

财务报表分析

Financial Statement Analysis

(handout5)

张昕

Email: xzhang@nsd.pku.edu.cn

多元化战略（Diversification）

- 在保持原有业务基础上，生产或服务进入某一新的领域

- ◆ 相关多元化（Related diversification）

进入与原经营领域有一定技术相关性的新行业经营（森马服饰1996——童装业务2002）

- ◆ 不相关多元化（Unrelated diversification）

为减少原单一行业的经营风险，进入与原经营领域完全不相关的行业经营（格力电器——新能源汽车）

重庆啤酒研发乙肝疫苗

- 1998年12月，出资1435万元收购重庆佳辰生物工程公司（52%股权），开始研发乙型肝炎治疗性疫苗项目
- 2001年底，将生物制药产业作为第二主导产业
- 2003年11月，启动乙肝疫苗临床试验
- 2011年底，宣布乙肝疫苗揭盲数据的试验结果大幅低于预期，无显著疗效
- 2012年底，对佳辰公司的累计投入为2.5亿元，其中长期股权投资为9488万元（占股85%），其他应收款为1.56亿元，对长期股权投资全额计提减值准备，对债权计提坏账准备780万元

多元化战略

■ 管理人员热衷多元化战略的动因

- ◆ 扩大公司规模，规模与管理人员收入具有一定的相关性
- ◆ 降低管理人员的职业风险
- ◆ 减少单一行业的枯燥与乏味

■ 国内某些企业多元化的原因

- ◆ 商业信用不可靠，市场中的交易成本过高
- ◆ 依托于在位权贵势力集团，快速吸金
- ◆ 地方政府拉动经济的需要

多元化战略



实证研究表明，多元化的美国公司的股票价格相对于专业化公司组合存在一定的折扣（13-15%）

■ 对多元化公司股价折扣的解释

- ◆ 代理成本：管理者是为了扩大公司规模而多元化
- ◆ 内部容易产生激励错配问题，由此导致出现次优的投资决策和不良业绩
- ◆ 信息不对称程度加重，资本市场监督和评价大型多元化公司困难加大

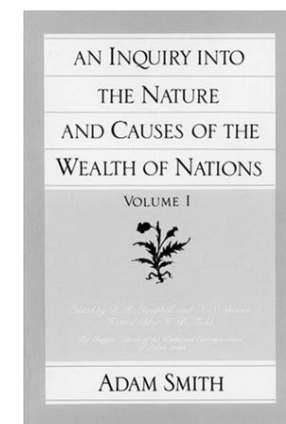
多元化战略

- 对1965至2000年美国发生的311起公司分拆交易进行研究。结果表明：被剥离的子公司及其母公司均在交易后给股东创造了额外的回报



数据来源： **Predictability of Long-Term Spin-Off Returns, John J. McConnell, Journal of Investment Management, Vol. 2, No. 3, Third Quarter 2004**

亚当·斯密 1776： 《国民财富的性质和原因的研究》



茅台集团多元化

- 1998年，兼并贵州习酒推出“浓香型”白酒对抗五粮液
- 2000年，兼并贵州遵义啤酒厂，2.4亿元组建年产能达10万吨贵州茅台啤酒
 - ◆ 亏损13年，华润雪花以2.7亿元与贵州茅台啤酒合资华润雪花(遵义)公司，华润持股70%（保留使用茅台啤酒品牌3年）
- 2002年，在河北成立昌黎葡萄酒业有限公司
- 2009年，推出保健酒

茅台集团多元化

- 1、贵州茅台酒股份有限公司
- 2、贵州茅台酒厂（集团）习酒有限责任公司
- 3、贵州茅台（集团）电子商务股份有限公司
- 4、茅台建信投资基金管理有限公司
- 5、中国贵州茅台酒厂贸易（香港）有限公司
- 6、贵州茅台酒厂（集团）循环经济产业投资开发有限公司
- 7、珠海经济特区龙狮瓶盖有限公司
- 8、贵州茅台酒厂集团保健酒业有限公司
- 9、贵州茅台酒厂（集团）昌黎葡萄酒业有限公司
- 10、贵州茅台酒厂集团技术开发公司
- 11、贵州茅台酒厂集团对外投资合作管理有限责任公司
- 12、贵州茅台酒厂（集团）置业投资发展有限公司
- 13、贵州茅台（集团）生态农业发展有限公司
- 14、海马酒庄简化股份有限公司
- 15、中国贵州茅台酒厂（集团）文化旅游有限责任公司
- 16、贵州茅台酒厂（集团）财务有限公司
- 17、遵义市产业投资股份有限公司
- 18、贵州仁怀茅台机场有限责任公司
- 19、贵州茅台酒厂（集团）物流园区有限责任公司
- 20、中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司北京分公司
- 21、中国贵州茅台酒厂（集团）有限责任公司贵阳分公司

茅台集团多元化的结果

2001年	营业收入	利润总额
集团公司	21	5.5
股份公司	16	6.1
占比	76%	111%
2015年	营业收入	利润总额
集团公司	363	227
股份公司	335	220
占比	92%	97%



目前茅台的啤酒和葡萄酒都还是处于探索阶段，但未来肯定还是要做大的，相关多元化是茅台的既定战略。“葡萄酒和啤酒都走过一段弯路，茅台啤酒刚刚起步就赶上了国内啤酒的大整合，就显得相对弱小了

——茅台前董事长季克良

要走出“酒”思维，先进行相关多元化，如茅台酒原辅材料的上游产品高粱、小麦等原料；下游产品，瓶子、彩盒、纸箱等均要涉足。再“扩大视野”进入能源和房地产领域。“能源和房地产方面我们有资金可以进行运作。别人能干的，而且干成功的，我们为什么不去试试？”

——茅台董事长袁仁国



茅台式重构：进入能源和房地产

《中国经营报》2009年10月31日

作为贵州当地最重要的国有企业，茅台承担了更多地方经济的重任。“茅台贡献的税收和利润都不错，但在经济指标的拉动上较小。贵州当地政府计划5年内将茅台做到500亿元以上”一位知情人士透露，贵州政府一直希望茅台介入贵州优势产业如能源和新兴产业房地产等，“为此也多次召开会议研究介入方式。”

茅台式重构的深层次问题

- 国有企业经营的目标
 - ◆ 企业的经营目标应该由谁决定？
 - ◆ 国有企业的经营目标应该是什么？

去多元化战略

■ 西方企业在去多元化 (Lawrence G. Franko, 2004)

- ◆ 80年代, 全球15个行业中, 12个由多元化公司主导
- ◆ 90年代, 情况略有变化, 但多元化公司仍然主导大部分行业
- ◆ 2000年, 17个行业中, 16个由专业化公司主导

大企业集团
与高度多元
化公司占世
界领先企业
的比重逐年
下降!

Table 2

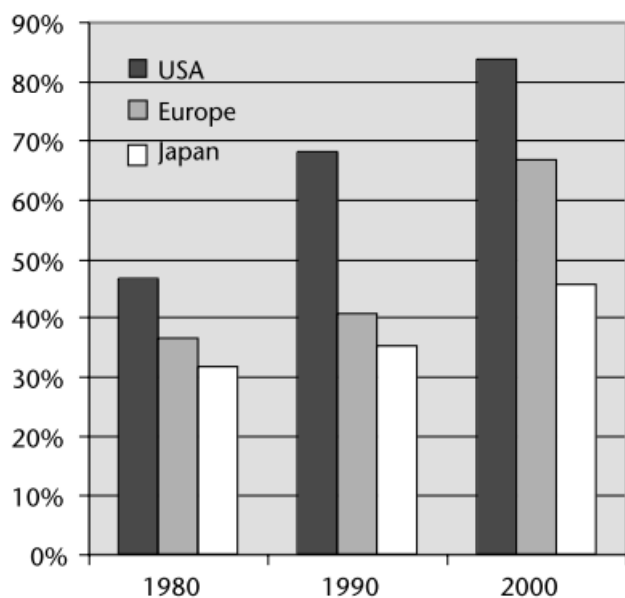
Conglomerates and highly diversified firms in the corporate universe, 1980-2000

	<u>1980</u>	<u>1990</u>	<u>2000</u>
Conglomerates	34	37	10
Highly diversified	30	22	14
TOTAL	<u>177</u>	<u>201</u>	<u>201</u>

36% — 29% — 12%

去多元化战略

Figure 1
The rise of focused firms



Percent of firms among world's top industrial companies
with 95% or more of sales in main industry

- 80年代起，美国企业率先开始去多元化
- 90年代后期，欧洲企业逐渐加入

Lawrence G. Franko (2004)

多元化战略与去多元化战略

■ 雷诺兹（RJR）

- ◆1913年，首推20支卷烟规格的包装
- ◆1915年，首先在包装上使用了防潮的玻璃纸以保持干燥
- ◆1954年，推出了第一支过滤嘴香烟，取得巨大成功
- ◆1956年，推出了第一个过滤嘴染色的、薄荷味的香烟
- ◆1958年，凭借“骆驼攻势”，成为了美国第一大卷烟制造商，该地位一直保持到1983年才被PM公司赶超

多元化战略与去多元化战略

■ 雷诺兹—纳贝斯克（RJR Nabisco）

- ◆ 1985年雷诺兹公司与食品生产商纳贝斯克 Nabisco公司（9/10）合并
- ◆ 烟草与食品公司都属于必需消费品(**consumers staples**) 板块——“食品、饮料及烟草类” (**food, beverage & tobacco**)
- 1995年6月，雷诺兹烟草控股公司独立，仍以“RJR”为公司代码在纽约证券交易所上市交易
- 1999年，纳贝斯克将下属的雷诺兹国际烟草业务以78亿美元价格卖给日本烟草公司

多元化战略与去多元化战略

■ 菲利浦莫里斯（Philip Morris）

- ◆ 1970年，收购米勒酿酒公司（Miller Brewing）
- ◆ 1978年，收购七喜公司(7-Up)（1986百事公司）
- ◆ 1985年，收购通用食品（General Foods）
- ◆ 1988年，收购卡夫食品，1989年合并通用与卡夫
- ◆ 2000年，收购纳贝斯克，将其并入卡夫食品
- ◆ 2003年，更名为奥驰亚Altria集团，业务领域被划分为烟草、食品和金融服务三块
- ◆ 2007年，卡夫食品脱离奥驰亚集团独立，成为一家独立上市公司（达能饼干2007年，英国吉百利2010年）2012年分拆为卡夫与亿滋国际（Mondelez）



百事公司（Pepsi）



- 1893年，美国北卡罗莱纳州的药剂师布雷德海姆（**Caleb Bradham**）用碳酸水、糖、香草、生油、胃蛋白酶（**pepsin**）及可乐果制成药物，用于治理胃部疾病，被命名为“**Brad**”
- 1898年，“**Brad**”作为一种新型饮料被重新命名为“**Pepsi**”，1903年注册商标，发展成为碳酸饮料
- 1919年，成立了洛夫特（**Loft**）公司
- 1941年，改名为百事可乐股份公司

百事公司（Pepsi）



- 1965年，与休闲食品最大的制造商菲多利（Frito-lay）公司合并，组成了百事公司。

- 从1977年开始进入快餐业

- ◆ 1977年，必胜客（Pizzahut）

- ◆ 1978年，塔可钟（TacoBell）

- ◆ 1986年，肯德基（KFC）

- 形成食品、饮料、快餐三类业务



百事公司 (Pepsi)



- 1996年，对主要业务进行评价，准备调整战略

项目	食品	饮料	餐厅
营业收入	968	1052	1144
增长率	13.3%	1.4%	1.0%
营业利润	161	89	51
营业利润/营业收入	16.6%	8.5%	4.5%
总资产报酬率	17.2%	7.5%	5.2%

$$\text{营业利润率} = \text{营业利润} / \text{营业收入}$$

总资产报酬率

■ 总资产报酬率（Return on Assets，简称ROA）

= 息税前收益（EBIT）/ 总资产平均余额

=（利润总额+利息支出）/ 总资产平均余额

◆ 分子：总资产取得的全部收益

◆ 分母：总资产代表企业投入的全部资源

◆ 分子、分母与投入、产出相互对应，可以较为合理地反映经济业务整体的投入产出效率

◆ 制定企业融资决策的重要参数之一

注：国内上市公司半年报、年报的财务费用项下一般会披露利息支出的具体金额

百事公司 (Pepsi)



项目	食品	饮料	餐厅
营业收入	968	1052	1144
增长率	13.3%	1.4%	1.0%
营业利润	161	89	51
营业利润/营业收入	16.6%	8.5%	4.5%
总资产报酬率	17.2%	7.5%	5.2%

1997年10月，将餐饮业务分离出去，成为一家独立的上市公司，即百胜全球公司（Tricon Global），后改名为百胜餐饮公司（YUM! Brands Inc）



国际化战略(International Strategy)

- 国际化战略：通过在本国市场以外的地区销售公司产品或服务的战略
- 成本优势
 - ◆ 规模经济，国际化可以提高产销量，波音与空客、汽车产业
 - ◆ 学习曲线（learning curve），中国的高铁
- 资源优势
 - ◆ 接近生产要素，采掘业（石油公司）
- 网络效应
 - ◆ 服务行业较为明显，金融、航空、酒店

国际化战略

■ 国际化的两种常见手段

- ◆ 出口贸易：只要国与国之间不搞贸易保护主义，产品物美价廉，适销对路，基本可以成功。“易货贸易”
- ◆ 直接投资：现阶段成功的案例更多地集中在以下两大类
 - ◆ 发达国家将劳动和资源密集型产业向发展中国家转移，发挥成本优势
 - ◆ 发达国家的公司在全球范围内跨国并购

国际化战略

- 越来越多的中国企业开始制定或实施国际化战略，但在国际化之前还是应该认真想一想国际化是为了获取什么

- ◆ 优质资源
- ◆ 巨大的市场
- ◆ 廉价劳动力
- ◆ 国际化的名声？

国际化战略的最终目标还是要看是否能为股东赚钱

跨国指数

联合国贸易与发展委员会（UNCTAD）对跨国指数（TNI）的定义：境外资产、收入、员工所占企业总数的平均比例

在国际化经营管理方面，中央企业跨国指数还比较低，在全球布局、整合全球资源、打造全球产业链方面尚处于起步阶段

——国资委某主管领导 2012年3月

《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》（2012版）中引入国际化经营指标

李东生的 “敦刻尔克”

62. 中国网站被封锁为什么未能成功?

73. 不仅仅是TCL

75. 如何获得海外收购能力

106. 威源再来

114. TD既成事实

40. 小微信贷银行在望



台湾岛地区零售价：港币20元
大陆地区零售价：人民币10元

RCA的历史

- 1919年，GE、AT&T和西屋电气集团（**the Westinghouse Electric Corporation**）为了国防目的，联合创建美国无线电公司（**Radio Corporation of America**，简称**RCA**）
- 1924年，英国人贝尔德发明了最原始的电视机，用电传输了图像
- 1939年，**RCA**推出第一台黑白电视机
- 1953年，**RCA**设定全美彩电标准
- 1954年，**RCA**推出第一台彩色电视机

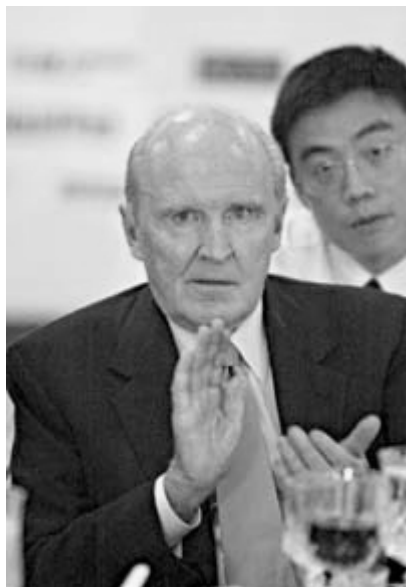
RCA的历史

- **1985年，GE 63亿美元收购RCA及其子公司全国广播公司（NBC）（非石油行业最大并购交易）**
- **1988年，GE将RCA转让给汤姆逊（Thomson）**
- **2004年，TCL集团和汤姆逊共同组建合资公司（TTE），双方各自将所有的彩电资产投入到TTE，TCL（国际）与汤姆逊在TTE中各持67%和33%股份（并签署换股选择权协议）**
 - **之前的失利：820万欧元收购的彩电公司施耐德停产**
 - **交易完成前，BCG发出预警“风险大于收益”**

1.3 + 0.8 与 0.6 的比较

李东生的“敦刻尔克”

- 2004年1月内部演讲，四分之一的篇幅探讨“承担实业强国的使命”
 - ◆ 如果我们不做，今后很难再有以这样的条件来形成全球产业第一的机会
 - ◆ 从中央政府到地方政府，都鼓励中国企业走出去。这个项目将得到政府和社会各界的大力支持！
 - ◆ 我们是在书写中国经济的发展史，在书写中国企业国际化的历史，在创建中国的世界级企业。



李东生 VS. Jack Welch

GE将彩电业务卖给汤姆逊，就是因为赚不了钱，如今也想不出办法让这个业务再赚钱

“我可以很负责任地说，18个月后TTE就能赢利。18个月大家可以来检查，我个人的信誉一向还算比较好，事实上，我觉得我们不到18个月就能赢利。”



李东生的“敦刻尔克”

- 2005年，汤姆逊将其持有的33%TTE股份置换为在TCL多媒体29.3%的股份，TTE成为TCL多媒体的全资子公司。自2005年8月10日后的三年内，TCL集团（38.74%）与汤姆逊均不得转让所持TCL多媒体的股份
- 2006年，TCL与汤姆逊讨论欧洲重组问题时汤姆逊要求解除股票禁售协议，但TCL集团所持TCL多媒体的股份仍不得转让。
10月31日，TCL集团与汤姆逊公司同时宣布将对TTE的欧洲业务展开重组

李东生的“敦刻尔克”

- 禁售协议解除后第三日，汤姆逊即向瑞银集团出售了3.9亿股，将在TCL多媒体的持股比例从29.3%降低到19.3%。减持后首个交易日，TCL多媒体股价从减持前一个交易日跌去了20.5%（从0.78港元/股跌到0.62港元/股）
- 长期股权投资后续核算的两种方法
 - ◆ 成本法
 - ◆ 权益法

李东生的“敦刻尔克”

“虽然意识到对欧洲业务也需要做一定的工作，但是鉴于当时资源有限，所以合并后在相当长一段时间里欧洲都在按照原有的模式运作”

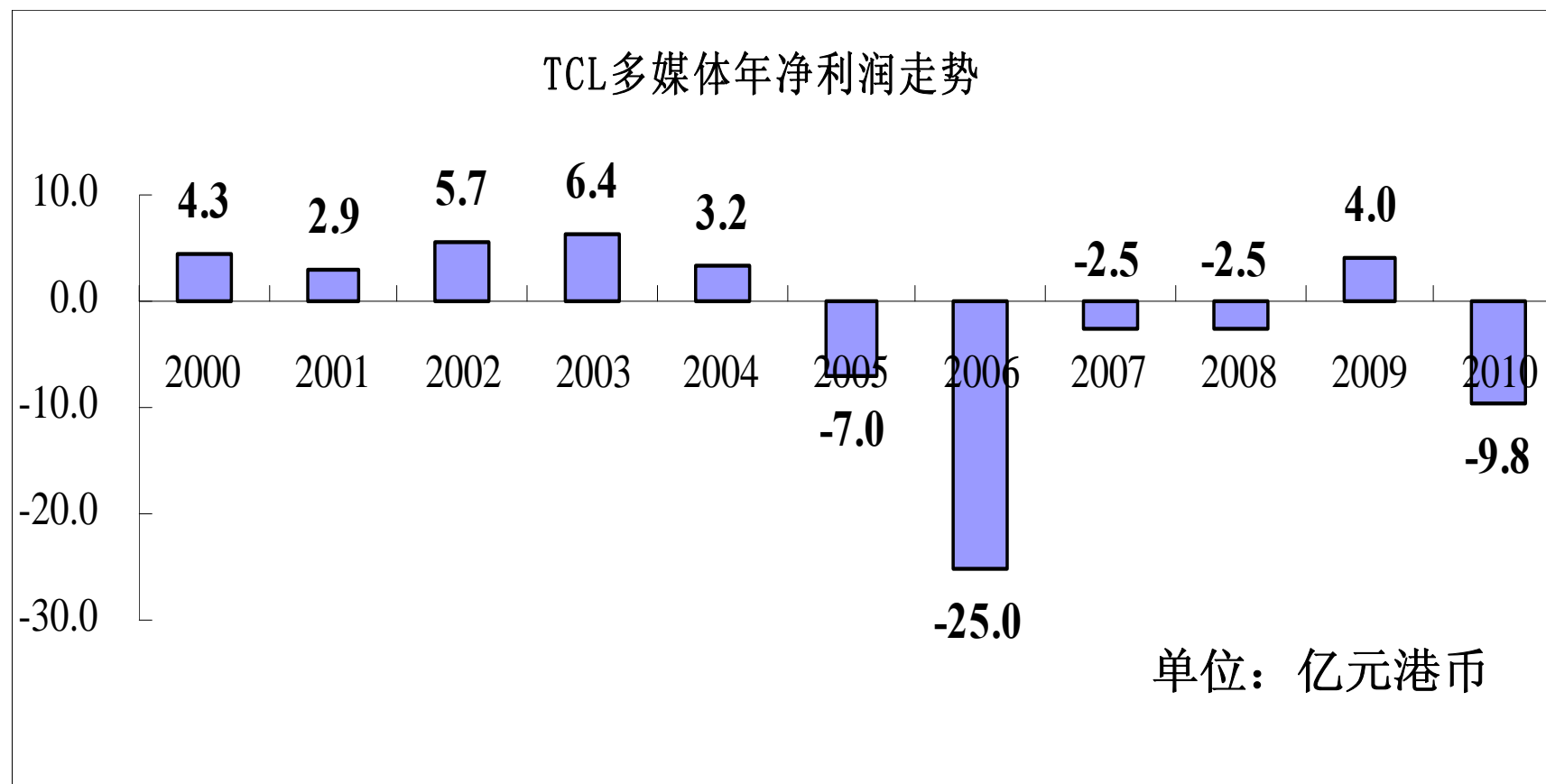
“我们付出的代价比预期的要大。立足于现在的情况，当前最重要的是保持集团健康经营，找出解决问题的方法。”



李东生的“敦刻尔克”

- **2006年TCL多媒体年报披露：欧洲业务重组成本6.9亿港币；2006年融资成本同比增加8.3亿港币**
- **2006年的重组主要包括：终止OEM（贴牌）业务外所有电视机的销售和营销活动，对大部分现有员工及八家销售公司中的六家进行重组，并“择机变现”TTE在欧洲的资产及库存**

TCL多媒体净利润走势



2007年《福布斯》中国上市公司最差老板

排名	公司名称	董事长	CEO/总裁/ 总经理	年薪 (万元)
1	海王生物工程	张思民	刘占军	64
2	上海宽频科技	曹水和	任建宏	30.4
3	梅雁水电	杨钦欢	杨锋源	10.5
4	万家乐	李智	李智	86.8
5	厦华电子	郭则理	谢思瑜	37.5
6	TCL	李东生	李东生	155
7	新都酒店	李聚全	李聚全	64.5
8	金证科技	杜宣	赵剑	36
9	精伦电子	张学阳	张学阳	31.3
10	渤海物流	魏超	刘宏	25.4

非国有上市公司，主要排名依据为上市公司2004年至2006年三年间的业绩(净资产收益率及其增长率)³⁸

海外业务信息来源——分部信息

- 年报附注中披露报告分部信息：每个分部的营业收入、营业费用、营业利润、资产总额、负债总额以及其他补充信息
- 报告分部一般收入或资产在所有分部中所占比重超过10%（含10%），或利润（亏损）的绝对额占有所有盈利分部利润总额（所有亏损分部亏损合计额）的比重超过10%（含10%）
- 分部可以分地区、分业务

青岛啤酒分部信息 (2016)

单位：元人民币

	山东地区	华南地区	华北地区	华东地区	东南地区	港澳及其他 海外地区	财务公司	未分配金额	分部间抵销	合计
对外交易收入	13,779,050,791	3,292,461,433	4,214,930,052	2,770,479,695	1,445,523,051	598,725,462	3,193,069	1,980,185	-	26,106,343,738
分部间交易收入	2,636,349,130	480,840,888	1,074,508,734	123,303,372	10,726,493	162,899,924	50,707,579	600,767	(4,539,936,887)	-
营业成本	(10,148,236,962)	(2,349,822,819)	(3,481,106,499)	(2,167,456,124)	(1,080,653,200)	(515,735,035)	(169,974)	(875,877)	4,478,776,948	(15,265,279,542)
销售费用	(3,130,174,462)	(989,476,948)	(612,762,597)	(757,345,302)	(392,689,500)	(146,990,424)	-	-	-	(6,029,439,233)
利息收入	29,428,851	13,675,992	29,069,916	3,766,645	2,966,845	961,861	275,588,083	52,699,071	(125,426,137)	282,731,127
利息费用	(19,751,768)	(8,988,909)	(19,081,692)	(22,040,172)	-	(4,486,100)	(128,787,053)	-	189,673,506	(13,462,188)
对联营和合营企业的 投资损失	-	-	-	-	-	-	-	(5,214,764)	-	(5,214,764)
资产减值损失	(3,715,222)	(609,801)	(591,117)	(1,194,755)	(1,574,628)	(46,191)	(5,162,637)	(839,324)	5,891,637	(7,842,038)
折旧费和摊销费	(508,693,828)	(189,647,728)	(211,147,018)	(143,945,087)	(39,587,042)	(2,469,808)	(971,323)	(55,569,386)	-	(1,152,031,220)
利息收入	1,808,922,020	(8,801,225)	759,884,607	(414,949,521)	(83,030,366)	-	217,741,254	(272,965,859)	11,007,411	1,202,162,755
所得税费用	(717,643,220)	(12,464,386)	(208,345,993)	(5,443,280)	(1,050,355)	(24,135,293)	(54,556,246)	-	5,895,800	(1,017,743,313)
净利润(亏损)	1,091,278,800	(21,265,611)	551,538,614	(420,392,801)	(84,081,521)	81,498,151	163,185,008	(272,965,859)	16,903,511	1,105,698,452
资产总额	11,498,978,803	4,439,575,889	5,776,346,339	3,327,587,133	900,114,749	680,624,013	10,170,188,267	5,390,162,109	(12,106,418,815)	30,077,158,487
负债总额	6,452,698,020	1,821,713,586	4,051,904,558	2,294,101,058	464,505,353	819,257,630	8,850,070,106	498,294,745	(12,054,526,138)	13,198,018,918

↑ 91%

↓ 31%

	山东地区	华南地区	华北地区	华东地区	东南地区	港澳及其他 海外地区	财务公司	未分配金额	分部间抵销	合计
对外交易收入	13,879,320,963	3,897,629,068	4,175,305,898	2,791,751,756	2,361,332,805	521,019,539	7,090,439	1,235,572	-	27,634,686,040
分部间交易收入	2,409,239,282	367,148,144	1,230,524,967	158,795,127	96,647,998	136,623,354	44,333,105	522,386	(4,443,834,363)	-
营业成本	(10,422,223,784)	(2,731,461,698)	(3,753,714,890)	(2,580,654,489)	(1,647,398,764)	(466,551,547)	(857,223)	(980,273)	4,411,740,973	(17,192,101,695)
销售费用	(2,903,216,351)	(896,675,114)	(515,609,310)	(771,367,698)	(685,431,043)	(132,239,720)	-	-	-	(5,904,539,236)
利息收入	32,471,846	17,051,525	38,341,478	1,423,945	8,453,697	1,282,409	312,677,989	63,002,048	(138,131,804)	336,573,133
利息费用	(16,247,266)	(7,416,500)	(23,983,522)	(11,201,897)	(9,412,213)	(5,167,345)	(143,050,534)	-	207,495,591	(8,983,686)
对联营和合营企业 的投资损失	-	-	-	-	-	-	-	(4,562,375)	-	(4,562,375)
资产减值转回(损失)	410,047	(1,704,329)	(144,128)	116,575	(1,246,431)	20,861	(1,919,763)	26,634,189	(24,229,396)	(2,062,375)
折旧费和摊销费	(426,915,496)	(201,828,380)	(192,373,441)	(20,141,897)	(71,774,863)	(2,559,829)	(1,160,002)	(48,594,301)	-	(965,348,209)
利润总额	1,642,093,566	119,969,379	568,188,479	(477,140,939)	(39,215,938)	54,573,287	234,462,433	157,522,512	14,379,623	2,274,822,402
所得税费用	(430,127,308)	(52,102,265)	(135,177,876)	14,864,093	13,477,339	(11,891,193)	(58,720,749)	-	(3,059,929)	(662,176,253)
净利润	1,211,966,258	67,857,114	433,010,603	(462,276,846)	(25,738,599)	42,682,094	175,741,684	157,522,512	11,319,694	1,612,043,514
资产总额	11,275,923,045	4,369,906,866	5,253,710,545	472,166,928	1,850,291,719	639,489,966	8,640,128,102	5,730,710,815	(9,731,737,858)	28,500,590,128
负债总额	5,245,399,475	1,678,424,615	3,602,888,045	1,961,942,945	862,107,223	771,626,167	7,484,780,186	431,515,081	(9,704,104,659)	12,334,444,778

不同战略对合并利润表的影响

- 前向一体化：通常可以增加合并收入
 - ◆ 提高贸易业务比重（增加收入效果明显）
- 后向一体化（向上游原材料企业延伸）
 - ◆ 实现原材料对外销售，增加合并收入
 - ◆ 未实现对外销售，有可能降低合并成本，增加合并利润，但不能增加收入
- 不相关多元化：通常可以增加合并收入
- 国际化战略：通常可以增加合并收入，收入与利润受到汇率影响