

企业的财务保守现象分析

一、燕京啤酒公司背景

（一）公司概况

燕京啤酒集团 1996 年开始股份制改造，经过一年认真、细致的筹备工作，燕京啤酒集团公司（以下简称“燕京啤酒”）于 1997 年完成了股份制改造，并在半年内获得了两个融资渠道：一个是 1997 年 5 月参加了北京控股有限公司在香港的红筹股上市，另一个是 1997 年 6 月 25 日在深圳证券市场 A 股上市。燕京啤酒（股票代码：000729）具有 A 股和红筹股双重概念，这种独特的股权结构使燕京啤酒集团公司可以横跨内地与香港两地证券市场筹资，拓宽了融资渠道，而且燕京啤酒集团公司通过股权置换持有了北京控股有限公司 6.9% 的股份。

北京燕京啤酒股份有限公司作为燕京啤酒的旗舰企业，始终注意处理好发展速度与发展质量的关系、市场战略布局与经营战术配置的关系、自身健康发展与复杂的行业整合的关系以及资本的有效运作与给股民以良好回报的关系，在做强的基础上做大，强强联合，收购重组那些有市场潜力的企业，把燕京啤酒做成啤酒行业真正意义上的航空母舰。

2005 年燕京啤酒产销量 312 万千升，进入世界啤酒产销量前十名，销售收入 80.89 亿元，实现利税 16.89 亿元，实现利润 3.71 亿元。2005 年燕京啤酒发展成为拥有有形资产 98 亿元、燕京商标商誉价值总计 152.44 亿元的公司，其中，子品牌惠泉啤酒、漓泉啤酒商誉价值分别为 21.92 亿元和 18.80 亿元。员工 23500 人，占地 289 万平方米，拥有控股子公司（厂）28 家，其中，啤酒生产企业 20 家，相关和附属产品企业 8 家。燕京啤酒总部是亚洲最大的啤酒生产厂，连年被评为全国 500 家最佳经济效益工业企业、中国行业百强企业。高品质的燕京啤酒先后荣获“第 31 届布鲁塞尔国际金奖”、“首届全国轻工业博览会金奖”、“全国行业质量评比优质产品奖”，并获“全国啤酒质量检测 A 级产品”、“全国行业质量评比优质产品奖”，并获“全国啤酒质量检测 A 级产品”、“全国用户满意产品”、“中国名牌产品”等多项荣誉称号。燕京啤酒被指定为“人民大会堂国宴特供酒”、中国国际航空公司等四家航空公司配餐用酒。1997 年燕京牌商标被国家工商总局认定为“驰名商标”，2004 年通过中国绿色仪器发展中心审核，符合绿色食品 A 级标准。表 1 列示了燕京啤酒 1997-2005 年的财务业绩情况。

表 1 燕京啤酒财务业绩

财务维度	财务指标	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年
增长	收入增长率 (%)	/	13.35 %	14.14 %	15.14 %	31.05 %	20.96 %	23.86 %	36.28 %	13.76 %

盈利	销售利润率 (%)	15.95%	21.25%	19.22%	15.37%	12.49%	7.27%	7.06%	5.79%	5.21%
	EPS (元)	0.604	0.509	0.526	0.402	0.428	0.301	0.362	0.400	0.270
现金流量	主营收入现金含量 (元)	/	1.000	1.150	1.181	1.244	1.227	1.195	1.200	1.170
	净利润现金含量 (元)		0.257	0.633	1.167	0.465	2.143	3.124	1.945	2.820

(二) 1997-2005 公司资本结构的变化：燕京啤酒“财务保守”现象列示

1997 年上市以来，燕京啤酒净资产收益率一直在 10% 以上，符合证监会关于配股资格的认定。因此，燕京啤酒可以在银行贷款和发行新股中自由选择。燕京啤酒实际选择了股权融资。1998 年 9 月通过配股筹资 8.18 亿元；2000 年 5 月再次配股筹资 10.4 亿元。2002 年 12 月，经股东大会决议后，燕京啤酒又发行了 7.5 亿元的可转换债券，截至 2006 年 3 月 31 日，公司发行的“燕京转债”（代码：125729）已有 253002200 元转成公司发行的股票“燕京啤酒”，“燕京转债”尚有 496997800 元在市场流通。表 2 列示了燕京上市以来的资本结构数据。

表 2 燕京啤酒资本结构

财务指标	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
债务资本构成	29.53%	8.28%	4.41%	10.85%	12.70%	26.55%	26.66%	28.78%	31.60%
债务权益比例	41.90%	9.03%	4.61%	12.16%	14.54%	36.14%	36.36%	40.41%	46.20%
流动负债占负债	96.53%	93.06%	88.13%	97.21%	50.22%	54.93%	69.73%	68.55%	96.53%
流通股占总股本	25.98%	25.98%	28.05%	28.05%	28.05%	28.05%	28.82%	29.34%	25.98%

1、债务比例

从图 2 可以不难看出，持续的股权融资使燕京啤酒的资产负债率不断下降。

1997 年上市后，燕京啤酒的资产负债率由上市前的 59% 骤降至 29.53%；1998、2000 年的两次配股使燕京啤酒的资产负债率继续降至 2000 年末的 10.85%，在 1999 年甚至达到了 4.41%；2001 年燕京啤酒发行了可转债，虽然可转债不断转换成股票，但公司的资产负债率却呈现出不断上升的趋势；2005 年，资产负债率达到了燕京啤酒上市以来的最高值 31.6%，但是，按照国资委统计的企业绩效评价标准值数据¹。燕京啤酒 2005 年的资产负债率在整个啤酒行业中仍然偏低，处于优秀值行列。

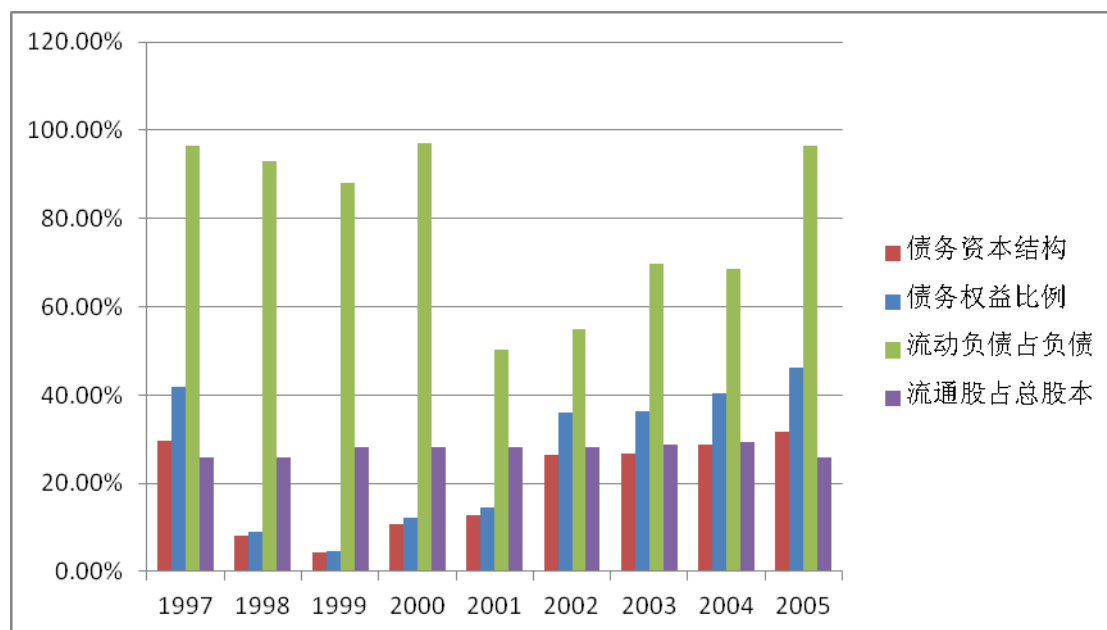


图 2 燕京啤酒资本结构调整情况

总体来说，燕京啤酒资产负债率处于 4%—35% 这一区间，说明上市之后公司资本结构的政策变化比较明显，由相对冒险型向保守、稳健型转化。

2、负债结构

从图 2 不难看出，与资本结构的调整相对应，燕京啤酒的负债结构呈现出了较大的变动。1997-2000 年，持续的股权融资一方面使得燕京啤酒的资产负债率持续下降，另一方面又加剧了公司在债务融资中对长期负债的依赖，2002 年可转债发行后，长期负债占债务总额的 49.78%，达到了历史最高水平；其后，随着可转债不断转换成股票，这一比例又呈现下降趋势，截至 2005 年 12 月 31 日，长期负债与债务总额的比例降为 31.45%，但与上市初期的零长期负债相比仍然有着较大的提升。

3、燕京啤酒资本结构形成过程梳理及“财务保守”现象揭示

如前所述，资本结构是指企业长期资金来源的构成及其比例关系。企业在理财活动中离不开筹资决策，企业选择最有利的资本结构的过程也是企业选择最优的筹资方式的过程。燕京啤酒资本结构是一个长期的演变过程，是在历次的外源融资过程中逐步形成的。燕京啤酒先后经历了一次上市、两次配股、一次发行可转债等重大融资行为，大规模的股权融资对燕京啤酒资本结构的形成产生了根本性的重大影响。

二、燕京啤酒财务保守行为分析

1、燕京啤酒战略与投资安排

经过数十载的经营与竞争，中国啤酒业无疑成为一个充斥着高度竞争的产业。同时，原材料价格持续上涨、产能严重过剩，在一系列压力之下，啤酒行业已经进入了微利时代。

就燕京啤酒而言，1999 年以前，燕京啤酒市场范围主要集中于华北地区，北京市场占有率高达 90%，华北市场为 30%，但全国市场仅为 5%。1999 年以来，燕京啤酒开始实施全国性扩张战略，在产能和效益上保持国内第一集团地位，跻身全球啤酒业前 10 名。燕京啤酒通过并购进入江西、湖南、广西、内蒙古、福建、湖北等市场，产能以每年超过 30 万吨的速度增长。表 3 列示了燕京啤酒 1999-2005 年的兼并收购情况。

表 3 燕京啤酒的兼并收购

时间	并购外部企业	投入资本	附注
1999 年	江西吉安啤酒	8000 万元（占 71.96%）	改造后产能将达到 10 万吨
2000 年	江西赣南果业	5135 万元（占 60.41%）	
	内蒙古包头雪鹿	7000 万元（占 51.57%）	改造后产能将达到 10 万吨
	山东莱州中策	4812.5 万元（占 55%）	
	山东无名	9562.76 万元（占 51%）	2000 年生产啤酒 17.8 万吨，进入国内啤酒行业前 20 名
2001 年	山东曲阜三孔	6231.135 万元（占 27%）	
	湖南燕京	4596.92 万元（占 80%）	
	湖南燕京（衡阳）	16938.18 万元（占 93.75%）	
	湖北燕京（襄樊）	6737.14 万元（占 92.95%）	
2002 年	桂林漓泉燕京	10408.32 万元（占 68.08%）	燕京啤酒旗下实现净利润最多的子公司
	福建燕京（惠泉）	4500 万元（占 90%）	
2003 年	浙江燕京（仙都）	5001 万元（占 60%）	
	长沙燕京	4000 万元（占 80%）	
2004 年	仙桃燕京	8500 万元（占 85%）	
	广东燕京	7500 万元（75%）	
2005 年	河北燕京	4950 万元（99%）	

表 4 燕京啤酒的资本性支出

金额：万元

年份	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
资本性支出		27631	49048	90978	53876	55518	64685	114791	116778
营运资本增加		59345	— 14358	63675	—13133	19711	2448	—45950	— 41291
总资产	15723 5	24006 2	25252 9	404362	439686	55127 4	60100 5	737427	79641 5
销售收入	11720 1	13284 7	15163 0	174587	228788	27673 8	34277 2	467117	53141 5
经营现金流		7247	18448	31304	13295	43106	75568	52621	78054
资金缺口		— 79729	— 16242	— 123349	—27449	— 32124	8435	—16220	2567
资产增长率		52.68 %	5.19%	60.13%	8.74%	25.38 %	9.02%	22.70%	8.00%
销售增长率		13.35 %	14.14 %	15.14%	31.05%	20.96 %	23.86 %	36.28%	13.76 %
经营现金增长			154.5 7%	69.69%	— 57.53%	224.2 3%	75.31 %	— 30.37%	48.33 %
资本支出增长			77.51 %	85.49%	— 40.78%	3.05%	16.51 %	77.46%	1.73%
资本支出/总资产		11.51 %	19.42 %	22.50%	12.25%	10.07 %	10.76 %	15.57%	14.66 %

表 4 显示了 1997 年以来燕京啤酒的扩张情况。表中的资金缺口=经营活动产生的现金流量—资本性支出—营运资本净增加，即公司为了抢占市场进行扩张及维持正常的生产经营活动所需要筹措的资金，其所代表的也就是燕京啤酒历年的自由现金流（FCF）。事实上，自由现金流量才是企业正常运转的“血液”，是公司用来扩大投资、支付利息、回报投资者的源泉。如果一个企业的自由现金流量大于零，则表明该企业不需任何外部筹资即可满足经营的扩张。

燕京啤酒经营现金流的增长率远高于利润和销售收入的增长率，这表明燕京的收益质量比较不错，但即便如此，可观的现金流量增长与高额的资本支出增长之间还存在很大的差距，正如表 4 所示，燕京啤酒的自由现金流量除 2003 年和 2005 年外，均为负值。这无疑从一个侧面表明燕京啤酒有限的内源收益无法支撑剧烈的外部经营扩张，它不得不依靠外源融资来维持自身的高增长。

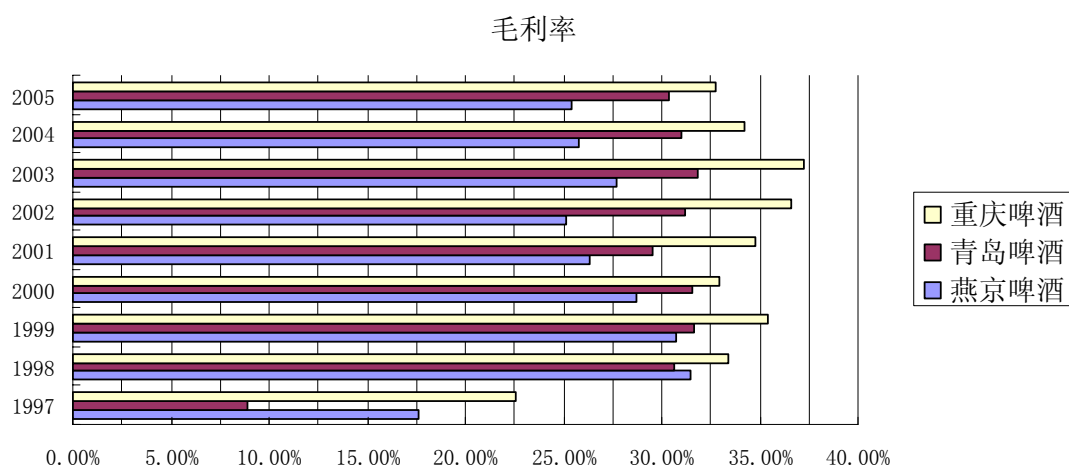
燕京啤酒资本支出增长率最高的年份分别为 1999 年、2000 年以及 2002 年，而上述时间段也正是燕京啤酒进行大规模股权融资、调整资本结构的年份。处于高速成长阶段的燕京啤酒为实现扩张，不得不投入大量的资金。如前所述，在竞争如此激烈的啤酒行业，如果燕京啤酒选择债务融资，而并非股权融资，那么当业内财务杠杆低、现金充裕的竞争对手主动发行价格战或营销战(增加广告投入、给经销商让利等)，降低产品利润和经营现金流入时，高财务杠杆的燕京啤酒无疑会面临陷入财务危机的险境。

与竞争对手相比，同处于国内啤酒行业第一集团军的华润雪花、青岛啤酒的并购扩张步伐并不比燕京啤酒逊色，燕京啤酒在全国仅仅拥有 20 家啤酒生产企业，而华润雪花在中国经营 40 家以上啤酒厂，2005 年生产能力达到 550 万千升；青岛啤酒也拥有 40 多家啤酒生产厂和麦芽生产厂，同时，青岛啤酒早在 1993 年就已实现了在香港和上海同时上市，并于 2001 年通过增发再次进行了股权融资。因此，如果燕京啤酒要与华润啤酒和青岛啤酒展开战略竞争，将需要周密的融资部署以支持其大规模的资本支出计划。

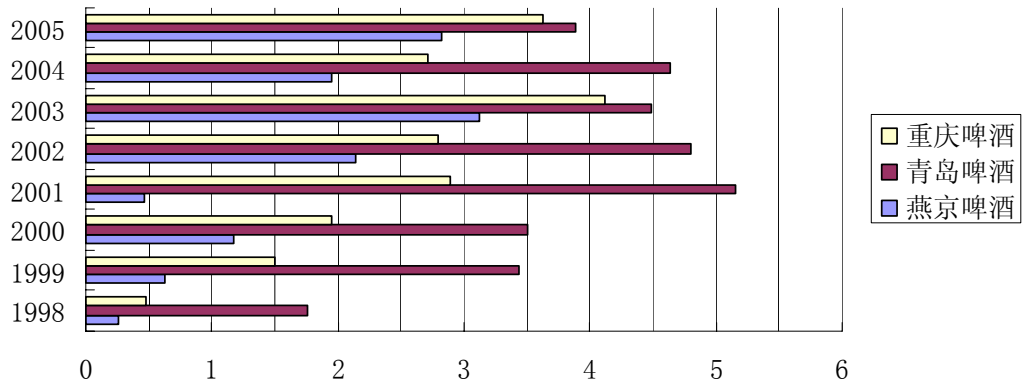
2、盈利趋势与财务风险

如表 5 所示，燕京啤酒的盈利状况开始时处于行业领先水平，但随着竞争日益激烈，盈利水平呈现逐年下降的趋势，而竞争对手青岛啤酒、重庆啤酒不仅保持了良好的盈利增长势头，毛利率与变现能力均优于燕京啤酒。

表 5 燕京啤酒及同行业企业 1997—2005 年若干财务指标比较²



净利润现金含量



净资产收益率

