

## 第三章 财务分析

- 第一节 财务分析基础
- 第二节 财务分析方法
- 第三节 财务预测与增长管理

《公司理财》第三章

## 第一节 财务分析基础

- 一、财务报表
- 二、财务比率

《公司理财》第三章

## 一、财务报表

资产负债表  
损益表  
现金流量表  
管理资产负债表

《公司理财》第三章

## 1、资产负债表

- 反映企业在某一时点全部资产、负债和所有者权益状况的报表：**静态信息**
- 作用
  - 反映企业所掌握的资产规模及其分布情况，**帮助决策者把握企业的经济实力**
  - 反映营运资金（流动资产和流动负债）情况，**帮助决策者把握企业的短期偿债能力**
  - 反映企业长期资金来源的构成情况，**帮助决策者把握企业的财务风险和长期偿债能力**

《公司理财》第三章

## 资产

- 能在将来产生现金流入或减少现金流出的资源
- 按流动性大小排列
  - 流动资产：可在一年内转化为现金的资产
    - 现金及等价物（有价证券）
    - 流动性资产：应收帐款、存货、预付帐款
  - 固定资产：长期资产

流动资产	550
现金	110
应收帐款	165
存货	275
固定资产	660
净值	
总资产	1210

《公司理财》第三章

## 负债与权益

- 反映企业资金来源与构成
- 不同权利人（债权人和股东）对资产的要求权
- 负债：未来的付款责任（欠款），按到期日长短排列
  - 短期借款
  - 流动性负债：应付帐款
  - 长期负债
- 所有者(股东)权益

流动负债	330
短期借款	110
应付帐款	220
长期负债	330
股东权益	550
负债与权益	1210

《公司理财》第三章

## HL公司资产负债表

总资产	1210	负债与权益	1210
现金	110	短期借款	220
应收帐款	165	应付帐款	110
存货	275		
预付费用		长期资本:	
流动资产	550	长期负债	330
固定资产净值	660	股东权益	550

## 2、损益表（利润表）

- 反映某一时期的经营成果——销售规模、成本与费用、盈利能力
- 重要变量
  - 折旧**D**: 非付现成本; 产生税盾
  - 利息**I**: 税前列支, 产生税盾

《公司理财》第三章

## 税盾 (Tax Shield)

- 某公司**EBIT=100万**, **t=40%**
  - 若公司不负债, **EBT=100**, **EAT=60**, 所得税为**40**
  - 若公司负债**200万(10%)**, **I=20**, **EBT=(100-20)=80**, **EAT=48**, 所得税**32**
- 公司少交所得税**8万 (t\*I)**

《公司理财》第三章

## 重要关系

息税前收益 **EBIT = S - C - D**  
 税前利润 **EBT = EBIT - I**  
 税后利润 **EAT = EBT (1-t)**  
 息前税后收益  
**EBIAT = EBIT(1-t) = EAT + I(1-t)**  
**C为付现成本**

《公司理财》第三章

## 3、现金流量表

- 经营活动现金流**CFFO**  
**CFFO = EAT + D - 营运资本增量**
- 投资活动现金流**CFFI**
- 筹资活动现金流**CFFF**
- 本期现金余额 =  
 上期余额 + **CFFO + CFFI + CFFF**

《公司理财》第三章

## 4、管理资产负债表

- 源于资产负债表
- 引入新的概念和术语
  - 营运资本需求
  - 投入资本和占用资本
  - 长期融资净值和短期融资净值
  - 易变现率

《公司理财》第三章

## 管理资产负债表与资产负债表

投入资本	占用资本	总资产	负债与权益
现金	短期借款	现金	短期借款
WCR		流动性资产:	流动性负债:
	长期资本:	应收帐款	应付帐款
固定资产净值	长期负债	存货	预提费用
	股东权益	预付费用	长期资本:
		固定资产净值	长期负债
			股东权益

## HL公司管理资产负债表

投入资本	1100	占用资本	1100
现金	110	短期借款	220
WCR	330		
		长期资本:	
固定资产净值	660	长期负债	330
		股东权益	550

Corporate Finance

### WCR

- 营运资本需求 (WCR, Working Capital Requirement): 支持经营活动的净投资
- $WCR = \text{流动性资产} - \text{流动性负债}$
- WCR不包括现金和短期债务
- WCR可以小于零

《公司理财》第三章

Corporate Finance

### WCR的影响因素

- 管理效率
  - 存货管理
  - 应收帐款管理
  - 应付款管理
- 销售增长
  - 可持续增长
- 目标: WCR在经营活动中占用的资金越少越好——零WCR

《公司理财》第三章

Corporate Finance

### 管理资产负债表的含义

- 投入资本=资产净值=现金+WCR+固定资产
- 占用资本=短期借款+长期负债+权益资本
- 应付帐款等属于经营决策, 不属于融资决策

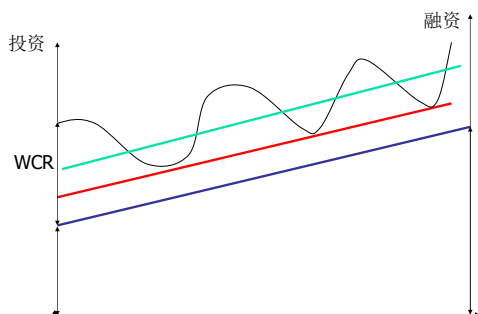
《公司理财》第三章

Corporate Finance

### 匹配战略

- 如果资产寿命与资金来源期限不匹配, 可能产生
  - 利率风险
  - 偿债风险
- 长期融资有长期资金支持
- 短期融资有短期资金支持
- 营运资本本质上是长期融资, 需要长期负债和权益资本融资支持

《公司理财》第三章



## 二、财务比率

- 1、流动性比率 (Liquidity Ratios)
- 2、资产效率比率 (Activity Ratios)
- 3、获利能力比率
- 4、杠杆比率 (Leverage Ratios)

## 蓝田之谜

### 1、流动性分析

- 流动比率 = 流动资产 / 流动负债
  - 一元流动负债对应的流动资产
- 速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债
  - 流动资产 (现金、应收帐款、存货)
  - 流动负债 (短期债、应付帐款)
- 现金比率: 现金 / 流动负债

## 问题

- 清偿的观点, 还是继续经营的观点?
- 如果要提高流动比率
  - 鼓励顾客尽可能晚付款
  - 尽可能多地持有存货
  - 尽可能早付款给供应商和短期债权人

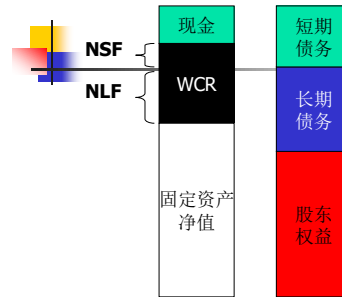
## 结论

- 较高的流动比率可能说明企业有较强的变现能力, 但也可能说明其现金或其他流动资产没有得到有效的利用
- 对流动比率的考察必须结合对企业经营能力和财务灵活性的考察
  - 有无正常的经营获利能力
  - 有无进一步外部融资能力

## 流动性 (liquidity) 比率

- 流动性比率 =  $NLF / WCR$
- 其中
  - 长期融资净值：用于WCR的长期资金  
 $NLF = \text{长期融资} - \text{固定资产净值}$
  - 短期融资净值：用于WCR的短期资金  
 $NSF = \text{短期融资} - \text{现金}$
  - $WCR = NLF + NSF$
- 高的流动性比率对应高的流动性

《公司理财》第三章



《公司理财》第三章

## 提高流动性的办法

- 非经常性 (战略性)：增加分子 (NLF)
  - 增加长期融资：长期债、权益、留存
  - 减少固定资产净值：出售
- 经常性 (营运性)：减少分母 (WCR)
  - 减少应收帐款
  - 减少存货
  - 增加应付帐款

《公司理财》第三章

## 2、资产效率比率

- 总资产周转率 =  $S / A$
- 应收帐款周转率 =  $S / AR$
- 存货周转率 =  $\text{销货成本} / \text{存货}$
- 固定资产周转率 =  $S / \text{FA净值}$

《公司理财》第三章

## 3、获利能力比率

- 销售回报率 =  $EAT / S$
- 资产回报率  $ROA = EAT / A$
- 股东权益报酬率  $ROE = EAT / E$
- 投入资本回报率  $ROIC = EBIT / IC$

《公司理财》第三章

## 获利能力比率 (续)

- 每股收益  $EPS = EAT / N$
- 市盈率  $P/E = P / EPS$
- 股利支付率 =  $D / EAT$
- 问题：EPS能很好反映获利能力吗？

《公司理财》第三章

## 4、杠杆比率

反映长期偿债能力和违约风险

- 负债比率 =  $TL/TA$
- 市值负债率 =  $TL / (TL + \text{权益市值})$
- 利息保障倍数 =  $EBIT / I$

《公司理财》第三章

## 第二节 财务分析方法

- 一、比率分析
- 二、系统分析

《公司理财》第三章

## 一、比率分析

《公司理财》第三章

## 1、单指标分析

评价标准

- 经验
- 历史
- 同行水平
- 预定目标
- 变动趋势——比较财务报表

《公司理财》第三章

## 2、两要素分析

- $ROIC = EBIT / IC$   
 $= (EBIT/S) (S/IC)$
- 其中  
 $EBIT/S$ ——营业利润率  
 $S/IC$ ——资本周转率

《公司理财》第三章

## 启示：如何提高营运获利能力？

- 提高营业利润率
  - 竞争地位
  - 产品质量
  - 资产与成本结构
- 提高资本周转率  
 存货、应收帐款、固定资产

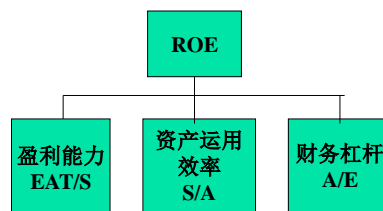
《公司理财》第三章

### 3、三要素分解

- $ROE = EAT/E$   
 $(EAT/S) * (S/A) * (A/E)$
- 销售净利率  $EAT/S$ : 盈利能力
- 资产周转率  $S/A$ : 资产运用效率
- 财务杠杆  $A/E$ : 杠杆率

《公司理财》第三章

### 杜邦图



### 长虹公司财务资料（万元）

	97	98
税后利润 (EAT)	261203	200395
主营收入 (S)	1567296	1160267
总资产 (A)	1678490	1885245
股东权益 (E)	897362	1096531
净资产收益率 (ROE)	29.11%	18.28%

### 三要素分析结果

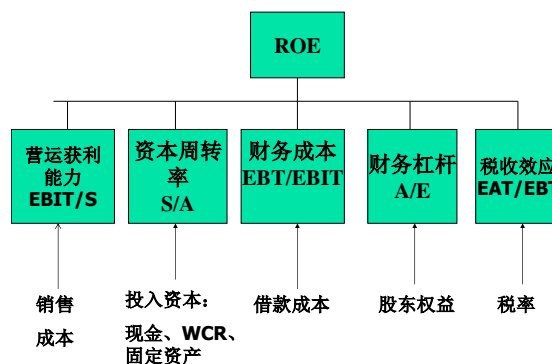
	ROE	EAT/S	S/A	A/E
97	29.11%	16.67%	0.93	1.87
98	18.28%	17.27%	0.62	1.72

《公司理财》第三章

### 五要素分析

- $ROE = (EAT/EBT) * (EBT/EBIT)$   
 $* (EBIT/S) * (S/A) * (A/E)$
- $EAT/EBT$ : 税收负担
- $EBT/EBIT$ : 利息负担

《公司理财》第三章



## 杜邦分析在企业中的实际应用

《公司理财》第三章

- 评价一个公司的财务状况的关键问题在于该公司的目标体系，产品市场策略，投资需要和筹资能力是否平衡。

《公司理财》第三章

## 分析步骤

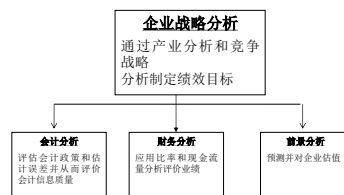
- 经营战略分析
  - 确定利润来源及经营风险
  - 决定企业的行业选择和竞争定位
  - 研究创造持续竞争优势的战略
- 会计分析：评价会计反映实际程度
- 财务分析：**比率分析**
- 前景分析：预测未来

《公司理财》第三章

## 二、系统分析

《公司理财》第三章

## 系统分析与公司战略



《公司理财》第三章

## 第三节 财务预测与增长管理

### 一、财务预测

### 二、增长管理

《公司理财》第三章



## 巨人集团的失败

- 8400元广告，让史玉柱于1991年4月在珠海注册成立巨人新技术公司，注册资金200万元
- 1993年12月，巨人实现销售额30亿元，利税4600万元，成为中国极具实力的计算机企业。
- 电脑业于1993年步入低谷，巨人集团也受到重创。巨人集团开始迈向多元化经营之路——计算机、生物工程和房地产。
- 巨人集团拟建的巨人科技大厦，设计一变再变，楼层节节拔高，从最初的18层一直涨到70层，投资也从2亿元涨到12亿元

《公司理财》第三章

## 续

- 巨人集团仅有1亿资产，史玉柱想：1/3靠卖楼花，1/3靠贷款，1/3靠自有资金
- 大厦从1994年2月破土动工到1996年7月用巨人集团未申请过一分钱的银行贷款，全凭自有资金和卖楼花的钱支撑。
- 1995年底，巨人集团面临着前所未有的严峻形势，财务状况恶化。集团决定将生物工程的流动资金抽出投入大厦的建设。

《公司理财》第三章

## 续

- 全国保健品市场普遍下滑，巨人保健品的销量也急剧下滑，维持生物工程正常运作的基本费用和广告费用不足，生物产业的发展受到了极大的影响。全国保健品市场普遍下滑，维持生物工程正常运作的基本费用和广告费用不足，生物产业的发展受到了极大的影响
- 当1996年底大楼一期工程未能完成时，建大厦时卖给国内的4000万楼花就成了导致巨人集团财务危机的导火索。
- 是什么导致了巨人的失败？

《公司理财》第三章

## 财务规划

- 财务规划是公司未来财务工作的计划
  - 明确财务目标
  - 分析现状与目标的差距
  - 指出实现目标应采取的行动
  - 公司必须充分估计到变化的条件和突发事件

《公司理财》第三章

## 财务规划的主要组成部分

- 销售额预测——销售量与销售收入
- 成本与费用预测——直接、间接
- 投资预算——固定资产投资、营运资本
- 融资需求——股利政策、债务政策
- 追加变量——协调销售收入与资产和负债增长率不同的矛盾

《公司理财》第三章

## 一、财务预测

定义：

- 财务预测是财务规划的起点，是对各种财务变量未来值的估计，其最终结果表现为预计财务报表，包括预计资产负债表、预计损益表和预计现金流量表。

《公司理财》第三章

## 2、财务预测的思路

- 财务预测的重点是对**销售收入**的预测。
- 由于当前销售水平是已知的，销售收入的预测实质上就是对销售收入未来**增长率**的预测。
- 对企业销售收入未来增长率的预测有**两种**截然不同的思路。

《公司理财》第三章

## 基于企业内部能力的思路

- 根据企业现在掌握的资源和能力来确定未来可能实现的增长。
- 把增长看成是内生变量，它受到企业内部各生产要素的影响和制约。
- 对于销售收入增长率的预测，应当以企业当前的财务状况以及未来可能获得的财务资源为基础。

《公司理财》第三章

## 基于企业外部环境的思路

- 着重从市场分析、行业分析和竞争分析的角度来预测企业未来可能实现的增长。
- 以市场需求为基础，把增长看成是外生变量，
- 在确定了企业未来可能的增长以后，再考虑如何获得支持这一增长所需的资源和条件。

《公司理财》第三章

## 增长与投资需求和资金需求

- 用管理资产负债表的基本平衡式表示，即有  
**资产增量 = 资金需求**
- 资产增量包括现金、营运资本需求（WCR）和固定资产净值的增量，
- 资金需求则分为内部融资和外部融资需求两部分  
□ 资金需求=内部融资+外部融资需求

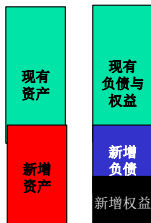
《公司理财》第三章

## 外部融资需求

- AFN (added financing need) 是资金需求减去内部融资的不足部分，即

外部融资需求AFN

$$= \text{资金需求} - \text{内部融资}$$



《公司理财》第三章

## AFN预测

- 对下列3个关键财务变量做出如下基本假设：
  - (1) 资产需要率 (A/S) 不变
  - (2) 销售净利润率 (M=EAT/S) 不变
  - (3) 股利支付率 (d=1-R) 不变

《公司理财》第三章

## 预测

- 记当前销售水平为S，销售的增长率为g，则对应的资产增量为  

$$\text{资产增量} = (A/S) \cdot g \cdot S$$
- 下年预计可实现的税后利润为 $M(1+g)S$ ，扣除股利支付部分，预计的内部融资额为  

$$\text{保留盈余} = M(1+g)S(1-d)$$
- $$\text{AFN} = (A/S) \cdot g \cdot S - M(1+g)S(1-d)$$
- $g=?$

《公司理财》第三章

## 二、增长的管理

《公司理财》第三章

## 德隆神话！

《公司理财》第三章

## 德隆老三股的增长速度：

	主营业务收入（万元）			净利润（万元）		
	97年	03年	增长%	97年	03年	增长%
新疆屯河	14543	217380	1395	4020	11926	197
沈阳合金	8044	112988	1305	1865	7113	281
湘火炬	12493	1031399	8156	2326	22221	855

《公司理财》第三章

## 新疆屯河财务数据(万元)

	03	02	01	00	99
1.主营收入	217380	194352	76726	45406	31177
2.净利润	11926	11132	5067	9186	8875
3.CFFO	27726	48845	-19619	4735	4319
4.CFFI	-102774	-51601	-52192	-49735	-11406
5.CFFF	-27467	69316	80918	48664	92556
6.现金净流转=3+4	-75048	-2756	-71811	-45000	-7087

净现金流转：对外部融资的需求

《公司理财》第三章

## 老三股银行贷款（亿元）：增长10倍

年份	长期	短期	合计	年份	长期	短期	合计
98	0.69	5.23	5.92	01	1.00	34.1	35.1
99	3.05	8.81	11.86	02	5.72	56.04	61.76
00	5.10	14.48	19.58	03	7.92	51.99	59.91

资金主要用于并购、参股、新建企业

《公司理财》第三章

## 德隆神话的实质

- 粗糙的产业链整合
  - 足够的现金流回报并没有出现，长期陷于资金饥渴症
- 复杂、脆弱而高风险的融资安排
  - 自2001年起，德隆无法借所控制的上市公司融资
  - 唯一来源是银行借款
  - 德隆国际的负债率为92%

《公司理财》第三章

## 风险提示

- 风险最高的贷款是短贷长用
  - 购买资产

“一根压死骆驼的稻草”

- 2004年各家银行对德隆国际及德隆集团所带来的最后一击：
  - “当前有德隆等十家企业(其中大部分为民营)等运用金融手段过度膨胀，可能会给银行造成大量不良贷款”

《公司理财》第三章

## 增长的陷阱

- 平均看，只有1/10的公司能够将有效的增长维持数年
- 大多数的情况是试图增长的努力造成整个公司的解体
- 以错误的方法寻求增长会比不增长更糟糕

《公司理财》第三章

## 问题的提出

- 增长是企业永恒的主题，是影响公司价值的最重要因素之一
- 如何实现可持续的增长？
- 增长伴随着资金的消耗：资金需求与供给的矛盾

《公司理财》第三章

## 1、增长率的确定

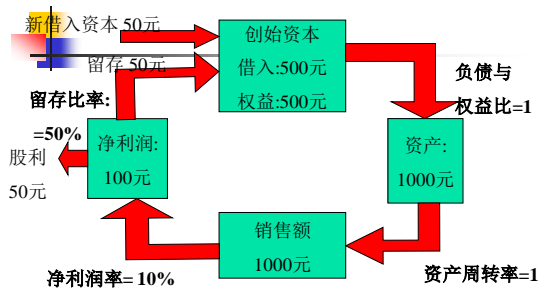
- 如果企业无法筹措到增长所需要的资金，预期的增长会受到限制。
- 企业不可能无限制地筹措到发展所需要的资金
- 增长就不是越快越好，因为没有资金保障的增长是不可持续的。
- 一个基本问题：
  - 企业依靠自己，能以什么样的速度持续增长？

《公司理财》第三章

## 销售增长率的确定

- 假设外部融资需求AFN是已知的，相应的销售增长率：
 
$$g^* = [AFN/S + M(1-d)] / [(A/S) - M(1-d)]$$
- $g^*$ 是在企业的资产运用效率(A/S)、盈利能力(M)、股利政策(d)等主要财务参数不变的假设下，一定的外部融资需求AFN所对应的销售增长率的理论上限。

《公司理财》第三章



《公司理财》第三章

## 内部增长率

- Internal growth rate, IGR
  - 假设AFN为零
  - 它是企业仅依靠内部融资、不增加外部融资时能够实现的销售增长率的理论上限。
- $$IGR = M(1-d) / [(A/S) - M(1-d)]$$

《公司理财》第三章

## 可维持增长率

- SGR (Sustainable growth rate)
- 指企业在保持资本结构不变和~~不发新股~~的前提下, 能够实现的销售收入增长率的理论上限。
- $SGR = \text{留存收益} / \text{所有者权益 (期初)}$   
 $= (1-d) ROE$

《公司理财》第三章

## 可维持增长率的意义

- 在给定资产需要率A/S、销售净利润率M、股利支付率d、负债权益比率D/E和不增发新股时企业可以实现的销售增长率
- 决定SGR的因素可以分成两类, 一类是经营绩效因素: 获利能力和资产运用效率; 另一类是财务政策因素: 负债政策和股利政策。

《公司理财》第三章

## 提高可维持增长率的途径

- 增发新股;
- 提高销售净利率;
- 提高负债比率;
- 降低股利支付率;
- 降低资产需要率。

《公司理财》第三章

- 企业实际的销售增长率与可持续增长率之间的差异反映了企业资金运用的平衡程度,
  - 实际增长率大于SGR, 说明增长过快, 企业将处于现金短缺状态
  - 实际增长率小于SGR, 说明增长不足, 企业将处于现金过剩状态。
- 长期增长过快或增长不足都可能导致危机的出现。因此, 增长的管理具有重要的意义。

《公司理财》第三章

## 2、增长管理的目标

- 实现均衡增长 (balance growth)
  - 所谓**均衡增长**，即要使企业实际的销售增长率与理论上计算出的可持续增长率相匹配：如果前者大于后者，意味着增长过快；如果前者低于后者，则意味着增长不足。

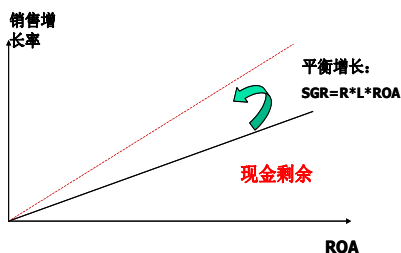
《公司理财》第三章

## SGR分解

- ROE可以分解为三个因素（边际利润M、总资产周转率T和财务杠杆L）的乘积，即
 
$$ROE = M * T * L$$
- 记留存比率  $R = 1 - d$ ，则SGR可以表示为下列4个因素的乘积
 
$$SGR = M * T * L * R$$
- 资产回报率ROA为：  $ROA = EAT/A = M * T$   
SGR可以表示为：  $SGR = R * L * ROA$

《公司理财》第三章

## 均衡增长线



《公司理财》第三章

## 增长过快时的处理

- 所谓增长过快，是指企业销售的实际增长率高于可持续增长率，长期以往，将使企业陷入“成长性破产”的危机。
  - 增发新股
  - 降低股利支付率或提高财务杠杆
  - 调整经营决策
  - 兼并“现金牛”企业

《公司理财》第三章

## 增长过慢时的处理

- 把钱还给股东，
  - 存在着一定的消极因素，可能无法给股东创造价值
  - 增加股利，或在资本市场上进行股票回购
- 购入增长
  - 是一种解决问题的积极办法，即通过在具有较高成长性的行业中寻找合适的成长性目标企业进行收购，从而获得增长的机会。

《公司理财》第三章

增长管理的实质是通过将企业实际的销售增长率与可持续增长率的比较，实现企业**经营决策**、**财务政策**和**增长目标**的平衡。

《公司理财》第三章