

2.3.3 评判业绩质量-收款风险

今天第21期内容是【评判业绩质量】中的第三讲【收款风险】。

之前两期我们探讨了一家公司的业绩来源和持续性，但最终养活一家公司的不是利润表里的净利润，而是硬通货——现金。没有现金，一切都是纸面富贵。那么兜里的现金从哪儿来呢？自然是要向下游收款，或者欠着上游的钱了。

说起现金，一定会提及公司财务报表中的另一张表：现金流量表。如果接触过基本面投资或会计知识的会员可能听说过，新手看利润表，老手看现金流量表，后者有什么特别的呢？

本期我们就来初步认识一下现金的重要性。

1. 【利润≠现金】

现金和利润无法划等号，这件事大家应该深有体会。投资股票的时候，账面上有着大把浮盈没有兑现，没有经过磨练的投资者一定是既兴奋又恐惧，兴奋的是收益率不错，恐惧的是万一跌下去空欢喜一场怎么办？

有句话叫浮盈不是赚。等真的把股票卖出去落袋为安、换成现金了，这时候心里才会踏实一些。至于赚的钱是再投入股市还是拿来消费，或者存起来，这就是另一回事了。但拿到现金的滋味，和看着浮盈的感觉，肯定是两码事。

如果各位大概了解做生意的规则，也会知道大部分企业，都会欠着上游一部分钱，或者下游欠自己一部分钱。虽然这些款项被计算在了成本和收入中，形成利润，但这里面还没有拿到实打实的现金。

在会计处理之中，前者就叫【权责发生制】（也叫应收应付制），后者叫【收付实现制】（也叫现金收付制）。前者是编制【利润表】的基础，而后者是编制【现金流量表】的标准。

所谓权责，就是权利和责任。去小卖部买东西，顾客嘀一声刷了信用卡没给现金，但老板知道这笔钱以后银行会给自己，自己拿钱的“权利”已经可以确定了，所以这笔钱可以记作收入。

但毕竟小卖部的银行账户上还没多一笔钱，老板自己也没收到纸钞，所以在现金流量表上，这笔钱还不能计算进去。

那为什么会计要发明这两种概念？有些生意的实际款项要拖半年、一年甚至一年以上，比如和政府打交道的环保行业，项目完结了，全款也不一定能拿到多少；还有房地产企业，预售是一回事，房子封顶了，和客户交接了才算作收入。

原本之前就发生的收入，如果一定要等到拿现金才能确认，这样无法准确体现这家公司当时的经营成果。所以才有了权责发生制。

另外，有赖于现代商业社会的信用制度，总是欠钱不还将被踢出市场，大部分收入最后能看到真金白银，所以用权责发生制去衡量企业经营状况没什么问题。如果钱收不回来了，还有专门记录坏账、或者为了抵消坏账而特意先提前减去一部分收入的账目。

一手交钱一手交货，这样的交易规则在企业经营中很少做到。因此，我们会经常听到【应收、应付、预收、预付】这样的字眼。简单来说：

“应收”是东西给客户了，客户的钱还没给；

“应付”正好相反，拿到东西却欠着上游的钱；

“预收”是自己收到钱了，东西却没给，刚才说房地产在签了预售合同，但房子还没封顶交接的时候，就是这种情况；

“预付”和预收正相反，钱给了，东西还没拿到。

如果是服务类的行业，把上边的“东西”换成“服务”就好。

虽说有很多方法能保证权责发生制下的收入转化为现金，但现实更复杂，钱总有收不回来的时候，而最终企业为运营的买单可要划走银行账户里的钱，所以收付实现制基础下的【现金流量表】就很重要了。

无论公司的利润表做的多么天花乱坠，对照一下现金流的情况，任何利润最终都会真相大白。

这里简单说一下现金流量表的情况：

这张表把企业的现金流分三大属性，经营性、投资性、筹资性（也叫融资），因为是“流量”表，每一部分又分为流入和流出。具体项目在定期报告中说的都比较清楚了，下面截一点经营性现金流的图片：



项目	
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	
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	
保户储金及投资款净增加额	

每个项目名称都很直白了，理解起来并不是很难。

一提到欠款，很早以前就流传一句话，叫“欠钱的是大爷”。有能力欠钱还能让生意圈接纳你，这可是实力的另一种体现，否则早就声名狼藉，没人敢和他做生意了。

这种实力的专业名词叫【议价能力】。议价能力越强，自身的现金流就越充裕，可以上边欠着供货商的钱，下边欠着客户的钱。

这里如果只看客户这一端，如果【客户越“散户化”】，那自己的议价能力就越强。比如刚才提到的房企，客户都是老百姓，即使因为价格产生纠纷，在售楼处闹一闹，也就过去了，但房企自己拿着大量的售房回款，再去拿地盖楼。

另外还有移动联通这样的通信公司，现在虽然越来越沦落为单纯的通道，收一个信息的“过路费”，但他们的部分客户同样是拿着手机的老百姓，每个月充着话费，实际用完却要一个月以后了，欠费的时候，通信商二话不说就停机了，这就是议价能力强的一种体现。

反之，和政府打交道，或者公司的上游是这些强势的大企业的话，议价能力一比较，自己就差多了。和这些大金主打交道，合同款项得赶紧打过去，轮到对方付款就不会这么迅速了。

除了客户“散户化”，商品的【紧俏程度】也能提高议价能力。因为比特币挖矿而大热的中高端显卡，连电商网站和渠道商都没什么货，抢购到手甚至加价一两千都有人要，而一块高端显卡成本也不过五六千，这时候谁有货，谁议价能力一下就提高不少。

电脑里的另一个部件——内存，2011年左右被称作“白菜价”，便宜的不能再便宜，近几年由于技术革新和产能跟不上，再来点天灾人祸导致生产线停工，内存价格半年多翻倍不是梦。

这种能力强有什么好处呢？现金越早拿到，就能发挥越大的价值，创造更多的利润。之前我们在讲收益率的时候提到过，复利的威力何其强大，但首先，拿到钱去投入，才能开始利滚利。所以总能让自已站在现金流这个链条的强势位置，对公司的生存和发展都非常关键。

2. 【现金=空气】

没有现金的企业会死，这一点毋庸置疑。但市场永远看的是未来，现金流差，并不意味着公司前景一定黯淡。

如果一家公司加入了苹果设备的供应链之中，市场会考虑到，他的下游客户是苹果公司，很强势，可能在订单付款上不是那么迅速。但苹果目前来看不会倒，未来看一两年，倒的可能性也不大，此时市场就没那么看重这家公司的议价能力处于弱势的问题了。

更何况，市场没准会更重视这家公司的价值，能进入苹果产业链，一定是世界上最优秀的供应商之一了，那么他未来的发展潜力，反而更值得期待。

但客户的强势程度也要动态识别，乐视网在巅峰时期被看作是行业新星，花钱大手大脚好像很有钱，市场普遍看好。但资金链断裂后，曲终人散，上游企业就要跑到乐视大楼打地铺讨债了。



与企业打交道不同的是，和政府做生意，虽然也是和强势一方谈合作，政府却容易受到政策的掣肘。

例如已经贯彻了很多年的“去杠杆”政策，导致地方政府普遍没钱，房地产又受到打压，土地出让金掉了不少；地方企业频频违约，政府托底的习惯不得不改。开源节流的“源”和“流”都很难有什么起色。

此时的环保工程行业就很难受，之前几年炒的PPP概念股，18年5月后由于东方园林（002310）发债失常导致整体大跌。这些公司的主营项目是给政府做环保工程、园林修复、水体修复等等，其中一些项目，运营之后并不挣钱，只是“青山绿水”，现金流的回款就更难了。

以前地方政府财务状况好的时候，政府愿意买单，毕竟是政绩工程，又能符合国家环保的大政策。但现在手头紧了，地方政府债券也出现了违约情况，市场此时知道，整个地方政府的还款能力有很大问题。

像东方园林这样的公司，做工程项目本就需要现金，买原材料、雇工人、买设备，以前发个债能把资金的窟窿补上，以后再等政府客户们慢慢还。现在客户的还款能力不行了，市场对这类公司的经营也开始存有疑问，原本打算发10亿的债，市场只认购了5000万，充分表现了市场的担忧。

我们来看东方园林的估值（数据截至18/07/28），近几季营收同比增速70%以上：



★★★★★★★★九斗关注

VIP

技术面
50

基本面
92

资金面
58

消息面
68

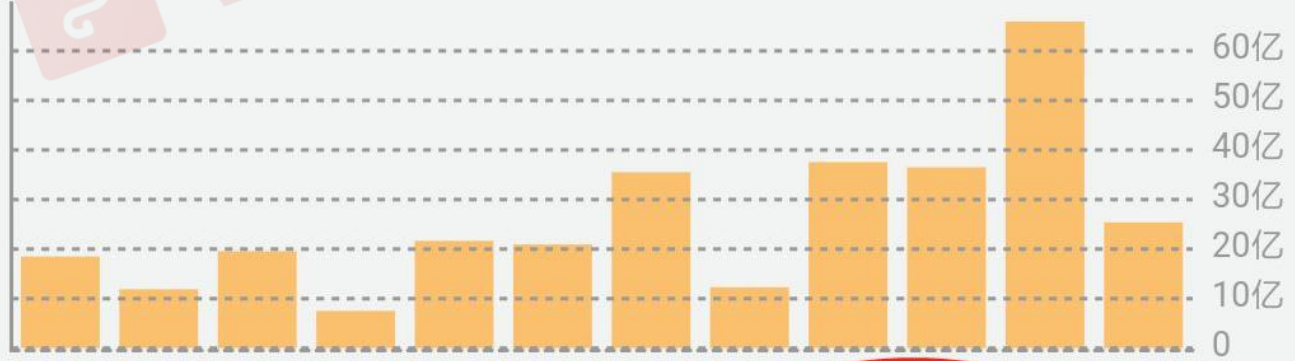
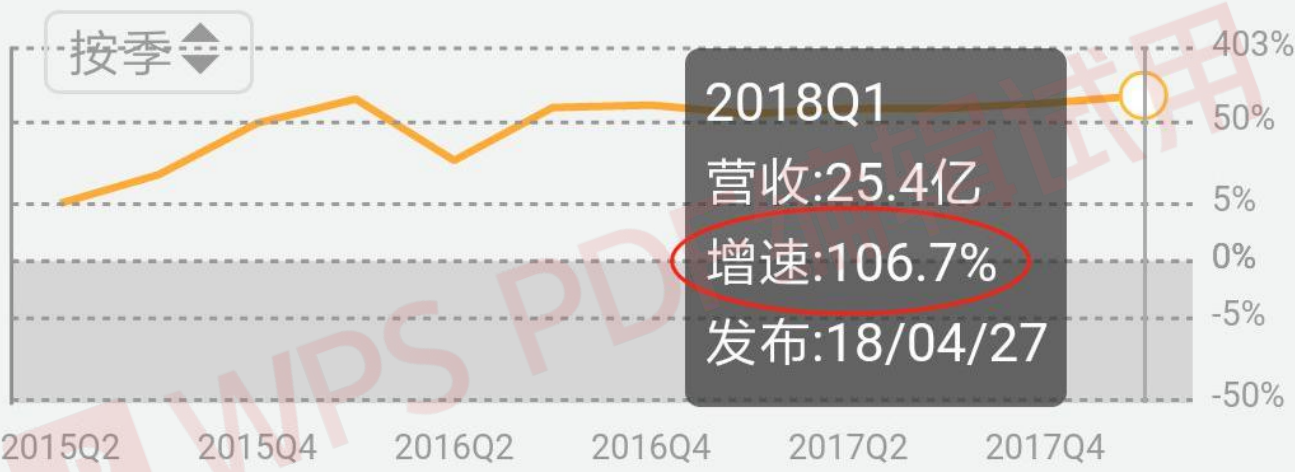
2018Q1 营收： 25.40亿， 同比增速：106.65%

一年

三年

五年

全部



PE 16.56预	PB 3.56	PS 2.44	营收增速 106.7%	净利增速 42.2%预
--------------	------------	------------	----------------	----------------

净利增速也类似，维持在快速增长阶段：



PE却仅有不到20倍。市场不会因为过去业绩优秀就能一直给高估值，碰到风险了，立刻变脸。



现金流状况的重要性可见一斑，甚至可以忽略历史业绩的高增速。

之前都是用行业的经营模式来预估收款风险，这里简单说一下现金流量表怎么看出东方园林的现金比较紧张。从2017年年报来看，经营活动现金流入为114亿元，同时营业收入为152亿，毕竟正处于快速扩张期，前者少一些也可以接受。

但是东方园林主营的PPP模式，拿下环保工程订单后，资金流出的大部分在“投资活动现金流出”的“投资支付的现金”项里，这里的现金流出可是46亿之多了。对比“经营活动现金净额”的29亿，减去这46亿，其实东方园林做PPP一直是“上游少水、下游大放水”的现金流状态，所以企业要不断通过融资来填这个大坑，2017年通过借款取得了58亿现金流入。

东方园林其实还算同行里现金流不错的，我们来看这个行业的小弟之一铁汉生态（300197），这几年的经营活动现金净额一直是负的，也是要靠筹资活动现金流维持生存。

更多的案例和现金流量表分析方法，我们将在2斗课程进行展开。

【知识延伸：投资思考】

刚才我们提到的“议价能力”，学过管理或者市场学的会员大概知道，这个概念出自著名的【波特五力】模型。所谓五力，指的是企业的竞争力和行业的基本竞争态势，包括对供货商、客户的议价能力，新进入者、替代品的威胁，和所处行业的竞争程度。

这是一个比较简单的竞争力衡量的办法，是一个很成熟的分析工具，见到一家新的企业，不知道怎么入手的时候，这个工具就很方便。

议价能力不仅包括“欠钱”的能力，更多的是衡量自己在上下游的话语权，能不能买来原材料，花多少钱，可不可以独家供货等等，都是这种能力的体现。

除了两个议价能力，还有新进入者和替代品这两个威胁。之前在讲毛利率的时候提到过，高毛利率的行业更加吸引资本，如果行业或企业有自己的护城河，那么新人难以竞争、替代品没有市场，这样企业的竞争力会高出其他公司一个档次。

最后的行业竞争程度，是从很多方面体现出来的，例如经常打价格战、市场整体规模增速放缓等等。越激烈，一家企业能做出超过市场平均水平的利润就越难。

有意思的是，模型创始人迈克尔波特参与创立的咨询公司Monitor Group在2012年时申请破产，事后波特回应他本人没有参与公司具体的运营事务。但这件事却引发了社会上对于战略理论与市场实际情况差距的讨论。

【知识延伸：历史故事】

对于中国的大部分企业来说，银行才是最大的“供货商”和“金主”，提供的是“现金”这个最重要的商品。即使上市了，有了二级市场这个新的融资渠道，却仍然需要和银行不断借钱。

但银行业从来都是“锦上添花”的行业。给信用好的客户，贷款额度高，年限长，利率低，续贷的条件、抵押质押条件也少。但对于中小企业，资信没那么强的公司，上述特点就可以反过来说了。

明明是中小企业更缺钱，却要支付更高的利息。没办法，市场经济，全凭【信用能力】来融资。如果企业变差了，濒临破产了，银行就开始“抽贷”，意为把贷款抽走，而大部分企业都是循环贷款，以维持公司运营和发展。一旦抽走，就像是水库一边开闸放水，上游却没有新水注入，后果可想而知。

不过中国的银行业有个特点，需要听政策的话。2008年金融危机之后的“四万亿”计划，大部分通过银行贷款的形式，投到了基建项目、住房保障之中，为缓解危机后的中国经济做出了贡献。当然这事也有争议，泼出去的水，想收回来就难了，四万亿经过各行各业的易手，进入了社会方方面面，物价和房价飞速增长，副作用也很明显。

近几年政策风向又变成了“去杠杆”，银行也不敢大手大脚的放贷了，刚才提及的PPP项目，又开始一个个再次核查，有点毛病就终止了，银行不会为停掉的项目继续放贷。

类似的情况不断发生，银行的“政策性放贷”变成了周期变化的“加速器”，不过这个不能怪银行，高风险的业务，不论是政策风险、还是行业自身的风险，银行这种低风险偏好的放贷者，大方向一定是规避这些业务。

对于银行这类“债权人”来说，最重要的是本金安全，其次是利息能如约支付，这笔贷款买卖就很不错了。他们在放贷的时候，看重的是现在的经营情况，很稳健，信用好，那贷款条件都好说。

但对于“股权投资人”，更多追求的是企业的快速发展，这就不可避免地需要企业承担一定风险，不论是规模扩张，还是跨行业发展，才能达到更快的业绩增速。这和债权人的出发点完全不同了。所以看到因银行抽贷而企业倒闭的新闻，这种企业再给他输血，八成也救不活了，像A股这样加一个概念就能股价飞跃的情况，在债权市场可不吃香。

【知识点总结】

本节分析了一家公司的议价能力与收付款风险，以及对估值的影响。

下一周的第二模块最后三节课，将会讲述如何【猜透市场】。

看完了，去做题 >

 WPS PDF编辑试用