

## 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帐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、应收帐款坏帐准备、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

比较的范围选择是: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、应收帐款周转率、存货周转率。

## 2、行业比较结论

2.1、1995—2000 年中期,商业板块每股收益总的呈下降趋势。其中 1995—97 年高度稳定,1998—2000 年中期大幅下滑。郑百文每股收益,在 1995—96 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。

2.2、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。

2.3、1998—2000 年中期,商业板块应收帐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,形成呆坏帐损失的风险很大。

2.4、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,应收帐款周转率、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、市场价值与帐面价值比率等,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(ReturnOnEquity, ROE)

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—97 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(详见表 1)。

### 2、权益乘数(EquityMultiplier, EM)、资产回报率(ReturnOnAssets, ROA)

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。

#### 2.1、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(详见表 2)。

#### 2.2、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—97 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(详见表 3)。

### 3、销售回报率(ReturnOnSales, ROS)

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—97 年,销售回报率逐年下降,与 1995 年相比,1996—97 年分别下降 35% 和 36%。1998 年是转折点,销售回报率由盈转亏(详见表 4)。

#### 3.1、销售收入(SalesIncome)、净利润(NetProfit)

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。

##### 3.1.1、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—97 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—97 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(详见表 5)。

##### 3.1.2、净利润

1998—2000 年中期,郑百文出现巨额亏损,而 1995—97 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费用方面出了问题(详见表 6)。

#### 3.2、销售成本、其他利润、流通费用

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。

##### 3.2.1、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(详见表 7)。

##### 3.2.2、流通费用

1996—99 年,郑百文流通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(详见表 8)。

#### 3.3、销售费用、管理费用、财务费用

流通费用=销售费用+管理费用+财务费用。下面分别作一分析。

##### 3.3.1、销售费用

郑百文的销售费用占主营业务收入比重,1995—97 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—97 年就大幅度上升,分别高达 50.1%和 131.7%(详见表 8、表 9)。

##### 3.3.2、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—97 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—98 年管理费用的管理上是有较大问题

的(详见表 8、表 9)。

### 3.3.3、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年增加 1018 万元(利息收入增加原因不详)。1998—99 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(详见表 8、表 9)。

#### 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(TotalAssetsTurnover, TAT)

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(详见表 10)。

#### 4.1、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—97 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(详见表 11)。

#### 4.2、长期投资、流动资产

##### 4.2.1、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。

##### 4.2.2、流动资产

在杜邦财务分析中,流动资产包含应收帐款、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,下面只对应收帐款、存货作一分析。

#### 4.3、应收帐款、存货

##### 4.3.1、应收帐款

郑百文的应收帐款不但数额巨大,占流动资产比重逐年上升,1999 年高达 46%。另一方面,郑百文应收帐款的质量在逐年下降,1 年以内应收帐款占应收帐款的比重,从 1996 年的 80%下降到 1999 年的 29%;相反,3 年以上应收帐款的比重,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帐款、其他应收款的总额高达 9400 万元,这恐怕不仅是应收帐款的管理出了问题,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,详见表 12、表 13、表 14)。

##### 4.3.2、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—97 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%，具体原因分析还需要存货明细帐(详见表 15)。

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,主要是应收帐款管理、存货管理上出了问题。结合资产负债表的负债项目来看,郑百文的流动比和速动比早在 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-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(详见表 16)。

2000 年上半年,郑百文的经营净现金流量为正数,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。

#### 每股收益(元) (Earning Per Share, EPS)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000 中期
最高值	0.826	0.927	0.735	0.709	0.564	0.25
最低值	0.13	0.091	0.022	0.007	0.01	-0.153
平均值	0.34	0.34	0.32	0.28	0.22	0.105
ST 郑百文	0.265	0.371		-2.543	-4.844	-0.307

#### 主营业务收入(万元)

	1998 年	1999 年	2000 年中期
合计	1933852	1760091	919740.6
平均值	113756	103534	57484
最高	335501.8	357029.4	183182.4
最低	20568.99	20142.58	13921.77
ST 郑百文	335501.82	130775.95	32913.98

#### 主营业务利润(万元)

	1998 年	1999 年	2000 年中期
最高值	43766.11	51889.28	29077.36
最低值	373.30	-447.58	-103.88
平均值	11034.04	11735.03	6909.30
ST 郑百文	-25467.41	-245.74	-103.88

#### 应收帐款周转率

	1998 年	1999 年	2000 年中期
ST 郑百文	3.61	1.97	
平均	52.04	44.69	16.39

最高 203.26 217.87 68.76  
 最低 12.42 10.09 3.71

存货周转率(%)

1997 1998 1999  
 平均值 6.29 6.34 5.31  
 最高 21.77 18.85 10.85  
 最低 2.69 2.21 1.53  
 ST 郑百文 8.02 4.87 4.85

表1 权益回报率表 单位:万元

年份	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年中期
净利润	2740	4990	7843	-50241	-95698	-6068
所有者权益	23334	31431	29275	4375	-129942	-136047
权益回报率	0.12	0.16	0.20	-11.48		

表2 权益乘数表 单位:万元

年份	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年
总资产	73115	203440	326386	236607	127772	114098
所有者权益	23334	31431	39275	4375	-129942	-136047
权益乘数	3.13	6.47	8.31	54.08		

表3 资产回报率表 单位:万元

年份	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年中期
净利润	2740	4990	7843	-50241	-95698	-6068
总资产	73115	203440	326386	236607	127772	114098
资产回报率(%)	3.75	2.45	2.40	-21.23	-74.90	-5.32

表4 销售回报率表 单位:万元

年份	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年中期
净利润	2740	4990	7843	-50241	-95698	-6068
销售收入	137814	348225	704644	335502	130776	32914
销售回报率(%)	1.99	1.43	1.11	-14.97	-73.18	-18.44

表5 销售收入表 单位:万元

	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年中期
销售收入	137814	348225	704644	335502	130776	32914
比上年增长%		152.68	102.35	-52.39	-61.02	-49.67

表6 净利润 单位:万元

	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年中期
毛利率%	5.5	4.03	2.80	-7.47	0.07	0.11
比上年增长%		-28.04	-30.52	-367	101	57
净利润	2740	4990	7843	-50241	-95698	-6068
比上年增长%		80.14	57.17	-740.58	-90.48	

表7 单位:万元

	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年中期
其他业务利润	138	214	198	349	150	322
投资收益	681	303	4116	123	-2085	-275
合计	819	517	4314	472	-1935	47

表8 单位:万元

	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年中期
销售费用 数额	2426.36	3640.09	8435.58	7165.31	5619.1	1764
环比增长(%)		50.07	131.74	-15.06	-21.58	-37.21
管理费用 数额	1447.48	2087.23	4790.26	5547.39	53099.36	3341
环比增长(%)		44.20	129.83	15.80	857.19	-87.42
财务费用 数额	639.64	2198.99	1399.75	12733.8	34794.55	1376
环比增长(%)		243.79	36.35	810.15	173.25	-92.09
合计 数额	4513.48	7926.31	14625.59	25446.5	93513.01	6481
环比增长(%)		75.61	84.52	73.99	267.50	-86.14

表 9

	1995	1996	1997	1998	1999	2000 中期
??	%	%	%	%	%	%
销售费用	1.76	1.05	1.20	2.14	4.30	5.36
占主营业 务收入比重						
管理费用	1.05	0.60	0.68	1.6	40.60	10.15
占主营业 务收入比重						
财务费用	0.46	0.63	0.20	3.80	26.61	4.18
占主营业 务收入比重						

表 10 资产周转率 单位:万元

	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年中期
销售收入	137814	348225	704644	335502	130776	32914
总资产	73115	203440	326386	236607	127772	114098
资产周转率	188.49%	171.17%	215.89%	141.80%	102.35%	28.85%

表 11 总资产 单位:万元

	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年中期
总资产	73115	203440	326386	236607	127772	114098
比上年增长%		178.25	60.43	-27.5	-46.00	-10.70

表 12 应收帐款占流动资产比重

	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年
	7.87%	12.90%	29.18%	42.26%	45.81%

表 13 应收帐款帐龄结构

	1996年	1997年	1998年	1999年
	%	%	%	%
1年以内	79.86	91.82	76.73	28.93
1-2年	8.31	5.79	17.11	18.40

2-3年	6.71	1.35	3.97	32.94
3年以上	5.12	1.04	2.19	19.73

应收帐款周转率

	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年
销售收入	137814	348225	704644	335502	130776
应收帐款	4847	24978	90856	91641	41103
应收帐款周转次数		23	12	4	2
应收帐款周转天数		16	30	90	180

表 14 单位:元

单位名称	金额	欠款时间	欠款原因
康佳集团郑州分公司	32398909.90	1997年	货款
深圳市中高隆实业发展有限公司	27500000.00	1998年	返利
河南三洋家电公司	20034700.64	1997年	贷款
东莞石碣镇物资公司贸易部	14176777.81	1997年	贷款
广东科龙空调电器有限公司	10660001.31	1996年	贷款

表 15 存货周转表 单位:万元

	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年中期
销货成本	130071	334204	684932	360564	130773	32950
平均存货	24292	40881	85443	74080	26969	15946.5
存货周转次数	5.35	8.18	8.02	4.87	4.85	2.07
存货周转天数	67	44	45	74	74	174

表 16 单位:万元

	1999年	2000中期
经营活动现金流量		
现金流入小计	146860	40940
现金流出小计	138605	40861
净现金流量	8255	79
投资活动现金流量		
现金流入小计	888	162
现金流出小计	1842	1063
净现金流量	-954	-901
筹资活动现金流量		
现金流入小计	4559	1300
现金流出小计	30190	1798
净现金流量	-25631	-498
现金及现金等价物净增减额	-18330	-1320