

从利润结构质量看三元股份的发展

王建业

(南开大学商学院 天津 300071 郑州成功财经学院管理学系 郑州 451200)

【摘要】 通过利润结构及其质量分析,可以判断企业利润质量,诊断企业发展中存在的问题。本文以三元股份近五年的报表数据为依据,分析了三元股份利润结构的协调性、利润结构与资产结构的匹配性、利润结构与相应现金流量结构的趋同性,发现企业存在产品结构不合理、并购整合不力、管理效率低下等问题。

【关键词】 三元股份 利润结构 质量分析 盈利能力 资产管理质量 投资收益

2008年三聚氰胺事件之后,国内乳制品行业慢慢开始复苏,2010年后,各主要乳制品企业都开始了连续的快速增长,营业收入和利润均表现不错。三元股份作为一家在北京市场占有率第一的乳制品企业,巴氏奶产量连续多年居全国第二。在行业利好的情况下,三元股份近五年来,利润表上显示两度亏损,而实际的业绩比这还要差。为什么一家看起来业绩应该会很好的企业,实际表现却如此之差呢?通过三元股份近五年来的利润结构质量分析,我们希望能够从中找出这家具有区域优势的地方乳制品企业在向全国性企业迈进的过程中存在的问题。

一、企业利润结构分析体系

1. 企业利润构成和利润结构。利润指企业在一定会计期间的经营成果,它包括收入减去费用的净额、直接计入当期利润的利得和损失等。借鉴钱爱民、张新民(2008)的观点,利润的构成主要有核心利润(核心利润=营业收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用)、资产减值损失、公允价值变动损益、投资收益和营业外收支净额。核心利润指企业利用经营资产进行自身经营活动所带来的直接利润,是企业利润的主要来源,具有持续性和稳定性的特点。投资收益和营业外收支净额大多属于非经常性损益。非经常性损益主要发生在与公司生产经营没有直接联系的相关领域,具有一次性或偶发性的特点,不应作为企业利润的主要来源。

利润结构不仅包括利润的各个构成项目在利润总额中所占的比重,而且包括各组成部分相互之间的比例关系。利润结构对利润有着重要的影响,通过对利润结构的深入分析可以使我們更好地理解企业利润的质量。

2. 企业利润结构质量分析体系。借鉴王秀丽、张新民(2005)和钱爱民、张新民(2008)的研究成果,我们建立企业利润结构质量的分析体系。

(1)利润自身结构的协调性。①企业自身经营活动的盈利性。主要通过毛利、毛利率、核心利润、核心利润率等指标来分析评价企业主要经营活动的盈利状况。②企业各项费用开支的合理性。主要通过分析销售费用率和管理费用率来初步判定销售费用和管理费用开支的合理性与有效性。③企业资产管理质量与盈余管理倾向。主要通过观察“资产减值损失”项目规模大小来判断。④企业利润结构的波动性。主要通过观察“公允价值变动损益”项目规模大小来进行初步判定。⑤核心利润与投资收益的互补性。在我国一些上市公司中,经常出现在企业扭亏为盈或者保持盈利势头的关键年份,核心利润与投资收益在数量上呈现明显的互补性变化,从而帮助企业实现既定目标。⑥企业利润结构的可持续性。非经常性损益不具有持续性、稳定性和核心性,一般不应该作为企业利润的主要来源。因而可以通过分析营业外收支净额占利润总额的比重来初步判定利润结构的可持续性。

(2)利润结构与资产结构的匹配性。观察企业经营资产和投资资产的相对增值质量,从而可以为预测企业的可持续发展提供依据。对经营资产增值质量的分析,主要通过计算经营资产报酬率来进行。同样对投资资产增值质量的分析,主要通过计算投资资产报酬率来进行。

(3)利润结构与相应现金流量结构的趋同性。一方面比较经过调整的核心利润与经营现金净流量的大小关系,另一方面比较扣除金融资产处置收益以及长期股权投资转让收益后的投资收益与相应现金回款额的大小。

二、三元股份利润结构质量分析

北京三元食品股份有限公司是以奶业为主,兼营麦当劳快餐和房地产开发的中外合资股份制企业,公司于2003年9月15日在上交所成功上市。公司拥有北京麦当劳50%的股份,间接拥有广东麦当劳25%的股份。

1. 三元股份利润结构的协调性。由表1数据可以看出,虽然三元股份近五年来毛利润一直为正,处于增长态势(2010年除外),毛利率稳定在21%左右(2010年由于营业成本增速超过营业收入增速导致毛利率降为15.96%),但是反映企业利用经营资产从事自身经营活动所带来的直接利润的指标核心利润却是连续五年为负,核心利润率五年中三年都在-7%以上,最差年份接近-10%。这些现象说明三元股份实际业绩比净利润指标反映的(五年中两度亏损)还要差很多,在这个以产品经营为主的企业里,核心利润没有成为企业财务业绩的主体。

表1 单位:万元

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
毛利润	51 270	41 065	65 202	79 995	80 644
毛利率	21.55%	15.96%	21.24%	22.51%	21.29%
核心利润	-17 048	-24 988	-14 255	-13 967	-28 133
核心利润率	-7.16%	-9.71%	-4.64%	-3.93%	-7.43%
净利润	-13 693	4 304	2 413	400	-28 838
销售费用率	22.30%	19.15%	19.58%	19.78%	21.82%
管理费用率	5.73%	5.92%	5.22%	4.82%	5.28%
资产减值损失	1 782	1 597	6 524	808	6 159
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	7 792	33 168	10 832	8 954	4 905
营业外收支净额/利润总额	20.13%	6.88%	548.58%	540.56%	-5.17%

三元股份近五年的销售费用率和管理费用率分别稳定在20%和5%左右,说明企业在这两项期间费用的开支方面做得比较合理。企业的资产减值损失五年内三度大起大落,主要是因为存货跌价损失、固定资产减值损失和在建工程减值损失等方面造成的,说明企业资产管理质量比较低,在存货管理和固定资产管理方面存在着管理疏漏或重大决策失误。企业公允价值变动损益近五年全为0,说明企业利润结构的波动性比较小。

企业核心利润近五年全为负,并且均低于负1亿元,最低年份接近负3亿元,而投资收益近五年全为正,并且最低年份也有近5千万元,最高年份超过3亿元,核心利润与投资收益呈现出明显的互补性变化态势,投资收益在核心利润亏损严重的情况下为企业盈利立下了汗马功劳。营业外收支净额占利润总额的比例2011年和2012年超过500%,说明当年营业外收支净额对净利润的贡献特别大,但由于这些非经常性损益一般不具有持续性,因此导致三元股份利润结构的持续性较差。三元股份近五年自身经营活动的盈利能力很差,但依靠投资收益和营业外收支净额的贡献,企业在2010年、2011年和2012年净利润为正,但由于非经常性损益的非持续性特点,企业在2009年和2013年出现了亏损。

2. 三元股份利润结构与资产结构的匹配性。由表2数据可以看出,三元股份近五年的经营资产报酬率均为负值,最高年份接近-10%,而投资资产报酬率连续五年都为正,并且大部分年份都在15%以上,最高年份达到85%左右。这说明三元股份近五年的利润结构与资产结构匹配性很差,对外投资的盈利能力远远高于其他资产的盈利能力,可能意味着企业对经营资产存在着不良占用、资产周转缓慢或企业生产的产品在市场上没有竞争优势。除此之外,这种情况也可能是由于企业在对外投资收益确认方面存在着人为的操纵行为(判断方法是对比投资收益与相应的现金回款)。

表2

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
经营资产报酬率	-6.42%	-9.77%	-2.60%	-4.28%	-7.46%
投资资产报酬率	23.34%	85.89%	21.91%	15.75%	8.57%

3. 三元股份利润结构与相应现金流量结构的趋同性。由表3数据可以看出,三元股份近五年的同口径核心利润除了2012年为正外,其余四年均为负,而经营现金流量五年内两度为负,并且为正值的年份正值数额也不高,这说明同口径核心利润与经营现金流量之间差异较大,企业利润质量不高,或者经营现金流量存在刻意粉饰行为。三元股份近五年的投资收益一直很高,最高年份达到3.3亿元,但对应的现金回款额则两年为0,一年为负,为正值的两年数额也小于投资收益,这意味着企业高额的投资收益并不能带来高的现金流入,前面分析的高投资资产报酬率带有很大的水分。

表3 单位:万元

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年
同口径核心利润	-5 274	-15 350	-1 270	3 346	-11 099
经营现金流量	5 490	-18 722	321	19 892	-2 720
投资收益	7 792	33 168	10 832	8 954	4 905
与本期投资收益相应的现金回款额	0	6 012	-12	0	4 000

三、由利润结构质量看三元股份发展中存在的问题

1. 产品结构不合理。目前,三元股份营业收入主要来自于中低端液态乳产品,而具有较高附加值的奶产品却因蒙牛、伊利和光明等乳业巨头的挤压,市场空间很小。根据三元股份年报显示,近三年,企业液态乳产品收入占主营业务收入比重分别达到81.9%、84.4%和80.5%,而奶粉、干酪等固态乳产品比重一直较低,很难抵御原材料成本上升带来的经营风险。另外中低端液态乳产品的毛利远低于高端液态奶和固态乳产品。因而一旦奶源短缺、原材料价格上涨,三元股份的业绩必将出现大幅波动,盈利能力进一步下降。

创业板公司大股东减持内幕交易案例研究

周焯华(博士) 樊家秀

(重庆大学经济工商管理学院 重庆 400044)

【摘要】 本文基于事件研究法对证监会公布的创业板涉嫌违规减持、内幕交易的案件进行研究,通过实际和预期收益率对比,列举了向日葵内幕交易案和掌趣科技涉嫌内幕交易停牌核查案例。研究表明,事件研究方法对创业板公司内幕交易案件能够准确判断,运用累积异常收益率等指标,对判断创业板公司股东减持行为是否利用内部人信息优势违规操作有一定指示作用,对监管部门的监管方法制定有一定帮助。

【关键词】 创业板 大股东减持 内幕交易 事件研究法

一、引言

中国创业板自**2009年10月23日**开市以来,一直是投资者关注的焦点之一。首批**28家**创业板公司创造了**56.7倍**平均发行市盈率、**111倍**平均开盘市盈率的“繁荣神话”。然而,被寄予厚望的创业板市场自**2010年11月1日**第一批公司解禁以来,却遭遇大规模连续减持。在解禁刚开始的三个月内就有**31家**遭遇减持,大股东和高管们的持续减持动作使得创业板综指持续下跌,在减持过程中诸多上市公司股价连番下跌,中小投资者损失惨重。

创业板公司减持热潮背后,公司治理结构问题、业绩

无法保持稳定、名不副实的高成长性都是大股东和高管减持的诸多原因之一。然而,在减持过程中,大股东和高管是否利用了其内部人的信息优势进行内幕交易,在减持过程中选择对自己更加有利的时机进行交易,一直是投资者和理论界人士关注的焦点问题之一。

二、内幕交易与事件研究法

所谓内幕交易,是指内部人利用与外部人掌握信息的不对称优势,以获取超额收益或者减少损失为目的的交易行为。内幕交易破坏了股票交易市场的公平公正的交易基础,是盗取他人利益的非法行为。公司大股东和高

2. 并购三鹿、太子奶整合不力。2008年三元股份收购了破产的三鹿,希望借助于三鹿原有的优势进入婴幼儿奶粉市场。随后**2011年**三元股份又收购了破产的湖南太子奶,希望进入乳酸菌生产领域。但是,三元股份收购的这两家都是破产企业,优质资产都已流失殆尽,品牌影响力也大大降低,收购之后的整合非常困难。从**2009年**到**2013年**,三元对三鹿和太子奶的重组不仅没有使得三元股份的市场和产品布局得以完善,反而由于巨额的并购资金和高额的营销、人工费用,增加了三元股份的包袱。根据三元股份年报显示,三元股份营业收入从**2008年**的**14亿元**增加到了**2013年**的**37亿元**,增长了**164%**,但是销售费用却从**2008年**的**2亿元**增加到了**2013年**的**8.3亿元**,增长了**315%**,管理费用也增长了**203%**。与高的销售和管理费用相伴随的是并购之后三鹿和太子奶这两家企业的连年亏损。

3. 管理效率低下。作为一家国资背景的企业,三元股份在管理上也带有国企业体制的一些弊端,例如用人机制不佳、管理保守、内部管理决策冗长、对市场反应懈怠应

对等,整个企业未能形成一个有激励性质的管理模式,高层缺乏市场决断力,影响了企业的健康发展。

四、结论

三元股份近五年的利润结构质量分析表明企业自身经营活动盈利能力不足,投资收益和营业外收入掩盖了企业业绩更差的事实,对外投资的盈利能力远高于经营资产的盈利能力,利润结构与现金流量结构的趋同性很差。这些现象反映了企业发展中存在的产品结构不合理、并购之后的整合不力、管理效率低下等问题。面对这些问题,三元股份需要不断调整产品结构,增加产品附加值,改革企业管理模式,引入战略投资者等。

主要参考文献

1. 钱爱民,张新民.新准则下利润结构质量分析体系的重构.会计研究,2008;6
2. 王秀丽,张新民.企业利润结构的特征与质量分析.会计研究,2005;9
3. 张新民,钱爱民.财务报表分析(第二版).北京:中国人民大学出版社,2011