利潤的質量比較高，是真實可靠的利潤。

11.4 經營活動現金流量的五種狀態

11.4.1 經營活動產生的現金流量小於零

這種情況意味著公司通過正常的商品購產銷所帶來的現金流入量，不足以支付因上述經營活動而引起的現金流出。

公司正常經營活動所需的現金支付，通過以下幾種方式解決：①消耗公司現存的現金積累。②擠佔本來可以用於投資活動的現金，推遲投資活動的進行。③在不能擠佔本來可以用於投資活動的現金的條件下，進行額外貸款融資以支持經營活動的現金需要。④在沒有貸款融資渠道的條件下，只能採用拖延債務支付或加大經營活動引起的債務規模來解決。從公司的發展階段來看，在公司發展初期，由於各項經營活動都處於“磨合”狀態，為了開拓市場，公司需要投入較大資金，包括原材料、在產品、產成品、應收賬款等，從而有可能使公司在這一時期的經營活動現金流量表現為“入不敷出”狀態。我們認為，上述原因導致的經營活動現金流量小於零，是公司在發展過程中不可避免的正常狀態。但是，如果公司在正常生產經營期間仍然出現這種狀態，我們應當認為公司的經營活動現金流量出現了嚴重問題，“現金—……—更多的現金”的傳導轉化管道存在著障礙，公司將很快陷入經營危機。

11.4.2 經營活動產生的現金流量等於零

這種情況意味著公司通過正常的商品購產銷所帶來的現金流入量，恰恰能夠支付因上述經營活動而引起的現金流出。

在公司經營活動產生的現金流量等於零時，公司的經營活動現金流量處於“收支平衡”狀態。公司正常經營活動不需要額外補充流動資金，公司的經營活動也不能為公司的投資活動以及籌資活動貢獻現金。但是，必須注意的是，在公司的成本消耗中，有相當一部分屬於按照權責發生制原則的要求而確認的攤銷成本（如無形資產攤銷、長期待攤費用攤銷、固定資產折舊等）和應計成本（如應付未付的管理費用和銷售費用等）。我們把這兩類成本通稱為非付現成本費用。顯然，在經營活動產生的現金流量等於零時，公司經營活動產生的現金流量是不可能為這部分非付現成本的資源消耗提供現金補償的。因此，從長期來看，經營活動產生的現金流量等於零的狀態，根本不可能維持公司經營活動的現金“簡單再生產”。因此，我們認為，如果公司在正常生產經營期間持續出現經營活動現金流量為零的狀態，公司亦將陷入經營困境。

11.4.3 經營活動產生的現金流量大於零，但不足以補償當期的非付現成本

這種情況意味著公司通過正常的商品購產銷所帶來的現金流入量，不但能夠支付因經營活動而引起的現金流出，而且還有餘力補償一部分當期的非付現成本。

雖然公司在現金流量的壓力方面比前兩種狀態要好，但是如果這種狀態持續，則公司經營活動產生的現金流量從長期來看，也不可能維持公司經營活動的現金“簡單再生產”。因此，我們認為，如果公司在正常生產經營期間持續出現這種狀態，仍然不能給予經營活動現金流量較高評價。

11.4.4 經營活動產生的現金流量大於零，並恰能補償當期的非付現成本

這種情況意味著公司通過正常的商品購產銷所帶來的現金流入量，不但能夠支付因經營活動而引起的現金流出，而且還有餘力補償全部當期的非付現成本。

在這種狀態下，公司已經擺脫了在經營活動現金流量方面的壓力。如果這種狀態持續，則公司經營活動產生的現金流量從長期來看，剛好能夠維持公司經營活動的現金“簡單再生產”。但是，從總體上看，這種維持公司經營活動的現金“簡單再生產”狀態，仍然不能為公司擴大投資等發展提供現金支持。

11.4.5 經營活動產生的現金流量大於零，並在補償當期的非付現成本後仍有剩餘

這種情況意味著公司通過正常的商品購產銷所帶來的現金流入量，不但能夠支付因經營活動而引起的現金流出，補償全部當期的非付現成本，而且還有餘力為公司的投資等活動提供現金流量的支持。應該說在這種狀態下，公司經營活動產生的現金流量已經處於良好的運轉狀態。如果這種狀態持續，則公司經營活動產生的現金流量將對公司經營活動的穩定與發展、公司投資規模的擴大起到重要的促進作用。

從上面的分析可以看出，公司經營活動產生的現金流量僅僅大於零是不夠的。公司經營活動產生的現金流量要想對公司做出貢獻，必須在上述第5種狀態下運行。

我們以萬華化學為例，分析其經營活動產生的現金流量淨額的情況如表11-4所示。

從表11-4中可以看出，萬華化學經營活動產生的現金流量淨額遠遠高於非付現成本費用，現金流狀態良好。

經營活動產生的現金流量淨額，首先用於支付利息，其次用於公司規模擴張，最後在有剩餘的情況下給予股東現金分紅，從而形成了如圖11-1所示的現金流可持續循環模式：“現金所有人——籌資活動現金流——公司——投資活動現金流——資產組合——收入、成本費用——經營活動現金流——籌資活動現金流回報現金所有人和投資活動現金流擴大經營規模”。在圖11-1中，下端的籌資活動現金流量和投資活動現金流量的箭頭比較窄，上端的經營活動現金流量和籌資活動現金流量的箭頭比較寬。其隱含的意義是：一個公司創造價值的模式就是“現金流出——更多的現金流入”，唯有如此，才能滿足債權人和股東所要求的回報。債權人和股東投入現金以後，關心最後的結果是否實現了自己的心理預期，但是這一結果取決於公司的投資活動和經營活動過程。對於外部投資者來說，這一過程並不透明，猶如黑箱。我們希望通過前面的投資活動、資產資本、盈利能力等分析，幫助理解黑箱中“現金流出——更多現金流入”的傳導轉化管道是否順暢。

表11-4 萬華化學經營活動產生的現金流量淨額

单位：万元

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
(1) 经营活动产生的现金流量净额	460 239.37	402 051.49	386 926.30	380 617.87	201 243.34
(2) 资产减值准备	-835.33	7 426.63	2 691.06	3 512.85	-494.24
(3) 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	147 283.57	93 410.51	84 613.47	73 144.68	66 203.01
(4) 无形资产摊销	7 317.79	4 452.57	2 104.77	1 185.67	909.57
(5) 长期待摊费用摊销		1 013.21	1 001.86	766.52	472.29
(6) 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	16 002.01	22 280.25	2 943.74	16 982.18	1 387.00
(7) 非付现成本费用 = (2) + (3) + (4) + (5) + (6)	169 768.04	128 583.17	93 354.90	95 591.90	68 477.63

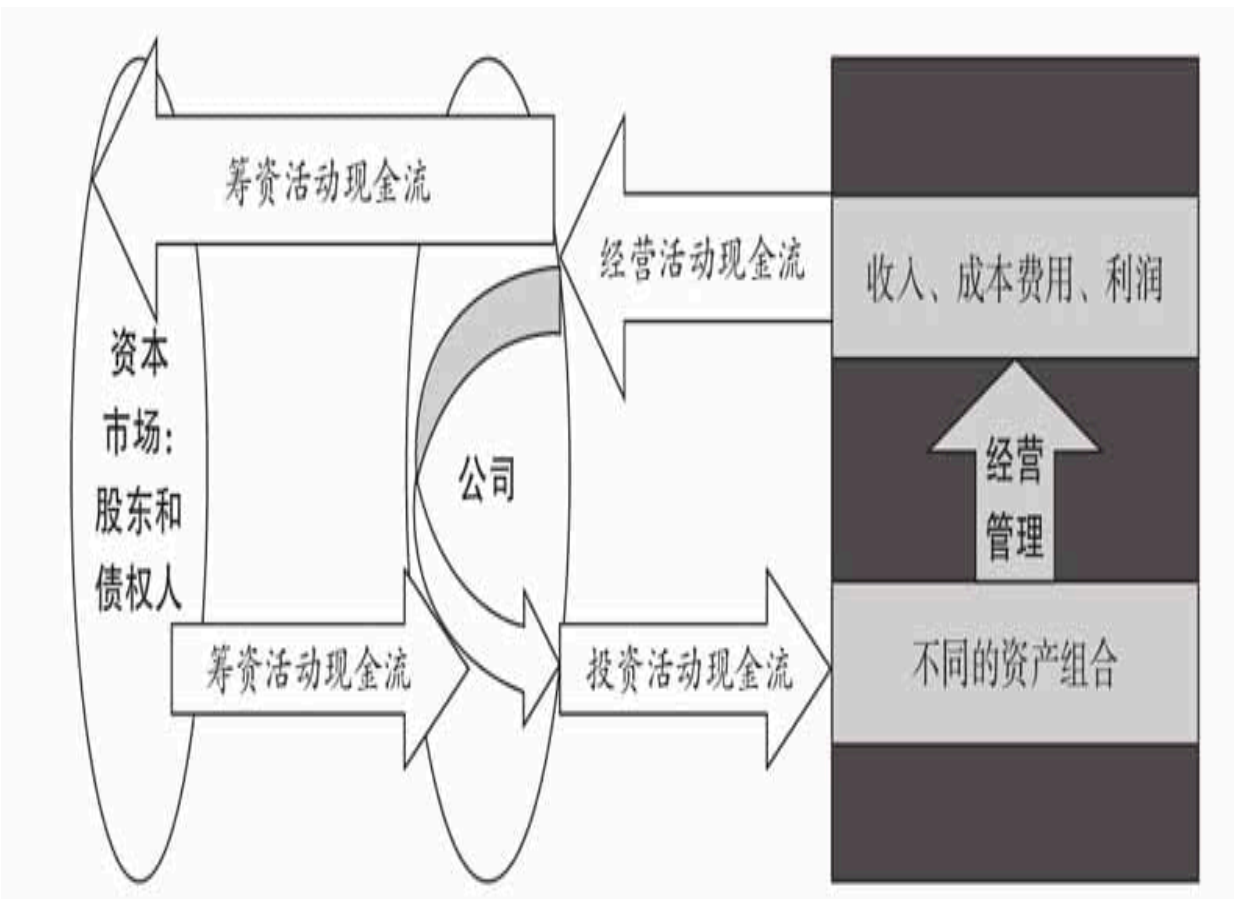


圖11-1 現金流的循環

11.5 現金分紅對股權價值的影響

11.5.1 我國關於上市公司分紅的有關規定

我們前面講到，如果公司有足夠多的經營活動產生的現金流量淨額，可以對股東進行分配。上市公司現金分紅是實現投資者投資回報的重要形式，對於培育資本市場長期投資理念，增強資本市場的吸引力和活力，具有十分重要的作用。為此，2008年10月9日中國證券監督管理委員會（簡稱證監會）發佈了《關於修改上市公司現金分紅若干規定的決定》，2013年11月30日發佈了《上市公司監管指引第3號——上市公司現金分紅》。

多年來，證監會立足資本市場實情，從保護投資者合法權益，培育市場長期投資理念出發，多措並舉引導上市公司完善現金分紅機制，強化回報意識。一是要求上市公司在章程中明確現金分紅政策，健全分紅決策程序和機制，並予以充分披露。二是督促公司嚴格執行現金分紅政策，規範現金分紅行為，強化其現金分紅承諾與執行的一致性。三是配合財政部、稅務總局實施新的上市公司股息紅利稅收政策，按照投資者持股期限實行差別化稅率，從健全政策機制入手，培育長期投資理念。隨著各項政策的推進，我國上市公司現金分紅的穩定性、持續性有所改善。

上市公司現金分紅是資本市場的一項基礎性制度，也是屬於公司自治範疇的事項。從金融理論和監管實踐看，分紅制度能有效增強資本市場投資功能和吸引力。現金分紅作為投資者回報的重要方式，在成熟市場中往往佔據主導地位。縱觀各國實踐，成熟市場大多實施公司自治型分紅政策，而新興市場如巴西不同程度地採用過強制性分紅政策。我國上市公司現金分紅因受經濟、體制、金融環境等多方面因素影響，仍存在現金分紅高度集中於少數優質公司，分紅的連續性和穩定性不足，成長性企業分紅水平總體高於成熟企業，分紅回報方式較為單一，結構不夠合理等問題。為此，證監會始終緊緊圍繞保護中小投資者合法權益的工作重心，在充分尊重公司自治的基礎上，結合上市公司規範運作水平，將現金分紅作為資本市場的一項重要基礎制度建設，常抓不懈。關於現金分紅的監管指引重點從以下幾方面，加強上市公司現金分紅的監管工作。

一是督促上市公司規範和完善利潤分配的內部決策程序和機制，增強現金分紅的透明度。證監會著力於公司章程和決策機制，鼓勵上市公司在章程中明確現金分紅在利潤分配方式中的優先順序，要求上市公司在進行分紅決策時充分聽取獨立董事和中小股東的意見和訴求；督促上市公司進一步強化現金分紅政策的合理性、穩定性和透明度，形成穩定回報預期。

二是支持上市公司採取差異化、多元化方式回報投資者；支持上市公司結合自身發展階段，並考慮其是否有重大資本支出安排等因素，制定差異化的現金分紅政策；鼓勵上市公司依法通過發行優先股，回購

股份等方式多渠道回報投資者，支持上市公司在其股價低於每股淨資產的情況下回購股份。

三是完善分紅監管規定，加強監督檢查力度，加大對未按章程規定分紅和有能力但長期不分紅公司的監管約束，依法採取相應監管措施。

《上市公司監管指引第3號——上市公司現金分紅》中非常核心的一個條款是第五條：“上市公司董事會應當綜合考慮所處行業特點、發展階段、自身經營模式、盈利水平以及是否有重大資金支出安排等因素，區分下列情形，並按照公司章程規定的程序，提出差異化的現金分紅政策：（一）公司發展階段屬成熟期且無重大資金支出安排的，進行利潤分配時，現金分紅在本次利潤分配中所佔比例最低應達到80%；（二）公司發展階段屬成熟期且有重大資金支出安排的，進行利潤分配時，現金分紅在本次利潤分配中所佔比例最低應達到40%；（三）公司發展階段屬成長期且有重大資金支出安排的，進行利潤分配時，現金分紅在本次利潤分配中所佔比例最低應達到20%；公司發展階段不易區分但有重大資金支出安排的，可以按照前項規定處理。”

11.5.2 現金分紅對股權價值的影響

多餘的現金流可以作為現金紅利支付給股東，但是這部分現金紅利是需要納稅的。

財政部、國家稅務總局和證監會2015年9月7日發佈的《關於上市公司股息紅利差別化個人所得稅政策有關問題的通知》規定：個人從公開發行和轉讓市場取得的上市公司股票，持股期限超過1年的，股息紅利所得暫免徵收個人所得稅；個人從公開發行和轉讓市場取得的上市公司股票，持股期限在1個月以內（含1個月）的，其股息紅利所得全額計入應納稅所得額；持股期限在1個月以上至1年（含1年）的，暫減按50%計入應納稅所得額；上述所得統一適用20%的稅率計徵個人所得稅。

對於持股期限不到1年的股東而言，由於稅收的影響，現金分紅會減少其股權價值。舉一個簡單的例子，A投資者2017年2月1日以每股20元

的價格買入X公司股票。2月15日股價為22元，分派現金股利每股1元，當天除權後21元賣出，則收益為1元的差價和0.8元的現金股利，0.2元為個人所得稅。如果不除權則為2元的收益，因此相當於減少了股權價值0.2元。如果繼續持有到4月1日，股價依舊為21元，則收益為1元的差價和0.9元的現金股利，0.1元的個人所得稅，相當於減少0.1元的股權價值。持有超過1年以上，則沒有個人所得稅的影響。現金股利對於短期股東而言其實是不利的，交納現金股利的個人所得稅對股東來說是一件很痛苦的事情。此外，如果股東現在還沒有花費現金股利的需要，他們就必須決定如何對這些現金股利進行再投資，這可能會帶來額外的交易成本。

證監會的分紅指引允許上市公司通過在公開市場回購股票的方式進行分紅。其實，回購股票的方式對股東而言更加有利。在美國，許多公司偏愛於用股票回購作為分配股利的渠道。發行在外的股份代表了對公司股權的求償權，股票回購計劃可以減少這些股份的數量。股票回購減少了發行在外的股票數量，從而可以提高股票的價格，使剩餘的股票持有者獲利。通過股票回購計劃，股東可以實現稅收負擔最小化，同時公司也能夠繼續保持其現金分紅的做法。

第12章 股票價格和股票價值

在日常購物中，我們通常會對要購買的商品有一個判斷：是貴了還是便宜了。因此，我們下意識地在對“價值”和“價格”做比較。價值是商品的內在屬性，是從長期來看合理的價格；價格是在具體的某一次交易中交易雙方認可的價值的外在表現。當商品的價格高於價值時，我們會感覺太貴；反之，當商品的價格低於價值時，我們會感覺便宜。在股票交易中，我們也需要對股票的價值和價格進行比較，判斷到底是貴了還是便宜了。對於股東而言，財報分析的目的就是解決非常實際的問題：應該購買什麼樣的股票？對於股票A，究竟是應該買入、賣出還是持有？格雷厄姆在《證券分析》一書中指出：投資是指根據詳盡的分析，本金安全和滿意回報有保證的操作，不符合這一標準的操作就是投機。為了達到投資的目的，對股票價值和價格的分析就成為關鍵。

12.1 短期股票價格與股票價值的偏離

格雷厄姆《證券分析》第50章“價格和價值的背離”和第51章“價格和價值的背離（續）”專門論述價格和價值的背離問題。

價格有時候等於價值，但更多時候是偏離價值的。股票價格不是精心計算的結果，而是市場參與者反應的總體效應，因此股票價格經常是不合理的，甚至是謬誤。本傑明·格雷厄姆作為證券分析之父編著的“市場先生”寓言故事，對幾代人的投資行為產生了深遠的影響。世界著名投資大師沃倫·巴菲特說：“為了使自己的情緒與股票市場隔離開來，我總是將‘市場先生’這則寓言故事謹記在心。”本傑明·格雷厄姆的“市場先生”寓言故事說的是：“設想你在與一個叫市場先生的人進行股票交易。每天市場先生一定會提出一個他樂意購買的你的股票或將他的股票賣給你的價格。市場先生的情緒很不穩定，因此在有些日子，市場先生很快活，只看到眼前美好的日子，這時市場先生就會報出很高的價格。在其他日子，市場先生卻相當懊喪，只看到眼前的困難，報出的價格很低。另外，市場先生還有一個可愛的特點，他不介意被人冷落。如果市場先生所說的話被人忽略了，他明天還會回來，同時提出他的新報價。市場先生對我們有用的是他口袋中的報價，而不是他的智慧。如果市場先生看起來不太正常，你就可以忽視他或者利用他這個弱點。但是，如果你完全被他控制，後果將不堪設想。”

以巴菲特為首的價值投資者奉行一個信條：價格是投資者所付出的，而價值是投資者所得到的。投資者購買股票就像顧客在購買任何商品時都要進行檢查一樣，不能盲從市場先生報出的價格。

由於股東從股票投資中得到的是未來現金流，因此需要預測未來現金流，以便確定目前的要價是否合理。保守的股東會比較謹慎地預測，以免在錯誤的價格進行交易。積極的股東利用基本面分析發現錯誤估價的股票，以期能從這種股票中獲取額外收益。

我們在股票投資中，需要慎重考慮價格因素，在錯誤的價位上買入股票，其危害不亞於買錯了股票品種。為了優秀的公司而支付過高的代價，無法讓我們獲取滿意的回報，甚至會長期陷於虧損的境地。巴菲

特如此認為：“當然，即便是對於最好的公司，你也有可能買價過高。買價過高的風險經常會出現，而且我認為實際上現在對於所有股票，包括那些競爭優勢必定長期持續的公司股票，這種買價過高的風險已經相當大了。投資者需要清醒地認識到，在一個過熱的市場中買入股票，即便是一家特別優秀的公司的股票，可能也要等待更長的一段時間後，公司所能實現的價值才能增長到與投資者支付股價相當的水平。”

我們需要牢記：股票價格是股票價值的外在反映，但是受到多種因素的影響，其從短期看很多時候並不完全等於價值。

12.2 長期股票價格向股票價值迴歸

既然價格短期內很多時候並不完全等於價值，那我們分析價值的意義何在呢？儘管價格並不總是等於內在價值，但也不會長期相對於其價值有較大的偏離。長期而言，價格會向價值迴歸。

格雷厄姆說：“市場短期是一臺投票機，但市場長期是一臺稱重機。”市場的短期表現實際上是報價的結果，就好像在一群人的投票下，產生了“漲”“跌”的結果。有“利多”或“利空”的消息，市場應聲而上或應聲而下，都體現了這種“投票”結果。市場長期來看，則是一臺稱重機。股票價格在長期上看，還是會遵從價值的原則，價值就是股票的質量，或者稱重量。股價短期可以過分高和低，但從長遠看，不會遠遠離開其價值太遠。它有多少價值，就有多少重量，就趨向於有多少的市場價格。

因此，我們研究價值和價格，是希望能在價格遠低於價值的時候買入，並期待價格向價值的迴歸來獲取令人滿意的回報。

我們需要牢記：隨著時間的變化，股票價格將會圍繞它的內在價值波動。這種觀點與諸如巴菲特和彼得·林奇這樣的成功投資者的信仰是一致的。

12.3 股票估值中歷史證據的分析與未來發展的預測

為了股票估值比較合理，我們需要通過歷史上已經發生的結果提供分析的證據，加上通過公司及行業的性質判斷對未來做出預測。歷史證據的分析加上未來發展的預測，構成了價值投資的基礎。

歷史證據是指公司已有的各種統計數字和財報數字，未來發展是指行業的性質和前景、公司在行業中的地位、地理位置、公司高管的經營風格等。

歷史證據的分析要比未來發展的預測容易得多。歷史證據容易得到，而且更適於得出明確和可靠的結論。財務報表中的數字往往反映了許多歷史證據。歷史證據的期限必須跨越不少於5年的時期，最好達到7~10年，甚至可以更長。

歷史證據為我們的未來推測提供了做出假設的基礎。即使承認過去記錄不是未來變化的先行指標，上述原則也是有道理的。因為如果缺少這些以過去的記錄為根據的檢驗，就無從確定股票價值的上界，這樣投資活動必然迅速演變為投機，因此不合理的價值量度總比沒有數量限制強。良好的歷史記錄能夠為公司的前景提供比不良記錄更為充分的保證。對比100家在過去10年每股收益平均達到1元的公司和100家同期每股收益平均僅為0.1元的公司，我們有充分的理由相信，在今後的10年中，前一組公司所獲得的利潤總額會高於後一組公司。形成這一判斷的基本理由是，未來收益不完全是由運氣和有效的管理技能決定的，資本、經驗、聲譽、貿易合同以及其他所有構成過去的盈利能力的因素，必定會對公司的未來形成相當大的影響。總的來說，實力雄厚的公司要比弱小的公司更安全，而且具有良好記錄的公司要比業績表現不佳的公司更有價值。即使充分考慮到未來的種種不確定性，這個結論的正確性也是難以被推翻的。誠然，任何一個具體的企業都可能從失敗中復興，或者由興盛走向沒落。但是如果以一組公司作為考察單位的話，實力雄厚的公司幾乎都要比效益差和資產負債結構不良的公司更有前途。

雖然歷史證據給我們提供了很多有用的分析基礎和假設，但是對未來發展的預測還是非常困難，諸如公司業務的性質和未來的前景、管理的因素、未來收益的發展趨勢等分析，很難得出明確和可靠的結論。

就公司業務的性質和未來的前景而言，我們應該儘量避免那些顯著表明未來會大幅滑坡的行業及公司，而選擇未來前景好的行業及公司，但未來行業好壞的分析往往來自我們的臆測，甚至是偏見。

對管理層的能力進行客觀測試的方法很少，而且遠不夠科學。在大多數情況下，投資者的評判依據只是聲譽。能夠令人信服地證實管理是否優良的證據就是過去一段時期內的經營業績，但考察業績又使我們變為考察歷史證據。

人們對公司收益的發展趨勢非常重視。一個利潤和現金流持續增長的記錄無疑是有利的現象，但是試圖通過套用過去的發展軌跡來推算公司未來的盈利情況，並將這一方法作為評估公司的基礎之一，有可能會導致錯誤的判斷。因為過去的是事實，而未來只能是推測。

如果給予趨勢壓倒性的重視，將導致對股票價值的高估或低估。之所以會出現這種偏差，是因為任何人都無法準確地測算出趨勢延續的時間將有多長。所以，看似有數學根據的估值實際上只是出於心理因素且隨意性很強。於是，我們把趨勢作為一種定性的未來因素來考慮，儘管它可能是以歷史證據的形式出現。

趨勢實際上是以一種明確預測的形式表述對未來前景的看法。與之相似的是，關於某個公司的業務性質及管理層能力的結論之所以重要，主要也是因為它們與未來前景有關。當前景成為決定價值的主要基礎時，由此得出的判斷就不再受數學上的約束，幾乎不可避免地會走向極端。分析所關心的應該是有事實支撐的價值，而不是以幻想為基礎的價值。

對於歷史證據的分析，我們最應重視的是公司的內在穩定性。穩定性是指過去結果的抗變動性。穩定性如同趨勢一樣，可以用數量的形式表達。例如，貴州茅臺在2000~2010年的每股收益從未低於8元。但是我們的觀點是，穩定性實際上應該是一種定性的因素，而不是數量的

因素。因為決定穩定性的是公司的業務性質，而不是其統計數據。比較穩定的歷史記錄可以顯示該公司的業務具有內在的穩定性。

在股票估值中，我們要特別注意避免把股票市場作為分析因素之一——不能為反映股票市場行情的變化而調整股票價值的檢驗標準。也就是說，價值不能隨著市場水漲船高或者水落船低，而是必須獨立地得出一個較客觀的價值標準。

我們要牢記：股票估值中未來發展的預測是分析的關鍵和難點，對未來發展的預測分析再怎麼強調都不過分。未來發展的預測分析得出了看似確定的結論，那麼這種結論就可能存在誤導的風險。

12.4 股票估值是一門藝術

我們認為，股票估值更接近於藝術，而不是科學，因為在實踐中內在價值是一個難以把握的概念。關鍵的一點是，我們進行股票估值的目的並不是確定某一證券的內在價值到底是多少，而是隻需搞清楚其內在價值是否足夠——足以證明應該購買這種股票，內在價值是否比市場價格高或低。出於這種目的，一個大概的、近似的內在價值數字就足夠了。打個比方來說，在日常生活中，要想知道一位女士是否肥胖並不需要打聽出她的確切體重。

對於不同的情況，內在價值表現出不同程度的明確性，而明確性的程度則由一個“近似值的範圍”來反映。即使是一個非常不明確的內在價值範圍，如果該股票的當前市場價格仍大大超出這一範圍，我們仍能得出明確的結論。

內在價值接近於藝術而不是科學的理由包括以下三點。

一是數據不足或者不準確。雖然很少有完全偽造數字的情況出現，但有些公司會使用某種會計手段調節數字的結果，以及隱瞞一些重要的信息。我們需要學會如何識破這些伎倆。

二是未來的不確定性。我們基於當前的事實和明確的發展方向做出預測，但任何新的發展都有可能使這種預測落空。由於影響股票未來發

展的因素非常多，將分析技術應用於股票估值面臨著各種固有的困難，因此對於股票的分析往往是沒有定論和令人失望的。甚至可以這樣說，只要這種分析得出了看似確定的結論，那麼這種結論就可能存在誤導的風險。我們面臨著這樣一個問題：股票分析究竟能在多大程度上預測未來的條件變化。在完成對分析過程中涉及的所有因素的討論之前，我們不妨把這個問題暫時放在一邊。未來的發展大部分是不可預測的，而股票分析的假設前提是，歷史記錄最起碼可以用來粗略地指出未來的發展方向。對這個前提的懷疑越大，那麼分析的價值就越低。因此，內在價值的計算分析對債券更加有用，因為債券比股票的變化可能性小得多。其對具有一貫穩定特性的行業的公司股票也比較有效。

三是市場的非理性行為。市場與未來一樣不可捉摸，兩者都不能預測或者控制，但分析的成功有賴於這兩個方面。我們尋找那些價值被低估或者高估的股票，就更關心市場價格了。我們最終的判斷必須很大程度上根據股票的市場價格做出。在股票市場中，價值投資的兩個前提是：第一，市場價格經常偏離股票的內在價值；第二，當這種偏離發生時，市場中會出現自我糾正的趨勢。雖然在股票市場上有“市場的判斷永遠正確”和“股票的市場價格就是其價值，既不多也不少”的說法，但上述前提中的第一個無疑是正確的——價值和價格之間不存在必然的關係。市場不是一臺根據股票的內在品質精確、客觀地記錄其價值的計量器，而是彙集了無數人部分出於理性、部分出於感性的選擇的投票機。

從理論上來說，第二個前提也是同樣正確的，但在實際中卻存在著市場價格向價值緩慢迴歸的風險。忽視或誤解導致的低估某一股票價值的情況經常會持續一段極長的時間，而過度狂熱或人為刺激產生的高估某一股票價值的情況也會經久不退。正是這種拖延給股票分析帶來了風險，因為在價格向發現的價值迴歸之前，新的決定因素可能取代舊的因素。換句話說，股票價格變動的同時，股票價值也會發生變動。當價格最終體現價值的時候，這個價值已經發生了變化，前期用以做判斷的事實和理由都已經不再適用。我們應當盡最大可能規避這類風險：方法之一是在不大可能發生突然變化的環境中開展工作；方法之二是挑選那些比較吸引公眾興趣的股票，一旦被低估，公眾就會

及時做出反應；方法之三是根據總體的市場狀況調整自己的工作，在宏觀環境和市場都很平穩時注重尋找價值被低估的股票，而當市場壓力和不確定性增大時應謹慎行事；方法之四是要不斷跟蹤目標公司的各類因素，一旦發生重大變動，就對股票價值進行調整。

我們需要牢記：股票價值只能取得近似的判斷而非精確的判斷；股票估值並非一成不變，世易時移，價格變動的同時，價值也會發生變動。

12.5 安全邊際

正因為股票估值是一門藝術而非精確的科學，其存在可能犯錯誤的空間。為了規避風險，安全邊際原則就成為非常重要的原則。長期投資獲得成功的要義是本金不能發生永久性損失，尋求安全邊際是為了即使出現一些未預料的情況，也能保證本金不會發生永久性損失。也就是說，那些試圖避免損失的投資者必須讓自己在各種情況下存活下來，甚至實現繁榮。巴菲特提出“一不要虧損，二記住第一條”的投資信條，把安全邊際滲透到骨子裡。

所謂安全邊際，就是在我們做出的股票估值基礎上打一個折扣後買入，為未考慮到的事件（因為市場太複雜，總有些因素是我們沒想到的）預留一些緩衝空間，起到類似於汽車安全氣囊的作用。確定安全邊際的基礎是股票估值，合理甚至保守的股票估值是我們獲取安全邊際的前提條件。

安全邊際的概念只有建立在一個客觀的，而不是投資者心裡的基礎之上時，才是有用的。安全邊際必須要有明確的、成熟的標準來定義或者最起碼是指明。安全邊際不是絕對的，而是在通常和可能的情況下可以免於遭受損失。

對於安全性的考察，需要考慮以下幾點。

- 1) 股票的安全性不是以每股淨資產來衡量的，而是以公司的未來自由現金流來衡量的。
- 2) 對於安全性的考察，應該更考慮到蕭條期的情況，而不是繁榮期，沒有一個行業能夠完全避免經濟蕭條的打擊。優質公司不可得並不是購買劣質公司的理由。
- 3) 舍安全而取收益得不償失。收益與風險之間不存在數學關係。無論用理論還是實際操作，不同投資工具的預計風險的精確計算都是辦不到的。有效的操作要求風險儘可能均勻，以減少運氣的影響程度，並讓概率法則發揮最大作用。投資者可以通過分散投資做到這一點，但

在經濟蕭條期間，許多風險投資可能同時崩潰。於是，投資高收益工具的人們會在一段高收入期間之後，經歷一個突然的大幅蝕本。本金風險與收入回報是不可相互抵消的。更好的挑選程序是從能接受的最低安全等級開始，備選的股票至少都應該在這個底線之上。

4) 必須採用明確的安全標準。挑選優質股票的過程實質上是一個排除過程，所以應該引入非常明確的規則和標準，以剔除那些不夠資格的公司，包括性質和區位、規模（“臨界點”都是憑經驗大約估計的，如果投資者認為更有道理，完全可以採用自己的標準）。適合投資的股票必須擁有一個能顯示公司成功的經營和穩定的財務狀況的記錄，因此現金流貼現模型不適用於新公司和發生財務危機的公司。股息記錄也許應該是考慮的因素之一，能夠支付股息的公司從總體而言優於不能支付股息的公司，但這一事實本身不能成為一概排斥那些不支付股息公司的股票的理由。

5) 安全性的考核期限。目前證監會新股發行要求提供三年又一期的財務報告。這對於考察安全性來說顯得過短，我們認為五年以上，一般來說七年可能更合適些。以下因素可以認為是有利的：一個上升的利潤趨勢、非常好的當期表現，以及考核期內任何一年都有令人滿意的高於預期的業績。

12.6 成組購買可以形成一種投資操作

除了安全邊際原則外，我們還需要通過組合投資來規避股票估值錯誤的風險。

我們從公司的歷史證據出發，試圖形成一個對公司未來前景的準確判斷，並做出股票估值，同時通過分散化中和各項投資所面臨的不可預知的未來變化所帶來的結果。僅僅購買一隻股票不能被稱為投資，購買一個多家公司組成的股票組合才有可能是一種投資。

成組地以有吸引力的價格購買仔細挑選的股票，符合投資的定義。符合標準的現期股息率通常是進行這樣一種操作的前提條件，但它並不是一個絕對必要條件。如果內在價值遠高於所支付的價格，並且內在

價值呈現出日益增長的趨勢，那麼我們從“令人滿意的回報”角度考察購買決策的合理性時，可以更多地考慮到未來股息或是未來市場價值的增值因素，而不僅僅是現期股息率。相對現期股息率而言更重要的問題是，這種成組購買操作能否切實“保證本金的安全性”。

我們必須時刻關注價格以及價格的變化。只有當內在價值遠低於價格時，一種股票才是有吸引力的。對價格因素的考察是所有投資決策的重要環節。當價格上升到與價值嚴重脫節的水平，適時將它出售是明智的。

從理論上來說，我們只需遵從低進高出的傳統原則。但是說起來容易做起來難，高價格和低價格之間並沒有像十字路口的紅綠燈那樣的區分標誌。高和低不僅永遠是兩個相對的概念，而且往往只有在反思過去時才會出現。

市場波動的幅度越大，在股票操作過程中保持投資的態度也就越困難。像2015年這樣的股票市場運行模式，大多數人都會陷入癡狂狀態，能堅持理性投資的只是極少數人。為了把握未來，我們必須明確這樣一個問題：股票市場將會繼續2015年的狂亂模式運行，還是以小幅波動的狀態運行呢？只有在後一種情況下，其才能夠為股票價值投資奠定一個堅實的基礎。基於中國宏觀政治和經濟的改革，個人必然贊同的觀點是，未來股票市場小幅波動的運行狀態的可能性，要遠遠高於2015年模式的可能性。所以，我們在設計一種股票價值投資的合理策略的問題上無須悲觀。

第13章 常見的相對估值法

相對估值法，顧名思義就是找到可以與即將估值的股票（下面簡稱目標股票）進行比較的可比股票，然後將兩者進行比較。

相對估值法是最常見的股票估值方法。隨便打開一份股票研究員的研究報告，最後的結論中都會有類似的描述：“盈利預測和投資建議：預計某某公司2016、2017年EPS分別為1.62元和2.10元，以2月15日收盤

價24.59元計算，對應PE分別為15.18倍和11.71倍，維持‘買入’的投資評級。”上述建議就採用了常用的市盈率（PE）估值法。

常見的相對估值法包括市盈率、市淨率、市銷率和市盈增長比率等方法。

13.1 相對估值法的應用過程

我們怎麼找可比股票，找到以後又怎麼比呢？我們可以試想一下，在平時買東西的時候，常常會“貨比三家”，將兩樣或多樣商品的價格放在一起進行比較。這些商品的屬性、用途應該是相同或相近的。比如，我們會比較功能比較接近的長虹電視機和TCL電視機的價格，但是不會將電視機的價格和空調的價格做比較，因為後兩者是不可比較的。同理，在股票市場上，我們也應當追求目標股票和可比股票在最大限度上具有相同的屬性。

使用相對估值法進行股票估值一般分四步。

第一步 選取可比公司股票

可比公司是指公司所處的行業、公司的主營業務或主導產品、資本結構、經營規模、市場環境、盈利能力以及風險度等方面相同或相近的公司。在實際估值中，我們在選取可比公司時，一般會先依據一定的條件初步挑選可比公司，然後將初步挑選的可比公司分為兩類——最可比公司類和次可比公司類。使用時，我們往往主要考慮最可比公司類，儘管有時候最可比公司可能不多，只有2~3家。

比如，我們在對中國建築（601668.SH）做可比的值時，首先初步挑選可比公司——選取我國A股市場上所有上市的建築施工類公司，然後將這些公司分為兩類——最可比類和次可比類。我國建築施工類上市公司分為三類：大型國有控股建築施工公司、地方國有控股建築施工公司和民營控股建築施工公司。中國建築、中國鐵建、中國電建和中國交建屬於大型國有控股建築施工公司，選取裡面和中國建築盈利能力（ROE等）相同或者接近的公司，即為最可比類公司。

第二步 計算可比公司的估值指標

常用的估值指標倍數主要包括市盈率（price/earnings, PE）、市淨率（price/book value, PB）、市銷率（price/sales, PS）、市盈率增長比率（PEG）等。

第三步 計算適用於目標公司的可比指標

通常，我們選取可比公司可比指標的平均值或者中位數（有時候需要剔除異常值）作為目標公司的指標值。需要注意的是，我們可以根據目標公司與可比公司之間的特點進行比較分析，對選取的平均值或中位數進行相應調整。比如，目標公司實力雄厚、技術領先，盈利能力更好，是行業內的龍頭企業，具有較強的競爭優勢，則可以在選取的平均值或中位數的基礎上，相應給予一定的溢價。

第四步 計算目標公司的股票價值

用這個可比指標倍數乘以目標公司相應的財務指標，從而計算出目標公司的股票價值。

13.2 市盈率相對估值法

市盈率的計算公式為：

市盈率=每股價格/每股收益

=股票市值/淨利潤

市盈率用一個公司股票的市场價格除以每股收益計算得出。市盈率對個股、類股及大盤都是很重要的參考指標。不管任何股票，若市盈率大大超出同類股票或是大盤，都需要有充分的理由支持，而這往往意味著該公司的未來盈利將快速增長。一家公司的市盈率非常高，說明投資人普遍相信該公司的未來每股盈餘將快速成長，以致數年後市盈率可降至合理水平。一旦盈利增長不理想，支撐高市盈率的力量無以為繼，股價往往會大幅回落。

市盈率的倒數，其實就是我們用現在的股票價格進行投資可以獲得的年度收益率。假設某公司的每股收益為0.6元，投資者用1 200元購買該公司100股股票，即價格為12元每股，那麼PE倍數為 $12/0.6=20$ （倍）。如果該公司未來每年的盈利保持當前水平，並且以每股收益代表投資該股票的收益，則其永久持有該公司股票收益率為 $1/20 \times 100\% = 5\%$ 。

市盈率法認為股權價值與淨利潤最為相關。在使用該方法估值時，一般先選擇並計算一組可比公司股票的市盈率或中間值，以該市盈率作為估值的倍數（可以根據目標公司和可比公司之間的差別對該市盈率進行調整），並使用下列公式計算：

每股價值=每股收益×市盈率

或者

股權價值=淨利潤×市盈率

比如，我們在2017年3月8日要對大商股份（600694.SH）進行估值，已知其2017年度每股收益為2.9元。我們首先收集整理所有國內百貨商店行業的上市公司市盈率數據，如表13-1所示。

表13-1 百貨商店行業的上市公司2017年3月7日市盈率

单位：亿元

序号	代码	简称	日期	市值	市盈率	营业收入
1	000564.SZ	供销大集	2017/3/7	545.51	2 327.91	87.84
2	600515.SH	海航基础	2017/3/7	468.52	68.96	53.19
3	600682.SH	南京新百	2017/3/7	411.34	106.21	97.51
4	000987.SZ	越秀金控	2017/3/7	315.56	68.63	37.02
5	600701.SH	工大高新	2017/3/7	162.56	212.27	16.51
6	000516.SZ	国际医学	2016/12/2	155.71	59.9	28.09
7	600828.SH	茂业商业	2017/3/7	149.3	32.71	60.95
8	000501.SZ	鄂武商 A	2017/3/7	141.15	14.83	125.27
9	600856.SH	中天能源	2017/3/7	133.62	27.64	21.41
10	002419.SZ	天虹商场	2017/3/7	127.07	24.25	123.57
11	600859.SH	王府井	2016/9/26	126.37	25.44	127.13
12	600694.SH	大商股份	2017/3/7	122.89	18.22	216.14
13	000560.SZ	昆百大 A	2016/9/1	121.7	154.05	13.67

(续)

序号	代码	简称	日期	市值	市盈率	营业收入
14	600729.SH	重庆百货	2017/3/7	113.34	27.07	338.47
15	002277.SZ	友阿股份	2017/3/7	111.77	37.36	62.65
16	000889.SZ	茂业通信	2017/3/7	109.5	51.82	13.02
17	600693.SH	东百集团	2017/3/7	107.16	708	12.2
18	000882.SZ	华联股份	2017/3/7	97.5	86.91	7.69
19	600280.SH	中央商场	2017/3/7	96.57	468.18	45.06
20	601010.SH	文峰股份	2017/3/7	95.54	56.94	48.23
21	600628.SH	新世界	2017/3/7	89.07	156.27	21.76
22	600814.SH	杭州解百	2017/3/7	87.59	45.73	35.97
23	600824.SH	益民集团	2017/3/7	75.47	48.1	22.23
24	000417.SZ	合肥百货	2017/3/7	72.69	26.39	73.57
25	002561.SZ	徐家汇	2017/3/7	70.35	29.13	14.97
26	600723.SH	首商股份	2017/3/7	67.95	21.56	74.03
27	600838.SH	上海九百	2017/3/7	67.79	37.54	0.54
28	600785.SH	新华百货	2017/3/7	59.45	94.43	70.49
29	600891.SH	秋林集团	2017/3/7	58.05	15.24	35.27
30	600712.SH	南宁百货	2017/3/7	57.79	296.08	15.55
31	603123.SH	翠微股份	2017/3/7	56.87	43.75	38.84
32	603101.SH	汇嘉时代	2017/3/7	56.5	57.5	19.13
33	600697.SH	欧亚集团	2017/3/7	54.19	16.53	95.75
34	600858.SH	银座股份	2017/3/7	53.57	201.99	96.46
35	600865.SH	百大集团	2017/3/7	52.34	40.35	6.93
36	002187.SZ	广百股份	2017/3/7	49.34	30.43	48.65
37	000419.SZ	通程控股	2017/3/7	47.89	53.06	27.93
38	600821.SH	津劝业	2017/3/7	47.16	1 332.39	2.05
39	000715.SZ	中兴商业	2017/3/7	43.25	62.19	18.05
40	600857.SH	宁波中百	2017/3/7	39.77	103.11	6.34
41	600774.SH	汉商集团	2017/3/7	38.74	372.56	6.67
42	000593.SZ	大通燃气	2017/3/7	38.19	424.03	3.52
43	600738.SH	兰州民百	2017/3/7	36.96	59.19	10.27
44	000785.SZ	武汉中商	2017/3/7	35.35	-95.75	28.94
45	600778.SH	友好集团	2017/3/7	35.26	-17.67	42.87
46	600306.SH	*ST 商城	2017/3/7	28.98	-19.35	6.95
47	834898.OC	株百股份	2017/3/7	6.27	10.27	9.16
48	430689.OC	摩登百货	2017/3/6	1.04	-110.56	3.82

我們考慮以市值規模和營業收入與大商股份比較接近的公司作為可比公司，從上述48家公司中篩選出如表13-2所示的公司。

表13-2 可比公司數據

單位：億元

序号	代码	简称	日期	市值	市盈率	营业收入
1	600 729.SH	重庆百货	2017/3/7	113.34	27.07	338.47
2	600 859.SH	王府井	2016/9/26	126.37	25.44	127.13
3	000 501.SZ	鄂武商 A	2017/3/7	141.15	14.83	125.27
4	002 419.SZ	天虹商场	2017/3/7	127.07	24.25	123.57

可比公司的市盈率如表所示，計算可比公司市盈率的平均值作為大商股份的市盈率倍數： $(27.07+25.44+14.83+24.25) / 4=22.90$ 。

大商股份的每股價值= $22.90 \times 2.9=66.40$ 元

使用市盈率倍數法估值，需要確定每股價格和每股收益。每股價格比較簡單，我們採用最新的股價數據。但是每股收益中存在著兩個關鍵問題：一是每股收益的口徑；二是每股收益中淨利潤的調整。

(1) 每股收益的口徑

基於不同的考慮可能會採用不同口徑的每股收益，通常包括三種選擇：一是最近一個完整會計年度的每股收益，二是最近12個月 (last twelve months, LTM) 的每股收益，三是預測的年度每股收益。

不管使用哪一種口徑，我們都要保證目標公司和可比公司在計算過程中使用相同的標準。換句話說，如果可比公司的計算指標是採用最近

一個完整會計年度的每股收益，那麼推算目標公司股價時也應採用最近一個完整會計年度的每股收益。

使用前兩種口徑的好處在於每股收益是已知的，很客觀。但質疑歷史數據的觀點認為，股票價格是股票未來價值的體現，從這個角度出發，使用預測的年度每股收益更為合理。這種觀點不無道理，因此在使用歷史數據計算市盈率時，我們應儘可能使用最新公開的信息。使用最近12個月的每股收益的具體方法如下：

某公司在7月15日（會計年度的中間）發佈了半年度報告。這時，合適的歷史數據就不是上一年度的每股收益，而應考慮最新的半年度報告數據，因此就需要進行調整。調整的方法是，用上年的淨利潤扣除上年半年度的淨利潤，再加上本年半年度的淨利潤，就得到從公開數據中可獲知的最近12個月的淨利潤；然後可根據該利潤數據計算相應的最近12個月的每股收益和市盈率。

（2）每股收益計算中淨利潤的調整

目標公司和可比公司之間的利潤構成可能存在著差異。我們對公司進行可比分析時，需要考慮淨利潤的持續性和穩定性，因此最好是對經營活動的可持續經營利潤進行比較。但公司會計上的淨利潤受到金融資產收益、長期股權投資收益以及其他非經營活動的影響，可能不能完全真實地反映公司經營活動的狀況，因此應當將公司淨利潤中的這些因素以及相應產生的稅收影響進行調整。

市盈率倍數法在估值實踐中得到了廣泛的應用，其原因在於：市盈率是將股票價格與公司盈利狀況聯繫在一起的直觀的比率，容易理解，便於計算，使得股票之間的比較變得十分簡單。但是，市盈率法的侷限性也非常明顯：①市盈率倍數法有被誤用的可能性。可比公司本質上是主觀的，同行業公司並不一定可比，因為同行業公司可能在業務組合、風險程度和增長潛力方面存在很大的差異。比如，中國建築、中國鐵建、中國電建和中國交建雖然都是建築施工行業的公司，但是其業務顯然還是存在著較大的差異，因此採用市盈率倍數法簡單比較，有可能會得出錯誤的結論。②當公司的收益或預期收益為負值

時，無法使用該方法。③市盈率倍數法使用短期收益作為參數，無法比較不同長期增長前景的公司。④市盈率倍數法不能區分經營資產創造的利潤和非經營資產創造的收益，降低了公司之間的可比性。

13.3 市淨率相對估值法

市淨率的計算公式：

市淨率=每股價格/每股淨資產=股票市值/淨資產

市淨率反映了股票的市場價值和財報裡的淨資產賬面價值之間的比率關係。市淨率相對估值法的邏輯在於：公司的淨資產越高，則創造價值的能力越強，公司的股價就應該越高。

市場價值通常會與賬面價值有顯著差異，賬面價值往往被看作是市場價值的一個底線。但是，由於資產的質量不同，對於一般工商企業類上市公司採用市淨率來做價值分析，很難得出明確的結論——市淨率到底是低一點好還是高一點好。通常來說，市場價值高於賬面價值時公司資產的質量較好，有發展潛力；反之，則資產質量差，沒有發展前景。優質股票的市場價值都超出每股淨資產許多。市場價值低於每股淨資產的股票，就像售價低於成本的商品一樣，屬於“處理品”。當然，“處理品”也不是沒有購買價值，問題在於該公司今後是否有轉機，或者購入後經過資產重組能否提高獲利能力。

相對於一般工商企業來說，市淨率對於銀行業具有更深刻的意義和更普遍的應用。由於銀行的利潤主要來源於其貸款等生息資產，出於銀行業特殊的公共性質和審慎的考慮，銀行業往往面臨著比其他行業更加嚴格的監管，這使得銀行資產規模的擴張嚴格地受制於其資本的充足水平。此外，銀行的大部分資產和負債為金融資產和金融負債，在計算時已按照市場價值計量。所以，對於銀行來說，其價值和淨資產之間有著比一般行業更加緊密的聯繫。市淨率法是銀行業最常用的估值方法之一。

使用市淨率法估值的步驟與市盈率倍數法類似。我們先選擇一組可比公司，計算其平均市淨率倍數或中間值。為了反映目標公司與可比公司在基本因素方面的差異，我們可能需要對計算出的平均值進行調整，以此作為估值公司的市淨率倍數，然後使用下述公式：

$$\text{每股價值} = \text{每股淨資產} \times \text{市淨率}$$

或者

$$\text{股權價值} = \text{淨資產} \times \text{市淨率}$$

採用市淨率法進行估值存在的缺陷包括：一是可比公司的選擇主觀性比較大，二是忽略了不同公司資產創造收益的能力差異對股權價值的影響。

13.4 市銷率相對估值法

市銷率的計算公式：

$$\text{市銷率} = \text{每股價格} / \text{每股營業收入}$$

$$= \text{股票市值} / \text{營業收入}$$

市銷率反映了股票的市場價值和財報裡的營業收入之間的比率關係。其邏輯在於：公司需要通過營業收入來創造價值，營業收入越高，則創造的價值越多，市場價值越高。

與市盈率、市淨率相比，市銷率的優點在於：首先，市銷率可以適用於所有公司，而市盈率可能由於利潤為負或者市淨率可能由於淨資產為負，出現計算結果為負而毫無意義。因為公司只要還在經營就會有銷售收入，因此市銷率在任何時候都可以使用，甚至對於處在最困難時期的公司也是適用的。其次，市銷率採用營業收入作為分母，不像市盈率和市淨率受到折舊、存貨、資產減值準備等會計政策和會計估計的影響，導致不同公司之間的比較存在口徑上的差異。最後，營業收入比較穩定，估值也相對穩定。

但是，市銷率存在的缺陷也非常明顯，因為公司創造價值的能力不僅取決於營業收入，還取決於成本費用的控制能力，而市銷率直接忽視了後者。在可比公司的成本費用控制能力存在顯著差異的情況下，市銷率相對估值法會高估或者低估公司的價值，甚至因為無法識別目標公司和可比公司成本、毛利率等方面的差別，而得出極其錯誤的評價。

使用市銷率法估值時，我們先選擇一組可比公司，計算其平均市銷率倍數或中間值。為了反映目標公司與可比公司在基本因素方面的差異，我們可能需要對計算出的平均值進行調整，以此作為估值公司的市銷率倍數，然後使用下述公式：

每股價值=每股營業收入×市銷率

或者

股權價值=營業收入×市銷率

13.5 市盈增長比率相對估值法

市盈增長比率的計算公式：

市盈增長比率=市盈率/每股收益的年度增長率

= (每股價格/每股收益) /每股收益的年度增長率

= (股票市值/淨利潤) /淨利潤的年度增長率

公司的價值取決於公司的未來，而市盈率、市淨率和市銷率估值法採用歷史數據，對公司未來的成長性估計不足。因此，市盈增長比率估值法將公司的未來成長納入考慮。

市盈增長比率是吉姆·斯萊特發明的一個股票估值指標，是在市盈率估值的基礎上發展起來的，反映了公司成長性對公司價值的影響。

市盈率的計算詳見前面的論述。每股收益的年度增長率可以是歷史增長率，也可以是未來預測值。歷史增長率的好處是容易得到且容易驗證，但是缺點在於很多公司的歷史增長率並不一定與未來增長率一致，從而容易導致高估或低估。未來預測值則難以得到且從當前時點看無法驗證，具有較強的主觀性。為了減少未來預測值的誤差，在具體計算公司的市盈增長比率時，針對所需的預估值，一般可以取市場的平均預估值，即收集多家機構分析人員對公司未來業績的預測值進行平均或取中值。增長率採用未來預測值時，需要對公司未來至少3年的業績增長情況做出準確的判斷，大大提高了預測的難度。只有當投資者有把握對公司未來3年以上的業績表現做出比較準確的預測時，市盈增長比率的使用效果才會體現出來，否則會起誤導作用。

實踐中，市盈增長比率一般是用公司的市盈率，除以公司未來3~5年的每股收益複合增長率。例如，一隻股票的當前市盈率为20倍，其未來5年的預期每股收益複合增長率為20%，那麼這隻股票的市盈增長比率值就是1。公司的市盈增長比率值等於1，表明市場賦予這隻股票的定價可以充分反映其未來業績的成長性。如果市盈增長比率大於1，則這隻股票的價值就可能被高估，或市場認為該公司的業績成長性會高於市場的預期。對於成長型股票，其市盈增長比率值都會高於1，甚至在2以上。投資者願意給予其高估值，表明該公司未來很有可能會保持業績的快速增長。市盈增長比率小於1，要麼是市場低估這隻股票，要麼是市場認為其業績成長性可能比預期的要差。

使用市盈增長比率估值時，我們先選擇一組可比公司，計算其平均倍數或中間值。為了反映目標公司與可比公司在基本因素方面的差異，我們可能需要對計算出的平均值進行調整，以此作為估值公司的市盈增長比率倍數，然後使用下述公式：

每股價值=每股收益的年度增長率×市盈增長比率×每股收益

或者

股權價值=淨利潤的增長率×市盈增長比率×淨利潤

由於市盈增長比率不像市盈率、市淨率和市銷率那麼簡單直觀，因此普及程度不如後三者。市盈增長比率估值法的缺陷除了前述市盈率的缺陷外，還包括在如何確定每股收益的年度增長率方面存在著比較大的困難。

13.6 相對估值法的總結

相對估值法具有以下優點：運用簡單，易於理解；主觀因素較少，客觀反映市場情況；可以及時反映出資本市場中投資者對公司看法的變化。通常情況下，相對估值法得出的結果可以作為即將上市的公司首次公開發行和已上市公司增發的價格確定的良好參考。

同時，相對估值法也有如下侷限性。

首先是可比公司的選擇問題。世界上沒有兩片完全相同的樹葉。我們只能選擇在行業、主營業務、公司規模、盈利能力、資本結構、市場環境以及風險程度等方面具有相同或相似特徵的可比公司，但是可比公司和目標公司之間會存在著各種各樣的差異。

其次，即使找到了可比公司，也無法解決可比公司的價值是否合理的問題。相對估值法受可比公司的影響比較大，在市場低迷或高漲的時候容易被整體低估或高估。在相對估值法中，我們對A公司進行估值的時候，選取了B公司和C公司作為可比公司；而我們對B公司進行估值的時候，又選擇了A公司和C公司作為可比公司。如此陷入了無休止的循環估值難題，無法回答終極問題：這些公司的絕對價值來自哪裡？是否合理？正因為如此，我們需要絕對估值法來解決這些終極問題。

在股票估值和投資實踐中，我們可以用相對估值法尋找看起來比較廉價的投資標的，但是必須用絕對估值法來最終解決是否值得投資，以及應該用多高的代價進行投資的問題。

第14章 終極方法：絕對估值法

與相對估值法相對應的就是絕對估值法。顧名思義，絕對估值法是直接採用目標公司的相關數據來估算其內在價值的方法。華泰證券2017年3月2日關於白雲機場的研究報告得出：“基於自由現金流折現法，我們估算目標價為17.84元。”該結論就是採用了絕對估值法。絕對估值法通常包括現金股利貼現模型和自由現金流貼現模型。

14.1 絕對估值法的基本原理

絕對估值法認為，價值來源於未來流入的現金流，將這一筆筆的現金流分別以一定的折現率折回現在，再進行加總就得到了相應價值。股票價值體現在它未來能夠給股東帶來的現金流入的多少。

絕對估值法的基本準則是，今天的現金可以投資並會立即帶來利息收入，因此今天的1元現金要比明天的1元現金值錢。未來的現金在今天的價值，被稱為現值；今天的現金在未來的價值，被稱為終值。現值等於未來的現金乘以小於1的貼現因子（如果大於1，那麼今日的1元現金反而比不上明天的1元現金）。

如果我們用 C_1 表示時期1的現金流入，則現值的計算公式如下：

$$\text{現值} = \text{貼現因子} \times C_1$$

貼現因子等於未來收到的1元現金在今天的價值。如果我們用 r 表示資本成本率，或者說預期的收益率，也即是貼現率，則貼現因子計算如下：

$$\text{貼現因子} = \frac{1}{1+r}$$

比如，我們想在12月31日得到100元銀行存款，1年期存款利率（貼現率）為3%，那麼1月1日應該存多少現金到銀行賬戶裡呢？我們可以用上述公式計算現值如下：

$$\text{現值} = \frac{1}{1+3\%} \times 100 = 97.09 \text{ 元}$$

我們在1月1日存入97.09元的現值到銀行賬戶中，利率3%，則12月31日可以得到100元的終值。也就是說，1月1日的97.09元在利率3%的情況下，與12月31日的100元等值。

對於持續經營的公司而言，未來會持續不斷地產生現金流入和現金流出。現金流入和現金流出的差額即是現金淨流入。同理，對於一直持

有股票的股東而言，相當於持續地享有公司的現金淨利潤份額。絕對估值法的基本原理就是，將估值時點之後的未來現金淨流入以合適的貼現率進行貼現，加總得到相應的價值，如圖14-1所示。

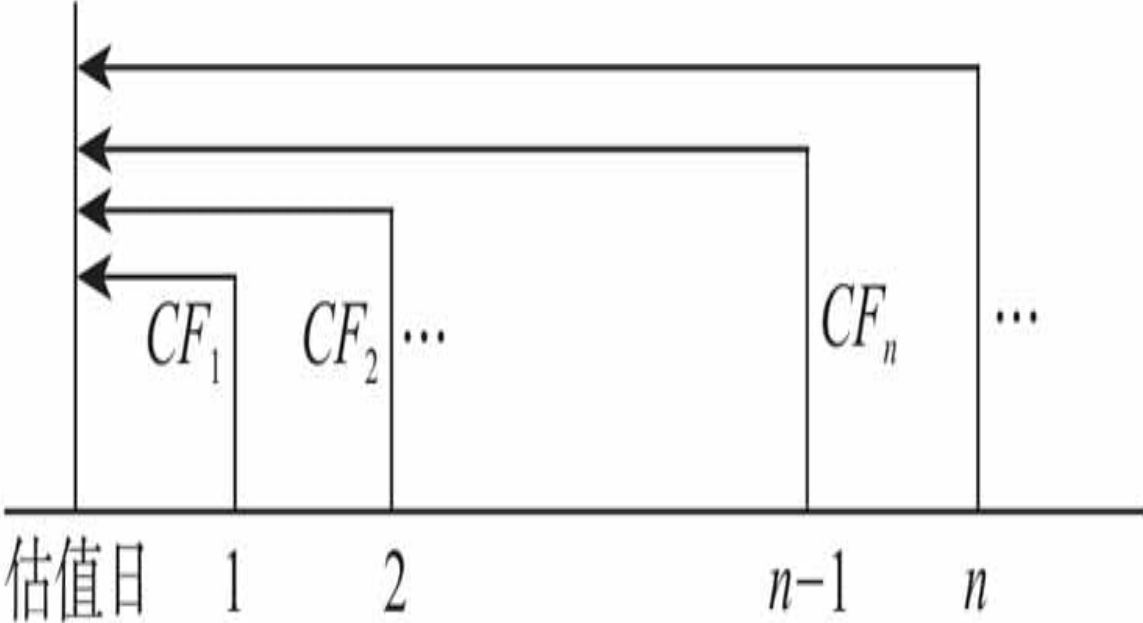


圖14-1 絕對估值法的原理

在絕對估值法下，價值的計算公式為：

$$V = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r_t)^t}$$

其中，V為總價值，t為時期， CF_t 為第t期的現金淨流入， r_t 為第t期的貼現率。在實際應用中，一般用一個貼現率r代表所有時期的折現率，所以上式可以簡化為：

$$V = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

14.2 現金股利貼現模型

股東持有股票獲得現金流量有兩種形式：①現金股利。②出售股票。假設股票A未來一年的現金股利為 DIV_1 ，一年後出售的預期價格為 P_1 ，貼現率（股東的預期收益率）為 r ，該股票現在的價值為 P_0 ，則：

$$P_0 = \frac{DIV_1 + P_1}{1+r}$$

同理，可以計算出 P_1 如下：

$$P_1 = \frac{DIV_2 + P_2}{1+r}$$

所以，我們可以把 P_0 表示為：

$$P_0 = \frac{DIV_1 + P_1}{1+r} = \frac{1}{1+r} \left(DIV_1 + \frac{DIV_2 + P_2}{1+r} \right) = \frac{DIV_1}{1+r} + \frac{DIV_2 + P_2}{(1+r)^2}$$

如果我們按照上述方式繼續把 P_2 進行替換，一直擴展下去，就可以得到現金股利模型的一般公式如下：

$$P_0 = \frac{DIV_1 + P_1}{1+r} = \frac{1}{1+r} \left(DIV_1 + \frac{DIV_2 + P_2}{1+r} \right) = \frac{DIV_1}{1+r} + \frac{DIV_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{DIV_N + P_N}{(1+r)^N}$$
$$= \sum_{t=1}^N \frac{DIV_t}{(1+r)^t} + \frac{P_N}{(1+r)^N}$$

對於持續經營的公司來說，股票沒有到期日，時間段 N 可以無限。當 N 趨向於無窮時，最終股價的現值趨向於零，因此現金股利貼現模型可以表示為：

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1+r)^t}$$

現金股利貼現模型的理論基礎是現值原理：任何資產的價值都等於其預期未來全部現金流的現值總和，只不過它的現金流就是預期的現金股利。

現金股利貼現模型的實質是公司未來的現金股利決定股票當前的價值。該模型假設在永久持有股票的條件下，現金股利是股東投資股票獲得的唯一現金流。因此現金股利是決定股票價值的主要因素，而盈利等其他因素對股票價值的影響，只能通過股利間接地表現出來。

現金股利貼現模型適合於分紅多且穩定的公司，一般為非週期性行業。由於該模型使用的是預期現金股利的貼現價值，因此對於分紅很

少或者股利不穩定的公司、週期性行業均不適用。

現金股利貼現模型面臨的最大挑戰是股利無關論（即著名的MM理論）。美國經濟學家弗蘭科·莫迪利安尼（Franco Modigliani）和財務學家默頓·米勒（Merton Miller）（簡稱莫米）於1961年提出該理論。莫米從不確定性角度提出了股利政策和公司價值不相關理論。這是因為公司的盈利和價值的增加與否完全視其投資政策而定，公司的市場價值與它的資本結構無關，而是取決於公司的平均資本成本及其未來的期望報酬。在公司投資政策給定的條件下，股利政策不會對公司價值產生任何影響。企業的投資決策不受籌資方式的影響，只有在投資報酬大於或等於公司的平均資本成本時，才會進行投資。莫米股利無關論的關鍵是存在一種套利機制，通過這一機制使支付股利與外部籌資這兩項經濟業務所產生的效益與成本正好相互抵消，股東對盈利的留存與股利的發放將沒有偏好，據此得出企業的股利政策與公司價值無關這一著名論斷。

簡言之，是否發放現金股利與公司價值（股票價值）沒有關係。公司在投資報酬大於或等於平均資本成本的時候，應該把現金用於投資，而不是用於發放現金股利。只有在公司有多餘現金，同時又沒有投資機會和發展前景的時候，才考慮以現金股利方式歸還給股東。結合我們在第11章最後關於現金股利和股權價值的分析，在考慮個人所得稅的情況下，現金股利反而有可能會損害股票價值。

舉一個例子，由沃倫·巴菲特創建於1956年的伯克希爾-哈撒韋公司，是一家世界著名的保險和多元化投資集團，總部在美國。該公司主要通過國民保障公司和GEICO以及再保險巨頭通用科隆再保險公司等附屬機構，從事財產/傷亡保險、再保險業務。伯克希爾-哈撒韋公司在珠寶經銷連鎖店Helzberb Diamonds、糖果公司See's Candies, Inc.、從事飛行培訓業務的飛安國際公司、鞋業公司（H.H.Brown and Dexter）等擁有股份，還持有美國運通、可口可樂、吉列等公司的股份。據統計，公司僅在1967年向股東支付了上市後首次也是唯一的一次紅利——每股10美分。巴菲特在2013年致股東的信中指出：“一個盈利的公司可以有不同的方式分配盈餘（互相之間並不排斥）。而公司管理層首先需要檢視對現有業務再投資的可能性，提高效率，開拓市

場，延伸或完善產品線，拓寬使公司領先於競爭對手的護城河。”考慮到不同的投資者可能渴望得到不同程度的股息支付，且股息要被徵稅對長期投資者不利，這些在巴菲特看來，都是分配股息的劣勢所在。巴菲特在早年運作伯克希爾的時候就曾表示，不願給公司股東派息。在1985年致股東的信中，巴菲特表示，只有當伯克希爾-哈撒韋無法從自己的生意模式中為股東提供具有吸引力的回報時，才會考慮派息。伯克希爾-哈撒韋之所以不分紅，是由於它有足夠的能力獲得高於市場的回報並維持利潤。巴菲特表示將大筆現金返還給投資者將是災難。2017年3月8日該公司A股的每股價格為2 68 030美元。

我們可以問一個最簡單的問題：你是願意巴菲特幫助你管理現金，每年獲得20%以上的增值，還是願意巴菲特把現金髮放給你存到銀行，獲取4%甚至更低的存款利息？面對一個長期分紅但股價不漲和一個不分紅但能漲1萬倍的股票，你會選擇哪一個？答案應該不言自明。

現金股利貼現模型在實際應用中存在如下問題：①許多公司不支付現金股利，現金股利貼現模型的應用受到限制。②現金股利支付受公司股利政策的人為因素影響較大。③現金股利相對於公司收益長期明顯滯後。大多數實證研究發現，現金股利貼現模型除了適用於少部分股利政策穩定、股利支付率高的公司外，並不能很好地應用於公司價值評估。現金股利貼現模型對於那些盈利能力強，但實際支付股利一貫較低的公司來說，有低評公司價值的傾向。

14.3 自由現金流貼現模型

由於現金股利貼現模型面臨的挑戰以及實際應用中的侷限性，因此自由現金流貼現模型成為本書的選擇。自由現金流貼現模型的理論基礎依然是現值原理：任何資產的價值都等於其預期未來全部現金流的現值總和，對於公司而言就是自由現金流。

公司自由現金流（free cash flow, FCF）是由公司產生的，可以向公司所有權要求者包括普通股股東、優先股股東和債權人提供的現金流總和。

自由現金流貼現模型的計算公式如下：

$$V = \frac{FCF_1}{(1+WACC)^1} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \dots$$

即

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t}$$

其中，V代表公司價值，t代表第T年， FCF_t 為T年的自由現金流，WACC為公司加權平均資本成本率。

實際中，應用上述公式確定股票的內在價值存在一個困難，即必須預測未來所有時期的自由現金流。這幾乎是不可能的，而且普通股票並沒有固定的生命週期。因此，我們在使用自由現金流貼現模型時通常加上一些假定將模型簡化，從而形成了不同的模型。一般用得比較多的有零增長模型、不變增長模型等不同的表現形式。

(1) 零增長模型

對於一家成熟穩定、沒有增長的公司而言，每年的自由現金流也保持在一個穩定的金額水平，類似於永久年金，比如成熟穩定的公用行業上市公司。此時，自由現金流貼現模型的計算公式為（具體推導過程略，按等比數列求和即可得出結果）：

$$V = \frac{FCF}{WACC}$$

其中，V代表公司價值，FCF為每年的自由現金流，WACC為公司加權平均資本成本率。

如果該類公司的自由現金流全部用於發放現金股利，那麼自由現金流貼現模型得出的結果跟現金股利貼現模型的結果非常接近。

(2) 不變增長模型

有一些成熟的公司，未來的自由現金流以非常緩慢的速度增長。不變增長模型假定未來的自由現金流每年均按不變的增長率增長。這樣自由現金流貼現模型的公式變為（具體推導過程略，按等比數列求和即可得出結果）：

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_0(1+g)^t}{(1+WACC)^t} = FCF_0 \frac{1+g}{WACC-g} = \frac{FCF_1}{WACC-g}$$

其中， FCF_0 代表第0年的自由現金流， FCF_1 為第一年的自由現金流， g 為自由現金流每年的增長率，WACC為公司加權平均資本成本率。

(3) 兩階段模型

兩階段模型是自由現金流貼現模型中較為常見的類型。該模型把時間分為兩個階段。第一個階段被稱為詳細預測期，通常為3~5年。此期間通過對公司的收入與成本、資產和資本等項目的詳細預測，得出每一時間段的現金流。第二階段被稱為終值期，此期間現金流的現值之和的價值被稱為終值。因此，自由現金流貼現模型的計算公式為（具體推導過程略，按等比數列求和即可得出結果）：

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{TV}{(1+WACC)^n}$$

在實踐中，對於成長型的公司而言，我們通常可以在第一階段給予較高的增長率。但是，維持高增長對於任何公司來說都非常困難，因此我們在第二階段給予較低的增長率假設。假設公司的詳細預測期為n期，最後一期的自由現金流為 FCF_n ，此後第二階段的現金流以一個不變的較低增長率g永續增長，公司加權平均資本成本率為WACC，則：

$$TV = \frac{FCF_n(1+g)}{(1+WACC)^1} + \frac{FCF_n(1+g)^2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{FCF_1(1+WACC)^1}{(1+WACC)^1} + \dots$$

一般情況下，投資者的預期回報WACC至少要高於總體的經濟增長率，因此不變增長率g通常小於WACC。如果g永遠高於WACC，潛在的含義是很長時間以後，公司的規模將超過總體經濟規模，這顯然不可能。通過等比數列求和可以得出：

$$TV = \frac{FCF_n(1+g)}{WACC-g}$$

此時，

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{FCF_n(1+g)}{(WACC-g)(1+WACC)^n}$$

在實際應用中，有時候會對詳細預測期進行簡化，直接對第一階段採用一個較高的增長率 g_1 來替代大量的預測分析，第二階段則採用一個較低的增長率 g_2 。此時兩階段模型的公式為：

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_0(1+g_1)^i}{(1+WACC)^i} + \frac{FCF_n(1+g_2)}{(WACC-g_2)(1+WACC)^n}$$

(4) 三階段模型

三階段模型假設所有的公司都經歷三個階段：成長階段、過渡階段和穩定階段。三個階段的增長率由高到低，成長階段最高，過渡階段逐步下降，穩定階段保持較低增長率的不變增長。三階段模型的公式如下：

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_0(1+g_1)^i}{(1+WACC)^i} + \sum_{i=n+1}^m \frac{FCF_0(1+g_2)^i}{(1+WACC)^i} + \frac{FCF_{n+m}(1+g_3)}{(WACC-g_3)(1+WACC)^{n+m}}$$

其中， V 為公司價值， FCF_0 為估值日的起始自由現金流， n 為成長階段的期限， m 為過渡階段的期限， g_1 為成長階段的增長率， g_2 為過渡階段的增長率， g_3 為穩定階段的增長率， $WACC$ 為公司加權平均資本成本率。

第15章 運用自由現金流貼現模型進行股票估值

本章我們將運用第14章的模型來進行股票估值，主要解決如下問題：公司價值與股票估值的關係、自由現金流的界定和計算、未來增長率的分析，以及如何計算加權平均資本成本率，最後計算出公司股權價值以及每股價值。

15.1 公司價值與股票估值

讓我們回憶一下財報分析中資產資本表的等式：

資產=資本

其中：

資產=金融資產+長期股權投資+經營資產

資本=股權資本+債權資本

根據上述公式，我們可以得出：

公司價值=資產價值=金融資產價值+長期股權投資價值+經營資產價值

=資本價值=股權價值+債務價值

因此：

股權價值=公司價值-債務價值

在股票估值中，我們採用賬面價值作為債務價值的現值（債務就是公司欠債權人的金額，如果今天要償還債務，那麼就必須按財報上的賬面價值金額計量）。我們要著重考慮如何估算公司價值的問題。

由於：

公司價值=資產價值=金融資產價值+長期股權投資價值+經營資產價值

因此，我們需要考慮如何估算金融資產、長期股權投資和經營資產的價值。

我們對金融資產採用公允價值或者攤餘成本進行計量，也就是說，財報中的金額反映了金融資產在估值日的價值。因此，我們直接以財報中的金額作為金融資產的價值。公司持有金融資產是為了儲備一定的現金，以滿足公司未來投資活動和經營活動的需求。因此，我們假設公司會把金融資產用於回報更高的經營資產。當一家公司持有大量的金融資產，卻沒有明確的未來發展規劃的時候，需要引起我們的注意：低收益率的金融資產無法滿足投資者的預期回報，並且很可能在未來存在著貶值的風險。但是，就估值日來說，以財報金額作為金融資產的價值依然是最合理的選擇。

在現有會計準則體系下，合併財報中的長期股權投資包括聯營企業和合營企業的股權投資，並且採用權益法進行核算。對於長期股權投資金額不大的公司來說，我們花費非常多的時間和精力對其價值進行估算，顯然得不償失。一般情況下，我們根據在財報分析中得到的長期股權投資收益率，對其價值進行一個粗略的估算：當長期股權投資收益率等於貼現率的時候，以財報賬面價值作為長期股權投資價值；當長期股權投資收益率低於貼現率，甚至為負數的時候，以財報賬面價值打一定的折扣作為長期股權投資價值；當長期股權投資收益率遠遠高於貼現率的時候，以財報賬面價值乘以一定的溢價率作為長期股權投資價值。對於長期股權投資很多、金額很大的公司來說，就長期股權投資本身進行價值估算得不出有意義的結論。我們需要對被投資公司的價值進行估算後，按照持有的股權比例得出長期股權投資的價值。而被投資公司的價值估算和我們在此討論的公司價值估算原理相同，毋庸贅述。

對於大多數公司來說，經營資產金額巨大，其主要目的就是通過經營活動獲得未來的現金流入。因此，我們需要採用現金流貼現模型來估算經營資產的價值。經營資產價值的估算成為股票估值的重點和核心。

我們得到上述三類資產的價值之後，將其加總即可得到公司價值和股權價值。

公司價值=金融資產賬面價值+長期股權投資價值+經營資產自由現金流現值

15.2 經營資產自由現金流的界定

15.2.1 自由現金流的淵源及各類計算方法

自由現金流作為一種企業價值評估的新概念、理論、方法和體系，最早由美國西北大學拉巴波特（Alfred Rappaport）、哈佛大學詹森（Michael Jensen）等學者於20世紀80年代提出。經歷20多年的發展，特別在以美國安然、世通等為代表的之前在財務報告中利潤指標完美無瑕的所謂績優公司紛紛破產後，其已成為企業價值評估領域使用最廣泛、理論最健全的指標，美國證監會更是要求公司年報中必須披露這一指標。

簡單地講，自由現金流量就是企業產生的在滿足了再投資需要之後剩餘的現金流量。這部分現金流量是在不影響公司持續發展的前提下，可供分配給企業資本供應者的最大現金額。

為自由現金流量概念的提出開思想先河的是美國學者莫迪利安尼和米勒。他們在1958年提出的關於資本結構的MM理論重新詮釋了企業的目標是價值最大化，並非新古典經濟學所述的“利潤最大化”。他們在1961年還首次闡述了公司價值和其他資產價值一樣也取決於其未來產生的現金流量的思想，並通過建立米勒-莫迪利安尼公司實體價值評估公式，對公司整體價值（business valuation）進行評估。受益於他們

的思想，西北大學的拉巴波特教授（1986）構建了拉巴波特價值評估模型（Rappaport model），並通過創辦ALCAR公司將其價值評估理論付諸實際應用。在其模型中，拉巴波特確立了五個決定公司價值的重要價值驅動因素，包括銷售和銷售增長率、邊際營業利潤、新增固定資產投資、新增營運資本、資本成本，並通過這些價值驅動因素對公司現金流入和流出進行預測。現金流入來自企業的經營，是稅後現金流量。但是在支付融資借款利息之前（即不扣減利息費用），現金流出是因為增加了固定資產和營運資本投資。扣除現金流出後的稅後現金流量淨值被稱為公司自由現金流量，然後通過對未來自由現金流量貼現得出目標公司價值。

詹森教授（1986）則提出了自由現金流量理論（free cash flow theory），用來研究公司代理成本（agency cost）的問題。在其理論中，自由現金流量被定義為企業“滿足所有以相關的資金成本折現的淨現值為正的項目所需的資金後剩餘的現金流量”。

科普蘭（Tom Copeland）教授（1990）（麥肯錫公司的資深領導人之一）更是比較詳盡地闡述了自由現金流量的計算方法：“自由現金流量等於企業的稅後淨營業利潤（即將公司不包括利息收支的營業利潤，扣除實付所得稅稅金之後的數額），加上折舊及攤銷等非現金支出，再減去營運資本的追加和物業廠房設備及其他資產方面的投資。它是公司所產生的稅後現金流量總額，可以提供給公司資本的所有供應者，包括債權人和股東。”

自由現金流量 = (稅後淨營業利潤 + 折舊及攤銷) - (資本支出 + 營運資本增加)

康奈爾（Bradford Cornell）教授（1993）（美國FinEcon諮詢公司的創立者兼總裁）對自由現金流量的定義與之類似：“投資者的利益（自由現金流量）是由公司所創造的現金流入量減去公司所有的支出，包括在工廠、設備以及營運資本上的投資等，所形成的淨現金流量。這些現金流量是可以分配給投資者的。”

自由現金流量= (營業利潤+股利收入+利息收入) × (1-所得稅率)
+遞延所得稅增加+折舊-資本支出-營運資本增加

達莫達蘭 (Aswath Damodaran) 教授 (1996) 對自由現金流量的定義也是參照了科普蘭的觀點。

自由現金流量=息稅前利潤× (1-所得稅率) +折舊-資本支出-營運資本增加

達莫達蘭教授還提出了股權自由現金流量的概念：股權資本自由現金流量就是在扣除經營費用、本息償還和為保持預定現金流量增長率所需的資本支出、增加的營運資本支出之後的現金流量。而自由現金流量是公司所有權利要求者，包括普通股股東、優先股股東（享有股東權益和債權人權益的一種折中形式）和債權人的現金流量總和。

股權自由現金流量= (營業利潤+股利收入+利息收入-利息支出) × (1-所得稅率) +遞延所得稅增加+折舊-資本支出-營運資本增加-優先股股利+新發行債務-償還本金

=經營活動現金淨流量-資本支出-優先股股利+新發行債務-償還本金自由現金流量

=股權自由現金流量+債權自由現金流量

漢克爾 (K.S.Hackel, 1996) (系統金融管理公司Systematic Financial Management, L.P.的創始人兼總裁) 則提出自由現金流量等於經營活動現金淨流量減資本支出，再加上資本支出和其他支出中的隨意

(discretionary) 支出部分。因為這些隨意支出可節省下來，卻不會影響公司的未來增長。他認為只要不是為了維持企業持續經營的現金支出都應加回到自由現金流量中；公司可以在不影響持續經營的情況下避免這些支出，而若公司沒有進行這些支出，公司的自由現金流量會得以增加。這一定義更多地考慮到了公司管理當局可能存在“濫用自由現金流量”的問題。

綜上所述，不同的學者對自由現金流量的理解不盡相同。但他們解釋自由現金流量的共同之處是，在不危及公司生存與發展的前提下可供分配給股東和債權人的最大現金額。當前教科書或者市場上運用比較普遍的是科普蘭教授的定義和計算公式。

15.2.2 本書的經營資產自由現金流

公司的資本來源有兩部分：股權資本和債務資本。兩類資本雖然來源有別，但在企業生產經營中發揮的作用是相同的。公司所產生的現金流量在扣除對庫存、廠房設備等資產所需的投入及繳納稅金後，其餘額應屬於股東和債權人，因此經營資產自由現金流應當是在支付利息之前。在支付利息之後的經營資產自由現金流歸股東所有，故稱為股權自由現金流。

科普蘭教授的自由現金流計算公式應用得比較普遍，我們以此為基礎來進行分析。該公式如下：

$$\text{自由現金流量} = (\text{稅後淨營業利潤} + \text{折舊及攤銷}) - (\text{資本支出} + \text{營運資本增加})$$
$$= \text{息稅前利潤} \times (1 - \text{所得稅率}) + \text{折舊及攤銷} - (\text{資本支出} + \text{營運資本增加})$$

上述公式存在的問題有以下三點。

一是隻對摺舊及攤銷進行了調整。因為折舊及攤銷在計算利潤時進行了扣除，但是折舊及攤銷無須支付現金，所以在計算過程中需要加回折舊及攤銷。但僅僅調整折舊及攤銷不夠全面，因為在計算利潤的過程中還有很多無須支付現金的項目，比如資產減值準備、資產處置損失、遞延所得稅資產和遞延所得稅負債等。在折舊及攤銷之外，我們還需要調整加回其他非現金成本費用。

二是息稅前利潤的問題。息稅前利潤包含偶然的、一次性的利潤，比如出售子公司、長期投資股權及其他長期資產的利潤。

三是資本支出的問題。我們在前面關於戰略投資活動現金流量的分析中有幾個指標：

長期資產淨投資額=購建長期資產支付的現金-處置長期資產收回的現金

長期資產新投資額=長期資產淨投資額-報廢或到期退役的長期資產淨額

淨合併額=取得子公司支付的現金-處置子公司收回的現金

也就是說，資本支出包括兩部分：一部分是維持原有經營規模的資本支出，另一部分是擴張經營規模的資本支出。按照全部資本性支出這個口徑計算，在企業成長期或者擴張期，計算自由現金流的結果往往是錯誤的。因為在這個階段企業的資本性支出會非常多，導致公司自由現金流為負數，得出公司價值為負數的錯誤判斷，從而錯殺很多實際上很有前途的公司。因此，我們認為應當將資本支出調整為保全性資本支出更為合理。只要所有擴張性資本支出的內含報酬率高於資本成本率，擴張性資本支出對於股東價值就是正效應而非負效應。

為什麼要調整為保全性資本支出呢？我們假設有一家蘋果樹公司，T0時期有2 000棵蘋果樹。這些蘋果樹是T0之前平均每年100棵種下的，樹齡為20年後需要更新，也就是說，為了維持規模不變，從T1開始需要每年替換100棵新的蘋果樹。蘋果樹每年創造的價值是1/10棵蘋果樹（暫不考慮栽培所需的時間，不影響分析結果），比如T0的2 000棵蘋果樹在T1可以創造出200棵新蘋果樹的價值。蘋果樹公司考慮到效益良好，從T1到T8開始每年種植400棵新的蘋果樹。我們以蘋果樹作為現金的計量單位，來看看具體現金流的情況，如表15-1所示。

表15-1 蘋果樹公司的自由現金流

单位：苹果树

项目	0	1	2	3	4	5	6	7	8
已有苹果树	2 000	2 300	2 600	2 900	3 200	3 500	3 800	4 100	4 400
资本支出		-400	-400	-400	-400	-400	-400	-400	-400
其中：保全性资本支出		-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100	-100
扩张性资本支出		-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300
经营活动产生的现金流量净额		200	230	260	290	320	350	380	410
一般定义的自由现金流		-200	-160	-120	-80	-40	0	40	80
本书的自由现金流		100	130	160	190	220	250	280	310
现金缺口		-200	-170	-140	-110	-80	-50	-20	10
债务融资	0	200	370	510	620	700	750	770	760
股权资本	2 000	2 100	2 230	2 390	2 580	2 800	3 050	3 330	3 640
资本总额	2 000	2 300	2 600	2 900	3 200	3 500	3 800	4 100	4 400

從上表可以看出，按照一般定義的自由現金流要低於本書的自由現金流。按照一般定義的自由現金流，蘋果樹公司的自由現金流前期都是負數，後期的金額也不高，因此價值不大，沒有什麼前途；按照本書的自由現金流，可以看出蘋果樹公司是一家不斷發展的好公司。我們以T1為例，在這一年資本支出400棵蘋果樹，其中100棵是因為以前年度的蘋果樹報廢了需要更新的。換句話說，如果我們在T1只種植100棵蘋果樹，公司規模沒有增加；現在另外增加了300棵新的蘋果樹。種植400棵蘋果樹的現金來源於：我們通過蘋果樹公司賺取了200棵蘋果樹（經營活動產生的現金流量淨額），再從外部借入200棵蘋果樹（債務

融資)。現在我們一共有2 300棵蘋果樹。但是T1一般定義的自由現金流為-200棵蘋果樹，我們認為這是不合理的。如果我們保持2 000棵蘋果樹的規模，那麼可以自由分配的現金為100棵蘋果樹，現在沒有分配是因為公司的蘋果樹增加了。所以，真實地反映蘋果樹公司創造的價值的經營資產自由現金流應該為：經營活動現金流量產生的淨額-保全性資本支出。

我們可以再試想一下這種情形：一家處於成長期的公司沒有負債，初始股東投入為1 000萬元，每年通過經營活動產生的現金流量淨額為200萬元（其中包含長期資產折舊攤銷50萬元）。由於業務發展需要，該公司連續20年都把這200萬元淨額用於擴大再生產（扣除折舊攤銷後的淨投入為3 000萬元）。如果按照全部資本性支出口徑來計算自由現金流，則自由現金流在這20年當中全部為零，非常不理想。但是，我們只要稍微思考一下就知道，這家公司的價值已經發生了巨大的增值：期初股東權益賬面價值為1 000萬元，20年後的股東權益賬面價值已經達到4 000萬元。而在這20年裡，我們無法通過自由現金流體現出該公司的價值，這是非常荒謬的。

根據上述分析，我們認為，經營資產自由現金流應該是基於經營活動創造的可持續性現金流。在分析中，我們要時刻牢記經營資產自由現金流的本原意思是：公司通過經營活動賺取的可以自由支配的現金。

結合我們在前面分析的經營活動現金流量的五種狀態，上市公司通過經營活動收回的現金並不都是可以隨便花的現金，首先要做的事情就是經營規模和能力保全（變舊的固定資產換成新的，到期的無形資產換成新的）。如果不進行經營規模保全，這個公司的經營規模和能力就越來越小，到最後這個公司就沒有了。所以，經營活動現金流量淨額首先要高於一個公司的折舊攤銷金額。折舊攤銷在財務上的含義就是，提取出來以後用來彌補一家公司經營規模和能力的損耗。我們的計算口徑就是：

經營資產自由現金流量 = (稅後淨營業利潤 + 折舊及攤銷) - (保全性資本支出 + 營運資本增加)

=息稅前利潤×(1-所得稅稅率)+折舊及攤銷+其他非現金支出-(保全性資本支出+營運資本增加)

按照前面經營活動現金流量編制的間接法可以得出：

息稅前利潤×(1-所得稅稅率)+折舊及攤銷+其他非現金支出-營運資本增加

=經營活動產生的現金流量淨額

因此：

經營資產自由現金流=公司維持原有生產經營規模前提下的增量現金流入

=經營活動現金流量淨額-保全性資本支出

由於從財報中很難得到保全性資本支出的金額，我們通常用長期資產的折舊攤銷來做近似替代。因此：

$$\begin{array}{r} \text{公司} \\ \text{自由現金流} \end{array} = \begin{array}{r} \text{經營活動現金} \\ \text{流量淨額} \end{array} - \begin{array}{r} \text{固定資產} \\ \text{折舊} \end{array} - \begin{array}{r} \text{無形資產和長期} \\ \text{待攤費用攤銷} \end{array} - \begin{array}{r} \text{處置長期} \\ \text{資產的損失} \end{array}$$

以萬華化學2015年12月31日的財報數字為例，可以計算得出：

萬華化學的經營資產自由現金流=經營活動產生的現金流量淨額460 239.37萬元-資產折舊147 283.57萬元-資產攤銷7 317.79萬元-長期資產處置損失16 002.01萬元

=289 636.00萬元

不同公司的自由現金流計算是有差異的。並非所有的公司都要按照這個公式和口徑來計算，要看不同的公司做不同的調整。因此，我們說估值不是一門科學，而是藝術。比如，對於上海機場、深圳機場、白

雲機場等機場類公司，一旦建好機場，每年就計提很多折舊和攤銷。但是這些折舊和攤銷中的大部分並不需要再次投入替換新資產，而只需投入遠低於折舊攤銷的金額即可保全機場的經營規模和能力，在這種情況下，需要對保全性資本支出進行計算調整。

$$\begin{array}{rcccl} \text{机场类公司的} & \text{经营活动现金} & \text{经过计算得出的} & & \\ & = & - & & \\ \text{自由现金流} & & \text{流量净额} & - & \text{保全性资本性支出} \end{array}$$

經營資產自由現金流的用途：首先支付債務利息，只要能及時支付債務利息，債務本金就可以長期使用；接著，在內含報酬率符合預期的情況下，投資新項目，用於擴張性資本性支出；最後，如果還有剩餘，則給股東進行現金分紅。我們通常也可以計算股權自由現金流。

股權經營資產自由現金流=經營資產自由現金流-利息支出

以萬華化學為例，計算如下：

萬華化學的股權經營資產自由現金流=公司自由現金流289 636.00萬元-107 545.53萬元

=182 090.47萬元

計算股票內在價值有兩種計算方法。一種是：

$$\begin{array}{rcccl} \text{公司} & \text{金融资产} & \text{长期股权} & \text{未来预期经营资产} & \\ \text{股票价值} & = & \text{公允价值} & + & \text{投资价值} & + & \text{自由现金流贴现值} & - & \text{公司债务} \end{array}$$

另一種是：

$$\begin{array}{ccccccc} \text{公司} & & \text{金融資產} & \text{長期股權} & \text{未來預期股權經營資產} & & \\ \text{股票價值} & = & \text{公允價值} & + & \text{投資價值} & + & \text{自由現金流貼現值} \end{array}$$

上述兩種計算方法得出的結果是基本一致的。

在計算自由現金流的時候，大家還需要注意一個問題：有些公司的經營活動現金流量淨額在有些年份不是由於公司的經營活動引起的，而是公司短時期內非正常地大量佔用了上游供應商和下游經銷商的資金導致的，這個時候我們要特別注意經營活動現金流量的未來可持續問題。因此，大家一定要把分析的時間窗口拉長到多個年份。

15.3 經營資產自由現金流貼現模型的應用

15.3.1 模型及應用的兩個步驟

我們在第14章介紹了自由現金流貼現模型，該模型可以運用到經營資產價值現值的計算中，其原理是相同的。

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t}$$

其中， V 為經營資產價值， FCF_t 為 t 年的經營資產自由現金流， $WACC$ 為公司加權平均資本成本率。

根據上式，經營資產自由現金流貼現模型的應用包括兩個步驟。

第一步：預測未來的經營資產自由現金流。 準確估計經營資產的未來現金流相當困難。

首先，我們要根據“現金—……—更多的現金”這一循環過程，對公司的歷史財報數據進行分析，包括歷史上投資活動的淨現值和內含報酬率，籌資活動的加權平均資本成本率、資本結構、資本期限、籌資順序、籌資時機，體現資產配置能力的資產結構合理程度，體現資產帶來收入能力的週轉率是否穩定，收入、成本費用、毛利和經營利潤的增長程度，毛利率、費用率的多少以及是否穩定，收入和經營利潤是否能夠轉化為經營活動產生的現金流量，銷售商品、提供勞務收到的現金，經營活動現金流量淨額的增長程度，以及自由現金流的多少和增長程度。雖然未來並不一定是歷史的簡單重複，但歷史數據至少給我們提供一些未來分析的假設基礎。

然後，我們要對公司進行未來情形的判斷和預測，包括公司所處行業的分析、公司戰略以及業務可持續的分析、公司管理層因素的分析。

第二步：估計加權平均資本成本率。 通過對公司歷史資本結構的分析以及未來的預測，預計公司的債務資金成本率和股權資金成本率，估算加權平均資本成本率。

15.3.2 歷史數據的分析

公司歷史數據的分析包括長期資產投資和併購活動、資本結構、收入及經營利潤增長率、資產利用率、費用率和經營利潤率、稅率、經營活動產生的現金流量、自由現金流。

1.以萬華化學為例

我們以萬華化學為例，對該公司的歷史數據分析，首先如表15-2所示。

在表15-2中，長期資產淨投資額、擴張性資本支出的數據來自我們在財報分析中投資活動現金流量分析的結果（見表6-2）。從表15-2中，我們可以看出，萬華化學一直以比較高的比例在進行擴張性資本支出。擴張性資本支出可以保證公司未來的增長，因此從歷史數據來看，萬華化學是一家成長中的公司。從歷史情況來看，萬華化學很少

通過併購活動來進行擴張，而是以自身規模擴張為主。自身規模擴張的好處在於比較穩健，擴張決策可以較好地以高於加權平均資本成本率的標準來進行衡量和取捨。

從表15-3中，我們可以看到萬華化學的資本結構，由於連續幾年的擴張，有息債務率在逐漸上升。但是，結合公司最近的投資和籌資規劃以及最早的歷史數據（2006~2010年），我們可以預計公司未來的資本結構中有息債務率會逐步下降。

從表15-4中可以看到，萬華化學的營業總收入在多數年份保持較高的增長，個別年份有所下滑，從2006年的49億元增長到目前的200億元左右，在這一段期間內表現出非常好的增長趨勢，複合增長率為16%左右；公司的毛利率穩定保持在一個較高的水平上面，基本為30%以上；公司的稅後經營利潤率有波動，但所有年份都在10%以上。

從表15-5中可以看出，萬華化學的營運資本管理效率在提升，營運資本週轉率不斷提高，營運資本需求佔營業收入的比例下降，但是營運資本管理效率改進到一定程度後，應該很難再進一步挖掘潛力。萬華化學的長期經營資產週轉率、固定資產週轉率和投入資本週轉率逐年下降，這與公司不斷擴張規模有關，隨著公司的在建工程投產，預計公司的上述比率在未來應該會逐步提高。

表15-2 萬華化學長期資產投資和併購活動分析

单位：万元

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31
长期资产净投资额	509 702.87	904 965.24	676 604.10	392 840.02	289 590.56	128 997.74	173 760.20	100 856.61	52 993.15	46 464.45
长期资产扩张性资本支出	339 099.50	783 808.70	585 940.26	300 760.97	220 618.69	96 925.90	144 328.99	74 095.14	28 963.08	25 878.29
净合并额	0.00	7 297.91	0.00	0.00	0.00	9 754.86	0.00	0.00	-1 304.99	0.00
资本支出总额	509 702.87	912 263.15	676 604.10	392 840.02	289 590.56	138 752.60	173 760.20	100 856.61	51 688.16	46 464.45
扩张性资本支出	339 099.50	791 106.61	585 940.26	300 760.97	220 618.69	106 680.76	144 328.99	74 095.14	27 658.09	25 878.29
扩张性资本支出占原长期资产总额的比例	9.34%	25.10%	25.91%	21.50%	22.89%	13.47%	25.33%	19.30%	7.91%	7.59%

表15-3 萬華化學歷史資本結構分析

单位：万元

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31
短期债务	1,222,590.89	708,951.64	510,060.82	485,274.83	433,104.51	258,440.48	225,457.65	127,504.80	152,086.14	75,577.28
长期债务	1,342,429.52	1,484,292.67	889,759.97	445,057.29	242,368.55	203,376.26	63,283.57	42,601.30	58,281.36	85,542.42
有息债务	2,565,020.41	2,193,244.31	1,399,820.79	930,332.12	675,473.06	461,816.74	288,741.22	170,106.10	210,367.50	161,119.70
有息债务率	63.38%	62.28%	54.30%	48.59%	45.12%	39.23%	33.14%	23.79%	32.16%	35.71%
所有者权益	1,482,323.44	1,328,567.57	1,178,095.55	984,281.01	821,562.41	715,521.93	582,511.83	544,941.42	443,847.68	290,127.60

表15-4 萬華化學營業收入週轉率、毛利率、費用率和經營利潤率分析

单位：万元

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31
营业总收入	1 949 238.29	2 208 836.85	2 023 797.32	1 594 212.65	1 366 230.73	942 977.69	649 291.97	770 439.30	780 358.36	494 633.07
营业总收入增长率	-11.75%	9.14%	26.95%	16.69%	44.88%	45.23%	-15.72%	-1.27%	57.77%	
毛利	587 241.75	681 872.88	665 502.40	556 025.70	417 364.25	238 826.70	188 615.38	241 019.62	315 187.97	176 862.11
毛利率	30.13%	30.87%	32.88%	34.88%	30.55%	25.33%	29.05%	31.28%	40.39%	35.76%
总费用率	11.41%	9.81%	10.42%	10.22%	9.51%	8.87%	10.97%	9.21%	11.04%	9.44%
税后经营利润	241 194.56	281 898.49	342 338.35	279 461.82	215 589.71	139 741.41	115 137.84	156 647.24	109 834.20	69 403.15
税后经营利润率	12.37%	12.76%	16.92%	17.53%	15.78%	14.82%	17.73%	20.33%	14.07%	14.03%

表15-5 萬華化學歷史資產利用效率分析

項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31
營運資本周轉率	10.27	8.61	10.18	4.39	3.78	3.46	4.11	4.17	4.93	6.57
營運資本需求占營業收入的比例	9.74%	11.61%	9.82%	22.79%	26.42%	28.87%	24.34%	23.99%	20.29%	15.21%
現金周期	4.01	17.22	24.06	94.72	141.27	111.47	116.23	131.58	129.86	92.43
長期營運資產周轉率	0.54	0.70	0.89	1.14	1.42	1.19	1.14	2.01	2.23	1.45
固定資產周轉率	0.97	1.45	2.36	2.17	1.98	1.36	2.05	2.36	2.46	1.60
投入資本周轉率	0.52	0.72	0.90	0.93	1.01	0.92	0.82	1.13	1.41	1.10

稅金構成了公司未來自由現金流的抵減項目，因此稅率的變動將影響公司的價值。從表15-6來看，萬華化學歷史最低實際所得稅稅率為10.84%，但是2014年和2015年在23%左右。歷史上曾經的較低所得稅稅率與公司被認定為高新技術企業享受稅率優惠有關。從2014年和2015年看，萬華化學在未來可能不再享受所得稅稅率優惠政策，因此未來需要按照25%左右的所得稅稅率來進行自由現金流的估算。

從表15-7看，萬華化學在2006~2015年銷售商品、提供勞務收到的現金從53億元增長到259億元，經營活動產生的現金流量淨額從9億元增長到46億元，經營資產自由現金流從7億元增長到30億元。當然，萬華化學的經營活動產生的現金流量淨額和經營資產現金流表現出比較大的波動，說明萬華化學的現金流受各種因素的影響比較大。比較好的跡象在於萬華化學在這10年中的經營資產現金流都遠遠大於零，說明

公司在完成保全性資本支出後，每年為公司股東和債權人創造了價值。

綜上分析，萬華化學歷史上在費用率、毛利率、經營利潤率等方面表現出良好的經營穩定性，在營業收入、經營活動產生的現金流量和經營資產自由現金流等方面表現出良好的增長性，在營運資本週轉率方面表現出良好的管理效率，在長期資產使用效率方面還有待未來提高，在資本結構方面需要適度降低有息債務率。

2.以中國石化為例

我們再以中國石化為例，對該公司的歷史數據分析，首先如表15-8所示。

從表15-8中我們可以看出，中國石化前期的擴張性資本支出比例比較高，後期擴張性資本支出的比例有所下降，到2015年只有0.52%。我們認為這可能與石化能源在未來能源結構中的地位可能會下降有關。從歷史情況來看，中國石化在2006年和2007年進行了較大規模的併購，後期比較少，總體而言還是以自身規模擴張為主。

從表15-9中，我們可以看到中國石化的資本結構中，有息債務率維持在30%左右。由於公司擴張性資本支出的比例下降，因此我們可以預計公司未來的資本結構中有息債務率會逐步下降。

從表15-10中可以看到，中國石化前期的營業總收入增長較快，但從2011年開始進入增長瓶頸期，此後幾無增長；公司的毛利率忽高忽低，體現了石油價格的週期性波動特徵；公司的稅後經營利潤率總體呈現下降走勢，後期又有所提高。

從表15-11中可以看出，中國石化的營運資本管理效率在提升，營運資本需求佔營業收入的比例下降，但是營運資本管理效率改進到一定程度後，應該很難再進一步挖掘潛力。中國石化的長期經營資產週轉率、固定資產週轉率和投入資本週轉率有波動，但相對穩定。

表15-6 萬華化學的稅率分析

期	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31
經營活動現金流	22.7%	22.7%	14.0%	15.3%	15.3%	10.8%	11.3%	13.2%	31.6%	27.0%

表15-7 萬華化學歷史經營活動現金流和經營資產自由現金流分析

单位：万元

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31
销售商品、提供劳务收到的现金	2,598,190.07	2,978,090.31	2,543,471.05	1,868,501.38	1,591,884.51	1,043,741.66	795,996.56	952,717.81	879,185.51	537,794.64
经营活动产生的现金流量净额	460,239.37	402,051.49	386,926.30	380,617.87	201,243.34	41,335.84	145,437.80	200,020.45	128,237.71	93,234.81
经营资产自由现金流	305,638.01	303,175.20	299,206.20	305,521.00	133,658.47	9,274.13	116,510.39	174,261.66	104,780.80	72,659.24
自由现金流增长率	0.81%	1.33%	-2.07%	128.58%	1.341.20%	-92.04%	-33.14%	66.31%	44.21%	

表15-8 中國石化長期資產投資和併購活動分析

单位：万元

项目	2016-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31
长期资产净投资额	10 220 300.00	12 336 100.00	15 339 600.00	15 782 300.00	14 159 700.00	9 856 600.00	11 337 100.00	10 797 300.00	11 019 200.00	7 701 700.00
长期资产扩张性资本支出	511 400.00	3 164 200.00	7 130 500.00	8 738 300.00	7 853 500.00	3 956 600.00	6 306 500.00	6 236 800.00	6 757 400.00	4 104 300.00
净合并额	8 900.00	253 200.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	746 800.00	2 197 100.00
资本支出总额	10 229 200.00	12 589 300.00	15 339 600.00	15 782 300.00	14 159 700.00	9 856 600.00	11 337 100.00	10 797 300.00	11 766 000.00	9 898 800.00
扩张性资本支出	520 300.00	3 417 400.00	7 130 500.00	8 738 300.00	7 853 500.00	3 956 600.00	6 306 500.00	6 236 800.00	7 504 200.00	6 301 400.00
扩张性资本支出占原长期资产总额的比例	0.52%	3.41%	7.71%	10.47%	10.62%	5.85%	9.87%	10.94%	14.88%	14.48%

表15-9 中國石化歷史資本結構分析

单位：万元

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31
短期债务	11 600 600.00	17 857 800.00	16 387 000.00	11 598 200.00	8 037 300.00	3 582 800.00	7 254 100.00	9 848 300.00	6 049 400.00	6 348 000.00
长期债务	13 974 600.00	15 093 200.00	14 559 000.00	16 211 600.00	15 445 700.00	17 407 500.00	14 582 800.00	12 714 400.00	12 031 400.00	10 063 700.00
有息债务	25 575 200.00	32 951 000.00	30 946 000.00	27 809 800.00	23 483 000.00	20 990 300.00	21 836 900.00	22 562 700.00	18 080 800.00	16 411 700.00
有息债务率	24.66%	33.74%	33.18%	33.56%	31.55%	31.68%	35.28%	39.13%	35.65%	36.80%
所有者权益	78 562 300.00	64 709 500.00	62 326 000.00	55 060 100.00	50 952 500.00	45 268 200.00	40 058 500.00	35 094 600.00	32 634 700.00	28 179 900.00

表15-10 中國石化營業收入週轉率、毛利率、費用率和經營利潤率分析

单位：万元

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31
营业总收入	201 888 300.00	282 591 400.00	288 031 100.00	278 604 500.00	250 568 300.00	191 318 200.00	134 505 200.00	145 210 100.00	120 484 300.00	106 166 900.00
营业总收入增长率	-28.56%	-1.89%	3.38%	11.19%	30.97%	42.24%	-7.37%	20.52%	13.49%	-46.90%
毛利	42 611 200.00	39 689 700.00	42 327 000.00	41 381 000.00	41 248 400.00	37 605 100.00	30 923 700.00	12 531 800.00	19 188 200.00	16 529 600.00
毛利率	21.11%	14.04%	14.70%	14.85%	16.46%	19.66%	22.99%	8.63%	15.93%	15.57%
总费用率	17.59%	10.90%	10.71%	10.57%	11.63%	12.91%	15.41%	8.45%	7.70%	7.73%
税后经营利润	4 337 243.16	4 862 883.14	6 572 176.32	6 980 835.36	7 075 803.06	6 880 626.32	6 454 441.67	4 041 678.68	5 125 956.83	4 605 541.57
税后经营利润率	2.70%	2.15%	1.72%	2.28%	2.51%	2.82%	3.60%	4.80%	2.78%	4.25%

表15-11 中國石化歷史資產利用效率分析

單位：萬元

項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31
營運資本需求	-12,964,700.00	-11,689,900.00	-8,431,000.00	-6,864,200.00	-6,812,600.00	-7,647,700.00	-6,330,500.00	-3,012,000.00	-3,675,400.00	-2,038,400.00
營運資本需求占營業收入的比例	-6.42%	-4.14%	-2.93%	-2.46%	-2.72%	-4.00%	-4.71%	-2.07%	-3.05%	-1.92%
現金周期	-1.32	0.28	4.85	4.26	7.20	6.37	6.26	4.59	10.54	11.9
長期營運資產周轉率	2.00	2.82	3.11	3.34	3.39	2.83	2.11	2.55	2.39	2.4
固定資產周轉率	2.76	4.02	4.30	4.73	4.43	3.54	2.89	3.00	3.34	3.0
投入資本周轉率	2.00	2.96	3.27	3.54	3.56	2.99	2.25	2.68	2.53	2.3

從表15-12來看，中國石化的實際所得稅稅率在25%左右。

從表15-13來看，中國石化在2006~2015年銷售商品、提供勞務收到的現金的最高值為3 220億元，但是此後就沒有再增長。經營活動產生的現金流量淨額和經營資產自由現金流表現出比較大的波動，說明中國石化的現金流受各種因素的影響比較大。2011年開始現金流量淨額和自由現金流有所下降，2014年開始基本自由現金流在700億元左右。比較好的跡象在於中國石化在這10年中的經營資產現金流都遠遠大於零，說明公司在完成保全性資本支出後，每年為公司股東和債權人創造了價值。

綜上分析，中國石化作為週期性行業的公司，波動性相對來說比較大，從2011年以後的數據來看，公司已經進入增長瓶頸期，幾無增

長。在沒有大的機遇的情況下，中國石化未來保持穩定的自由現金流的概率比較大。

15.3.3 未來前景的判斷

1. 行業前景分析

在對公司的行業前景進行分析的時候，我們可以運用哈佛大學教授邁克爾·波特的五力分析模型來考慮。美國著名的管理戰略學家邁克爾·波特教授的研究表明，某行業的平均利潤率受五種因素的影響，即現有企業間的競爭、新加入企業的競爭威脅、替代品的威脅、買方的議價能力和賣方的議價能力。行業分析實際上就是要求我們搞清楚這五種競爭因素對行業的影響程度。

(1) 現有企業間的競爭

在大多數行業中，平均利潤水平主要取決於該行業現有企業間的競爭狀況。一個行業現有企業間的競爭程度受下列幾個因素的影響。

1) 行業成長性。如果某行業增長迅速，那麼現有企業不必為自身發展而相互爭奪市場份額。相反，在停滯的行業中，現有企業增長的唯一辦法是奪取其他競爭對手的市場份額。在這種情況下，企業間將爆發價格戰。

2) 競爭者的集中程度。一個行業中企業數量的多少及其規模大小決定了該行業的集中程度，這種集中程度影響著企業調整定價和其他競爭措施的力度。例如，美國軟飲料行業基本上由可口可樂和百事可樂控制，它們可以心照不宣地進行相互合作，以避免破壞性的價格競爭。中國的石油行業也基本上由中國石油和中國石化壟斷，除了受到國際油價的影響外，兩者之間不會出現激烈的價格戰。反之，如果行業處於分庭割據狀態（如國內的家電業），那麼其價格競爭通常十分殘酷。

表15-12 中國石化的稅率分析

項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31
經營活動現金流	18.95%	25.77%	23.17%	22.45%	22.38%	22.87%	17.61%	-5.81%	27.40%	26.97%

表15-13 中國石化歷史經營活動現金流和經營資產自由現金流分析

单位：万元

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31
销售商品、提供劳务收到的现金	220 518 300.00	312 912 300.00	321 496 200.00	322 017 800.00	288 948 200.00	221 521 200.00	155 078 600.00	171 706 000.00	140 034 800.00	123 908 600.00
经营活动产生的现金流量净额	16 581 800.00	14 834 700.00	15 189 300.00	14 346 200.00	15 118 100.00	17 126 200.00	15 879 600.00	7 488 300.00	12 425 000.00	9 887 000.00
经营资产自由现金流	6 945 000.00	5 825 000.00	7 062 800.00	7 300 600.00	8 736 500.00	11 200 900.00	10 827 900.00	2 903 000.00	8 086 600.00	6 454 300.00
自由现金流增长率	19.23%	-17.53%	-3.26%	-16.44%	-22.00%	3.44%	272.99%	-64.10%	25.29%	

3) 產品差異化和轉換成本。同一行業中的企業能在多大程度上避免正面競爭，取決於它們所提供的產品和服務的差異程度。一般來說，對於標準化的產品，比較難以體現差異程度。轉換成本也決定著消費者產品的選擇傾向。當轉換成本較低時，企業間被迫進行價格競爭。

4) 規模/學習經濟和固定-變動成本比率。如果學習曲線很陡峭，或同一行業存在其他類型的規模經濟，那麼企業規模將是一個決定性因素。在這種情況下，企業為爭奪市場份額，將展開激烈競爭。同樣，

如果固定-變動成本比率很高，企業將積極降低價格，以充分利用現有生產能力。固定成本是指成本總額在一定時期和一定業務量範圍內，不受業務量增減變動影響而能保持不變的成本；變動成本是指那些成本的總髮生額在相關範圍內，隨著業務量的變動而呈線性變動的成
本。航空業即是一個典型例證，其價格戰非常普遍。筆者曾經以2.5折的價格購買機票，機票價格低跟航空業的成本結構是密切相關的：航空業的主要成本對於乘客來說是固定成本，不受乘客數量多少的影響，包括飛機折舊、航油、地勤等；而隨著乘客數量的變動而變動的成本很少，只有乘客在飛機上接受的服務（喝點兒飲料，吃個快餐的成本太低了）。如果變動成本是30元，那麼理論上來說只要機票價格高於30元，航空公司就應該把機票賣給乘客，因為高於30元的部分，可以用來彌補固定成本。這就是全球的航空業競爭都非常激烈的重要原因。

5) 超額能力和退出壁壘。如果行業的生產能力大於消費者的需求，企業將被迫削減價格以使生產能力滿負荷。如果企業退出該行業有巨大障礙（如有特殊用途的固定資產），那麼企業的超額能力問題將變得更加嚴重。這一點也適用於對航空業的分析，因為航空公司最主要的資產——飛機具有很強的專用性。

(2) 進入壁壘

獲取超額利潤的潛力會不斷吸引新企業加入該行業，新加入企業的競爭威脅是對現有企業定價的潛在限制。因此，新企業加入一個行業的容易程度是決定該行業盈利能力的主要因素。下面幾個因素決定了加入某行業的難度大小。

1) 規模經濟。如果一個行業中存在規模經濟，那麼新加入的企業就面臨兩種選擇：要麼一開始就投資建設巨大的產銷能力，要麼投資達不到行業的平均效益。無論哪種情況，新加入的企業至少都在同現有企業競爭的開始階段處於成本劣勢。規模經濟幾乎體現在一個企業經營的每一職能環節中，如製造、採購、研究開發、市場營銷、售後服務網等。例如，面對計算機主機行業的迅猛發展，著名的施樂公司和通用電氣公司也想進入這一行業，但它們沮喪地發現，生產、研究、市

場開發及服務方面的規模經濟是進入計算機主機行業的關鍵壁壘。規模經濟在中國最成功的例子就是格蘭仕。

2) 先行優勢。在很多情況下，早期加入的企業可能阻礙未來企業的加入。比如，首先行動的企業能夠制定行業標準或與廉價的原材料供應商簽訂獨家協議，也可以獲得在某些受管制行業從事經營活動的數量有限的政府許可證，還可能比後加入的企業具有絕對的成本優勢。特別是，當消費者開始使用現有產品，而且替代成本很高時，首先行動的優勢將變得更大。例如，微軟公司的辦公軟件和後來Windows操作系統的使用者所面臨的替代成本，使其他軟件公司很難再上市推廣另一種操作系統。

3) 進入分銷渠道和關係網。現有分銷渠道的能力有限和發展新渠道的高成本是企業加入行業的一個巨大障礙。例如，很多新的消費品生產商發現，要在超市的貨架上爭得一席之地是何等的困難，要花費多大的代價。一個行業中廠家和消費者之間的現有關係網也增加了新企業入行的難度，比如審計業、銀行投資業和廣告業等。

4) 法律障礙。許多行業的法規制約著新企業的加入，如技術密集型行業的專利權和版權、廣播和電信業存在的許可證進入限制、有些行業的政策保護限制等。比如，中國石化和中國石油就受到行業的政策保護。

(3) 替代品的威脅

行業競爭的第三方面是替代品或服務的威脅。相關的替代品不一定是形式相同的，而是那些具有同樣效用的產品。替代品設置了產業中公司可謀取利潤的定價上限，從而限制了一個產業的潛在收益。替代品所提供的價格/性能比越有吸引力，產業的利潤上限就越低。

例如，對於短距離旅行來說，火車與出租客車服務可以互相替代；在飲料業中，作為包裝物的塑料瓶和金屬罐可以互相替代。在某些情況下，替代品的威脅不是來自消費者主動轉向另一種產品，而是利用科技使他們不用或少用現有產品。例如，光盤和IC卡存儲技術的發展使

消費者逐漸消除了對軟磁盤的消費需求。通常，替代品的威脅程度取決於參與競爭的產品或服務的相對價格和效用，以及消費者使用替代品的客觀意願。市場價值的轉移，就是由於替代品的出現造成了原有產品的價值被替代品轉移。例如，可樂的包裝最開始是玻璃瓶，後來被鋁罐代替，之後又出現塑料包裝。由於包裝材料的不同，原來做玻璃瓶的企業受到鋁業和塑料業的威脅，價值發生了轉移。也就是說，玻璃行業的價值轉移到鋁業和塑料業上來，所以替代品的出現對行業的現有企業來講，就構成了威脅。

決定替代品威脅的有以下因素：

1) 替代品的效用/價格比。替代品與同行業現有產品一樣，都是為了滿足顧客相同或相似的需要。顧客在接受產品和服務時就會比較，哪一種產品的效用/價格比更高一些。如果替代品的效用/價格比高於現有產品的話，替代品就更具競爭力，替代能力就更強。因此，一旦替代品降價或是提高效用，會給現有產品帶來很大的競爭壓力。例如，航空、鐵路、長途汽車相互之間是客運服務的替代競爭者，航空公司票價的打折給鐵路、汽車帶來很大壓力，有很多客戶轉向接受航空公司的服務，迫使鐵路、汽車提高自己的服務質量來同航空公司展開競爭。但是消費者的消費偏好變化，還要看對價格的敏感程度。談到價格敏感時，常以鹽和糖為例，兩者彈性不大。糖可能便宜了，大家消費得多一點兒；而鹽的價格不管怎麼變化，都是剛性的，就是說它的消費量是一定的，不可能鹽便宜了，大家多消費，鹽貴了，大家就少消費。價格對於替代品來講起到很大的作用，但也要看到彈性和剛性的問題。

2) 替代競爭者的生產率發展。替代品之間生產率發展狀況的不同會影響將來的效用/價格比。如果生產替代品的企業的生產率發展速度快於本企業，則會增加它的替代能力，對本企業構成威脅。

3) 轉換成本。轉換成本就是不使用原來的產品，而使用替代品轉換的代價怎麼樣。以可樂的包裝為例，過去是玻璃瓶，現在用鋁，這個轉換成本代價高不高？加工、生產用別的材料，別的設備、技術是不是

需要重新更換？如果需要，代價也很高的話，替代品可能就不會構成很大的威脅。

4) 顧客使用替代品的傾向。顧客是否願意使用替代品，對於替代品的偏好如何？北京傳統的中式快餐現在被洋快餐替代了很大一部分，這就表示顧客在選擇快餐上出現了新的傾向，更多地採用過去沒有的替代品。

5) 技術發展的方向。這是由技術因素造成的不可逆轉的改變，企業只能順應它發展的趨勢，最多也只能延緩技術全面更新的速度。在這種情況下，替代的力量是最強大的，比如內燃機對蒸汽機的替代。試圖排擠替代品的推廣是徒勞無益的，企業能做的是如何充分開發新技術，為我所用，找出其和替代品之間的切入點。又如數碼照相機對傳統照相機的替代，像愛克發這樣的老牌傳統照相產品製造商已經宣佈退出傳統彩擴服務領域，而柯達也宣佈自己由影像服務轉向提供數碼影像服務。

(4) 買方的議價能力

行業的競爭程度決定了獲取超額利潤的潛力，而行業供應商和消費者的議價能力決定了行業的實際利潤水平。在投入方面，企業與提供原材料和部件以及融資服務的供應商進行交易；在產出方面，企業或者直接向最終消費者銷售，或者與分銷鏈上的中間商簽訂銷售合同。在所有這些交易中，雙方經濟實力的對比決定了行業的整體盈利能力。

決定買方議價能力的基本因素有兩個：價格敏感度和相對議價能力。價格敏感度決定買方討價還價的慾望有多大，相對議價能力決定買方能在多大程度上成功壓低價格。

1) 價格敏感度。買方對價格是否敏感，取決於產品對買方的成本結構是否重要。當該產品佔買方成本的大部分時（如軟飲料生產商使用的包裝材料），買方就會更關心是否有成本較低的替代品；當然，該產品對買方產品質量的重要性也決定著價格是否能成為影響購買決策的重要因素。例如，對於鞋用膠水的生產商，由於鞋用膠水在其客戶——

製鞋廠商的成本中所佔的比重較低，因此製鞋廠商對其價格就不是十分敏感。如果製鞋廠商想降低原材料成本，由於鞋用膠水在原材料成本中所佔的比重太低，與其他原材料供應商進行議價效果會更好。

2) 買方的集中度。首先，相對於賣方的銷量，如果銷售額的很大一部分由某一特定買方購買，這將提高買方業務的重要性。此時集中度高，買方的討價還價能力也強。其次，產業是否有生產能力過剩的趨勢。如果有過剩生產能力的話，會提供買方討價還價的籌碼。例如，在汽車行業，汽車生產商對零部件製造商的議價能力很強，因為汽車公司是大買家，而通常有好多個供應商可供選擇，其替代成本相對較低。而在個人電腦業，由於較高的替代成本，電腦生產商相對操作系統軟件提供商微軟公司的議價能力就很低。

3) 產品的標準化程度和非差異化。產品的標準化程度越高，並且購買者對產品的質量性能要求並不高時，購買者選擇的範圍就越大，產品競爭力就越差。同時，差異化程度低時，轉換成本也較低。低轉換成本使買方對賣方的依賴程度減輕，提高了其討價還價的能力。如果賣方也存在轉化成本的話，也會增強買方的力量。

4) 購買者後向整合的可能性。如果購買者實行了部分整合或是存在後向整合的威脅，則其可以在談判中迫使對手進一步讓步。同時，後向整合還可以使買方掌握更多的信息，因而提高其談判能力。

(5) 賣方的議價能力

在同一行業，上述對買方相對議價能力的分析也適用於對賣方相對議價能力的分析。當供應商較少，或其產品或服務對買方企業至關重要時，供應商的議價能力較強。例如，當前的辦公軟件供應商微軟公司就具有很強的議價能力。

供應商可以通過提高供應價格，降低相應產品或服務的質量，向產業中的某個企業施加壓力。供應商的壓力可以迫使產品的價格無法跟上成本的增長，從而使行業利潤下降。供應商議價能力的強弱主要取決於以下四個因素：

1) 供應商的集中程度和本行業的集中程度及供應品對本行業的重要性。首先，如果供應商的集中程度較高，即本行業原材料的供應商完全由少數幾家公司控制，並且下游行業的集中程度較差，即由少數幾家企業供應給眾多分散的企業，則供應商通常會在價格、質量和供應條件上對購買者施加較大的壓力。其次，如果本行業是供應商的重要用戶，供應商的命運將和本行業密切相關，則來自供應商的壓力就較小；反之，供應商會對本行業施加較大的壓力。另外，如果供應品對本行業的生產起關鍵性作用，則會提高供應商討價還價的能力。例如，水電煤、電話的供應商高度集中，用戶非常分散，而這些供應品又對用戶的生產、生活有著至關重要的作用，因此用戶在定價的過程中幾乎沒有發言權，也無法發言。也正因如此，國內打破公用事業壟斷的呼聲越來越高。

2) 供應品的可替代程度。若存在著合適的可替代品，那麼即使供應商再強大，它們的競爭能力也會受到牽制。

3) 供應品的特色和轉換成本。如果供應品具有特色且轉換成本很大，則供應商討價還價的能力也會增強，會對本行業施加較大的壓力。

4) 供應者前向一體化的能力。如果供應商有可能前向一體化，這樣就增強了它們對本行業的討價還價能力；反之，如果本行業內的企業有可能後向一體化，這樣就會降低它們對供應者的依賴程度，從而減弱了供應商對本行業的討價還價能力。

上述行業分析實際上是指行業的結構分析，即從行業外部來觀察影響行業盈利的因素，但行業的界限如何劃分不是那麼嚴格的一件事情。比如，是僅僅考慮國內廠商，還是應把國外生產商也考慮進去？具體的行業分析應視情況對待，不恰當的行業定義將導致不完全的分析和不準確的預測。

2.公司前景分析

我們在公司所處行業分析的基礎上，再結合公司年度報告中披露的戰略規劃以及公司治理結構是否合理，公司管理層是否會變動等對具體

公司的前景進行分析。

一般而言，公司戰略包括總成本領先戰略和差異化戰略。關於這兩種戰略的分析，大家可以參見本書第4章的論述。

公司戰略規劃的分析除了競爭策略分析外，我們還需要關注公司新的業務領域、業務地域的開拓等對公司的影響。很多公司在原有業務遇到增長瓶頸後選擇開拓新領域，此時新領域的行業分析和公司策略分析就成為分析的重點。

公司治理結構保證了一家公司重大決策的合理性和科學性，以及戰略和經營政策的一貫性、持續性和穩定性。因此我們需要仔細觀察公司的治理結構，比如股權結構是否理想，董事會成員的構成，外部董事是否能保持獨立性，高管層是否具有勝任能力，等等。

在公司前景分析中，我們還需要關注公司管理層的變動問題。如果公司管理層能夠保持穩定，則以往的經營哲學和管理風格往往會延續下去，可以為我們對未來的預測提供合理的假設基礎。如果公司管理層如董事長、總經理年事已高，則管理層更換將不可避免，但新的管理層可能會對以往的管理政策做出改變，從而可能會影響到公司未來的經營業績。

3.萬華化學的前景分析

公司的願景是成為國際一流的化工新材料公司，其在發展的道路上一一直堅持“一體化、相關多元化、精細化”的發展戰略。通過寧波工業園和煙臺工業園的建設，公司除主營業務聚氨酯原材料異氰酸酯、多元醇外，正逐步打造C3/C4衍生物業務和以聚氨酯產業鏈、石化產業鏈為基礎的新材料業務和特殊化學品業務。公司的產品與日常生活息息相關，產品廣泛應用於建築、家電、汽車、輕工、紡織等領域。近年來，聚氨酯下游應用市場增長迅速，MDI國內的需求量從2005年的47萬噸增長到了2015年的180萬噸。萬華憑藉技術、產能、產品質量等優勢，牢牢把握住了這一黃金髮展期，成長為全球產能第一、產品質量最優的MDI供應商。

萬華化學作為精細化工行業的公司，在細分領域處於寡頭競爭狀態，並且由於規模壁壘和技術壁壘，短期內不會有新進入者。從替代品角度看，其主打產品MDI也很難找到替代品。上游石化供應商比較少，因此上游與上游賣方供應商的議價能力比較弱。但是作為大宗商品來說，主要是接受國際市場定價，因此這個弱勢不構成重大影響。下游客戶眾多，應用領域廣泛，因此萬華化學在與下游客戶談判中處於優勢地位，具有很強的定價能力。

就萬華化學本身的管理而言，戰略明確，治理結構完善，股權結構合理，公司高管層年富力強，未來的持續性和穩定性應該比較好。萬華的核心競爭力在於創新，技術創新、運營模式的創新、優良文化的創新都是萬華戰略發展的驅動力。

(1) 技術創新

在借鑑國內外優秀企業的創新模式的基礎上，萬華不斷優化自身的研發體系。目前其已經建立起了完善的流程化研發框架和項目管理機制，形成了從基礎研究、工程化開發、工藝流程優化到產品應用研發的創新型研發體系，成功組建了“國家聚氨酯工程技術研究中心”“國家認定企業技術中心”“企業博士後科研工作站”等行業創新平臺，碩果累累。2015年，公司成功開發了樹脂乳液脫VOC技術和設備，在提升產品競爭力的同時也為環境保護做出了積極的貢獻。自主研發的新戊二醇產品成功投產，達到國際一流水平。公司也已完成高吸水樹脂（SAP）、高端軟泡聚醚等自有技術產品的裝置建設，即將投用。

(2) 卓越運營

在杜邦安全管理體系、日本豐田精益六西格瑪管理體系、SAP（企業管理解決方案）信息管理系統、卓越績效管理等先進理念的指導下，萬華的運營效率和質量逐年提升。隨著萬華工業園一期項目的成功投產、業務複雜度的進一步增加，公司在企業安全管理、生產流程優化、信息平臺升級、管理平臺系統化方面的投入也不斷加大。2015年，除獲得“山東省省長質量獎”和“全國石油和化工行業兩化融合創新示範獎”之外，公司還制定了兩化融合管理體系的中長期實施策劃，確

保了公司管理模式的與時俱進，統籌兼顧了速度、質量、效率，不斷強化客戶服務意識，拓展全球化視野，同時萬華電商平臺正式上線也順應了互聯網+的時代發展趨勢。

(3) 優良文化

萬華的企業願景是打造讓員工自豪的企業。用優秀的企業文化感召、吸引、留住、培養人才是公司文化的重心，公司在不斷的實踐中將團隊精神、奉獻精神、務實作風、感恩文化深入人心。2015年，公司啟動了“引進來、走出去”的國際化人才培養方針，外派員工至歐美等國學習跨文化思維，同時引進歐美實習生為本地員工營造零距離的跨文化工作環境。公司同時又聘請美國蓋洛普公司啟動了員工敬業度調查，更加全面深入地瞭解了員工的思想動態，為提升員工敬業度提供了改善方案。

總而言之，萬華化學在可以預期的未來會保持較好的增長。

根據歷史數據的分析和未來前景的預測，我們認為公司的未來自由現金流在2015年289 636.00萬元的基礎上，將於2016~2020年保持15%的增長，此後以4%（低於GDP的速度）增長。

4.中國石化的前景分析

中國石化是中國最大的一體化能源化工公司之一，主要從事石油與天然氣勘探開採、管道運輸、銷售，石油煉製、石油化工、煤化工、化纖及其他化工產品的生產與銷售、儲運，石油、天然氣、石油產品、石油化工及其他化工產品和其他商品、技術的進出口、代理進出口業務，技術、信息的研究、開發、應用。

我國國內的石油能源行業受國家政策保護，形成了中國石化和中國石油寡頭壟斷的局面，在可以預期的未來不會有大的變化，因此國內的競爭有限。隨著環保要求的提升，未來石化類能源在能源結構中所佔比例將逐步降低，但短期內應該不會大幅下降。中國石化本身即是產業鏈一體化的公司，因此不存在供應商議價能力的問題。下游消費者

眾多，而中國石化和中國石油形成寡頭壟斷，因此消費者也不具有議價能力。

但是，中國石化受到國際油價的影響。預計在較長的時期內世界經濟復甦乏力，國際油價仍將低位徘徊，因此中國石化很難回到最景氣的高峰期。中國石化未來的發展，取決於全球的能源結構變化。在石化能源佔比下降的趨勢下，長期而言增長將是非常困難的事情，除非中國石化進行大規模的業務轉型，而此類事件具有重大不確定性和不可預測性。

從公司的戰略、治理結構和管理層變動情況來看，中國石化是國有控股的上市公司，受到政府部門的控制和影響會比較大，也正因為如此，相對來說會比較穩健。

根據歷史數據的分析和未來前景的預測，我們認為公司的未來自由現金流將保持在最近5年的平均數水平上。

15.3.4 深刻理解WACC

我們在財報分析中，已經分析並計算了公司加權平均資本成本率，其中股權資本成本率採用8%的簡化方法處理。公司的WACC是利用債務、優先股和普通股的資本成本率計算的加權平均數。公司債務、優先股的資本成本率比較容易確定，而股權資本成本率則不是非常明確。

(1) WACC是投資者的預期投資加權平均收益率

為了加深我們對WACC的理解，把公司的WACC和我們所擁有的投資組合的加權平均收益率聯繫起來——WACC就是我們的預期投資加權平均收益率。

假設我們在某公司的債券上投資了1萬元，期望年收益率是6%；在優先股上投資了1萬元，期望收益率是8%；在普通股票上投資了8萬元，期望收益率是10%。那麼我們的10萬元投資組合的期望加權平均收益率就等於：

期望投資組合回報= $(10\,000 \times 6\% + 10\,000 \times 8\% + 80\,000 \times 10\%) / 100\,000 = 9.4\%$

公司的WACC和我們的投資組合的加權平均收益率相似。公司出於為經營和投資提供資金的目的會募集各類資本，WACC就是這些資本的加權平均成本率。

因此，WACC一體兩面：既是投資者的預期回報率；同時，公司需要創造滿足投資者預期回報率的價值，其又是公司的資本成本率。

無論對於股票市場上的股票估值還是公司管理層的管理決策，公司的WACC都是一個很重要的指標。在分析一個公司潛在的投資項目時，期望收益率大於WACC的項目能夠為公司帶來更多的自由現金流，併為股票擁有者創造更多的淨現值。這些投資應該引起公司股票價格的上升。相反，期望收益率低於公司WACC的項目將減少公司的自由現金流，從而降低公司的價值。管理層應該拒絕這樣的投資項目！NPV（淨現值）為負的項目將導致股票價值的減少。

(2) 利率、WACC和股票價值

按照自由現金流貼現模型，公司股票價值的變動來自兩個方面：分母驅動和分子驅動。所謂分子驅動，即公司自由現金流的變化：公司未來自由現金流增加，股票價值增加；公司未來自由現金流減少，股票價值減少。所謂分母驅動，即WACC的變化：公司WACC增加，分母變大，則股票價值減少；公司WACC減少，則股票價值增加。

中國人民銀行公佈的基準利率或者國債利率的變動會直接影響到投資者對於投資回報的預期。基準利率和國債利率上升，則投資者預期回報上升，WACC上升；基準利率和國債利率下降，則投資者預期回報下降，WACC下降。由於股票的風險高於國債，因此投資者期望的股票收益率應該至少大於同期國債利率。2016年我國5年期國債的利率為4.2%左右，換句話說，股東的預期收益率應該大於4.2%。

假設利率和公司WACC的變化不影響公司未來自由現金流的數量。但是，利率和WACC的變化對同樣的自由現金流的現值卻有很大的影響。

低利率會導致一個較低的WACC，而較低的WACC又可以提高公司未來收入或現金流的現值以及公司股票的價值。相反，較高的利率和WACC會降低的自由現金流的現值和股票的價值。

利率變化能夠對股票價值產生多大的影響？理解證券定價過程中的數學原理有助於更好地回答這個問題。假設有一個投資者，他擁有面值1萬元的30年期國庫券，到期一次付息。假設這種債券的收益率或貼現率是8%。根據我們對複利和複合年增長率的討論，可以知道債券的貼現因子等於1除以1.08的30次方，即 $1 / (1.08)^{30} = 0.0994$ 。這項投資的現值就是： $10\,000 \times 0.0994 = 994$ 元。如果利率下降1個百分點，該債券的新貼現率是7%，它的折扣因子現在就等於 $1 / (1.07)^{30} = 0.1314$ 。債券現值是： $10\,000 \times 0.1314 = 1\,314$ 元。相對於貼現率等於8%的情況，還是同樣的債券，但價值上升了320元或者32%。如果利率再下降1個百分點，債券的貼現率就變成6%，它的折扣因子就等於 $1 / (1.06)^{30} = 0.1714$ ，債券現值將等於1714元。相對於貼現率是7%的情況，同樣的債券價值上升了427元或者33%。

股票評估的分析過程和債券評估相類似，股票價值對銀行基準利率的變化極其敏感。利率下降有利於股票價值上升，利率上升推動股票價值下降。

(3) 如何確定股權資本成本

在計算WACC時，公司的資本被劃分為債務、優先股和普通股。

公司可能會有不同種類的未清償債務和優先股，它們有不同的息票、股息和期限。通常來說，債務和優先股都會有明確的利率和股息率，因此確定其資本成本比較容易。公司的利息支付可以扣稅，債務的稅後成本用於公司WACC的計算。

但是，股權資本成本是隱含的、無法觀察到的成本，因此公司股權資本成本是計算WACC中的難點。如果一家公司只有一個股東，評估股權資本成本會簡單得多。但是，在一家上市公司，我們遇到了一個實際的問題：股東成千上萬，每個股東的預期回報存在著差別。

通常認為，股東的預期回報與股票的風險之間存在著密切關係：風險越高，股東的預期回報越高。因此，一般教科書中都是採用資本資產定價模型來計算股東預期回報率。根據該模型，一家公司股票投資的預期回報率定義為三個變量的函數：無風險利率、貝塔係數和股權風險溢價（股票市場的平均風險所要求的溢價）。對於股票市場上的投資者來說，無風險利率和股權風險溢價都是一樣的。預期回報率的計算公式如下：

股權預期回報率=無風險利率+貝塔係數×股權風險溢價

風險確實與股東的預期回報相關。一些人堅持認為風險與回報總是正相關的，風險越大，回報也越高。事實上，這就是幾乎所有商學院中教授的資本資產定價模型的一個基本原則，然而這一原則並不總是正確的。模型錯誤地將風險等同於波動，強調證券價格波動的“風險”，而忽視了可能進行定價過高、欠考慮或者糟糕投資的風險。只有在有效市場中，風險與回報之間的正相關才能保持一致。這種關係稍有偏離，馬上就會得到修正，會讓市場有效起來。在無效的市場中，投資者有可能找到低風險高回報的投資機會。當信息的獲得不是很暢通，對一項投資的分析尤其複雜，或者投資者進行買賣的理由與價值無關時，這樣的機會就會出現。無效的市場也會提供高風險低回報的投資機會。在這樣的市場中，定價過高和充滿風險的投資經常會出現。這不僅因為金融市場傾向於給出過高的估值，還因為如果有足夠多的投機者堅持支付過高的價格，市場力量難以修正高估的狀態。金融市場多數時候是無效的，投資者無法簡單地選中某個水平的風險，然後相信這一風險將帶來相應的回報。投資者必須對每項投資中的風險和回報進行獨立的評估。風險本身並不創造差額回報，只有價格才能夠創造差額回報。然而，在金融市場中，可交易證券與相應企業之間的聯繫並不確定。在投資者的眼中，一種可交易證券所產生的各種各樣的虧損或者回報，並不完全來自對應的企業，也會依賴於所支付的價格，而價格是由市場制定的。

我們認為，對於具體公司股票投資的風險，本質來源於公司自身經濟活動所帶來的未來自由現金流的風險，而不是來自市場價格的波動。風險視公司本質和市場價格而定的觀點，與用貝塔係數所描述的風險

觀點有著非常大的區別。然而，同回報不同，投資結束時也無法對風險進行較投資開始時更加準確的量化，無法簡單地使用一個數字來描述風險。直覺告訴我們，每項投資的風險都是不一樣的：政府債券的風險低於一家高科技企業的股票。然而，不像食品包裝袋上會標明營養成分一樣，投資不會提供有關自身風險的任何信息。投資者只能做幾件事情才能應對風險：進行足夠的多元化投資；如果合適，進行對沖；在擁有安全邊際的情況下進行投資。確實如此，因為我們不知道，也無法知道自己以貼現價格進行的投資中所有的風險。當出錯的時候，便宜的價格給我們提供了緩衝。

許多市場參與者相信，一些特定證券的投資風險與生俱來，就像滑翔和登山運動天生就有風險一樣。通過使用現代金融理論，學院派和許多專業市場人士已經試圖使用一個統計數字來量化這種風險，它就是貝塔係數。貝塔係數就是將一種證券或者一個投資組合過去的價格波動，與整個市場的價格波動進行比較。他們認為，具有高貝塔係數的股票在上漲的市場中較一般的股票能取得更大的漲幅，而在下跌的市場中跌幅也會更大。因為波動性更大，具有高貝塔係數的股票的風險被認為高於低貝塔係數股票。

我們認為，用一個反映過去價格波動的數字就能完全描述一種證券風險的想法真是太荒謬了。有關貝塔係數的觀點僅僅考慮了市場上的價格，而沒有考慮到公司具體的基本面或者經濟發展。同時，價格所處的水平也被忽略，就像100元貴州茅臺股票不會較300元貴州茅臺股票風險更低一樣。貝塔係數沒有考慮到投資者自己可以通過諸多努力給投資所施加的影響，如通過代理權徵集、股東決議，與管理層進行交流或者收購足夠多的股份以獲得企業的控股權，然後直接影響公司的潛在價值等。有關貝塔係數的觀點認為，任何一種投資的上漲潛力和下跌風險是相等的，它們只跟這一投資相較於整個市場的波動性有關。這一觀點也與我們所認識的世界相矛盾。現實情況就是證券價格以往的波動性無法對未來的投資表現（或者甚至是未來的波動）給出可信賴的預期，因此過去的波動性是一個糟糕的衡量風險的指標。

一項投資除了伴有蒙受永久性損失的概率外，還伴有價格出現與潛在價值無關的暫時性波動的概率（貝塔係數沒能區分這兩個概率）。許

多投資者把價格波動看成是巨大的風險：如果價格下跌，這項投資就會被看成是有風險的，他們不考慮投資的基本面。然而，價格的暫時性波動真的是一種風險嗎？這種波動與永久性價值損傷風險不同，只有在一些特定的情況下，才會成為特定投資者的風險。當然，投資者並不總能輕而易舉地區分，哪些是與短期供需關係有關的暫時性價格波動，哪些是與公司基本面有關的波動。只有成為事實之後，現實情況才可能變得一目瞭然。儘管投資者應明確避免對投資支付過高的價格，或者買入那些因業績惡化而導致潛在價格下降的公司，但他們不大可能避免短期內市場的隨機波動。事實上，投資者應預期到價格會出現波動，如果無法忍受些許的波動，那麼他們就不應該投資公司股票。

在股票估值實踐中，風險的調整有兩種方式。

·**通過分母的調整來體現風險。** 如資本資產定價模型一樣，對不同公司採用不同的貼現率：風險高的公司採用較高的貼現率，風險低的公司採用較低的貼現率。然而，如上所述，通過分母的調整來體現風險存在著很大的困難，貝塔係數並非一個好的公司風險衡量標準。

·**通過分子的調整來體現風險。** 也就是說，我們在估算公司的自由現金流時，如果未來的不確定性比較大，風險比較高，那麼我們就應當採取保守的自由現金流。

我們認為，第二種方法更加接近價值投資的本質——基於公司基本面的分析來進行股票估值。公司的風險不是取決於公司價格相對於市場的波動性，而是取決於公司經濟基本面的變化。

公司的股權資本成本率應該取決於市場上的股票投資者對於股票投資的系統性預期回報。也就是說，在股票估值中，所有公司的股權資本成本是相同的，不同的是公司之間創造未來自由現金流的能力不同。

如前所述，股權資本成本率應該高於同期的國債利率，同時加上股票投資的風險溢價。我們不採用資本資產定價模型進行不同公司的複雜計算，而是根據市場進行股權資本成本率的簡化估算：以我國5年期國債的利率為基準，加上4%~5%的風險溢價，因此股權資本成本率在

8%~10%，並在這個範圍內根據投資者個人的風險偏好進行取值。我們在財報分析以及後續的分析中，都採用9%作為股權資本成本率來進行分析演示。

(4) 計算WACC

在確定了債務資本成本率和股權資本成本率後，我們還需要估計一家公司未來的資本結構，以確定不同債務資本和股權資本各自在資本結構中的權重。通常，我們用公司當前的資本結構來估計它在未來的資本結構。

關於資本結構，有兩種不同的計算口徑：一是按照公司財報中資本的賬面價值，二是按照公司股權資本市場價值（即股票市場價值）和債務資本市場價值。股權資本市場價值等於估值日的發行在外股份數乘以當日價格。

我們以萬華化學在2015年12月31日的資本結構為例，對它進行靜態分析。我們分別計算這兩種口徑的資本結構如表15-14所示。

表15-14 萬華化學的資本結構（2015年12月31日）

單位：萬元

	賬面價值		市場價值	
債務資本	2 565 020.41	63.38%	2 565 020.41	40.19%
股權資本	1 482 323.44	36.62%	3 816 520.75	59.81%
資本總額	4 047 343.85	100.00%	6 381 541.16	100.00%

那麼，到底以哪一種口徑來計算資本結構中的權重呢？很多股票估值的教材都以市場價值為計算口徑，比如加里·格雷等的《股票估值實用指南》、達莫達蘭的《估值》。這些教材認為，在計算WACC時，每類資本的權重要以市場價值為基礎：一是因為賬面價值記錄的是資本的

歷史成本，並不能代表每類資本的現時價值；二是因為每類資本的權重應與資本成本的性質相一致，資本成本反映的是每類資本在現時市場狀況下所面臨的風險水平，是公司在現時市場條件下進行融資的實際成本。

我們對此持不同意見，認為採用賬面價值更加符合股票估值的邏輯，理由如下：首先，運用自由現金流貼現模型進行股票估值，其實是運用財報數字對公司資產創造的自由現金流估算股票價值。因此貼現率應當考慮公司資產的計量方式，通常資產採用賬面價值。其次，在經營資產的自由現金流貼現模型中，分子為經營資產的自由現金流。經營資產採用賬面價值，那麼分母應當與分子的口徑保持一致，也應當採用賬面價值。資本和資產是同一個事物的兩面，我們不能對資產採用賬面價值而對資本採用市場價值。最後，我們認為資本結構是公司的重要財務政策，公司管理層可以通過決策採用比較穩定的資本結構政策。但是如果資本結構以市場價值為衡量標準，由於股票價格每天都在變化，則資本結構將每天都在變化。資本結構與公司管理就失去了直接聯繫，這顯然不符合常識。同時，如果以市場價值為計算口徑，因為市場價值的波動，WACC也將隨之波動，每天的貼現率不一致，每天的股票內在價值不一致，股票估值也就失去了意義。

在得到債務資本成本率、股權資本成本率和各自的資本權重後，計算WACC的公式如下：

$$WACC = k_d \times \frac{D}{D+E} \times (1-t) + k_e \times \frac{E}{D+E}$$

其中，D為債務資本，E為股權資本， k_d 為稅前債務成本率， t 為公司實際所得稅稅率， k_e 為股權資本成本率。

我們以賬面價值為計算口徑來計算萬華化學的WACC。根據第7章表7-6、表7-7的分析，萬華化學的稅前債務成本率為4.52%，實際所得稅稅率為22.72%，股權資本成本率為9%。在本章前景分析中，我們預計萬華化學未來的資本結構中股權資本和債務資本各佔50%左右，那麼：

$$\begin{aligned} \text{萬華化學未來的WACC} &= 4.52\% \times 50\% \times (1 - 22.72\%) \\ &+ 9\% \times 50\% = 6.16\% \end{aligned}$$

我們再以中國石化在2015年12月31日的數據為例計算其WACC：債務資本為25 575 200萬元，佔資本比例為24.56%；股權資本78 562 300萬元，佔資本比例為75.44%；稅前債務成本為3.24%，股權資本成本率為9%，實際所得稅稅率為19.95%。我們預計中國石化的資本結構將保持不變，那麼：

$$\begin{aligned} \text{中國石化未來的WACC} &= 3.24\% \times 24.56\% \times (1 - 19.95\%) \\ &+ 9\% \times 75.44\% = 7.42\% \end{aligned}$$

15.3.5 經營資產自由現金流現值

在前述分析的基礎上，我們對萬華化學採用兩階段模型估算經營資產自由現金流現值如下：

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_0 (1+g_1)^t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCF_n (1+g_2)}{(WACC - g_2)(1+WACC)^n}$$

其中， $FCF_0 = 289\,836.00$ 萬元， $g_1 = 15\%$ ， $WACC = 6.16$ ， $g_2 = 4\%$ ， $n = 5$ 。把上述值代入公式，可以計算得出：經營資產自由現金流現值 = 21 346 317.06萬元。

我們再以中國石化為例，中國石化2015年的經營資產自由現金流為：

中國石化經營資產自由現金流 = 經營活動產生的現金流量淨額16 581 800.00萬元 - 資產折舊8 706 900.00萬元 - 資產攤銷929 900.00萬元 - 長期資產處置損失72 100.00萬元

= 6 945 000.00萬元

根據我們的前述分析，中國石化在未來增長率幾乎為0，因此我們採用零增長模型計算出中國石化經營資產自由現金流的現值為：

經營資產自由現金流現值 = $6\,945\,000.00 / 7.42\% = 93\,598\,382.75$ 萬元

15.4 公司價值和股票價值的估算

15.4.1 公司價值

在上述計算分析的基礎上，我們可以來計算公司價值。

公司價值 = 金融資產價值 + 長期股權投資價值 + 經營資產價值

其中，經營資產價值以經營資產自由現金流現值作為計量標準。

以萬華化學2015年財報數字為例，金融資產為208 636.18萬元，長期股權投資為18 612.81萬元（金額不大，不做詳細分析），經營資產價值為21 346 317.06萬元，三者合計為21 626 068.16萬元，即

萬華化學公司價值 = 金融資產208 636.18萬元 + 長期股權投資18 612.81萬元 + 經營資產價值21 346 317.06萬元

=21 626 068.16萬元

以中國石化2015年財報數字為例，金融資產為7 888 300.00萬元，長期股權投資為8 297 000.00萬元，經營資產價值為93 598 382.75萬元，三者合計為112 363 182.75萬元，即

中國石化公司價值=金融資產7 888 300.00萬元+長期股權投資8 297 000.00萬元+經營資產價值93 598 382.75萬元

=112 363 182.75萬元

15.4.2 股票價值

我們在上述步驟的基礎上進一步分析股票價值。股票價值的計算公式如下：

股權價值=公司價值-公司債務

理論上來說，我們應當減去公司債務的市場價值。關於債務市場價值的當前報價通常很難獲得，而且在多數情況下債務市場價值也不會太多地偏離它們各自的賬面價值。為了節省時間和簡化評估任務，我們直接使用公司公佈的債務賬面價值。

在計算上市公司股票價值的時候，我們還需要考慮少數股東權益的問題。

上市公司股票價值=股權資本價值-少數股東權益價值

=股權資本價值×(1-少數股東權益比例)

多數上市公司都有控股子公司，控股子公司中可能存在少數股東權益。舉個簡單的例子，假設A上市公司持有B子公司75%的股權，那麼B子公司納入A上市公司的合併範圍。A上市公司的財報包括B子公司全部的資產、負債、收入、成本費用、利潤和現金流，但是B子公司中25%的股東求償權是不屬於A上市公司的，而是屬於另外25%的少數股東。

歸屬於上市公司股東的股票價值，顯然不應該包括少數股東權益，但是我們在計算公司價值的時候並沒有扣除該部分價值。所以，在計算股票價值的時候，我們應當把少數股東權益價值剔除在外。

嚴格意義上來說，少數股東權益價值的計算，應該建立在每一個子公司價值計算的基礎之上，然後按照少數股東權益比例予以扣除。但是，對於當今的上市公司來說，這是不太可能的工作：一是因為我們無法拿到上市公司所有下屬子公司的詳細信息；二是因為即使我們拿到數據，但是計算分析的工作量太大。因此，我們只能採取簡化的方法來計算。

$$\text{少數股東權益價值} = \frac{\text{少數股東權益}}{\text{股東權益合計}} \times \text{公司價值}$$

其中，少數股東權益和股東權益合計來自估值日的合併資產負債表。

這種簡化的計算在多數情況下應該是合理的。但是需要注意的是，在子公司虧損甚至即將關閉的情況下，這種計算有可能會低估上市公司股東股票價值。虧損的子公司可能沒有什麼價值，上市公司以其出資為限承擔有限責任，因此子公司的少數股東不能分享上市公司除了該子公司外其他經營業務的價值，但簡化計算忽略了這一點。概言之，如果存在鉅額虧損的子公司，上述簡化計算應該謹慎使用。

以萬華化學為例，我們計算該公司2015年12月31日的股票價值如下：

萬華化學公司價值=21 626 068.16萬元

萬華化學公司債務=2 313 423.57萬元

萬華化學股權價值=公司價值-公司債務=19 312 644.59萬元

$$\text{万华化学少数} \\ \text{股东权益比例} = \left(\frac{\text{少数股东权益 } 325\,226.15 \text{ 万元}}{\text{股东权益合计 } 1\,482\,323.44 \text{ 万元}} \right) \times 100\% = 18.80\%$$

$$\begin{aligned} \text{万华化学上市公司股票价值} &= \text{股权价值} \times (1 - \text{少数股东权益比例}) \\ &= 15\,682\,653.26 \text{ 万元} \end{aligned}$$

$$\text{万华化学发行股份总数} = 216\,233 \text{ 万股}$$

$$\text{万华化学每股内在价值} = \text{上市公司股票价值} / \text{发行的股份总数} = 72.53 \text{ 元}$$

我們要謹記：股票估值是藝術，不是科學。雖然在估值計算的過程中，我們計算到小數點後面兩位，貌似精確，但其實是不可能的。股票估值結果可以作為我們的投資決策的參考依據。萬華化學在2015年12月31日的時候，股價為17.65元。與每股內在價值比較，我們很容易得出結論：萬華化學的價格被市場低估了。至於低估50元還是40元或者30元並不是很重要，只要被低估的幅度足夠大，就為我們的投資提供了足夠的安全邊際，因此發出了明確的買入信號。

我們再以中國石化2015年12月31日的數據，計算其股票內在價值如表15-15所示。

表15-15 中國石化的每股內在價值

零增长假设	
(1) 2015年的自由现金流为基准	6 945 000.00
(2) 折现率	7.42%
(3) 营运类资产的价值 = (1) / (2)	93 598 382.75
(4) 加：金融资产	18 764 800.00
(5) 减：公司债务	20 446 500.00
(6) 公司价值 = (3) + (4) - (5)	91 916 682.75
(7) 少数股东比例	14.85%
(8) 归属于上市公司股东的价值 = (6) × (7)	78 268 642.52
(9) 股本	12 107 121.00
(10) 每股内在价值 = (8) / (9)	6.46

以上述中國石化的每股內在價值作為參照，2016年中國石化的價格低至4.5元以下的時候，給投資者發出了明確的買入信號。我在個人微信公眾號中的文章即是以此為判斷的前提。

第16章 我的投資實戰案例

實踐是檢驗真理的唯一標準。不能在實踐中運用的分析和模型，都是無用之談。本部分實戰案例，是我過去幾年在股票投資上的實際運用案例。這些案例在我的微信公眾號上都有據可查，除了文字修訂以外，沒有做任何改動。我的微信公眾號為漸悟，二維碼見右圖。



16.1 用數字而不是感覺尋找成長性——小天鵝 (2016年3月23日)

我們首先講講成長性。成長性不應該是我們的主觀感受，而是看得到的收入、利潤和自由現金流的複合增長。

在股票分析中，大眾都喜歡尋找成長性公司。不同時期不同行業的成長性不同，因此形成了市場上部分人不斷追逐熱點的投資方式。不是說這種方式不好，我重申一次：只要能持續賺錢，不斷重複和複製的方式，就是好方式！只是偶爾運氣好賺錢，無法複製的方式，不是好方式！當然，是否可以不斷重複和複製，需要實踐的檢驗和校正。

這種不斷追逐熱點的方式，其實感性成分比理性成分要多。我們會想當然地認為互聯網金融、電子商務、醫藥等公司是成長性公司，甚至公司改個名字就會誤認為是成長性公司。但投資不能想當然，必須用數據來說話。

我關注的公司名單很容易給人的一種感覺，就是缺乏成長性。那麼，讓我們來看一看數據吧。以小天鵝為例，過去10年的自由現金流變化如表16-1所示。

如果說過去10年間還有反覆的話，從2011年開始，我們可以看到小天鵝每年的經營活動現金流量淨額穩步增長，過去5年的複合增長率超過了40%！這才是實實在在的成長。

表16-1 小天鵝的自由現金流

单位：亿元

项 目	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
经营活动产生的 现金流量净额	35.99	16.57	9.05	3.45	2.43	7.24	1.39	-1.35	3.73	3.21
现金流量表的企 业自由现金流	34.71	15.17	7.57	1.93	1.08	6.26	1.54	-1.35	2.64	2.42

在分析成長性的時候，最重要的是對於拐點的分析：這個趨勢能保持下去嗎？這個問題除了企業自身外，還與行業發展有關。比如，就小天鵝的行業成長性來說，個人認為隨著人民生活水平的提高，新增需求加上更新需求的市場空間還很大，遠未到達天花板，只要企業自身有核心能力，3~5年之內應該還不會出現拐點。按照自由現金流，給予小天鵝30元左右的估值是可以接受的。這也是指數從5 000多到目前的3 000不到下跌了40%以上，但是小天鵝一直維持在25元左右的價值的支撐所在。小天鵝如果能回到18元，也就是在內在價值的基礎上打個6折，就具備了足夠的安全邊際，這就是我關注的原因。

投資是在未來的不確定性之中尋找相對的確定性。如果你的假設是正確的，你掌握的事實是正確的，你的推論是正確的，那麼經過許多次的交易後，你最終將是正確的。

16.2 蘇泊爾研究（2016年3月31日）

16.2.1 行業狀況

蘇泊爾在小家電行業，這個行業看起來競爭激烈，但是由於行業內的產品系列眾多，非常容易產生細分龍頭，蘇泊爾就是行業內的炊具龍頭。炊具的好處是，家家戶戶都需要用，不僅需要用，而且基本每5年

就要更新一次，不像其他的家電，更換週期很長。因為更換時間短，因此不存在市場空間飽和的問題，產品是介於快消費品和耐用品之間的中快消費品吧。

蘇泊爾現在介入家居環保家電，這個領域的市場空間還是很大的，關鍵在於是否能建立起核心能力和核心產品。在SEB的支持下，蘇泊爾能拿出有競爭力的產品是大概率。

簡而言之，蘇泊爾所做的事情是好生意。

16.2.2 公司情況

我們直接看公司過去10年的歷史數據來說明公司的發展吧。

1. 現金流分析

公司過去10年的自由現金流是超級好的自由現金流，不像有些公司告訴你利潤很高，但是沒有真正的現金流入。過去10年公司的自由現金流複合增長率為27%，過去5年複合增長率為26%（見表16-2）。如此高複合增長率的公司，在A股市場並不多見。

蘇泊爾的現金自我滿足能力怎麼樣呢？我們來看看蘇泊爾的現金自給率和資金供給情況（見表16-3）。現金自給率是經營活動現金淨流量除以投資活動現金淨流量，表示的是公司經營活動現金流入是否能滿足投資的需求；資金供給情況是看公司的現金是否能滿足公司投資的需求。蘇泊爾過去10年的現金自給率都大於1，資金供給充足。所以，蘇泊爾在過去的發展不是像很多公司一樣不斷地從市場融資的外延式擴展，而是自我造血的內涵式發展，並且在可以預見的未來，也不需要增發等稀釋股權的融資行為。

2. 蘇泊爾賺不賺錢

如表16-4所示，首先，蘇泊爾的營業收入在過去10年的複合增長率為23%，從14.69億元變為95.35億元；過去5年的複合增長率為18.30%，跟自由現金流一樣，保持著高增長。更重要的是，蘇泊爾的

收入現金含量都超過1，表明所有的收入都及時收到了現金。（收入現金含量=銷售商品提供勞務收到的現金/營業總收入，表明收入中有多少收到了現金。對於企業來說，現金流入比收入更重要。）

其次，蘇泊爾的毛利率非常穩定，過去10年一直維持在較高的27%以上，過去5年平均在28%以上，略有提高，這是一個好的跡象。毛利率的穩定表明蘇泊爾經營的穩定性、行業地位的穩固性。

蘇泊爾對於費用的控制，總體來說比較得力，過去10年的平均費用率為19.16%，過去5年為19.47%。在我國各方面成本費用上升的情況下，維持費用率的穩定也說明了企業的努力。過去10年，蘇泊爾的息稅前投入資本回報率逐步提高，說明公司的投入資本能夠取得非常好的回報。

蘇泊爾的淨利潤現金含量跟收入現金含量一樣，都略高於1，說明這些淨利潤是真金白銀的利潤，而不是注水利潤。

總而言之，蘇泊爾這家公司雖然不是暴利的公司，但是在非常穩定地賺錢，給投資者帶來讓人滿意的回報。

3.蘇泊爾的營運是不是穩定

如表16-5所示，蘇泊爾在2014年年底有15.3億元的貨幣資金及其他金融資產，有比較充足的儲備應對各種資金需求。

表16-2 蘇泊爾的複合增長率

单位：万元

经营活动产生的 现金流量	2014- 12-31	2013- 12-31	2012- 12-31	2011- 12-31	2010- 12-31	2009- 12-31	2008- 12-31	2007- 12-31	2006- 12-31	2005-1 2-31	10年 平均	5年平均	10年 复合	5年 复合
销售商品、提供 劳务收到的现金	1049 088.01	933 323.77	788 993.80	730 675.87	612 585.35	443 902.95	397 128.65	320 440.36	248 751.74	171 880.34	569 677.08	822 933.36	22.26%	18.77%
经营活动产生的 现金流量净额	83 318.93	58 799.19	85 733.05	21 923.39	12 425.03	29 458.42	14 216.61	16 689.30	27 366.22	11 703.26	36 163.34	52 439.92	24.37%	23.11%
现金流量表的企业 自由现金流(1)可 用于支付利息、扩张 规模、股东分红	73 306.96	49 445.69	76 366.99	13 629.41	5 209.61	23 068.60	8 793.88	11 939.76	22 885.40	8 476.96	29 312.33	43 591.73	27.09%	26.02%

表16-3 蘇泊爾的現金自給率

单位：万元

经营活动产生的现金流量净额	83 318.93	98 799.19	85 733.05	21 923.39	12 425.03	29 458.42	14 216.61	16 689.30	27 366.22	11 703.26
投资活动产生的现金流量净额	-57 028.83	-31 522.49	-91 353.47	-17 803.18	-20 101.53	-11 896.09	-7 442.77	-10 258.46	-21 433.46	-10 447.93
现金自给率	146.10%	186.53%	93.83%	123.14%	61.81%	247.63%	191.01%	162.69%	127.67%	112.03%
资金结余	167 399.11	139 160.22	52 030.79	79 273.94	89 459.10	107 603.45	86 473.44	48 511.62	32 342.63	1 255.33

表16-4 蘇泊爾的盈利能力

单位：万元

利润表	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31	2005-12-31	10年平均	5年平均	10年复合	5年复合
营业总收入	953 464.39	838 324.96	688 946.04	712 565.30	562 206.45	411 569.44	362 247.27	293 370.29	210 499.45	146 965.72	518 015.93	642 722.44	23.09%	18.30%
收入现金含量	1.10	1.11	1.15	1.03	1.09	1.08	1.10	1.09	1.18	1.17	1.11		-0.68%	0.40%
营业总成本	862 825.31	758 617.39	629 033.71	649 502.72	510 539.57	372 047.92	331 234.32	265 801.70	189 645.73	135 824.58	470 507.29	583 948.26	22.81%	18.32%
营业成本	676 678.38	599 054.64	488 381.69	517 758.74	405 029.63	283 897.73	262 055.42	214 877.51	154 176.38	110 414.75	371 232.51	458 824.49	22.32%	18.97%
毛利率	29.03%	28.54%	29.11%	27.34%	27.96%	31.02%	27.66%	26.76%	26.76%	24.87%	27.90%	28.61%	1.73%	-1.32%
营业税金及附加	5 581.71	5 306.84	4 824.49	4 367.78	1 097.30	662.19	730.50	721.73	491.46	362.66	2 414.67	3 251.72	35.49%	53.16%
销售费用	148 109.09	126 186.00	110 655.16	106 119.30	82 787.10	68 752.00	47 776.74	37 937.20	25 551.67	17 105.11	77 097.94	98 899.91	27.10%	16.59%
管理费用	32 455.84	28 069.62	25 172.08	21 256.63	21 625.26	18 735.69	20 671.38	12 264.99	9 425.75	7 941.81	19 761.91	22 971.86	16.93%	11.62%
费用率	19.52%	19.03%	20.42%	18.49%	18.77%	21.42%	19.10%	17.36%	16.85%	17.29%	19.16%	19.47%	1.36%	-1.84%
息税前营业利润	85 608.32	73 804.54	56 933.48	59 886.71	50 520.77	39 224.00	30 978.69	26 593.81	17 674.42	11 141.39	45 236.61	56 073.90	25.43%	16.89%
息税前投入资本回报率	20.01%	19.77%	16.77%	19.35%	18.46%	16.43%	14.32%	14.65%	14.60%	11.10%	0.17		6.76%	4.02%
净利润	76 494.30	67 659.02	52 827.68	53 713.16	45 375.51	36 494.84	30 226.71	21 744.39	13 516.92	9 135.51	40 718.80	51 214.04	26.63%	15.95%
净利润现金含量	1.09	0.87	1.62	0.41	0.27	0.81	0.47	0.77	2.02	1.28	0.96	1.02	-1.79%	6.18%

表16-5 蘇泊爾的資產資本結構

单位：万元

项目	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31	2010-12-31	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31	2006-12-31	2005-12-31
资产结构										
金融资产(按账面价值计算)	153,567.27	141,109.01	111,883.52	57,651.21	75,153.73	97,135.60	90,041.12	79,699.60	42,080.78	26,911.87
长期股权投资(与联营企业合营企业投资收益比较计算收益率)	4,848.08	4,449.52	4,136.55	0.00	40.00	40.00	40.00	44.39	49.54	1,676.44
长期股权投资收益率	5.39%	8.68%	0.00%	—	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
营运资本需求	137,416.68	102,045.02	100,357.97	129,707.42	88,043.76	50,676.88	48,070.69	28,198.09	18,160.00	20,158.92
营运资本周转率	6.94	8.22	6.86	5.49	6.39	8.12	7.54	10.40	11.59	7.29
营运资本需求占营业收入的比例	14.41%	12.17%	14.57%	18.20%	15.66%	12.31%	13.27%	9.61%	8.63%	13.72%
营运资产	372,783.37	302,417.54	256,855.22	259,495.87	207,351.97	138,363.57	96,690.91	83,244.54	65,558.25	54,613.63
营运负债	235,366.69	200,372.52	156,497.25	129,788.45	119,308.21	87,686.69	48,620.22	55,046.45	47,398.25	34,454.71
现金周期	51.34	59.84	68.06	79.84	75.50	61.89	63.08	49.47	44.43	62.13
长期营运资产	132,049.59	125,688.82	123,094.57	122,067.34	110,430.23	90,850.36	78,205.19	73,603.90	60,742.97	51,616.94
营运资产总额	269,466.27	227,733.84	223,452.54	251,774.76	198,473.99	141,527.24	126,275.88	101,801.99	78,902.97	71,775.86
营运资产增长率	18.33%	1.92%	-11.25%	26.80%	40.24%	12.08%	24.04%	29.02%	9.93%	—
投入资本	427,881.62	373,292.37	339,472.61	309,425.97	273,667.72	238,702.84	216,357.00	181,545.98	121,033.29	100,364.17
投入资本周转率	2.23	2.25	2.03	2.30	2.05	1.72	1.67	1.62	1.74	1.46
息税前投入资本回报率	20.01%	19.77%	16.77%	19.35%	18.46%	16.43%	14.32%	14.65%	14.60%	11.10%
营运资产总额	269,466.27	227,733.84	223,452.54	251,774.76	198,473.99	141,527.24	126,275.88	101,801.99	78,902.97	71,775.86
长期营运资产所占比重	49.00%	55.19%	55.09%	48.48%	55.64%	64.19%	61.93%	72.30%	76.98%	71.91%
资产总计	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本结构										
短期债务	0.00	1.28	14.60	0.00	0.00	0.00	94.49	801.42	29,854.31	19,561.87
长期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
有息债务	0.00	1.28	14.60	0.00	0.00	0.00	94.49	801.42	29,854.31	19,561.87
有息债务率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.04%	0.44%	24.67%	19.49%
债务的资金成本率(需自己计算)										
资产负债率	35.50%	34.94%	31.56%	29.55%	30.37%	26.91%	18.42%	23.61%	45.87%	40.07%
所有者权益(或股东权益)										
少数股东权益	-49,074.82	41,406.06	36,183.63	32,562.40	27,630.60	23,741.22	23,201.82	17,410.56	13,372.46	10,185.20
所有者权益合计	427,881.63	373,291.09	339,458.03	309,425.96	273,667.72	238,702.86	216,262.49	180,744.56	91,178.98	80,790.31
股东权益回报率	17.88%	18.13%	15.56%	17.36%	16.58%	15.29%	13.98%	12.03%	14.82%	11.31%
占用资本	427,881.63	373,292.37	339,472.63	309,425.96	273,667.72	238,702.86	216,356.98	181,545.98	121,033.29	100,364.18
财务杠杆	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.33	1.24
长期融资净值	295,832.04	247,602.27	216,363.46	187,358.62	163,237.49	147,852.50	138,057.30	107,140.66	30,436.01	29,173.37
短期融资净值	-290,983.95	-243,152.75	-212,226.89	-187,358.63	-163,197.49	-147,812.48	-138,017.32	-107,096.27	-30,386.47	-27,508.92

隨著營業規模的擴大，蘇泊爾的營運資本需求在過去10年從2億變為13.7億，營運資本的使用效率有所下降。不過現在比使用效率最差的年份有所回升，並且總體來說，應該還是在一個比較有效率的狀態。蘇泊爾的現金週期逐步縮短，說明其營運效率在進一步改善。（現金

週期是一個企業的存貨天數加應收款天數減去應付款天數，也就是一個企業從購買原材料支付現金到銷售收回現金，說明企業在營運環節需要自己投入現金的天數。現金週期越短，說明效率越高。)

對於蘇泊爾來說非常好的，長期資產週轉率提高了很多，長期資產使用效率非常高，收入從14.6億元到95.4億元增長了6倍多。但是，長期資產只是從5億多到13億多，增加了2.6倍。這可能一是由於蘇泊爾的資產使用效率提高，二是由於蘇泊爾的產品結構調整，高端產品比例提高。

由於長期資產週轉率提高，彌補了營運資本增長率下降的影響，投入資本週轉率總體上來說不斷在提升。營運效率在提高，營運的效果也得到進一步體現，息稅前投入資本回報率在過去10年一直在提升。

雖然蘇泊爾的資產負債率在30%上下，但是這些負債都是營運負債。請注意，蘇泊爾沒有需要支付利息的債務，有息債務率為0，其長期資本都來自股東權益，並且長期資本遠遠大於長期資產，長期融資淨值為30億元左右。蘇泊爾沒有任何財務上的風險，是極端穩健的公司。

在沒有運用財務槓桿的情況下，蘇泊爾的股東權益回報率在過去10年不斷得到提升，從2005年的11%到目前的18%左右。

16.2.3 合理估值

在行業空間不會遇到天花板，炊具和小家電的需求不斷更新，蘇泊爾的品牌護城河保護的條件下，從過去10年穩健並不斷改善的經營數據出發，採用現金流貼現模型，以過去5年現金流量表中的自由現金流為基數（保守的選擇），假設複合增長率為9%（過去5年和10年的複合增長率為27%和26%，因此我認為9%是一個比較保守的選擇），按10%的貼現率，公司合理的每股內在價值為62元。（很多模型用CAPM模型來確定公司的資金成本，用無風險利率加風險溢價來確定，風險通過貝塔係數計算，貝塔係數以公司股價的波動相對市場指數的波動來計算，我認為這是非常愚蠢的。公司的風險不是由貝塔係數衡量。公司的風險源自公司自身的自由現金流的波動，而不是股價的波動。

貝塔係數除了受到公司價值的影響，還受到市場情緒的影響，無法衡量公司的風險，這是貝塔係數最大的缺陷。我採用10%的折現率是因為，我期望公司帶給我的回報不低於10%，當然也可以用5年銀行存款利率作為折現率，反映對於一般人來說公司股票的價值。）如果考慮20%的安全邊際，則每股內在價值在50元附近；如果考慮敏感性，複合增長率降低至7%，則每股內在價值為35元。以目前20元左右的市場價格來說，蘇泊爾在未來將給投資者帶來滿意的投資回報。

16.3 五糧液的簡要分析（2016年4月11日）

我關注的公司名單前期列出了小天鵝、蘇泊爾、五糧液和白雲機場。上節我對蘇泊爾進行了一些財務數據的分析，並做了一個個人的內在價值評估。蘇泊爾有一些負面的新聞報道，但我認為瑕不掩瑜，這依然是一家優秀的長期將會給投資者帶來理想回報的公司。上述公司在2016年都給我帶來了讓我滿意的投資回報。

我們用財務數據來看一看我關心的另外一家公司——五糧液。五糧液於3月28日公佈了2015年年度報告，趨勢向好，但還需接下來的數據加以驗證。

財務報告的循環邏輯是：戰略決定投資，投資反映在投資活動現金流中；籌資滿足投資，籌資主要考慮資金成本以及投資活動的資金需求；投資活動決定資產質量和公司的未來；籌資活動決定資本結構；資產質量決定利潤表的收入和成本費用，資本結構決定財務費用；收入和成本費用轉化為經營活動現金流，經營活動現金流帶來自由現金流（企業真正賺到手的錢）；自由現金流用來支付利息、擴張規模和給股東分紅。自由現金流相當於企業的造血功能，如果自由現金流連續為負，則企業可持續經營存在問題，只能依賴於外部不斷輸血。

1. 從投資活動現金流看五糧液的策略

過去5年，五糧液購置長期資產支出的現金，減去處置長期資產收回的現金的淨投資額每年都在4億元左右（見表16-6），還沒有計提的長期資產的折舊攤銷金額多，因此在過去的幾年裡五糧液採取的是維持策

略（沒有收購其他企業，也沒有購建長期資產進行擴張）。淨投資額小於折舊攤銷，是因為房屋建築物等折舊其實無須後續的大規模投入進行更新。這也非常符合過去幾年的情況：由於銷售不是非常理想，因此採取維持規模才是現實的選擇。

2.從籌資活動現金流看不差錢的五糧液

五糧液不差錢，籌資活動沒有借款，籌資活動現金流量淨額連續多年都是流出，就是給股東分紅（見表16-7）。

表16-6 五糧液的投資活動

單位：萬元

項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
淨投資額	39 417.43	38 052.87	33 775.22	35 482.15	53 086.69
新投資額	-22 628.59	-29 238.02	-34 570.35	-35 241.27	-23 233.99
新投資額比例	-3.53%	-4.47%	-5.33%	-5.24%	-3.30%

表16-7 五糧液的籌資活動

單位：萬元

項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
籌資活動產生的現金 流量淨額	-235 491.30	-298 927.56	-321 903.34	-211 385.19	-150 313.72

3.五糧液的資產質量和資本結構

根據分析的需要，我們把五糧液的資產分為金融資產、長期股權投資、營運資產三大類。因為這些資產給股東賺錢的方式是不一樣的：金融資產是收取利息，長期股權投資是收取投資收益，營運資產是買原材料生產產品出售後賺錢。

五糧液的金融資產包括貨幣資金、交易性金融資產等，說得再簡單一點兒，就是銀行存款。一般的企業都是有銀行存款的同時會有一部分銀行貸款，五糧液沒有一分錢的銀行貸款，所以淨金融資產跟金融資產是等額的。說老實話，五糧液在2011~2015年每年賬上都有200個億的金融資產（見表16-8），看著讓人心疼。因為金融資產賺回來的錢太少了，收益率在3%左右。按照經典的財務理論，是不是還得加大分紅的力度，把這麼低收益的現金分紅給股東，來個10股派現金股利20~30元怎麼樣？

五糧液的長期股權投資做得不怎麼樣，投資收益率太低了。我最怕這種大公司手裡一有錢，就到處投資。很多公司不是沒錢死掉的，而是因為錢太多而很快死掉。

好了，我們接下來看看五糧液酒類資產的情況。出乎意料，五糧液真正用來生產酒的資產在2015年才169億元，比銀行存款還少，2011年更是隻有16.73億元。為什麼2011年會這麼少呢？這是因為2011年五糧液很厲害，經銷商拿貨都得預先付款，因此五糧液在生產經營環節根本不用自己投錢，反而產生預先收取貨款的沉澱。所以2011年的應收減去預收是-703 287.92萬元，也就是欠經銷商70多億，但是2012年年底只有-37億元。到2013年，經銷商意願不強烈，五糧液只好先發貨後收款，因此預收款項變成了應收賬款。這個情況持續至今，應收賬款持續增長。同時，因為經銷商拿貨意願不強，因此存貨也越積越多，到2015年有87億。不過，對於五糧液來說，好處是酒放在酒窖不會貶值，因此無須計提存貨跌價準備，這也是白酒企業的優勢之一吧。五糧液最近5年每年的利潤都有幾十個億，但是150多億其實並沒有真正賺到手，而是變成了存貨和應收賬款。不過，五糧液的營運資產質量都非常好。就按2014年和2015年的170億元營運資產算，這些資產每年能賺回來50億~60億元。營運資產收益率是多少？35%左右！

表16-8 五糧液的資產分析

单位：万元

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
金融资产	2 677 390.1	2 259 970.6	2 611 869.2	2 828 267.9	2 186 506.8
净金融资产	2 677 390.14	2 259 870.57	2 611 769.23	2 828 167.86	2 186 406.80
税后净金融资产收益	73 211.14	65 777.56	82 354.12	79 376.21	47 442.10
税后净金融资产收益率	2.97%	2.70%	3.03%	3.17%	2.63%
长期股权投资（与联营企业合营企业投资收益比较计算收益率）	90 200.95	86 786.49	12 057.74	12 035.11	13 087.54
长期股权投资收益率	3.79%	1.67%	0.47%	-0.33%	1.61%
营运资本需求	985 041.55	997 204.26	378 092.31	-370 482.15	-538 635.74
营运资本需求变动	-12 162.71	619 111.95	748 574.46	168 153.59	-259 808.26
营运资本需求占营业收入的比例	45.48%	47.46%	15.30%	-13.62%	-26.47%
应收账款-预收款项	677 835.82	663 425.96	287 623.26	-379 220.24	-703 287.92
应收周转率	3.20	3.17	8.59	-7.17	-2.89
存货	870 085.12	809 148.87	688 558.60	668 002.37	553 650.25
存货周转率	0.77	0.71	0.96	1.20	1.25
应付账款-预付款项	93 217.76	43 433.68	42 291.41	47 181.17	-1 997.97
应付周转率	7.16	13.29	15.63	16.99	-345.12
现金周期	539.23	599.45	399.31	231.81	167.99
长期营运资产	704 601.43	703 972.48	706 670.46	720 322.01	706 028.56
长期营运资产增长率	0.09%	-0.38%	-1.90%	2.02%	-2.87%
营业收入增长率	3.08%	-15.00%	-9.13%	33.66%	30.95%
营运资产总额	1 689 642.98	1 701 176.74	1 084 762.77	349 839.86	167 392.82
投入资本	4 457 234.07	4 047 933.80	3 708 689.74	3 190 142.83	2 366 987.16

有券商研究員的報告說五糧液的預收款項增加，開始反轉。雖有一定的道理，但是從存貨和應收賬款總體來說，好轉還不太明顯，尚需時日驗證，但是已經到谷底，則應該是大概率。

如果五糧液給股東分紅分掉200億元，則資產結構更合理，股東權益回報率會更高。2015年五糧液提出的增發，作為個人股東，我是強烈反對的。

五糧液的資本結構沒有債務，全部是股東權益。

4.五糧液的收入成本費用

在2013、2014年的下滑後，2015年五糧液的收入有止住下滑的跡象了，成本費用都還穩定，毛利率也還是不錯的，至少比中國的大多數企業強太多了（見表16-9）。更重要的是，不僅僅有淨利潤，而且現金結餘增加了。2013和2014年由於發貨的時候都是在還以前預收款項的賬，光發貨確認收入和利潤，但是其實沒多少現金結餘。2015年，經營活動現金流量淨額終於超過淨利潤了。

表16-9 五糧液的盈利能力分析

单位：万元

利润表	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
营业总收入	2 165 928.74	2 101 149.15	2 471 858.86	2 720 104.60	2 035 059.45
营业总成本	1 344 719.45	1 364 520.17	1 410 526.52	1 428 958.78	1 231 774.02
营业成本	667 196.33	577 202.94	661 041.09	801 572.44	689 541.13
毛利率	69.20%	72.53%	73.26%	70.53%	66.12%
营业税金及附加	178 467.57	151 723.64	184 903.00	200 570.42	160 164.41
营业税金及附加率	8.24%	7.22%	7.48%	7.37%	7.87%
销售费用	356 806.14	430 889.74	338 217.70	225 896.63	206 999.14
销售费用率	16.47%	20.51%	13.68%	8.30%	10.17%
管理费用	212 880.57	204 702.85	226 363.79	200 918.43	175 068.50
管理费用率	9.83%	9.74%	9.16%	7.39%	8.60%
总费用率	34.54%	37.47%	30.32%	23.06%	26.64%
息税前营业利润	747 998.13	736 013.83	1 060 832.53	1 290 876.99	802 041.06
企业自由现金流	566 502.79	545 628.78	773 003.90	954 476.52	598 428.49
自由现金流增长率	3.83%	-29.41%	-19.01%	59.50%	34.22%
息税前利润	755 538.25	735 814.06	1 067 133.02	1 297 735.11	807 765.49
息税前投入资本回报率	16.95%	18.18%	28.77%	40.68%	34.13%
减：财务费用	-73 211.14	-65 777.56	-82 687.97	-78 958.60	-47 658.74
税前利润	828 749.39	801 591.62	1 149 820.99	1 376 693.71	855 424.23
减：所得税	187 700.96	195 770.12	292 486.41	340 293.24	210 557.65
净利润	641 048.43	605 821.50	857 334.58	1 036 400.47	644 866.58
净利润现金含量	1.04	0.13	0.17	0.84	1.48

5.五糧液的自由現金流

不僅要有利潤，更重要的是口袋裡的錢要多。

經歷了2013、2014年的痛苦時段後，2015年五糧液的口袋終於越來越充實了（見表16-10）。其實，相比鋼鐵煤炭企業，五糧液的低谷日子算是非常好了。如果把低谷年份考慮進去（這不是常態，因此非常保守了），每年五糧液的經營資產可以給我們賺50億元現金回來。即使不考慮未來變好的情形，按現在的悲觀情況判斷，以永續年金的公式按8%的資金成本計算，經營資產值多少錢？50億元除以8%是600多億元。

表16-10 五糧液的經營活動現金流和自由現金流

單位：萬元

項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
經營活動產生的現金流量淨額	669 106.84	79 456.56	145 891.08	874 966.71	953 302.29
現金流量表的企业自由現金流（1）可用于支付利息、擴張規模、股東分紅	607 060.82	12 165.67	77 545.51	804 243.29	876 981.61

6.五糧液到底值多少錢

600多億元的經營資產加上267億元的金融資產（銀行存款按賬面價值計算），再加上9億元的長期股權投資，保守的價值在900億元，按38億股股本計算，則每股在23.5元。如果五糧液能回到正常年份的60億~80億元自由現金流，那麼價值應該在30元上方。因此，如果能回到前期的24元下方，它還是值得我們買入的（我在此價位買入了一部分）。

7.五糧液的問題

問題一是不喜歡喝酒，喝酒對人的健康不好。但是後來我想通了，既然世界上有那麼多酒鬼，勸也勸不過來，那麼就讓他們喝好了，我可以賺酒鬼們的錢。

問題二是五糧液集團太大，大的壞處是守著這麼好的資產，難免會有其他心思，想把錢用到別的地方去。比如，茅臺很賺錢，但是領導出事了。領導出事是什麼意思？意思就是沒有給股東好好幹活啊。

問題三是拿在手裡的錢太多，但是沒什麼好投資的，降低了股東的收益率。按我的看法，應該加大分紅比例，最好分掉200億元，但是估計這不太可能。

讓我們靜等五糧液回到買入價格吧。

16.4 30元的上海家化值不值得買（2016年4月12日）

我關注的公司名單前期列出了小天鵝、蘇泊爾、五糧液和白雲機場，之前對蘇泊爾和五糧液按照我自己設計的自由現金流模型，做出了我個人的價值判斷。本節來看看另外一家我也比較感興趣的公司（我在29.6元有少量買入，不多）。

1.關注的理由：行業

如表16-11所示，我國的家化行業是否可以產生一個千億市值的公司？寶潔的市值是2 250.73億美元，而上海家化是200億元人民幣出頭。中國的人口是否可以撐起一個千億市值的家化類公司？至少，從市場空間和潛力來說，這應該沒問題。但上海家化在2015年扣除賣掉子公司的投資收益，經營利潤為6億元左右，跟世界巨頭差得太遠了。對於上海家化來說，它是巨大的市場空間內一家幼小的公司！

表16-11 上海家化同行業公司

公司	2015 年净利润	约合人民币
宝洁	84.91 亿美元	553.3 亿元
联合利华	52.6 亿欧元	382.6 亿元
欧莱雅	34.9 亿欧元	253.8 亿元
雅诗兰黛	11.8 亿美元	76.9 亿元
拜尔斯道夫	6.71 亿欧元	48.7 亿元
爱茉莉太平洋	6.739 亿美元	37.1 亿元
科蒂	3.1 亿美元	20.2 亿元
资生堂	232 亿日元	13.4 亿元

2. 現在的投資決定公司的未來：上海家化投資活動分析

最近5年，上海家化的發展並沒有如人們預期般那樣進行規模擴張。某種程度上，在平安收購後，上海家化反而有所收縮。對於平安和現在的管理層來說，在萬眾矚目下，如何能夠真正有所發展，壓力是非常巨大的。

如表16-12所示，上海家化在過去5年並沒有通過併購進行擴張（淨合併額很少，甚至是負數，不僅沒有併購，反而在出售子公司），也沒有通過自己建工廠來擴張（購建長期資產減去處置長期資產的淨投資額不大，如果扣除折舊，則擴張生產能力的新投資額更少）。

因此，從過去5年來看，上海家化很難在接下來的日子裡有爆發式增長，除非在2016、2017年進行大規模的併購活動，但公司是否能找到合適的併購標的很難說。

3. 上海家化的資產質量

2015年12月31日，上海家化的金融資產為50億元（銀行存款和理財資金），其中很大一部分是出售天江藥業股權的資金收回。如果沒有好投資項目，賣掉股權幹什麼？並且那個公司的股權投資收益率每年都沒有低於20%，這麼好的資產上哪裡去找啊？董事會怎麼做決策的，人民幣拿手裡，不怕貶值啊？人家置換房子還知道先找好新房子，再考慮賣出舊房子。

表16-12 上海家化投資活動現金流

单位：万元

投资活动产生的现金流量	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1 421.01	208.75	78.64	227.31	84.63
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	191 688.81	720.43	0.00	-612.10	0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	49 446.39	9 928.88	15 765.76	13 451.67	9 079.93
净投资额	48 025.38	9 720.13	15 687.12	13 224.36	8 995.30
新投资额	37 870.62	-293.60	5 459.76	2 867.34	-3 091.60
新投资额比例	47.39%	-0.66%	11.77%	7.21%	-7.83%
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	0.00	0.00	6 700.83
净合并额	-191 688.81	-720.43	0.00	612.10	6 700.83
净资本支出	-143 663.43	8 999.70	15 687.12	13 836.46	15 696.13
净新资本支出	-153 818.19	-1 014.03	5 459.76	3 479.44	3 609.23
总投资额	-13 594.05	-34 675.29	44 407.60	20 362.07	22 387.17

上海家化經營資產中，用於存貨、應收賬款和應付賬款週轉的資金是負數，佔用了下游經銷商的資金；用於生產產品的廠房、土地、設備

為9億元左右，增加較多，是廠房搬遷引起的。上海家化必須趕快找到好項目，把金融資產轉換成好公司的股權。

4.上海家化的收入成本費用

收入增長速度下降，成本費用增長速度超過收入增長速度，從數據來看不太好。

5.上海家化的自由現金流

經營活動現金流淨額和自由現金流都大幅下滑。2015年自由現金流為4億元，最近5年平均為6億元。

6.30元的上海家化值不值得買

最近的數據顯示平安收購後並非一帆風順，在前期內鬥後，現在財務業績反而下滑，新管理層面臨重大考驗。在新管理層能證明他們可以引領公司重新走上增長的軌道之前，任何增長率的假設都過於樂觀。因此，我們只假設新管理層能止住下滑，維持最近5年的平均水平自由現金流，則經營類資產的價值在75億元左右，加上50億元的金融資產和1億元的子公司股權投資，則公司價值在126億元左右，估值在20元左右。目前30元的股價，並不是一個合適的買入價格。上述結論存在的變數，是上海家化接下來進行大規模併購可能帶來的影響，但是在沒有知道併購標的之前，我們對併購不能過於樂觀。

到目前為止，上海家化是一家讓人失望的公司。

16.5 是否應該買入4.5元以下的中國石化（2016年4月19日）

受累於油價下跌，中國石化的股價從2007年11月份的高點21元下跌後，再也未能回到當初的無限風光，目前股價低於5元。那麼，中國石化目前的價格是否可以考慮買入呢？

首先，我要說明的一點是：投資風格因人而異，有些投資者不喜歡大盤股，對我而言，無所謂大盤股、小盤股，只要價格遠低於價值，具備安全邊際的股票，我都喜歡。再直白一點兒，只要能讓我賺錢的股票，我都喜歡。

我給大家講講自由現金流通俗的解釋：自由現金流就是公司在資本保全的前提下賺到手的錢（現金利潤），就是可以支付利息，給股東分紅，擴大公司生產規模的錢，就是可以隨意花的錢。打個比方，你1個月的現金收入是1萬元，但是要還按揭貸款2 800元，孩子教育2 200元，扣掉這些必須花的錢以後，剩下的5 000元，才是你的自由現金流。你可以隨意支配它。

為什麼在判斷公司價值時我強調現金的概念？因為現金的計算採用收付實現制，必須有真實的現金流入和流出，企業造假相對難一些（會不會造假，也有，比如綠大地），相對來說比較真實；而利潤採用權責發生制，涉及很多人為的調整。我們要牢記：所謂賺錢，是在本金安全的前提下，投入現金，收回更多的現金，即風險得到控制下的現值最大化。

1.人類能否離開石油，石化的價格波動能否預測

一個好的公司應該是具有壟斷能力，具有定價權，讓人離不開的公司。

壟斷能力來自公司的專利技術、法律規定、品牌、先發優勢或者渠道。中國絕大多數公司的壟斷能力來自法律規定，比如銀行的牌照、菸草的專營。中國石化也屬於這一類，因此處於寡頭壟斷的行業結構中。在一個國家或者地區的經濟中，專利技術壟斷的企業越多，則全球競爭優勢越明顯，比如蘋果、微軟、英特爾、西門子，等等。中國目前經濟問題的根本點在於，具有技術優勢的企業實在太少，除了華為以外，能拿得出手的企業不多了。

不過，中國石化並不具有定價權。壟斷並不一定保證賺很多錢，比如中國鹽業、國家電網、城市供水等，因為涉及國計民生，因此政府會

有價格管制。

除了壟斷，還具有定價權，依然不夠，必須具備第三個因素——離不開。如果壟斷定價過高，那麼消費者可以選擇不消費或者少消費。

人類能否離開石油？至少我覺得在看得到的未來，人類應該是離不開石油的。

中國石化在上述三個因素中，具備了兩個：寡頭壟斷、離不開。但是，其沒有定價權。

因為沒有定價權，因此研究石油價格的波動就成了判斷中國石化價值的重點。不過，出於國家能源安全戰略，政府在研究“地板價”政策，可以保證中國石化的定價維持在一定的盈利水平之上。這也是中國特色市場經濟的優勢之一吧，國際油價漲的時候我們跟著漲，國際油價跌到一定程度時我們用地板價。2015年年報中的原文如下：

2015年，境內成品油市場需求增速進一步放緩。據統計，表觀消費量（包括汽油、柴油和煤油）為2.76億噸，同比增長1.2%。其中，汽油需求同比增長7.0%，煤油需求同比增長9.3%，柴油需求同比下降3.7%。境內成品油價格隨國際原油價格走勢隨時調整。境內提高了成品油消費稅並研究出臺成品油“地板價”政策。

因此，寡頭壟斷、離不開、地板價，構成了中國石化進行價值判斷的重要基礎假設。上述假設中，我認為最大的不確定性是離不開：新能源是否會大比例替代石油？電動汽車是否會在未來10~20年發展得無比迅猛？

2.中國石化的投資活動現金流

如表16-13所示，最近5年由於油價下跌，公司的資本性支出逐步縮減，並且在接下來的時間內，預計資本性支出將越來越接近於折舊攤銷的金額，即保證目前的生產經營規模穩定，不會大幅新增產能。

3.中國石化的籌資活動和資本結構

如表16-14所示，最近5年，公司的借入款項和償還債務的金額基本接近。2015年混改吸收投資收到的現金為1 054億元，籌資活動除此之外比較穩定。

籌資活動決定中國石化的資本結構。如表16-15所示，中國石化的有息債務率佔投入資本的比例基本在30%左右，2015年混改吸收投資的資金償還部分債務，有息債務率略降。有息債務率的資金成本在稅前3%左右（債務資金成本=債務資金應支付的利息-債務資金帶來的利息收入），因此具有比較明顯的債務低成本優勢。

表16-13 中國石化的投資活動現金流

单位：万元

投资活动产生的现金流量					
收回投资收到的现金	335 300.00	387 400.00	419 800.00	138 400.00	303 900.00
取得投资收益收到的现金	311 100.00	231 200.00	149 600.00	242 900.00	296 100.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	45 400.00	102 000.00	155 000.00	32 500.00	121 600.00
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	612 600.00	206 600.00	249 900.00	125 400.00	158 400.00
投资活动现金流入小计	1 304 400.00	927 200.00	974 300.00	1 026 200.00	1 886 200.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	10 265 700.00	12 438 100.00	15 494 600.00	15 814 800.00	14 281 300.00
净投资额	10 220 300.00	12 336 100.00	15 339 600.00	15 782 300.00	14 159 700.00
新投资额	511 400.00	3 164 200.00	7 130 500.00	8 738 300.00	7 853 500.00
新投资额比例	0.52%	3.23%	7.85%	10.60%	10.77%
投资支付的现金	2 333 200.00	1 385 500.00	3 348 700.00	1 024 600.00	748 800.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	8 900.00	253 200.00	0.00	0.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	391 800.00	113 700.00	5 000.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	12 999 600.00	14 190 500.00	18 848 300.00	17 354 100.00	15 987 000.00
投资活动产生的现金流量净额	-11 695 200.00	-13 263 300.00	-17 874 000.00	-16 327 900.00	-14 100 800.00
净合并额	8 900.00	253 200.00	0.00	0.00	0.00
净资本支出	10 229 200.00	12 589 300.00	15 339 600.00	15 782 300.00	14 159 700.00
净新资本支出	520 300.00	3 417 400.00	7 130 500.00	8 738 300.00	7 853 500.00
总投资额	9 166 800.00	9 666 600.00	14 210 400.00	15 768 200.00	15 096 900.00

表16-14 中國石化的籌資活動現金流

单位：万元

筹资活动产生的现金流量					
吸收投资收到的现金	10 547 700.00	412 800.00	3 210 200.00	147 400.00	11 700.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	10 547 700.00	412 000.00	1 269 600.00	147 400.00	11 700.00
取得借款收到的现金	109 024 100.00	112 844 700.00	114 289 000.00	85 031 700.00	53 639 700.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00	8 000 000.00	500 000.00
筹资活动现金流入差额（特殊报表科目）	0.00	0.00			
筹资活动现金流入差额（合计平衡项目）	0.00	0.00			
筹资活动现金流入小计	119 571 800.00	113 257 500.00	117 499 200.00	93 179 100.00	56 440 300.00
偿还债务支付的现金	115 283 700.00	111 448 100.00	110 545 700.00	82 006 700.00	53 266 700.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3 357 100.00	3 949 400.00	3 796 700.00	3 463 700.00	2 818 000.00
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	121 200.00	167 400.00	134 600.00	0.00	181 200.00
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	2 100.00	4 900.00	0.00	0.00
筹资活动现金流出差额（特殊报表科目）	0.00	0.00			
筹资活动现金流出差额（合计平衡项目）	0.00	0.00			
筹资活动现金流出小计	118 640 800.00	115 399 600.00	114 347 300.00	92 616 300.00	56 691 900.00
筹资活动产生的现金流量净额差额（合计平衡项目）	0.00	0.00			
筹资活动产生的现金流量净额	931 000.00	-2 142 100.00	3 151 900.00	562 800.00	-251 600.00

表16-15 中國石化的資本結構

单位：万元

资本结构					
短期债务	11 600 600.00	17 857 800.00	16 387 000.00	11 598 200.00	8 037 300.00
短期借款	7 472 900.00	16 668 800.00	10 812 100.00	7 022 800.00	3 698 500.00
应付利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
划分为持有待售的负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	1 127 700.00	1 189 000.00	4 574 900.00	1 575 400.00	4 338 800.00
应付短期债券	3 000 000.00	0.00	1 000 000.00	3 000 000.00	0.00
长期债务	13 974 600.00	15 093 200.00	14 559 000.00	16 211 600.00	15 445 700.00
长期借款	5 649 300.00	6 742 600.00	4 645 200.00	4 026 700.00	5 432 000.00
应付债券	8 325 300.00	8 350 600.00	9 913 800.00	12 184 900.00	10 013 700.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
有息债务	25 575 200.00	32 951 000.00	30 946 000.00	27 809 800.00	23 483 000.00
有息债务率	24.24%	33.35%	32.89%	33.40%	31.40%
债务的资金成本率(需自己计算)	3.53%	2.92%	2.03%	3.53%	2.79%
资产负债率	45.56%	55.41%	54.93%	55.86%	54.91%
其他资金来源:(政府补助等)	1 367 300.00	1 154 900.00	818 700.00	381 100.00	343 600.00
专项应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1 367 300.00	1 154 900.00	818 700.00	381 100.00	343 600.00
递延收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	78 562 300.00	64 709 500.00	62 326 000.00	55 060 100.00	50 952 500.00

4. 中國石化的資產結構和營運效率

如表16-16所示，中國石化的營運資本需求為負數，2015年為-1 160億元，因為應付賬款和預收款項的金額大於（應收賬款+預付款項+存貨）的金額。也就是說，中國石化通過欠上游供應商的資金和佔用下游客戶的資金，不僅可以解決生產經營所需的資金，還可以產生鉅額的長期資金沉澱。

表16-16 中國石化的資產結構

单位：万元

资产结构					
金融资产（按账面价值计算）	7 888 300.0	1 096 800.0	1 510 100.0	1 086 400.0	2 519 700.0
净金融资产	-17 686 900.00	-31 854 200.00	-29 435 900.00	-26 723 400.00	-20 963 300.00
长期股权投资	8 297 000.00	8 059 300.00	7 707 800.00	5 206 100.00	4 745 800.00
营运资本需求	-11 597 400.00	-10 535 000.00	-7 612 300.00	-6 483 100.00	-6 469 000.00
营运资本需求变动	-1 062 400.00	-2 922 700.00	-1 129 200.00	-14 100.00	937 200.00
长期营运资产	100 916 900.00	100 194 300.00	92 485 100.00	83 441 600.00	73 982 600.00
长期营运资产增长率	0.72%	8.34%	10.84%	12.79%	9.46%
营业收入增长率	-28.56%	-1.89%	3.38%	11.19%	30.97%
固定资产	73 257 700.00	70 348 500.00	66 959 500.00	58 896 900.00	56 593 600.00
固定资产增加额	2 909 200.00	3 389 000.00	8 062 600.00	2 303 300.00	2 523 600.00
固定资产增长率	4.14%	5.06%	13.69%	4.07%	4.67%
固定资产周转率	2.76	4.02	4.30	4.73	4.43
在建工程	15 227 600.00	17 766 700.00	16 063 000.00	16 897 700.00	11 131 100.00
营运资产总额	89 319 500.00	89 659 300.00	84 872 800.00	76 958 500.00	67 513 600.00
投入资本	105 504 800.00	98 815 400.00	94 090 700.00	83 251 000.00	74 779 100.00

2015年年底中國石化的金融資產為789億元，長期營運資產與2014年很接近，為10 092億元。由於投資活動收縮，預計未來長期經營資產不會出現大幅增長（在建工程轉固定資產的金額很接近每年的折舊攤銷）。

金融資產+營運資本需求+長期經營資產+長期股權投資=10 550億元的投入資本

在我們的分析中，標準資產負債表中的負債按是否需要支付利息劃分為經營負債和有息債務。應付賬款等經營負債來自經營活動，和應收賬款、存貨等經營資產一起，作為營運資本需求來進行管理，並構成資產結構的一部分進行分析決策。有息債務來自籌資活動，取決於企業的籌資決策。需要支付資金成本的資金總和，我們定義為投入資本，通俗地說，就是企業做生意的時候需要募集的本金。這部分本金需要給予資金提供方一定的預期回報。

5.中國石化資產結構和資本結構的管理

如表16-17所示，從中國石化的簡化結構可以看出，基本採用匹配的資本結構和資產結構管理，用長期資金來源滿足長期資產的資金需求，用短期資金來源滿足短期的資金需求。匹配策略是財務風險較低的一種策略。

表16-17 中國石化的資產結構和資本結構

资产			债务和股东权益	
金融资产	金融资产	现金 现金等价物 其他金融资产 789 亿元	资本来源 结构以及资 本的长短期 结构体现财 务风险	<ul style="list-style-type: none"> • 短期借款 1 160 亿元 • 长期借款 1 397 亿元
	长期股权投资	长期股权投资 830 亿元		
营运周期和 现金周期体现 管理周期及短 期经营风险	营运资产： 营运现金、应收 账款、应收票据、存货、预付 款项等 减：营运负债： 预收款项、 应付账款、应付职工薪酬等 = 营运资本需求 -1160 亿元			
经营资产 及经营风险	长期资产周 转率体现长期 资产回收风险 长期资产： 固定资产、无形 资产、在建工程 10092 亿元	<ul style="list-style-type: none"> • 股东权益 7 856 亿元 • 其他非流动负 债 137 亿元 		

6. 中國石化的盈利能力

如表16-18所示，由於成品油價格調價幅度小於原油價格下跌幅度，因此中國石化的毛利率在上升，但是這部分收益被國家以上調的消費稅收走了。

7. 中國石化的自由現金流

中國石化的自由現金流如表16-19所示。

8. 僅供參考的分析結論

基於歷史數據提供的假設以及未來分析提供的基礎，尤其是地板價的假設，2015年應該已經是比較壞的年份。作為一體化的能源公司，如果國內成品油價格不再下調，以2015年的自由現金流為基準，以5%的資金回報進行貼現，則每股內在價值為6.46元（見表16-20）。考慮到地板價的保護，如果國際油價可能上漲帶來期權價值，則在中國石化股價低於4.5元時，應該可以買入；如果低於4元，則從價值的角度，可以積極買入並等待價值的迴歸。

表16-18 中國石化的盈利能力分析

单位：万元

利润表	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
营业总收入	201 888 300.00	282 591 400.00	288 031 100.00	278 604 500.00	250 568 300.00
收入现金含量	1.14	1.11	1.12	1.16	1.15
营业总收入增长率	-28.56%	-1.89%	3.38%	11.19%	30.97%
营运资产增长率	0.72%	3.23%	7.85%	10.60%	10.77%
营业总成本	197 611 000.00	313 389 000.21	318 891 400.26	308 041 700.36	279 711 400.62
成本付现率	90.38%	84.43%	86.15%	90.14%	87.24%
营业成本	159 277 100.00	242 901 700.00	245 704 100.00	237 223 500.00	209 319 900.00
营业成本变动率	-34.43%	-1.14%	3.57%	13.33%	36.18%
毛利	42 611 200.00	39 689 700.00	42 327 000.00	41 381 000.00	41 248 400.00
毛利率	21.11%	14.04%	14.70%	14.85%	16.46%
营业税金及附加	23 634 300.00	19 120 200.00	19 067 200.00	18 848 300.00	18 994 900.00
营业税金及附加率	11.71%	6.77%	6.62%	6.77%	7.58%
销售费用	4 687 200.00	4 627 400.00	4 435 900.00	4 029 900.00	3 839 900.00
销售费用率	2.32%	1.64%	1.54%	1.45%	1.53%
管理费用	7 188 100.00	7 050 000.00	7 357 200.00	6 559 000.00	6 308 300.00
管理费用率	3.56%	2.49%	2.55%	2.35%	2.52%
总费用率	17.59%	10.90%	10.71%	10.57%	11.63%

表16-19 中國石化的自由現金流

单位：万元

经营活动产生的现金流量净额	16 581 800.00	14 834 700.00	15 189 300.00	14 346 200.00	15 118 100.00
教科书自由现金流	4 886 600.00	1 571 400.00	-2 684 700.00	-1 981 700.00	1 017 300.00
现金流量表的企业自由现金流	6 434 550.00	5 320 850.00	6 778 000.00	6 906 900.00	8 521 350.00

表16-20 中國石化的內在結論

单位：万元

零增长假设	
(1) 2015年的自由现金流为基准	6 945 000.00
(2) 折现率	7.42%
(3) 营运类资产的价值 = (1) / (2)	93 598 382.75
(4) 加：金融资产	18 764 800.00
(5) 减：公司债务	20 446 500.00
(6) 公司价值 = (3) + (4) - (5)	91 916 682.75
(7) 少数股东比例	14.85%
(8) 归属于上市公司股东的价值 = (6) × (7)	78 268 642.52
(9) 股本 (万股)	12 107 121.00
(10) 每股内在价值 (元) = (8) / (9)	6.46

16.6 我為什麼看好白雲機場 (2016年5月10日)

我是從2015年滬港通後開始關注白雲機場的。滬港通後，上海證券交易所的上海機場漲勢很猛，最高到了40多元，現在還在30元左右（按照很多基金的評價方法：比起大盤從5 000多點到現在的點位，跑贏大盤了）。當然，我們追求的是絕對盈利，而不是相對盈利，用比大盤跌得少來安慰自己，是需要阿Q精神的。為什麼上海機場會引起滬港通資金的關注？這其中一定有什麼理由。因此，我就分析了以下機場類公司，其中包括白雲機場。

主要觀點：機場類公司不會幫助我們股東獲得暴利，但是機場類公司的好處是經營比較穩定，現金流非常好。簡單點說，機場就是收取租金的公司，折舊攤銷收回的現金多數無須再次投入用於設備更新，因此機場的賺錢能力，遠比利潤表裡的利潤要高。

好了，我還是按照我的分析框架來給大家看看白雲機場到底值多少錢吧。

16.6.1 行業分析

(1) 機場是壟斷行業

機場是壟斷行業，幾乎不會有新進入者。對於樞紐機場，高鐵分流人數小於高鐵帶來的新增旅客數（尤其是實現高鐵、航空聯運後）。

(2) 機場的收費受到管制

機場和高速公路類似，通過即需繳納費用。費用受到政府管制，但相對固定，受經濟週期影響相對較小，抗風險能力較強。

(3) 一次投入長期收益

航站樓和跑道的使用壽命保守估計長達35年，造價合理的機場往往10年內便能收回成本。其後20餘年，不僅現金流遠好於淨利潤（大量折舊），收費還能隨著通貨膨脹持續提高。

(4) 過去及可預見的未來將保持增長

隨著出境遊增多，高鐵、航空聯運增多，樞紐航空的地位、人流和收入都將不斷提高。出境遊基本依靠飛機。高鐵行駛時間超過4小時或距離超過1 000公里，旅客仍傾向於選擇飛機出行。旅客增多、航班增多，造成航空性收入和非航收入雙增長；國際航線收費比國內航線高50%，出境遊旅客可支配收入更高，機場收入結構更好。

在可預見的未來，樞紐機場的增長還是比較樂觀的。

16.6.2 白雲機場未來情況

1.政府規劃

《廣東省人民政府辦公廳關於進一步加快民航業發展的意見》如下：

將廣州白雲國際機場建設成為我國三大國際航空樞紐之一，進一步強化廣州白雲國際機場對中南地區機場群的龍頭帶動作用。構建以廣州白雲國際機場為中心的國際中轉航線網絡，不斷提高中轉旅客比例，爭取到2020年達到15%以上。通過城際軌道與高鐵樞紐車站的連接，打造空鐵聯運綜合交通樞紐。

到2020年，白雲機場年旅客吞吐量將超過8 000萬人次。完善白雲機場與高鐵、城際軌道、城市軌道、專用輕軌、高速公路、城市道路等多種交通方式的銜接：①高速公路。形成以機場為核心的“二橫三縱”高速公路格局。②城際軌道。除現有地鐵3號線外，引入廣佛環城際、穗莞深城際、廣清城際3條城際軌道交通，串接T1、T2航站樓和遠期規劃的T3航站樓（和白雲機場T2航站樓同步完工）。③城市軌道。建設從廣州站經廣州北站至機場的直達快線。

2.公司規劃

白雲機場現有運力嚴重不足，如圖16-1所示。

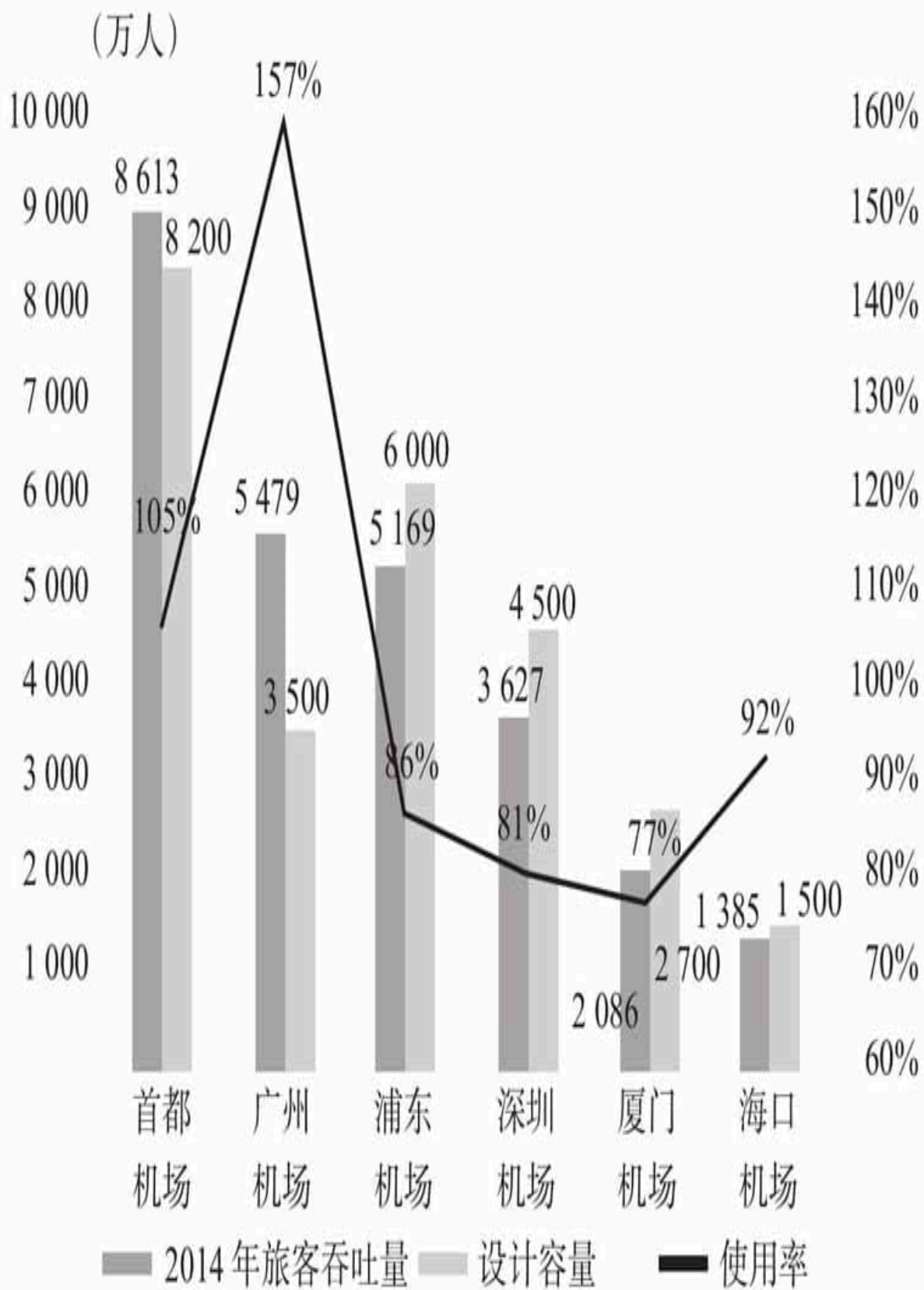


圖16-1 白雲機場現有運力嚴重不足

注：白雲機場2014年吞吐量是設計容量的157%，接近物理極限，短期內嚴重製約白雲機場的發展。

白雲機場公告了其擴建方案，擴建後兩個機場的設計容量均達到8 000萬人。白雲機場的擴建費用為170億（含第三跑道費用）。白雲機場擴建的經濟性比較如表16-21所示。

16.6.3 公司財務數據分析

1.3年後的白雲機場看現在的選擇

白雲機場過去5年的投資活動如表16-22所示。

表16-21 白雲機場擴建計劃最經濟，人均造價僅上海1/3

	2020年前 主要扩建计划	提升容量规 模(万人)	机场工程 造价(元)	按设计容量人 均造价(元)	备注
广州机场	T2航站楼、 第三跑道	4 500	170 亿	378	
浦东机场	卫星厅	2 000	201 亿	1 005	
北京	第二机场	7 200	约 500 亿	694	总投资 800 亿，中央补贴 180 亿，其余补贴未知 新机场与上市公司关系未知
厦门	新机场	3 000	约 250 亿	833	新机场与上市公司关系未知
海口机场	新航战楼、 新跑道	2 000	约 100 亿	500	机场工程 138 亿，中央、地 方各补贴 13 亿，其余补贴未知

在2015年之前，公司沒有什麼投資，投資金額沒有折舊攤銷多。（這再次驗證了——一旦建好，就無須大量後續投入的機場經營屬性。）擴建工程2015年開始，購建長期資產支付現金31億元，預計2018年年初建成投入使用。因此，2018年開始，白雲機場的運力將得到極大提升，當然折舊攤銷等成本屆時也會增加。

2. 白雲機場的資金缺口如何解決

白雲機場過去5年的籌資活動如表16-23所示。

白雲機場在2013年之前一直在償還以前機場建設的債務，直到2013年全部償還完畢。白雲機場每年都在給股東進行現金分紅。

但是，2015年開始的擴建工程需要170億元資金，怎麼解決呢？2015年白雲機場已經用自有資金投入31億元，2016年發債35億元，加上

2015年年底賬上的13億元，再加上2016年、2017年經營活動現金流累計的36億元左右，已經解決的資金為115億元。剩餘的資金缺口55億元預計會通過工程建設單位墊資施工的方式解決。工程增加負債90億~100億元，有望在2023年之前全部償還。

3.白雲機場的資產和債務分析

毋庸多言，白雲機場的資產質量非常好，絕對沒有被高估。白雲機場在2013年徹底償還全部債務，2016年開始擴建工程，將會提高債務比例。對於機場類低經營槓桿係數的公司，我個人的看法是應該適當地使用財務槓桿，以提高股東權益回報率。

過去5年白雲機場的股東權益回報率如表16-24所示。

4.白雲機場的收入、成本和費用分析

如表16-25所示，過去的若干年，白雲機場的收入增長超過成本、費用的增長，毛利率穩步提升，費用率穩步下降。尤其在2015年，收入上升，成本反而下降。

表16-22 白雲機場的投資活動現金流量

单位：万元

	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
报告期	年报	年报	年报	年报	年报
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
投资活动产生的现金流量：					
收回投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
取得投资收益收到的现金	801.32	741.00	255.20	585.20	416.24
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	66.62	93.33	55.80	27.49	70.95
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	1 002.00	1 271.00	1 000.00	7 205.05	5 000.00
投资活动现金流入小计	1 869.94	2 105.33	1 311.00	7 817.75	5 487.19
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	316 589.13	9 688.48	8 967.75	36 134.44	84 614.19
净投资额	316 522.51	9 595.15	8 911.95	36 106.95	84 543.24
新投资额	260 314.07	-61 369.92	-64 273.73	-44 186.75	16 822.18
新投资额比例	38.69%	-8.45%	-8.07%	-5.12%	1.86%
投资支付的现金	0.00	0.00	1 750.00	0.00	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	316 589.13	9 688.48	10 717.75	36 134.44	84 614.19
投资活动产生的现金流量净额	-314 719.19	-7 583.15	-9 406.75	-28 316.69	-79 127.00
净合并额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净资本支出	316 522.51	9 595.15	8 911.95	36 106.95	84 543.24
净新资本支出	260 314.07	-61 369.92	-64 273.73	-44 186.75	16 822.18
总投资额	281 345.96	-5 752.70	-14 894.06	36 152.96	151 745.31
现金自给率	55.26%	2 405.07%	2 089.96%	634.49%	165.57%

表16-23 白雲機場的籌資活動現金流量

单位：万元

筹资活动产生的现金流量	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
取得借款收到的现金	0.00	0.00	0.00	110 000.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	1 120.00	2 919.00	0.00	960.00	0.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00	150 000.00
筹资活动现金流入差额 (特殊报表科目)	0.00	0.00			
筹资活动现金流入差额 (合计平衡项目)	0.00	0.00			
筹资活动现金流入小计	1 120.00	2 919.00	0.00	110 960.00	150 000.00
偿还债务支付的现金	0.00	0.00	88 200.00	180 300.00	168 500.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	33 683.01	42 518.01	42 110.27	50 658.11	40 553.89
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	333.01	89.44	1 167.57	744.80	1 999.42
支付其他与筹资活动有关的现金	2 119.61	46.34	1 093.15	255.73	820.28
筹资活动现金流出差额 (特殊报表科目)	0.00	0.00			
筹资活动现金流出差额 (合计平衡项目)	0.00	0.00			
筹资活动现金流出小计	35 802.62	42 564.34	131 403.42	231 213.83	209 874.17
筹资活动产生的现金流量净额差额 (合计平衡项目)	0.00	0.00			
筹资活动产生的现金流量净额	-34 682.62	-39 645.34	-131 403.42	-120 253.83	-59 874.17

5.白雲機場的歷史自由現金流

因為白雲機場一次投入長期受益的屬性，因此白雲機場在工程建成投入使用後維持的資本性支出很少，從過去幾年的數據看，不超過1億元，就算再多算一點兒，2億撐死了。因此，按照以前我已經說過的自由現金流的定義，可以用經營活動現金流量淨額-2億元來計算白雲機場的自由現金流。

表16-24 白雲機場的股東權益回報率

項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
股東權益回報率	13.24%	13.05%	11.83%	10.57%	10.29%
息稅前銷售利潤率	30.33%	27.38%	25.14%	24.00%	24.67%
投入資本周轉率	0.57	0.61	0.63	0.54	0.47
息稅前投入資本回報率	17.16%	16.75%	15.73%	13.08%	11.69%
財務成本率	1.03	1.02	1.00	0.95	0.93
財務槓桿率	1.02	1.02	1.02	1.15	1.26
所得稅負擔	73.88%	74.65%	73.71%	74.11%	74.76%
股東權益回報率	13.24%	13.05%	11.83%	10.57%	10.29%

表16-25 白雲機場的盈利能力分析

单位：万元

利润表	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
报告期	年报	年报	年报	年报	年报
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
营业总收入	561973.54	552 767.86	514 131.34	467 331.54	423 935.16
收入现金含量	1.05	1.05	1.06	1.02	0.99
营业总收入增长率	1.67%	7.51%	10.01%	10.24%	9.67%
营运资产增长率	45.66%	-7.34%	-8.78%	-7.82%	-4.35%
营业总成本	389 034.24	612 288.20	570 887.20	530 875.07	482 712.81
成本付现率	85.47%	49.24%	49.45%	44.01%	48.24%
营业成本	336 617.54	339 268.50	326 125.19	285 287.61	265 441.40
营业成本变动率	-0.78%	4.03%	14.31%	7.48%	8.23%
毛利	225 356.00	213 499.36	188 006.15	182 043.93	158 493.76
毛利率	40.10%	38.62%	36.57%	38.95%	37.39%
营业税金及附加	4 566.84	4 664.57	4 779.26	16 642.48	16 920.04
营业税金及附加率	0.81%	0.84%	0.93%	3.56%	3.99%
销售费用	10 291.29	9 268.27	8 340.72	8 194.23	7 981.45
销售费用率	1.83%	1.68%	1.62%	1.75%	1.88%
管理费用	45 566.66	45 587.05	43 635.35	38 706.30	33 875.65
管理费用率	8.11%	8.25%	8.49%	8.28%	7.99%
总费用率	10.75%	10.77%	11.04%	13.60%	13.86%

白雲機場過去5年的經營活動現金流量如表16-26所示，過去5年平均在17億元以上，因此自由現金流在15億元以上。

表16-26 白雲機場的自由現金流

单位：万元

	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
报告期	年报	年报	年报	年报	年报
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
经营活动产生的现金流量：					
销售商品、提供劳务收到的现金	588 064.63	580 485.45	545 041.14	476 451.15	420 852.10
收到的税费返还	0.00	0.00	0.00	0.00	30.28
收到其他与经营活动有关的现金	13 188.06	5 507.96	5 730.13	2 228.26	5 011.18
经营活动现金流入（金融类）					
经营活动现金流入小计	601 252.69	585 993.41	550 771.28	478 679.41	425 893.55
购买商品、接受劳务支付的现金	140 571.95	131 213.21	124 118.04	98 827.83	108 077.13
支付给职工以及为职工支付的现金	191 934.80	170 301.71	158 171.78	134 805.69	124 800.83
支付的各项税费	77 058.13	81 520.51	54 099.81	52 519.77	50 538.02
支付其他与经营活动有关的现金	17 776.58	20 578.04	17 784.75	12 860.15	11 465.22
经营活动现金流出（金融类）					
经营活动现金流出小计	427 341.45	403 613.47	354 174.38	299 013.45	294 881.22
经营活动产生的现金流量净额	173 911.24	182 379.94	196 596.89	179 665.97	131 012.33

16.6.4 歷史+未來=估值

歷史數據和未來的分析給我們進行估值提供了合理假設的基礎。

1.白雲機場不擴建情況下的估值

如果不擴建，未來收費等都不變化，運力不增長，我們用零增長假設來對白雲機場進行估值如表16-27所示。考慮安全邊際，打個8折，則價值在13.5元左右。

表16-27 白雲機場的保守估值

单位：万元

零增长保守估计	
最近一年的自由现金流为基准	152 713.27
增长率	0.00
折现率为 8%	0.00
营运类资产的价值	1 908 915.93
加：金融资产	152 812.76
减：企业债务	0.00
企业价值	2 061 728.69
少数股东比例	0.04
归属于母公司股东的价值	1 976 621.35
股本（万股）	115 000.00
每股内在价值（元）	17.19

2. 白雲機場擴建情況下的估值

擴建的情況結合前面的政府規劃和公司規劃，預計2018年投入使用。因此，假設2016~2017年公司自由現金流零增長，2018~2022年運力逐步釋放帶來自由現金流年複合增長率15%，此後運力滿負荷，假設零增長。按上述假設，估值如表16-28所示，由於假設較多打個7折，則價值應該在15元上方。

表16-28 白雲機場增長假設下的估值

单位：万元

前 5 年平均自由现金流为基数	152 713.27
2016 ~ 2017 年零增长，2018 ~ 2011 年每年增长 15%，此后零增长	152 713.27
折现率为 8%	141 401.18
营运类资产的价值	3 532 836.69
加：金融资产	152 812.76
减：企业债务	1 000 000.00
企业价值	2 685 649.45
少数股东比例	0.04
归属于母公司股东的价值	2 574 786.91
股本（万股）	115 000.00
每股内在价值（元）	22.39

16.7 九陽股份能否騰飛（2016年5月23日）

我們來看看九陽股份的過去、今天和明天。

1. 行業

為什麼我在名單中一眼看到九陽股份，就想仔細看看這家公司的詳細資料？因為九陽股份與我最近分析的蘇泊爾和小天鵝處於相同的行業——廚房和小家電。這個細分行業的特點是目前還遠未到天花板，並且介於快速消費品和耐用消費品之間，更新的需求即可保證行業的穩定發展，給行業內的公司留下很大的未來發展空間，具體來說包括三點。

1) 換代重置：一、二線城市家庭進入了更新換代需求的高峰期，帶來大量的重置需求。

2) 模仿改善：農村部分家庭生活水平的不斷改善以及城鎮化的推進、中小型城市消費群體的年輕化，使得農村及三、四線城市小家電市場增速強勁。

3) 供給誘導：小家電自身更新週期短、產品個性化強，供給端也在推動消費升級。

九陽最出名的是豆漿機。正是抓住豆漿機的機會，九陽在2006~2010年有過快速發展，但由於單品空間所限以及競爭加劇，導致後面幾年業績滑落。

九陽過去10年的ROE都高於15%，在所有上市公司中的表現是非常優秀的。投資界經常說的一句話是：寧願以合理的價格買入一家優秀的公司，而不能以看似便宜的價格買入一家平庸的公司。對於身處競爭激烈的行業，但是有較好行業發展空間的這家優秀公司，其合理價格應該是多少呢？

2.未來的九陽會是怎樣

你3年前的選擇，成就你今天的生活；你現在的選擇，決定你3年後的樣子。

九陽過去和現在的投資活動，決定未來的九陽。在現金流量表的投資活動現金流量中，對一個公司的長遠發展會產生決定性作用的主要是長期資產的購建和處置活動、子公司的併購活動。

我們可以把“購建固定資產、無形資產和其他長期資產支付的現金”減去“處置固定資產、無形資產和其他長期資產收回的現金淨額”，稱為一個公司的“淨投資額”。如果考慮製造業企業生產設備折舊產生的長期資產更換問題，我們可以把“淨投資額”減去“折舊攤銷金額”稱為“新投資額”，以反映一個企業生產規模的增長情況。從現金流量表的上述項目，我們可以看出，過去10年九陽股份一直不斷地購建長期資產。

2015年之前的規模比較大，2015年購建的規模比較小，可能九陽股份接下來的當務之急不是購建長期資產，而是前期購建的長期資產如何能發揮更好的生產效率問題。

對一個公司還可能產生長遠影響的是併購活動。併購活動可以從“取得子公司支付的現金”減去“處置子公司支付的現金”來進行判斷，上述兩個項目的差額我們稱為“淨合併額”。如果淨合併額大於0，說明這家公司收購了新的子公司。我們需要對新子公司的業務以及經營情況進行分析，看看公司是否做了一筆劃算的併購交易。如果淨合併額小於0，說明這家公司賣掉了子公司，退出了某些領域。從過去10年的現金流量表來看，九陽股份採取了比較穩健的自我發展道路，沒有發生過併購活動。

而更難能可貴的是，九陽股份的投資活動資金完全來自自我創造的現金流入。從表16-29中可以看出，九陽股份的現金自給率在過去的年份都超過100%。所謂現金自給率，簡單地計算就是用經營活動產生的現金流量淨額除以投資活動產生的現金流量淨額，用來衡量一家公司自我創造的現金流量是否能夠滿足公司的投資活動資金需求。這個比率大於1，說明公司不需要額外的融資；這個比率小於1，說明公司存在著資金缺口。

3.九陽的資產負債

為了分析和估值的需要，我們把九陽股份的資產分為金融資產、長期股權投資和經營類資產三大類。

為什麼要分為上述三類呢？這是因為三類資產給公司帶來回報的方式是不一樣的。

金融資產帶來回報的方式基本上是收取利息、租金或者現金股利，併到期收回本金。在會計上，對金融資產一般來說採用公允價值或者攤餘成本來進行計量，從價值角度來說基本上報表上的金額是多少，在現實中大概就是值多少錢。在企業管理中，對金融資產的投資決策只需要計算投資收益率就可以做出判斷，因此相對來說比較容易。在我

們的分析中，金融資產包括貨幣資金、交易性金融資產、持有至到期投資、可供出售金融資產以及投資性房地產。

長期股權投資是對聯營企業和合營企業的股權投資。這部分資產是需要通過聯營企業和合營企業的經營活動來取得回報的，回報的方式主要是投資收益。但是長期股權投資與經營類資產的不同之處在於，前者公司成為股東，不直接介入經營活動。而第三類經營類資產則需要公司直接通過辛苦的經營活動取得回報。我們可以通過計算長期股權投資的收益率，對長期股權投資的價值做一個簡單的判斷。

經營類資產的價值比較難以判斷，需要通過計算經營類資產所產生的自由現金流，採用現金流貼現模型來進行估計和分析。對公司的估值，重點也是要解決經營類資產的估值問題。

表16-29 九陽股份的投資活動現金流量

单位：万元

投资活动产生的现金流量	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
收回投资收到的现金	277.20	0.00	10 000.00	0.00	35 262.74
取得投资收益收到的现金	3 213.05	3 415.77	2 840.40	108.88	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	12 904.08	155.99	41.07	129.64	59.50
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	12 146.57	0.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	11 100.00	30 027.50	360.00	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	27 494.33	33 599.26	25 388.04	238.52	35 322.24
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	7 131.78	14 208.75	23 385.58	20 002.60	14 467.33
净投资额	-5 772.30	14 052.76	23 344.51	19 872.96	14 407.83
新投资额	-14 109.21	6 785.21	17 302.45	13 873.40	8 889.58
新投资额比例	-16.29%	6.71%	14.68%	13.44%	9.66%
投资支付的现金	21 634.33	1 068.00	0.00	0.00	38 574.96
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	84 230.66	15 000.00	25 000.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	112 996.77	30 276.75	48 385.58	20 002.60	53 042.29
投资活动产生的现金流量净额	-85 502.44	3 322.51	-22 997.54	-19 764.07	-17 720.05
净合并额	0.00	0.00	-12 146.57	0.00	0.00
净资本支出	-5 772.30	14 052.76	11 197.94	19 872.96	14 407.83
净新资本支出	-14 109.21	6 785.21	5 155.88	13 873.40	8 889.58
总投资额	-1 673.00	5 926.56	42 144.81	48 888.45	51 365.08
现金自给率	100.73%		106.72%	153.01%	232.60%

我們來看看九陽股份過去幾年的金融資產，情況如表16-30所示。從表中我們可以看出，九陽股份的金融資產總額保持在10億元之上，2015

年年底在17億元，其中主要是貨幣資金。2014年、2015年開始可供出售金融資產增加（合夥企業基金），這部分金融資產是否能帶來良好的收益，尚有待觀察，畢竟投資失敗的例子比比皆是。

我們再來看看長期股權投資的情況（見表16-31）。長期股權投資收益率的簡單計算可以用利潤表中的“聯營企業和合營企業的投資收益”，除以資產負債表中的長期股權投資來計算。九陽股份的長期股權投資做得實在不怎麼樣，不僅收益率低，甚至多次出現虧損。這部分股權的價值從財務數據看，最多也就是資產負債表上的賬面數字。

表16-30 九陽股份的金融資產

单位：万元

	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
报告期	年报	年报	年报	年报	年报
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
资产结构					
金融资产	170 878.3	152 237.4	111 559.8	149 331.5	153 317.9
货币资金	114 810.34	123 350.89	106 184.23	148 922.45	152 870.57
划分为持有待售的资产	8 986.83	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	5 027.50	0.00	0.00
长期金融资产	46 161.43	28 338.24	0.00	0.00	0.00
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收利息	919.72	548.31	348.10	409.02	447.36
净金融资产	169 981.28	151 011.33	111 559.83	149 331.47	153 317.93

表16-31 九陽股份的長期股權投資

单位：万元

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
长期股权投资	11 277.29	9 463.24	8 894.68	3 894.18	3 957.83
长期股权投资收益率	-3.63%	1.89%	-6.88%	-1.63%	4.84%

九陽股份經營類資產的週轉效率在2015年比前幾年有所提高。

4.九陽的利潤

九陽股份經營類資產的利潤比較穩定，如表16-32所示。

表16-32 九陽股份經營資產的盈利能力分析

單位：萬元

利潤表	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
報告期	年報	年報	年報	年報	年報
報表類型	合併報表	合併報表	合併報表	合併報表	合併報表
營業總收入	706 008.91	594 351.33	532 812.16	494 183.60	519 933.11
收入現金含量	1.15	1.14	1.09	1.11	1.17
營業總收入增長率	18.79%	11.55%	7.82%	-4.95%	-2.75%
營業總成本	635 368.21	721 335.49	649 739.09	606 056.91	637 874.18
成本付現率	94.58%	70.59%	69.57%	68.65%	68.32%

最重要的是，最近兩年利潤的質量在變好，如表16-33所示。

表16-33 九陽股份的利潤質量

单位：万元

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
净利润	67 092.45	61 542.98	56 999.59	51 468.95	55 402.70
销售净利率	9.50%	10.35%	10.70%	10.41%	10.66%
净利润现金含量	1.28	0.97	0.43	0.59	0.74

5.九陽的自由現金流和估值

九陽股份的估值如表16-34所示。

表16-34 九陽股份的估值

单位：万元

最近一年的自由现金流为基准	77 787.71
年份	1.00
假设每年增长 3%	80 121.34
折现率为 8%	74 186.43
营运类资产的价值	1 508 775.96
加：金融资产	170 878.32
减：企业债务	897.04
企业价值	1 678 757.24
少数股东比例	0.04
归属于母公司股东的价值	1 616 564.86
股本（万股）	76 758.00
每股内在价值（元）	21.06

16.8 房地產公司的財務報表分析與估值：邏輯與模型——兼談三湘股份的年度報告（2016年5月29日）

聲明：本節講的是邏輯與模型，因此案例中的最終結論僅具有參考意義。三湘股份現已更名為三湘印象。

本節的幾點結論：

1) 公司在過去幾年不斷擴張，深耕上海市場（和燕郊），保證了方向的正確性。

2) 公司的資產結構和資本結構比較合理。公司的長期股權投資收益率偏低，股權投資後面的項目需要進一步提高經營活動效率。

3) 公司的稅費與同行業比較一致。但是公司的銷售費用波動太大，有幾個年份明顯高於同行業，需要具體分析，提高銷售費用投入的效果。公司的管理費用率明顯高於同行業。這一方面與規模有關（管理費用多數屬於固定費用，規模越大，費用率越低），另一方面與公司推行股權激勵有關。

4) 公司採取低週轉率、高毛利率政策。綠色科技地產所帶來的毛利率相較同行要明顯高出一部分，低週轉率對自籌資金的需求很大，因此公司在過去幾年的資金需求比較大（高週轉率模式更多的是利用預售款和拖欠建築公司的工程款）。

5) 公司規模不夠大，經營的波動性比較大，資信評級無法提升，因此資金成本明顯比大型房企高出較多。適當注意週轉速度，保持財務數據的穩定性和均衡性，有助於降低資金成本。從公司資金成本（8%）角度看，大規模持有物業的租金收益（不到4%）尚無法覆蓋資金成本。除非持有物業的價格能夠大幅上漲，否則不建議持有大規模物業。

6) 與不同公司的高週轉率、低毛利率政策相比，三湘股份的高毛利率無法抵消過低的低週轉率帶來的不利影響，總體盈利能力偏低。但是三湘股份目前可能無法採取高週轉率模式，因為高週轉率模式需要公司具備較多的職業經理人，三湘股份目前急需的是在現有情況下適當提高週轉率。

7) 觀印象公司的併購活動目前看是一筆公允的交易，有助於平滑公司業績，帶來每股2元左右的內在價值。是否可以創造更多的價值，需要看2018年後能否實現預測的業績數據。如果能夠實現，則每股內在價值在3元以上。

8) 公司的每股內在價值在12~15元，目前存在一定程度的低估。被低估的原因一定程度上可能是，市場無法對房地產行業做出一致的穩定預期，不看好房地產行業。三湘股份面臨的巨大挑戰是：①如何能夠連續地在土地市場得到價格合理的土地，從而創造出持續的自由現金流，為公司增值。如果無法拿到土地或者以過高的價格拿到土地，都有可能損害公司的價值。②2015年收購觀印象公司是三湘股份的戰略拓展。房地產項目現金流是脈衝式模式，觀印象公司現金流是持續穩步的上升模式，是否需要進一步開展併購增加此類現金流模式，是一個值得長期考慮的問題。

我們來講講房地產開發公司的財務報表分析與估值。房地產開發公司跟其他行業的公司的一個顯著不同是：房地產開發公司以項目為主，其現金流具有一次性特徵，現金流隨著項目土地的取得、建築、預售、移交、清盤，表現為支付現金（土地款、工程施工款等）、收取現金（預售款）、支付現金（稅款等）；而其他行業的公司，則是以廠房機器設備生產商品或者提供勞務帶來連續的現金流入和現金流出為特徵。因此，房地產開發不能以我們通用的自由現金流模型來進行分析和估值，而應該以項目現金流來進行分析和估值。當然，其最終的原理是一樣的：一個公司的價值，在於公司產生未來的淨現金流的現值。所有企業經營的核心目標依然是：在保證本金安全的前提下，投入現金，收回更多的現金！

16.8.1 如何從房地產開發公司的現金流量表看公司戰略

我們在之前講到，看一個公司的戰略和未來的時候，都強調要看公司現金流量表中投資活動的現金流量，以判斷公司是否通過購建（處置）長期資產或者併購（出售）活動進行擴張、維持或收縮。但是，對於房地產開發公司來說，則要通過現金流量表中經營活動的現金流量——採購商品、接受勞務支付的現金，來判斷房地產開發公司的戰略。因為房地產開發公司無須過多的固定資產，但是需要大量作為存貨的土地，因此從這個項目及其明細資料，我們可以判斷房地產開發公司拿了什麼地（住宅、商辦），多少地（擴張還是收縮），在哪裡

拿地（集中一線城市還是分散拿地）。為什麼這些信息非常重要？這是因為從戰略角度來說，方向比努力更重要，如果在錯誤的時間拿了錯誤的地塊，可能後續再努力都無法挽回當初的錯誤。上海的老牌房企中華企業在2015年鉅虧就屬於這種類型。

萬科在過去5年採購商品、接受勞務支付的現金如表16-35所示。由表可見，萬科在過去5年一直不停地拿地，並且從金額上來說，2015年創了歷史紀錄。從分析的角度，我們還需要關注這些土地的性質、地理位置等。

表16-35 萬科購買商品接受勞務支付的現金

單位：萬元

項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
购买商品、接受勞務支付的現金	12 997 942.48	9 523 183.23	12 865 695.28	8 732 365.23	8 491 824.36

三湘股份在過去5年採購商品、接受勞務支付的現金如表16-36所示。從絕對規模上來說，三湘股份跟萬科的差距很大，但是三湘股份在過去的5年裡，拿地的金額也不斷地增長，從2011年的16億元到2015年的41億元。

表16-36 三湘印象購買商品接受勞務支付的現金

單位：萬元

項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
购买商品、接受勞務支付的現金	417 295.78	201 718.86	214 782.10	88 377.27	160 169.05

從年度報告可以很容易地判斷，三湘股份的地塊在上海和北京的燕郊，集中在一線城市深耕。從方向性來說，在過去和接下來的一段時間內，這無疑是明智的決策。

從理論上來說，對於房地產公司，我們可以將每個房地產項目的未來現金流，按照一定的折現率折現計算現值，把所有房地產項目的現值相加就基本是房地產公司的價值。對於房地產公司來說，在拿地的時候，也可以按照這個方法來倒推，對土地進行定價。

例如，假設我們今天通過招拍掛方式，以10億元的價格拿了一塊規劃建築面積為10萬平方米的土地，樓面價10 000元。假設拿地3個月後開工，兩年後開始預售，第三年預售階段出售80%，第四年全部銷售完畢。假設每平方米建造成本為5 000元，施工階段開始預支付工程款1.6億元，後面第二年支付1.6億元，第三年支付1億元，尾款0.8億元後續清算支付。假設資金的機會成本是8%，銷售階段銷售費用占房款的2%（大型房企的標準），收到房款後預先繳納稅金佔銷售房款的15%（行業多數公司的比例）。那麼，我們今天就可以對這個項目進行估值（見表16-37），得出這個項目給公司新帶來的價值在2億元左右，加上初始投入的10億元，項目總價值為12億元。

三湘股份在2015年的一個重大事件是，併購張藝謀等作為股東的公司進入文化產業。該公司以“印象”“又見”等實景演出類項目中的收益為主，包括製作收入、門票分成、維護收入、相關收入（紀念品等）。文化產業和地產業務的區別在於，文化產業的現金流比較穩定，需要用現金流貼現模型來進行分析和估值。

實景演出的市場在過去10多年時間裡，呈現良好的增長趨勢，因此類似的項目在增加，市場競爭加劇。不過，觀印象公司具有先發優勢：最早進入，建立品牌；項目所佔據的地域優勢以及具體的地理位置都非常好，具有一定的壟斷性。實景演出的風險在於未來觀眾喜好的變化，但短期內看這種風險很小。

表16-37 房地產項目現值的計算

单位：万元

现金流出	现金流入	现金流出 (销售费用)	现金流出 (税费)	净现金流	项目现值
初始现金流出 C0 (买地支付的 现金 10 亿元), 规划面积 100 000 平方米, 楼面价 10 000 元				C0	假设资金成 本为 8%
1 000 000 000				-1 000 000 000	-1 000 000 000
3 个月后开工, 第一年建造成本支付的现金, 假设每平方米的成本为 5 000 元, 需要的总的 现金支付为 500 000 000 元; 分三期支付, 第一年预付款在施工开始阶段支付 1.6 亿元, 第二 年支付 1.6 亿元, 第三年支付 1 亿元, 第四年项目结束支付 0.8 亿元					
初始现金流 C0 建筑成本支付					
160000000				-160 000 000	-148 148 148.1
第二年现金流 C1 建造成本支付				C1	
160 000 000				-160 000 000	-137 174 211.2
第三年现金流 C2 建造成本支付	第二年年底 开始预售, 在第三 年带来的现金流 入按每平方米 25 000 元单价, 预售完成 80% 计算	销售推广 现金支出 (销售额 2% 计算)	税金预缴 (营业税费及 附加、企业 所得税累计 销售额 15% 左右)	C2	
100 000 000	2 000 000 000	40 000 000	300 000 000	1 560 000 000	1 238 378 296
第四年现金流 C3 建造成本支付	第四年尾盘 销售现金流入			C3	
80 000 000	500 000 000	10 000 000	75 000 000	335 000 000	246 235 000.7
				项目净现值	199 290 937.3

從併購公告可以看出，觀印象公司對2015~2018年的業績做出了承諾。在公告的觀印象公司資產評估報告中，資產評估公司對其到2030年的業績進行了預測，並採用了收益法進行評估。我們要討論的事情是：該評估是否具備合理的假設？結果是否符合邏輯以及預期？

我們可以來看看公告中有關的財務預測資料，如表16-38所示。

從公告中可以得知，目前在演出的項目有9個，按照2016年的數字測算，大概每個項目的票房分賬收入為800多萬元。注意，觀印象公司跟房地產業務的不同，一是穩定性比較好，二是利潤和現金流的時間比較一致（房地產業務的利潤和現金流由於會計準則規定，時間上存在著很大的不一致性）。因此，我們近似地用觀印象公司的收入、成本和利潤，作為現金流進行預計。四類收入中的票房分賬收入、維護收入、其他收入的穩定性和可預期性都很好，但是製作收入要看後期合作情況，存在著不確定性。我們採取比較保守的預計：到2018年一共製作完成16個項目（已進行和規劃中），後期不再有新的項目，每個項目的票房分賬收入為820萬元，則為1.3億元。假設維護收入和其他收入為3 000萬元，因為成本忽略不計，則利潤和現金流在1.6億元左右（最保守估計）。

表16-38 觀印象公司的財務預測資料

单位：万元

主营业务收入	2015年4~12月	2016年	2017年
制作收入	9 884.54	14 314.30	16 797.08
票房分账收入	5 319.28	7 506.15	9 007.61
维护收入	642.83	1 102.85	1 418.00
其他收入	832.61	1 391.70	1 391.70
合计	16 670.26	24 315.01	28 614.38
主营业务收入	2020年	2021年	2022年
制作收入	13 053.68	13 053.68	13 053.68
票房分账收入	14 731.56	16 190.07	17 563.44
维护收入	1 956.58	2,083.94	2 211.30
其他收入	1 391.70	1 391.70	1 391.70
合计	31 133.52	32 719.39	34 220.12
主营业务收入	2025年	2026年	2027年
制作收入	13 053.68	13 053.68	13 053.68
票房分账收入	21 638.92	22 997.41	24 355.90
维护收入	2 593.37	2 720.73	2 848.09
其他收入	1 391.70	1 391.70	1 391.70
合计	38,677.67	40,163.52	41 649.37
主营业务收入	2030年	2031年	2032年
制作收入	13 053.68	3,619.72	3 619.72
票房分账收入	28 431.37	29,789.86	30,299.29
维护收入	3 230.17	3 357.52	3 357.52
其他收入	1 391.70	1 391.70	1 391.70
合计	46,106.92	38 158.80	38,668.24

(续)

主营业务成本	2015年4~12月	2016年	2017年	2018年	2019年
演出成本	2 646.83	4 034.94	4 535.67	4 161.23	3 780.69
票房分账成本	-	-	-	-	-
维护成本	24.12	41.37	53.20	64.24	68.62
其他成本	644.91	270.72	270.72	270.72	270.72
合计	3 315.85	4 347.03	4 859.59	4 496.18	4 120.03
综合毛利率	82%	82%	83%	85%	86%
主营业务成本	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年
演出成本	3 780.69	3 780.69	3 780.69	3 780.69	3 780.69
票房分账成本	-	-	-	-	-
维护成本	73.40	78.18	82.96	87.73	92.51
其他成本	270.72	270.72	270.72	270.72	270.72
合计	4 124.81	4 129.59	4 134.37	4 139.14	4 143.92
综合毛利率	87%	87%	88%	88%	89%
主营业务成本	2025年	2026年	2027年	2028年	2029年
演出成本	3 780.69	3 780.69	3 780.69	3 780.69	3 780.69
票房分账成本	-	-	-	-	-
维护成本	97.29	102.07	106.85	111.62	116.40
其他成本	270.72	270.72	270.72	270.72	270.72
合计	4 148.70	4 153.48	4 158.25	4 163.03	4 167.81
综合毛利率	89%	90%	90%	90%	91%
主营业务成本	2030年	2031年	2032年	2033年	永续年期
演出成本	3 780.69	1 878.01	1 878.01	1 878.01	1 878.01
票房分账成本	-	-	-	-	-
维护成本	121.18	125.96	125.96	125.96	125.96
其他成本	270.72	270.72	270.72	270.72	270.72
合计	4 172.59	2 274.69	2 274.69	2 274.69	2 274.69
综合毛利率	91%	94%	94%	94%	94%

假設資金成本（預期回報率為8%，前4年業績承諾實現，2019年開始零增長保守計算，能永續經營，觀印象公司與各合作方的合作年限非常重要）：

$$NPV=1\text{億元}+1.3\text{億元}/1.08+1.6\text{億元}/1.08^2+1.63\text{億元}/0.08=19.75\text{億元}$$

如果按公告中的數據計算，則價值在45億元左右，遠遠高於上述數字，但是公告中的預測數據存在較大的不確定性。我們在保守和樂觀之間合理預計（旅遊市場從歷史上看每年有較快的增長，後續項目開發應該還會繼續），個人認為可能價值在30億~40億元左右。按照增發後的股本14億元計算，則每股內在價值在2~3元。

16.8.2 如何從房地產公司的資產結構看經營策略和效率

在16.7節中，我講了如何對一個公司的資產進行重分類和估值：金融資產、長期股權投資、經營類資產（週轉性資產和長期資產）。多數房地產公司都沒有太多的長期資產（固定資產、無形資產、在建工程等），資產主要集中在存貨項目和貨幣資金上。

房地產公司賺錢有兩種模式：高週轉、低毛利率模式和低週轉、高毛利率模式。第一種模式就是快速拿地、快速開發、快速銷售，比如萬科提出的5986高週轉模式，即拿地5個月動工，9個月銷售，第一個月售出八成，產品必須六成是住宅。高週轉模式的好處在於，用較少的資金撬動很高的經營負債槓桿，拿地付款後要求工程承包商帶資施工（佔用他人資金），9個月後即收回現金（收取客戶的預售款）。因此除了第一筆拿地的錢需要資金短暫投入外，其他環節的資金都來自經營融資（無利息），並且在預售回款後馬上可以用於新地塊的投入，但是高週轉模式下毛利率會比同行業的毛利率略微低一些。高週轉的前提是有很多的房地產開發項目，因此要求房地產公司必須具有一個陣容強大的職業經理人團隊，能應付多地開花、不斷建設的局面。

第二種模式是低週轉、高毛利率模式，拿一塊地，開發五六年，在中國房子價格上漲的情況下，因為前期拿地的價格比較便宜，因此賺的是房子價格上漲帶來的土地價格上漲的錢。從會計的角度看，因為成本較低、售價較高，因此比同行業的毛利率要高一些，並且低週轉模式對管理團隊的建設比起高週轉模式來相對要簡單些。

這兩種模式在房價上漲的情況下，很難說孰優孰劣。第一種模式一年買一次，毛利率20%，第二種模式三年賣一次，毛利率60%，兩者總體毛利率差不多。但是如果房價保持穩定，那麼顯然第一種模式要比第二種模式好。因為在房價穩定的情況下，第二種模式會變成低週轉、低毛利率。

我們先來看看萬科的數據，如表16-39所示。

表16-39 萬科的資產結構

单位：万元

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
金融资产	6 508 424.5	7 082 931.3	5 854 207.2	5 467 153.4	3 580 688.1
货币资金	5 318 038.10	6 271 525.34	4 436 540.98	5 229 154.21	3 423 951.43
长期金融资产	1 190 386.38	811 405.96	1 417 666.22	237 999.20	156 736.71
净金融资产	-1 463 821.97	151 150.13	-1 846 668.51	-1 759 734.46	-1 487 509.40
长期股权投资	3 350 342.35	1 923 365.74	1 063 748.57	704 030.65	642 649.45
长期股权投资收益率	7.14%	9.57%	9.40%	12.64%	10.02%
营运资本需求	10 039 482.01	7 951 545.35	10 163 970.33	8 683 714.47	7 150 391.87
营运资本周转率	1.95	1.84	1.33	1.19	1.00
营运资本需求 / 营业收入	51.34%	54.32%	75.06%	84.21%	99.61%
营运资产	49 372 179.96	40 205 403.96	39 768 117.54	31 048 219.52	24 840 714.06
营运负债	39 332 697.95	32 253 858.61	29 604 147.21	22 364 505.05	17 690 322.19
营运资产负债率	79.67%	80.22%	74.44%	72.03%	71.22%
应收账款 - 预收款项	-21 011 505.23	-17 985 526.52	-15 243 910.16	-12 913 742.90	-10 958 690.43
应收周转率	-0.93	-0.81	-0.89	-0.80	-0.66

存货	36 812 193.05	31 772 637.85	33 113 322.33	25 516 411.30	20 833 549.36
存货周转率	0.38	0.32	0.28	0.26	0.21
应付账款 - 预付款项	6 854 421.85	5 890 596.81	5 008 869.39	1 646 451.52	966 084.44
应付周转率	2.02	1.74	1.85	3.97	4.47
现金周期	399.31	472.69	694.55	874.64	1 120.30
长期营运资产	1 830 547.37	1 566 504.16	1 167 187.48	587 376.65	478 901.76
长期营运资产周转率	10.68	9.34	11.60	17.56	14.99
固定资产	491 747.92	230 835.17	212 976.79	161 225.72	159 586.27
在建工程	59 835.89	183 348.06	91 366.68	105 111.88	70 555.26
无形资产	104 499.11	87 754.75	43 007.42	42 684.69	43 547.43
商誉	20 168.98	20 168.98	20 168.98	20 168.98	0.00
长期待摊费用	44 788.34	33 899.90	6 351.05	4 231.67	4 099.94
递延所得税资产 (营运类)	516 654.08	401 620.03	352 526.21	305 485.79	232 624.19
减: 递延所得税负债	-55 843.08	-59 029.93	-67 271.57	-73 381.28	-77 890.61
其他非流动资产	648 696.13	667 907.20	508 061.92	21 849.20	46 379.28
营运资产总额	11 870 029.38	9 518 049.51	11 331 157.81	9 271 091.12	7 629 293.63
投入资本	21 728 796.21	18 524 346.55	18 249 113.58	15 442 275.18	11 852 631.22

在2015年12月31日，萬科報表中的總資產為6 113億元，資產負債率為77.70%。要注意，房地產公司的資產負債率都很高。對於房地產公司來說，我們要關注的不是資產負債率，而是有息債務率，因為房地產公司一般都用了很高的經營負債槓桿。如果扣除經營負債，那麼萬科的有息債務率為36.67%。

我們在分析房地產公司報表的時候，需要把經營資產和經營負債放到一起來綜合分析。在萬科4 937億元的經營資產（存貨3 681億元、預付款項等）中，3 933億元來自經營負債（預收款項2 101億元、應付賬款685億元等），這是什麼意思？簡單點說，萬科在開發房地產的過程中，基本用的都是別人的錢，經營資產負債率為80%，即開發房子的過程中100元錢裡面自己投了20元錢，同時用了別人的80元錢。我們把經營資產減去經營負債，可以計算出來萬科的營運資本需求為1 004億元，佔營業收入的比例為51.34%。也就是說，萬科投入1元錢進行經營活動，可以帶回來2元錢的營業收入。如果我們把經營負債扣除掉的話，萬科的股權資金和外部債務資金（財務上的投入資本）總額為2 173億元左右。

高週轉可以通過現金週期來衡量，萬科的現金週期在2015年為399天。現金週期=存貨的天數+應收的天數-應付的天數，萬科的存貨天數為960天左右，應收的天數為-390天左右（預先收款，因此應收天數是負數），應付的天數為180天左右。現金週期是房地產公司在經營過程中需要自己投入現金的天數。在3年左右的拿地、開發、銷售過程中，萬科自己投入現金的天數在400天左右。萬科在營運資產投入1 187億元的情況下，帶來1 955億元的收入，充分利用了高週轉的優勢。

萬科的金融資產（包含貨幣資金、可供出售金融資產、投資性房地產等）為650億元，長期股權投資為335億元。從收益率來看，這些資產的賬面價值大致就是這些資產的市場價值。萬科的長期股權投資質量還可以，過去5年的投資收益率在7%~12%。

萬科的長期營運資產為183億元。因為這些資產基本上就是自己使用的辦公樓、辦公設備等資產，並非製造業公司用於生產可以帶來收益的資產，因此無須過多考慮分析和估值問題，暫時按照賬面價值計算也關係不大。

我們再來看看保利地產的數據，如表16-40所示。

保利地產的週轉速度明顯要比萬科慢，現金週期在2015年為854天，因此保利地產在房地產業務中需要自己投入更多的資金。在3 472億元營

運資產中，可以通過營運負債解決的資金為1 862億元，自己需要投入1 610億元（萬科有4 937億元營運資產、3 933億元營運負債，在規模比保利地產大的情況下，自己只需投入1 004億元）。

表16-40 保利地產的資產結構

单位：万元

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
金融资产(按账面价值计算)	4 702 304.5	4 750 790.7	3 846 786.0	3 739 066.0	2 295 382.1
货币资金	3 748 491.54	4 006 951.26	3 375 296.98	3 267 270.26	1 815 261.57
长期金融资产	953 812.92	743 839.46	471 489.05	471 795.72	480 120.55
长期股权投资	481 929.03	354 576.40	338 208.29	135 079.42	98 658.14
长期股权投资收益率	20.57%	19.46%	18.68%	29.63%	-2.05%
营运资本需求	16 100 125.92	15 249 252.67	12 367 523.59	9 581 351.96	8 536 596.10
营运资本周转率	0.77	0.72	0.75	0.72	0.55
营运资产	34 719 027.05	31 078 849.93	26 925 508.50	21 045 532.30	16 983 877.18
营运负债	18 618 901.13	15 829 597.26	14 557 984.91	11 464 180.34	8 447 281.08
营运资产负债率	53.63%	50.93%	54.07%	54.47%	49.74%
应收账款-预收款项	-12 933 998.22	-10 994 877.27	-10 483 280.38	-8 866 662.99	-6 987 028.13
应收周转率	-0.95	-0.99	-0.88	-0.78	-0.67
存货	28 826 583.99	26 719 210.19	23 990 729.60	18 964 382.31	15 210 744.39
存货周转率	0.29	0.28	0.26	0.23	0.19
应付账款-预付款项	888 160.16	3 956.01	-60 516.03	-362 565.93	-299 978.77
应付周转率	9.28	1 873.67	-103.53	-12.13	-9.85
现金周期	854.28	947.55	986.80	1 134.60	1 374.54
长期营运资产	474 655.75	386 901.27	277 355.37	190 428.98	113 337.62
固定资产	315 529.77	247 763.08	198 503.95	137 843.13	93 980.16
无形资产	2 838.08	1 848.90	1 453.56	1 086.51	1 020.81
商誉	1 034.25	1 034.25	1 034.25	1 034.25	1 034.25
长期待摊费用	4 523.10	3 140.78	2 748.57	3 657.58	1 134.09
递延所得税资产(营运类)	156 134.54	138 560.27	79 742.27	53 562.58	26 369.78
减：递延所得税负债	-5 403.99	-5 446.01	-6 127.23	-6 755.07	-10 201.47
营运资产总额	16 574 781.67	15 636 153.94	12 644 878.96	9 771 780.94	8 649 933.72
投入资本	21 759 015.16	20 741 521.06	16 829 873.28	13 645 926.34	11 043 973.98
营运资产总额	16 574 781.67	15 636 153.94	12 644 878.96	9 771 780.94	8 649 933.72
资产总计	40 383 320.30	36 576 564.33	31 393 985.43	25 116 861.76	19 501 456.53

保利地產的金融資產為470億元，長期股權投資為48億元（相比萬科的335億元，顯然小得多，但是股權投資的收益率非常高，因此這些股權的價值應該也不錯），暫時就按資產負債表上的金額進行估值，合計520億元左右。

我們再來看看另外一家公司三湘股份的數據，如表16-41所示。

表16-41 三湘股份的資產結構

单位：万元

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
金融资产	76 409.2	251 033.4	89 105.2	113 589.7	59 644.9
货币资金	35 615.34	196 956.28	45 068.75	82 328.51	38 965.90
长期金融资产	40 793.83	54 077.14	44 036.46	31 261.16	20 678.98
长期股权投资	36 950.76	40 219.06	54 923.74	21 813.96	19 431.56
长期股权投资收益率	-0.73%	0.77%	0.20%	10.74%	0.14%
营运资本需求	618 972.57	525 857.43	313 521.49	126 433.36	144 518.60
营运资本周转率	0.08	0.24	0.89	1.49	0.63
营运资产	1 197 485.21	831 389.57	638 359.64	372 240.43	375 499.13
营运负债	578 512.64	305 532.14	324 838.15	245 807.07	230 980.53
营运资产负债率	48.31%	36.75%	50.89%	66.03%	61.51%
营运负债杠杆	0.93	0.58	1.04	1.94	1.60
应收账款 - 预收款项	-442 559.64	-164 341.50	-111 212.58	-128 680.89	-163 038.74
应收周转率	-0.12	-0.77	-2.50	-1.47	-0.56
存货	1 184 590.61	768 309.42	615 332.20	341 755.44	365 105.88
存货周转率	0.03	0.11	0.27	0.35	0.13
应付账款 - 预付款项	36 692.25	36 713.31	40 416.57	34 276.68	22 082.07
应付周转率	0.86	2.21	4.14	3.53	2.13
现金周期	10 235.95	2 813.56	1 109.34	677.50	2 008.22
长期营运资产	28 310.72	18 955.15	14 091.70	14 072.02	22 336.52
固定资产	5 344.91	5 460.12	5 022.00	4 431.31	4 743.52
商誉	8 975.00	8 975.00	8 975.00	0.00	0.00
长期待摊费用	1 252.31	1 868.24	1 147.50	2.26	5.52
递延所得税资产(营运类)	21 230.39	12 862.53	10 067.60	9 519.55	9 825.62
减：递延所得税负债	-8 502.20	-10 224.98	-11 129.04	0.00	0.00
营运资产总额	647 283.29	544 812.58	327 613.19	140 505.38	166 855.12
投入资本	760 643.22	836 065.06	471 642.14	275 909.01	245 931.56
营运资产总额	647 283.29	544 812.58	327 613.19	140 505.38	166 855.12
资产总计	1 347 658.05	1 151 822.18	807 609.34	521 716.07	476 912.09

很顯然，三湘股份是低週轉模式的公司，現金週期明顯要比前面兩家公司來得長。這也與公司規模有關，只有高週轉才能做大企業規模，而低週轉公司必須力爭在每個項目上賺更多的錢。因為低週轉，所以公司必須自己在經營活動中投入較多的資金，在營運資產120億元中，58億元來自經營負債，62億元需要自己投入資金（這個金額佔營運資產的比例為51%，萬科為20%，保利地產為46%）。

三湘股份的金融資產為7.6億元，長期股權投資為3.7億元，但顯然長期股權投資的收益率不是非常理想，暫時按照資產負債表的金額作為價值來進行測算。

16.8.3 如何從房地產公司的資本結構看財務風險

萬科的資本結構和資產結構如表16-42所示。

表16-42 萬科的資本結構和資產結構

单位：万元

资产结构		资本结构	
金融资产	6 508 424.50	短期债务	2 687 806.80
长期股权投资	3 350 342.35	长期债务	5 284 439.65
营运资本需求	10 039 482.01	有息债务	7 972 246.45
长期资产	1 830 547.37	有息债务率	36.67%
		债务的资金成本率(需自己计算)	6.91%
		其他资金来源:(政府补助等)	137807.56
		所有者权益	13 630 961.73
合计	21 728 796.23	合计	21 728 796.23

從表16-42中可以看出，萬科的金融資產高於短期債務，因此金融資產中有一部分資金來自長期資金。長期債務和股東權益這些長期資金來源在滿足了長期股權投資、長期資產和營運資本需求等長期資金需求以外，還有一部分在金融資產中用以抓住各種商業機會。有息債務率為36.67%，債務的資金成本率為6.91%，在房地產公司中屬於資金成本較低的公司。因此萬科採取的是一種比較穩妥的資本資產結構管理。

保利地產的資本結構和資產結構如表16-43所示。

從表16-43中可以看出，保利地產的金融資產高於短期債務，因此金融資產中有一部分資金來自長期資金。長期債務和股東權益這些長期資金來源在滿足了長期股權投資、長期資產和營運資本需求等長期資金需求以外，還有一部分在金融資產中用以抓住各種商業機會。有息債務率為55.35%，債務的資金成本率為7.98%，比萬科都要高。雖然從總體結構看風險依然可控，但是顯然財務風險要比萬科高。

最後看看2015年12月31日三湘股份的報表數據，如表16-44所示。

表16-43 保利地產的資本結構和資產結構

單位：萬元

資產結構		資本結構	
金融資產	4 702 304.5	短期債務	3 563 541.35
長期股權投資	481 929.03	長期債務	8 480 503.64
營運資本需求	16 100 125.92	有息債務	12 044 044.99
長期資產	474 655.75	有息債務率	55.35%
		債務的資金成本率(需自己計算)	7.98%
		其他資金來源：(政府補助等)	
		所有者權益	9 714 970.20
合計	21 759 015.20	合計	21 759 015.20

表16-44 三湘股份的資產結構和資本結構

单位：万元

资产结构		资本结构	
金融资产	76 409.2	短期债务	68 879.08
长期股权投资	36 950.76	长期债务	390 009.51
营运资本需求	618 972.57	有息债务	458 888.59
长期资产	28 310.72	有息债务率	60.33%
		债务的资金成本率(需自己计算)	9.64%
		其他资金来源:(政府补助等)	
		所有者权益	301 688.61
合计	760 643.25	合计	760 643.25

從表16-44中可以看出，三湘股份的金融資產略高於短期債務，因此金融資產中有一部分資金來自長期資金。長期債務和股東權益這些長期資金來源在滿足了長期股權投資、長期資產和營運資本需求等長期資金需求以外，還有一部分用於金融資產。有息債務率為60.33%，債務的資金成本率為9.64%，由於規模比前兩者小，因此融資成本比前兩家公司都要高。

16.8.4 如何從房地產公司的利潤表看成本費用

對於房地產公司來說，因為收入確認和現金流之間的時間差，利潤表的信息含量不大（由於收入確認的時點在某種程度上可以受到房地產公司的調節，因此利潤表的數字有時候會受到扭曲，這個時候現金流

的數據反而更加有信息含量)。但是存在收入和成本確認的配比原則，因此毛利率指標還是可以反映一家公司的經營情況的。萬科的毛利率如表16-45所示。隨著表格中顯示的週轉速度逐年提高，毛利率逐年降低，構成了高週轉、低毛利率的模式。不過，高週轉帶來的規模效應顯著降低了萬科的總費用率，從2011年的18%降低到2015年的13.74%。

表16-45 萬科的盈利能力分析

单位：万元

利润表	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
营业总收入	19 554 913.00	14 638 800.45	13 541 879.11	10 311 624.51	7 178 274.98
营业总成本	22 241 308.77	16 797 926.29	15 383 134.89	11 986 923.84	8 469 653.54
营业成本	13 815 062.87	10 255 706.37	9 279 765.08	6 542 161.43	4 322 816.36
毛利	5 739 850.13	4 383 094.08	4 262 114.03	3 769 463.08	2 855 458.62
毛利率	29.35%	29.94%	31.47%	36.56%	39.78%
营业税金及附加	1 798 042.68	1 316 674.59	1 154 499.81	1 091 629.75	777 878.61
营业税金及附加率	9.19%	8.99%	8.53%	10.59%	10.84%
销售费用	413 827.36	452 188.95	386 471.36	305 637.77	255 677.51
销售费用率	2.12%	3.09%	2.85%	2.96%	3.56%
管理费用	474 524.98	390 261.77	300 283.76	278 030.80	257 821.46
管理费用率	2.43%	2.67%	2.22%	2.70%	3.59%
总费用率	13.74%	14.75%	13.60%	16.25%	17.99%

保利地產的毛利率如表16-46所示，比萬科要略高一些，並且隨著規模效應的作用（規模增加的同時有些固定費用無須增加），總費用率也呈現逐年下降的趨勢。保利地產由於國有控股的特徵，其管理人員的報酬低於萬科。這在某種程度上也是管理費用率低於萬科的原因之一。

如表16-47，三湘股份的毛利率顯著高於上述兩家公司，這與公司科技地產、綠色地產的差異化定位有關。由於規模較小，因此總費用率無法通過規模效應來降低，要顯著高於前兩家公司。

三家公司的營業稅金及附加率差不多，這是因為國家的稅收政策對所有公司來說都是一樣的。

但是，高毛利率能否抵消低週轉的影響，是值得思考的一個問題。如表16-48所示，萬科的利潤率雖然低，但是通過高週轉實現了15.78%的息稅前投入資本回報率。

表16-46 保利地產的盈利能力分析

单位：万元

利润表	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
营业总收入	12 342 878.42	10 905 649.71	9 235 552.42	6 890 575.67	4 703 622.22
营业总成本	10 169 693.46	12 432 892.43	10 563 865.56	7 989 434.86	5 411 247.54
营业成本	8 245 330.57	7 412 257.33	6 265 521.52	4 397 208.18	2 953 680.26
毛利	4 097 547.85	3 493 392.38	2 970 030.90	2 493 367.49	1 749 941.96
毛利率	33.20%	32.03%	32.16%	36.19%	37.20%
营业税金及附加	1 215 691.03	1 114 773.86	952 212.77	812 026.70	507 337.82
营业税金及附加率	9.85%	10.22%	10.31%	11.78%	10.79%
销售费用	273 115.08	240 192.49	218 517.64	164 561.09	125 253.27
销售费用率	2.21%	2.20%	2.37%	2.39%	2.66%
管理费用	187 151.65	172 275.74	157 581.86	122 270.41	75 033.47
管理费用率	1.52%	1.58%	1.71%	1.77%	1.60%
总费用率	13.58%	14.00%	14.38%	15.95%	15.04%

表16-47 三湘股份的盈利能力分析

单位：万元

利润表	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
营业总收入	51 950.29	127 081.02	277 695.75	188 650.95	91 111.79
营业总成本	85 246.10	160 243.19	326 324.16	220 090.50	—
营业成本	31 395.42	81 274.03	167 138.00	121 137.21	47 044.97
毛利	20 554.87	45 806.99	110 557.75	67 513.74	44 066.82
毛利率	39.57%	36.05%	39.81%	35.79%	48.37%
营业税金及附加	4 256.20	12 629.59	33 209.11	18 990.79	12 168.38
营业税金及附加率	8.19%	9.94%	11.96%	10.07%	13.36%
销售费用	8 692.66	5 638.60	4 524.62	3 996.16	3 717.66
销售费用率	16.73%	4.44%	1.63%	2.12%	4.08%
管理费用	19 321.35	14 893.99	10 893.77	8 450.55	7 846.92
管理费用率	37.19%	11.72%	3.92%	4.48%	8.61%
总费用率	62.12%	26.10%	17.51%	16.66%	26.05%

表16-48 萬科的週轉率及息稅前投入資本回報率

項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
息稅前銷售利潤率	17.53%	17.69%	18.60%	21.18%	22.73%
投入資本周轉率	0.90	0.79	0.74	0.67	0.61
息稅前投入資本回報率	15.78%	13.98%	13.80%	14.14%	13.77%

如表16-49所示，保利地產的利潤率雖然略高，但是週轉速度比萬科低，息稅前投入資本回報率也比萬科要低。

表16-49 保利地產的週轉率和息稅前投入資本回報率

項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
息稅前銷售利潤率	20.44%	18.62%	18.50%	20.93%	22.25%
投入資本周轉率	0.57	0.53	0.55	0.50	0.43
息稅前投入資本回報率	11.59%	9.79%	10.15%	10.57%	9.48%

而三湘股份的利潤率要遠遠高於上述兩家公司，但是過低的週轉速度導致息稅前投入資本回報率遠遠低於上述兩家公司，具體如表16-50所示。

表16-50 三湘股份的週轉率和息稅前投入資本回報率

項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
息税前销售利润率	61.19%	22.96%	26.69%	26.20%	33.11%
投入资本周转率	0.07	0.15	0.59	0.68	0.37
息税前投入资本回报率	4.18%	3.49%	15.72%	17.91%	12.27%

16.8.5 如何對房地產公司進行估值

我們前面講到，需要對房地產公司的每個房地產項目進行估值，以確定公司的整體價值。由於萬科和保利地產的項目過多，因此我們以三湘股份為例來進行說明。

三湘股份2015年度的報告中列出的可售項目和在建項目如表16-51所示。

上述項目中除了三河市湘德房地產開發有限公司的項目外，其他項目均在上海。因此我們簡單地劃分為三河市項目和上海項目來進行初步估值。

三河市項目地處燕郊，根據公司公告的有關資料，我們假設以下3點，其估值如表16-52所示。

- 1) 2015年開工，2016年12月份開始預售，一共分6期開盤，每年1期，預計售價從1.8萬開始逐年上漲到2.3萬元每平方米。
- 2) 預計成本每期10億元，銷售費用現金流佔銷售金額的2%，稅金按15%計算。
- 3) 資金成本8%。

上海項目假設以下3點，其估值如表16-53所示。

1) 上海項目加總合計可售16.46萬平方米，在建86.7萬平方米。假設可售在未來兩年平均售完；在建在未來第二年開始預售，並且在未來5年售完。

表16-51 三湘股份的可售項目和在建項目

單位：萬平方米

項目名稱	可供 出售面積	2015年度 預售面積	2015年度 結算面積	報告期末 剩餘可售面積	報告期末 累計結算面積	上市公司 權益比例
上海三湘海尚城	18.49	0.68	0.56	4.33	13.95	100%
三湘七星府邸	2.68	0.16	0.22	0.57	1.87	100%
三湘未來海岸	5.00	0	0.12	0.81	4.18	100%
三湘四季花城牡丹苑(三湘四季花城E塊)	2.39	1.47	0	0.92	0	100%
三湘海尚名邸(南翔三湘森林海尚)	13.00	6.71	0	0.63	0	100%
虹橋三湘廣場	4.2	2.02	0	2.16	0	100%
中鷹黑森林	22.32	1.44	0.29	7.04	13.49	90%
合計：	68.08	12.48	1.19	16.46	33.49	—

表16-52 三湘股份燕郊項目估值

单位：亿元

		每年现金流现值					
已投入资金	面积(万平方米)	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5
1 000元每平方米楼面价	单价(万/平方米)	1.8	1.9	2	2.1	2.2	2.3
11.7亿元分期付款	预收总额	35.1	37.05	39	40.95	42.9	44.85
考虑资金成本,假设已经投入15亿元	建安成本等(按每平方米5 000元测算)	9.75	9.75	9.75	9.75	9.75	9.75
假设资金成本为8%	销售推广等(按预收的2%测算)	0.702	0.741	0.78	0.819	0.858	0.897
	税金(营业税、所得税合计15%)	5.265	5.5575	5.85	6.1425	6.435	6.7275
-15		17.947 222 22	18.005 401 23	17.956 485 29	17.816 021 09	17.597 839 73	17.314 225 58
按股权比例计算项目新增价值56亿元	(50.49%的股权比例)	初始价值	15亿元	总价值	71亿元		
14亿股总股本							
每股内在价值	6.1元						

表16-53 三湘股份上海项目估值

单位：亿元

不同年份现金流	17	17	17	17	17	17
现金流现值	15.740 740 74	14.574 759 95	13.495 148 1	12.495 507 5	11.569 914 35	10.712 883 66
项目新增价值	78.588 954 29	项目初始价值	100			
总股本（亿股）	14					
每股内在价值	12.7 元					

2) 粗略估计每平方米带来1万元的净现金流入，销售费用现金流占销售金额的2%，税金按15%计算。

3) 资金成本8%。

最后，我们把所有项目的价值相加，再加上该公司文化产业的每股价值，减去每股目前的债务价值，大概就是每股内在价值了。

每股2~3元的文化產業價值+每股5~6元的三河市項目價值+12~13元的上海市項目價值-每股7元的債務價值=12~15元的每股內在價值

16.8.6 問題和挑戰

未來中國房地產市場以及房價走向存在著諸多不確定性。對於公司來說，想要提升內在價值的驅動因素在於：是否可以持續地拿到理想的地塊，創造持續的現金流。在目前的土地市場上，這是一個很大的挑戰。如果無法持續地創造現金流，公司價值將無法得到增長。

上述計算由於無法獲得更多數據，因此存在著錯誤的可能性。上述內容只是說明邏輯與模型。

16.9 科倫藥業：何時否極泰來（2016年5月30日）

我關注科倫藥業已經有好長時間了，但是該公司的業績表現一直不佳，甚至最近兩年的利潤一直在下降，順帶著這家公司的股價也一直表現不佳。

那麼，這家公司到底還有沒有關注的價值呢？

上市前，公司的主業就是大輸液，沒錯，就是我們到醫院的時候看到的那個輸液袋裡的東西。由於限制使用抗生素，公司所處的行業過去幾年風聲鶴唳，沒有好日子過也很好理解。

公司為了保持大輸液的競爭優勢，向上遊拓展，在新疆伊寧投資興建硫紅黴素和頭孢生產基地。基地於2015年投產，結果由於環保問題，一直拖拖拉拉未能滿產。現在可能解決了部分環保問題，2016年公司對外公告硫紅黴素已經滿產，頭孢半產。對這個項目，我個人並不是非常滿意。這個項目就是醫藥工業製造，說白了和鋼鐵製造、水泥製造沒有太大區別，沒有太多的技術含量，拼的是規模和成本，因此要有高毛利率，想要賺很多錢基本不可能。因為沒有太多技術門檻，只要行業一好轉，產能就上去，供給就增加，價格立馬下來。最好的情

形就是達到供需平衡，有微利，沒人眼紅，保持行業穩定。因此，這塊資產估計也就是能夠略有微利吧。把開始的固定資產投資款、後續的財務費用以及生產過程中的各類成本收回來，然後有那麼一點兒自由現金流，就已經讓人心滿意足了。

公司在哈薩克斯坦的境外項目，雖然自己一再吹牛，但是因為這個行業實在是不賺錢，所以估計能有點兒盈利就不錯了。

上述項目給公司帶來的影響巨大，公司的固定資產等長期資產從上市之初的20億元變為目前的130億元，有息債務從上市之初的10億元變為目前的93億元，公司一直通過債務融資進行外延式擴張。這些資產帶來收入的能力尚未釋放，導致資產的週轉效率大幅下降。這些新增資產如何帶來更多的收入，是公司面臨的一大挑戰。

因此，如果就公司的大輸液和抗生素估值的話，公司的內在價值在10元左右。這個年代如果停留在製造環節，根本無法產生更多的附加值。

那麼，公司是否就沒有投資價值了呢？這個問題不是那麼容易回答。科倫藥業現在有一塊潛在的資產和能力，一直沒有被市場所正視，那就是科倫藥業的研發資產和能力。從公開資料看，科倫藥業有五大研究院，數十個在研品種。作為非專業人士，對於這些研究我本人也無法估計其潛力和價值。但是，從財務的角度我們可以看到，即使在利潤下降的情況下，公司依然不斷加大研發投入，2013、2014年研發投入3億多元，2015年更是投入4.34億元。這是非常難能可貴的，一般企業在業績表現不佳的情況下，很容易降低研發投入來維持利潤。

對於科倫藥業的估值，很難做出，但是正如判斷一個人是胖是瘦一樣，我們無須知道這個人到底有多少斤，而只需目視，即可得出一個大致的判斷。我個人認為，當公司價格在14元左右的時候，應該還是物有所值，並且在未來三年裡面，隨著研發收穫期的到來，有較大的概率給我們帶來驚喜。關鍵的問題是：你是否願意為此等上一段時間？

16.10 大秦鐵路：現在是最壞的時期了嗎（2016年7月28日）

大秦鐵路從高點的14元多變為目前的6元錢左右，是否具備了投資價值？我們來看大秦鐵路的歷史數據，然後對行業的未來做一個簡要的分析，最後做一個大致的估值。

16.10.1 歷史數據

如表16-54所示，從自由現金流的角度看，大秦鐵路在2015年有所下降。那麼，這個自由現金流是否能維持下去呢？

表16-54 大秦鐵路的經營活動現金流量

单位：万元

	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
报告期	年报	年报	年报	年报	年报
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
经营活动产生的现金流量：					
销售商品、提供劳务收到的现金	4 575 703.93	4 943 441.60	4 367 636.72	3 705 131.91	3 813 588.77
收到的税费返还	0.00	0.00	0.00	20.75	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	25 703.51	21 103.62	11 668.82	14 162.94	11 455.76
经营活动现金流入（金融类）					
经营活动现金流入小计	4 601 407.44	4 964 545.21	4 379 305.54	3 719 315.60	3 825 044.53
购买商品、接受劳务支付的现金	1 068 400.17	1 132 385.28	1 170 716.25	929 749.40	968 246.68
支付给职工以及为职工支付的现金	1 405 162.17	1 320 238.93	1 161 786.45	963 507.24	810 006.78
支付的各项税费	602 346.60	716 588.10	492 858.40	446 478.56	439 547.22
支付其他与经营活动有关的现金	113 733.36	64 009.84	77 961.44	87 988.61	96 461.83
经营活动现金流出（金融类）					
经营活动现金流出小计	3 189 642.31	3 233 222.15	2 903 322.54	2 427 723.82	2 314 262.51
经营活动产生的现金流量净额	1 411 765.13	1 731 323.06	1 475 983.00	1 291 591.78	1 510 782.03
现金流量表的企业自由现金流	894 768.18	1 234 619.12	990 783.19	840 602.35	1 101 738.96

根據表16-55可知，過去5年大秦鐵路一直在進行投資，跟我國鐵路大建設保持一致。

根據表16-56可知，過去5年大秦鐵路一直在償還債務和發放現金股利。

從表16-57中可以看出，毛利率下降趨勢明顯。費用率略有下降，2015年管理費用率下降是因為口徑變化。銷售淨利率在2016年度第一季度下降明顯。

表16-55 大秦鐵路的投資活動現金流量

单位：万元

投资活动产生的现金流量	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
收回投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00	300.74
取得投资收益收到的现金	161 234.55	124 775.45	128 739.05	119 850.34	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	3 285.14	4 996.63	1 905.69	2 379.58	791.99
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	1 168.19	0.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	21 343.44	24 530.74	16 716.51	9 335.33	7 537.73
投资活动现金流入小计	185 863.14	154 302.82	148 529.44	131 565.25	8 630.46
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	581 168.05	551 537.83	473 804.57	394 346.46	398 752.48
净投资额	577 882.91	546 541.20	471 898.88	391 966.88	397 960.49

從公司資本結構來看，有息債務率較低，債務資金成本率在5%以下。在資產結構中，營運資本為負（應付預收高於應收預付），長期資產主要為經營資產，有較多的長期股權投資，長期股權投資賬面投資收益率為15%左右，質量很好。長期資產週轉率在0.5以上，比較穩定。

16.10.2 公司行業未來簡要分析

未來情況不樂觀，2016年上半年運輸量和價格下降，收入下降，淨利潤下降55%。問題是淨利潤下降的同時，自由現金流下降的幅度有多大？

我們的看法是短期內公司無法回到景氣高峰期，甚至未來都無法回到景氣高峰期。這是中國宏觀經濟情況所決定的。

但是，2016年的情況很可能已經是谷底。我們按照L型來對公司進行估值，應該是可以接受的。

表16-56 大秦鐵路的籌資活動現金流量

单位：万元

筹资活动产生的现金流量	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
吸收投资收到的现金	284.20	0.00	30.00	15 000.00	0.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	284.20	0.00	30.00	15 000.00	0.00
取得借款收到的现金	71 652.00	33 263.40	68 584.50	0.00	195 000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	31 971.63	0.00
发行债券收到的现金	398 800.00	199 550.00	0.00	498 000.00	398 400.00
筹资活动现金流入差额（特殊报表科目）					
筹资活动现金流入差额（合计平衡项目）					
筹资活动现金流入小计	470 736.20	232 813.40	68 614.50	544 971.63	593 400.00
偿还债务支付的现金	700 520.00	750 000.00	400 000.00	600 000.00	1 440 000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	775 682.52	705 510.20	663 587.41	664 593.08	642 047.17
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	0.00	17.25	0.00	0.00	0.00
支付其他与筹资活动有关的现金	4 504.58	6 152.06	36 462.10	202.50	12 154.37
筹资活动现金流出差额（特殊报表科目）					
筹资活动现金流出差额（合计平衡项目）					
筹资活动现金流出小计	1 480 707.10	1 461 662.26	1 100 049.51	1 264 795.58	2 094 201.54
筹资活动产生的现金流量净额差额（合计平衡项目）					
筹资活动产生的现金流量净额	-1 009 970.90	-1 228 848.86	-1 031 435.01	-719 823.94	-1 500 801.54

表16-57 大秦鐵路的盈利能力分析

單位：萬元

項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
毛利率	29.61%	37.49%	37.08%	38.38%	41.30%
營業稅金及附加	19 904.16	21 963.48	152 988.93	135 834.83	151 002.69
營業稅金及附加率	0.38%	0.41%	2.98%	2.96%	3.36%
銷售費用	20 993.17	17 968.82	18 887.37	0.00	0.00
銷售費用率	0.40%	0.33%	0.37%	0.00%	0.00%
管理費用	58 696.43	373 475.53	315 215.85	270 180.18	240 192.27
管理費用率	1.12%	6.92%	6.14%	5.88%	5.34%
總費用率	1.90%	7.66%	9.49%	8.83%	8.69%
銷售淨利率	24.09%	26.29%	24.73%	25.03%	25.99%

16.10.3 公司估值及建議

個人看法是按照2016年上半年的情況預計，公司的淨利潤在30億元左右。現金流情況比利潤情況應該好一些，因為公司的列車等資產需要折舊攤銷費用不斷更新，但是鐵路資產及建築物等則無須不斷更新投入，這部分現金流可以視為自由現金流（有點兒類似於我以前分析的白雲機場）。因此，2016年的自由現金流應該在86億元，沒有問題。

如果我們能接受2016年為谷底年份（也許會更壞，但不至於出現大幅度下跌），按照零增長假設（部分在建工程其實會帶來增量自由現金

流) 和第一季度末266億元金融資產和長期股權投資價值、96億元有息債務計算，則每股內在價值在7元附近(見表16-58)。因此，股價在6元附近，應該有投資價值。買入最差的結果是，預計2016年後按照每股0.22元分紅計算，現金股息率在3%左右。

表16-58 大秦鐵路的每股內在價值

單位：萬元	
(1) 零增長保守估值下經營資產的價值	10 792 550.11
(2) 加：金融資產	2 669 826.20
(3) 減：企業債務	963 580.99
(4) 企業價值 = (1) + (2) - (3)	11 694 184.68
(5) 少數股東比例	0.02
(6) 歸屬於母公司股東的價值 = (4) × (5)	11 506 254.45
(7) 股本(萬股)	1 646 849.00
(8) 每股內在價值(元) = (6) / (7)	6.99

我們預期在6元左右的價格買入，1年內現金股息率加上股價波動收益率在10%~15%。

16.11 羅萊生活：能否持續增長 (2016年7月29日)

16.11.1 歷史數據

羅萊生活在過去幾年的業績應該說還是不錯的。但是2015年開始，自2007年以來的持續增長勢頭改變，業績比2014年有所下滑。

按最近一年自由現金流，資金成本率8%測算，零增長保守估算，羅萊生活的每股內在價值如表16-59所示。

表16-59 零增長假設下羅萊生活的每股內在價值

單位：萬元	
零增長保守估計	
最近一年的自由現金流為基準	27 210.15
折現率為 8%	0.00
營運類資產的價值	340 126.88
加：金融資產	84 608.61
減：企業債務	15 010.95
企業價值	409 724.54
少數股東比例	0.04
歸屬於母公司股東的價值	394 116.81
股本（萬股）	69 949.00
每股內在價值（元）	5.63

16.11.2 未來判斷

問題在於，羅萊生活能否重拾增長勢頭，這個比較難判斷。大家居的格局是否能夠成功？如果能做成中國的宜家，保持業績的持續增長，則上述判斷就因為過於保守而顯得離譜。

對於羅萊生活的大家居，我不太瞭解，因此無法做出很好的判斷。如果能保持如下假設增長，則目前股價基本體現其投資價值，具體見表16-60。

16.11.3 估值

由於對羅萊生活的未來增長無法做出較為確定的判斷，因此我們暫不做出估值，只是納入觀察名單。

表16-60 三階段模型下羅萊生活的每股內在價值

单位：万元

三阶段	
前5年平均自由现金流为基数	31 565.98
增长率假设：2016年开始到2020年每年复合增长率为15%，2021～2030年的10年内每年复合增长率为6%，2031年后年复合增长率为2%	
折现率	8%
营运类资产的价值	1 156 054.66
加：金融资产	84 608.61
减：企业债务	22 625.39
企业价值	1 218 037.88
少数股东比例	0.04
归属于母公司股东的价值	1 171 638.90
股本（万股）	69 949.00
每股内在价值（元）	16.75

16.12 被低估的正泰电器（2016年8月19日）

特别说明：本节在正泰电器重组新能源之前完成。新能源业务存在重大不确定性，影响本节分析和判断。本人对正泰电器的定增持否定看法，定增折价是对原有股东利益赤裸裸的损害！将案例在此列出是为了保持真实性和完整性，以免误导大家。要说成功的案例，更要说不太成功的案例。

正泰電器是我前期文章《如何選擇潛在投資目標》中的公司之一。最近仔細閱讀了正泰電器的年報以及上市以來的財務數據，我發現正泰電器的現金分紅自上市以來非常可觀，遠遠超過了當初上市募集的資金，歷史表現確實非常優秀。

16.12.1 歷史數據

公司過去5年的毛利率和費用率穩定（見表16-61），表明盈利穩定，公司具備較好的核心競爭力。

公司過去5年的數據表明公司資產結構和資本結構合理，效率較高，給股東帶來了較好的回報。公司過去6年的ROE如表16-62所示，均高於15%。

16.12.2 行業簡況

公司是低壓電器市場的龍頭企業，主要從事配電電器、終端電器、控制電器、電源電器、電子電器五大類低壓電器產品的研發、生產和銷售。低壓電器行業是一個充分國際競爭、市場化程度較高的行業，形成了跨國公司與各國國內本土優勢企業共存的競爭格局。

表16-61 正泰電器的經營穩定性分析

項目	2016-03-31	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31	2010-12-31
毛利率	33.58%	34.85%	33.18%	31.60%	29.94%	24.03%	25.91%
銷售費用率	6.52%	6.65%	6.26%	5.86%	5.98%	4.10%	4.80%
管理費用率	8.63%	8.50%	7.17%	7.33%	7.70%	7.09%	7.78%
總費用率	15.83%	15.81%	14.10%	13.79%	14.34%	11.66%	13.12%

表16-62 正泰電器的股東權益回報率

項目	2015- 12-31	2014- 12-31	2013- 12-31	2012- 12-31	2011- 12-31	2010- 12-31
股東權益回報率	26.30%	30.53%	29.98%	27.61%	19.14%	16.35%

正泰電器通過市場競爭，從小企業成長為目前較大規模的公司。這種通過市場化洗禮的公司，競爭力和穩定性相對來說比較好。美中不足的是，公司收購了新能源公司，目前我對新能源業務持保留和觀望態度。

16.12.3 公司估值

基於歷史數據及行業的判斷，我們用如下假設估值（見表16-63），考慮安全邊際後內在價值至少在27元以上，相對來說，目前價格合理且有所低估。我們預計以目前的價格，考慮未來一年內的價格波動和現金股息率所帶來的投資回報率在20%左右。

16.13 隆鑫通用的內在價值（2016年10月17日）

16.13.1 行業和公司

幾年前看過這家公司，我覺得行業一般，因此就略過了。最近通過數據篩選，它重新進入關注範圍。

公司是研發、生產及銷售摩托車及發動機、通用動力機械的企業，主要經營發動機（道路用發動機和非道路用發動機）、摩托車、發電機組（小型家用發電機和大型商用發電機組）、微型電動車、無人機、汽車零部件等業務。公司形成發動機、通機、摩托車、新能源機車的

產業集群，在行業內享有較高的知名度與美譽度，向全球100多個國家和地區提供優質的、高效的產品和服務，並與多家國際知名公司建立了長期穩定的合作關係。公司旗下的“隆鑫”“勁隆”品牌均為中國馳名商標，“隆鑫”品牌還獲得中國名牌、中國出口名牌稱號。公司堅持“代言消費者、凸顯產品力”的經營思想，不斷創新技術、升級產品、拓展市場，主營業務穩健增長；聚焦轉型升級，推進“無人機+農業信息化、微型電動車、智能電源”三大戰略新興業務。

表16-63 正泰電器的每股內在價值

单位：万元

三阶段	
2015年自由现金流为基数	170 334.48
增长率假设：2016年开始到2020年每年复合增长率为15%，2021～2030年的10年内每年复合增长率为6%，2031年后年复合增长率为0	
折现率为8%	173 488.82
营运类资产的价值	4 567 348.67
加：金融资产	330 999.29
减：企业债务	161 077.86
企业价值	4 737 270.10
少数股东比例	0.05
归属于母公司股东的价值	4 505 916.87
股本（万股）	131 945.00
每股内在价值（元）	34.15

16.13.2 歷史財務數據

1. 今天的投資，決定未來的報表

如表16-64所示，公司每年都有一定的新增投資額，包括購建活動和併購活動，保證了公司在未來3~5年能保持良好的增長。公司的投資活動現金流基本來自自我滿足，即內涵式增長，未來的增長可期。

2.公司資本結構穩健

公司有息債務率很低（見表16-65），資本結構穩健，沒有財務風險。

表16-64 隆鑫通用的投資活動現金流量

单位：万元

投资活动产生的现金流量	2016-06-30	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31
收回投资收到的现金	327 530.99	1 196 954.87	894 404.62	102 025.42	0.00
取得投资收益收到的现金	751.03	4 496.56	3 849.86	2 570.10	837.17
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	215.94	161.58	95.92	141.86	369.73
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	250.60	130.36	0.00	0.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	328 748.55	1 201 743.38	898 350.39	104 737.38	1 206.90
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	19 300.80	34 367.17	38 736.29	30 628.98	20 829.93
净投资额	19 084.86	34 205.59	38 640.37	30 487.12	20 460.20
新投资额	6 200.03	15 227.85	22 930.26	16 277.78	7 558.54
新投资额比例	1.70%	4.24%	8.56%	8.78%	4.95%
投资支付的现金	322 832.47	1 174 509.91	945 708.29	113 025.42	40 000.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	12 997.21	0.00	0.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	637.11	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	342 770.38	1 221 874.29	984 444.58	143 654.40	60 829.93
投资活动产生的现金流量净额	-14 021.83	-20 130.91	-86 094.18	-38 917.02	-59 623.03
净合并额	-250.60	12 866.85	0.00	0.00	0.00
净资本支出	18 834.26	47 072.44	38 640.37	30 487.12	20 460.20
净新资本支出	5 949.43	28 094.70	22 930.26	16 277.78	7 558.54
总投资额	35 288.79	-14 861.87	105 593.65	39 969.44	-12 627.37
现金自给率	340.34%	508.46%	85.20%	139.74%	81.19%

3.公司的經營比較穩定

首先，公司的長期資產週轉率雖有所下降（見表16-66），但是在回升過程中，並且總體比較穩定。

表16-65 隆鑫通用的資本結構

單位：萬元					
資本結構	2016-06-30	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31
短期債務	6 523.00	8 055.63	849.56	643.57	577.54
短期借款	5 730.00	5 675.00	0.00	0.00	0.00
應付利息	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
交易性金融負債	0.00	0.00	164.31	0.00	2.36
劃分為持有待售的負債	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
一年內到期的非流動負債	0.00	1 585.63	0.00	0.00	0.00
應付短期債券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
長期債務	1 183.45	1 283.94	0.00	0.00	0.00
長期借款	1 183.45	1 283.94	0.00	0.00	0.00
應付債券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
長期應付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
有息債務	7 706.45	9 339.57	849.56	643.57	577.54
有息債務率	1.25%	1.63%	0.20%	0.17%	0.17%

表16-66 隆鑫通用的長期資產經營情況

单位：万元					
长期营运资产	366 362.22	378 156.56	224 642.67	208 964.06	185 682.98
长期营运资产增长率	-3.12%	68.34%	7.50%	12.54%	—
新投资额比例	1.70%	4.24%	8.56%	8.78%	4.95%
营业收入增长率	-44.89%	6.00%	2.13%	0.94%	—
现金流量表自由现金流增长率	-58.41%	45.29%	43.12%	12.92%	—
长期营运资产周转率	1.06	1.86	2.96	3.11	3.47
固定资产	205 056.87	211 476.58	157 107.47	159 270.20	126 832.86
固定资产周转率	1.89	3.33	4.23	4.08	5.08

其次，從表16-67可以看出，營運資本需求基本為負數，說明隆鑫通用公司的營運資本管理效率較高，營運環節無須投入過多資金。

表16-67 隆鑫通用的營運資本分析

单位：万元

营运资本需求	-2 131.75	-18 586.28	43 348.03	-23 605.25	-33 087.57
营运资本需求变动	16 454.53	-61 934.31	66 953.28	9 482.32	-33 087.57
营运资本需求占营业收入的比例	-0.55%	-2.64%	6.52%	-3.63%	-5.13%
营运资产	251 036.58	245 507.03	223 803.50	149 879.85	159 312.67
营运负债	253 168.33	264 093.31	180 455.47	173 485.10	192 400.24

最後，從表16-68可以得知，隆鑫通用的毛利率略有提升，費用率比較穩定，因此淨利率穩步上升。

表16-68 隆鑫通用的盈利能力分析

单位：万元

毛利	85 678.65	143 986.28	131 298.74	123 860.83	116 839.19
毛利率	22.08%	20.44%	19.76%	19.04%	18.13%
营业税金及附加	1 721.68	3 379.22	7 143.12	8 696.90	8 893.18
营业税金及附加率	0.44%	0.48%	1.08%	1.34%	1.38%
销售费用	11 989.65	26 774.69	21 926.20	20 479.83	21 973.48
销售费用率	3.09%	3.80%	3.30%	3.15%	3.41%
管理费用	23 287.91	46 181.70	39 549.55	35 841.37	31 308.40
管理费用率	6.00%	6.56%	5.95%	5.51%	4.86%
总费用率	9.53%	10.84%	10.33%	9.99%	9.65%
净利润	46 544.10	81 981.86	64 675.58	57 901.96	49 595.67
销售净利率	11.99%	11.64%	9.73%	8.90%	7.70%

4. 給股東創造了較好的回報

從表16-69可以看出，隆鑫通用的股東權益回報率比較穩定，基本在15%以上，給股東創造了較好的回報。

表16-69 隆鑫通用的股東權益回報率

項目	2016-06-30	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31
股東權益回報率	7.81%	14.88%	15.36%	15.78%	15.11%
息稅前銷售利潤率	12.51%	8.94%	9.35%	8.97%	8.29%
投入資本週轉率	0.63	1.23	1.53	1.71	1.90
息稅前投入資本回報率	7.88%	10.99%	14.32%	15.35%	15.74%
財務成本率	1.14	1.50	1.22	1.12	1.09
財務槓桿率	1.03	1.04	1.03	1.04	1.03
所得稅負擔	84.28%	86.69%	85.44%	88.93%	85.18%

5. 利潤的質量比較高

從表16-70可以看出，隆鑫通用的淨利潤現金含量基本在接近1或者高於1的狀態，表明隆鑫通用的利潤是有現金支撐的高質量利潤。

表16-70 隆鑫通用的利潤質量

項目	2016-06-30	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31
淨利潤現金含量	1.03	1.25	1.13	0.94	0.98

16.13.3 未來的簡單假設

根據公司的規劃和戰略，公司除保持傳統業務領域的競爭力外，還將進入無人機領域，並且進展比較順利，因此我們預計隆鑫通用將保持較好的增長。從歷史數據和未來規劃結合起來看，未來5年保持9%的增長應該沒有問題；此後，假設以略低於GDP的速度增長。

16.13.4 內在價值及建議

如表16-71所示，如果以8%的預期資金回報作為貼現率，內在價值在50元左右。考慮足夠的安全邊際前提下，則內在價值至少在 $50 \times 60\% = 30$ 元。目前20元左右的價格，存在一定程度的低估。我們建議在20元附近可以介入，然後等待價值的迴歸。

表16-71 隆鑫通用的每股內在價值

單位：萬元	
二階段	
2015年平均自由現金流為基數	83 640.00
增長率假設：2016年開始到2020年每年複合增長率為9%，2021年後複合增長率為6%	
折現率	8%
營運類資產的價值	4 728 094.09
加：金融資產	251 871.66
減：企業債務	7 706.45
企業價值	4 972 259.30
少數股東比例	0.07
歸屬於母公司股東的價值	4 632 249.34
股本（萬股）	84 461.00
每股內在價值	54.84

16.14 7元以下的國投電力勝過銀行理財產品 (2016年11月22日)

為什麼起這個題目分析國投電力？因為最近有年齡較大的朋友問我，手裡的銀行存款利息太低，又沒有其他理財渠道和經驗，買理財產品怎麼樣。我的建議就是買點兒國投電力，在未來很長一段時間內將大概率跑贏銀行理財產品。我要事先申明一下，本人持有國投電力，買入價加稅費的成本價為6.547元。

16.14.1 國投電力簡介

公司於2002年由湖北興化與國家開發投資公司進行資產置換後變更登記設立。截至2015年12月31日，公司總股本6 786 023 347股，其中國家開發投資公司持股3 483 729 752股，佔公司總股本的51.34%。公司經營範圍主要為投資建設、經營管理以電力生產為主的能源項目，開發及經營新能源項目、高新技術、環保產業，開發和經營電力配套產品及信息、諮詢服務。公司的主要競爭優勢為清潔能源優勢，電源結構合理，資源儲備豐富，成長明確，擁有電力行業豐富的管理經驗、規範的公司治理。面向未來，公司將適應新形勢，關注能源改革與市場變化，創新發展模式；有序建設雅礮江中游水電，優化存量火電，積極發展風險可控且有盈利能力的海外項目，確保公司持續健康穩定發展，努力建成管理規範、治理完善的績優藍籌上市公司。

16.14.2 國投電力的歷史數據

從表16-72可以看出，國投電力在2011~2015年銷售商品、提供勞務收到的現金，經營活動產生的現金流量淨額，自由現金流都呈現穩步增長的態勢。

從表16-73可以看出，國投電力的投資活動均衡且以自我發展為主，2013年以後現金自給率較高，未來不存在大幅外部融資的需求。

根據表16-74可知，國投電力的長期營運資產利用率比較穩定，長期營運資產的週轉率在0.2左右。

根據表16-75可知，國投電力的自由現金流增加，償還有息債務後，有息債務率逐年下降。

從表16-76可以看出，國投電力的毛利率大幅上升，費用率略有上升，經營利潤率大幅上升。收入現金含量高於100%，表明收入的質量很高。

根據表16-77可知，國投電力在2011~2015年淨利潤上升，淨利潤現金含量遠高於1，淨利潤的質量很高。

從表16-78可以看出，國投電力的股東權益回報率最近3年穩定可觀，已經連續3年高於15%，為股東創造了可觀的回報。國投電力的息稅前銷售利潤率大幅提升，投入資本週轉率穩定，財務成本負擔降低，財務槓桿下降，所得稅負擔較輕。

16.14.3 國投電力的未來判斷

電力行業在未來相當長時間內，將是一個穩定而略有增長的行業。

表16-72 國投電力的經營活動現金流量

单位：万元

	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
报告期	年报	年报	年报	年报	年报
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
经营活动产生的现金流量：					
销售商品、提供劳务收到的现金	3 646 768.06	3 791 371.19	3 209 633.88	2 715 130.30	2 492 469.44
收到的税费返还	139 205.82	66 181.63	1 725.20	1 399.27	653.00
收到其他与经营活动有关的现金	47 823.05	31 310.65	18 186.62	15 900.63	21 357.85
经营活动现金流入小计	3 833 796.93	3 888 863.47	3 229 545.70	2 732 430.21	2 514 480.28
购买商品、接受劳务支付的现金	711 046.36	996 718.85	1 184 551.87	1 490 978.80	1 643 543.65
支付给职工以及为职工支付的现金	170 998.60	154 849.31	136 343.39	111 449.30	92 080.24
支付的各项税费	611 724.77	546 985.68	345 533.53	222 168.68	198 167.38
支付其他与经营活动有关的现金	50 350.04	48 411.53	43 355.63	47 195.52	43 030.80
经营活动现金流出小计	1 544 119.77	1 746 965.37	1 709 784.42	1 871 792.30	1 976 822.07
经营活动产生的现金流量净额	2 289 677.16	2 141 898.11	1 519 761.28	860 637.91	537 658.21
现金流量表的企业自由现金流	1 678 242.76	1 587 186.16	1 051 661.68	511 394.95	231 816.02

表16-73 國投電力的投資活動現金流量

单位：万元

投资活动产生的现金流量	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
收回投资收到的现金	0.00	31 620.00	530.00	1 100.00	0.00
取得投资收益收到的现金	74 888.72	42 999.97	20 592.16	11 368.96	4 661.45
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	150.19	642.88	489.96	174.94	365.47
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	18 526.04	37.45	0.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	909.28	1 220.06	1 689.04	11 587.06
投资活动现金流入小计	75 038.91	94 698.17	22 869.63	14 332.93	16 613.98
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1 633 231.03	1 447 819.11	1 603 389.45	1 959 283.12	1 627 538.43
净投资额	1 633 080.84	1 447 176.23	1 602 899.49	1 959 108.18	1 627 172.96
新投资额	1 018 505.73	891 746.64	1 133 756.73	1 607 145.69	1 320 988.49
新投资额比例	6.29%	5.86%	7.98%	12.45%	12.39%
投资支付的现金	11 077.83	429.85	105 986.44	66 056.44	14 916.24
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	6 162.41	0.00	0.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	98.00	506.30	1 911.02	624.10	6 468.07
投资活动现金流出小计	1 644 406.86	1 454 917.67	1 711 286.92	2 025 963.66	1 648 922.73
投资活动产生的现金流量净额	-1 569 367.95	-1 360 219.50	-1 688 417.28	-2 011 630.73	-1 632 308.75
净合并额	0.00	-12 363.63	-37.45	0.00	0.00
净资本支出	1 633 080.84	1 434 812.60	1 602 862.04	1 959 108.18	1 627 172.96
净新资本支出	1 018 505.73	879 383.01	1 133 719.28	1 607 145.69	1 320 988.49
总投资额	1 346 183.05	1 448 245.59	1 303 905.75	1 764 796.79	1 785 601.39
现金自给率	145.90%	157.47%	90.01%	42.78%	32.94%

表16-74 國投電力的長期營運資產及其週轉率

單位：萬元

項目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
長期營運資產	16 876 318.33	15 604 015.78	14 619 059.96	13 013 295.97	10 574 236.99
長期營運資產 週轉率	0.19	0.21	0.19	0.18	0.21

表16-75 國投電力的資本結構

单位：万元

资本结构	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
短期债务	2 313 657.45	1 950 851.12	1 434 418.03	2 434 366.58	1 935 894.49
短期借款	802 100.00	444 556.86	685 117.37	920 449.00	1 303 128.87
应付利息	51 527.00	72 134.16	54 222.02	45 697.31	20 936.54
交易性金融负债	0.00	0.00	112.90	1 514.89	2 986.94
划分为持有待售的负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的非流动负债	1 108 120.21	1 232 418.23	543 525.38	1 045 463.81	607 801.29
应付短期债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期债务	9 657 599.39	10 047 823.80	10 099 669.79	8 672 617.59	7 162 701.86
长期借款	9 163 198.83	9 682 821.63	9 930 064.86	8 185 571.01	6 691 434.89
应付债券	180 000.00	180 000.00	0.00	322 791.17	312 870.06
长期应付款	314 400.56	185 002.17	169 604.93	164 255.41	158 396.91
有息债务	11 971 256.84	11 998 674.92	11 534 087.82	11 106 984.17	9 098 596.35
有息债务率	69.81%	73.62%	77.26%	80.99%	80.36%

16.14.4 國投電力的估值與收益預計

不考慮增長，以最近1年的自由現金流為基準，按保守的零增長假設，每股內含價值至少在7.50元（考慮到水電站的相當大一部分設備雖然計提折舊，但是無須投入現金更新，按一般自由現金流的口徑計算會低估自由現金流，因此7.50元是被低估的）。7元以下買入，按目前現金分紅政策，現金分紅率稅前為4%（如果長期持股可免徵個人所得稅），加上股價收益，未來1年內保守在10%左右；未來5年的每年複利收益率應該超過5%，比目前銀行理財產品3%~4%的年化收益率要高出很多。具體估值如表16-79所示。

表16-76 國投電力的盈利能力分析

单位：万元

利润表	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
报告期	年报	年报	年报	年报	年报
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
营业总收入	3 127 969.98	3 295 716.92	2 833 898.11	2 386 700.77	2 170 353.92
收入现金含量	116.59%	115.04%	113.26%	113.76%	114.84%
毛利	1 632 974.10	1 671 688.43	1 147 959.02	603 601.43	370 066.48
毛利率	52.21%	50.72%	40.51%	25.29%	17.05%
营业税金及附加	47 781.11	43 582.80	27 545.15	19 545.09	14 324.60
营业税金及附加率	1.53%	1.32%	0.97%	0.82%	0.66%
销售费用	655.58	1 693.85	5 043.05	4 336.64	3 325.05
销售费用率	0.02%	0.05%	0.18%	0.18%	0.15%
管理费用	86 712.63	80 506.98	74 075.56	64 080.25	56 026.57
管理费用率	2.77%	2.44%	2.61%	2.68%	2.58%
总费用率	4.32%	3.82%	3.76%	3.69%	3.39%
经营利润率	43.61%	43.33%	32.56%	18.68%	9.34%

表16-77 國投電力的淨利潤

单位：万元

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
净利润	1 010 258.28	1 016 122.16	587 701.90	201 755.86	67 229.78
销售净利率	32.30%	30.83%	20.74%	8.45%	3.10%
净利润现金含量	2.27	2.11	2.59	4.27	8.00

表16-78 國投電力的股東權益回報率

项目	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
股东权益回报率	19.60%	23.70%	17.37%	7.77%	3.04%
息税前销售利润率	47.56%	46.79%	36.68%	21.58%	13.60%
投入资本周转率	0.18	0.20	0.19	0.17	0.19
息税前投入资本回报率	8.67%	9.46%	6.96%	3.76%	2.61%
财务成本率	0.74	0.71	0.63	0.45	0.33
财务杠杆率	3.33	3.80	4.41	5.28	5.12
所得税负担	92.00%	92.84%	89.33%	87.04%	69.40%

表16-79 國投電力的每股內在價值

单位：万元

零增长保守估计	
2015年的自由现金流为基准	1 678 242.76
零增长假设	
折现率	8%
营运类资产的价值	20 978 034.50
加：金融资产	958 106.26
减：企业债务	11 971 256.84
企业价值	9 964 883.92
少数股东比例	0.48
归属于母公司股东的价值	5 148 928.88
股本（万股）	678 602.00
每股内在价值（元）	7.59

16.15 樂視網：市夢率抑或自由現金流——兼談自由現金流的計算（2016年12月9日）

樂視網是中國領先的視頻領域跨平臺服務提供商，是中國最大的影視劇互聯網發行門戶及中國領先的3G手機電視門戶。公司致力於世界最前沿P2P+CDN網絡視頻存儲及分發應用技術和手機視頻技術的研發與創新，在這兩個領域處於世界領先地位，為包括樂視網

（www.letv.com）在內的全球企業和個人建立屬於自己的視頻網站，提供最優良的技術服務。樂視P2P視頻加速客戶端已經逐漸成為廣大網

民裝機必備的視頻加速及播放工具軟件。公司採用“付費加免費”的創新性商業模式，堅持“合法版權運營+付費用戶培育+平臺增值服務”三位一體化的經營理念，在行業內率先盈利並持續高增長。

我們且不說當年賈躍亭美國“治病度假”是否涉及其他原因，也不談去年劉姝威教授與樂視網的紛爭，先來看看最近的情況。樂視網在2016年可謂流年不利，最近成了“網紅”，只是這個“紅”，是血紅的“紅”。

故事一波接著一波，樂視網剛剛走出供應商討債、資金鍊緊張、美國汽車工地停工等陰影，又陷入平倉風波。2016年12月6日下午，股價一度逼近跌停的樂視網於12月7日早盤臨時停牌。至於停牌的原因，樂視網昨晚發佈公告，稱公司股票12月6日尾盤短時間內出現大幅下跌，跌幅偏離值較大，並且同日公司關注到有媒體報道了文章《樂視驚魂一秒：賈躍亭64.81%質押股票一度跌破平倉線》，公司需就有關事項進行停牌核查。

長期以來，作為創業板的龍頭公司，樂視網受到公募基金青睞。中郵基金旗下明星基金經理任澤松更是連續8個季度，將樂視網納入其管理基金的十大重倉股之列。根據樂視網今年三季報顯示，公募基金持有8486.81萬股，最近一次的定增已經將公募基金都套牢了。上海一家基金公司總監表示，長期來看，經過深度調整的成長股，其價值依然有所機會。

樂視一直在講的是生態。生態就是一個夢，按生態來估計市值，就是市夢率。還有，在整個樂視生態中，上市公司樂視網肯定是財務表現最好的板塊了，否則賈總肯定早就把更好的板塊裝一裝併到上市公司來了。

那我們就來看看樂視網的數據吧。不說商業模式是否可以持續（電視機貼錢銷售買客戶，客戶有黏性嗎），不說版權折舊年限（影視版權肯定要雙倍加速攤銷，在這個喜新厭舊的年代誰會去看兩三年前的影視），我們還是看現金流——公司價值等於自由現金流貼現。大家牢記：現金遠比利潤重要。

很多人問我模型中的自由現金流怎麼計算。其實，不同公司的自由現金流計算是有差異的。大家首先看自由現金流的本原意思：賺到手以後可以自由地花的現金，叫作自由現金流。上市公司通過經營活動收回的現金並不都是可以隨便花的錢，首先要做的事情就是經營規模和能力保全（變舊的固定資產換成新的，到期的無形資產換成新的）。如果不保全，這個公司的經營規模和能力就越來越小，到最後這個公司就沒有了。所以，經營活動現金流量淨額首先要高於一個公司的折舊攤銷金額。折舊攤銷在財務上的含義就是，提取出來以後用來彌補一家公司經營規模和能力的損耗。我的計算口徑就是：公司自由現金流=公司維持原有生產經營規模前提下的現金流=經營活動現金流量淨額-固定資產折舊-無形資產和長期待攤費用攤銷。

很多教科書裡面使用的計算公式是：公司自由現金流=經營活動現金流量淨額-資本性支出。資本性支出其實包括兩個方面，即維持性資本性支出和擴張性資本性支出：前者是保全經營規模和能力，後者是擴大經營規模和能力。按照全部資本性支出這個口徑計算，在企業成長期或者擴張期，計算結果往往是錯誤的。因為在這個階段企業的資本性支出會非常多，導致公司自由現金流為負數，得出公司價值為負數的錯誤判斷，從而錯殺很多其實很有前途的公司。我在實踐中，發現了教科書計算公式中存在的這一重大缺陷並做出調整，計算結果要更加合理，可以避免對成長性公司的誤判。

但是，並非所有的公司都要按照這個公式和口徑來計算，要看不同的公司做不同的調整。因此，我們說估值不是一門科學，而是藝術。比如，上海機場、深圳機場、白雲機場等機場類公司一旦建好機場，每年就計提很多折舊和攤銷，但是這些折舊和攤銷中的大部分並不需要再次投入替換新資產，同時機場的經營規模和能力沒有降低。在這種情況下，按下面的口徑來計算更加合理：機場類公司的自由現金流=經營活動現金流量淨額-經過計算得出的替換性資本性支出。

公司自由現金流的用途：首先支付債務利息，只要能及時支付債務利息，債務本金可以長期使用；其次，在有內含報酬率符合預期的情況下，投資新項目，用於擴張性資本性支出；最後，如果還有剩餘，則

給股東進行現金分紅。我們通常也可以計算股權自由現金流：股權自由現金流=公司自由現金流-利息支出。

因此，股票內在價值有兩種計算方法：一種是公司股票價值=未來預期公司自由現金流貼現值-公司債務，另一種是公司股票價值=未來預期公司股權自由現金流貼現值。這兩種計算方法得出的結果是一致的。

在計算自由現金流的時候，大家還需要注意一個問題：有些公司的經營活動現金流量淨額在有些年份，不是由於公司的銷售活動引起的，而是公司大量佔用了上游供應商和下游經銷商的資金導致的，這個時候我們要特別注意經營活動現金流量的未來可持續問題。因此，大家一定要把分析的時間窗口拉長到多個年份。

回到樂視網的例子上來，居然有那麼多基金將其視為成長性公司，大謬也！樂視網上市以來的自由現金流如表16-80所示。

表16-80 樂視網的自由現金流

單位：萬元

	2015- 12-31	2014- 12-31	2013- 12-31	2012- 12-31	2011- 12-31	2010- 12-31
報告期	年報	年報	年報	年報	年報	年報
報表類型	合併報表	合併報表	合併報表	合併報表	合併報表	合併報表
經營活動產生的現金流量淨額	87 570.19	23 418.27	17 585.14	10 619.99	14 690.48	6 548.51
現金流量表的企业自由現金流	-76 494.05	-84 546.56	-45 016.34	-32 288.46	-1 712.37	1 336.94

表16-80什麼意思呢？就是說，樂視網每年經營活動現金流量收回來的錢，還不夠公司的折舊攤銷的本錢（如果考慮到影視版權價值的飛速消失，逝者如斯夫，問題就更大了）。從過去5年自由現金流的角度，這種“燒錢”模式一定是難以為繼的。如果樂視網就是樂視生態中最好的板塊，那麼整個樂視生態也是難以為繼的。

什麼是成長性公司的自由現金流？給大家舉個例子，我們看看蘇泊爾，如表16-81所示。

表16-81 蘇泊爾的自由現金流

單位：萬元

	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31	2010-12-31
報告期	年報	年報	年報	年報	年報
報表類型	合併報表	合併報表	合併報表	合併報表	合併報表
經營活動產生的現金 流量淨額	83 318.93	58 799.19	85 733.05	21 923.39	12 425.03
現金流量表的企业自 由現金流	73 306.96	49 445.69	76 366.99	13 629.41	5 209.61

投資者用市夢率來做投資決策，也許夢有實現的一天，但更多的是黃粱美夢和南柯一夢。從心裡，我希望樂視最後能夠夢想成真，世界的進步也需要敢於冒險和有想象力的企業家。但是，作為一個穩健的投資者，我依然選擇遠遠地看著樂視而不會投身其中。

16.16 海康威視和大華股份：兼談市淨率的缺陷 (2016年12月18日)

16.16.1 公司介紹

(1) 海康威視

公司是領先的視頻產品和內容服務提供商，面向全球提供領先的視頻產品、專業的行業解決方案與內容服務。公司積極佈局新興市場和新興業務，基於互聯網推出了面向家庭和小微企業的相關產品及雲服務平臺；進入智能製造領域，推出了一系列機器視覺產品及解決方案。公司產品已涵蓋視頻監控系統的所有主要設備，包括前端採集設備、後端存儲及集中控制、顯示、管理及儲存設備。典型視頻監控系統的前端設備主要包括攝像機（採集視音頻信號）及DVS（壓縮及編碼視音頻信號），典型視頻監控系統的後端設備主要包括錄像機（記錄及存儲視音頻信號），典型視頻監控系統的中心控制設備主要包括集中控制設備（控制、檢索及顯示視音頻信號）、VMS軟件及中心儲存設備。此外，公司擁有門禁、報警、可視對講等系列大安防領域的產品。

(2) 大華股份

公司是我國安防視頻監控行業的龍頭企業，主要產品為嵌入式DVR。公司已形成音視頻編解碼算法技術、信息存儲調用技術、集成電路應用技術、網絡控制與傳輸技術、嵌入式開發技術五大核心技術平臺，和面向安防視頻監控前沿領域的“大安防”產品架構。公司產品應用於世界最大水電工程三峽葛洲壩電廠遠程監控項目、國內最大直流500KV換流站宜昌龍泉換流站項目等重大項目。公司作為國家火炬計劃重點高新技術企業、年度國家規劃佈局內重點軟件企業、浙江省高新技術企業和浙江省軟件企業，建立了“數字圖形圖像處理省級高新技術研究開發中心”。

16.16.2 歷史數據對比

1.投資活動看未來

根據表16-82我們可以知道，海康威視過去6年每年都有較大金額的長期資產投資，累計28億元左右。更關鍵的是現金自給率很高，籌資需求為正數（如果為負數，則存在資金缺口）。也就是說，海康威視的發展是自我內涵式發展，而不是外延式發展。

現金自給率=經營活動現金流量淨額/投資活動現金流量淨額，反映一個公司用經營活動現金流量滿足企業投資需求的能力。如果其高於1，則意味著這個公司的投資活動現金可以全部來自公司的經營活動，而無須額外的融資。

籌資需求=經營活動現金流量淨額+投資活動現金流量淨額+期初金融資產金額。如果是負數，存在資金缺口；如果是正數，則無須增加額外的融資。

大華股份在過去6年雖然也有投資擴張，但是新投資額累計不到7億元（見表16-83），較之海康威視的28億元，有很大的差距。

從上述數據可以看到，兩家公司都沒有通過併購策略進行擴張，主要以購建固定資產、無形資產等長期資產擴張自身的經營規模和生產能力為主。但是，從兩家公司的投資活動可以看出，海康威視經營規模的擴張遠遠高於大華股份。

2. 籌資活動分析

大華股份在過去幾年進行了多次股權融資，增加股東權益資金以支持公司奮起直追的戰略——擴張需要資金。相對來說，海康威視則沒有太多的股權融資，只增加了適量的債務融資，因為公司的資金需求可以通過自身的經營活動現金流量來滿足。

3. 資產結構和資本結構分析

關於兩家公司的投入資本規模，海康威視是大華股份的3倍，海康威視的營業週期和現金週期略短於大華股份。但是由於海康威視擴張較快，其長期資產的週轉速度略低於大華股份。海康威視的長期資產週轉率如何提高，是一個值得思考的問題。

表16-82 海康威視的投資活動現金流量

單位：萬元

投資活動產生的現金流量	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31	2010-12-31
處置固定資產、無形資產和其他長期資產收回的現金淨額	1 303.10	587.80	128.48	31.60	186.96	109.31
處置子公司及其他營業單位收到的現金淨額	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
購建固定資產、無形資產和其他長期資產支付的現金	133 008.41	61 082.64	39 090.79	47 903.83	22 840.31	25 074.51
淨投資額	131 705.31	60 494.84	38 962.31	47 872.23	22 653.35	24 965.20
新投資額	116 328.98	49 510.47	31 713.43	41 772.42	18 963.61	22 951.46
新投資額比例	9.82%	5.59%	4.66%	14.72%	12.06%	22.78%
取得子公司及其他營業單位支付的現金淨額	0.00	0.00	2 441.92	6 217.38	8 756.55	0.00
淨合併額	0.00	0.00	2 441.92	6 217.38	8 756.55	0.00
淨資本支出	131 705.31	60 494.84	41 404.23	54 089.61	31 409.90	24 965.20
淨新資本支出	116 328.98	49 510.47	34 155.35	47 989.80	27 720.16	22 951.46
總投資額	292 730.02	214 044.83	410 327.61	130 898.95	62 194.91	70 727.44
現金自給率	4 277.53%	356.17%	78.63%	171.79%	510.92%	303.49%
籌資需求	1 034 481.79	725 839.43	532 820.07	584 491.54	559 132.94	44 516.29

表16-83 大華股份的投資活動現金流量

单位：万元

投资活动产生的现金流量	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31	2010-12-31
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	58.22	104.20	133.81	74.86	119.79	77.53
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	6 288.63	635.82	484.16	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	203 451.38	92 461.39	1 425.29	83.87	119.79	77.53
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	36 798.00	12 731.58	16 555.94	18 112.52	10 784.69	2 936.67
净投资额	36 739.78	12 627.38	16 422.13	18 037.66	10 664.90	2 859.14
新投资额	27 573.21	4 643.45	11 788.49	14 389.79	8 031.80	951.80
新投资额比例	5.23%	1.08%	5.01%	10.10%	7.82%	1.62%
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	1 443.44	0.00	0.00	0.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	2 400.00	522.69	163.10	278.88	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	199 868.00	178 867.71	16 719.04	18 981.40	12 144.69	2 976.67
投资活动产生的现金流量净额	3 583.39	-86 406.32	-15 293.75	-18 897.53	-12 024.90	-2 899.13
净合并额	0.00	1 443.44	0.00	0.00	0.00	0.00
净资本支出	36 739.78	14 070.82	16 422.13	18 037.66	10 664.90	2 859.14
净新资本支出	27 573.21	6 086.89	11 788.49	14 389.79	8 031.80	951.80
总投资额	97 985.86	200 145.69	87 600.43	41 702.76	40 155.77	18 736.81
现金自给率	-560.26%	-1.98%	233.09%	255.01%	61.72%	426.21%
筹资需求	161 796.70	95 507.86	112 157.75	79 678.53	67 746.74	57 783.48

4. 產品獲利能力分析

如表16-84所示，海康威視的毛利率和銷售淨利率要明顯高於大華股份。海康威視的費用控制非常好。關於銷售淨利率，海康威視在2015年為23%，大華股份為13%。這是由於大華股份體量小，研發投入多的時候銷售淨利率就會明顯降低。

表16-84 海康威視和大華股份2015年的盈利能力比較

单位：万元

利润表	海康威视	大华股份
	2015-12-31	2015-12-31
报告期	年报	年报
报表类型	合并报表	合并报表
营业总收入	2 527 139.03	1 007 783.34
收入现金含量	90.13%	78.10%
营业成本	1 513 679.35	632 672.98
营业成本增长率	139.25%	—
毛利	1 013 459.68	375 110.36
毛利率	40.10%	37.22%
营业税金及附加	19 687.66	7 869.93
营业税金及附加率	0.78%	0.78%
销售费用	217 904.53	114 276.47
销售费用率	8.62%	11.34%
管理费用	221 122.19	123 436.85
管理费用率	8.75%	12.25%
总费用率	18.15%	24.37%
净利润	589 855.26	138 635.20
销售净利率	23.34%	13.76%

5.經營活動現金流量和自由現金流

海康威視經過調整的自由現金流從2011年到2015年依次為15億元，20億元，27億元，49億元，48億元，增長速度還是比較明顯的。大華股份經過調整的自由現金流從2011年到2015年依次為1.9億元，6.8億元，8億元，6.8億元，10.6億元，增長速度也非常明顯。

關於兩家公司在研發上的投入，大華股份在過去5年為26.1億元，海康威視為50億元。

根據表16-85和表16-86，從經營活動產生的現金流量和自由現金流的體量上來說，海康威視是大華股份的3~4倍。

表16-85 海康威視的經營活動現金流量及自由現金流

单位：万元

海康威视	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
报告期	年报	年报	年报	年报	年报
报表类型	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表	合并报表
销售商品、提供劳务收到的现金	2 277 751.07	1 684 150.01	1 052 186.68	752 028.53	535 629.92
收到的税费返还	200 117.95	135 241.99	47 922.02	34 058.86	23 166.96
收到其他与经营活动有关的现金	52 591.33	22 491.40	21 141.01	13 450.92	5 520.38
经营活动现金流入小计	2 530 460.34	1 841 883.40	1 121 249.71	799 538.32	564 317.26
购买商品、接受劳务支付的现金	1 569 462.80	1 009 733.78	647 483.72	409 839.86	293 781.86
支付给职工以及为职工支付的现金	250 104.89	186 481.48	127 991.80	102 098.19	62 173.19
支付的各项税费	245 517.50	171 747.82	95 362.52	89 085.73	52 570.38
支付其他与经营活动有关的现金	143 702.93	103 278.25	64 075.08	54 835.54	38 745.68
经营活动现金流出小计	2 208 788.13	1 471 241.33	934 913.13	655 859.33	447 271.12
经营活动产生的现金流量净额	321 672.22	370 642.08	186 336.58	143 678.99	117 046.14
现金流量表的企业自由现金流(1)可用于支付利息、扩张规模、股东分红	306 124.34	359 704.44	179 108.27	137 589.01	113 256.97
研发投入调整	172 263.82	130 070.39	92 187.70	60 640.71	34 074.95
调整后自由现金流	478 388.16	489 774.83	271 295.97	198 229.72	147 331.92

表16-86 大華股份的經營活動現金流量及自由現金流

单位：万元

大华股份	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
销售商品、提供劳务收到的现金	787 098.25	540 552.36	394 786.53	309 046.82	223 325.22
收到的税费返还	95 923.32	51 690.97	25 918.23	19 984.51	9 125.70
收到其他与经营活动有关的现金	7 775.52	11 787.67	8 342.84	5 020.76	2 852.58
经营活动现金流入小计	890 797.09	604 031.00	429 047.60	334 052.09	235 303.50
购买商品、接受劳务支付的现金	549 435.59	358 122.97	234 038.77	182 927.73	159 385.58
支付给职工以及为职工支付的现金	153 877.96	120 098.06	77 393.83	48 484.56	29 133.97
支付的各项税费	69 099.15	62 984.45	36 957.38	25 808.69	16 555.09
支付其他与经营活动有关的现金	98 308.00	64 533.62	45 010.10	28 639.80	22 806.93
经营活动现金流出小计	870 720.71	605 739.09	393 400.08	285 860.78	227 881.57
经营活动产生的现金流量净额	20 076.38	-1 708.09	35 647.52	48 191.31	7 421.92
现金流量表的企业自由现金流(1)可用于支付利息、扩张规模、股东分红	10 892.32	-9 684.02	31 005.12	44 560.67	4 814.79
研发投入调整	95 505.57	78 045.44	50 009.21	23 941.01	15 003.98
研发投入调整后自由现金流	106 397.89	68 361.42	81 014.33	68 501.68	19 818.77

16.16.3 未來行業判斷

安防市場一片大好。

16.16.4 估值結論

兩家公司都是不錯的公司，其估值見表16-87、表16-88。如果考慮足夠的安全邊際，則海康威視在24元下方可以開始買入，低於20可以考慮更多買入，低於16可以大量買入。如果考慮足夠的安全邊際，則大華股份在13元下方可以開始買入，低於12可以考慮更多買入，低於10可以大量買入。

表16-87 海康威視的每股內在價值

单位：万元

两阶段模型	
2015年的自由现金流为基准	478 388.16
年份	1.00
假设 2016 ~ 2020 年每年增长 7%，2021 年开始以后每年增长 6%	
折现率	8%
营运类资产的价值	24 947 248.03
加：金融资产	1 243 380.01
减：企业债务	493 019.54
企业价值	25 697 608.50
少数股东比例	0.01
归属于母公司股东的价值	25 513 564.85
股本（万股）	610 316.00
每股内在价值（元）	41.80

表16-88 大華股份的每股內在價值

单位：万元

两阶段模型	
2015年平均自由现金流为基数	106 397.89
假设 2016 ~ 2020 年每年增长 9%，2021 年开始以后每年增长 6%（考虑小规模公司的增长比较容易）	
折现率	8%
营运类资产的价值	6 014 577.17
加：金融资产	172 906.74
减：企业债务	95 804.03
企业价值	6 091 679.88
少数股东比例	0.03
归属于母公司股东的价值	5 936 066.18
股本（万股）	289 941.00
每股内在价值（元）	20.47

16.16.5 談談市淨率的缺陷

兩家公司都屬於高市淨率的公司。我原來不喜歡高市淨率的公司，但是這兩家公司在一定程度上改變了我的觀點。

對於差異化競爭策略的公司，由於很多投入都費用化而不是資本化，導致部分無形資產被低估，從而降低了淨資產，最終形成了高市淨

率。

對於技術差異化的公司如海康威視、大華股份、蘋果公司、英特爾等，市淨率都比一般公司高。這是因為這些公司的研發投入實質上都是長期投資活動，類似於生產製造型企業購買固定資產，但是由於會計上對於研發費用資本化記入資產的處理比較麻煩，因此很多公司乾脆就全部費用化記入當期管理費用，從而導致資產低估、市淨率高估。如果我們把海康威視和大華股份在過去5年的研發投入全部資本化記入無形資產，則每股淨資產增加1元左右，市淨率就在4~5倍了。

同理，對於品牌差異化的公司如白雲山、雲南白藥、耐克等，每年的廣告費形成了公司的品牌資產。但是會計上無法確認品牌資產，導致公司淨資產低估，市淨率看起來就會比較高。

由此可見，市淨率這個指標比較適用於生產製造型企業或者金融企業，但是不適合差異化競爭策略的公司。

16.17 需要更加積極進取的上海機電（2017年1月9日）

關注上海機電，是源於學院與上海電氣集團的合作培訓項目。我給上海電氣集團的領導們講了半天財務知識。課前我做了非常充分的準備，仔細閱讀了電氣集團的上市公司上海電氣和上海機電的財報。我發現上海機電是一家不錯的上市公司。

16.17.1 上海機電簡介及前景簡要判斷

公司是一家引領中國機電裝備製造企業快速發展的大型上市公司，主營業務種類較多，涉及電梯製造、冷凍空調設備製造、印刷包裝機械製造、焊接器材製造、人造板機械製造、人造板板材製造和工程機械製造七大領域，擁有世界銷量第二的上海三菱電梯有限公司及其“上海三菱”品牌。公司與美日法等世界著名跨國公司共同組建了12家合資企業，下屬各獨資、合資企業均全部通過全面質量管理體系ISO9000認證。公司實際控制人上海電氣集團是我國最大的裝備制業集團之一，

實力雄厚，擁有多項優質資產。公司是電氣集團電氣一體化資產的核心運作平臺，主要產品的市場地位位居前列。

上海機電的主要業務為電梯製造，佔主營收入90%以上。電梯的使用年限為15~25年。至於未來電梯業務的市場需求，一是新增，二是更新，三是維修保養，在接下來的時期內，應該是穩中有升的整體市場情況。

公司電梯業務的營業收入緩慢增長，其中安裝維保等服務收入增長迅速。公司電梯毛利率穩定在20%以上，預計短期內原材料價格穩定，公司毛利率水平將保持現狀。公司累計銷售電梯超過60萬臺，老梯維保費用逐年上升，經濟性下降。公司積極推動舊梯更換新梯業務，創造新的需求，目前該業務收入佔比超過10%。舊梯換新梯業務的毛利率高於傳統新梯出售業務，可以有效彌補每年新梯售價下降3%給公司毛利率帶來的壓力。

16.17.2 歷史數據及問題

(1) 過去5年的投資情況和籌資情況

過去5年公司沒有大規模投資活動，只是小打小鬧，2016年還出售了印刷機械業務以優化資產質量。智能裝備業務投資規模不大，短期內不會對業績產生影響。由於沒有大規模投資，因此過去5年公司無須籌資。

(2) 過去5年的分紅情況

每年給上市公司股東的分紅在3.5億~4億元，每股分紅在0.2~0.4元。

(3) 資產質量和結構及資本結構

公司投入的資本總額為116億元，金融資產超過130億元。什麼意思呢？就是說，公司在製造安裝電梯環節其實自己不用花一分錢，用的都是別人的錢。公司的固定資產投入為15億元，但是在營運環節採取預收款模式，預收130多億元，扣除原材料、半成品、產成品等，再加

上一部分應付賬款，營運資本需求為負的70億~80億元。這是多麼美好的商業模式，用別人的錢賺更多的錢！

但是，問題在於130億~140億元的金融資產收益率太低，都存在集團公司下屬的財務公司。考慮怎麼提升這些金融資產的收益率，或者投資到更好的項目上面去，是上海機電的重中之重！上海機電只有投資更多有前途的項目，比如機器人，方能提升公司股東價值！

上海機電不差錢，折算成每股現金為13~14元，因此沒有債務，全部是股東權益。

(4) 收入、成本費用和利潤情況

過去幾年，由於公司發展投入不夠，收入幾無增長。成本費用穩定，毛利率穩定在20%以上，股東權益回報率超過20%。

這是“現金奶牛”公司的特徵。

(5) 自由現金流

公司過去5年平均自由現金流在17億元。

16.17.3 估值

根據最保守的假設，即公司堅持目前的規模，不增加電梯業務投入也不增加新業務，考慮未來的行業和公司情況收入零增長，成本費用穩定，採用自由現金流零增長貼現率模型，按8%的股東預期回報率，以過去5年的自由現金流為基數，貼現如表16-89所示。

表16-89 上海機電的每股內在價值

单位：万元

零增长保守估计	
2011 ~ 2015 年的平均自由现金流为基准	172 991.20
折现率	8%
营运类资产的价值	2 162 389.98
加：金融资产	1 637 431.28
减：企业债务	15 693.15
企业价值	3 784 128.11
少数股东比例	0.19
归属于母公司股东的价值	3 049 753.45
股本（万股）	102 274.00
每股内在价值（元）	29.82

因此，我在20元以下已經買入並持有，希望上海機電能夠更有進取精神，把手裡的金融資產用好，提升股東價值。在沒有好投資項目的情況下，個人建議加大分紅比例，比如持續每年每股分配現金股利0.8~1元。

16.18 波浪式前進的萬華化學（2017年2月13日）

對於萬華化學，我就不加更多的行業和公司分析了，簡要摘一些財務數據如圖16-2所示。

從2001年的營業收入5.7億元到2015年的192億元（2016前三季度為209億元），萬華化學的營業收入、營業利潤、利潤總額和淨利潤就是一條波浪式前進、螺旋式上升（這是我當年學馬克思主義哲學時印象最深刻的一句話）的曲線。

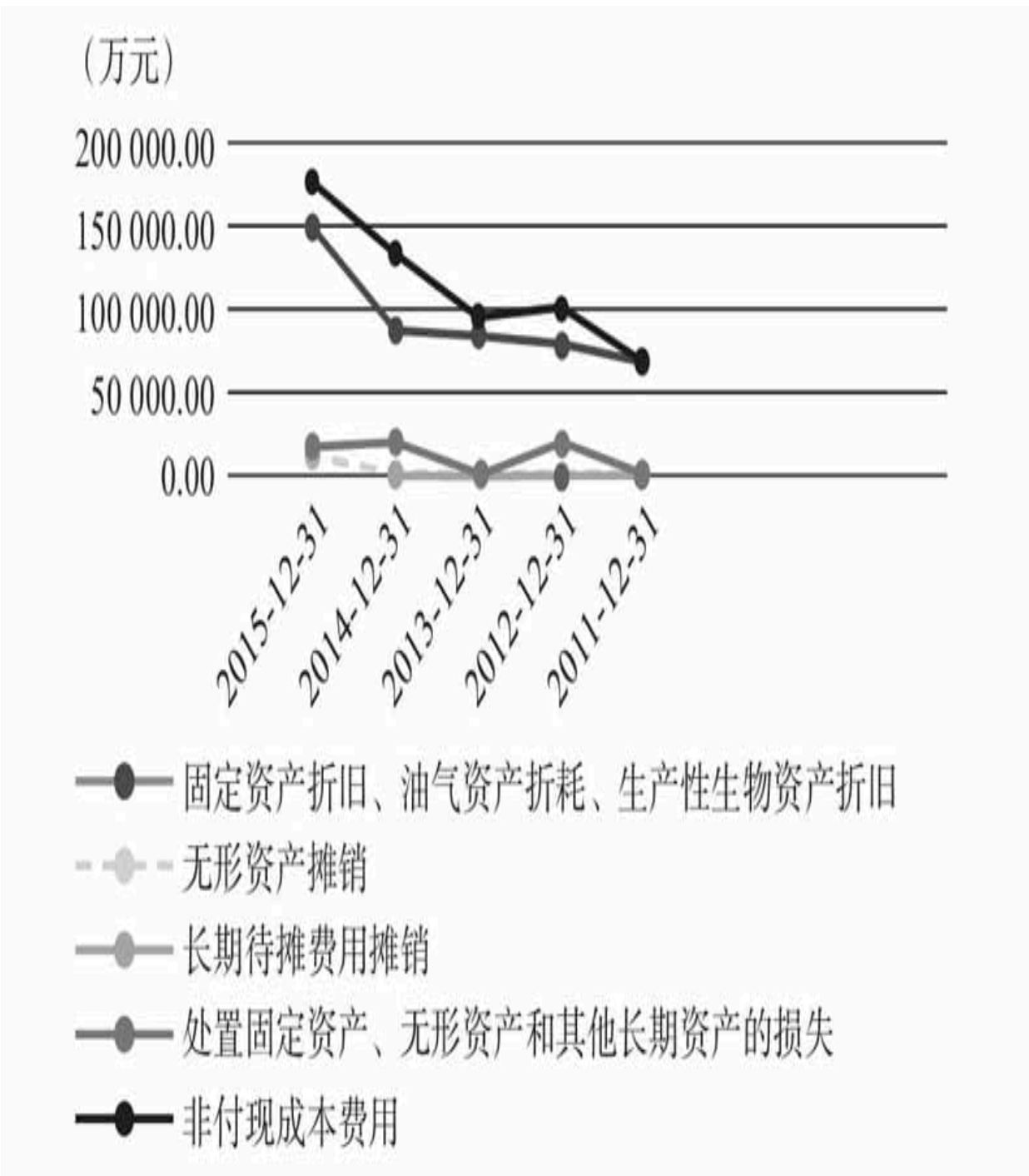


圖16-2 營業數據

收入過去10年和5年的複合增長率如表16-90所示。

表16-90 萬華化學的複合增長率

10年复合增长率	5年复合增长率
16.46%	15.63%

公司有比較穩定的毛利率、費用率（見圖16-3）：毛利率過去10年最低為25%，穩定在30%左右；費用率在10%左右。

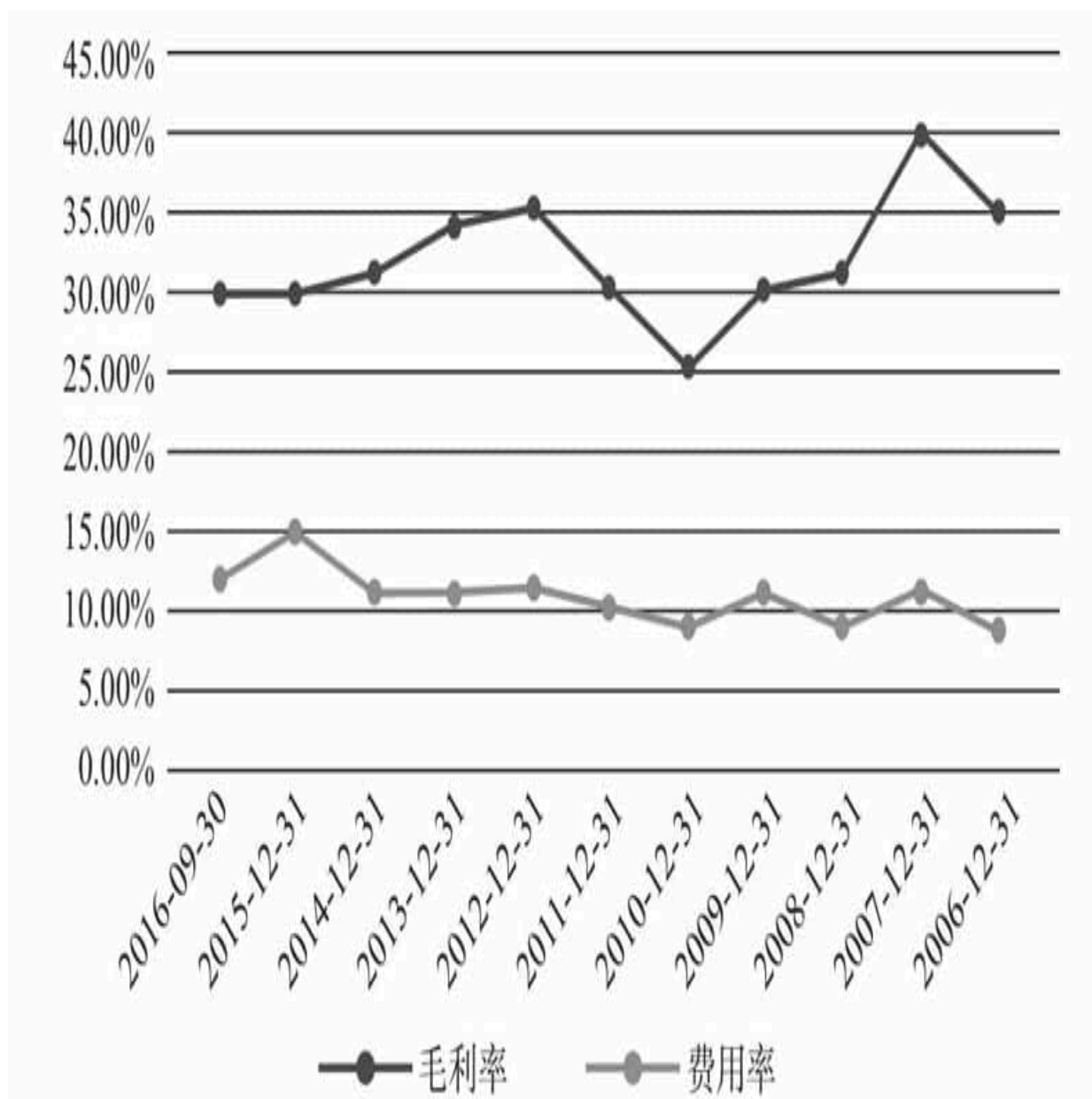


圖16-3 毛利率和費用率

過去10年自由現金流的具體金額如表16-91所示。

表16-91 萬華化學2006~2015年的經營活動現金流量和自由現金流

單位：萬元

	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006
經營活動產生的 現金流量淨額	460 239.37	402 051.49	386 926.30	380 617.87	201 243.34	41 335.84	145 437.80	200 020.45	128 237.71	93 234.81
現金流量表的企业 自由現金流(1)可 用于支付利息、擴張 規模、股東分紅	305 638.01	303 175.20	299 206.20	305 521.00	133 638.47	9 274.13	116 510.39	174 261.65	104 780.80	72 659.24

過去10年自由現金流的趨勢圖如圖16-4所示。

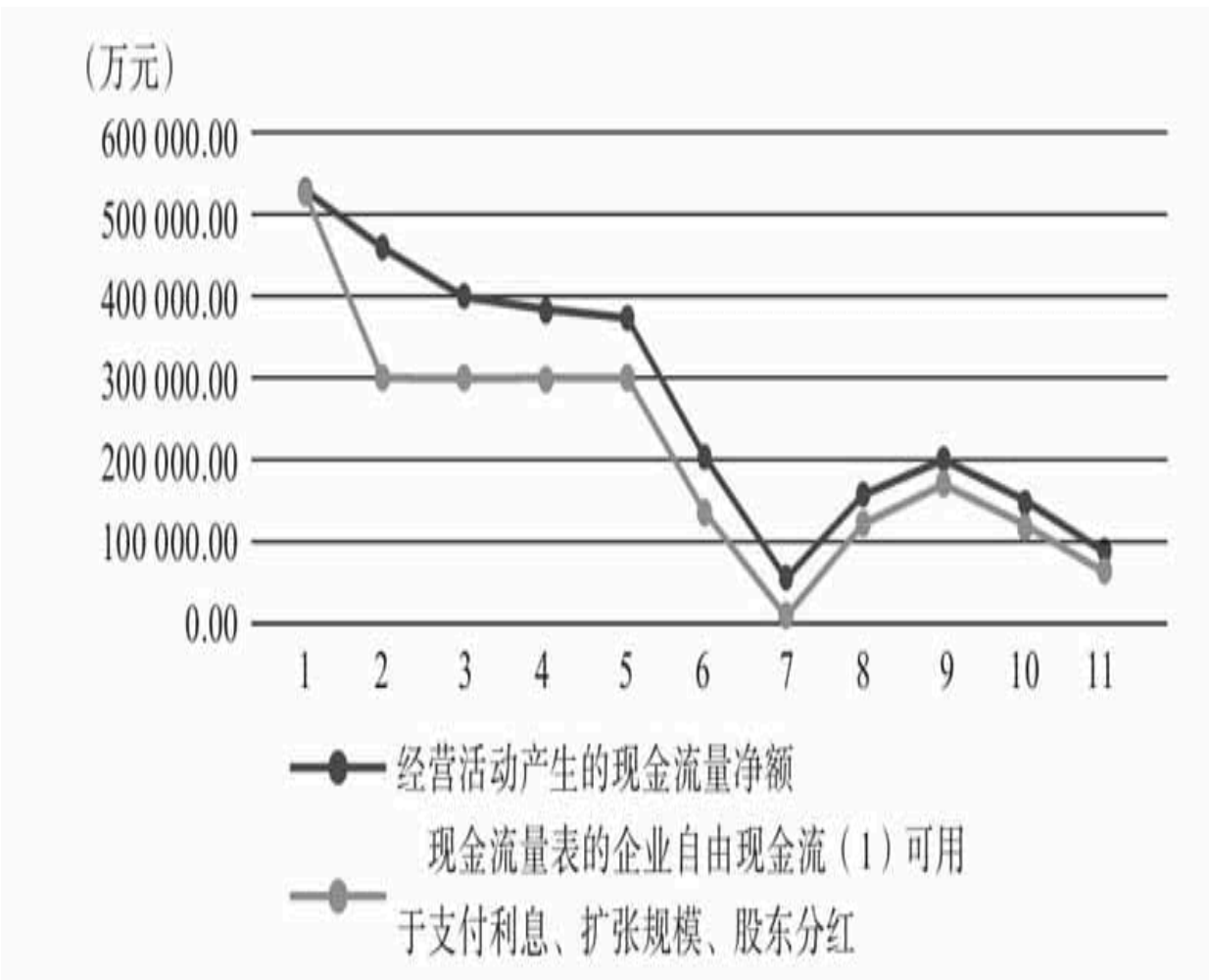


圖16-4 自由現金流的趨勢圖

1為2016年前三季度，11為2006年。

過去10年的自由現金流複合增長率為17%。基於收入、現金流增長的歷史趨勢以及毛利率、費用率等穩定的歷史情況，我們採取如下假設：以前3年自由現金流的平均數為基數，未來5年內自由現金流的增長為9%，5年以後以6%的增長率保持發展；採用自由現金流二階段貼現模型，計算公司的營運類資產價值為1 710億元左右；加上金融資產減去企業債務後，得出公司股權價值為1 224億元左右；按現有股本測算，每股內在價值為50元左右。考慮40%的安全邊際，則30元下方具備投資價值。具體計算如表16-92所示。

表16-92 萬華化學的每股內在價值

单位：万元

二阶段	
2012 ~ 2015 年平均自由现金流为基数	302 673.14
假设 2016 ~ 2020 年的年复合增长率为 9%，2021 年开始按 6%	
折现率	8%
营运类资产的价值	17 109 840.60
加：金融资产	279 751.10
减：企业债务	2 313 423.57
企业价值	15 076 168.13
少数股东比例	0.19
归属于母公司股东的价值	12 242 461.99
股本（万股）	227 834.00
每股内在价值（元）	53.73

16.19 被低估的宇通客車（2017年3月1日）

1. 宇通客車簡介

公司是一家集客車產品研發、製造與銷售為一體的大型現代化製造企業，擁有底盤車架電泳、車身電泳、機器人噴塗等國際先進的客車電泳塗裝生產線，是目前世界單廠規模最大、工藝技術條件最先進的大中型客車生產基地，主要經濟指標連續10餘年快速增長，並連續10餘年獲得中國工商銀行AAA級信用等級。宇通率先在行業成功實施了CRM客戶管理系統，建成了功能完善的客戶服務管理平臺，24小時為客戶提供購買諮詢、服務請求、配件查詢、問題反饋等一站式服務。作為

中國客車第一品牌，公司連續多年榮獲世界客車聯盟BAAV頒發的“BAAV年度最佳客車製造商”“BAAV年度最佳整車製造商出口營銷大獎”“BAAV年度最佳客車獎”“BAAV年度最佳創新客車獎”“BAAV年度最佳環保巴士獎”“BAAV年度最佳BRT巴士獎”“BAAV年度最佳客車安全裝備獎”“BAAV年度最佳客車製造商”等獎項。

大家在公路上到處可以看到的宇通大巴就是宇通的產品。

2.行業和公司的未來簡要判斷

客車行業是比較成熟穩定的行業。雖然高鐵交通方式對此有替代作用，但是高鐵之外的路網需要客車。當然，私家車的發展對客車行業也有替代，但個人認為後續影響應該不大，私家車已經過了爆發增長期。這個行業的缺點是地方政府保護主義太強，個人認為這在未來或許會是宇通客車的機會：政府保護主義下的低效率最終無法戰勝市場的力量，未來的行業集中度應該會有所提升。

宇通客車是市場龍頭公司之一，新能源客車業務發展良好。個人認為，新能源客車應該會逐步替代傳統能源汽車。最近幾年的騙補事件告一段落，新的補貼政策已經落地，有利於提高行業集中度。

3.歷史數據

(1) 公司投資活動現金流

購建固定資產、無形資產和其他長期支付的現金持續流出，2011~2015年的資本性支出金額累計為75億元，為長遠發展打下良好的基礎。

現金自給率每年均超過100%，也就是說，宇通客車的資本性支出全部為自己賺回來的現金，無須額外增加新的融資。

(2) 籌資活動現金流

最近幾年籌資活動現金流均為負數，主要為給股東現金分紅。

(3) 資產資本結構

資產中的金融資產在2016年9月底為40億元，長期股權投資最近增加了3億元，長期經營資產為61億元，營運資本為11億元（都是大數字，略有出入）。

資本中沒有債務，注意，沒有債務！股東權益為119億元。

(4) 盈利情況

過去5年收入每年都有增長，毛利率略有提升，目前穩定在25%左右，總費用率在12%左右，股東權益回報率過去10年穩定在25%以上。利潤現金含量在1以上，利潤為真金白銀的高質量利潤。

(5) 經營活動現金流和自由現金流

經營活動現金流和自由現金流過去10年的複合增長率在20%以上。

4. 歷史數據+未來判斷基礎上的大致估值

歷史數據表明了宇通客車的優秀，未來判斷為我們的假設提供了基礎。我們採取相對保守的假設：公司在未來5年內能夠維持15%的複合增長率，6~15年維持6%的複合增長率，16年開始零增長；股東資本回報預期為8%；以過去5年自由現金流的平均數為保守的基數，宇通客車的每股內在價值如下，按照40%的安全邊際測算，則21元下方為安全買入區間。具體估值如表16-93所示。

表16-93 宇通客車的每股內在價值

单位：万元

三阶段模型	
前5年平均自由现金流为基数	229 336.54
假设2016～2020年按年复合增长率15%，2021年到2030年按年复合增长率6%，此后零增长	
折现率	8%
营运类资产的价值	7 555 157.95
加：金融资产	403 235.59
减：企业债务	157.70
企业价值	7 958 235.84
少数股东比例	0.01
归属于母公司股东的价值	7 892 582.40
股本（万股）	221 394.00
每股内在价值（元）	35.65

參考文獻

- [1] 本傑明·格雷厄姆，戴維·多德．證券分析[M]．海口：海南出版社，1999．
- [2] 郭永清．透視公司財報數字[M]．大連：大連出版社，2011．
- [3] 楊峰．公司估值問題[M]．北京：中國財政經濟出版社，2012．

- [4] 格里·格瑞，帕特里克·古薩蒂斯，蘭德·伍瑞奇．股票價值評估[M]．於春海，詹燕萍，謝靜，譯．北京：中國財政經濟出版社，2004．
- [5] 埃斯瓦斯·達莫達蘭．估值：難點、解決方案及相關案例[M]．李必龍，李羿，郭海，等譯．北京：機械工業出版社，2013．
- [6] 誠訊金融培訓公司．估值建模[M]．北京：中國金融出版社，2012．
- [7] 理查德A佈雷利，斯圖爾特C邁爾斯．資本投資與估值[M]．趙英軍，譯．北京：中國人民大學出版社，2012．
- [8] 加布裡埃爾·哈瓦維尼，克勞德·維埃裡．高級經理財務管理：創造價值的過程[M]．王全喜，張曉農，王榮譽，譯．北京：機械工業出版社，2003．
- [9] 克里舍G佩普，保羅M希利，維克多L伯納德．運用財務報表進行企業分析與估價[M]．孔寧寧，丁志傑，譯．北京：中信出版社，2004．
- [10] 魯桂華．看懂會計報表[M]．北京：機械工業出版社，2013．
- [11] 瑪麗·巴菲特，戴維·克拉克．巴菲特教你讀財報[M]．李鳳，譯．北京：中信出版社，2009．
- [12] 張新民．從報表看企業[M]．北京：中國人民大學出版社，2014．

Table of Contents

[推薦序一 以價值為核心的財務報表分析](#)

[推薦序二 用管理思維進行財務報表分析和股票估值](#)

[前言 財報分析：知行合一，學以致用](#)

第1章 財報基礎

1.1 審計報告

1.2 財務報表

1.3 資產負債表

1.4 利潤表

1.5 現金流量表

1.6 股東權益變動表

1.7 報表附註

第2章 財報原理及財報質量

2.1 財報數字的來龍去脈

2.2 判斷財報質量的六個步驟

2.3 防範財務報告舞弊最簡單的方法

第3章 公司財報分析的框架

3.1 公司的目標：為價值而生

3.2 以價值為核心的財報分析

3.3 公司創造價值的過程就是公司財報的生成過程

3.4 公司財報的分析過程

第4章 公司戰略與財務報告之間的關係

4.1 公司戰略：行業選擇和競爭策略決策

4.2 公司行業與公司財務報表之間的關係

4.3 兩種不同的公司競爭策略

4.4 總成本領先策略下的財報特徵

4.5 差異化策略下的財報特徵

4.6 從財報數字看中國公司發展轉型的迫切性

4.7 公司策略轉型的財報解釋：以蘋果公司和萊寶高科為例

4.8 公司戰略和公司財報關係的總結

第5章 財報項目之間的邏輯關係

第6章 從投資活動現金流量看一家公司的戰略和未來

6.1 投資活動現金流量的格式和項目

6.2 與公司戰略關聯度不大的投資活動現金流量項目

6.2.1 公司理財類投資活動現金流入和流出

6.2.2 公司其他投資活動現金流入和流出

6.3 充分反映公司戰略的投資活動現金流量項目

6.3.1 購建和處置長期資產的投資決策和活動

6.3.2 取得和處置子公司的投資決策和活動

6.3.3 戰略投資活動的綜合現金需求分析

6.4 不涉及投資活動現金流量的購建和併購決策及活動以及其他例外情況

6.5 公司投資活動的決策標準

第7章 從籌資活動現金流量看一家公司的資本管理能力

7.1 籌資渠道

7.2 如何分析公司的現金缺口

7.3 籌資活動現金流量分析——如何通過外源籌資解決現金缺口

7.4 籌資活動現金流量分析的五大內容

第8章 資產和資本分析

8.1 資產負債表的重構

8.1.1 標準資產負債表的缺陷

8.1.2 資產負債表的重構：資產資本表

8.2 資產結構分析

8.2.1 資產類別結構分析

8.2.2 資產期限結構分析

8.3 資本結構分析

8.3.1 資本來源結構

8.3.2 資本期限結構

8.4 從資產結構、資本結構和營運資本看公司的流動性風險

8.4.1 傳統財務指標的缺陷

8.4.2 傳統營運資本

[8.4.3 現實錯了還是教材錯了](#)

[8.4.4 從資產結構、資本結構和營運資本看公司的流動性風險](#)

[8.5 營運資本長期化率](#)

[第9章 股權價值增加表分析](#)

[9.1 基於資產資本表的利潤表重構：股權價值增加表](#)

[9.1.1 標準利潤表的缺陷](#)

[9.1.2 利潤表的重構：股權價值增加表](#)

[9.2 股權價值增加表分析：營業收入分析](#)

[9.2.1 營業收入歷史增長情況](#)

[9.2.2 營業收入未來增長空間判斷](#)

[9.2.3 營業收入分析的特殊問題：收入的確認問題](#)

[9.3 股權價值增加表分析：營業成本分析](#)

[9.3.1 成本性態分析：虧損的業務是否就應該停產](#)

[9.3.2 經營資產結構決定營業成本結構](#)

[9.3.3 營業成本控制能力的分析](#)

[9.3.4 營業成本分析的特殊問題：成本與收入匹配原則](#)

[9.4 營業收入和營業成本的綜合分析：毛利和毛利率](#)

[9.4.1 毛利分析](#)

9.4.2 毛利率分析

9.5 股權價值增加表分析：營業費用分析

9.5.1 營業費用的範圍

9.5.2 營業費用分析的重點

9.6 股權價值增加表分析：利潤分析

9.6.1 息稅前經營利潤、息前稅後經營利潤和營業收入利潤率

9.6.2 長期股權投資收益分析

9.6.3 金融資產收益分析

9.6.4 從息稅前利潤結構看利潤的質量

9.7 不要僅僅為銀行打工：財務費用和債務資本成本分析

9.8 實際企業所得稅負擔分析

9.9 淨利潤、股權資金成本和股權價值增加值分析

9.9.1 淨利潤與股權價值增加值

9.9.2 利潤和股權價值增加值的侷限性

9.9.3 利潤可持續性的考量

第10章 資產資本表和股權價值增加表的綜合分析

10.1 資產資本表和股權價值增加表之間的關係

10.2 股東權益回報率分析

10.3 投資和經營活動的管理效率及盈利能力分析

10.3.1 經營資產的管理效率分析

10.3.2 長期經營資產的管理效率分析

10.3.3 營運資本的管理效率分析

10.3.4 經營資產回報率分析

10.3.5 長期股權投資的盈利能力分析

10.3.6 金融資產的盈利能力分析

10.4 債務籌資對股東權益回報率的影響

10.4.1 財務槓桿效應分析

10.4.2 財務槓桿的作用原理

10.4.3 債權人的保障程度

10.5 政府稅收及公司稅務管理活動分析

10.6 綜合分析的總結

第11章 迴歸現金：經營活動現金流量分析

11.1 迴歸現金

11.2 經營活動現金流量的格式及項目

11.2.1 經營活動現金流入

11.2.2 經營活動現金流出

11.2.3 經營活動產生的現金流量淨額

11.3 經營活動現金流量項目和股權價值增加表項目之間的關係

11.3.1 營業收入現金含量

11.3.2 成本費用付現率

11.3.3 經營利潤現金含量

11.4 經營活動現金流量的五種狀態

11.4.1 經營活動產生的現金流量小於零

11.4.2 經營活動產生的現金流量等於零

11.4.3 經營活動產生的現金流量大於零，但不足以補償當期的非付現成本

11.4.4 經營活動產生的現金流量大於零，並恰能補償當期的非付現成本

11.4.5 經營活動產生的現金流量大於零，並在補償當期的非付現成本後仍有剩餘

11.5 現金分紅對股權價值的影響

11.5.1 我國關於上市公司分紅的有關規定

11.5.2 現金分紅對股權價值的影響

第12章 股票價格和股票價值

12.1 短期股票價格與股票價值的偏離

12.2 長期股票價格向股票價值迴歸

12.3 股票估值中歷史證據的分析與未來發展的預測

[12.4 股票估值是一門藝術](#)

[12.5 安全邊際](#)

[12.6 成組購買可以形成一種投資操作](#)

[第13章 常見的相對估值法](#)

[13.1 相對估值法的應用過程](#)

[13.2 市盈率相對估值法](#)

[13.3 市淨率相對估值法](#)

[13.4 市銷率相對估值法](#)

[13.5 市盈增長比率相對估值法](#)

[13.6 相對估值法的總結](#)

[第14章 終極方法：絕對估值法](#)

[14.1 絕對估值法的基本原理](#)

[14.2 現金股利貼現模型](#)

[14.3 自由現金流貼現模型](#)

[第15章 運用自由現金流貼現模型進行股票估值](#)

[15.1 公司價值與股票估值](#)

[15.2 經營資產自由現金流的界定](#)

[15.2.1 自由現金流的淵源及各類計算方法](#)

[15.2.2 本書的經營資產自由現金流](#)

15.3 經營資產自由現金流貼現模型的應用

15.3.1 模型及應用的兩個步驟

15.3.2 歷史數據的分析

15.3.3 未來前景的判斷

15.3.4 深刻理解WACC

15.3.5 經營資產自由現金流現值

15.4 公司價值和股票價值的估算

15.4.1 公司價值

15.4.2 股票價值

第16章 我的投資實戰案例

16.1 用數字而不是感覺尋找成長性——小天鵝 (2016年3月23日)

16.2 蘇泊爾研究 (2016年3月31日)

16.2.1 行業狀況

16.2.2 公司情況

16.2.3 合理估值

16.3 五糧液的簡要分析 (2016年4月11日)

16.4 30元的上海家化值不值得買 (2016年4月12日)

16.5 是否應該買入4.5元以下的中國石化 (2016年4月19日)

16.6 我為什麼看好白雲機場 (2016年5月10日)

16.6.1 行業分析

16.6.2 白雲機場未來情況

16.6.3 公司財務數據分析

16.6.4 歷史+未來=估值

16.7 九陽股份能否騰飛 (2016年5月23日)

16.8 房地產公司的財務報表分析與估值：邏輯與模型——兼談三湘股份的年度報告 (2016年5月29日)

16.8.1 如何從房地產開發公司的現金流量表看公司戰略

16.8.2 如何從房地產公司的資產結構看經營策略和效率

16.8.3 如何從房地產公司的資本結構看財務風險

16.8.4 如何從房地產公司的利潤表看成本費用

16.8.5 如何對房地產公司進行估值

16.8.6 問題和挑戰

16.9 科倫藥業：何時否極泰來 (2016年5月30日)

16.10 大秦鐵路：現在是最壞的時期了嗎 (2016年7月28日)

16.10.1 歷史數據

16.10.2 公司行業未來簡要分析

16.10.3 公司估值及建議

16.11 羅萊生活：能否持續增長 (2016年7月29日)

16.11.1 歷史數據

16.11.2 未來判斷

16.11.3 估值

16.12 被低估的正泰電器 (2016年8月19日)

16.12.1 歷史數據

16.12.2 行業簡況

16.12.3 公司估值

16.13 隆鑫通用的內在價值 (2016年10月17日)

16.13.1 行業和公司

16.13.2 歷史財務數據

16.13.3 未來的簡單假設

16.13.4 內在價值及建議

16.14 7元以下的國投電力勝過銀行理財產品 (2016年11月22日)

16.14.1 國投電力簡介

16.14.2 國投電力的歷史數據

16.14.3 國投電力的未來判斷

16.14.4 國投電力的估值與收益預計

16.15 樂視網：市夢率抑或自由現金流——兼談自由現金流的計算 (2016年12月9日)

16.16 海康威視和大華股份：兼談市淨率的缺陷 (2016年12月18日)

16.16.1 公司介紹

16.16.2 歷史數據對比

16.16.3 未來行業判斷

16.16.4 估值結論

16.16.5 談談市淨率的缺陷

16.17 需要更加積極進取的上海機電 (2017年1月9日)

16.17.1 上海機電簡介及前景簡要判斷

16.17.2 歷史數據及問題

16.17.3 估值

16.18 波浪式前進的萬華化學 (2017年2月13日)

16.19 被低估的宇通客車 (2017年3月1日)

參考文獻