

# 企业财务管理实务



林朝南



(厦门大学·会计系)

# 企业经营的目标是什么？

---

- 利润最大化？
- 收入(市场)最大化？
- 现金流最大化？
- 企业价值最大化？
- ... ..



# 国务院国有资产监督管理委员会

State-owned Assets Supervision and Administration Commission of the State Council

3月3日，国务院国资委召开会议，对国有企业对标开展世界一流企业价值创造行动进行动员部署。国务院国资委党委书记、主任张玉卓出席会议并讲话强调，要全面贯彻党的二十大精神和中央经济工作会议部署，深入学习贯彻习近平总书记关于加快建设世界一流企业的重要指示精神，牢牢把握做强做优做大国有资本和国有企业这一根本目标，用好提升核心竞争力和增强核心功能这两个途径，以价值创造为关键抓手，扎实推动企业高质量发展，加快建成世界一流企业，为服务构建新发展格局、全面推进中国式现代化提供坚实基础和战略支撑。国务院国资委党委委员、副主任翁杰明主持会议。



# 从央企考核指标变化看国企财务管理转型

时间	考核指标体系	具体指标及要求
2020 以前	两利一率	净利润、利润总额、资产负债率
2020	两利三率	+： 营收利润率、研发经费投入强度
2021	两利四率	再+： 全员劳动生产率
2022	两利四率 目标： 两增一控三提高	<p>两增： 两利增速&gt;国民经济增速</p> <p>一控： 资产负债率&lt;65%</p> <p>三提高： 销售利润率+0.1%； 全员劳动生产率+5%； 研发投入进一步提高</p>
2023	一利五率 目标： 一增一稳四提升	<p>利润总额、资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率。剔除净利润、营业收入利润率 <b>新增 ROE</b>、营业现金比率</p> <p>一增： 确保利润总额增速&gt;GDP 增速</p> <p>一稳： 资产负债率总体保持稳定</p> <p>四提升： ROE、研发经费强度、全员劳动生产率、营业现金比率 4 个指标</p>

数据来源： 国务院国资委



张玉卓

第二十届中央委员，国务院国有资产监督管理委员会党委书记、主任

1978.10-1982.09 山东矿业学院地质系煤矿  
矿山测量专业学习

2002.01-2017.03

先后担任**神华集团**副总经理、董事、总经理、  
董事长、党组书记

2020.01-2021.07

**中国石油化工集团有限公司**董事长、党组书记

2023.01- 国务院国有资产监督管理委员会党  
委书记、主任

# 中国神华现金分红超500亿元！ 多只煤炭股大方分红



读创

2023-03-25 08:40 | 深圳商报官方帐号

关注

分红是上市公司回报股东的重要方式，以中国神华为代表的煤炭股一向是分红大户。

3月24日晚间，市值逼近6000亿的中国神华（601088）披露最新年报，公司再度延续高分红传统，拟每股派2.55元，共计派发股息506.65亿元。根据此次分红预案，中国神华的现金分红比例达72.8%；股息率高达9.23%。

# 内容大纲

---

- 1. 为谁创造价值？
- 2. 如何判断一家公司是否在创造价值？
- 3. 企业价值怎么度量？
- 4. 如何增加价值(企业价值的长期来源是什么)？

# “2020·价值回归”第28届中外管理官产学恳谈会 (2019年11月15-17日 北京·望京昆泰酒店)

---



## (一) 为谁创造价值？

---

- 问：为什么很多企业“走出去”失败了？福耀为什么成功了？
  - 曹：“走出去，看起来是经验不足，做了很多错事导致失败。但根本上，做企业，有些规则要遵守，那就是敬天、爱人、要有信仰”
-

# 敬天、爱人、要有信仰

---

- 敬天——（曹）敬天就是遵纪守法
  - 爱人——（曹）爱人就是替员工负责，不要欠员工工资，把它(工资)拿来做本钱；替**供应商**负责，就是不能欠他的钱；为**国家**缴税，按时按点的缴；向**债权人**负责，向银行负责。  
“我不会做因为我而连累到你们的事情，但是我们很多企业没有考虑到这些事情，很多是过一天算一天。”
  - 信仰——“到了**2000**年以后，我坚定信念只做玻璃，什么都不做，再赚钱的东西，再大的业务我都不做，企业要有所为，有所不为。”
-

## 京东方vs.比亚迪

2021年度	京东方A (000725)	比亚迪 (002594)	京东方/比亚 迪
总资产	4497亿	2958亿	1.52倍
有息负债	1506亿	210亿	7.17倍
归母净资产	1429亿	951亿	1.50倍
营业收入	2193亿	2161亿	1.01倍
归母净利润	258.31亿	30.45亿	8.48倍
员工人数	79461人	288186人	1/3.6
市值(2021.12.31)	1920.95亿	7254.73亿	1/4
PE	7.3	240	1/33

# 京东方A(2021)

---

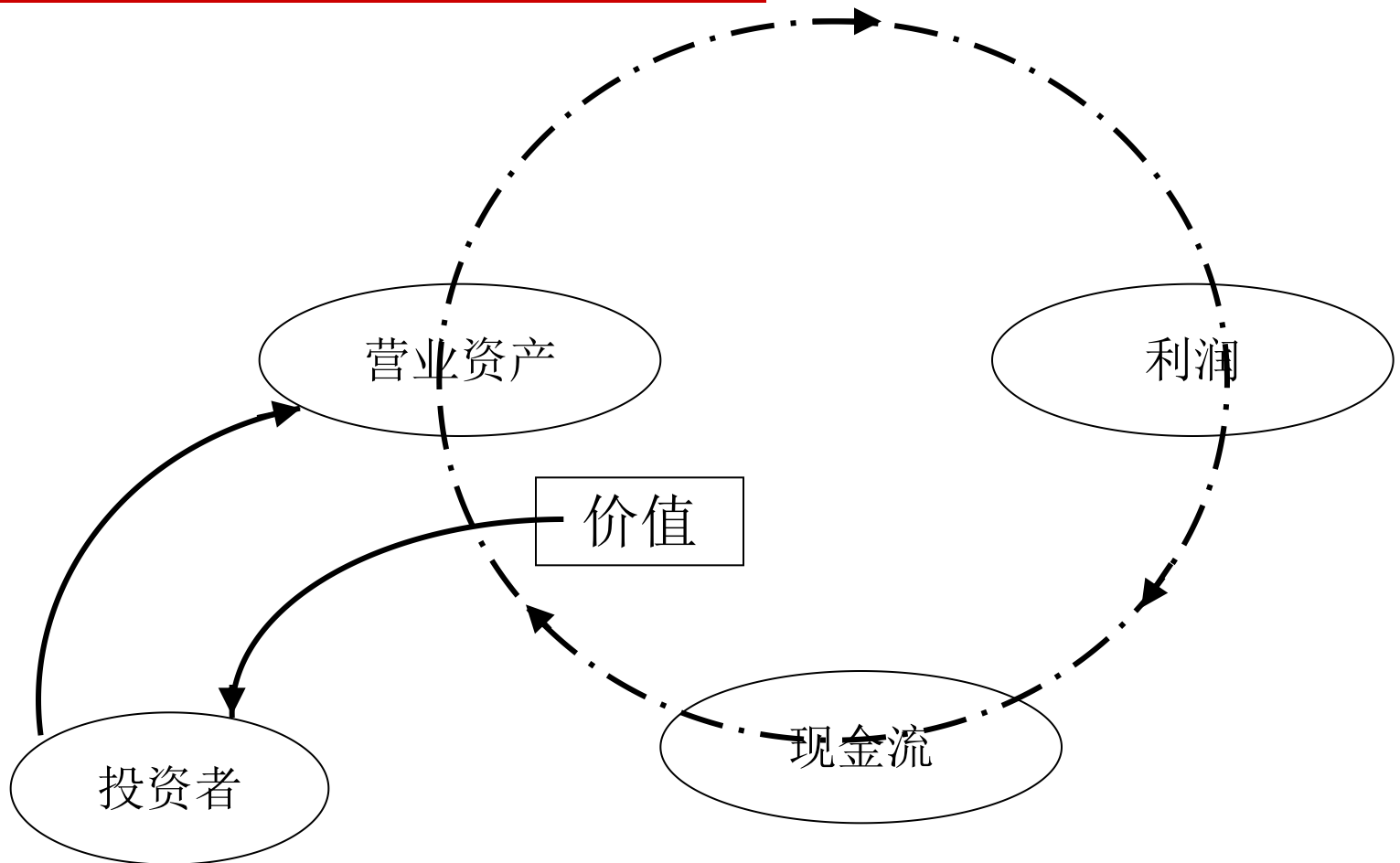
- ✓ 1)净利润 304.32亿
  - ✓ 2)利息 67.85亿
  - ✓ 3)职工薪酬 192.71亿 (人均24.25万元)
  - ✓ 4)税费 62.72亿元
  - ✓ 增加价值=1) +2) +3) +4) =627.60亿
  - ✓ 平均总资产=4370亿
  - ✓ 资产增值率=627.60/8739.84=14.34%
-

# 比亚迪(2021)

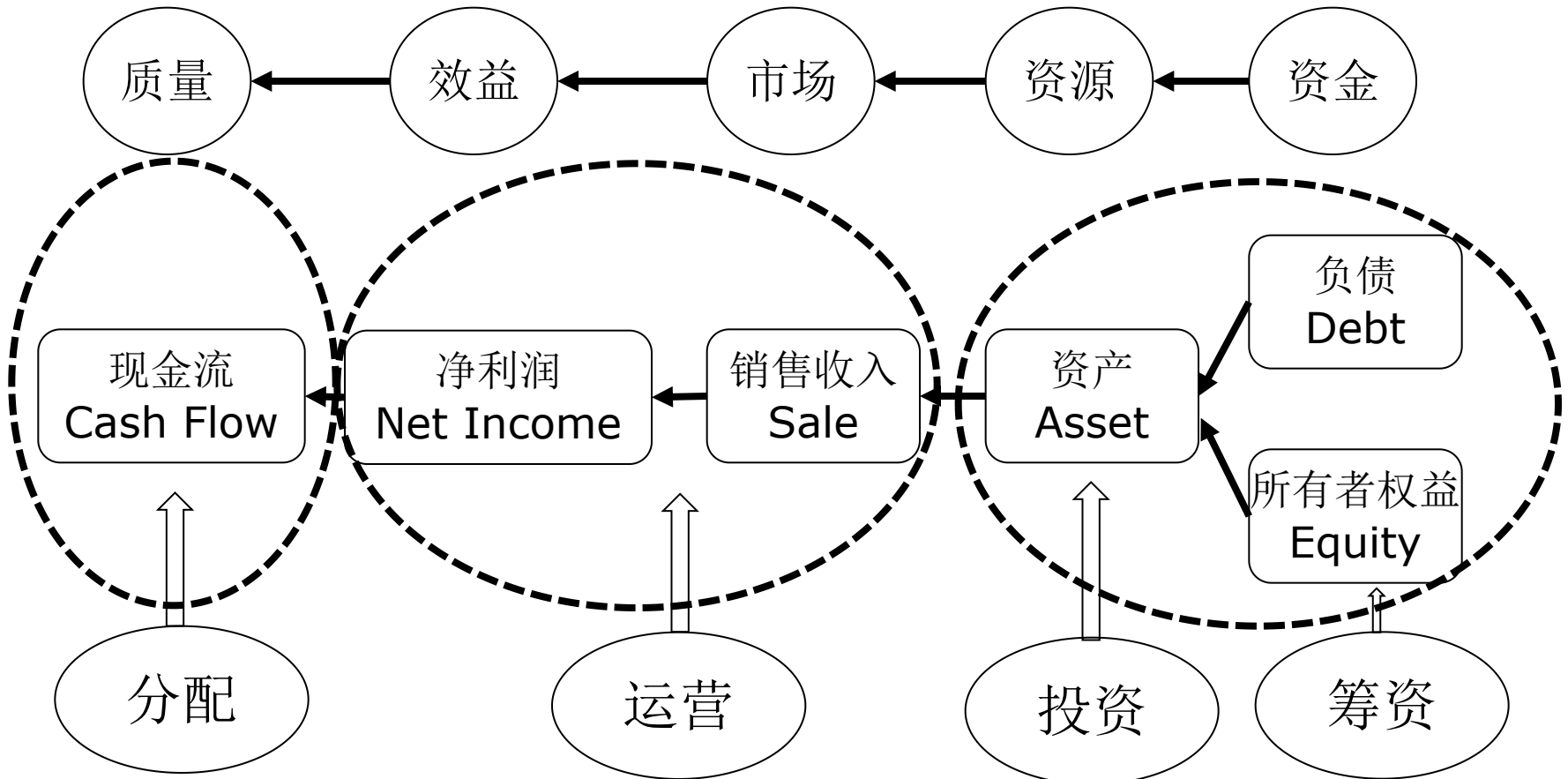
---

- ✓ 1)净利润 39.67亿
  - ✓ 2)利息 19.08亿
  - ✓ 3)职工薪酬 297.74亿 (人均10.33万元)
  - ✓ 4)税费 77.25亿
  - ✓ 增加价值 = 1) + 2) + 3) + 4) = 433.74亿
  - ✓ 平均总资产 = 2484.00亿
  - ✓ 资产增值率 =  $433.74 / 2484.00 = 17.46\%$
-

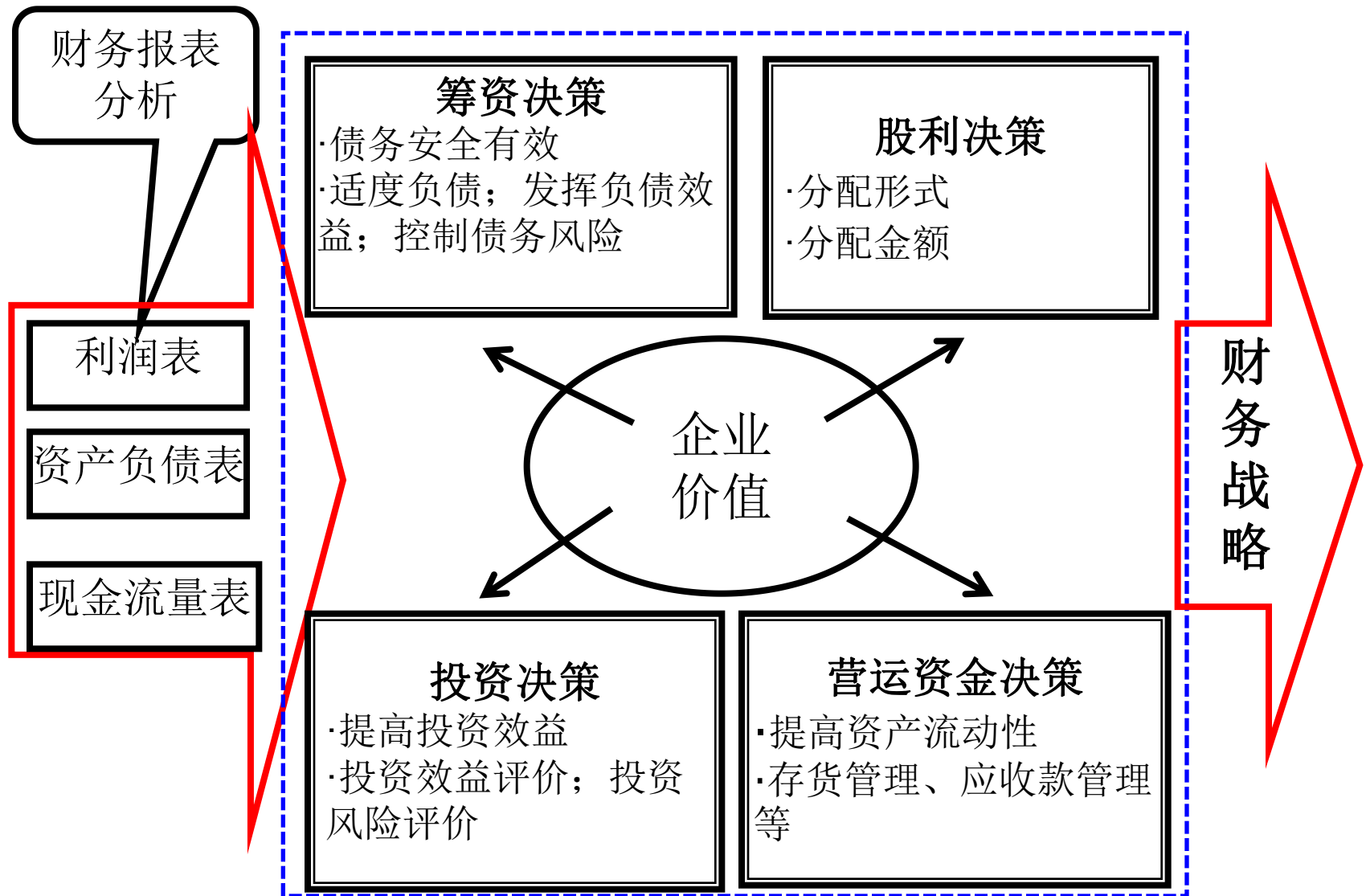
## (二) 如何判断一家公司是否在创造价值?



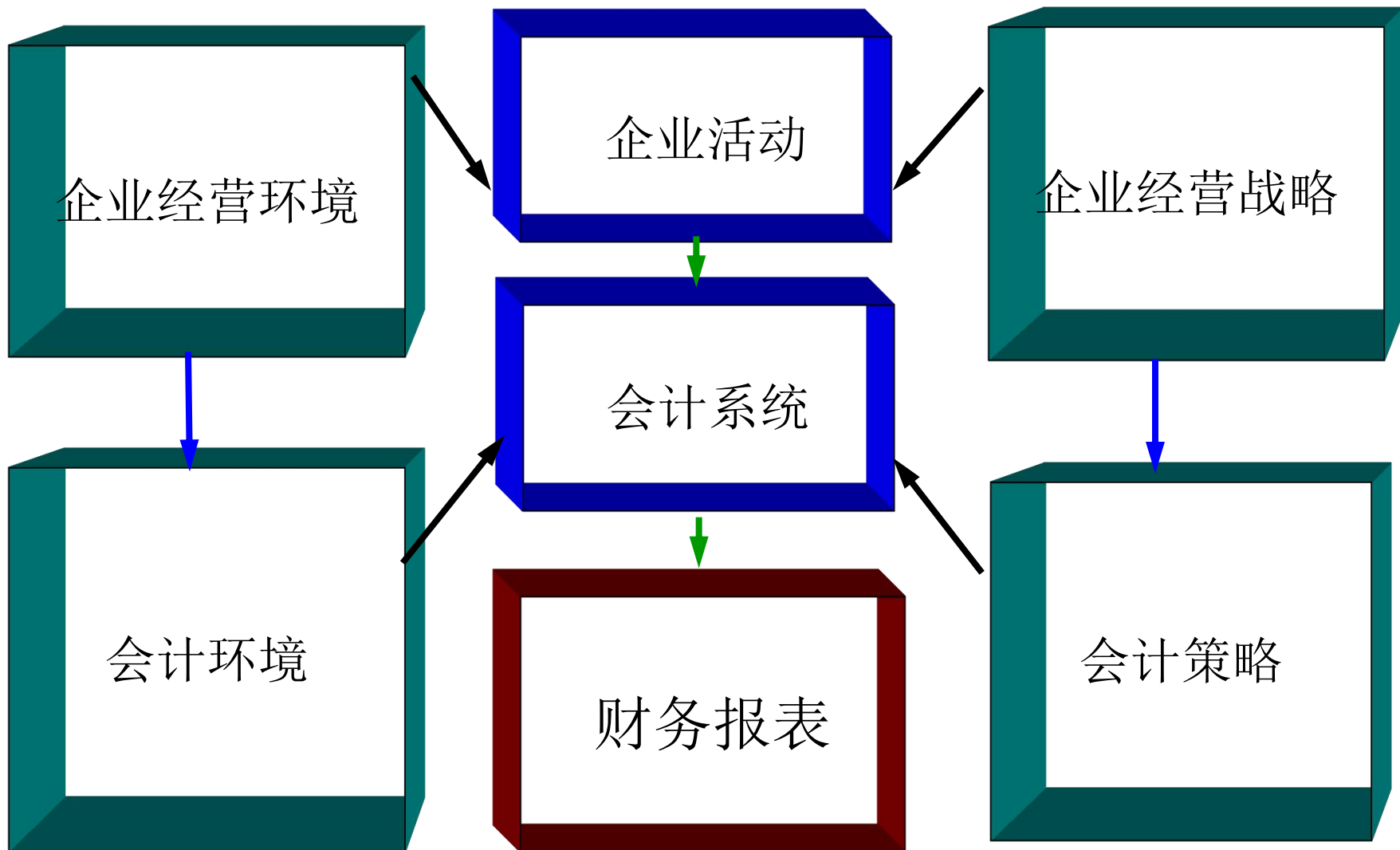
# 从财务视角看企业经营



# 企业财务分析与决策的战略性思维框架

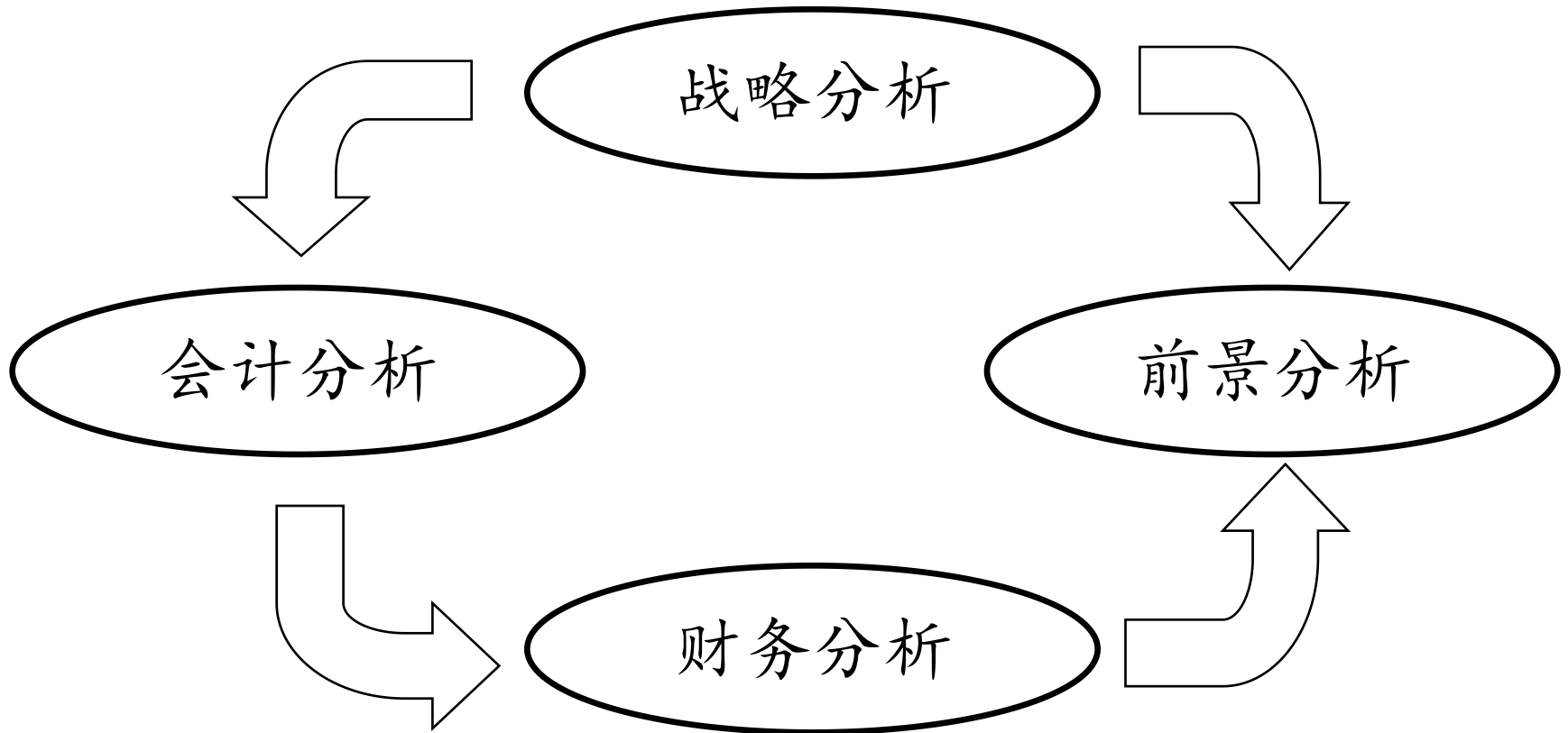


# 哈佛分析框架



# 财务分析的逻辑框架

---



美的集团股份有限公司  
合并及公司资产负债表  
2022年6月30日

(除特别注明外，金额单位为人民币千元)

资产	附注	2022年6月30日	2022年6月30日
		合并	公司
流动资产：			
货币资金	四(1)	76,701,938	42,386,058
交易性金融资产	四(2)	3,265,641	356,000
衍生金融资产		586,771	346,191
应收票据	四(3)	6,597,218	-
应收账款	四(4)	29,586,420	-
应收款项融资	四(6)	14,072,448	-
预付款项	四(7)	4,385,716	37,966
合同资产	四(8)	4,264,364	-
发放贷款和垫款	四(9)	15,584,795	-
其他应收款	四(5),十七(1)	2,175,663	26,512,317
存货	四(10)	36,750,838	-
一年内到期的非流动资产	四(11)	38,717,839	35,669,169
其他流动资产	四(12)	43,127,422	29,945,467
流动资产合计		275,817,073	135,253,168

2022-06 单位：亿元	美的集团（母公司）	格力电器（母公司）
应收票据	0	0
应收账款	0	58
应收款项融资	0	264
合同资产	0	0
存货	0	66
应付票据	0	389
应付账款	0	337
合同负债	0	93

# 复星医药(600196)

2022年12月31日

人民币元

<u>负债和所有者权益</u>	<u>附注五</u>	<u>2022年12月31日</u>	<u>2021年12月31日</u> (经重述)
<u>流动负债</u>			
短期借款	25	11,931,537,165.93	9,420,129,313.44
应付票据	26	857,879,140.38	548,388,304.87
应付账款	27	5,426,161,923.19	4,515,304,947.44
合同负债	28	1,544,762,576.49	1,153,858,375.83
应付职工薪酬	29	1,640,222,238.38	1,297,016,829.54
应交税费	30	929,835,697.13	727,585,887.51
其他应付款	31	5,353,265,590.30	5,000,100,560.38
一年内到期的非流动负债	32	5,471,331,900.27	5,127,487,867.14
其他流动负债	33	143,073,225.18	1,528,600,495.19
流动负债合计		<u>33,298,069,457.25</u>	<u>29,318,472,581.34</u>

# 复星医药(600196)

## 非流动负债

长期借款	34	11,600,437,131.66	6,694,183,385.90
应付债券	35	499,431,152.21	2,354,886,327.49
租赁负债	36	744,992,648.18	648,360,205.12
长期应付款	37	337,819,540.68	245,793,336.10
长期应付职工薪酬	38	42,068,155.09	54,425,000.00
递延收益	39	632,432,895.82	512,806,418.38
递延所得税负债	23	3,362,940,237.33	3,129,746,176.23
其他非流动负债	40	2,536,806,400.77	1,968,080,369.57
非流动负债合计		<u>19,756,928,161.74</u>	<u>15,608,281,218.79</u>
负债合计		<u>53,054,997,618.99</u>	<u>44,926,753,800.13</u>

# 复星医药(600196)

<u>负债和股东权益</u>	<u>附注五</u>	<u>2022年12月31日</u>	<u>2021年12月31日</u> (经重述)
<b>股东权益</b>			
股本	41	2,672,156,611.00	2,562,898,545.00
资本公积	42	16,992,138,223.00	14,040,518,511.06
减：库存股	43	53,254,806.00	-
其他综合收益	44	(1,198,363,947.81)	(1,265,831,690.95)
盈余公积	45	2,952,929,442.20	2,826,306,841.05
未分配利润	46	<u>23,216,851,990.16</u>	<u>21,031,666,058.64</u>
归属于母公司股东权益合计		<u>44,582,457,512.55</u>	<u>39,195,558,264.80</u>
少数股东权益		<u>9,526,452,100.80</u>	<u>9,184,009,761.84</u>
股东权益合计		<u>54,108,909,613.35</u>	<u>48,379,568,026.64</u>
负债和股东权益总计		<u>107,163,907,232.34</u>	<u>93,306,321,826.77</u>

# 复星医药(600196)

2022年12月31日

人民币元

资产	附注五	2022年12月31日	2021年12月31日 (经重述)
流动资产			
货币资金	1	16,241,313,361.55	10,317,224,034.78
交易性金融资产	2	928,532,148.61	4,241,069,085.61
应收票据	3	24,842,536.99	16,227,279.63
应收账款	4	7,588,099,263.10	6,029,720,207.09
应收款项融资	5	558,927,489.80	427,883,962.35
预付款项	6	1,607,465,964.56	1,740,119,318.85
其他应收款	7	598,837,497.90	842,927,184.99
存货	8	6,882,432,395.84	5,472,547,240.58
持有待售资产	9	419,577,812.77	463,704,813.34
一年内到期的非流动资产	10	-	188,839,750.00
其他流动资产	11	429,149,671.70	696,644,215.52
流动资产合计		35,279,178,142.82	30,436,907,092.74

# 复星医药(600196)

## 非流动资产

长期应收款	12	91,663,114.23	77,395,288.47
长期股权投资	13	23,144,771,465.73	22,683,713,418.51
其他权益工具投资	14	15,450,825.55	29,915,556.21
其他非流动金融资产	15	2,388,828,708.21	1,206,488,930.44
固定资产	16	10,267,858,501.99	8,919,058,348.97
在建工程	17	4,896,697,128.16	3,617,704,520.01
使用权资产	18	863,537,452.04	747,347,175.47
无形资产	19	12,471,056,762.03	10,276,254,397.82
开发支出	20	3,454,259,828.24	3,156,906,315.18
商誉	21	10,337,053,091.49	9,399,987,036.57
长期待摊费用	22	554,233,231.45	475,312,601.48
递延所得税资产	23	442,570,100.31	265,589,462.47
其他非流动资产	24	2,956,748,880.09	2,013,741,682.43
非流动资产合计		<u>71,884,729,089.52</u>	<u>62,869,414,734.03</u>
资产总计		<u>107,163,907,232.34</u>	<u>93,306,321,826.77</u>

# 复星医药(600196)

	附注五	2022年	2021年 (经重述)
营业收入	47	43,951,546,895.23	39,011,184,281.58
减：营业成本	47	23,169,690,419.68	20,229,784,681.07
税金及附加	48	227,799,436.55	234,471,083.78
销售费用	49	9,171,176,082.23	9,100,803,166.58
管理费用	50	3,828,102,918.85	3,226,882,658.32
研发费用	51	4,302,092,916.99	3,837,302,678.36
财务费用	52	647,402,662.52	464,021,504.89
其中：利息费用		963,806,918.22	822,540,193.49
利息收入		282,634,639.30	233,784,668.85
加：其他收益	53	384,154,528.23	327,832,978.11
投资收益	54	4,377,842,560.88	4,623,826,020.43
其中：对联营企业和合营企业的 投资收益		1,835,146,086.02	1,789,136,938.26
公允价值变动（损失）/收益	55	(2,498,368,490.57)	352,298,612.23
信用减值损失	56	(65,369,144.37)	(74,015,847.49)
资产减值损失	57	(272,487,818.88)	(829,873,344.00)
资产处置收益/(损失)	58	125,602,287.58	(15,418,719.15)
营业利润		4,656,656,381.28	6,302,568,208.71

# 恒瑞医药(600276)

	2021年12月31日	2020年12月31日
<b>流动资产：</b>		
货币资金	13,630,819,615.77	10,804,668,034.15
交易性金融资产	5,090,350,801.94	5,628,004,081.30
应收票据	1,081,031,081.78	-
应收账款	4,632,515,377.95	5,073,694,217.16
应收款项融资	1,170,380,436.17	3,102,029,708.53
预付款项	973,021,537.82	562,113,726.61
其他应收款	658,004,598.96	651,152,636.58
存货	2,402,673,360.01	1,778,057,205.65
其他流动资产	548,952,225.56	450,316,393.41
流动资产合计	30,187,749,035.96	28,050,036,003.39

## 恒瑞医药(600276)

非流动资产：		
长期股权投资	192,826,121.92	60,000,000.00
其他非流动金融资产	807,857,364.84	1,442,463,384.25
固定资产	4,462,870,398.58	3,280,173,663.32
在建工程	1,659,021,854.31	1,305,065,234.04
使用权资产	153,710,385.27	-
无形资产	442,454,193.33	341,252,853.55
开发支出	259,982,322.06	-
长期待摊费用	309,393,680.13	197,632,234.59
递延所得税资产	141,362,707.49	52,966,542.29
其他非流动资产	648,993,636.25	-
非流动资产合计	9,078,472,664.18	6,679,553,912.04
资产总计	39,266,221,700.14	34,729,589,915.43

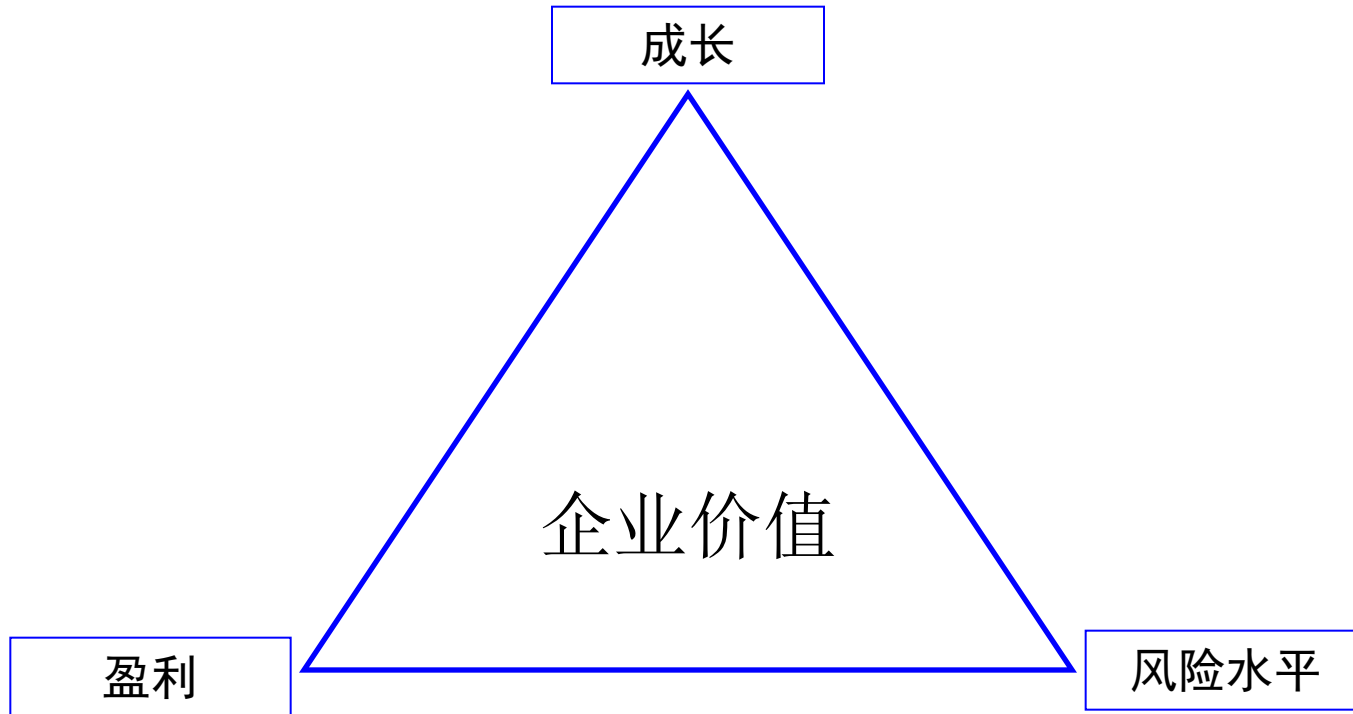
# 恒瑞医药(600276)

项目	2021 年度	2020 年度
一、营业总收入	25,905,526,375.80	27,734,598,747.82
其中：营业收入	25,905,526,375.80	27,734,598,747.82
二、营业总成本	21,792,968,500.97	21,282,046,300.49
其中：营业成本	3,741,798,550.11	3,348,689,669.44
税金及附加	201,805,370.45	256,959,458.75
销售费用	9,383,708,325.27	9,802,524,140.33
管理费用	2,860,306,640.49	3,066,658,322.14
研发费用	5,943,306,005.11	4,988,958,232.35
财务费用	-337,956,390.46	-181,743,522.52
其中：利息费用	4,710,237.03	-
利息收入	367,462,517.94	290,274,724.93
加：其他收益	309,036,020.34	207,589,043.32
投资收益（损失以“-”号填列）	213,433,866.66	341,424,519.49
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-6,940,071.40	-
公允价值变动收益（损失以“-”号填列）	36,232,636.19	16,496,999.80
信用减值损失（损失以“-”号填列）	4,045,555.26	-6,695,834.55
资产减值损失（损失以“-”号填列）	-13,861,067.67	-7,278,314.87
资产处置收益（损失以“-”号填列）	3,371,242.11	2,983,443.07
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	4,664,816,127.72	7,007,072,303.59

### (三) 企业价值如何度量

---

- 长期：未来现金流的现值



# 思考

---

## ● 谁更有潜力？

- ✓ A：名校毕业名企工作，第1年收入15万元；
  - ✓ B：公务员铁饭碗，第1年收入15万元；
  - ✓ C：个体经营，去年收入50万，最近四年收入：20、10、-20、50；一般最多亏20万，20万是正常收入水平。
-

“如果只能选择一个指标，我选ROE”  
——沃伦·巴菲特

“管理层的目标是提高总资本收益率（总资本包括长期负债加权益资本）及净资产收益率。”（1971）

“管理层的目标是在未来长期内取得高于美国企业总体水平的平均净资产收益率，同时运用正确合理的会计政策和债务政策。”（1973）

“除了特殊情况（比如负债与权益比例特别高的公司或是重要资产在资产负债表上记录的价值不真实的公司）以外，我们认为净资产收益率是一个更加合适的管理层取得的经济业绩衡量指标。”（1977）——巴菲特/致股东的一封信

## “市值>100亿” + “连续10年ROE>15%” (32家)

	公司	市值	行业		公司	市值	行业		公司	市值	行业
1	贵州茅台	20900	白酒	11	爱美客	587	医药医疗	21	晨光股份	316	轻工制造
2	美的集团	3906	家电	12	新产业	583	医药医疗	22	济川药业	302	医药医疗
3	海天味业	1943	食品	13	今世缘	574	白酒	23	伟明环保	287	环保
4	格力电器	1857	家电	14	长春高新	566	医药医疗	24	老凤祥	272	轻工制造
5	伊利股份	1663	食品	15	迎驾贡酒	488	白酒	25	浙江鼎力	255	机械设备
6	洋河股份	1532	白酒	16	苏泊尔	436	家电	26	伟星新材	223	建材
7	片仔癀	1399	医药医疗	17	先导智能	379	电池	27	飞科电器	212	家电
8	爱尔眼科	1346	医药医疗	18	珀莱雅	371	日用化工	28	法拉电子	190	电子
9	古井贡酒	994	白酒	19	亿联网络	347	互联网	29	周大生	171	轻工制造
10	双汇发展	925	食品	20	安克创新	337	消费电子	30	吉比特	168	传媒游戏
白酒5; 家电4; 医药医疗5; 食品3; 轻工制造3								31	美亚光电	165	机械设备
								32	嘉友国际	119	物流

## 财务分析的“道”与“术”

---

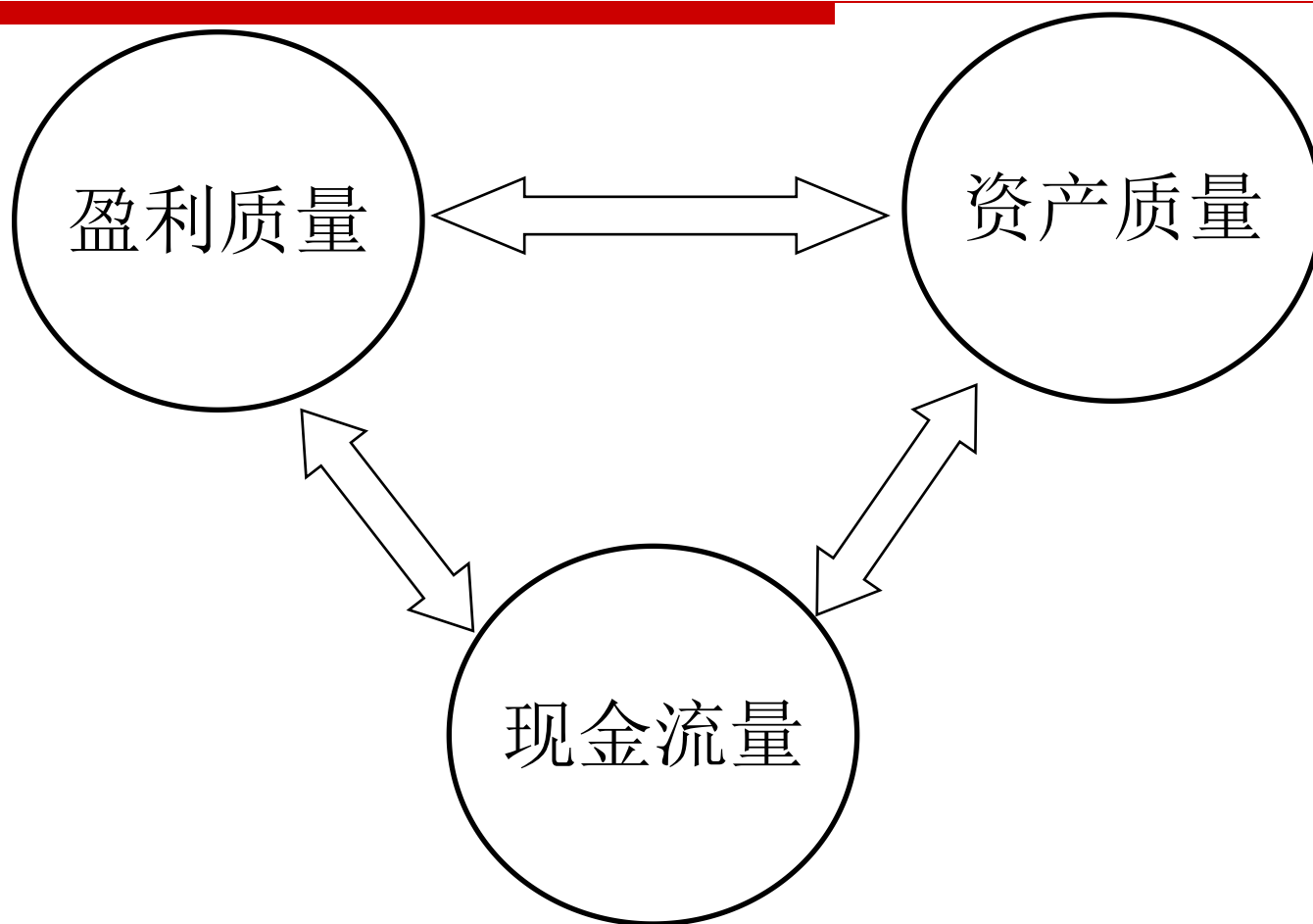
- 对行业格局的分析和对公司核心竞争力的理解是“道”
- 财务分析只是“术”
- 但是后者对前者起着验证和把关作用！
- “道”：不要孤立的看待一家公司，要把公司放到行业的上下游产业链和行业竞争格局的大背景中分析。
- “术”：靠什么赚钱？（商业模式）；公司战略规划、团队背景和管理执行力等是否与其商业模式一致？

## ROE分解-2022

公司名称	ROE	=	NI/S	×	S/A	×	A/E
贵州茅台	32.53%	=	52.68%	×	0.49	×	1.27
双汇发展	25.22%	=	9.14%	×	1.78	×	1.55
宁德时代	24.83%	=	10.18%	×	0.72	×	3.37
复星医药	7.82%	=	8.98%	×	0.44	×	1.98

# 企业财务分析的三个切入点

---



👉 关注①：了解企业家底——三要素及其结构

## 中国石油（2022）

流动资产	6139亿
长期投资	2706亿
固定资产	4630亿
油气资产	8326亿
在建工程	1969亿
使用权资产	1327亿
其他资产	1641亿

流动负债	6243亿
长期负债	5114亿
股本	1830亿
未分配利润	8486亿
公积金	3486亿

# 中国石油（2022）

①金融资产	2509	⑤带息债务	2747
其中：货币资金	2250	⑥股东权益	15381
其他投资类资产	259	其中：股本	1830
②长期股权投资	2697	资本公积	1274
③净营运资本 (NWC)	(4970)	其他综合收益	(347)
其中：营运资产	3639	盈余公积	2120
营运负债	8609	一般风险准备	0
④长期经营资产	17893	未分配利润	7670
其中：固定资产等	16252	少数股东权益	1453
资产合计	18129	投入资本合计	18129

## 👉 关注②：表外经济资源状况

---

- ✓ 并非企业所有的经济资源都能够反映在资产负债表上
  - 人力资本
  - 数据资产
  - 无形资产
  - 品牌价值
-

# 全球最佳品牌——2022排名

NO	品牌	原产地	行业	品牌价值
1		美国	技术	4822
2	<b>Microsoft</b>		技术	2783
3	<b>amazon</b> 		技术	2748
4			技术	2517
5		韩国	技术	877
6	 <b>TOYOTA</b>	日本	汽车	598
7		美国	饮料	575
8		德国	汽车	561
9		美国	媒体	503
10		美国	运动产品	503

# 全球最佳品牌——2010排名

NO	品牌	原产地	部门	品牌价值
1		美国	饮料	705
2			商业服务	647
3			计算机软件	609
4			互联网服务	436
5			多元化	428
6			餐饮	336
7			电子产品	320
8		芬兰	电子产品	295
9		美国	媒体	287
10			电子产品	269

# 中信证券(600030)vs.东方财富(300059)

2020	中信证券(600030)	东方财富(300059)	比值
营业收入	544亿	82亿	6.6
净利润	155亿	48亿	3.2
总资产	1.05万亿	1103亿	9.5
净资产	1858亿	331亿	5.6
市值(2021.6.25)	3298亿(A+H)	3380亿	(-82亿)
PB	1.77	9.78	0.17

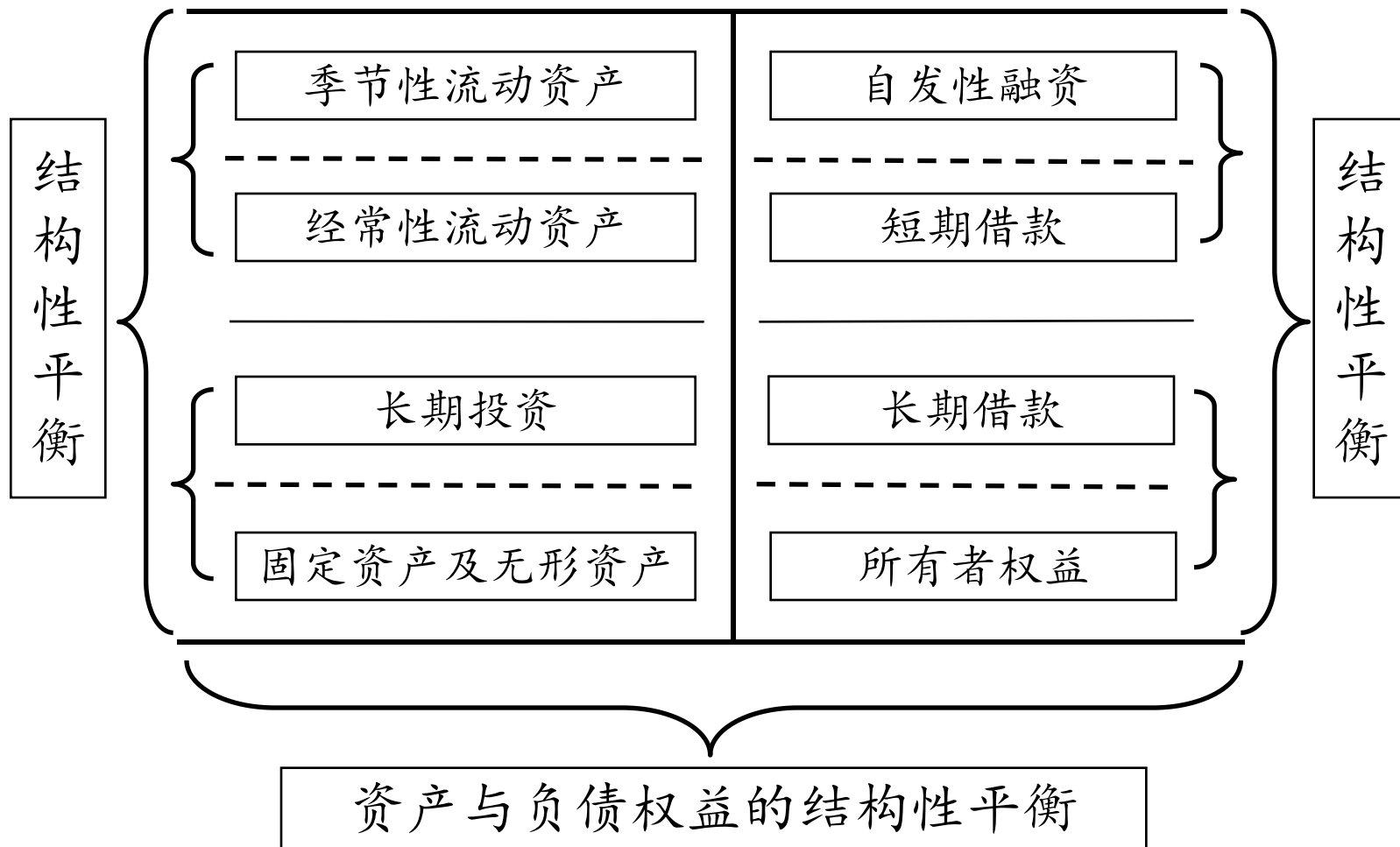
2020	中信证券(600030)	东方财富(300059)	比值
员工人数	19012人	4927人	3.9
应付职工薪酬	148.55亿	12.69亿	11.7
人均职工薪酬	78.13万	25.76万	3.03
人均业务收入	286万	166万	1.72

2020	中信证券(600030)	东方财富(300059)	比值
营业利润	206亿	55亿	3.74
其中：投资收益	249亿	3.16亿	79

## 金融信息服务业，数据来源相对较全的9家企业

证券代码	公司	成立时间	注册资本 (万元)	人员规模 (人)	实控人
已上市					
300059.SZ	东方财富信息股份有限公司	2005/1/20	1,033,576	4,927	其实
601519.SH	上海大智慧股份有限公司	2000/12/14	202,822	980	张长虹
600570.SH	恒生电子股份有限公司	2000/12/13	146,156	9,739	蚂蚁集团
300033.SZ	浙江核新同花顺网络信息有限公司	2001/8/24	53,760	4,058	易峥
688318.SH	深圳市财富趋势科技股份有限公司	2007/1/25	6,667	327	黄山
未上市					
	万得信息技术股份有限公司	2005/4/4	67,558	527	陆风
	通联数据股份公司	2013/12/18	30,000	302	鲁伟鼎
	深圳希施玛数据科技有限公司	2015/3/24	5,000	214	陈春梅
	上海乾隆高科技有限公司	1994/9/21	3,868	95	杨庆寿

# 👉 关注③：从资产负债表识别企业风险



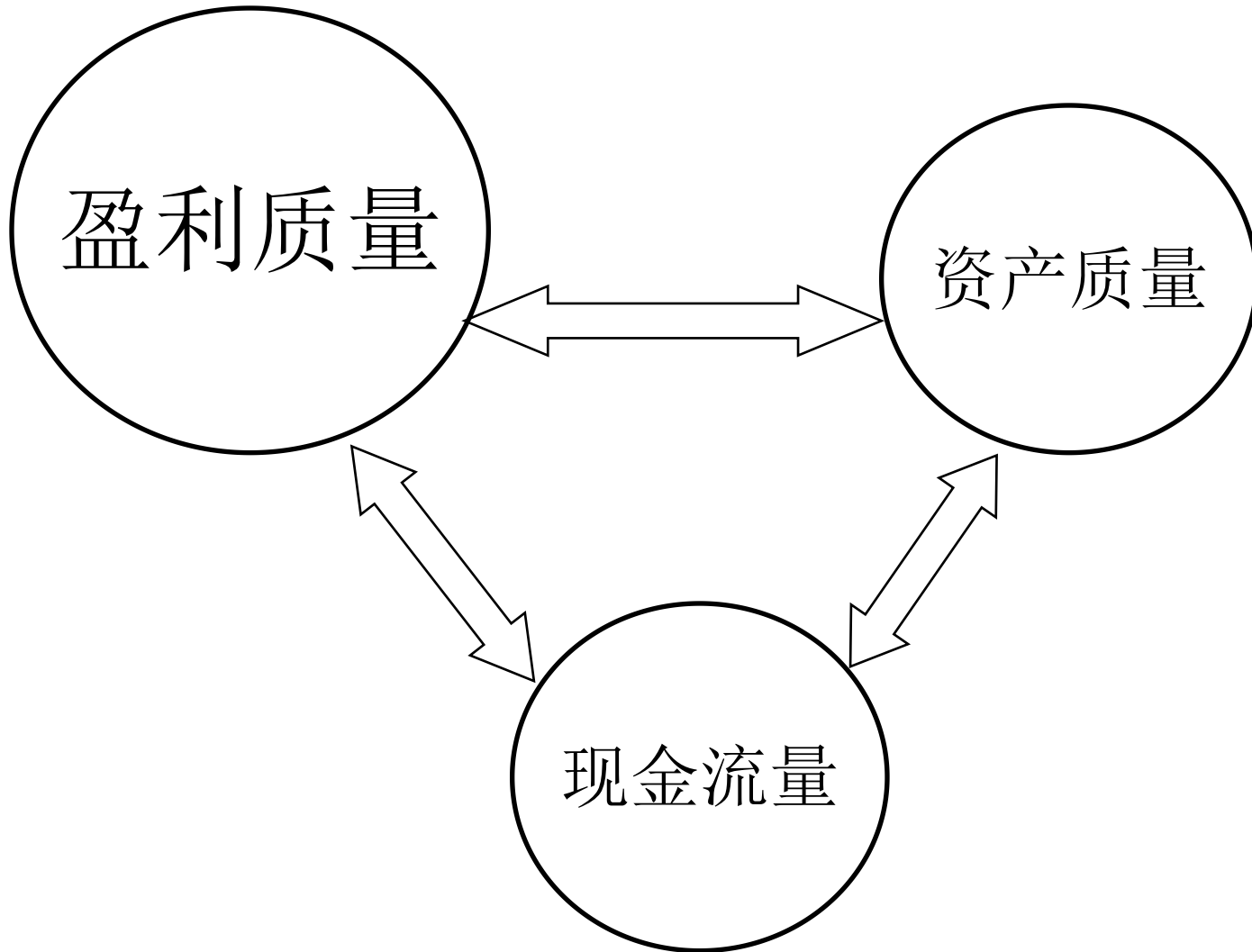
## 万科A(000002)·资产结构分析（2021-6-30）

资产结构		占比	资本结构		
金融资产	1980	31%	(1) 有息债务	2722	43%
长期股权投资	1420	22%	其中：短期债务	878	
营运资本	1177	19%	长期债务	1844	
其中：营运资产	14368		净负债率	20.40%	
营运负债	13191		融资成本率（计算）	4.64%	
长期经营资产	1782	28%	(2) 股东权益	3637	57%
合计	6359	100%	合计	6359	100%

# 中国恒大(03333)·资产结构分析（2021-6-30）

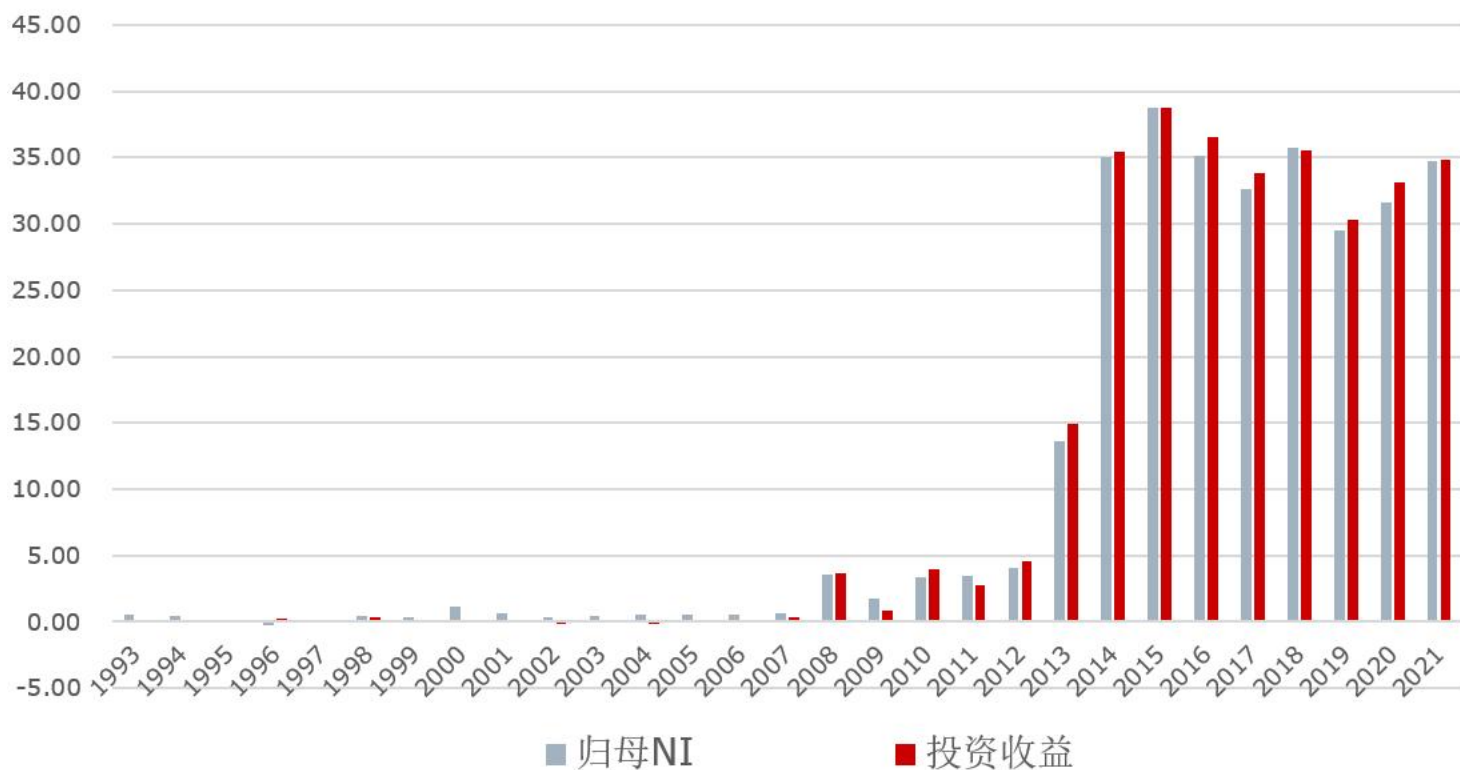
资产结构		占比	资本结构		
金融资产	1002	10%	(1) 有息债务	5722	58%
长期股权投资	1157	12%	其中：短期债务	2404	
营运资本	4715	48%	长期债务	3318	
其中：营运资产	18658		净负债率	114.84%	
营运负债	13943		融资成本率（计算）	12.90%	
长期经营资产	2958	30%	(2) 股东权益	4110	42%
合计	9832	100%	合计	9832	100%

# 企业财务分析的三个切入点



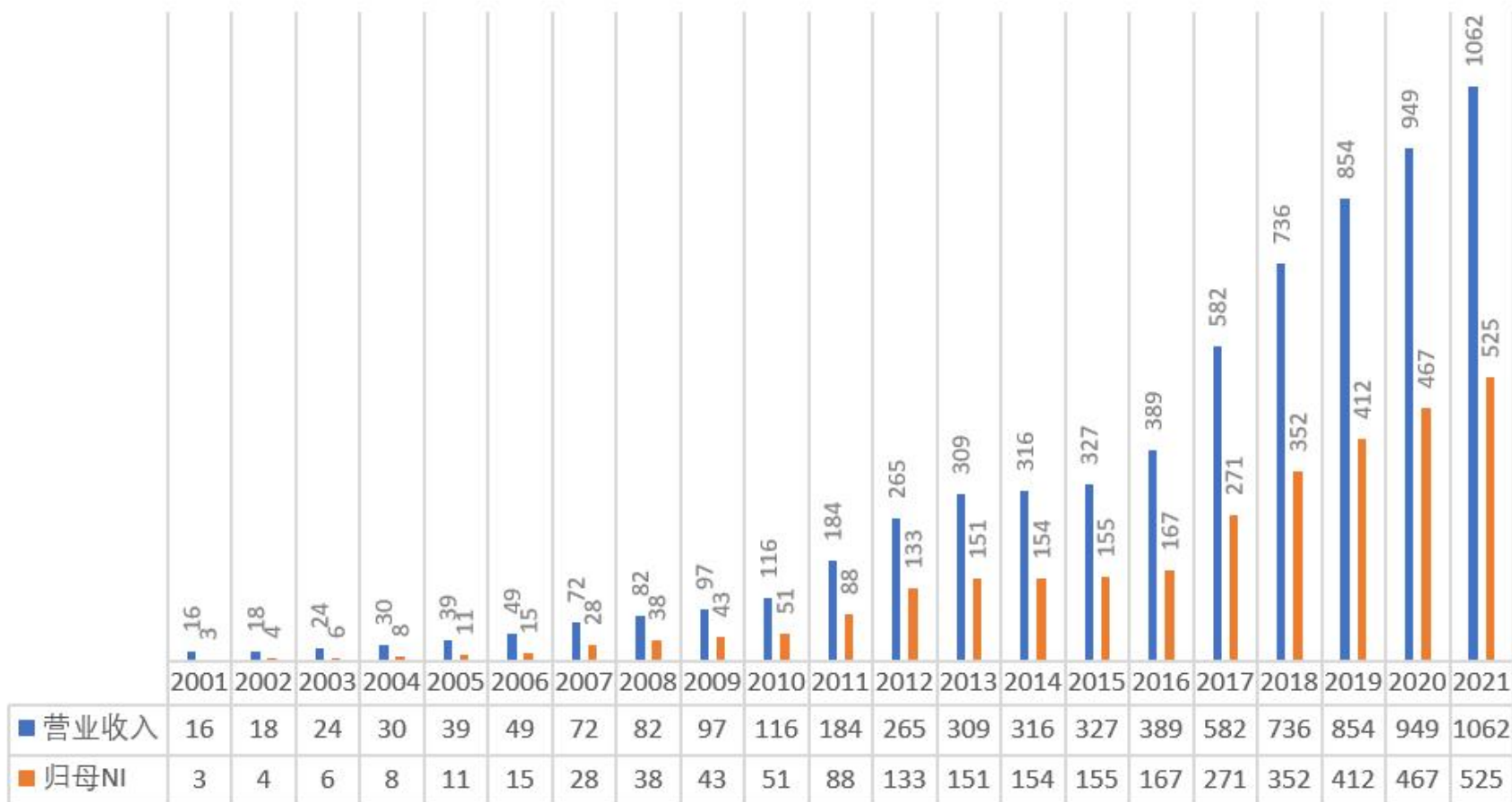
## 👉 关注①： 利润主要来源及可持续性

### 川投能源(600674)



# 贵州茅台（600519）

■ 营业收入 ■ 归母NI



## 👉 关注②：利润表的结构质量

2021年	贵州茅台(600519)		五粮液(000858)	
一、营业收入	1094.64	100.00%	662.09	100.00%
减：营业成本	91.57	8.37%	163.19	24.65%
税金及附加	153.04	13.98%	97.90	14.79%
销售费用	27.37	2.50%	65.04	9.82%
管理费用	84.50	7.72%	29.00	4.38%
研发费用	0.62	0.06%	1.77	0.27%
财务费用	-9.35	-0.85%	-17.32	-2.62%
加：投资收益、公允价值变动收益	0.56	0.05%	0.97	0.15%
加：其他收益、资产减值损失等	0.08	0.01%	2.14	0.32%
二、营业利润	747.51	68.29%	325.52	49.17%
加：营业外收入	0.69	0.06%	0.52	0.08%
减：营业外支出	2.92	0.27%	1.54	0.23%
三、利润总额	745.28	68.08%	324.50	49.01%
减：所得税费用	188.08	17.18%	79.43	12.00%
四、净利润	557.21	50.90%	245.07	37.02%

#### (四) 如何增加价值(企业价值的长期来源是什么)?

基本公式： 股价(P) = 每股收益(EPS) \* 市盈率(PE)

其中： EPS=公司净利润NI/普通股股数N

PE =公司总市值PV/公司净利润NI

$$(1) P_0 = PE_0 \times EPS_0$$

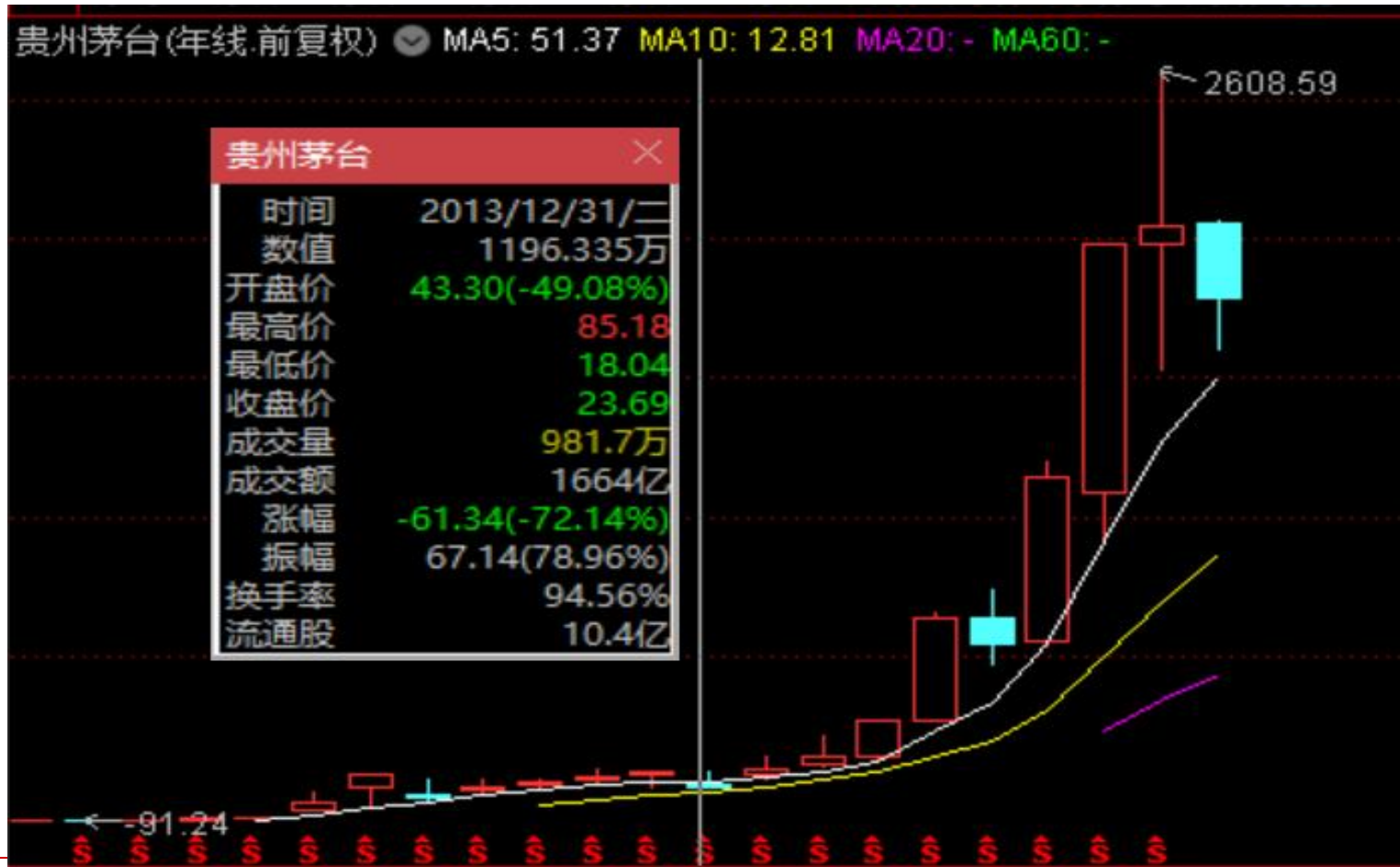
$$(2) P_1 = PE_1 \times EPS_1$$

$$(3) P_1 - P_0 = PE_1 \times EPS_1 - PE_0 \times EPS_0$$

$$= (PE_0 + \Delta PE) \times (EPS_0 + \Delta EPS) - PE_0 \times EPS_0$$

$$= \Delta PE \times \Delta EPS + \Delta PE \times EPS_0 + PE_0 \times \Delta EPS$$

# 贵州茅台(600519)股价走势图



# 贵州茅台(600519)市值变动分析

2021年：股价2050.00，股本12.56亿，市值25748亿；营业收入1095亿  
归母NI 524.6亿；销售净利率50.90%；EPS 41.76元/股；PE 49.08

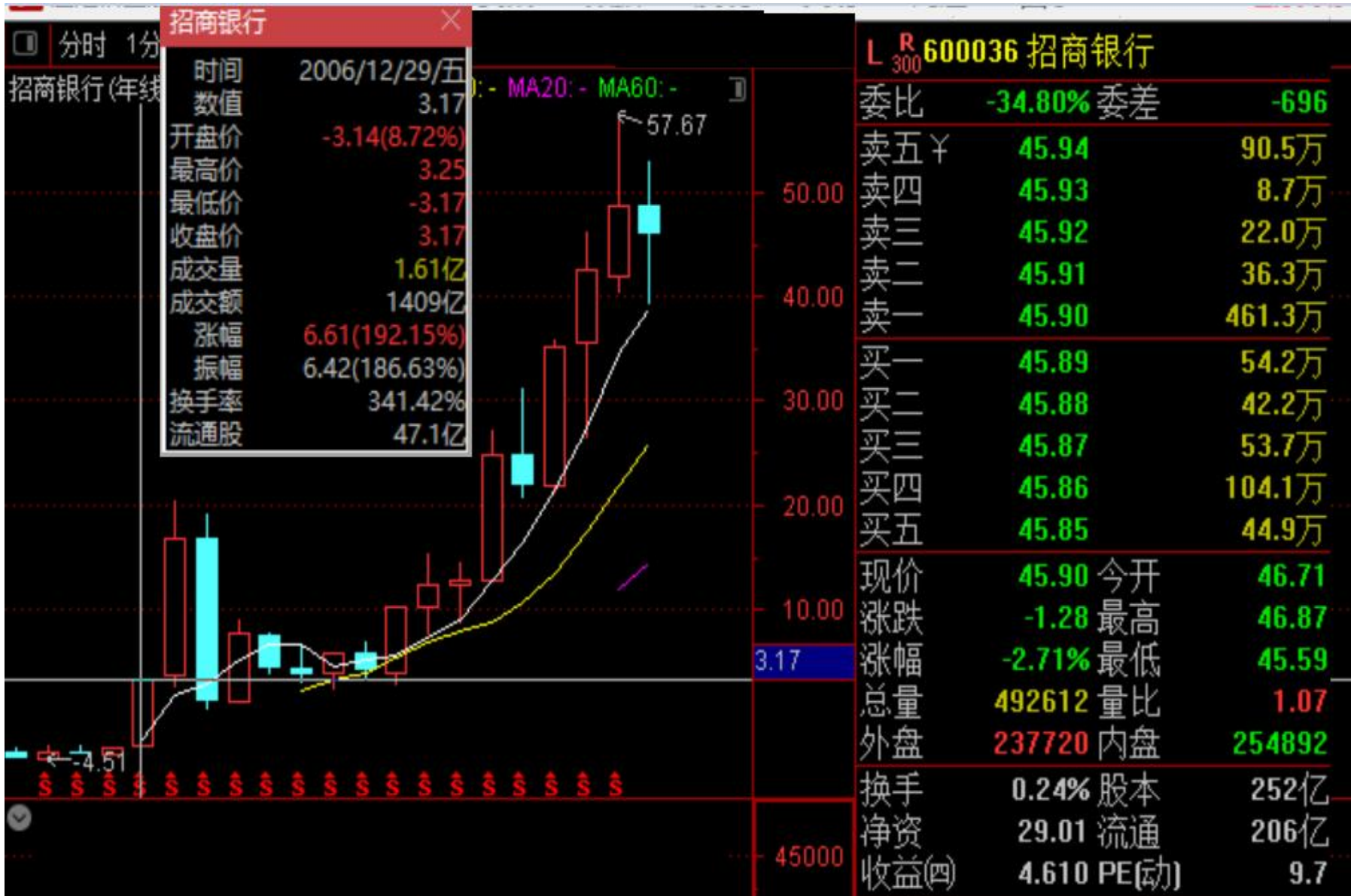
2001年：股价38.55，股本1.85亿，总市值71.32亿；营业收入16.18亿；  
归母NI 3.28亿；销售净利率20.27%；EPS 1.77元/股；PE 21.78

2021vs.2001：股价53.2倍；股本6.8倍；市值361.0倍；营收67.7倍；  
归母NI 160.0倍；销售净利率 2.5倍；EPS 23.6倍；PE 2.25倍

$$PV_1 - PV_0 = PE_1 \times NI_1 - PE_0 \times NI_0 = \Delta PE \times \Delta NI + \Delta PE \times NI_0 + PE_0 \times \Delta NI$$

$$PV_1 - PV_0: +25677 \text{ 亿}$$

$$\Delta PE \times \Delta NI: +14233 \text{ 亿}; \quad \Delta PE \times NI_0: +90 \text{ 亿}; \quad PE_0 \times \Delta NI: +11354 \text{ 亿}$$



招商银行

分时 1分  
招商银行(日线)

时间	2006/12/29/五
数值	3.17
开盘价	-3.14(8.72%)
最高价	3.25
最低价	-3.17
收盘价	3.17
成交量	1.61亿
成交额	1409亿
涨幅	6.61(192.15%)
振幅	6.42(186.63%)
换手率	341.42%
流通股	47.1亿

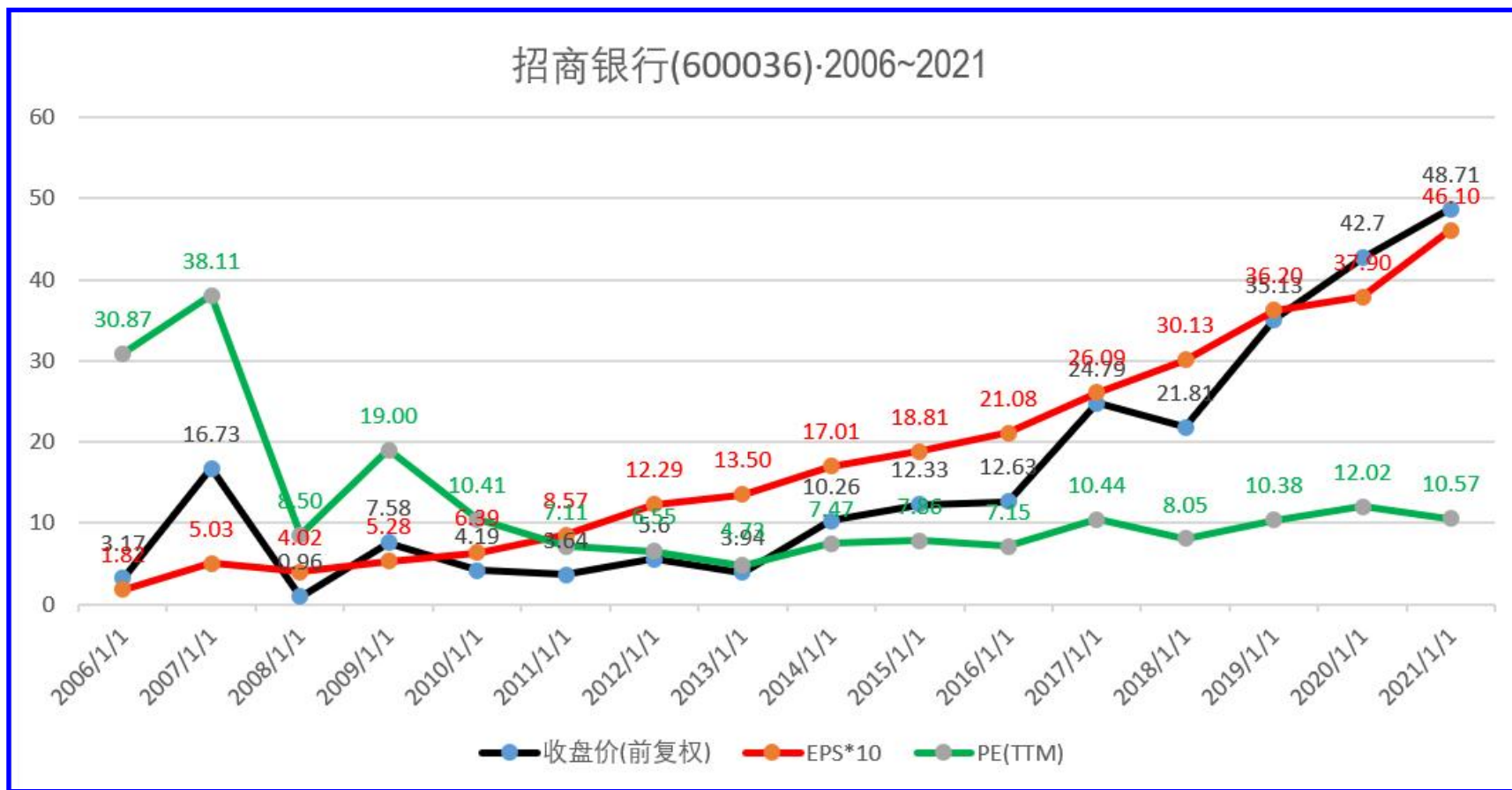


L R 600036 招商银行

委比	-34.80%	委差	-696
卖五	45.94		90.5万
卖四	45.93		8.7万
卖三	45.92		22.0万
卖二	45.91		36.3万
卖一	45.90		461.3万
买一	45.89		54.2万
买二	45.88		42.2万
买三	45.87		53.7万
买四	45.86		104.1万
买五	45.85		44.9万
现价	45.90	今开	46.71
涨跌	-1.28	最高	46.87
涨幅	-2.71%	最低	45.59
总量	492612	量比	1.07
外盘	237720	内盘	254892
换手	0.24%	股本	252亿
净资	29.01	流通	206亿
收益(四)	4.610	PE(动)	9.7

# 招商银行2006~2021：股价增长15倍

—— $\Delta PE(-20.3; 34\%); \Delta EPS(+4.43; 25.3\text{倍})$



# 比亚迪(002594) 单位：亿元

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
总资产	1451	1781	1946	1956	2010	2958
归母净资产	<b>513</b>	<b>550</b>	<b>552</b>	<b>568</b>	<b>569</b>	<b>951</b>
营业收入	1035	1059	1301	1277	1566	2161
归母净利润	<b>50.52</b>	<b>40.66</b>	<b>27.80</b>	<b>16.14</b>	<b>42.34</b>	<b>30.45</b>
ROE	<b>12.1%</b>	<b>7.7%</b>	<b>5.1%</b>	<b>2.9%</b>	<b>7.5%</b>	<b>4.0%</b>
EPS	<b>1.88</b>	<b>1.40</b>	<b>0.93</b>	<b>0.50</b>	<b>1.47</b>	<b>1.06</b>
收盘价	49.68	65.05	51.00	47.67	194.30	268.12
总市值	<b>1235</b>	<b>1700</b>	<b>1324</b>	<b>1183</b>	<b>5088</b>	<b>7255</b>
再融资	145	0	0	0	0	362
市盈率 PE	<b>28</b>	<b>48</b>	<b>68</b>	<b>81</b>	<b>125</b>	<b>240</b>

复权 叠加 多股 统计 画线 F10 标记 +自选 返回

L<sub>300</sub> R 002594 比亚迪

委比	47.06%	委差	32
卖五	313.55	3.1万	
卖四	313.50	37.6万	
卖三	313.49	9.4万	
卖二	313.46	3.1万	-1
卖一	313.26 ↓	3.1万	+1
买一	313.25	15.7万	+4
买二	313.23	18.8万	+1
买三	313.22	72.0万	
买四	313.21	15.7万	
买五	313.20	34.5万	
现价	313.26	今开	318.00
涨跌	-4.97	最高	319.87
涨幅	-1.56%	最低	311.11
总量	145662	量比	1.18
外盘	68508	内盘	77154
换手	1.26%	股本	29.1亿
净资	32.92	流通	11.6亿
收益(-)	0.280	PE(动)	282.0

时间	2019/12/31/二
数值	278.959万
开盘价	43.18(0.00%)
最高价	47.93
最低价	42.78
收盘价	47.46
成交量	255.2万
成交额	115.8亿
涨幅	4.28(9.91%)
振幅	5.15(11.93%)
换手率	22.35%
流通股	11.4亿



# 京东方(000725) 单位：亿元

	2016	2017	2018	2019	2020	2021
总资产	2051	2561	3040	3404	4243	4497
归母净资产	<b>787</b>	<b>848</b>	<b>859</b>	<b>950</b>	<b>1033</b>	<b>1429</b>
营业收入	689	938	971	1161	1356	2193
归母净利润	<b>18.83</b>	<b>75.68</b>	<b>34.35</b>	<b>19.19</b>	<b>50.35</b>	<b>258.31</b>
ROE	<b>2.4%</b>	<b>9.3%</b>	<b>4.0%</b>	<b>2.1%</b>	<b>5.1%</b>	<b>21.0%</b>
EPS	<b>0.05</b>	<b>0.22</b>	<b>0.10</b>	<b>0.05</b>	<b>0.13</b>	<b>0.71</b>
收盘价	2.86	5.79	2.63	4.54	6.00	5.05
总市值	<b>995</b>	<b>2000</b>	<b>909</b>	<b>1563</b>	<b>2058</b>	<b>1921</b>
再融资	0	0	0	0	0	203
市盈率 PE	<b>536</b>	<b>23</b>	<b>20</b>	<b>85</b>	<b>63</b>	<b>7</b>

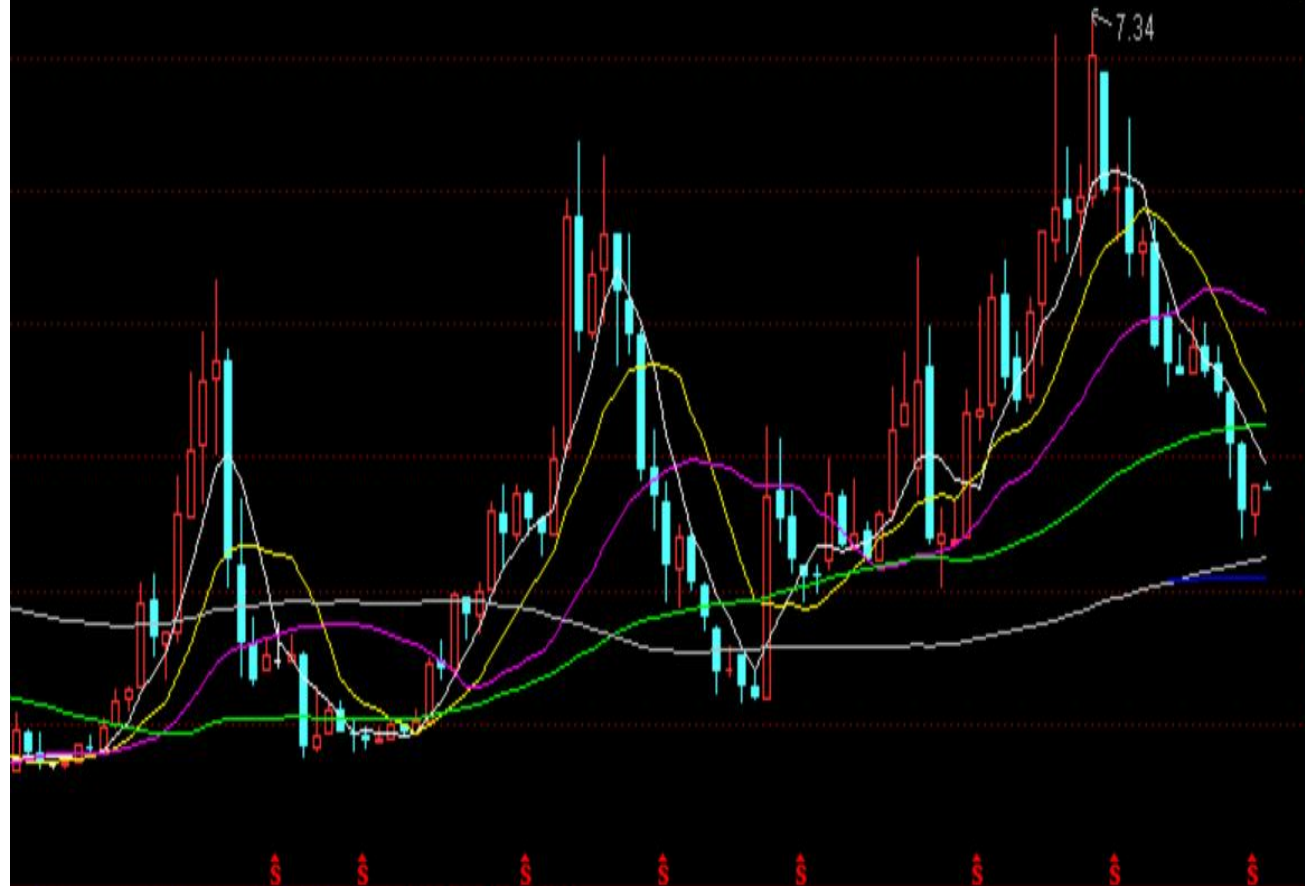
---

60分钟 日线 周线 月线 多周期 更多 >

复权 叠加 多股 统计 画线 F10 标记 +自选 返回

L<sub>300</sub> 000725 京东方A

10: 4.34 MA20: 5.10 MA60: 4.24 MA120: 3.25 MA250: 3.10



委比	13.87%	委差	14.3万
卖五	3.80	3073万	
卖四	3.79	3952万	
卖三	3.78	3576万	
卖二	3.77	3267万	
卖一	3.76	2892万	+65
买一	3.75	4981万	+201
买二	3.74	8095万	+257
买三	3.73	4587万	
买四	3.72	2202万	-1
买五	3.71	2028万	

现价	3.76	今开	3.79
涨跌	-0.03	最高	3.79
涨幅	-0.79%	最低	3.74
总量	175.6万	量比	1.04
外盘	821712	内盘	933792

VOLUME: 8545093.00 MA5: 50602284.00 MA10: 70203664.00

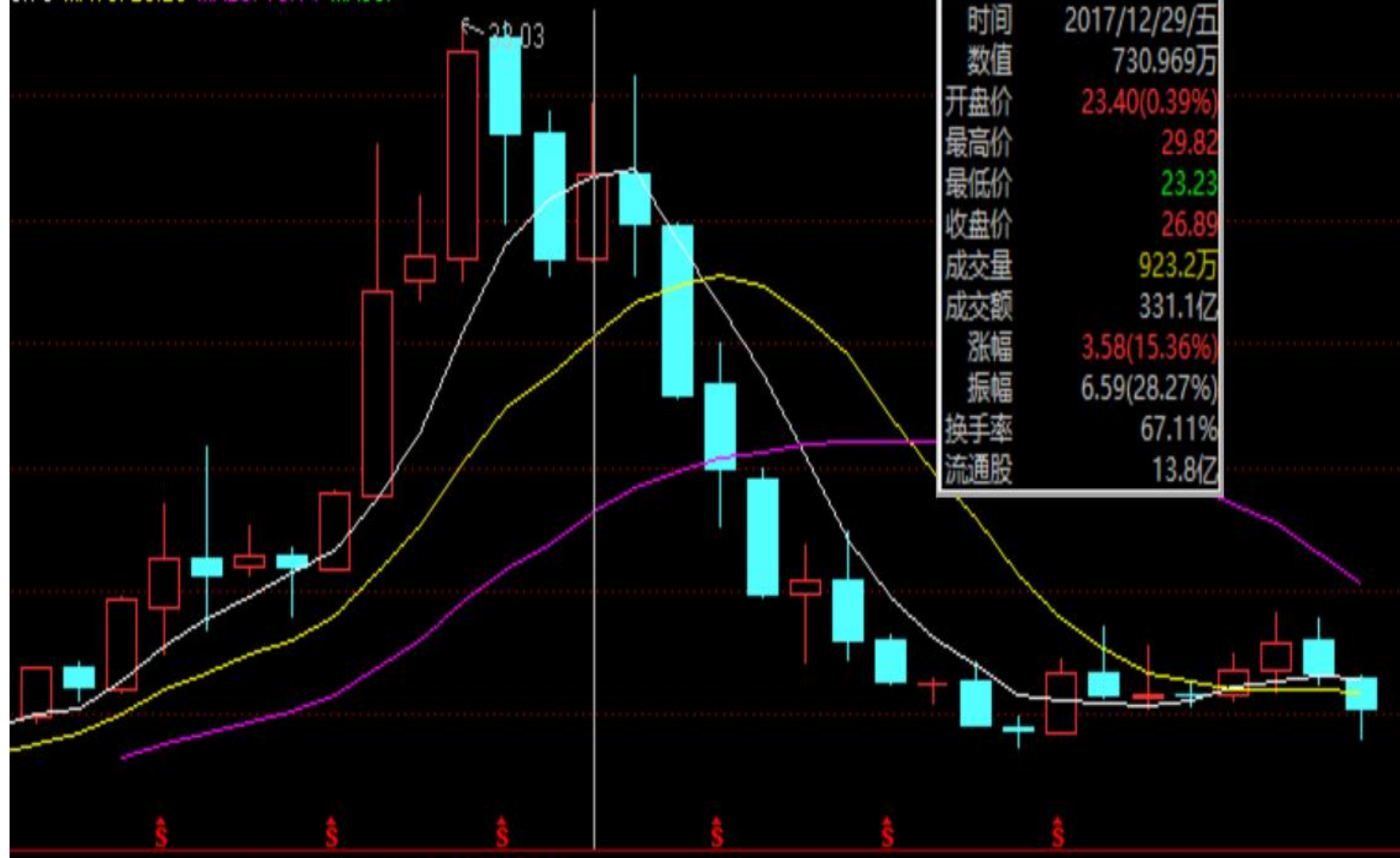
换手	0.48%	股本	384亿
净资	3.46	流通	365亿
收益(-)	0.110	PE(动)	8.2

# 三聚环保(300072)

报告日期	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
净利润	265404	163465	81441	41117	20473	18007	9506	5750
归母NI	253915	161705	82056	40198	20459	18006	9506	5750
归母E(均值)	753751.5	548734.5	331523.5	171071	139494	122204	110147.5	64680
ROE	33.69%	29.47%	24.75%	23.50%	14.67%	14.73%	8.63%	8.89%

30分钟 60分钟 日线 周线 月线 多周期 更多 >

6.78 MA10: 20.28 MA20: 13.14 MA60: -



## 三聚环保(300072)

报告日期	2021	2020	2019	2018	2017
净利润	5726	-135353	12013	58827	265404
归母净利润	8291	-138016	13870	50551	253915
平均归母E	813720.5	888586	943035	900578	753751.5
ROE	1.02%	-15.53%	1.47%	5.61%	33.69%

## 自由现金流与企业估值

---

- 美国西北大学 *Rappaport (1986)*、哈佛大学 *Jesen (1986)* 两位学者提出了著名的自由现金流 (*Free Cash Flow*) 理论，目前已成为企业估值的主要理论依据。
- 该理论认为决定公司价值的重要驱动因素主要有两个：一是企业的自由现金流 (*FCF*)；二是资金成本 (贴现率)。

$$\blacklozenge V = \frac{FCF_1}{(1+WACC)^1} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \dots = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t}$$

---

## 自由现金流 (*FCF*)

---

➤  $FCF = CFO - CE$

$$= EBIT * (1 - t) - \Delta NWC + DA - CE$$

$$= EBITDA - (\Delta NWC + CE + \text{所得税})$$

---

## 美的集团(000333)•营运能力分析


(亿元)	2018	2019	2020	2021
“应收-预收”	152	148	238	196
存货	296	324	311	459
“应付-预付”	580	642	794	944
NWC	(132)	(170)	(245)	(289)

## 企业自由现金流比较（亿元）

---

公司名称	2017	2018	2019	2020	2021	2022
贵州茅台(600519)	210	398	421	496	606	817
长江电力(600900)	371	366	337	374	323	260
中国东航(600115)	(51)	(39)	214	(60)	(63)	(165)

## 三聚环保(300072)-自由现金流

报告日期	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
CFO	102430	-92611	355305	-138514	-35363	32140	6073	31864	2984	-3910	-20206	-4711
CFI	-91252	-36241	-79266	-16459	58339	-34475	-22996	-58950	-41299	-13561	-24467	-3181
CFF	-143707	-42860	-178779	-201147	-36263	302655	209339	70973	40927	26263	29340	80673
CE	19034	39984	60092	16459	21803	25819	26183	55740	39499	13373	21467	3181
CFO-CE=FCF	83396	-132595	295213	-154973	-57166	6321	-20110	-23876	-36515	-17283	-41673	-7892
累计FCF(2010~ )	-99261				-190302							
净利润	5726	-135353	12013	58827	265404	163465	81441	41117	20473	18007	9506	5750
累计NI(2010~ )	540626				599413							

# 京东方(000725)-三大活动现金流

(京东方)	累计数	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
<b>CFO</b>	<b>2195</b>	623	393	261	257	263	101	105	81	90	31	-8
<b>CFI</b>	<b>-3412</b>	-407	-434	-474	-471	-591	-245	-196	-238	-182	-22	-154
<b>CFF</b>	<b>1798</b>	-122	238	278	156	329	261	81	356	123	-3	100
<b>FCF①</b>	<b>-1394</b>	141	-56	-198	-272	-316	-145	-102	-180	-80	-23	-162
<b>CE</b>	<b>3423</b>	356	440	494	544	477	305	186	213	183	42	183
<b>FCF②</b> =CFO-CE	<b>-1228</b>	267	-48	-233	-287	-215	-204	-81	-132	-94	-11	-191

# 比亚迪(002594)-自由现金流

比亚迪	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011
EBIT	64	108	53	72	77	72	46	12	13	6	22
所得税费用	6	9	3	8	7	11	7	1	1	1	1
利润总额	45	69	24	44	56	66	38	9	8	3	17
t	12.19%	12.62%	12.84%	18.91%	12.52%	16.57%	17.31%	15.34%	6.76%	26.77%	7.66%
EBIT*(1-t)	56	95	46	59	68	60	38	10	12	4	20
NWC	-381	185	353	309	334	252	81	24	-27	-64	-47
ΔNWC	-566	-168	45	-26	83	171	57	51	37	-17	-35
DA	138	123	98	94	71	70	54	43	36	34	28
购建固资付现	373	118	206	178	148	131	123	86	58	44	94
处置固资收现	8	3	4	39	2	2	18	8	3	1	1
CE	365	115	202	139	146	129	105	78	55	42	93
扩张性支出	227	-8	104	45	75	58	51	35	19	8	65
FCF	396	271	-102	40	-90	-169	-69	-76	-44	13	-11
Σ FCF	159										

“利润只是观点，  
现金流才是本质”

——*Rappaport*

美国西北大学著名财务学家

# 谢谢大家!

---

厦门大学会计系 林朝南