

财务报表分析

上海国家会计学院 郭永清

一、报表的逻辑

(一) 现金流量表中的投资活动

1. **报表从一个企业的商业计划书开始，商业计划书决定了企业的投资活动**
2. **对于经营型企业，投资活动现金流一般为负**
3. **投资活动决定了资产负债表中的资产结构和资产质量**，对于多数企业来说资产结构和质量决定利润表中的收入和非付现成本费用，也就是决定了企业创造价值的能力，企业管理中无论如何强调投资都不为过！投资的效率，可以用单位产能投资额、单位营业面积投资额等每单位业务所需的投资额来衡量。投资活动是属于公司战略，所以，战略决定企业创造价值的能力。**记住：赚钱的第一招固定资产投得少，每单位生产能力或营业能力投得越少你就赚得越多！**
4. 例外的是新经济型企业，新经济型企业虽然也要决定企业未来的方向，比如阿里巴巴要做“来往”项目阻击腾讯的“微信”，必然也要有投入，但是这些投入在会计上却往往不被计入投资活动产生的现金流量，而是计入经营活动的现金流量，因为这些投入绝大部分是人力资源的投入：给信息工程师发放工资奖金或者是项目的推广费用，而这些支出往往是不允许资本化，直接计入当期的经营活动的。新经济型企业与传统企业最大的区别在于：传统企业投资后形成固定资产、无形资产等长期资产，然后通过经营活动慢慢收回当初的投资，而新经济型企业没有投资固定资产、无形资产的过程，直接花钱（经营活动）然后就带来收入，所以新经济型的企业资产负债表的意义就要小于传统型企业，新经济型企业甚至可以直接从现金流量表就到利润表了，而资产负债表对传统型企业的意义则甚为重要。如果你拿宝钢股份的报表和阿里巴巴的报表对比一下就知道了，宝钢股份的主要财富在资产负债表上，资产负债表上的固定资产、无形资产等就代表了宝钢股份的生产能力，其股票市值和净资产值也差不多；而阿里巴巴的资产负债表上没有多少长期资产（不需要现金流量表中的投资活动产生的现金流量），其创造财富的能力不是通过资产负债表所能体现的，公司的市场价值也远远大于资产负债表上的净资产值。

(二) 现金流量表中的筹资活动

1. **投资需求决定筹资！**
2. **筹资活动现金流为正负相间**。在需要的时候流入，在偿还本金、支付利息和红利的时候流出
3. **记住：赚钱的第二招资金成本降得低，资金成本越低，你就赚得越多！**

(三) 投资决策和筹资决策

1. **投资决策的准则是净现值为正！也就是投入资本回报率应该高于加权平均资本成本，换句话说，做生意赚的钱要比借贷的利率和股东的预期回报率高，否则就别做了。**
 - 1) **现值是指现在的价值，净现值和会计利润是两个不同的概念，现值考虑货币时间价值，会计利润不考虑，例如：**

某公司拥有市中心土地使用权目前市价为 2.2 亿元，合同约定一年后某股份公司以 3 亿元现金买走。由于是不可撤销合同，风险与银行存款相同，假设一年期银行存款利率为 2.25%。请问会计利润和现值各是多少？

会计利润：NI=3-2.2=0.8 亿元

净现值：NPV=PV-C。=3/(1+2.25%)-2.2=2.934-2.2=0.714 亿元

折现率就是资本的机会成本，或者是投资者要求的回报。投资项目风险高，可以适当调整折现率： $r=i+b*Q$

$$PV=\sum_{i=1}^n c_i / (1+r)^i$$

$$NPV=\sum_{i=1}^n ci_i / (1+r)^i - \sum_{i=1}^n co_i / (1+r)^i$$

当假设 NPV 为 0 时，即可倒推计算出 r，这就是投资项目的内含报酬率 IRR，IRR 大于所要求的最低报酬率的时候，才能接受一个项目，也就是 NPV 大于零。

2. 筹资决策的准则是加权平均资本成本的优化！举债具有利息抵税作用

1) 资本结构理论：MM 理论

2) 筹资决策

3. 投资决策和筹资决策应当一起考虑：

1) 资本的长短期结构应当与资产的长短期结构匹配

2) 预期息税前投入资本回报率高于借债利率的时候才能举债

(四) 资产负债表中的资产结构

1. 资产经营增加整个社会的总财富！

2. 长期经营资产来自于投资活动的现金流出。

3. 行业特征决定长期经营资产和营运资本的结构。要注意资产结构的均衡性。

4. 长期经营资产折旧、摊销对应的是固定的成本费用，资产结构中长期经营资产的比重越高，固定成本费用越高，企业的经营杠杆系数越高，经营风险越大。另一个角度的解释：长期经营资产越多，收回现金的周期越长，不确定性越高，风险越大！

1) 边际贡献=销售价格-变动成本

2) 保本点=固定成本总额/单位边际贡献

3) 经营杠杆系数=息税前利润变动率/营业收入变动率

5. 长期经营资产中，固定资产通过生产或提供服务带来收入转化为现金回收，因此通常用固定资产周转率以及固定资产成新率来衡量：固定资产周转率=营业收入/固定资产净值平均值（周转性），固定资产成新率=固定资产净值/固定资产原值（先进性）；除土地使用权以外的无形资产，要看是否为企业创造足够高的毛利率来衡量其质量。

6. 固定资产往往通过在建工程转入，需要关注在建工程的实际完工进度及其价值

7. 长期经营资产必须有营运资本配套才能发挥作用。营运资本是企业的营运资产（营运现金、应收和预付款项和存货）减去营运负债（应付和预收款项，应付职工薪酬，应缴税费）。营运资本是一种长期的资金需求，对企业来说也是一种形式短期实质长期的投资，从稳健的角度，最好用长期资金（长期借款、股东权益）来满足，或者用循环贷款来满足。

1) 应收账款和预收账款的多少反映企业跟客户谈判的能力，谈判能力越强，应收账款越少，甚至变成了预收账款；

2) 应付账款和预付账款的多少反映企业跟供应商谈判的能力，谈判能力越

强，预付账款越少，甚至变成了更多的应付账款；

3) 经营效率高的企业，流动比率在 1 左右甚至低于 1，不会高于 1.5

8. 营运资本需求占销售额的比例衡量企业经营的效率，同行业中比率低的企业，营业周期和现金周期短，企业效率高。所以赚钱的第三招就是营运资本欠得多，记住：欠是不需要利息的！也可以用营业周期和现金周期来衡量企业经营的效率，营业周期越短、现金周期越短，企业经营管理效率越高，越有竞争力。

1) 营业周期=存货周转天数+ 应收账款周转天数

a) 存货周转天数=平均存货/年度营业成本 $\times 365$ 天

b) 应收账款周转天数=(平均应收账款-平均预收账款)/年度营业收入 $\times 365$ 天

2) 现金周期=存货周转天数+ 应收账款周转天数-应付账款周转天数

a) 应付账款周转天数=(平均应付账款-平均预付账款)/营业成本 $\times 365$ 天

9. 除了长期经营资产和营运资本，企业还会有产业类长期股权投资，这其实是企业通过对外投资的形式开展经营活动，**可以通过战略及投资收益来衡量产业类长期股权投资的质量。**
10. 企业还会有金融资产（超额现金、交易性金融资产、持有至到期投资、可供出售金融资产、投资性房地产）和财务类长期股权投资，**看金融资产的质量，主要看是否带来足够多的投资收益。这一类资产的变现能力通常都比较强。**
11. 资产的流动性越强，变成现金的速度越快，资产就越安全。长期经营资产的流动性相对来说比较弱，现有股东为了提高其流动性，**可以进行资产证券化**，发行股票为了筹集资金的同时，另一目标就是提高资产的流动性。

(五) 资产负债表中的资本结构

1. 现金流量表中的筹资活动很大程度上决定了资本结构
2. **债务和权益结构决定企业价值的分配**，也就是把左边资产经营创造的价值按照右边的结构进行分配。**所谓资本运作，就是考虑如何让自己分得更多一点，但是不增加整个社会的总财富**
3. **资本运作的最高境界就是把别人口袋里的钱，合法地放到了自己口袋里。**如果所有的企业家都热衷于资本运作，社会将停滞不前。我更尊重专注于做实业的企业家。
4. **资本结构中短期资本和长期资本的比例，要结合资产结构进行决策**

(六) 资本结构和资产结构的匹配问题

1. **资本结构和资产结构的三种策略：匹配、激进、保守**
2. **资本结构和资产结构的匹配程度决定了一个公司的流动性。衡量方法：长期融资净值=长期融资-长期资产净值，为负，说明短融长投严重，理财大忌，陷入财务困境的风险高**

(七) 资产负债表中资产的质量和利润表中的收入、成本费用

1. **经营性资产的作用在于通过转化成成本费用的形式带来收入，通过收入带来现金流**
2. **经营性资产带来收入的能力用资产周转率来衡量：资产周转率=营业收入/调整后的资产总额（也可以叫做投入资本总额）。可以进一步分解：营运资本周转率、应收账款周转率、存货周转率、固定资产周转率、长期资产周转率。**

3. 有一些企业除了经营性资产外，还有金融资产和长期股权投资。**金融资产的质量，看金融资产带来的投资收益和公允价值变动损益，用金融资产收益率来衡量：金融资产收益率=（投资收益+公允价值变动损益-金融资产财务费用-金融资产收益所得税）/金融资产平均余额。**在这里，我们假设企业的债务首先用于金融资产，剩下的用于企业经营，其理由是，企业如果想降低债务，首先处置金融资产而不会是经营性资产。
4. **长期股权投资的质量，不管你用权益法还是成本法，背后的实质是被投资的企业的质量，**可以近似地用长期股权投资收益率来衡量：长期股权投资收益率=应享有被投资企业的净利润/长期股权投资初始成本。除了收益率外，还需要考虑企业的战略。**赚钱的第四招：长期股权投得好，以低于价值的价格投资优秀的公司，如巴菲特。**

(八) 利润表分步式结构

1. **利润表的重点在于关注收入、费用、利润的连续性和稳定性。**
2. 经营收入减去经营成本（直接人工、直接材料、制造费用）为毛利，毛利/经营收入=毛利率。毛利率反映企业所处行业的竞争情况，一般而言，毛利率高于 40%，说明企业有核心技术、品牌或者某种形式的垄断；毛利率低于 40%，企业处于高度竞争的行业；毛利率低于 20%，企业处于过度竞争的行业。某些特殊的行业除外，比如超市连锁，赚钱主要不是靠毛利率，而是靠周转快。
 - 1) 毛利=（单位售价-单位变动成本-单位固定成本）×业务量
 - 2) **赚钱的第五招：单位售价定得高，单位售价定的越高，赚得越多，核心在于有没有定价权，定价权取决于企业的核心技术、核心产品，再深层次讲，就是品牌、技术、声誉。**
 - 3) **赚钱的第六招：变动成本控得低，主要是与产量挂钩的原材料成本、人工成本，主要取决于采购成本的控制、生产效率的控制。**
 - 4) **赚钱的第七招：规模经济降低单位固定成本**
 - 5) **赚钱的第八招：在产品或服务赚钱的情况下，业务量扩得大**
3. 毛利减去费用（营业税费、销售费用、管理费用）后的息税前利润，就是企业创造的价值。息税前利润=毛利-费用
 - 1) **赚钱的第九招：费用省得多，费用越低，赚得越多。但是营业成本费用的下降不能影响企业的长期竞争力，营业成本费用没办法无限制降低**
4. 息税前利润这个价值按照债务权益结构进行分配，债权人拿利息（财务费用），股东拿净利润（利润减去财务费用后还要缴税）

(九) 资本结构中债务的利息费用及其抵税作用和债务的乘数效应

1. **利息是在税前支付的，所以，利息具有税盾作用。**
2. 企业在息税前投入资本回报率高于借款利率的情况下，应该考虑举债经营，但由于不确定性的存在，应该控制债务规模。
3. 杠杆公司和无杠杆公司的比较。**赚钱的第十招：适当举债。**

(十) 净利润与资产负债表中的留存收益

1. 净利润归股东所有，现金分红后剩余的净利润增加股东权益中的留存收益（盈余公积和未分配利润）。如果债务不变，会降低债务比例。
2. 一个优秀的公司，留存收益将会像滚雪球一样越滚越大，只有留存收益增加，企业才能健康地发展壮大
3. 一个优秀的公司，会给股东带来足够的回报，股东的回报用股东权益回报率来衡量：股东权益回报率=净利润/期初股东权益（或者股东权益平均余额）。优

秀公司的股东权益回报率长期维持在 20%以上。

(十一) 利润表中的收入、成本费用和现金流量表中的经营活动

1. 利润表按权责发生制，现金流量表按收付实现制。经营收入包括现金收入和非现金收入（应收款项），非现金收入早晚也会转化为现金，因此：**在企业生命周期内经营收入总额和销售商品提供劳务收到的现金总额应该相等而只是时点早晚的问题！（直接以收抵支除外）**
 - 1) 收入现金质量的衡量： $\text{营业收入现金含量} = \text{销售商品提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$ 。在营业规模平稳的情况下，这个比率应该在 90%以上。
2. 经营成本费用包括现金成本费用和非现金成本费用。资产中长期资产（固定资产、无形资产、长期待摊费用）发挥效用所产生的成本费用是非付现的成本费用（折旧、摊销），此外还有需要付现的成本费用（原材料成本、人工成本），这些需要付现的成本费用成为现金流量表中经营活动的现金流出——购买商品接受劳务支付的现金，支付给职工以及为职工支付的现金，支付的税费
3. 营业收入减去（非付现经营成本费用+付现经营成本费用）等于经营利润，经营利润与现金流的时点有差异，但是从企业生命周期看，（经营利润+非付现经营成本费用）总额约等于经营活动现金净流入总额，非付现经营成本费用相当于期初投资活动投出资金的收回，经营利润就是赚的钱。
 - 1) 利润现金质量的衡量： $\text{净利润现金含量} = \text{经营活动现金净流量} / \text{净利润}$ ，一般情况下这个比例应该高于 1。修正的利润现金含量= $\text{经营活动现金净流量} / (\text{净利润} + \text{财务费用} - \text{投资收益})$
4. 营业收入、成本费用与现金流的关系，就是从利润表循环回到了现金流量表，从现金流量表的筹资、投资出发，经过资产负债表、利润表，回到了现金流量表中的经营活动，**企业经营的目标是，拿回比当初投出去的现金更多的现金，这个就叫赚钱。**

(十二) 资产负债表和现金流量表

1. 资产通过收入转化为现金收回，判断资产的质量可以通过全部资产现金回收比率= $\text{经营活动现金净流量} / \text{资产平均余额}$ ，它的倒数就是资产要经过多少年才能收回现金的含义。

(十三) 现金流量表中的经营活动和筹资活动、投资活动

1. 企业赚钱了以后，用赚取的金钱来支付利息和股东分红，注意，必须用息税前利润来支付利息，必须用税后利润来支付现金分红！也就是说，必须用股东和债权人投入的本金做生意赚的金钱用来支付利息和给股东分红，如果用本金来支付利息和股东分红，则企业持续经营能力将出现问题。 $\text{利息保障倍数} = \text{息税前利润} / \text{利息费用}$ 。
2. 可以用现金与债务总额比率、到期债务本息偿付比率来判断公司债务的安全性： $\text{现金与债务总额比率} = \text{经营活动现金净流量} / \text{负债平均余额}$ ； $\text{到期债务本息偿付率} = \text{经营活动现金净流量} / (\text{本期到期债务} + \text{利息支出})$ 。
3. 所有以股东投入的本金和债权人借入的本金来支付利息和股东分红，从而诱导更多的股东投入更多的资金、更多的债权人借给更多的资金的企业，都可以归为庞氏骗局
4. 企业如果要扩大规模，需要投入更多的资金，理想的资金来源，是企业经营活动产生的现金结余，这就是自我造血功能。可以用： $\text{再投资自给率} = \text{连续三年以上累计的经营活动现金净流量} / \text{连续三年以上累计的资本性支出}$ ，来判断。如果达不到理想状态，那么 50%来自经营活动的现金结余、50%来自借贷资

金，也是不错。最不理想的是需要股东不断的投入、或者 100%来自于借贷资金，前者套牢了股东，后者提高了企业的财务风险

5. 经营活动现金流影响到筹资活动的决策，优序融资理论：内源融资、优先级债务、次级债务、可转换债券、优先股、普通股

二、报表分析框架

(一) 报表生成框架

(二) 起于战略，止于报表

三、公司战略和财务报表

(一) 战略决定一个企业的命

(二) 如何分析公司所处的行业

(三) 如何分析公司的战略选择

四、财务报表中的会计问题

(一) 会计的属性

(二) 六个步骤消除会计的扭曲

五、财务报表的比率

(一) 公司的战略框架

(二) 公司的财务比率框架

六、企业赚钱的招数

(一) 提高长期资产投资的效率：投得高效

(二) 降低资金成本：最优资本结构

(三) 降低运营资本的投入：欠得多

(四) 产能的充分利用：收入扩得大

(五) 核心竞争力的提升：价格定得高

(六) 成本的节约：省得多

(七) 费用的节约：管理费用省得多，销售费用用得少

(八) 税费的合理：纳税筹划做得好

(九) 投资于优秀的企业：傍大款

(十) 大智慧：价值链的改造