

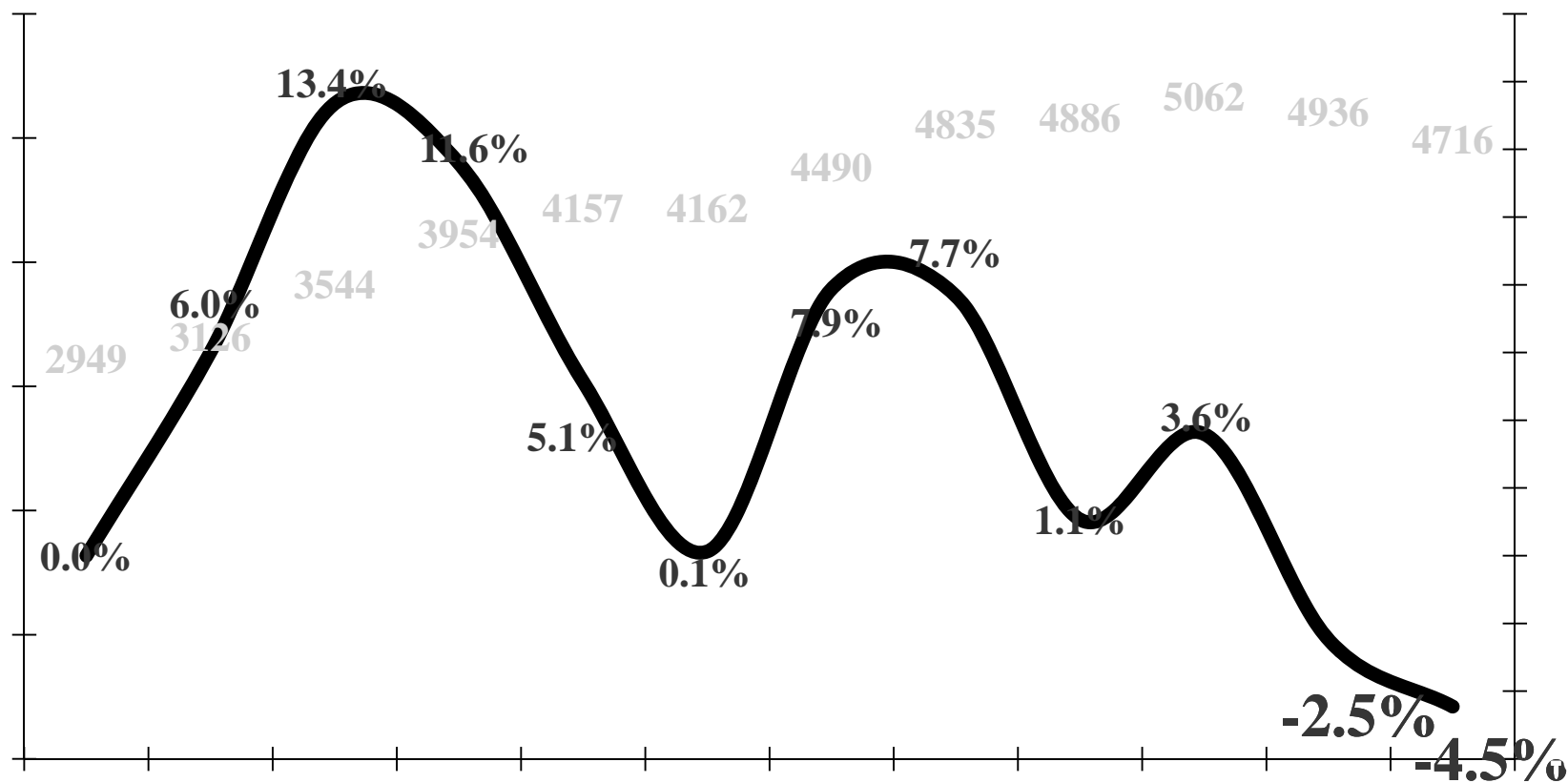
财务报表分析
Financial Statement Analysis
(handout4)

张昕

Email: xzhang@nsd.pku.edu.cn

啤酒行业特点

中国啤酒产量——成熟期



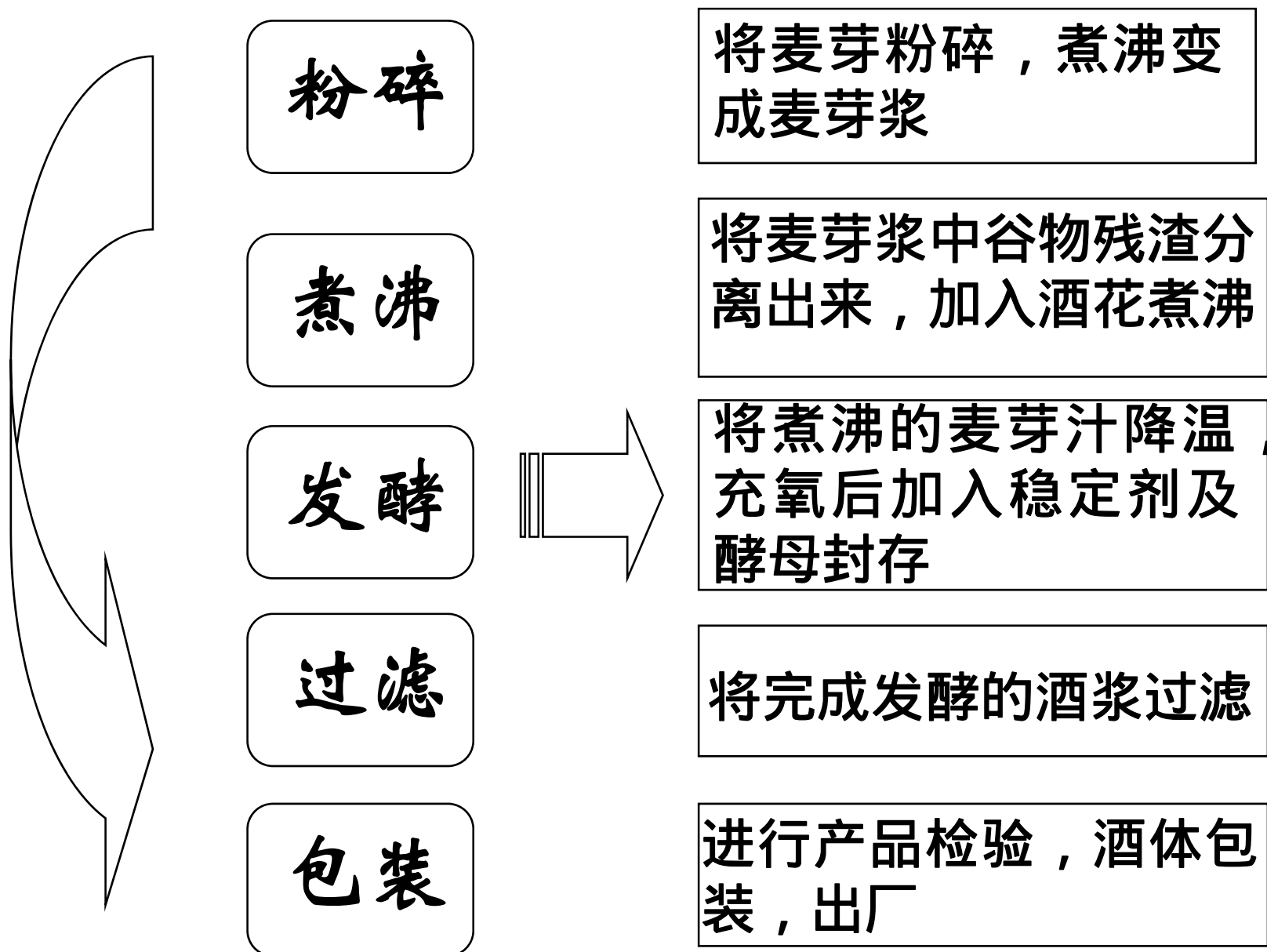
数据来源：国家统计局

2016年4506万吨，同比下降0.1%(4.5%)

啤酒行业特点

- 市场管制状态：自由定价，存在地方保护主义现象
- 市场集中度：2016年国内啤酒销量**4515**（降**3.8%**）万千升，四家公司合计全国市场份额超过**70%**——寡头垄断
 - ◆ 华润雪花**1172**万千升（升**0.3%**），市场份额**26%**
 - ◆ 青岛啤酒**792**万千升（降**6.6%**），市场份额**18%**
 - ◆ 百威英博**737**万千升（降**1.2%**），市场份额**16%**
 - ◆ 燕京啤酒**483**万千升（降**6.8%**），市场份额**11%**

啤酒行业特点——生产流程



啤酒行业特点

■ 技术特征

- ◆ 生产周期一般为：**19~24天**
- ◆ 保存时间不宜过长，尤其瓶装啤酒
- ◆ 主要成分中**90%**以上是水，产品较重；处于剧烈晃动或高温情况下，玻璃瓶啤酒瓶内气压上升，酒瓶可能爆炸，不宜大规模长距离运输（**300公里**）

■ 啤酒生产企业需要交纳消费税（分两档）

- ◆ 出厂价**3000元/吨**以下，**220元/吨**
- ◆ 出厂价**3000元/吨**及以上，**250元/吨**

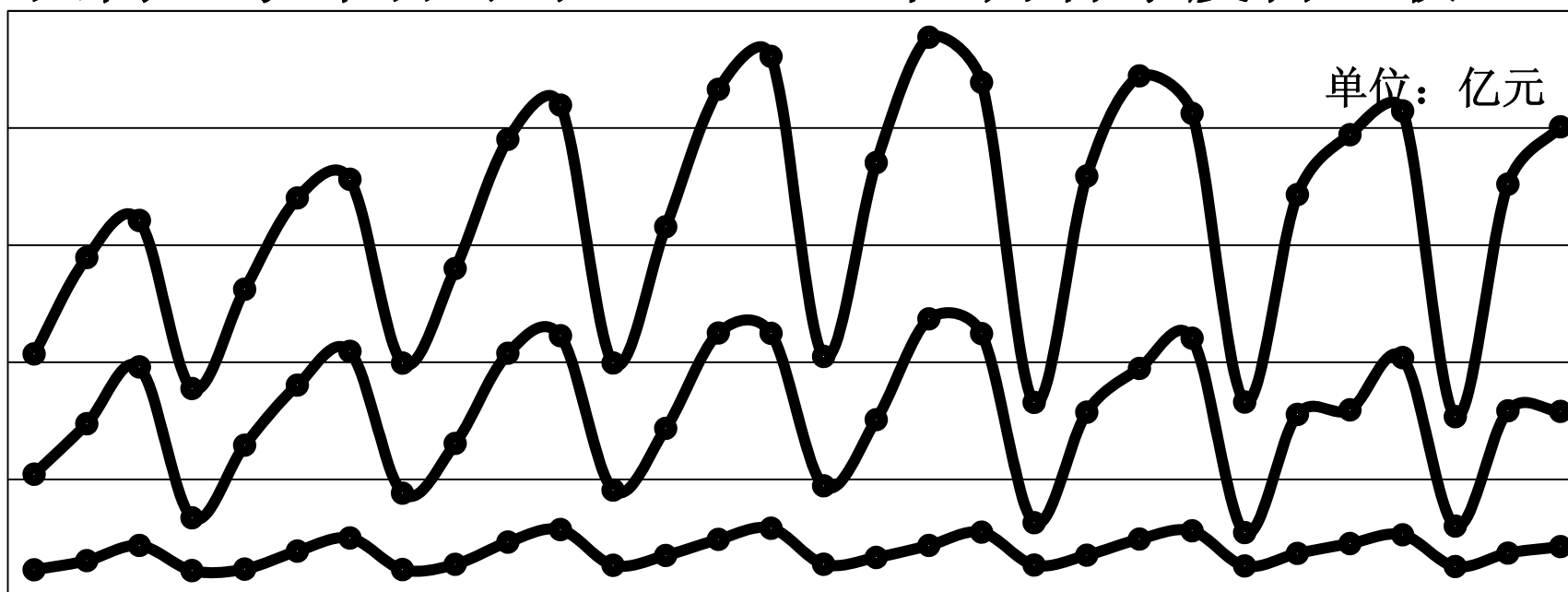
啤酒行业特点

■ 盈利能力分析

- ◆ 销售渠道对于竞争优势意义重大，消费者注重品牌效应，生产具有规模效应，进入壁垒较高
- ◆ 不同品牌的啤酒之间转换成本较低
- ◆ 现有厂商之间竞争激烈，尤其是国外厂商实力雄厚
- ◆ 行业替代品包括白酒、红酒、黄酒、米酒等，短期内替代效果不明显
- ◆ 单价相对较低，客户对价格敏感度不高，客户的议价能力较弱
- ◆ 原材料（大麦）主要依赖进口，厂商议价能力较弱

啤酒行业特点

- 销量在一定程度上受天气状况影响，具有季节性波动特征：二、三季销量较高；一、四季度销量较低
- 国内三家啤酒公司2010-2017年6月各季度营业收入



SWOT分析

- 由TOWS矩阵演变而来，最早是由美国旧金山大学的管理学教授Heinz Weirich上个世纪80年代初提出
 - ◆ S代表Strength（优势）
 - ◆ W代表Weakness（劣势）
 - ◆ O代表Opportunity（机会）
 - ◆ T代表Threat（威胁）
- S、W是内部因素；O、T是外部因素

SWOT分析



青岛啤酒SWOT分析

■ 优势（S）

- ◆ 主力市场在山东，经济发展良好
- ◆ 市场份额有较高，品牌效应较强，历史悠久（1903年创办）

相较于白酒、红酒：

- ◆ 酒精含量相对较低，对健康危害程度低
- ◆ 单价相对较低，降低了消费门槛

青岛啤酒SWOT分析

■ 劣势（W）

- ◆ 地方国有企业，激励与监督存在不足
- ◆ 管理团队老龄化，开拓进取能力不足
- ◆ 研发投入不足，**2016/2015/2014/2013**年研发投入支出**1461万/1288万/1925万**，占收入**0.06%**（燕京：**3亿**，占收入**2.6%**；百威英博，**2.4亿美元**，占收入**0.5%**）
- ◆ 华东地区盈利能力较差，**2016**年亏损额达到**4.6亿**（**2011**年-**2016**年连续六年亏损，亏损额持续增加）

青岛啤酒SWOT分析

■ 机会（O）

- ◆ 产品属于日常消费品，国内人口规模大，总需求量大
- ◆ 目前人均消费水平低，长远看啤酒与白酒之间具有代际替代可能，未来有进一步提升需求空间
- ◆ 大麦、玻璃、铝价格下跌，有利于降低成本

■ 威胁（T）

- ◆ 国内经济增速放缓，影响啤酒消费总量
- ◆ 国内外各大厂商竞争激烈，国际巨头抢占市场
- ◆ 市场不够规范，地方保护主义

嘉士伯 2015年 年报

Our markets		Market data ¹			Consumption characteristics ¹	
	Population (millions)	Est. GDP/capita PPP (USD)	Est. real GDP growth (%)	Inflation, avg. consumer prices (%)	Per capita beer consumption (litres)	On-trade share of market, approx. (%)
Western Europe						
Denmark	5.7	45,435	1.6	0.5	89	26
Sweden	9.9	47,319	2.8	0.5	47	22
Norway	5.2	67,671	0.1	2.3	54	20
Finland	5.5	41,068	0.4	0.0	83	15
France	64.2	41,221	1.2	0.1	30	28
Switzerland	8.2	58,598	1.0	-1.1	56	41
UK	64.9	40,958	2.5	0.1	69	49
Poland	38.0	26,403	3.5	-0.8	100	10
Germany	81.7	47,033	1.5	0.2	92	17
Italy	60.9	35,665	0.8	0.2	28	39
Portugal	10.4	27,734	1.6	0.6	46	58
The Baltics ³	6.3	27,142	1.8-2.4	-0.4-0.7	68-96	4-6
South East Europe ⁴	29.5	20,401	-2.3-1.7	0.8-1.6	35-75	16-52
Eastern Europe						
Russia	146.3	23,744	-3.8	15.8	49	11
Ukraine	42.7	7,990	-9.0	50.0	48	12
Belarus	9.4	17,859	-3.6	15.1	46	5
Kazakhstan	17.7	24,346	1.5	6.3	27	13
Azerbaijan	9.4	18,512	4.0	5.0	6	20
Asia						
China	1,375.0	14,190	6.8	1.5	29	44
Vietnam	91.6	6,020	6.5	2.2	22	42
Laos	7.0	5,335	7.5	5.3	42	45
Cambodia	15.5	3,485	7.0	1.1	39	12
Nepal	28.4	2,465	3.4	7.2	2	77
India	1,292.7	6,209	7.3	5.4	2	20
Myanmar	51.8	5,164	8.5	12.2	8	50
Malaysia	31.1	26,141	4.7	2.4	6	73
Singapore	5.5	84,900	2.2	0.0	21	65
Hong Kong	7.3	56,689	2.5	2.9	24	29

公司战略

■ 两种常见的战略

◆ 成本领先战略：Dell电脑，小米（手机3299元，京东最高报价），永辉超市

◆ 简化产品、改进设计

◆ 生产技术创新

◆ 节约材料消耗或降低材料采购成本

◆ 提高劳动生产率或降低人工费用

重点：控制成本

公司战略

■ 两种常见的战略

◆ 差异化战略：苹果，顺丰速运，贵州茅台

◆ 产品差异化

重点：持续创新

◆ 服务差异化

集中型战略即聚焦战略，是指把经营战略的重点放在一个特定的目标市场上，为特定的地区或特定的消费群体提供特殊的产品或服务。该战略的核心思想是业务的专一化，以更高的效率和更好的效果为某一狭窄的细分市场（**niche market**）服务，从而形成企业的核心竞争力。

判断不同竞争战略的常用财务指标

■ 毛利率（**Gross Profit Percentage**）

=（营业收入 - 营业成本）/ 营业收入

=毛利 / 营业收入

- 反映一元钱的收入能产生多少毛利，国内有些企业计算毛利时也减去营业税金及附加

- 毛利率反映企业营业活动的盈利能力，既与战略有关，又能体现企业的市场地位与行业差异
毛利率是反映企业生产经营业绩的重要财务指标

差异化战略——贵州茅台



国内上市白酒企业2011-2016年毛利率

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
贵州茅台	91.6%	92.3%	92.9%	92.6%	92.6%	91.2%
水井坊	73.0%	80.8%	69.9%	68.1%	74.2%	76.2%
五粮液	66.1%	70.5%	73.3%	72.5%	69.9%	70.2%
古井贡酒	74.0%	70.9%	69.8%	68.6%	69.5%	74.7%
山西汾酒	76.0%	74.8%	75.1%	67.4%	67.3%	68.7%
酒鬼酒	74.5%	78.4%	71.1%	59.9%	67.2%	75%
老白干酒	45.1%	53.9%	50.7%	58.2%	63%	59.2%
洋河股份	58.2%	63.6%	60.4%	60.6%	60.7%	63.9%
泸州老窖	66.2%	65.7%	57.0%	47.6%	52.7%	62.4%
沱牌舍得	53.6%	60.3%	60.4%	50.7%	51.7%	64.2%

差异化战略——贵州茅台



■ 一号店产品价格信息

- ◆ 茅台 酱香型白酒 飞天茅台 53度 500ml，
售价**1759元（999元）**
- ◆ 五粮液 浓香型白酒， 52度 500ml， 售价
969元（728元）
- ◆ 洋河（蓝色经典海之蓝）， 52度 500ml，
售价**888元**

不同战略的企业毛利率对比

Apple与鸿海精密工业股份公司毛利率对比

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
苹果公司	35.2%	40.1%	39.4%	40.5%	43.9%
鸿海精密	4.0%	4.5%	4.4%	3.9%	4.7%

即便扣除苹果公司每年发生的不计入营业成本（**cost of sales**）的几十亿美元研发费用后，苹果公司的收益率也远远高于鸿海精密

不同业务的毛利率差异——云南白药（2016）

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年 同期增减	营业成本比上年 同期增减	毛利率比上年同 期增减
分行业						
工业销售	9,080,384,243.53	3,441,642,618.72	62.10%	-1.09%	-4.28%	1.27%
商业销售	13,275,890,439.05	12,234,810,023.78	7.84%	15.17%	13.35%	1.48%
分产品						
工业产品（自制）	9,080,384,243.53	3,441,642,618.72	62.10%	-1.09%	-4.28%	1.27%
批发零售（药品）	13,275,890,439.05	12,234,810,023.78	7.84%	15.17%	13.35%	1.48%

钢铁行业：2015年毛利率2.9%

行业毛利率差异

- 市场环境、行业差异等因素会影响行业整体毛利率

不同行业2012年-2016年的平均毛利率

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
10家白酒企业	71.1%	68.1%	64.6%	66.5%	70.6%
20家消费电子企业	23%	24.8%	25.3%	21.6%	23.9%
103家房地产企业	39.3%	36.6%	33.0%	31.2%	30.9%

注：消费电子企业包括TCL、康佳、长虹、海信等20家公司；房地产企业包括万科、保利地产、中粮地产、金地集团等103家公司；白酒企业包括贵州茅台、五粮液、酒鬼酒、泸州老窖等10家公司

国内A股上市公司中，毛利率居前的企业主要是医药、互联网、软件、旅游等行业的企业

如何提高企业的毛利率

- 对于生产单一产品的厂商
- 对于生产多种产品的厂商

毛利率相对较高的产品或服务通常具有较高的品牌价值，在市场上具有强势地位，或者市场竞争并不激烈

永辉超市



- 永辉超市2001年成立，2010年上市
- 将“生鲜农产品”引入超市
- 经营理念
 - ◆ 提供价廉物美的商品和便捷的购物服务
 - ◆ 坚持“大众化”路线，把家庭作为目标顾客
 - ◆ 坚持薄利多销，做大流量

人人乐的价值理念：为顾客提供整洁的环境、优质的商品、实惠的价格、快捷的服务——我们始终如一

国内A股上市的三家超市2011-2015年存货状况

	2011	2012	2013	2014	2015
永辉超市	24.0	28.7	33.5	37.0	42.5
人人乐	16.6	14.2	16.0	15.9	15.9
华联综超	15.1	15.5	16.1	15.1	15.3

单位：亿元

国内A股上市的三家超市2011-2015年毛利率指标

	2011	2012	2013	2014	2015
永辉超市	19.3%	19.5%	19.2%	19.7%	19.8%
人人乐	20.3%	20.3%	21.0%	21.6%	22.4%
华联综超	20.5%	20.9%	20.8%	22.0%	22.6%

永辉超市

- 毛利率反映出“薄利”，如何测度是否实现“多销”——做大流量的目标？

存货周转率

- 存货周转率（**Inventory Turnover**）= 营业成本/存货平均余额
 - ◆ 存货平均余额 = （期初存货余额 + 期末存货余额）/ 2
- 存货周转天数 = **360**/存货周转率

永辉超市



国内A股上市的三家超市2011-2015年存货周转率

	2011	2012	2013	2014	2015
永辉超市	7.64	7.54	7.94	8.37	8.50
人人乐	6.75	6.69	6.66	5.95	5.47
华联综超	7.08	6.38	6.40	6.67	6.85

单位：次

国内A股上市的三家超市2011-2015年存货周转天数

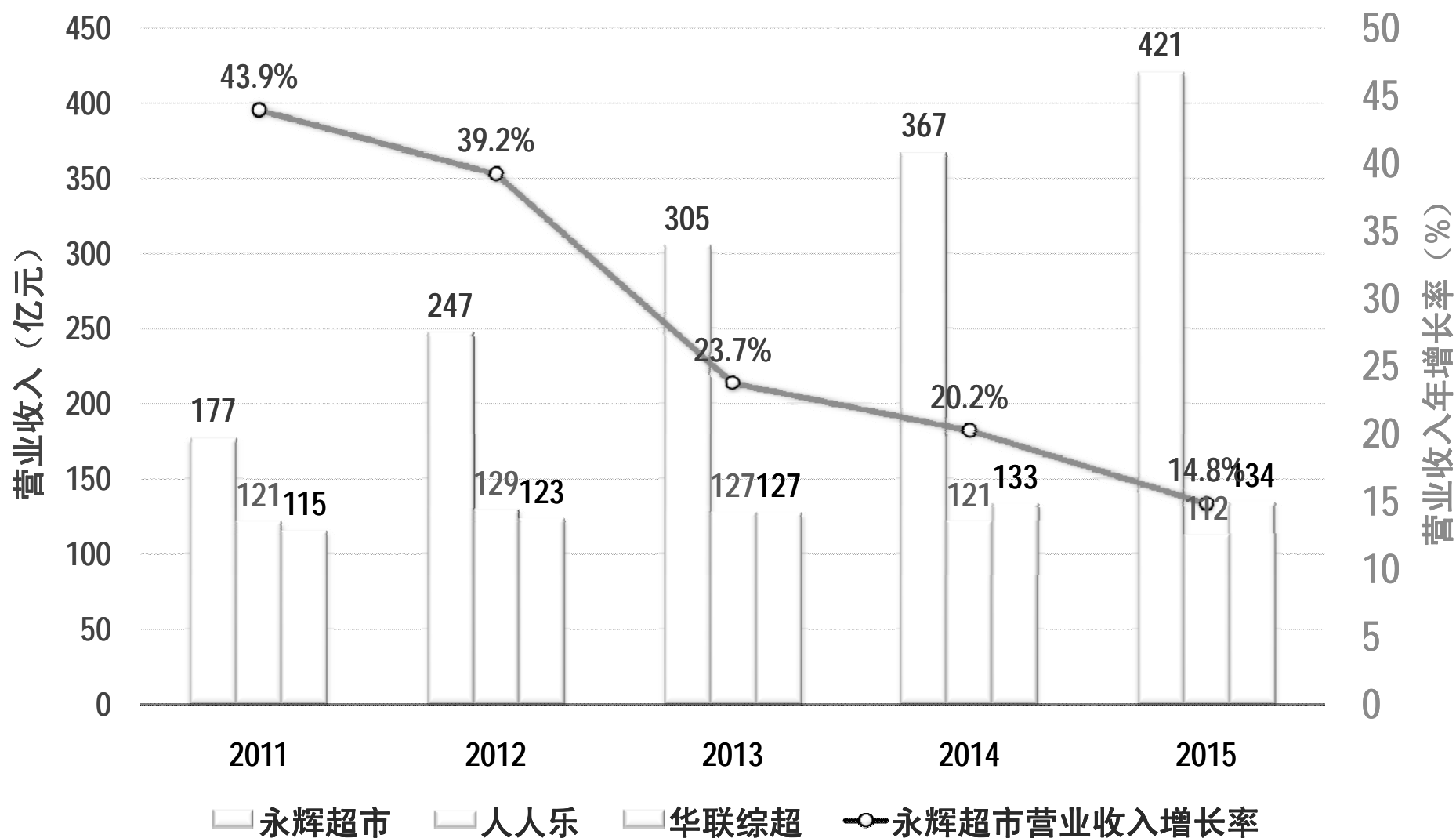
	2011	2012	2013	2014	2015
永辉超市	47	48	45	43	42
人人乐	53	54	54	60	65
华联综超	51	56	56	54	53

单位：天 -26-

永辉超市



国内A股上市的三家超市2011年-2015年营业收入



一体化战略（Integration）

- 当公司经营状况稳定时，通过自行生产其所需原材料或自行销售其产品的方式来增加收益
 - ◆ 后向一体化（**Backward vertical integration**）
 - ◆ 生产或加工其所需原材料。例如：伊利公司的
： 0.5亿/0.4%（08年）—
13亿/3.3%（2015年） 15年生物资产折旧2亿元
 - ◆ 前向一体化（**Forward vertical integration**）
 - ◆ 销售其产品或对产品进行深加工。例如：中国神华（2015年发电量2258亿千瓦时）

企业扩张发展方式的不同选择

新兴市场

- 内生增长（**endogenous growth** 或 **organic growth**），公司通过开设分支机构扩展自身营业范围，实现营业收入和净利润的增长，走渐进式发展的道路。**Greenfield Investment**

成熟市场

- 兼并收购（**Mergers and Acquisitions**，**M&A**），通过收购、整合其他公司或业务，实现公司资产规模与经营业绩的大幅提升，走跨越式发展的道路。

企业扩张发展方式的不同选择

■ 兼并收购的困难

- ◆ 对被收购方合理定价难度较大，溢价较高
 - ◆ 买卖双方信息不对称，被收购方可能会想办法粉饰报表，掩盖问题
 - ◆ 买卖企业与商品的差别——“鸡与蛋”
- ◆ 整合企业具有较高的挑战，不仅需要资金，更需要良好的管理制度、企业文化与优秀的管理团队
- ◆ 国内很多国有企业之间发生的是“被并购”
- ◆ 跨国收购难度更大

兼并收购的市场表现

	股市增量回报 (宣布前后三天)	股市增量回报 (宣布前20天 至收购完成)
买方+卖方	1.8%	1.9%
卖方	16%	23.8%
买方	-0.7%	-3.8%

Andrade, Mitchell, and Stafford (2001)，根据1973-1998年之间的3688个美国兼并收购案例

根据1961年到1993年间的2068个美国兼并收购案例，
买方在收购后三年平均回报比市场指数回报低5%

To the Shareholders of Berkshire Hathaway Inc, 1992

Ultimately, even the most optimistic manager must face reality. Standing knee-deep in unresponsive toads, he then announces an enormous "restructuring" charge. In this corporate equivalent of a Head Start program, the CEO receives the education but the stockholders pay the tuition.

最终，即便是最乐观的经理也必须要面对现实：站在齐膝深无动于衷的青蛙堆中，宣布高额的重组费用。这有点像是公司版的启智项目，CEO们得到了锻炼，但是股东们为此支付了学费。

兼并收购对财务报表相关项目的影响

- 母公司的长期股权投资
- 股本、资本公积（每股收益）、盈余公积、未分配利润
- 货币资金、短期借款、长期借款、应付债券
- 商誉：账面价值反映合并成本中包含的溢价

商誉

- 在控股合并中，收购方取得长期股权投资时并不确认商誉，只是在与被收购方作为一个整体编制合并财务报表抵消会计分录时才有机会确认商誉
- 商誉并不出现在控股合并收购方的个别资产负债表中，只可能出现在合并资产负债表中

耀皮玻璃2014年合并报表商誉
764万，母公司报表商誉为0

商誉

- 在吸收合并中，收购方对合并中取得的符合会计准则确认条件的各项可辨认资产、负债按照公允价值确认入账，收购价款减去可辨认资产与负债公允价值的净额之后剩余的部分确认为商誉
- 吸收合并下收购方的个别财务报表中存在商誉。如果收购方还存在其他子公司，则需要编制合并财务报表，吸收合并中产生的商誉同样会出现在合并财务报表中

东方航空**2016**年合并报表商誉**90**亿元，母公司报表商誉**90**亿元

华谊兄弟2015年末的大额商誉

单位：亿元

	商誉	总资产	商誉占总资产比重
2014年末	14.9	98	15%
2015年末	35.7	179	20%

2015年新增商誉

单位：亿元

北京华远嘉利房地产开发有限公司	0.49
天津欢颜广告有限公司	2.4
浙江东阳浩瀚影视娱乐有限公司	7.49
浙江东阳美拉传媒有限公司	10.47
合计	20.85

华谊兄弟2015年末的大额商誉

- 东阳浩瀚：李晨、冯绍峰、Angelababy、郑恺、杜淳、陈赫入股85%，睿德星际文化信息咨询合伙企业持股15%
 - ◆ 成立与核准日期为2015年10月21日，注册资本1000万，资产总额1000万。10月22日以10.8亿元估值确定70%股权价值7.47亿元
- 东阳美拉：冯小刚持股99%，陆国强持股1%
 - ◆ 东阳美拉成立于2015年9月2日，注册资本500万元，2015年11月19日资产总额为1.36亿元，负债总额1.91亿元，所有者权益为-5500万元，华谊兄弟2015年11月19日10.47亿入股70%（冯小刚持股30%）

商誉

■ 值得特殊注意

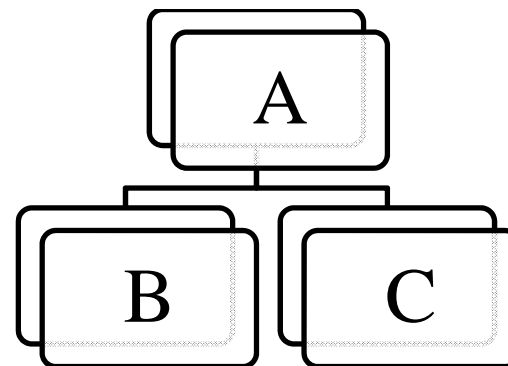
- ◆ 账面价值并不真正代表企业未来可以获得的超额收益，而只是反映合并中支付的成本与所收购净资产公允价值之间的差额
- ◆ 未来所能带来的经济利益存在很大不确定性

巨大的账面商誉可能是

- ◆ 收购优秀企业而必须付出的代价
- ◆ 企业愚蠢投资的账面显示

资产负债表中反映的账面商誉不能算作企业的优质资产，对于报表中的商誉项目要保持警惕

企业合并会计



■ 同一控制下企业合并

◆ 参与合并的企业在合并前后均受同一方或相同的多方最终控制且该控制并非暂时性的

◆ 吸收合并

- 合并中不产生新的资产和负债，被合并方资产、负债价值保持不变
- 合并中取得的净资产入账价值与支付对价之间的差额不影响损益，调整股东权益项目（资本公积、盈余公积、未分配利润）

企业合并会计

■ 同一控制下企业合并

◆ 控股合并

- 合并方以合并日应享有被合并方所有者权益在最终控制方合并资产负债表中的账面价值的份额作为长期股权投资的初始投资成本，初始投资成本与支付对价之间的差额不影响损益，调整股东权益项目（资本公积、盈余公积、未分配利润）
- 合并利润表：包含被合并方自合并当期期初至合并日实现的净利润，净利润项下单列“被合并方在合并前实现的净利润”项目

企业合并会计

■ 非同一控制下企业合并

◆ 参与合并的企业在合并前后不受同一方或相同的多方最终控制的合并交易

◆ 吸收合并

□ 收：合并中取得的符合确认条件的各项资产、负债按公允价值确认

□ 支：支付的非货币性资产按购买日的公允价值计价，公允价值与账面价值的差额作为资产处置损益，计入当期利润表

□ 差：收支之间差额形成商誉（支大于收）或营业外收入

企业合并会计

■ 非同一控制下企业合并

◆ 控股合并

- 收：长期股权投资按公允价值确认
- 支：支付的非货币性资产按购买日的公允价值计价，公允价值与账面价值的差额作为资产处置损益，计入当期利润表
- 差：收与支之间差额形成营业外收入，母公司个别报表中不形成商誉（支大于收）
- 合并利润表：被收购方从购买日开始“并表”，只包含购买日至年末的收入、费用、利润

商誉

2015年高商誉上市公司

单位：亿元

证券简称	商誉	资产总计	占比
金利科技	19.1	22.7	84.2%
高升控股	13.4	17.8	75.2%
掌趣科技	56.0	78.8	71.1%
巴士在线	15.4	22.3	68.9%
巨龙管业	22.7	36.8	61.6%

数据来源：wind资讯



青島啤酒

- 1903年，德国商人设立
- 1993年，国内首家香港、上海两地同时上市
- 90年代先后收购北京五星、三环、陕西汉斯、渭南、汉中、廊坊啤酒厂、上海嘉士伯等40多家啤酒生产企业

单位：亿元

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
资产规模	13.9	17.5	20.7	22.1	35.0	47.6	60.4
增长率	3.7%	25.9%	18.3%	6.8%	58.4%	36.0%	26.9%



青岛啤酒

■ 兼并收购短期内效果

- ◆ 市场份额：由1996年2%——2001年11%
- ◆ 2001年，收购的40多家啤酒厂一多半亏损，净利润并不理想

■ 2002年，调整战略

单位：亿元

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
净利润	1.4	0.6	1.0	1.0	0.9	1.1	1.2
增长率	-17.6%	-57.1%	66.7%	0.0%	-10.0%	22.2%	9.1%

2016年合并报表商誉13亿元，
占比4.3%，母公司商誉为0

商业模式（**Business Model**）

- 企业从事商业活动的具体方法与途径，即如何赚钱？
 - ◆ 做什么？目标客户价值定位，解决方案
 - ◆ 怎么做？分销渠道，客户关系，供应链
- 企业在市场中与客户、供应商、其他合作方之间的关系，彼此之间物流、信息流和资金流的状况
- 理想的商业模式：自己能复制（可快速扩张），但不容易被别人复制（形成壁垒）

携程的商业模式



- 综合性旅行服务公司，整合互联网与传统旅行业，向上亿会员提供酒店、机票预订、旅游度假的全方位旅行服务
 - ◆ 服务和资源规模化：世界上最大的旅游业服务联络中心（南通）——上万员工，全球**200**个国家和地区近**80**万家酒店——提高谈判能力
 - ◆ 建立了一套现代化服务系统：海外酒店预订平台、国际机票预订平台、客户管理系统、房量管理系统、呼叫排队系统、订单处理系统、**E-Booking**机票预订系统、服务质量监控系统等
 - ◆ 服务体系规范——六西格玛质量管理方法

商业模式（Business Model）



携程公司2013-2016年收入分布

单位：亿元

营业收入	2013		2014		2015		2016	
酒店预订	22	39%	32	41%	46	40%	73	37%
票务代理	22	38%	30	38%	45	39%	88	45%
团队旅游	9	16%	11	14%	17	15%	23	12%
商务旅行	2.7	5%	3.7	5%	4.7	4%	6.1	3%
其他	1.4	2%	1.9	2%	2.9	2%	7.9	3%
合计	57.2	100%	77.7	100%	115	100%	198	100%

客户粘性如何？