

• 北京企业国际化经营研究基地丛书 •

Beijing Diqu Shangshi Gongshi
Caiwu Zhiliang Fenxi

北京地区上市公司 财务质量分析

张新民 等◎著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京企业国际化经营研究基地丛书

北京地区上市公司 财务质量分析

张新民 等著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

图书在版编目 (CIP) 数据

北京地区上市公司财务质量分析/张新民等著. - 北京:
中国经济出版社, 2007. 12

(北京企业国际化经营研究基地丛书)

ISBN 978 - 7 - 5017 - 8359 - 5

I. 北… II. 张… III. 上市公司—会计分析—北京市
IV. F279. 246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2007) 第 180929 号

出版发行: 中国经济出版社 (100037 · 北京市西城区百万庄北街 3 号)

网 址: [www. economyph. com](http://www.economyph.com)

组稿编辑: 刘一玲 (电话: 010 - 68359417)

责任编辑: 刘 勇

责任印制: 张江虹

封面设计: 任燕飞

经 销: 各地新华书店

承 印: 北京市昌平新兴胶印厂

开 本: 787mm × 1000mm 1/16

印张: 12 字数: 160 千字

版 次: 2007 年 12 月第 1 版

印次: 2007 年 12 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5017 - 8359 - 5/F · 7351

定价: 26.00 元

版权所有 盗版必究

举报电话: 68359418 68319282

国家版权局反盗版举报中心电话: 12390

服务热线: 68344225 68369586 68346406 68309176

前 言

本书是北京市哲学社会科学研究课题“北京地区上市公司财务质量分析(04BJBJG112)”的研究成果。

上市公司由于其重要地位而在经济生活中处于举足轻重的地位。在很多情况下,上市公司在各自的领域中被作为标杆企业来看待。因此,研究特定地区上市公司的财务质量具有重要意义。

在本书的研究中,我们对企业财务质量分析理论进行了完善,并以北京地区 2004 年度报告为基础,对北京地区上市公司的财务质量进行了研究。

本书的撰写人员有:张新民、王秀丽、刘春英、秦璐涵、刘紫涵、程昊、吕传儒等。在项目的后期中,秦璐涵同志在形成本书的过程中做了大量工作。

由于本书撰写人员水平所限,如本书存在着疏漏和错误,恳请专家批评指正。

张新民

2007 年 3 月

目 录

第一章 企业财务质量及其分析方法 (1)

- 一、与企业财务质量有关的概念体系 (1)
- 二、企业财务状况的质量特征 (3)
- 三、利润质量的分析方法 (12)
- 四、现金流量的质量分析 (33)
- 五、流动资产质量分析 (44)
- 六、长期投资质量分析 (55)
- 七、固定资产质量分析 (65)
- 八、无形资产质量分析 (71)
- 九、资本结构质量分析方法 (73)

第二章 “北京地区”上市公司及其分类 (79)

- 一、“北京地区”上市公司的确定 (79)
- 二、对公司的行业分类 (85)

第三章 电力、燃气及水的生产和供应业分析报告 (98)

- 一、行业背景分析 (98)
- 二、财务质量分析 (101)

第四章 电子信息技术行业分析报告 (108)

- 一、行业分析 (108)

二、财务质量分析	(112)
----------------	-------

第五章 房地产行业分析	(121)
-------------------	-------

一、整体综述	(121)
二、行业 10 强简况	(121)
三、近年来北京地区房地产行业概况	(123)
四、北京地区上市公司的行业地位	(124)
五、利润质量分析	(125)
六、现金流量质量分析	(130)
七、资产与资本结构质量分析	(133)

第六章 商贸行业分析	(137)
------------------	-------

一、整体综述	(137)
二、北京地区上市公司的行业地位	(144)
三、利润质量分析	(144)
四、现金流量质量分析	(148)
五、资产与资本结构质量分析	(150)

第七章 医药行业分析	(154)
------------------	-------

一、整体综述	(154)
二、北京地区上市公司的行业地位	(157)
三、利润质量分析	(157)
四、现金流量质量分析	(161)
五、资产与资本结构质量分析	(163)

第八章 其他行业分析	(167)
------------------	-------

一、“其他行业”的范围	(167)
-------------------	-------

二、行业概述	(168)
三、企业财务质量分析	(168)
第九章 总 结	(172)
参 考 文 献.....	(179)
▶ 中文文献部分	(179)
▶ 英文文献部分	(180)

第一章 企业财务质量 及其分析方法

一、与企业财务质量有关的概念体系

(一) 财务状况及其内涵

在会计界,常常将资产负债表称为财务状况表(statement of financial position)。在当前公认的资产负债表定义中,也将资产负债表定义为反映企业某一特定时点财务状况的报表。显然,这里“财务状况”指的是资产负债表状况,也就是指资产负债表所包括的所有内容。用财务状况这样含意丰富的词汇去定义资产负债表,不仅说明了财务状况的基本内容,同时也说明了资产负债表是最全面地反映企业财务信息的综合报表。

考察一下基本财务报表之间的关系,我们就会发现:在企业财务报表体系中,资产负债表是一张综合反映企业财务状况的核心报表,其他报表仅仅是对资产负债表中某些重要项目的变化过程的解释:利润表是对资产负债表中“未分配利润”项目当期利润数量的形成过程与分配过程的展开说明;现金流量表则是对资产负债表中“现金及现金等价物”当期数量变化过程的展开说明。而2006年新发布的企业会计准则要求编制的所有者权益变动表,则应当反映构成所有者权益的各组成部分当期的增减变动情况。包括净利润、直接计入所有者权益的利得和损失项目及其总额、会计政策变更和差错更正的累积影响金额、所有者投入资本和向所有者分配利润、按照规定提取的盈余公积,实收资本(或股本)、资本公积、盈余公积、未分配利润的期初和期末余额及其调节情况等内容。

这就是说,企业的财务状况一般涉及企业的盈利状况、企业的现金流量状况、企业的资产状况、企业的资本结构状况等。

(二)与企业财务质量特征有关的概念体系

我们认为,与企业财务质量有关的概念体系至少应该包括资产质量、资本结构质量、利润质量和现金流量质量等。

1. 资产质量

指特定资产在企业管理过程中满足企业对其预期期望的质量,具体表现为资产的变现质量、单独增值质量、被利用质量、与其他资产组合增值的质量等方面。需要指出的是,从财务管理的角度来看,资产质量需要关注的不是特定资产的物理质量。这是因为,相同物理质量的资产在不同企业会表现出不同的贡献能力。换句话说,资产对不同的企业而言,具有相对有用性。一项资产即使其物理质量再好,如果在特定企业中不能发挥作用,也不能算作该企业的优质资产,而只能被视为不良资产。但是,如果该资产在另外的企业能够得到较好利用,则应作为另外企业的优质资产,资产质量的这种相对性特征,是企业重组增值的基础。

2. 资本结构质量

对资本结构的理解,有多种多样。我们在这里所说的资本结构,是指企业有代价的来源结构即负债与所有者权益之间的结构。至于什么是资本结构质量,在一般的财务管理的著述中,并没有相应的研究。但从财务管理的著述中关于资本成本以及资本结构与企业价值之间关系的讨论内容中,我们可以得到这样强烈的印象:①质量较高的资本结构应该具有较低或最低的资本成本;②质量较高的资本结构应该能够导致企业的股权价值较高或者更高。

然而实际上,在实际筹资的过程中,企业首要考虑的问题,往往并不是资本成本和企业股权的市场价值因素,而是筹资对企业的生存和发展所产生的影响。这就是说,在面临生存问题的时候,企业筹资首要关注的是通过筹资解决企业眼前的困境;在涉及到发展问题的时候,企业在筹资时首要关注的不是增量筹资对企业资本成本的影响,而是该增量筹资所对应的投资项目在未来提供经济效益的能力:如果该增量筹

资所对应项目在未来提供的经济效益足以补偿筹资成本,则该筹资在经济上就是可行的。

据此,我们认为,资本结构的质量是指企业资本结构与企业当前以及未来经营和发展活动相适应的质量。这就是说,资本结构质量主要是指企业在现有资本结构下维持其良性发展的质量。资本结构质量较好的企业,应当表现为融资能力较强、偿债(短期与长期)能力较强,杠杆比率较为合理,资产报酬率高于平均资本成本等。反之,资本结构质量较差的企业,应当表现为融资潜力较差、偿债(短期与长期)能力较差,债务比例过高,资产报酬率较低,等等。

3. 利润质量

利润质量主要涉及企业利润的形成过程、利润结构以及利润的结果等方面的质量。高质量的企业利润,应当表现为企业所依赖的业务具有较好的市场发展前景、利润结构较为合理、企业对利润具有较好的支付能力(缴纳税金、支付股利等)、利润所带来的净资产的增加能够为企业的未来发展奠定良好的资产基础;反之,低质量的企业利润,则表现为企业所依赖的业务具有企业的主观操纵性或没有较好的市场发展前景、利润结构不合理、企业对利润具有较差的支付能力(推迟缴纳税金、无力支付股利等)、利润所带来的净资产的增加不能为企业的未来发展奠定良好的资产基础。

4. 现金流量质量

现金流量质量是指企业的现金流量能够按照企业的预期目标进行运转的质量。现金流量质量较高应该表现为各类活动的现金流量周转正常,现金流转状况与企业短期经营状况及长期发展目标相适应。

二、企业财务状况的质量特征

(一)资产的质量特征

质量较高的企业资产,应该能够满足企业长、短期发展以及偿还债务的需要。从资产的功用来看,不同的资产有不同

的功用,因而其质量特征也各不相同。

1. 经营性流动资产

企业的经营性流动资产(流动资产减短期投资)是企业短期内最具有活力的资产,也是企业近期经营业绩的主要来源、偿还短期债务的主要保障。因此,经营性流动资产的质量,应该从以下几个方面进行考察:

(1)高质量的经营性流动资产应该具有适当的流动资产周转率。在流动资产周转一次有毛利的情况下,适当的流动资产周转率是企业维持经营活动盈利能力的基础。在形成企业经营性流动资产周转率的主要因素中,存货周转率与商业债权(即应收账款与应收票据之和)周转率至关重要。一般来说,存货周转率与商业债权周转率应在行业平均水平以上是企业维持较好盈利能力的条件。但是,应该注意的是,存货周转率与商业债权周转率可能存在反向关系:在企业产品的可替换性较强、其信用政策对产品市场有较大影响的情况下,放宽信用政策可能会加速存货周转,但同时会导致商业债权的回收期变长;紧缩信用政策则可能会抑制存货周转,但同时会使商业债权的回收期变短。明确了存货周转率与商业债权周转率之间的这种内在联系,在分析企业流动资产周转率时,应作全面的综合分析。

(2)高质量的经营性流动资产应具有较强的偿还短期债务的能力。除了维持一定的盈利能力以外,经营性流动资产还承担着偿还企业短期负债的任务,即企业的流动资产应当对流动负债有一定的保证程度。在这方面,流动比率及速动比率是衡量企业流动资产对流动负债保证程度的基本指标。高质量的经营性流动资产应具有较为理想的流动比率和速动比率。

(3)显性不良流动资产规模较低。这里的显性不良流动资产,是指其他应收款和待摊费用。从效用来看,其他应收款和待摊费用通常是经营性流动资产中的主要不良资产区域,其自身并不能为企业带来盈利和偿还债务。因此,这些所谓资产的规模将直接影响企业的经营活动的成效,为此该部分

不应该存在金额过大或波动过于剧烈等异常现象。

2. 企业的对外投资

企业的对外投资,体现了企业谋求对外扩张或者赚取非营业利润的努力。因此,高质量的短期投资,应该表现为短期投资的直接增值;高质量的长期投资,则应该表现为:①投资的结构与方向体现或者增强企业的核心竞争力,并与企业的战略发展相符;②投资收益的确认导致适量的现金流入量;③外部投资环境有利于企业的整体发展;等等。

3. 企业的固定资产和无形资产

企业的固定资产和无形资产,反映了企业从事长期发展的物质基础和技术装备水平。因此,固定资产和无形资产的质量评价,主要应取决于这两项资产所能够推动的企业经营活动的状况。高质量的固定资产和无形资产应当表现为:①其生产能力与存活的市场份额所需要的生产能力相匹配,并能够将符合市场需要的产品推向市场,并获得利润;②周转速度适当,利用充分,闲置率不高。

(二) 资本结构的质量特征

我们认为,关注企业资本结构的质量特征,主要涉及以下几个方面:

1. 企业资本成本的高低与企业资产报酬率的对比关系

一般来说,资本成本是指企业取得和使用资本所付出的代价,主要包括筹资过程中的筹资费用和使用过程中的使用费用。从财务管理的角度来看,除去筹资费用外,企业从债权人处筹集的资金(负债)与从股东处筹集的资金(资本),均存在资本成本的问题。企业的资本成本,应该是指企业的负债成本与股东入资成本的加权平均成本。因此,从成本效益关系的角度来分析,只有当企业的资产报酬率(应当为企业的息税前利润与企业总资产之比)大于企业的加权平均资本成本时,企业才能在向资金提供者支付报酬之后使企业的净资产得到增加,企业净资产的规模才能因为盈利而扩大。反之,在企业的资产报酬率小于企业的加权平均资本成本时,企业在

向资金提供者支付报酬以后,将会因亏损而缩减企业的净资产,企业净资产的规模将逐渐缩小。这种情况下的企业资本结构的质量显然是较差的。

2. 企业资金来源的期限构成与企业资产结构的适应性

按照财务管理理论,企业筹集资金的用途,决定筹集资金的类型:企业增加规模稳定的流动资产或增加长期资产,应当通过长期资金来源(包括所有者权益和长期负债)来解决;企业由于季节性、临时性原因造成的流动资产中的波动部分,则应由短期资金来源来解决。如果企业长期资金来源的资本成本相对较高,最终会导致企业的效益下降;在企业用短期资金来源来支持长期资产和规模稳定的流动资产的情形下,由于该部分资产的周转时间相对较长,企业可能经常会出现急迫的短期偿债的压力。可见,当企业资本的期限构成与企业资产结构相适应时,企业的资本结构则表现为较好的质量。否则,要么会导致企业效益的下降,要么会增加企业短期偿债的压力。

3. 企业的财务杠杆状况与企业财务风险、企业未来融资要求,以及企业未来发展的适应性

按照一般财务管理理论,企业财务杠杆比率越高,表明企业资源对负债的依赖程度越高。在企业过高的财务杠杆比率条件下,企业在财务上将面临着如下压力:①是不能正常偿还到期债务的本金和利息;②是在企业发生亏损的时候,可能会由于所有者权益的比重相对较小而使企业债权人的利益受到侵害;③是受此影响,企业从潜在的债权人那里获得新的资金的难度会大大提高。这就是说,企业在未来进行债务融资以满足未来正常经营与发展的难度会因企业较高的杠杆比率而增加。因此,财务杠杆比率较高的企业,其财务风险相对较大。

4. 企业所有者权益内部构成状况与企业未来发展的适应性

按照企业股权持有者对企业的影响程度,一般可以将企业的股东分为控制性股东、重大影响性股东和非重大影响性股东三类。因此,在对企业的资本结构进行分析时,必须关注

企业的控制性股东、重大影响性股东的背景情况：谁在控制（和重大影响）着某一特定企业？控制（和重大影响）着某一特定企业的股东有没有能力将企业引向光明的未来？在分析企业所有者权益各个构成项目时，应根据各项目的产生途径、具体用途等来分析各部分比例的适当性。实收资本越充足，企业承担各种风险的实力就越强；而资本公积和盈余公积是有特定用途的资金来源，它们的规模更多的会受资本本身和盈利状况的影响；未分配利润的规模和变化趋势是判断所有者权益结构和理性的另一个重要因素，未分配利润能够持续、稳定增长，并在所有者权益中占较大比重，表明企业的盈利性和成长性较好，预示企业有较好的发展前景。

5. 资本结构所决定的人力资源状况

需要说明的是，现有的财务管理理论，较少涉及资本结构决定下的人力资源状况及其对企业的根本性影响。限于本文主题，我们也不会花主要篇幅去讨论这一论题。但是，必须强调的是，在大多数情况下，资本结构所决定的人力资源状况决定了企业的长期发展状况。这里的资本结构决定人力资源状况，包括三个方面：①资本结构决定了企业主要的人力资源安排，不同的人力资源安排对实现企业目标意义重大；②一定资本结构条件下确定的人力资源政策（包括薪酬计划和激励机制等），直接制约了企业的人力资源发挥作用的环境及其稳定性；③非人力资本与人力资本的利益博弈决定了企业发展的长期状况。

（三）利润的质量特征

利润质量较高的含义，是指企业具有一定的盈利能力，利润结构基本合理，利润具有较强的产生现金的能力。因此，考察企业利润的质量特征，应该从以下几方面入手：

1. 一定的盈利能力

指在企业会计政策保持一贯性的条件下，在绝对额上，企业具有大于零的净利润；在表现企业活力的比率上，其净资产收益率、总资产报酬率、营业利润率等指标在同行业中处于平

均水平之上。

2. 利润结构基本合理

在利润结构的合理性方面,主要涉及:

(1)企业的利润结构应该与企业的资产结构相匹配。我们的基本思路是:企业总资产的结构直接影响了企业的利润结构。在企业的总资产中,我们可以区分为对外投资和其他资产;在企业的利润中,也可以进行相应区分,并进行资产和利润的结构性比较。在企业的息税前利润(即净利润加上所得税和利息费用)的构成中,其投资收益与“息税前利润减除投资收益以后剩余的其他利润”(以下简称“其他利润”)之间的数量结构与企业资产总额中的对外投资与“资产总额减去对外投资以后剩余的其他资产”(以下简称“其他资产”)之间的数量结构相匹配,没有出现在对外投资结构未发生实质性变化的情况下,在利润表中出现其他利润下跌的同时,投资收益的数额按照净利润稳定增长的要求来“救驾”、投资收益与其他利润在金额上出现“互补性”变化的情形。利润表中的利润结构与资产负债表中的资产结构的适应性,是良好的利润结构质量的重要体现。

(2)费用变化合理、费用在年度之间没有出现不合理的下降。企业的营业(销售)费用、管理费用等期间费用,其金额总量的变化按照与企业经营业务量水平的关系可分为变动费用和固定费用。一般而言,期间费用通常是很难减低的,为此,在分析企业的费用时应该对企业在年度间费用出现剧烈波动(直接对利润变化作贡献)的合理性进行分析。

(3)净利润各部分的构成合理。企业的净利润中,投资收益与不包括投资收益的营业利润部分应该是企业利润的主要来源,不包括投资收益的营业利润的持续、稳定增长,意味着企业具有较好的经营资产盈利能力。投资收益的比例和变化应该与投资规模的变化和投资项目的效益性相联。至于营业外收支差额则是由偶发性的业务带来的,正常情况下不应作为利润的主要构成部分。为此,利润的各部分构成是否合理,是利润质量的重要判断标准。

3. 企业的利润具有较强的获取现金的能力

“企业的利润具有较强的获取现金的能力”是指企业的主要利润组成部分有足够的获取现金能力,且企业对利润有足够的支付能力。这主要包括:

(1)现金流量表中“经营活动产生的现金流量净额”与利润表中“同口径营业利润”应当保持基本一致

在这里,之所以出现“同口径营业利润”的概念,主要是因为利润表中的不包括投资收益的营业利润与现金流量表中的“经营活动产生的现金流量净额”口径并不一致,即不包括投资收益的营业利润与经营活动产生的现金流量净额所包含的内容上存在差异:在我国,利润表中不包括投资收益的营业利润减去了在现金流量表中作为筹资活动处理的“财务费用”,但没有减去在现金流量表中作为经营活动处理的“所得税(费用)”。为此,需要将利润表中不包括投资收益的营业利润调整为“同口径营业利润”(加上财务费用,减去所得税)。统一口径之后,“经营活动产生的现金流量净额”与“同口径营业利润”两者之间的差异则主要体现在由权责发生制和现金制而引起的非现金收入、费用项目,以及经营性债券债务项目。从长期来看,在企业处于稳定发展时期,经营活动产生的现金流量净额应当与当期同口径营业利润尽可能接近,两者的差异越大,利润的质量越有可能存在问题。

(2)投资收益应该对应一定规模的现金回收。我们知道,企业的投资收益,有下列几个来源渠道:①投资的转让收益;②债权投资的利息收益;③权益法确认的长期股权投资收益;④成本法确认的长期股权投资的股利收益。在投资收益的几项构成中,转让收益、利息收益和成本法下的股利收益可以保证在当期或近期内收回现金。而难以对应现金流回、可能存在质量问题的投资收益主要是权益法确认的投资收益。在企业的长期股权投资收益全部或者大部分对应长期投资增加的情况下,我们很难确定这种投资收益的最终质量到底会怎样。为此,在分析投资收益的现

金可收回性时,应注意与现金流量表中投资收益收回的现金相比较。

(四)现金流量的质量特征

所谓现金流量的质量,是指企业的现金流量能够按照企业的预期目标进行顺畅运转的质量。具有较好质量的现金流量应当具有如下特征:①企业现金流量的结构与状态体现了企业的发展战略的要求;②在稳定发展阶段,企业经营活动的现金流量应当与企业经营活动所对应的利润(即同口径营业利润)有一定的对应关系,并能为企业的扩张提供现金流量的支持;③筹资活动现金流量能够适应经营活动、投资活动对现金流量的需求,且无不当融资行为。

1. 企业现金流量的结构与状态体现了企业发展战略的要求

从战略角度来看:①企业对经营性资产的结构安排体现了企业战略发展的要求,现金流出量的结构应该适应企业发展战略的要求;②企业对外投资的结构与方向也体现了企业对外扩张、寻求发展的战略,现金流出量的结构也应该适应企业对外扩张战略的要求;③虽然在现金流量的基本数量关系上难以直接体现出企业发展战略的要求,但是,从事不同行业企业的经营活动现金流量的结构和模式具有明显不同的特征。因此,通过对企业经营活动现金流量的结构进行分析,我们仍然可以对企业经营活动现金流量与企业发展战略之间的内在联系作出判断。

2. 在稳定发展阶段,企业经营活动的现金流量应当有足够的支付能力,并能为企业的扩张提供现金流量的支持

根据我们关于利润质量的分析,我们可以得出结论:企业正常情况下的经营活动现金流量除了要维护企业经营活动的正常周转外,还应该有足够的补偿经营性长期资产折旧与摊销,以及支付利息和现金股利的能力,并能为企业的扩张提供现金流量的支持。

这就是说,在稳定发展条件下,良性发展的企业经营活动