

# 财务报表分析

# Financial Statement Analysis

## (handout3)

张昕

Email: [xzhang@nsd.pku.edu.cn](mailto:xzhang@nsd.pku.edu.cn)

# 行业环境分析

- 行业环境分析的目的在于分析行业的基本特征、发展阶段、盈利能力等方面，从而更加深刻地理解公司所处行业的现状与发展前景
- 行业环境分析是公司进行深入分析的一个基本前提

# 行业特征分析

- 行业特征是指特定行业在某一时期的基本属性，它综合反映该行业的基本状况和发展趋势
  - ◆ **市场化程度**：政府是否对行业进行管制；定价权是否由市场决定；国内油气、金融等
  - ◆ **竞争特征**：竞争企业数量；资源的可得性；潜在进入者；产品差异化程度
  - ◆ **需求特征**：客户稳定性；产品与服务的“粘性”；替代品可接受程度；需求弹性
  - ◆ **技术特征**：行业生产特性；技术成熟程度与复杂性及可保护性；研发费用实际投入与使用情况；技术进步的影响

# 行业特征分析

## ■ 信息来源

- ◆ 统计局: [www.stats.gov.cn](http://www.stats.gov.cn)
- ◆ 商务部: [www.mofcom.gov.cn](http://www.mofcom.gov.cn)
- ◆ 发改委: [www.ndrc.gov.cn](http://www.ndrc.gov.cn)
- ◆ 能源局: [www.nea.gov.cn](http://www.nea.gov.cn)
- ◆ 民航局: [www.caac.gov.cn](http://www.caac.gov.cn)
- ◆ 汽车协会统计信息网: [www.auto-stats.org.cn](http://www.auto-stats.org.cn)
- ◆ 中国酒业协会: [www.cada.cc](http://www.cada.cc)
- ◆ 中国啤酒网: [www.chinaibeer.com](http://www.chinaibeer.com)

# 行业特征分析

- 上下游行业之间的拉动关系
  - ◆ 基础设施建设：钢铁、水泥、工程机械
  - ◆ 房地产：钢铁、水泥、工程机械、化工、玻璃、银行、家电、建材
  - ◆ 汽车：钢铁、有色、化工、橡胶

上游产业  
(Upstream)

下游产业  
(Downstream)

# 行业生命周期分析

- 生命周期指从行业出现到行业完全退出市场所经历的时间，一般可以分为四个阶段
  - ◆ 投入期 (**introduction**)
  - ◆ 成长期 (**growth**)
  - ◆ 成熟期 (**maturity**)
  - ◆ 衰退期 (**decline**)

# 行业生命周期分析

## ■ 行业生命周期分析——投入期

- ◆ 通常只有为数不多的创业公司，投资较大，常常需要大量资金购买机器设备，采购原材料，支付员工工资，开展广告宣传，产品研发费、广告费支出较高，市场需求较小，企业面临较大的经营风险和财务风险

# 行业生命周期分析

## ■ 行业生命周期分析——投入期

- ◆ 财务特征：营业收入较少，常常亏损经营；经营活动产生的现金流量入不敷出；投资活动现金流出巨大；企业主要靠筹资活动取得的现金流量维持日常运转。初创企业实现盈利往往是投入阶段结束的重要标志



# 互联网行业

- **1969年12月**，美国西南部四所大学（加利福尼亚大学洛杉矶分校、斯坦福大学、加利福尼亚大学圣塔芭芭拉分校和犹他州大学）的四台计算机开始联机，形成了世界上最早的计算机网络
- **1974年**，**TCP/IP**数据传输协议的出现，让互联网技术在七十年代、八十年代迅速发展
- **90年代初**，商业行为在互联网上开始应用，但很多互联网企业大量描述点击率和访问量等网络评价指标，对公司的盈利状况却避而不谈



## 杨致远&大卫·费罗

**Beginning from March 5, 1995**

单位：万美元

	1995	1996	1997	1998	1999
收入	136.3	1907.3	7045	2.45亿	5.92亿
净利润	- 63.4	- 428.5	-2552	-1267.4	4781.1
总资产	629.8	1.1亿	1.4亿	7.8亿	15.2亿
股东权益	545	1.0亿	1.2亿	6.8亿	13亿

**Google2001年开始盈利； Sina与Sohu2003年开始盈利** .10.

# 行业生命周期分析

- 行业生命周期分析——成长期
  - ◆ 产品或服务经过广泛宣传逐渐被消费者所接受，市场需求开始上升。由于市场前景良好，行业内厂商大量增加，产品逐步从单一、低质向多样、优质方向发展，行业内出现了厂商和产品相互竞争的局面

# 行业生命周期分析

## ■ 行业生命周期分析——成长期

- ◆ 财务特征：营业收入快速增长，利润大幅提升；经营活动产生的现金流量开始增长，但并不十分宽裕；投资活动产生的现金流出呈减缓趋势；对筹资活动产生的现金流量的依赖性大为降低。成长型企业一旦开始大规模分配股利，就意味着已经进入成熟阶段

# 行业生命周期分析

## ■ 行业生命周期分析——成熟期

- ◆ 市场容量日趋饱和，行业增长速度开始下降，可能还会完全停止增长。通常在竞争中幸存下来的少数大厂商几乎垄断了整个市场，每个厂商都占有一定比例的市场份额

发达经济体的食品、饮料、服装、纺织行业基本属于成熟期行业

# 行业生命周期分析

## ■ 行业生命周期分析——成熟期

- ◆ 财务特征：销售收入与经营利润保持稳定，经营活动产生的现金流量充裕。资本性支出迅速下降，企业利用剩余资金偿还银行借款，加大股利派发力度，将剩余资金回馈给股东

微软公司2004年发布创纪录巨额股利发放（760亿美元）：

- 2004年起，每股现金股利0.32美元，每年35亿美元，连续发放4年，总计140亿美元
- 支付每股3美元的一次性特别股利，总计320亿美元
- 未来4年回购300亿美元股票

# 行业生命周期分析

## ■ 行业生命周期分析——衰退期

- ◆ 由于大量新产品和替代品以及新型商业模式的出现，原行业的市场需求开始逐渐减少，产品和服务销售量开始下降，原行业出现利润下降、厂商数目减少的萧条景象，企业经营风险和财务风险快速增加

# 行业生命周期分析

## ■ 行业生命周期分析——衰退期

- ◆ 财务特征：销售萎缩，出现亏损；经营活动产生的现金流量急剧下降，甚至出现负值；企业有可能出售长期资产导致投资活动出现净现金流入



# 美国传统报业的衰落

- 随着广告客户和读者转向网络，2007—2012年间纸质报纸的广告收入下滑了**55%**（数据来自美国报业协会）

- ◆ 纽约时报公司

- ◆ **2013年以7000万美元的价格出售《波士顿环球报》和其他新英格兰媒体集团资产（1993年，购入价格11亿美元）**

- ◆ **2009年，出售纽约时报大厦，并进行“售后回租” (sale-leasebacks)，2019年可以行使购回选择权**



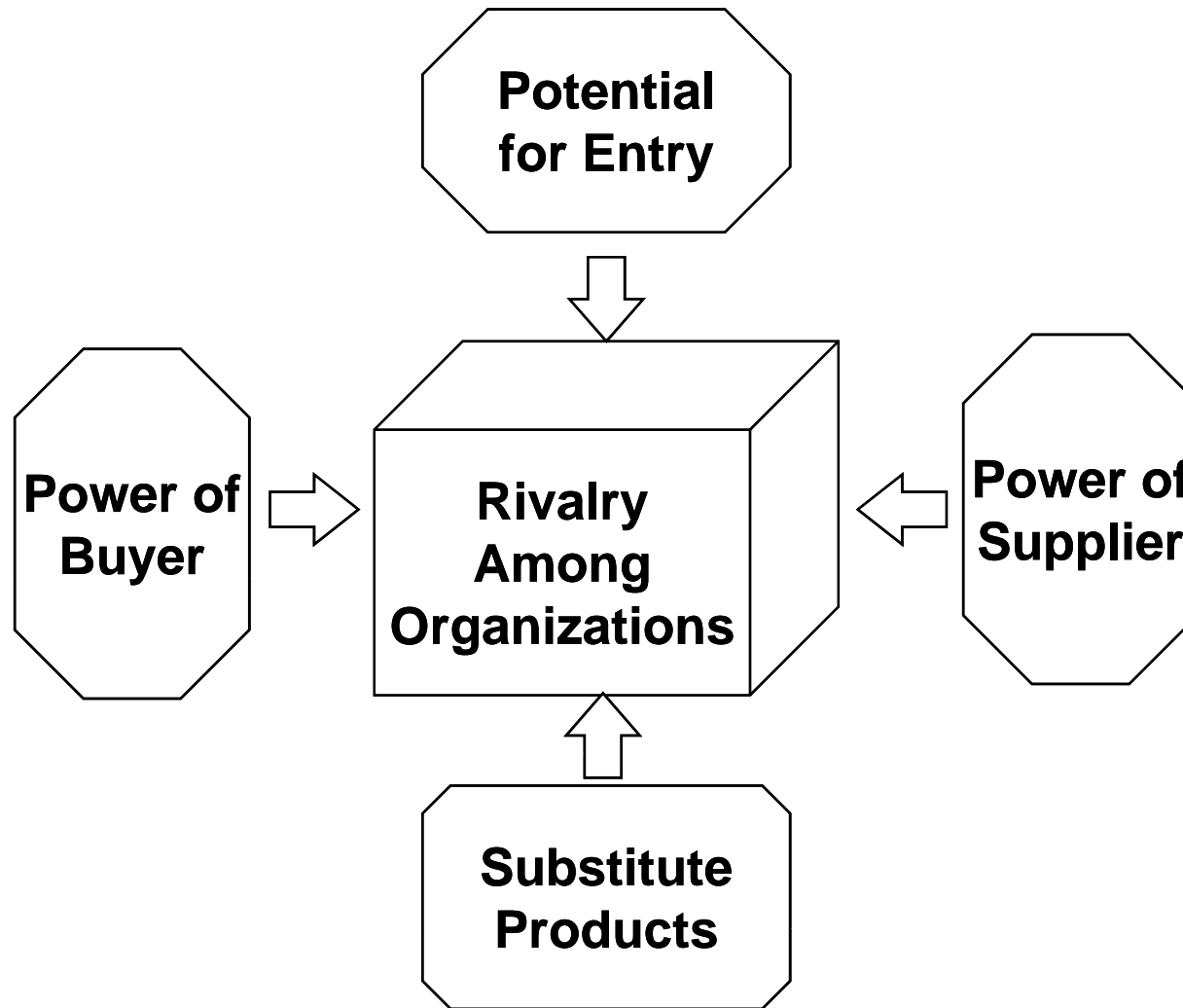
# 美国传统报业的衰落

- ◆ 曾经曝光美国水门事件的美国知名报纸《华盛顿邮报》**2013**年被亚马逊创始人贝索斯以**2.5**亿美元的价格收购
- ◆ 拥有《洛杉矶时报》、《芝加哥论坛报》的论坛报业集团**2008**年申请破产保护（**2012**年结束破产保护状态）**2013**年将报纸业务分拆为一家独立公司，公司专注于盈利性更高的地方电视台业务

# 行业获利能力分析

- 迈克尔·波特提出了“五力模型”（**Five Forces Model**）。一个行业的盈利能力由五种力量决定
  - ◆ 现有企业间的竞争
  - ◆ 新进入企业的威胁
  - ◆ 替代产品的威胁
  - ◆ 客户的议价能力
  - ◆ 供应商的议价能力

# The Five Forces Model



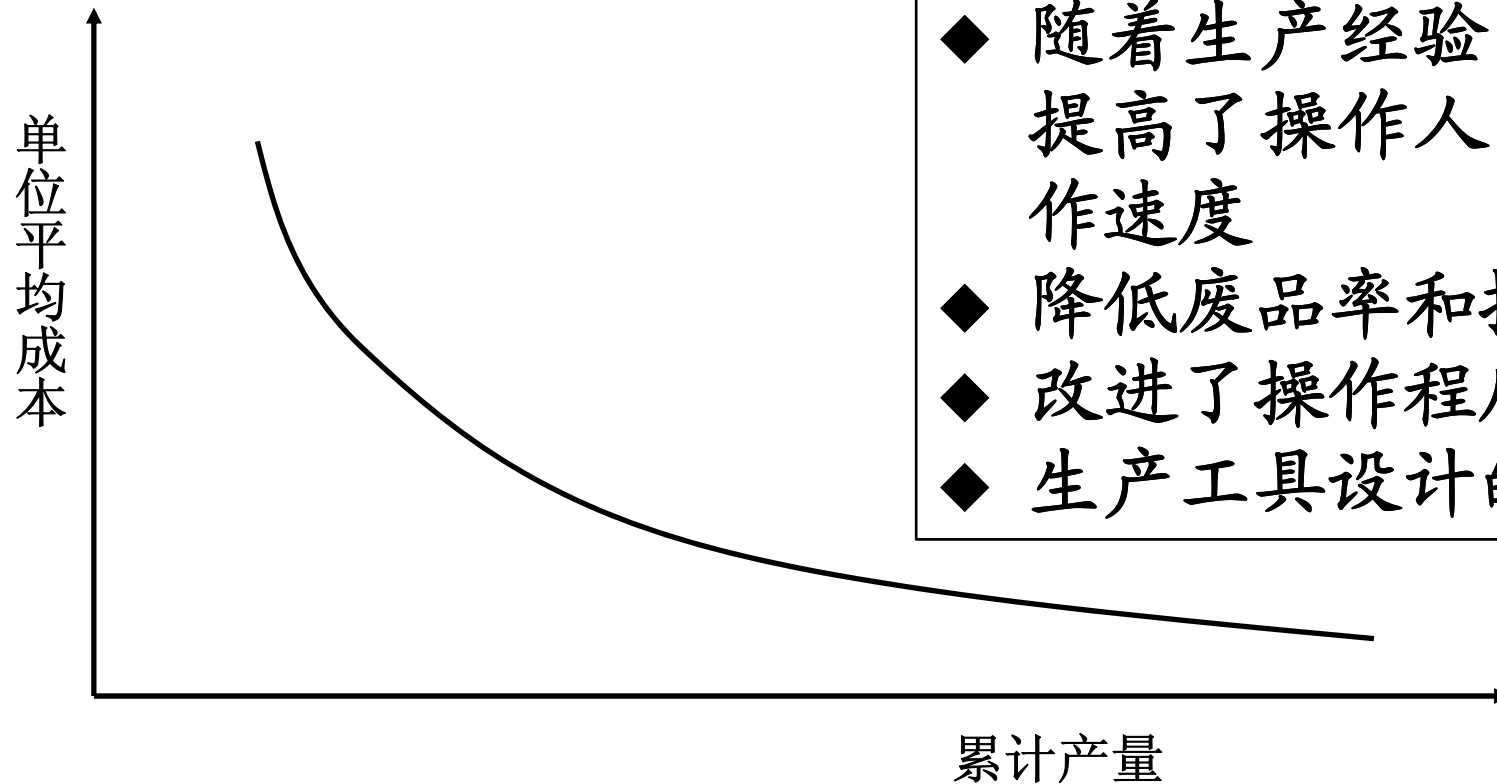
# 行业获利能力分析

- 现有企业间竞争是企业所面临的最大压力。  
下面因素会决定现有企业间的竞争程度
  - ◆ 行业增长情况
  - ◆ 竞争者集中度与竞争均衡状况
  - ◆ 产品或服务的独特性和转换成本
  - ◆ 规模经济效应与学习曲线
  - ◆ 剩余生产能力
  - ◆ 退出障碍
    - ◆ 固定资产变现价值低
    - ◆ 员工解聘成本高
    - ◆ 政府对企业的裁员、关门的政治压力

# 学习曲线（Learning Curve）

- Cornell大学Wright博士在1936年根据飞机制造的实践提出了“学习曲线”理论
- 通过研究发现：随着飞机累计产量的增加，每架飞机的单位成本会有一定程度的下降；员工通过不断学习改进，可以实现上述效果

# 学习曲线模型



学习带来成本的降低，其原因可以归结为以下因素：

- ◆ 随着生产经验的丰富，提高了操作人员的工作速度
- ◆ 降低废品率和报废率
- ◆ 改进了操作程序
- ◆ 生产工具设计的改进

不同行业的“学习效应”不同，差别较大

# 行业获利能力分析

## ■ 新进入企业威胁的影响因素

- ◆ 是否存在行业进入管制
- ◆ 规模经济效应——规模经济效应越强，新进入企业的门槛越高
- ◆ 资本需求量
- ◆ 产品的差异化与品牌效应
- ◆ 行业专业知识与技术的需求
- ◆ 销售渠道的取得
- ◆ 转换成本

除了上述进入壁垒因素之外，行业内现有竞争者的反应也会对新进入者产生影响



# 行业获利能力分析

- 替代品威胁：指行业外产品或服务的替代影响
  - ◆ 视频会议对商务旅行的替代
  - ◆ 高铁对航空运输服务的替代
- 替代品威胁的影响因素
  - ◆ 替代品在价格、性能方面的吸引力
  - ◆ 购买者的转换成本

# 行业获利能力分析

## ■ 客户议价能力的影响因素

- ◆ 客户购买产品或服务数量与集中度
- ◆ 客户在其行业中的地位与影响
- ◆ 产品对客户业务的重要性
- ◆ 客户购买的产品差异性 or 标准化程度
- ◆ 客户的盈利状况

# 行业获利能力分析

- 供应商的议价能力方面的影响因素
  - ◆ 供应商所属行业的竞争情况
  - ◆ 供应商产品差异化程度
  - ◆ 对供应商产品或服务需求的数量
  - ◆ 供应商提供的产品或服务是否是现有企业的主要投入要素
  - ◆ 供应商所属行业的进入壁垒
  - ◆ 转换成本

# 英国电信选择网络设备供应商的标准

## ■ 12个维度

◆ 质量

◆ 财务

◆ 人力资源

◆ 环境

◆ 科学管理

◆ .....

◆ 人权

◆ 生产线、员工宿舍、加班时间、待遇

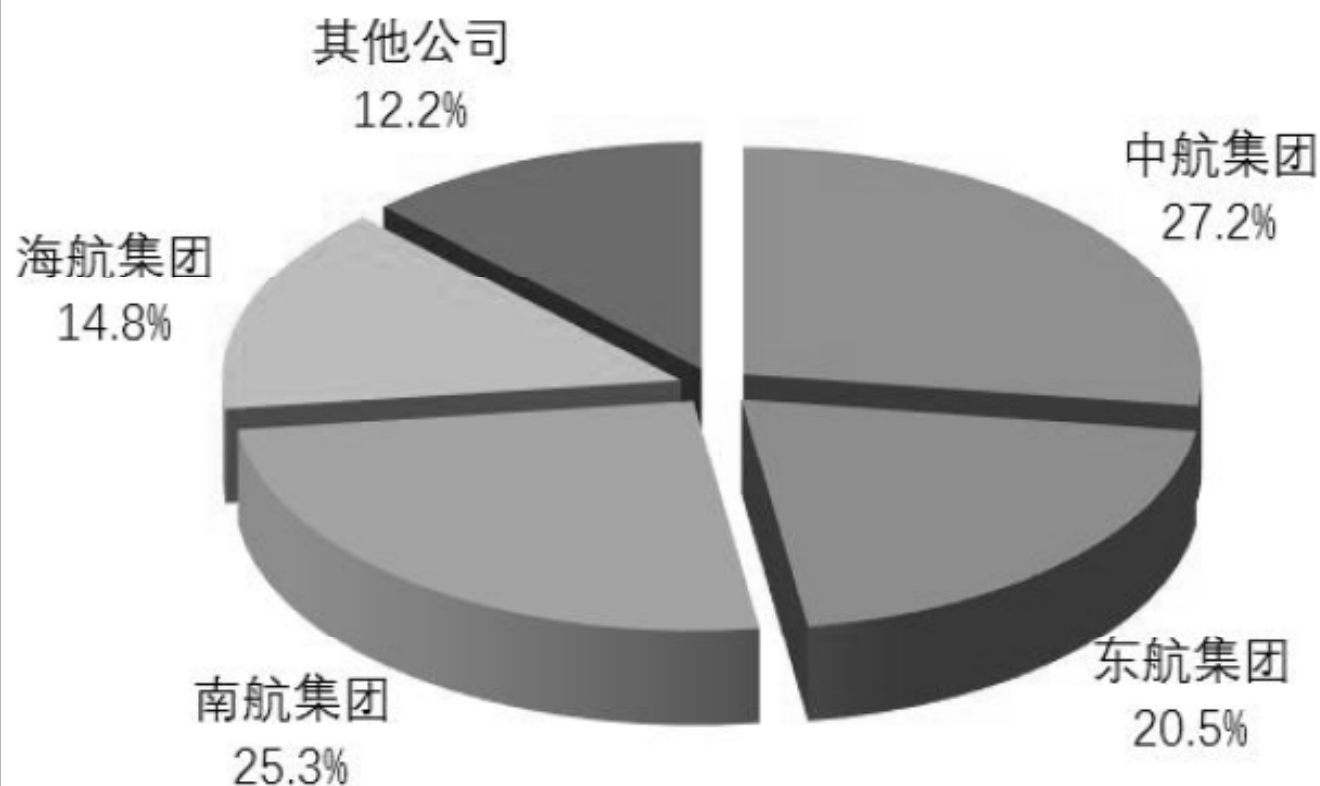
# 航空运输业行业分析

- 国内航空运输业仍然处于成长期
  - ◆ 2016年运输总周转量**963**亿吨公里，比上年增长**13%**
    - ◆ 旅客周转量**8378**亿人公里，增长**15.0%**
    - ◆ 货邮周转量**222**亿吨公里，增长**6.9%**
  - ◆ 国内、国际业务增幅均达到两位数
    - ◆ 国内运输总周转量**622**亿吨公里，增长**11.2%**  
（其中港澳台**15**亿吨公里，下降**4.9%**）
    - ◆ 国际运输总周转量**341**亿吨公里，增长**16.4%**

# 航空运输业行业分析

- 截至2016年年底，我国共有航空运输公司**59**家，国有控股公司**44**家，民营和民营控股公司**15**家

2016年各航空公司运输总周转量比重



中航集团、南航集团、东航集团以及海航集团在全中国运输总周转量中所占比重将近**90%**，成为市场竞争的主要参与者

# 航空运输业行业分析

## ■ 市场结构:

### ◆ 南航

	厦门	汕头	珠海	贵州	重庆	河南	四川
持股比例	<b>55%</b>	<b>60%</b>	<b>60%</b>	<b>60%</b>	<b>60%</b>	<b>60%</b>	<b>39%</b>

### ◆ 中航

	深圳	澳门	大连	北京	昆明	内蒙	西藏	山东	国泰
持股比例	<b>51%</b>	<b>67%</b>	<b>80%</b>	<b>51%</b>	<b>80%</b>	<b>80%</b>	<b>31%</b>	<b>49%</b>	<b>30%</b>

# 航空运输业行业分析

## ■ 市场结构：

### ◆ 东航

	上航	中联航	东航江苏	东航武汉	东航香港	云南
持股比例	100%	100%	63%	60%	100%	90%

### ◆ 海航

	新华	长安	山西	乌鲁木齐	祥鹏	福州
持股比例	51%	59%	51%	86%	70%	65%
	天津	香港	西部	扬子江	AZUL	
	40%	27%	35%	22%	27%	



# 航空运输业行业分析

- 国内市场：各家公司运营服务差异不大，“价格战”竞争激烈
- 海外市场：国内航空公司在航线网络、服务质量、运营效率等方面较国外同行存在一定差距，处于竞争劣势
- 替代威胁
  - ◆ 高速铁路，尤其是800公里之内的航线
  - ◆ 高速公路，私家车的增加以及节假日免路费

# 航空运输业行业分析

## ■ 从供应商的角度分析

- ◆ 飞行器：全球大型民用飞机制造商只有波音、空客两家公司寡头垄断
- ◆ 航空燃油：燃油的采购价格通常由国际原油市场决定，航空公司通常只能被动接受，承担较大价格风险

# 航空运输业行业分析

## ■ 航空运输企业存在两大风险

### ◆ 航油价格风险

**2014年各航空公司燃料成本** 单位：亿元

	南方航空	中国国航	东方航空	海南航空
燃料成本	<b>377</b>	<b>345</b>	<b>302</b>	<b>109</b>
营业成本	<b>952</b>	<b>861</b>	<b>796</b>	<b>277</b>
占比	<b>40%</b>	<b>39%</b>	<b>38%</b>	<b>39%</b>

**2015年各航空公司燃料成本** 单位：亿元

	南方航空	中国国航	东方航空	海南航空
燃料成本	<b>263</b>	<b>240</b>	<b>203</b>	<b>75</b>
营业成本	<b>914</b>	<b>837</b>	<b>771</b>	<b>258</b>
占比	<b>29%</b>	<b>29%</b>	<b>26%</b>	<b>29%</b>

# 航空运输业行业分析

## ■ 航空运输企业存在两大风险

### ◆ 航油价格风险

#### 2016年各航空公司燃料成本

单位：亿元


	南方航空	中国国航	东方航空	海南航空
燃料成本	238	220	196	79
营业成本	964	872	826	314
占比	25%	25%	24%	25%

# 航空运输业行业分析

## ■ 航空运输企业存在两大风险

### ◆ 汇率波动风险

单位：亿元

		南方航空	东方航空	中国国航	海南航空
2013年 	汇兑净收益	27.6	19.8	19.4	6.9
	利润总额	33.5	22.2	45.8	26.7
	占比	82%	89%	42%	26%
2015年	汇兑净损失	57.0	49.9	51.7	18.7
	利润总额	63.4	56.7	90.4	39.1
2016年	汇兑净损失	32.7	35.4	42.3	21.4
	利润总额	76.5	65.1	102.2	40.6

# 航空运输业行业分析

## ■ 汇兑损益的形成原因

### ◆ 以南方航空为例

- ◆ 外币货币资金、应收账款、其他应收款分别为7.75亿、4.05亿、12.88亿
- ◆ 外币计价短期借款、应付融资租赁款、长期借款等债务分别为143.82亿、386.45亿、424.36亿，其中美元负债将近924亿元人民币
- ◆ 外币净债务大约为930亿元，其中美元净债务906亿元
- ◆ 2013年人民币兑美元升值3%

记账本位币

# 航空运输业行业分析

## ■ 从客户角度分析

- ◆ 航空运输产业与宏观经济联系紧密，受宏观经济景气程度的影响较大
- ◆ 各家公司服务“粘性”有限，非公务旅客对机票价格较为敏感（2014年，民航总局与发改委宣布取消实行政府指导价航线的机票价格下限45%）
- ◆ 公务旅客本人对价格一般并不十分敏感，但如果宏观经济走弱、公司预算紧张，很多公司就会大规模削减差旅费，需求大幅下降

# 航空运输业行业分析

## ■ 其他影响因素

- ◆ 一旦发生意外事故，赔偿金额巨大
- ◆ 政府航空管制
- ◆ 天气状况
- ◆ 军事演习、阅兵、G20

国内航空运输行业的发展面临较多的约束与困扰，  
风险较大。长期来看，盈利前景具有较大不确定性