

第五章 财务分析

本章提要与目标：财务分析是财务预测、决策与计划的基础。财务分析的主体取决于不同的利益主体。不同的分析主体又决定了各自的分析内容和侧重点。本章从企业不同利益相关者的角度阐述了财务分析的基本内容。通过本章学习，了解不同利益主体对财务分析的不同要求；掌握基本的财务比率指标及其分析方法；熟悉杜邦财务分析体系的具体运用；了解综合财务评价的基本内容。

第一节 财务分析概述

一、财务分析的意义

财务分析是指以财务报表和其他经济资料为依据，采用专门方法，系统分析和评价企业的财务能力，预测企业未来的经营趋势，以帮助利益相关者进行决策。

财务能力是企业偿债能力、营运能力与盈利能力的综合反映，是财务报表的内涵信息，需要通过专门的财务分析方法予以揭示，转化为对决策有用的信息。

财务分析是一个对企业经营活动的实质逐步认识的过程，通常只能发现问题而不能提供解决问题的现成答案，只能作出评价而不能直接改善企业的经营状况。

例如：企业资产收益率较低，经过分析以后发现问题产生的原因是资产周转率过低，进一步分析知道资产周转率过低的原因是存货过高，再进一步分析存货过高的原因是库存产成品积压较多。产生问题的根本原因已经明确，即通过对初始信息的不断加工，了解了问题的症结所在。那么，问题产生的直接原因，积压产品该如何处理，财务分析无法作出回答。这实际上要求企业管理当局综合各种信息，如市场、生产等作出决策。

财务分析可以检查企业的偿债、获利与抵抗风险的能力，但不能提供最终解决问题的办法。然而，由于财务分析为解决问题指明了方向，有利于决策者调动各种积极因素来作出准确的决策。这也正是财务分析的价值所在，也是财务报表为什么要进一步加工的根本原因。

二、财务分析的目的

财务分析的主体取决于不同的利益主体，不同的利益主体获取财务分析结论的目的不同，所关心的问题也不仅相同，因此，对财务分析的要求和侧重点也不相同。

经营者。经营者进行财务分析的目的是多方面的。首先，他们要了解企业的财务计划完成情况，是否达到了盈利目标，并分析影响盈利变动的过程及主、客观原因。其次，利用财务分析资料，考核、检查下级各部门责任的完成情况。

投资者。投资者投资于某项经营活动的目的是为获得高于其他投资的投资回报，获得未来更多的现金流量。他们要利用财务分析的结论，全面考察企业的经营状况、盈利能力及发展趋势，预测投资风险和投资报酬的多少，作出投资、继续投资或转移投资的决策。

债权人。债权人的目的在于衡量企业能否及时、足额地清偿债务。

政府。通过财务分析了解企业纳税情况；遵守法规和市场秩序的情况；职工收入和就业状况等。

员工与工会。员工不仅关心企业目前的经营状况和获利能力，更关心企业的经营前景。工会代表员工，关心企业的发展前景、集体福利的发展趋势。

社会中介机构。与企业有关的社会中介机构有会计师事务所、律师事务所、资产评估事务所以及经济咨询机构等。会计师事务所的目的在于验证企业财务报表的合法性、合理性和正确性，对企业财务报表作出客观的评价。律师事务所的目的是为了调查涉及企业的经济案

件的事实真相。资产评估事务所的目的在于对评估对象进行正确估价。经济咨询机构的目的是为服务对象提供咨询服务。

三、财务分析的步骤

1. 明确分析目的，制定分析计划

由于不同的信息使用者的分析目的不同，因此，首先要明确进行财务分析的目的是什么，然后决定进行分析采取的形式。在明确分析目的基础上，制定分析计划，包括分析目的、要求、范围、组织分工、进度安排、资料依据以及确定分析评价的标准。

2. 收集和整理资料，全面掌握情况

根据分析的目的不同，收集相关资料，做好分析的基础工作。资料包括：企业内部会计资料及其他经济资料，国内外同行业的主要技术经济指标、市场供需情况等。对收集的资料进行加工整理，以保证财务分析的质量和效果。

3. 选定方法，测算影响因素

根据分析指标的性质及其指标之间的相互联系，选定合适的分析方法，寻找影响指标变动的因素，并测算各因素变动对财务指标变动的的影响，以便根据计算结果分清主次，区别利弊，这是财务分析的中心环节。

4. 归纳总结，提出改进建议

归纳总结，提出改进建议是分析研究的继续和深化。归纳总结是把分析研究所得的各种资料全面进行综合概括，对分析对象作出正确评价。提出改进建议是在归纳总结的基础上，提出改进企业管理工作、提高经济效益的具体措施，以使外部信息使用者了解企业的财务现状和发展前景。

5. 编写财务分析报告

财务分析报告是财务分析工作的总结，也是财务分析的最后步骤。它将财务分析的对象、目的、分析程序、分析评价及提出的改进建议以书面形式表示出来，作为信息使用者的参考依据。

四、财务分析的方法

财务分析的方法有比较分析法、比率分析法、因素分析法。

1. 比较分析法

比较分析法是把两个或几个有关的可比数据进行对比，以揭露矛盾，从数量上确定差异的一种方法。比较分析法是财务分析的最基本的方法。

比较分析的具体形式有：

(1) 本期的实际数据与前期的实际数据相比较。通过对比分析，可以了解企业财务状况的发展过程和趋势。

(2) 本期的实际数据与计划数据相比较。将本期的实际数据与本期预期目标、计划指标、定额指标、标准值相比较，考核企业经营者受托责任的完成情况，与长远规划相比较，分析达到长远奋斗目标的可能性。

(3) 本期的实际数据与同行业同类数据相比较。将本期的实际数据与国内外同类型企业的平均水平、先进水平相比较，与同一行业的平均水平、先进水平相比较，以便找出差距，制定赶超目标，增强企业的竞争能力。

2. 比率分析法

比率分析法是计算各项指标之间的相对数，将相对数进行比较的一种分析方法。这种方

法是先将两个财务指标相除计算财务比率，然后将财务比率指标进行比较。严格地说，比率分析法是比较法的一种，是比较法中的相对数的比较，只因比率的计算有各种不同的形式，构成了财务比率指标体系，是财务分析内容的具体化，是财务分析的具体对象，因此，将其作为一种单独的方法进行介绍。

财务比率根据形成比率的指标之间的关系划分为以下三种：

(1) 结构比率。它是指某财务指标的部分占总体的比例。通过结构比率的比较可以观察构成的内容及其变化，以掌握该项财务活动的特点和变化趋势。例如，计算资产负债表中各项资产占资产总额的比重，各项负债占负债总额的比重，然后将分析期各项目的比重与前期同项目的比重对比，研究各项目比重的变动情况，并结合企业生产经营的具体情况，进一步分析结构变动的合理性。

(2) 趋势比率。将几个时期同类指标的数字两两相除，以求出趋势比率。这种趋势比率的计算又有两种形式：一是基期指数，即比较期指标分别与固定基期数额相除，计算与基期相比较的变化情况。二是环比指数，即比较期指标分别与前一期指标相除，计算相对于前一期的变化情况。

(3) 相关比率。它是同一时期两个性质不同但又相互联系的指标相除，计算其比率。例如，流动资产对流动负债的比率。相关比率进行比较，可以从不同质的各项事物之间的内在联系中，分析事物的本质。

3. 因素分析法。因素分析法是依据分析指标与其影响因素之间的关系，从数值上确定各因素对分析指标差异的影响程度的一种方法。企业的活动是一个有机的整体，每个指标的高低，都受若干因素的影响。从数量上测定各因素的影响程度，可以帮助人们抓住主要矛盾，或更有说服力地评价经营状况。

五、财务分析的局限性

1. 财务报表本身的局限性

财务报表是会计的产物。会计有特定的假设前提，并要执行统一的规范。我们只能在规定意义上使用报表数据，不能认为报表揭示了企业的全部实际情况。

- (1) 以历史成本报告资产，不代表其现行成本或变现价值。
- (2) 假设币值不变，不按通货膨胀率或物价水平调整。
- (3) 稳健性原则要求预计损失而不预计收益，有可能夸大费用，少计收益和资产。
- (4) 按年度分期报告，是短期的陈报，不能提供反映长期潜力的信息。

2. 不同的企业可能选择不同的会计政策，使他们的财务数据失去可比性。

对同一会计事项的会计处理，会计准则允许使用几种不同的规则和程序，企业可自行选择。例如，存货计价方法可以使用先进先出法、后进先出法、加权平均法等。虽然财务报表附注对会计政策的选择有一定的表述，但报表使用人未必能完成可比性的调整工作。

3. 比较基础问题

在比较分析时，必须选择比较的基础，作为评价本企业当期实际数据的参照标准，包括本企业的历史数据、同行业数据和计划数据。

趋势分析以本企业历史数据作为比较基础。历史数据代表过去，并不代表合理性。经营环境是变化的，今年比去年利润提高了，不一定说明已经达到应该达到的水平，甚至不一定说明管理工作有了改进。

横向比较使用的同行业标准，只起一般性的指导作用，不一定具有代表性，不是合理性的标志。有的企业实行多种经营，没有明确的行业归属，同业对比就更困难。

实际与计划的差异分析，以计划数作为比较的基础。实际和计划的差异，有时是计划的不合理造成的，而不是实际执行的问题。

由于以上原因，我们只能在限定的意义上使用财务数据，而不能将其绝对化。

第二节 偿债能力分析

一、偿债能力分析的目的

偿债能力是指企业以资产偿付一切随时可能到期债务的能力。负债经营是现代企业的基本特征，但是负债具有两面性：既可以使企业获得较高的收益，也可能使企业面临极大的财务风险。企业偿债能力的强弱，是企业经济实力和财务状况的重要体现，也是衡量企业是否稳健经营、财务风险大小的尺度。客观评价企业的偿债能力，一是可以反映企业利用财务杠杆的水平，分析企业资产负债比例是否适度，促进企业合理负债；二是确定企业的资信状况；三是促进企业提高经济效益，减少财务风险。

偿债能力是以资产变现能力来衡量的。资产按变现能力或流动性强弱分为短期资产和长期资产，因此，偿债能力分析可以分为短期偿债能力分析与长期偿债能力分析。

二、短期偿债能力分析

短期偿债能力是企业流动资产偿付流动负债的保证程度，体现为流动资产与流动负债的对比关系。反映短期偿债能力的指标有流动比率、速动比率、现金比率。

1. 流动比率

流动比率是流动资产与流动负债的比值。这是考核企业短期偿债能力的一个最基本、最通用的指标。其计算公式为：

流动比率=流动资产÷流动负债

【例 1】M 公司的资产负债表与利润表如表 5-1，5-2 所示。计算的年末流动比率为：

流动比率=3 028÷1 290=2.35

流动比率指标说明，流动比率越高，企业短期偿债能力越强。但是，流动比率过大，说明企业有较多的资金滞留在流动资产上未能有效地利用，影响企业的盈利能力。

表 5-1 资产负债表
编制单位：M 公司 2000 年 12 月 31 日 单位：万元

资 产	年初数	期末数	负债和所有者权益	年初数	期末数
流动资产：			流动负债：		
货币资金	120	150	短期借款	169	186
短期投资	20	26	应付票据	396	269
应收票据	386	280	应付账款	522	485
应收账款	428	710	应付工资	16	26
存货	960	1 420	应付福利费	26	82
待摊费用	175	360	应交税金	61	132
其他流动资产	31	82	其他应付款	115	45
流动资产合计	2 120	3 028	预提费用	69	56
			其他流动负债	6	9
			流动负债合计	1 380	1 290
长期投资	210	160			
固定资产：			长期负债：		
固定资产原价	2 436	3 167	长期借款	506	628
减：累计折旧	682	845	应付债券	345	530

固定资产净值	1 754	2 322	长期应付款	126	185
在建工程	60	28	其他长期负债	43	67
固定资产合计	1 814	2 350	长期负债合计	1 020	1 410
无形资产	56	62			
其他长期资产	0	0	所有者权益：		
			实收资本	300	300
			资本公积	130	200
			盈余公积	800	1 300
			未分配利润	570	1 100
			所有者权益合计	1 800	2 900
资产总计	4 200	5 600	负债及所有者权益合计	4 200	5 600

表 5-2 利润表
编制单位：M 公司 2000 年 12 月 单位：万元

项 目	上年实际	本年累计
一、销售收入	4 230	5 500
减：销售成本	3 650	4 600
销售费用	126	190
销售税金及附加	89	60
二、销售利润	365	650
加：其他业务利润	78	60
减：管理费用	76	124
财务费用	29	106
三、营业利润	338	480
加：投资收益	60	50
营业外收入	18	25
减：营业外支出	10	35
四、利润总额	406	520
减：所得税	136	170
五、净利润	270	350

一般认为，生产企业合理的最低流动比率是 2。这是因为流动资产中变现能力最差的存货金额，约占流动资产总额的 50%，剩余的流动性较强的流动资产至少要等于流动负债，企业的短期偿债能力才会有保证。

实际中并不存在统一的标准。相对而言，对于生产周期短的企业，如发电厂、食品厂等，流动比率可相对降低；对于生产周期较长的企业，如机械制造、船舶制造等，其流动比率应相对提高。因此，计算出来的流动比率只有和同行业平均流动比率、本企业历史的流动比率进行比较，才能判断该比率是高还是低。

流动比率指标衡量企业短期偿债能力具有一定的局限性，因为指标的分子并未考虑流动资产的构成。流动资产各项目的流动性差距很大，例如，存货项目流动性较弱，变现时间相对较长，而待摊费用本质上属于预付费用，只能节省以后的支出，不会取得货币收益。因此，即使流动比率为 2 甚至更高，其短期偿债能力未必很强。

2. 速动比率

速动比率是速动资产与流动负债的比值。速动资产是指流动资产中变现能力强、流动性好的资产，如货币资金、短期投资、应收票据、应收账款等，或者以流动资产总额减去流动性较差的存货的余额表示。其计算公式为：

$$\begin{aligned}\text{速动比率} &= \text{速动资产} \div \text{流动负债} \\ &= (\text{流动资产} - \text{存货}) \div \text{流动负债}\end{aligned}$$

【例 2】M 公司的年末速动比率为：

$$\text{速动比率} = (3\,028 - 1\,420) \div 1\,290 = 1.25$$

存货在计算速动比率时被扣除的原因在于：存货的流动性较差，因为正常的存货需要经过销售，转为应收账款，然后才能收回变成货币资金。有问题的存货因无法保证销售，可能导致长期的资金呆滞。因此，从流动资产中减去存货计算的速动比率，反映的短期偿债能力具有更强的说服力。

通常认为速动比率应为 1 较为适宜。从理论上说，速动比率为 1，即速动资产等于流动负债时，短期偿债能力应该是较强的。但在实务中，因为行业不同，速动比率会有很大的差别，没有统一的标准速动比率。比如，采用大量现金销售的商店，几乎没有应收账款，其速动比率大大低于 1 是很正常的。相反，一些应收账款较多的企业，速动比率可能要大于 1。

3. 现金比率

现金比率是现金类资产与流动负债的比值。现金类资产是指企业的货币资金与短期投资之和。由于现金比率的相当保守性，又被称为“绝对流动比率”。其计算公式为：

$$\begin{aligned}\text{现金比率} &= \text{现金类资产} \div \text{流动负债} \\ &= (\text{货币资金} + \text{短期投资}) \div \text{流动负债}\end{aligned}$$

【例 3】M 公司年末的现金比率为：

$$\text{现金比率} = (150 + 26) \div 1\,290 = 0.14$$

现金比率与速动比率一样，一般用于进一步补充流动比率指标分析。在评价企业短期偿债能力方面，现金比率显然比速动比率更为严格。正是由于这一点，加上该比率所包含的资产项目非常有限，除特殊情况外，其作用并不十分显著。而且，现金比率与速动比率一样，只有与流动比率分析相结合，才能显示它在衡量企业短期偿债能力方面的作用。

三、长期偿债能力分析

长期偿债能力是指企业偿付未来一年以上到期债务的能力。企业对一笔债务既要偿还本金，也要同时偿还债务利息。分析长期偿债能力的目的在于评价一个企业偿还债务本金与支付债务利息的能力。反映长期偿债能力的财务比率主要有：资产负债率、已获利息倍数、长期负债与营运资金比率。

1. 资产负债率

资产负债率是负债总额与资产总额的比例关系。资产负债率反映企业负债经营的程度，并反映企业对债权人投入资本的保证程度。它是说明企业在较长时期内财务风险的重要指标。其计算公式为：

$$\text{资产负债率} = (\text{负债总额} \div \text{资产总额}) \times 100\%$$

作为长期偿债能力的指标，负债总额包括短期负债和长期负债。这是因为短期负债作为

一个整体，企业总是长期占用着，可以视同长期资金来源的一部分。从稳健原则考虑，将短期负债包含在用于计算资产负债率的负债总额中是合适的。

【例 4】M 公司年末的资产负债率为：

$$\text{资产负债率} = (2\,700 \div 5\,600) \times 100\% = 48.21\%$$

不同的分析主体对资产负债率有不同的认识。

对于债权人而言，他们关心的是贷给企业的款项能否及时收回，相对较低的资产负债率意味着债权人的利益有可靠的保证；而过高的资产负债率则使债权人面临着较大的风险。因此，债权人希望资产负债率越小越好，因为其收回债务的可能性较大。

对于投资人而言，他们主要关注资本的投资收益率与对企业资产的控制权。如果预期的资产报酬率高于借款利率时，高负债经营可以使投资人获得更为丰厚的回报；同时，资产负债率的增加并没有分散投资人对企业资产的控制权。因此，在企业资产收益率高于借款利率的条件下，投资人希望该比率越高越好。反之，如果资产收益率低于借款利率时，投资人的利益将受到不利影响，因为多余的利息需用投资人的利润予以弥补，这时需要保持相对较低的资产负债率。

对于经营者而言，资产负债率应保持在适度的水平。如果资产负债率较高，可以产生节税效益，并反映出经营者具有一定的开拓精神。但是，该比率越高，企业不能偿还到期债务的风险越大。如果资产负债率较低，说明企业比较保守，对经营前景信心不足，利用负债经营的能力很差。因此，经营者需要综合分析各种因素，权衡利弊，把资产负债率控制在适当的水平，在风险与收益之间取得平衡。

从资产负债率可以计算出两个有经济意义的派生指标，所有者权益比率与权益乘数。

$$\text{所有者权益比率} = 1 - \text{资产负债率} = \text{所有者权益总额} \div \text{资产总额}$$

$$\text{权益乘数} = 1 \div \text{所有者权益比率} = \text{资产总额} \div \text{所有者权益总额}$$

2. 已获利息倍数

已获利息倍数是指企业经营业务收益与利息费用的比率关系，用以衡量企业偿还借款利息的能力。其计算公式为：

$$\begin{aligned} \text{已获利息倍数} &= \text{息税前利润} \div \text{利息费用} \\ &= (\text{利润净额} + \text{所得税} + \text{利息费用}) \div \text{利息总额} \end{aligned}$$

公式中的利息费用是指本期发生的全部应付利息，不仅包括财务费用中的利息费用，而且包括资本化利息。由于现行利润表中没有单列利息费用，而是包含在财务费用之中，外部报表使用人一般使用财务费用来代替利息费用。

【例 5】M 公司本年的已获利息倍数为：

$$\text{已获利息倍数} = (350 + 170 + 106) \div 106 = 5.91$$

已获利息倍数指标反映企业经营收益为所需支付的利息的多少倍。该指标越大，企业就有足够的力量支付利息，否则相反。该指标的比较标准是本行业平均水平以及企业的历史数据。

3. 长期负债与营运资金比率

长期负债与营运资金比率是长期负债与营运资金的比率关系，用以衡量长期债权的保证程度。其计算公式为：

$$\begin{aligned} \text{长期负债与营运资金比率} &= \text{长期负债} \div \text{营运资金} \\ &= \text{长期负债} \div (\text{流动资产} - \text{流动负债}) \end{aligned}$$

【例 6】M 公司年末的长期负债与营运资金比率为：

$$\text{长期负债与营运资金比率} = 1\,410 \div (3\,028 - 1\,290) = 0.81$$

长期负债与营运资金比率反映的是营运资金对长期负债的保证能力，一般情况下，长期负债不应超过营运资金。因为长期负债会随时间延续不断转化为流动负债，并需用流动资产

来偿还。从偿债能力角度来看，该指标越小越好。如果该指标小于或等于 1，则意味着企业偿债能力较强。

【例 7】偿债能力综合分析。根据以上偿债能力指标的计算结果，并补充 M 公司的历史数据以及行业平均值，对 M 公司的偿债能力进行综合分析。有关资料见表 5-3。

通过 M 公司偿债能力指标的历史比较以及同行业对比，可以看出：M 公司总体偿债能力较强，2000 年的各项指标除已获利息倍数以外，其他指标内含的偿债能力均有所提高。但需要注意的是，M 公司的资金流动性有所下降，各项短期偿债指标均高于同行业平均值，企业应注意在保持较强偿债能力的同时加强资金的快速流转。

项 目	1999 年	2000 年	变动幅度	行业平均值
流动比率	1.54	2.35	52.60%	2.10
速动比率	0.84	1.25	48.81%	1.05
现金比率	0.10	0.14	40.00%	0.08
资产负债率	57.14%	48.21%	-15.63%	55.00%
已获利息倍数	15	5.91	-60.60%	5.20
长期负债与营运资金比率	1.38	0.81	-41.30%	0.80

第三节 营运能力分析

一、营运能力分析的目的

营运能力是反映企业资产管理水平和使用效率的重要内容。企业加强资产营运管理的主要目的就是加快资产的周转速度，谋求等量资产创造更多的收益。营运能力不但从一个方面反映了企业的盈利能力，而且也间接反映了基础管理、经营策略、市场营销等诸多因素的影响，因此，评价营运能力有着重要的意义。营运能力分析的目的在于：评价资产的利用效率及利用效率的变化对企业经营成果的影响，以了解资产利用过程中存在的问题，挖掘资产利用潜力，以最少的资产占用获取最大的经济效益。

二、流动资产营运能力分析

流动资产营运能力分析是评价企业整体资产营运能力的基础。反映流动资产营运能力的指标主要有：流动资产周转率、应收账款周转率、存货周转率、营业周期。

1. 流动资产周转率

流动资产周转率是一定时期销售收入与流动资产平均余额的比例关系。其计算公式为：

$$\begin{aligned} \text{流动资产周转率} &= \text{销售收入} \div \text{平均流动资产} \\ &= \text{销售收入} \div [(\text{年初流动资产} + \text{年末流动资产}) \div 2] \end{aligned}$$

【例 8】M 公司本年的流动资产周转率为：

$$\text{流动资产周转率} = 5\,500 \div [(2\,120 + 3\,028) \div 2] = 2.14 \text{ (次)}$$

流动资产周转率反映流动资产的周转速度。周转率越高，表明流动资产周转速度快，会相对节约流动资产，等于相对扩大流动资产投入，增强企业盈利能力。

2. 存货周转率

存货周转率是一定期销售成本与平均存货的比例关系，是衡量和评价企业购入存货、投入生产、销售收回各环节管理状况的综合性指标。以时间表示的存货周转率就是存货周转天数。计算公式为：

$$\begin{aligned}\text{存货周转率} &= \text{销售成本} \div \text{平均存货} \\ \text{存货周转天数} &= 360 \div \text{存货周转率} \\ &= 360 \div (\text{销售成本} \div \text{平均存货})\end{aligned}$$

公式中以销售成本为周转额是因为，存货资产的周转额是指存货从材料存货开始，经过在产品存货、产成品存货一直到产品发送出去，完成一次循环的工作量，即为垫支的销售成本。

【例 9】M公司本年的存货周转率为：

$$\begin{aligned}\text{存货周转率} &= 4\,600 \div [(960+1\,420) \div 2] = 3.87 \text{ (次)} \\ \text{存货周转天数} &= 360 \div 3.87 = 93 \text{ (天)}\end{aligned}$$

存货周转速度越快，存货所占用的资金越低，存货的流动性越强，存货转换为现金或应收账款的速度越快。提高存货周转率可以提高企业的变现能力，而存货周转速度越慢则变现能力越差。

由于存货周转率只是粗略的测算，在实际分析中，还可按各种存货分别计算周转率，比如原材料周转率、在产品周转率、产成品周转率等，并检查它们之间的比例是否协调，找出存货周转率高低的实质性原因。

3. 应收账款周转率

应收账款周转率是一定期销售收入与平均应收账款余额的比例关系，反映企业在某一特定期收回赊销账款的能力，以时间表示的应收账款周转率是应收账款周转天数，也叫平均收现期，它表示企业从取得应收账款的权利到收回现金所需要的时间。计算公式为：

$$\begin{aligned}\text{应收账款周转率} &= \text{销售收入} \div \text{平均应收账款} \\ \text{应收账款周转天数} &= 360 \div \text{应收账款周转率} \\ &= 360 \div (\text{销售收入} \div \text{平均应收账款})\end{aligned}$$

【例 10】M公司本年的应收账款周转率为：

$$\begin{aligned}\text{应收账款周转率} &= 5\,500 \div [(428+710) \div 2] = 9.67 \text{ (次)} \\ \text{应收账款周转天数} &= 360 \div 9.67 = 37 \text{ (天)}\end{aligned}$$

一般而言，应收账款周转率越高越好。周转速度快，说明企业收款迅速，应收账款管理水平较高，还可以减少坏账损失，相对节约收账费用。因此，应收账款周转率高不仅说明营运能力强，而且能够增强企业的偿债能力和盈利能力。但是也应该注意，如果企业采取过于严厉的信用赊销政策，可能会提高应收账款周转率，但企业的销售势必会受到影响，最终影响盈利能力。此外，对于季节性经营特征明显的企业和大量使用现款销售的零售企业，计算分析该指标应结合企业历史数据、同行业平均水平，才能得出正确的结论。

4. 营业周期

营业周期是指从取得存货开始到存货销售出去并收回现金的时间。营业周期的长短取决于存货周转天数与应收账款周转天数，其计算公式为：

$$\text{营业周期} = \text{存货周转天数} + \text{应收账款周转天数}$$

【例 11】M公司的营业周期为：

$$\text{营业周期} = 93 + 37 = 130 \text{ (天)}$$

营业周期反映企业需要多长时间能将期末存货全部转化为现金。一般情况下，营业周期越短，说明资金周转速度越快；营业周期越长，说明资金周转速度慢。

三、固定资产营运能力分析

尽管固定资产的营运能力主要取决于其对流动资产营运能力的作用程度以及流动资产本身营运能力的高低，但固定资产营运能力的分析有助于企业整体资产营运能力的分析。反映固定资产营运能力的指标主要有固定资产周转率。

固定资产周转率是一定期间销售收入与平均固定资产净值的比例关系，用以衡量固定资产的使用效率。其计算公式为：

$$\text{固定资产周转率} = \text{销售收入} \div \text{平均固定资产净值}$$

【例 12】M公司的固定资产周转率为：

$$\text{固定资产周转率} = 5\,500 \div [(1\,754 + 2\,322) \div 2] = 2.70 \text{ (次)}$$

固定资产周转率高，说明企业厂房、设备等固定资产利用率高，管理水平好；固定资产周转率低表示企业固定资产投资规模过大，或者存在一定的不良资产。分析固定资产利用效率时，应注意折旧方法的影响。企业采用的折旧方法不同，对固定资产净值的影响不一样，折旧方法的变更会影响不同时期固定资产利用效率的可比性。

四、总资产营运能力分析

总资产营运能力分析是在流动资产、固定资产营运能力分析的基础上，综合分析企业整体资产的营运水平。反映总资产营运能力的指标主要是总资产周转率。

总资产周转率是一定时期销售收入与平均资产总额的比例关系，综合反映全部资产的周转速度。其计算公式为：

$$\text{总资产周转率} = \text{销售收入} \div \text{平均资产总额}$$

【例 13】M公司本年的总资产周转率为：

$$\text{总资产周转率} = 5\,500 \div [(4\,200 + 5\,600) \div 2] = 1.12 \text{ (次)}$$

总资产周转率越高，表明企业资产利用效率高，结构分布合理，营运能力强。企业可以采用薄利多销的办法，加速资产的周转，带来利润额的绝对增长。

第四节 盈利能力分析

一、盈利能力分析的目的

盈利是企业存在的价值与追求的目标，也是利益相关者对企业利益要求实现的基础。投资者关心的是资本能否保值增值，所投资本能否带来预期的回报（心理预期），或者是不低于银行存款利率的现实回报（理论预期）。债权人关心的借出资金的安全性，但债权的安全是以企业良好的盈利能力为基础的，没有正常的利润回报，企业将无力偿还债务。因此，盈利能力的分析有助于了解影响盈利能力变化的内外环境因素，为提高经济效益提供决策的依据。

反映盈利能力的比率有净资产收益率、资产收益率、销售净利率、净利润现金含量比率、市盈率、每股收益、每股净资产。

二、盈利能力比率分析

1. 净资产收益率

净资产收益率是一定期间净利润与平均净资产的比例关系，又称净值报酬率或所有者权益报酬率，用于全面反映投入资本的获利水平，是投资人主要关注的财务指标。其计算公式

为：

$$\text{净资产收益率} = (\text{净利润} \div \text{平均净资产}) \times 100\%$$

【例 14】M 公司的净资产收益率为：

$$\text{净资产收益率} = [350 \div (1\ 800 + 2\ 900) \div 2] \times 100\% = 14.89\%$$

一般而言，净资产收益率越高越好。但是净资产收益率要处于什么水平才会使投资者感到满意，取决于投资者的预期收益率，而预期收益率的高低又与投资者所承受的风险程度有密切关系。投资风险越大，投资者所要求的收益率就越高。

2. 资产收益率

资产收益率是一定期间净利润与平均资产总额的比例关系，它是从资产运用的角度反映企业资产的获利能力。其计算公式为：

$$\text{资产收益率} = (\text{净利润} \div \text{平均资产总额}) \times 100\%$$

【例 15】M 公司的资产收益率为：

$$\text{资产收益率} = [350 \div (4\ 200 + 5\ 600) \div 2] \times 100\% = 7.14\%$$

资产收益率越高，表明资产利用的效益越好，整个企业盈利能力越强，财务管理水平越高。影响资产收益率高低的因素主要有：产品的价格、单位成本的高低、产品的产量和销售的数量、资金占用量的大小。

3. 销售净利率

销售净利率是一定期间净利润与销售收入的比率关系，反映企业销售收入的获利水平。其计算公式为：

$$\text{销售净利率} = (\text{净利润} \div \text{销售收入}) \times 100\%$$

【例 16】M 公司的销售净利率为：

$$\text{销售净利率} = (350 \div 5\ 500) \times 100\% = 6.36\%$$

销售净利率是衡量企业短期盈利能力的一项重要指标。从销售净利率的指标关系看，净利润与销售净利率成正比关系，而销售收入额与销售净利率成反比关系。企业在增加销售收入额的同时，必须相应地获得更多的净利润，才能使销售净利率保持不变或有所提高。通过分析销售净利率的升降变动，可以促使企业在扩大销售的同时，注意改进经营管理，提高盈利水平。

4. 净利润现金含量比率

传统财务分析对盈利能力评价的财务比率一般为与利润相关的指标。但由于利润计算过程中多受主观估计和人为判断的影响，以利润为基础计算的指标缺乏客观性，因而在反映企业资本维持以及未来盈利能力方面存在一定的缺陷。通过净利润现金含量比率对收益质量予以分析，可以弥补上述缺陷。

净利润现金含量比率是经营活动现金净流量与净利润的比例关系，反映企业本期所实现的净利润的可靠程度。其计算公式为：

$$\text{净利润现金含量比率} = \text{经营活动现金净流量} \div \text{净利润}$$

【例 17】M 公司本年的经营活动现金净流量为 269 万元，则本年的净利润现金含量比率为：

$$\text{净利润现金含量比率} = 269 \div 350 = 0.77$$

一般情况下，若企业的净利润为正，则该比率越大越好。若净利润现金含量指标大于或等于 1，则说明企业经营活动所产生的现金净流量高于当期净利润，企业的净利润有足够的现金保障，可以说企业的收益质量好。反之，若净利润为正，而净利润现金含量比率小于 1，说明企业的账面利润没有实在的现金流量作保证，或者说企业的利润来源于非正常的经营活

动，资金周转遇到了困难。由于净利润现金含量比率主要用来反映企业当期实现净利润时的可靠程度，所以，若企业的净利润为负时，用该指标来衡量亏损企业的收益质量将毫无意义。对亏损企业，分析其经营活动所产生的现金净流量的绝对值更有意义。

5. 每股收益

每股收益是指本期净利润与发行在外普通股股数的比例关系。其计算公式为：

每股收益=净利润÷普通股股数

【例 18】M公司的每股收益为：

$$\text{每股收益} = 350 \div 300 = 1.17 \text{ (元/股)}$$

每股收益是衡量股份公司盈利能力最重要的财务指标。它反映普通股的获利水平。在分析时，可以进行公司间的比较，评价该公司的相对盈利能力；可以进行不同时期的比较，了解该公司盈利能力的变化趋势；可以进行经营业绩和盈利预测的比较，掌握该公司的管理能力。

6. 每股净资产

每股净资产是净资产与发行在外的普通股股数的比例关系，也称每股账面价值，反映发行在外的每股普通股所代表的净资产成本。其计算公式为：

$$\text{每股净资产} = \text{净资产} \div \text{普通股股数}$$

【例 19】M公司年末的每股净资产为：

$$\text{每股净资产} = 2\,900 \div 300 = 9.67 \text{ (元/股)}$$

每股净资产是判断企业含金量大小的主要依据，在理论上提供了股票的最低价值。账面价值反映的是资产的历史价值，股价反映的是资产的现在价值，两者的差额是投资者对企业发展潜力的评价。利用该项指标进行横向和纵向的对比及结构分析，可以衡量企业的发展速度、发展潜力、估计其股价的合理性，判断其投资价值及投资风险的大小。

7. 市盈率

市盈率是指普通股每股市价与每股收益的比例关系，又称本益比。其计算公式为：

$$\text{市盈率} = \text{每股市价} \div \text{每股收益 (倍)}$$

【例 20】M公司的每股股价是 47 元，则市盈率为：

$$\text{市盈率} = 47 \div 1.17 = 40.17 \text{ (倍)}$$

市盈率是评价股份公司盈利能力的重要指标，用股价与每股收益进行比较，反映投资者对每股收益所愿支付的价格。这一比率越高，意味着企业未来成长的潜力越大。一般说来，市盈率越高，说明公众对该股票的评价越高；但在市场过热、投机气氛浓郁时，常有被扭曲的情况，投资者应特别小心。

第五节 综合财务分析与评价

一、综合财务分析的目的

财务分析的最终目的在于全面、准确、客观地评价企业的经营状况，并有助于预测企业未来的经营趋势。对企业某一方面的财务比率分析是无法实现前述目的的。只有将偿债能力、营运能力、盈利能力以及其他分析有机地结合起来，进行综合分析，才能从总体上对企业的经营情况作出客观的判断。

综合财务分析就是将企业视作一个完整的系统，在对各个组成要素分析的基础上，运用综合分析方法与程序，判断企业的整体经营状况。从某种意义上讲，没有对企业进行综合财务分析，就不会有企业的理财活动。

二、杜帮财务分析体系

杜帮财务分析体系最先由美国杜帮公司创造使用而得名。该方法是利用各种主要财务比率指标之间的内在联系，对企业财务状况及经营成果进行综合系统分析与评价，重点在于揭示企业的获利能力及其相关指标的因果关系。

利用杜帮财务分析体系进行综合分析时，主要是以杜帮财务分析体系图为基础进行的，其结构图如图 5-1 所示。

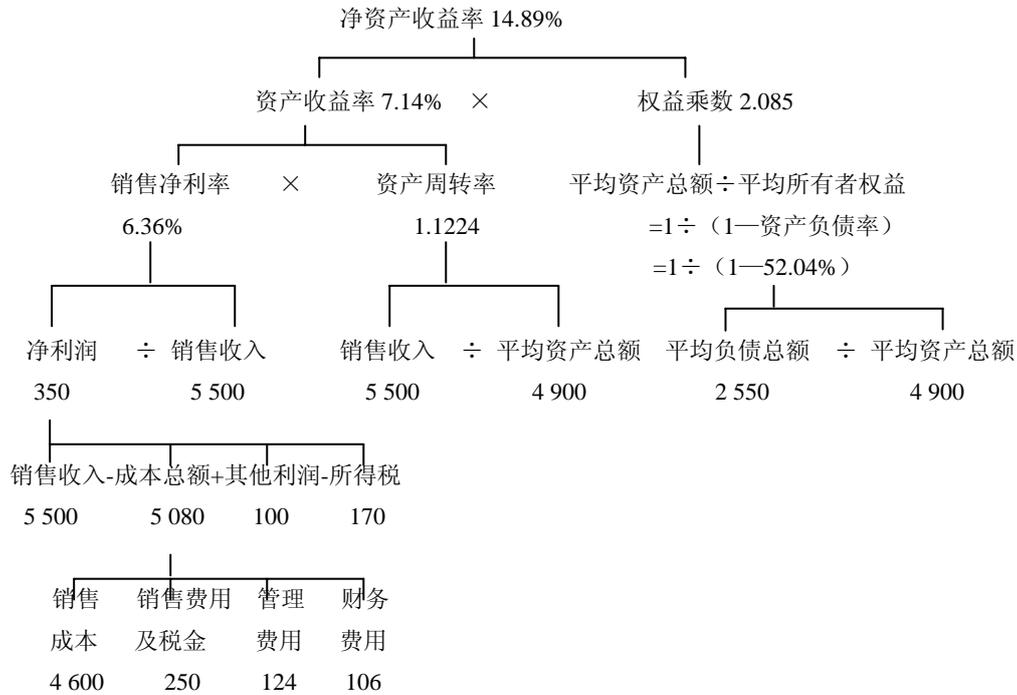


图 5-1 M 公司杜帮财务分析体系结构图

从结构图中我们可以看出：

净资产收益率是一个综合性最强的财务指标，是杜帮财务分析体系的核心。净资产收益率主要取决于资产收益率和权益乘数，它是企业资产的利用效率与融资策略的综合体现。

资产收益率是影响净资产收益率的最主要因素，反映企业资产利用的综合效果。指标越高，表明资产的利用效率越高，说明企业在增加收入和节约资金使用等方面取得了良好的效果，否则相反。

权益乘数表示企业负债的程度，主要受资产负债率的影响。负债比例越大，权益乘数越高，说明企业有较高的负债程度，给企业带来了较多的杠杆利益，同时也给企业带来了较多的风险。在负债经营时，企业的利润率应大于利息率，并有一定的现金支付能力；否则，销售扩大将增加亏损，或虽有盈利，而现金支付能力不足，也会陷入财务危机。

资产收益率是销售净利率和资产周转率共同作用的结果，是销售成果与资产管理效果的综合体现。

销售净利率是起决定性作用的因素，如果销售过程中没有利润，资产收益率就无从谈起，资产周转也将受到影响。但是有利润而无相应的现金流量，盈利企业也有可能发生财务危机，所以，还必须对比分析净利润现金含量。

资产周转率的快慢反映企业资产合理运用的水平，揭示企业资产实现销售收入的能力。在销售盈利增长，现金流量合理的情况下，资产周转越快，资产收益率就会越高。资产周转

率的分析需要进一步从资产的内在结构入手，通过流动资产与长期资产的对比分析，流动资产内部结构分析，长期资产内部结构分析，判明影响资产周转率的主要因素。

通过该体系自上而下的计算分析，可以了解企业获利能力的强弱以及收益的品质，进一步从销售效益、资产运用、财务结构、现金流量等方面，分析各个指标变动对净资产收益率的影响，最终对企业的财务状况与经营成果作出客观的评价。

三、我国国有资本金效绩评价办法介绍

单纯的财务分析无法得出关于企业经营状况的综合结论，对企业效绩进行综合评价就成为判断企业整体经营水平的手段。企业效绩评价是指运用数理统计和运筹学方法，采用特定的指标体系，对照一定的评价标准，按照一定的程序，通过定量与定性结合分析，对企业一定经营期间的经营效益和经营者业绩，作出客观、公正和准确的综合评判。

企业效绩评价是对企业财务分析的深化与升华，通过评价结果，可以对企业财务状况进行深入分析，发现企业经营管理和财务管理中存在的问题。但是企业效绩评价不能代替财务分析，通过对指标打分的方式得出的评价结果只是一个“标识”，看不出企业存在的具体问题以及产生问题的症结，因此在得出企业效绩评价结果以后，要对企业的主要财务指标进行深入分析，对评价结果进行阐释，补充说明评价结论，以实现评价结论的验证。

财政部、经贸委、人事部和计委在 1999 年 6 月 1 日颁布试行的《国有资本金效绩评价操作细则》中，将整个指标体系分为三个层次，由基本指标、修正指标和评议指标共 32 项指标组成。其中的评议指标包括领导班子基本素质、产品市场占有率（服务满意度）、基础管理比较水平、行业或区域影响力等 8 项定性指标。该评价系统的指标体系及权重见表 5-4。

表 5-4 国有资本金效绩评价指标体系及权重

基本指标 (100)	财务效益状况 (42)	净资产收益率	30
		总资产报酬率	12
	资产营运状况 (18)	总资产周转率	9
		流动资产周转率	9
	偿债能力状况 (22)	资产负债率	12
		已获利息倍数	10
	发展能力状况 (18)	销售增长率	9
		资本积累率	9
修正指标 (100)	财务效益状况 (42)	资本保值增值率	16
		销售利润率	14
		成本费用利润率	12
	资产营运状况 (18)	存货周转率	4
		应收账款周转率	4
		不良资产比率	6
		资产损失比率	4
	偿债能力状况	流动比率	6

	(22)	速动比率	4
		现金流负债比率	4
		长期资产适合率	5
		经营亏损挂账比率	3
	发展能力状况 (18)	总资产增长率	7
		固定资产成新率	5
		三年利润平均增长率	3
		三年资本平均增长率	3
评议指标 (100)	领导班子基本素质		20
	产品市场占有率(服务满意度)		18
	基础管理比较水平		20
	在岗员工素质状况		12
	技术设备更新水平(服务硬环境)		10
	行业或区域影响力		5
	企业经营发展策略		5
	长期发展能力预测		10

该评价系统为增强效绩评价的准确性，采用多因素分析法，用基本指标形成初步结论；用修正指标对初步结论加以校正，形成基本结论；用评议指标对基本结论作进一步的补充校正，得出企业效绩评价综合结论。同时，该系统以横向对比分析为基础，利用全国企业统计资料，采用数理统计方法，分行业、分规模测算和制定反映我国国有企业实际水平的评价标准值，从而使评价得以在统一的标准下进行，进一步提高了评价的可比性、客观性和真实性。评价标准等级及系数见表 5-5。

表 5-5 国有资本金效绩评价标准等级及系数

经济运行状况	评价标准等级	标准系数
行业最高水平	优秀值 A	1.0
行业较高水平	良好值 B	0.8
行业总体平均水平	平均值 C	0.6
行业较低水平	较低值 D	0.4
行业较差水平	较差值 E	0.2
	较差值以下	0

该系统的主要计分方法是功效系数法和辅助综合分析判断法。

1. 初步评价的计分方法

初步评价是指运用基本指标将指标实际值对照相应评价标准值，计算各项指标实际得分。计算公式为：

单项指标得分=本档基础分+调整分

本档基础分=指标权重×本档标准系数

【例 21】评价某大型食品企业在全国范围内的绩效，在计算其净资产收益率指标的得分时，首先计算其实际值，为 8.2%，那么，根据食品行业净资产收益率的全国大型企业标准值，它位于平均值 1.7%和良好值 12.6%之间，对应的标准系数为 0.6，权数规定为 30，所以，该企业净资产收益率的基础分为 18 分（30×0.6）。

调整分=功效系数×（上档基础分-本档基础分）

$$\frac{\text{指标实际值} - \text{本档标准值}}{\text{上档标准值} - \text{本档标准值}} \times (\text{上档基础分} - \text{本档基础分})$$

承上例，该大型食品企业净资产收益率的调整分为：

$$\text{功效系数} = \frac{8.2\% - 1.7\%}{12.6\% - 1.7\%} = 0.596$$

本档基础分=30×0.6=18

上档基础分=30×0.8=24

调整分=0.596×（24-18）=3.58

则净资产收益率指标得分=18+3.58=21.58

基础指标总分=∑单项指标得分

2. 基本评价的计分方法

基本评价的计分方法仍根据功效系数法原理，以各部分评价内容的基本指标得分为基础，再按相应的修正系数计算。计算公式为：

某部分评价内容修正后得分=相关部分基本指标得分×该部分综合修正系数

该部分综合修正系数=∑该部分每个修正指标的综合修正系数

某指标的综合修正系数=某指标的单项修正系数×该指标的权重

该指标的权重= $\frac{\text{该指标权数}}{\text{该指标所在部分的权数总和}}$

单项修正系数=基本修正系数+调整修正系数

基本修正系数=[1+（修正指标所处区段-修正指标应处区段）×0.1]

调整修正系数=功效系数×0.1= $\frac{\text{某修正指标实际值} - \text{本档标准值}}{\text{上档标准值} - \text{本档标准值}} \times 0.1$

【例 22】某大型钢铁企业，在 1998 年度的成本费用利润率为 6.2%，标准值的优秀值为 8.1%，良好值为 3.9%，中间值为 0.7%，其初步评价得分为 83.4 分，则单项修正系数的计算方法为：

基本修正系数=[1+（4-4）×0.1]=1

调整修正系数= $\frac{6.2\% - 3.9\%}{8.1\% - 3.9\%} \times 0.1 = 0.0548$

单项修正系数=1+0.0548=1.0548

成本费用利润率的权数为 12，财务效益状况部分的权数为 42，则该指标在本部分中的

权重为 28.6% (12/42)。

成本费用利润率的综合修正系数=28.6%×1.0548=30.2%

修正后评价总分=∑各部分评价内容修正后得分

每部分修正后得分=综合修正系数×该部分的初步评价得分

【例 23】某大型钢铁企业在初步评价中，财务效益状况等四部分的得分分别为 36.9、12.3、18.5、15.7，各部分的综合修正系数分别为 105.9%、90.5%、99.8%、94.8%，则其每部分修正后得分分别为 39.1 (36.9×105.9%)、11.1 (12.3×90.5%)、18.5 (18.5×99.8%)、14.9 (15.7×94.8%)，最后修正总分为 83.6 (39.1+11.1+18.5+14.9)。

3. 定性评价的基本方法

定性评价是根据评议指标所考核的内容，由评价工作组的各位工作人员依据评价参考标准判定实际指标达到的等级，计算指标得分。公式为：

$$\text{单项指标分数} = \frac{\sum_{i=1}^n (\text{单项指标权数} \times \text{每位评议人员选定的等级参数})}{\text{评议人员总数}}$$

评议指标总分=∑单项指标分数

如果被评议企业会计信息发生严重失真、丢失或因客观原因无法提供真实、合法会计数据资料等异常情况，以及受国家政策变化、市场环境改变等重大因素影响，利用企业提供的会计数据已无法形成客观、公正的评价结论时，经相关评价组织机构授权，可单独运用评议指标进行定性评价，得出评价结论。

4. 综合评价的计分方法

综合评价是根据对定量评价和定性评价两部分设定的权数，以基本评价得分和评议指标得分分别乘以各自的权数之后加总，得出整个评价指标体系的综合评价得分。其计算公式为：

$$\text{综合评价得分} = \text{修正后评价总分} \times 80\% + \text{评议指标总分} \times 20\%$$

从整体上讲，业绩评价是为了适应企业外部有关各方和企业自身管理需要而进行的重要工作。它所提供的信息对于所有的财务报表使用者都是适用的，特别是业绩评价提供的企业总体状况应具有普遍适用性。但是我们必须注意到，每个性质不同的财务报表使用者，对信息的需要也应表现出各自的特点，这些具有各自特点的需要，难以直接通过评价重点揭示出来，这就需要进一步根据投资人、债权人、政府部门以及其他组织、个人和企业管理当局的特定需要，对企业所提供的信息资料进行特种目的的分析，为其进行决策提供依据。

【案例】郑百文股份有限公司财务分析报告

编者按：ST 郑百文的巨额亏损一案及重组事项成为近期大家关注的焦点，清华大学经管学院学员在清华大学会计系博士生导师夏冬林教授、世界五大会计师事务所合伙人、特许会计师 Alfred T. L. Lau 先生及审计部经理王晔女士等的指导下，结合郑百文从 96 年到 2000 年中期的财务报告，进行一次追溯分析，现摘登供参考。

一、公司情况简介

郑州百文股份有限公司，是一家大型的商业批发企业。90 年代上半期，郑百文经营情况一直不错。1996 年，经中国证监会批准发行 A 股，在上海证券交易所挂牌交易。1997 年，主营业务规模和资产收益率等指标，在所有商业上市公司中排第一，进入国内上市企业 100 强。

1998 年，郑百文在中国股市创下每股净亏 2.54 元的最高记录。1999 年，郑百文一年亏掉 9.8 亿元，再创中国股市亏损之最。2000 年 3 月，郑百文刊登债权人中国信达资产经营公

司要求其破产还债的公告，8月22日起已暂停公司股票的市场交易。

二、财务分析说明

依据郑百文公布的1996~2000年中期财务报告、会计师事务所审计报告，以及通过其他公开渠道取得的有关资料，对该公司进行财务分析。需要特别说明的是：

1. 财务报表和审计报告说明

(1) 郑百文在1999年度财务报表附注中承认：部份会计记录混乱，会计处理随意，内部往来长期未核对清理。

(2) 郑州会计师事务所、天健会计师事务所对其所做的1998年、1999年和2000年中期审计报告，均因郑百文“所属家电公司缺乏可信赖的内部控制制度、会计核算方法具有较大的随意性”，以及“无法取得必要的证据确认公司依据持续经营假定编制会计报表”而拒绝发表意见。

(3) 截止2000年6月30日，郑百文未能按期偿还银行借款已达21亿元，对该破产申请事宜及可能面对的由其他债权人提出法律诉讼所产生的后果，目前难以估计。

2. 会计制度说明

郑百文在会计制度一致性上存在较大差异。公司对1999年12月31日应收款项余额按一年以内10%、一至两年60%、二至三年80%、三年以上100%的比例计提了坏帐准备；对存货中家电类商品按20%、其他商品按10%的比例计提了存货跌价准备；对长短期投资分项以其可收回金额低于账面价值的差额提取了长短期投资减值准备。但到2000年中期，却又大幅度改变了相关资产损失准备的计提方法，即暂不计提短期投资跌价准备、应收账款坏帐准备、存货跌价准备和长期投资减值准备。

3. 有关结论说明

本报告主要是站在股东的立场上，分析其经营、管理方面存在的问题及亏损的主要原因。由于受资料、时间及其他条件的限制，报告得出的有关结论，可能存在着片面之处，请阅读者予以注意。

三、行业比较分析

要了解郑百文的财务状况和经营成果，有必要首先放在整个行业的大环境中进行比较分析。

1. 行业比较说明

比较的范围选择：商业板块中20家上市公司。这些公司是：武汉中商、武汉中百、昆百大、合肥百货、华联商城、中商股份、百隆科技、青百A、百大集团、王府井、杭州解百、重庆百货、兰州民百、东百集团、西安民生、中兴商业、豫园商城、益民百货、新华股份、津劝业。

比较的年度选择：1998~2000年中期，其中每股收益的比较是1995~2000年中期。

比较的指标选择：每股收益、主营业务收入、主营业务利润、应收账款周转率、存货周转率。

2. 行业比较结论

(1) 1995~2000年中期，商业板块每股收益总的呈下降趋势。其中1995~1997年高度稳定，1998~2000年中期大幅下滑。郑百文每股收益，在1995~1996年与行业平均值接近，但在1998~2000年中期，不仅远低于行业平均值，也远低于行业的最低值。郑百文每股收益的下降，有大环境的影响，但更主要的可能是它自身经营管理中存在问题。

(2) 1998~2000年中期，商业板块的主营业务收入平均值变动较小，变动幅度不超过10%，但郑百文的主营业务收入大幅下降，下降幅度均超过50%以上。1998年，郑百文主营业务收入居行业之首，但主营业务利润不仅远低于行业平均值，也远低于行业最低值，居行业亏损之首，这是极不正常的。

(3) 1998~2000 年中期, 商业板块应收账款周转率平均值呈减缓的趋势, 但周转还是非常快的, 1998 年为 52 次, 1999 年为 45 次, 行业最低值也分别为 12 次和 10 次, 而郑百文只有 4 次和 2 次, 显著低于行业最低水平, 形成呆坏账损失的风险很大。

(4) 1998~2000 年商业板块存货平均周转率虽呈减缓趋势, 不到 1 个百分点, 但郑百文存货周转率大幅下降, 下降幅度超过 3 个百分点, 这说明郑百文的营销方式或存货质量可能出现了问题。

从行业比较初步看出, 1998 年开始, 郑百文的每股收益、主营业务收入、主营业务利润出现大幅度下滑, 应收账款周转率、存货周转率明显减缓。下面, 有必要对其财务状况、获利能力、现金流量进行进一步分析。

四、杜邦财务分析

郑百文是一家上市公司, 正常情况下应采用专门针对上市公司的财务分析指标, 如价格收益比率、股利收益率、市场价值与账面价值比率等, 但郑百文已资不抵债、面临破产, 对该公司的财务分析不宜再用有关分析上市公司的指标。这里采用杜邦财务分析方法。

1. 权益回报率

权益回报率是杜邦财务分析方法的核心, 它反映了股东投入资金的获利能力。1999~2000 年中期, 郑百文所有者权益为负数, 对这一时期的权益回报率分析已无必要。1998 年出现严重亏损, 权益回报率转为负数, 每元所有者权益亏 11.48 元。1995~1997 年权益回报率上升幅度很大, 分别为 33% 和 25%, 但 1998 年就出现巨额亏损, 权益回报率的这种大起大落, 是很不正常的。

2. 权益乘数、资产回报率

权益回报率 = 资产回报率 × 权益乘数。要研究郑百文权益回报率的下降问题, 必须分别对权益乘数、资产回报率作一分析。

(1) 权益乘数

1999~2000 年中期, 郑百文的所有者权益已为负值, 权益乘数指标已无分析意义。1998 年, 其权益乘数高达 54 倍, 说明负债程度很高, 尽管这会带来较多的杠杆利益, 但也带来很大的风险。进一步看, 1996 年以来, 郑百文的负债急剧增加, 资产负债率从 1996 年的 85% 提高到 1998 年的 98%, 1999 年更高达 199%。表明其举债经营的程度居高不下, 财务结构极不稳定, 最终导致资不抵债, 无法持续经营。

(2) 资产回报率

1998~2000 年中期, 郑百文的资产回报率均为负值, 说明每元资产不仅没有获利, 而且亏损巨大, 最高时每元亏 0.75 元。1995~1997 年, 资产回报率逐渐下降, 1996 年下降幅度高达 35%, 这说明当时资产利用或成本控制发生了问题。后面的分析会进一步说明这一问题。

3. 销售回报率

资产回报率 = 销售回报率 × 资产周转率, 其中销售回报率 = 净利润 / 销售收入。后一等式中的有关指标主要涉及损益表中的内容, 下面按杜邦分析法逐一进行分析。

1998~2000 年中期, 郑百文净利润为负值, 最高时每元销售收入亏 0.73 元, 说明销售越多, 净亏损越大。1995~1997 年, 销售回报率逐年下降, 与 1995 年相比, 1996~1997 年分别下降 35% 和 36%。1998 年是转折点, 销售回报率由盈转亏。

(1) 销售收入、净利润

为分析销售回报率下降的原因, 需要进一步分析销售收入和净利润的变化情况。

① 销售收入

1998~2000 年中期, 郑百文销售收入超常规下降, 幅度高达 50% 左右, 而 1995~1997 年销售收入又超常规增长, 分别为 153% 和 102%。销售收入超常规变化的原因, 由于缺乏

销售价格、销售数量和主要客户情况，这里难以准确分析。但 1996~1997 年销售收入的超常规增长，可能由于不正常的大幅度提高赊销力度，也可能由于不正常的大幅度降价，这些或会造成利润或会造成现金流量的不正常变动。

②净利润

1998~2000 年中期，郑百文出现巨额亏损，而 1995~1997 年净利润又超常规增长，分别高达 80% 和 57%，这一变化趋势同销售收入的变化趋势相似。这表明销售成本或流通过费用方面出了问题。

(2) 销售成本、其他利润、流通过费用

①销售成本

净利润 = 销售收入 - 全部成本 + 其他利润 - 所得税。销售收入已在前面作过分析，所得税率 1995 年以来没有变化，也不做分析。值得注意的是，郑百文是一家流通企业，销售成本取决于进货价格和销售数量，因缺乏进货价格、销售数量资料，无法分析销售成本。

②其他利润

其他利润 = 其他业务利润 + 投资收益。郑百文的其他业务利润，数额相对较小，最高时 300 多万，最低时 100 多万，可见其他利润主要受投资收益的影响。1995~2000 年中期，投资收益变化很大，如 1997 年投资收益盈利高达 4116 万元，1999 年投资收益亏损 2085 万元。这说明投资收益对郑百文并不是一种稳定的利润来源，公司的盈利能力主要取决于主营业务的盈利。

③流通过费用

1996~1999 年，郑百文流通过费用持续大幅度上升，环比上升幅度高达 70% 以上，1999 年更高达 267.5%。1998 年后，在销售规模不断下降的情况下，流通过费用总额仍急剧增加。这些都说明郑百文在费用的预算管理和实际控制方面存在严重问题。

(3) 销售费用、管理费用、财务费用

流通过费用 = 销售费用 + 管理费用 + 财务费用。下面分别作一分析。

①销售费用

郑百文的销售费用占主营业务收入比重，1995~1997 年呈下降趋势，1998~2000 年中期成倍增长。但郑百文的销售费用，早在 1995~1997 年就大幅度上升，分别高达 50.1% 和 131.7%。

②管理费用

1999 年，郑百文管理费用急剧上升，达 5.31 亿元，占销售收入比重高达 40.60%，主要是提取了 4.74 亿元的“减值准备”，这些“减值准备”本应分摊在以前几个年度，但以前年度均未提取。1998 年管理费用上升 16%，而销售收入下降 52.4%，说明经营成果正在恶化。1995~1997 年管理费用占销售收入的比重有所下降，下降幅度为 0.3 个百分点，但管理费用增长幅度很高，分别为 44% 和 13%。归结起来可以看出，1995~1998 年管理费用的管理上是有较大问题的。

③财务费用

2000 年财务费用大幅减少，主要原因是未计提应付中国信达 20 多亿元的相应利息。1997 年财务费用相对较低，重要原因是当年利息收入比上一年增加 1018 万元（利息收入增加原因不详）。1998~1999 年财务费用急剧增加，分别高达 810% 和 173%，主要原因是支付逾期承兑汇票利息和罚息。这正好说明前面分析的权益乘数不正常的增长，过高的负债可能产生的财务风险，在这里成了现实。

从主要涉及损益表这一部分的分析来看，郑百文的销售回报率，从 1996 年起逐年下降，而且下降幅度呈急剧加快的趋势。究其原因，一方面在销售收入上有异常的变化，主要表现是大起大落，说明它在营销策略、经营模式上存在很大的问题；另一方面在流通过费用上呈持

续大幅度上涨，最初两年主要问题表现在销售费用上，后来两年管理费用、财务费用方面的问题更加突出，这说明整个费用管理都存在着使经营、财务陷入绝境的致命问题。

4. 资产周转率

上一部分提到资产回报率=销售回报率×资产周转率，其中资产周转率=销售收入/总资产。销售收入前面已作过分析，总资产周转率主要涉及资产负债表的内容，下面进行分析。

1998~2000年中期，郑百文资产周转率总体上呈迅速下降，资产周转速度越来越慢，营运能力逐渐下降。其中1997年资产周转速度加快近45个百分点，主要源于销售收入增长102%，远大于总资产的增长速度60%。如前所述，总资产的增长已大大快于所有者权益的增长，给企业带来很大财务风险，这里还可以看到，销售收入增长更大大快于总资产增长，这很可能给企业带来更大的经营风险。下面逐一进行分析。

(1) 总资产

1998~2000年中期，郑百文总资产大幅下降，分别是28%、46%和11%，但1995~1997年总资产又极不正常的增长，分别是178%和60%。对总资产这种大起大落的变化需作进一步研究。

(2) 长期投资、流动资产

①长期投资

对长期投资因缺乏资料而无法分析。对长期投资的收益在前面作过分析，这里不再重复。

②流动资产

在杜邦财务分析中，流动资产包含应收账款、存货、其他应收款、现金及有价证券、其他流动资产。因受明细资料限制，下面只对应收账款、存货作一分析。

(3) 应收账款

郑百文的应收账款不但数额巨大，占流动资产比重逐年上升，1999年高达46%。另一方面，郑百文应收账款的质量在逐年下降，一年以内应收账款占应收账款的比重，从1996年的80%下降到1999年的29%；相反，三年以上应收账款的比重，从1996年7%上升到1999年20%，绝对金额从249万元增加到8537万元，增加33倍。说明大量的资金被占用在应收项目上。进一步分析郑百文债权中涉及的往来单位，会发现东莞石碣镇物资公司贸易部欠应收账款、其他应收款的总额高达9400万元，这恐怕不仅是应收账款的管理出了问题，可能还存在某种幕后交易（这只是一种推测，详细研究还需要有关合同）。

(4) 存货

1998~2000年中期，郑百文存货周转天数几乎成倍延长，从45天左右延长到75天左右，2000年上半年更延长到174天，这或者说明改变了营销策略，或者说明存货质量上出现了严重问题。1995~1997年存货周转天数明显缩短，从67天缩短到45天左右，但存货增加很快，分别为81%和109%，具体分析还需要存货明细账。

郑百文资产回报率，从1996年起逐年下降，最高时下降幅度高达75%，这很大程度上是因为它的资产周转率总的呈下降趋势。郑百文资产周转率的下降，主要是应收账款管理、存货管理上出了问题。结合资产负债表的负债项目来看，郑百文的流动比率和速动比率早在1997年就已存在问题，流动比率和速动比率分别为1.1和0.69，1999年更是降低到只有0.35和0.29，问题一年比一年趋于严峻，最终陷入财务危机，导致难以持续经营。

五、现金流量分析

杜邦财务分析方法还不能反映现金流量的情况，为进一步研究郑百文财务状况的变化原因，有必要对该公司现金流量作一分析。受资料所限，只能分析1999~2000年中期。

1999年，郑百文的经营活动净现金流量为正数，达到8255万元，但投资活动净现金流量为负数，筹资活动净现金流量也为负数，分别是一954万元和-2.56亿元，1999年的净现金流量入不敷出达1.83亿元，反映郑百文的现金流已陷入严重的困境。其中1999年巨

额到期债务不但需要通过举借新债来偿还，还需要动用大量的经营周转资金来归还。

2000年上半年，郑百文的经营活动净现金流量为正数，但只有79万元，比上年下降了51倍，说明经营活动基本上也不能给公司带来净现金流入量了。投资活动净现金流量、筹资活动净现金流量仍均为负值，分别是-901万元和-498万元。综合上述三方面的情况可见，2000年上半年，总的现金流量为负数，达-1320万元，如果考虑尚未支付中国信达已到期的20多亿债务及利息，现金流量的现状比1999年更严峻。