

财务“五力”视角下中小型白酒企业财务困境综合评价体系构建与对策研究—以 H 酒业为例¹

张力派

(上海外国语大学, 国际工商管理学院, 博士, 上海 201620)

摘要: 在我国白酒行业激烈的市场竞争与国家农业、税收政策调整下, 白酒企业利润空间普遍被压缩, 部分中小白酒企业经营业绩低迷甚至被特别处理, 进入产能调整期。其中主营白酒产销的 H 酒业财务困境现状尤为严重, 期间已暂停上市。因此, 本文目的在于恰当评价样本期内 H 酒业财务困境与风险, 提供克服财务困境的新参考路径。本文运用“五力”分析框架, 从收益力、安定力、活动力、成长力、生产力等方面分析, 识别出主要是行业竞争与该公司内部管理缺陷所导致; 并依据“五力”初步识别的问题, 确立了财务困境原始指标评价体系, 结合主成分分析构建了该行业财务困境综合评价模型。横纵对比表明“安定力”和“盈利相关能力”是显著影响因素, 应优先处理。同时, 本文“五力”财务分析模型从综合战略角度出发, 可发掘企业与同行业潜在或已有风险, 为同行业公司财务评价、扭转困境、健康发展提供现实路径与借鉴, 并在具体实践中完善已有的财务困境理论。

关键词: 白酒业, 财务困境, 财务“五力”分析, 可持续发展, 价值创造, 主成分分析法

一、引言

白酒业与民生紧密相关, 在我国拥有悠久的历史和文化底蕴。自改革开放以来, 我国白酒类产品结构日益丰富和合理化, 已建成新型的适合市场经济的酒类管理流通模式。但目前在我国白酒业激烈的市场竞争下, 老品牌、新兴品牌等已经分化形成不同阵营, 茅台、五粮液、青岛啤酒等全国性品牌逐步压缩着稻花香、郎酒等区域性品牌市场份额与发展空间。自 2015 年国家农业“粮食涨价”与税收政策“从量征税”“免除抵扣”调整下, 产生了如下

¹ [作者简介] 张力派(1994-), 男, 河南郑州人, 上海外国语大学工商管理博士。

联系方式: pzyz0907@126.com

2789-9241© Shuangqing Academic Publishing House Limited All rights reserved.

Article history: Received March 14, 2023 Accepted March 28, 2023 Available online March 29, 2023

To cite this paper: 张力派 (2023). 财务“五力”视角下中小型白酒企业财务困境综合评价体系构建与对策研究—以 H 酒业为例. 会计与财务. 第 1 卷, 第 2 期, 1-27.

Doi: <https://doi.org/10.55375/afj.2022.2.1>

后果：(1)酿酒原材料大米、高粱等粮食与包装物价格上涨，推动了成本上升，这促使对原材料价格敏感度高的中低端酒业利润空间受到压缩，使得厂商转而投资对原材料价格变化敏感度相对低的高档酒业；(2)白酒、葡萄酒等子行业市场回暖，进入产业扩张期，在成本差异化战略效果受到削弱，规模经济留给酒类企业的成本下降空间缩小的情况下，酒业开始纷纷走高档化、品牌化的差异化路线，整合淘汰低端酒产品；(3)高端酒消费群体也相应迅速扩大，酒类市场的专业化对生产厂商提出更高的要求，在深度调整中白酒等子行业营业额增长趋缓。总结当前的白酒行业发展状况可知，其具备三大特点：其一，摆脱了传统方式下的快速发展趋势，现阶段以中低速为主基调；其二，存在产能过剩问题，市场需求已经达到饱和；其三，同行之间竞争愈演愈烈，白酒企业为了获得持续发展就必须满足市场的基本特征，并加大了自主创新力度。

在此大背景下，水井坊、酒鬼酒等三家白酒公司都曾有过被“特别处理”的经历，有四家年度经营现金流净额曾为负值。其中以葡萄酒、白酒的生产、批发、零售为主营业务的 H 酒业最为严重。其期间面临财务困境，已经被多次退市风险警示，处于保壳边缘：作为国内该行业昔日一线品牌和西北地区最大的白酒、葡萄酒制造商，曾是本世纪第一批在深交所上市的酒类公司，受消费群体变化、产能调整、行业竞争白热化和自身产品战略缺陷、主营业务创收能力下滑等因素制约，近五年财务状况持续下滑，2017 年在营业总收入、净利润、资产与所有者权益总额、现金流等均创新低，2018 年 5 月被列为 ST 企业。2019 年 1 月，由于大股东未能在规定时间完成付款，该会计年度的“双保”目标仍未实现（保净利润为正，保净资产为正）。如不对困境进行诊断，可能面临破产重组等严重后果。

H 酒业的财务困境，首先受制于当前激烈的酒产品市场竞争。其市场份额被五粮液、茅台等大大压缩，产品竞争力不足，需要其针对产品结构进行调整；其次与内部财务风险有着密切的关联，具体表现为资本结构失衡、盈利水平受限等方面。所以，在财务诊断过程中，只有恰当地评价 H 酒业的财务困境，才有助于了解其在行业中的实际发展水平、期间来财务风险变动趋势，从而有针对性地开展财务困境应对工作和风险防范工作，促进其业绩回暖，恢复昔日辉煌。

本文将以 H 酒业作为代表性样本进行研究，根据其财务困境累积恶化的历程，全面、系统分析该公司财务困境特性，详细分析 H 公司的财务数据。一方面从安定力、活动力、生产力、成长力、收益力出发，将相关财务指标作为代理变量，结合主成分分析法，建立财务困境综合评分模型，进行横纵向对比；另一方面，对三大财务报表重要项目进行对比分析，观察公司财务整体质量是否存在严重下滑。

文章布局如下：第一部分是介绍背景及研究方法；第二部分是相关理论；第三部分是 H 在财务“五力”框架下的问题识别；第四部分是构建财务困境评价模型，进行实证分析；最后是在讨论基础上给出长短期建议。

二、财务困境概念与财务“五力”分析框架综述

(一)财务困境概念

财务困境的研究有“实证化”和“事件化”特征，在资本市场不断发展的过程中，基于西方社会研究成果和国内外企业大量的案例得以不断丰富和完善。

财务困境是一个逐步形成的过程，可通过财务指标恶化等表现，应具有渐进性、阶段性、程度多样性等前提条件；要想对财务困境企业进行界定，应充分考虑所处的阶段状态，

以此为基础制定针对性措施。现阶段对财务困境界定，往往使用“特别处理”这一概念，因为其中“两年净利润持续为负”的条件可以满足财务困境持续形成的观点。时至今日，该界定方法依然得到了高度的认可，作为国内资本市场重要评估手段。

但设定的界定标志往往较为单一，且此类设定不一定能够充分反映不同行业、不同类型、不同经营策略的企业具体情况，以及复杂的资本市场情况和意外状况。例如以 ST\PT 界定的方法虽然可以解释企业一段时期内获利能力存在重大问题，但不代表获利能力差的企业一定处于财务困境中，因为企业不一定面临大量需要偿还的债务。由此可知，尽管该界定方式具有一定的可行性，但依然要联系特定背景，并且综合考虑获利水平、发展状况等多个因素。^[7]这一点上可以使用涉及多项财务指标的 Z-score 和 F-score 定量模型来辅助判断。二者都是以多元统计分析所建立的模型来判定企业财务状况的好坏。

Z-score 模型由 Altman 提出，公式如下：

$$Z = 1.2 \frac{\text{净流动资产}}{\text{总资产}} + 1.4 \frac{\text{留存收益}}{\text{总资产}} + 3.3 \frac{\text{息税前利润}}{\text{总资产}} + 0.6 \frac{\text{股票市值}}{\text{总资产}} + 0.999 \frac{\text{营业总收入}}{\text{总资产}};$$

其中 $Z < 1.81$ 为危险区； $1.81 \leq Z \leq 2.99$ 为不确定区； $Z > 2.99$ 为安全区。

F-score 模型由我国学者周首华提出，公式如下：

$$F = -0.1774 + 0.496 \frac{\text{净利润} + \text{折旧} + \text{财务费用}}{\text{总资产}} + 1.109 \frac{\text{净流动资产}}{\text{总资产}} + 0.107 \frac{\text{留存收益}}{\text{总资产}} + 1.927 \frac{\text{净利润} + \text{折旧}}{\text{总负债}} + 0.03 \frac{\text{股票市值}}{\text{总负债}};$$

其中 $F < 0.0274$ 为危险区； $0.0274 \leq F \leq 0.0775$ 为不确定区； $F > 0.0775$ 为安全区。

鉴于 H 公司是上市公司，本文研究遵循了国内学术界的主流做法进行分析，“有无被特别处理”将被视为陷入财务困境的最根本指标，以此为指导对 H 酒业股份有限公司展开研究；此外，还引入了近五年的详细财务数据，借助于 Z-score、F-score 等模型做辅助判定。^[8]

(二) 财务“五力”框架的提出与运用

财务分析是一个判断的过程，基于对历史信息的评估(以会计核算和财务报表为主)，可以对企业在今后某一阶段的财务以及发展状况做出精准预测，由此契合利益相关者的基本需求，为该类群体提供解决策略。实质上，财务分析是一项复杂性较高的技术，涉及到收集、分析以及后续解释等多个环节。^[14]

考虑到各使用者的需求差异化特性，一套全面的财务分析必须充分涉及到企业的偿债、营运、盈利以及发展等方面的能力。从这些不同的角度，才可以了解企业的财务实力，考核经营成果，发掘潜力。然而过往研究往往从上述四种财务能力进行分析，且偏重于单

项能力和指标的定性分析，主观性强且精确性差。

于是在此基础上，本文将借鉴业界已提出的“五力”财务分析法(增加了企业“生产能力”财务指标)，从“五力”高度以更全面认知 H 公司现状。该分析法(收益力、安定力、生产力、成长力和活动力)将财务与经营、资源投入与产出、劳动与资本等有机结合，部分地解决了四项能力框架的局限性；同时本文创新地结合主成分分析法，将财务“五力”以定量化评分模型形式展现，以更精确地发现差距，查找问题。

1. 安定力

基于安定力分析，可以明确企业的经营基础，并对其财务结构的合理性做以相应认知，而这也是评定偿债能力的基本指标。当企业不具备偿债能力时，无论其拥有再强的获利能力，依然会持续面临破产的风险，当发生突发性事故后容易受到各类潜在因素的包围。对此，企业应具有足够的安定力，这是确保平稳发展的基本前提。^[15]

2. 生产力

基于生产力分析，可以明确企业所具备的价值创造能力，其涉及到与生产活动有关的附加价值。借助于生产力的高低，可以进一步反映出企业的经营效率，由此落实到获利能力这一层面。^[16]经总结后，得到了如下几大评定指标：

附加价值率=附加价值÷营业收入

人均产值=产值÷平均从业人员

人均附加价值=附加价值÷平均从业人员

使用人力生产力=附加价值÷用人费

由于生产力与获利能力有着密切的关联，而且在进行生产力分析时所需的资料具有很强的保密性，所以本文在进行五力分析时，计划将该年度营业利润作为附加价值的代理变量。

3. 收益力

收益力可反映获利水平，它是确保公司得以持续发展的基本条件，同时也在很大程度上决定了投资者的股利水平。由此可知，收益力已经成为了投资者最具针对性的分析目标。依托于财务指标，收益力可以反映出两大方面的内容，其一为股东所得的获利值；其二则为公司发展过程中所具备的获利能力，而这又会以间接的方式对股东利益造成影响。

4. 活动力

企业活动能力建立在现有资产的基础之上，用于衡量企业对资产的利用能力。之所以进行活动力分析，其主要目标在于明晰企业的经营效率。总体来说，当企业的经营效率处于较高水平时，所拥有的资产可以得到较为充分的利用，此时若采取提升商品利润的措施，所带来的资产报酬将得到进一步提升。除了总资产运用效率外，还涉及到对流动资产、存货等方面的运用效率。^[17]以上产品的经营效率若偏低，往往意味着现有资产利用价值不足，难以创造持续现金流，则需要进行资产结构的完善或资产重置。

5. 成长力

成长力反映的是企业在各项指标方面的增长情况，具有发展预见性，利于考察企业发展前景。关于成长力的主要指标，它需要以同一项目为前提，贯彻多个阶段的资料，从而展开对比分析并预测其发展趋势。^[18]成长力的评估与主营业务创收能力、公司战略规划、所提供的商品和服务密切相关。一个企业若想获得良好的发展前景，就需要以市场为导向进行战略规划和调整，以使得主营业务所提供的商品和服务可以最大程度满足市场需求。

三、财务“五力”视角下 H 酒业问题识别

(一)H 酒业财务困境界定

1. 基于净利润的 H 酒业财务困境界定

我们基于 H 公司期间来的净利润指标变化，或者基于 Z-Score 和 F-Score 这两个多元分析模型，都可以判定 H 公司当前已处于财务困境中。

首先以“特别处理”来界定上市公司财务困境，因为其中“两年净利润持续为负”的条件可体现财务困境是持续形成的过程，往往伴随着财务数据恶化产生。H 公司 2016、2017 年度资产负债表日的净利润值分别约为-1.27 亿元、-1.88 亿元，2018 年度报告仍处于审计期间尚未披露，但从 2018 年单季度情况看，前三季度净利润额分别约为-1308.20 万、-2988.63 万、-4190.84 万，亏损额呈线性上升态势，与前两年度比并未好转。所以，从净利润这一指标可以得知 H 公司已经陷入了财务困境。

表 3.1 H 酒业股份有限公司经营成果主要指标 数据来源：中泰证券同花顺

报告日期	2017. 12. 31	2016. 12. 31	2015. 12. 31	2014. 12. 31	2013. 12. 31
主营业务收入(万元)	4761	17783	10452	5727	10789
主营业务利润(万元)	359	2384	4968	2586	5230
营业利润(万元)	-16179	-10112	171	-3316	134
投资收益(万元)	79	0	416	-2	1
营业外收支净额(万元)	-2258	-1974	797	-610	-2638
利润总额(万元)	-18438	-12086	967	-3926	-2504
净利润(万元)	-18763	-12086	634	-3929	-2931

2. 基于 Z-Score 和 F-Score 模型的财务困境界定

笔者接下来使用在本文 2.1.2 中提及的两种模型对 H 公司财务困境进行辅助界定，以验证上一节结论。

H 公司 Z-Score 分值如下表所示：

表 3.2 H 公司 F-Score 数据 数据来源：中泰证券同花顺

报告日期	2017. 12. 31	2016. 12. 31	2015. 12. 31	2014. 12. 31	2013. 12. 31
(流动资产-流动负债)/总资产	-1.00416	-0.30512	-0.13852	-0.23183	-0.14730
留存收益/总资产	-2.48205	-1.11847	-0.57640	-0.63132	-0.58492
息税前利润/总资产	-0.73106	-0.30792	0.01786	-0.07919	-0.05345
股票市值/总负债	6.41419	9.08620	6.05106	5.81205	4.43603
营业收入/总资产	0.18875	0.45350	0.19398	0.11551	0.23055
Z-Score	-3.05533	2.95662	2.91019	2.17927	1.71990

H 公司 F-Score 分值如下表所示：

表 3.3 H 公司 F-Score 数据 数据来源：中泰证券同花顺

报告日期	2018. 09. 3 0	2017. 12. 3 1	2016. 12. 3 1	2015. 12. 31	2014. 12. 31	2013. 12. 31
(流动资产-流动负债)/总资产	-1. 20218	-1. 00416	-0. 30512	-0. 13852	-0. 23183	-0. 14730
留存收益/总资产	-2. 84086	-2. 48206	-1. 11847	-0. 57640	-0. 63132	-0. 58492
(净利润+折旧)/总负债	-0. 09985	-0. 01671	0. 13238	0. 39715	0. 30195	0. 40155
股票市值/总负债	3. 75354	3. 04267	-9. 68998	-21. 0090 4	-9. 40019	-11. 6763 4
(净利润+折旧+财务费用)/总资产	-0. 12699	0. 02827	0. 16316	0. 32818	0. 25334	0. 28879
F-Score	-1. 95790	-1. 48398	-0. 59252	-0. 09926	-0. 07864	0. 16088

从以上数据可看出，H 公司相关值经历了从“不确定区”到“危险区”的下跌过程，财务状况整体趋于恶化，尤其是近两个会计年度最为严重：Z 值从之前稳步上升到 2.9566174 后开始出现明显下降，远小于临界值 1.81；较 Z 值的明显波动，F 值则呈现稳定下滑趋势，自 2014 年度就已经小于阈值 0.0274，跌入危险区，之后 F 值仍无回升迹象，至 2018 年第三季度创造新低。

因采取的财务指标和侧重点的差异，两种模型虽在反映财务困境状况方面存在灵敏度区别，波动趋势也不完全相同，但都反映了 H 公司财务状况恶化的事实，都起辅助证明作用。

(二)财务困境问题识别

1. 安定力分析

安定力以偿债能力为核心，是企业日常经营和应对突发风险的物质基础。对于 H 公司期间来频繁发生的债务纠纷，十七年时间累计三次被特别处理，其安定力不容乐观。对此，本文将从短、长期两个阶段所具备的偿债能力展开相应分析。其中，短期偿债能力以流动比率、速动比率衡量，长期偿债能力以资产负债率为参照。

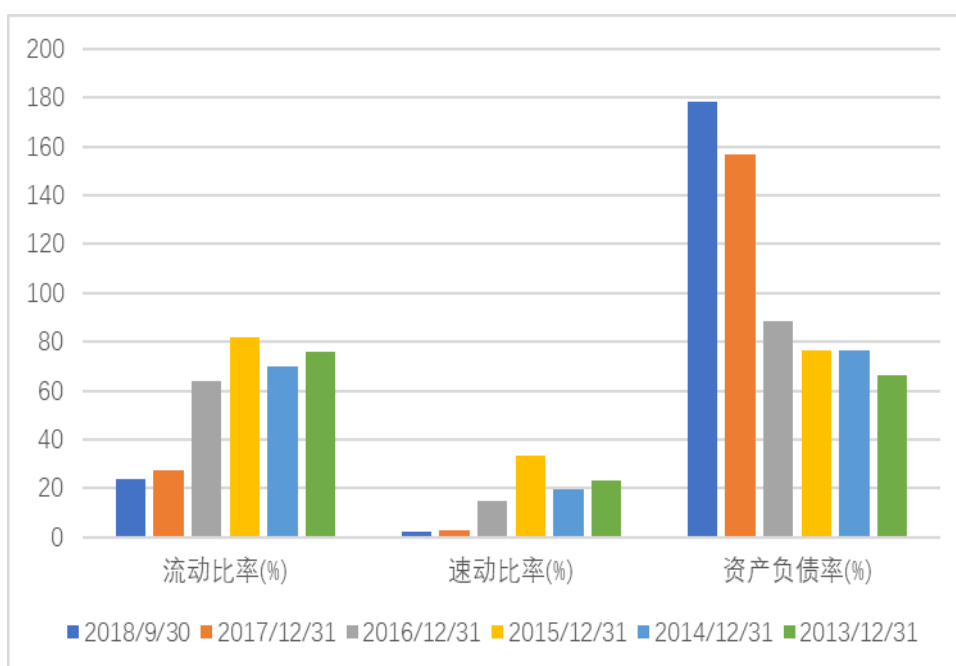


图 3.1 主要偿债能力指标变动趋势 数据来源：中泰证券同花顺

由图 3.1 可看出，三项指标呈现出先稳定后“恶化”的趋势：2013-2015 三个会计年度总体稳定，流动比率大体保持在 70%-80%水平，速动比率稳定在 25%-30%，资产负债率保持在 75%左右。而在 2016 年度开始，流动比率迅速由 63.86%下跌到 2017 年的 27.39%和 2018 年第三季度的 23.63%。；速动比率也从 14.7%跌至 2017 年的 2.86%和 2018 年第三季度的 2.17%；对应的资产负债率在短时间内出现了极为明显的上升趋势，而这一问题在 2018 年第三季度表现得更为明显，已经达到了 178.51%之高。

由上述分析可见，流动比率与速动比率均明显低于行业标准值(分别为 2: 1 和 1: 1)，资产负债率中偏高，已超出正常的负债在总资产中比例(40%—70%)，总额上负债额在近两个会计年度已超过总资产额，H 公司出现所有者权益为负的资不抵债现状；流动资产额持续低于流动负债额，且差额呈扩大趋势(2017 年度银行借款 5,945.56 万元逾期未归还)，意味着日常营运资本不足，持续经营存在阻碍。

对于三项指标近三年“剧变”，笔者将从 H 公司资产、负债的结构数据中寻找成因。由表 3.4 可知，总负债与流动负债绝对额变化相对平稳，且二者数值接近，说明流动负债在整个负债中占据绝对比重，H 公司对短期资金需求高，可能存在短期资金流紧缺问题或缺乏重大资本建设项目以致投资性债务比重偏低；存货与流动资产数值近三年逐渐接近，占流动资产比重上升，则易降低资产流动性，增大存活闲置、积压风险；而总资产额却有明显下滑，而总资产数额变化幅度与流动资产数额变化幅度相近且方向一致，故应从流动资产结构中寻找问题。

表 3.4 H 公司资产、负债、存货部分数据 数据来源：中泰证券同花顺

报告日期	2018. 09. 30	2017. 12. 31	2016. 12. 31	2015. 12. 31	2014. 12. 31	2013. 12. 31
总资产(万元)	23514	25221	39250	54129	49579	46844
流动资产(万元)	8748	9553	21157	33784	26324	21789

总负债(万元)	41974	39491	34756	41282	37818	31154
流动负债(万元)	37016	34879	33133	41282	37818	28689
存货(万元)	7944	8554	16300	19900	19000	15220

由表 3.5，可发现主要由于近三年货币资金、预付账款、存货三项急剧缩减导致。结合《2017 财务报告摘要》，与 H 公司大宗成品酒在本地区市场以低价销售导致成品酒出厂价及市场价格倒挂，市场份额进一步压缩存在关联。对此，需要从产品销售定价以及战略这两个角度展开探讨，做出相应的优化。

表 3.5 H 公司流动资产结构数据 数据来源：中泰证券同花顺

报告日期	2018. 09. 30	2017. 12. 31	2016. 12. 31	2015. 12. 31	2014. 12. 31	2013. 12. 31
货币资金(万元)	45. 22	177. 2	1915	2930	5066	4498
应收票据(万元)	0	0	0	0	0	105
应收账款(万元)	71. 14	78. 31	561. 4	790. 4	82. 77	88. 38
预付账款(万元)	196. 7	139	1661	9012	1928	1644
其他应收款(万元)	408. 4	539	659. 9	536. 3	250. 8	234. 9
存货(万元)	7944	8554	16290	19910	19000	15220
其他流动资产(万元)	82. 42	64. 54	74. 54	102. 6	0	0
流动资产合计(万元)	8747. 88	9552. 05	21161. 84	33281. 3	26327. 57	21790. 28

2. 收益力分析

收益力关系到 H 公司持续发展，也是满足股东、债权人、公司员工等利益相关者需求的关键指标。通过对收益力的考察，可了解 H 公司资金增值能力，通常表现为企业收益数额大小与比率高低。对 H 公司的收益力分析，本文从着眼于内部股东的净资产收益率、公司本身的总资产收益率两部分进行评价。

首先就内部股东角度展开分析。自 2000 年上市以来，H 公司已经上市有 18 年之久，但这一较长的阶段内并未有过任何的现金分红。依据近六年的股东收益情况，H 公司仅在 2015 年度“基本每股收益”为正值，且该年度“正常状态”主要依托资产处置等营业外收入；其余年份均处于“净利润持续为负、弥补年度累计亏损”的境况中，普通股难以从中投资获利，且近两年因债务缠身造成收不抵支，每股净资产也为负值，获利预期更为惨淡，自然不利于吸引潜在投资者。截至 2018 年第三季度，H 公司的股价跌幅已经超过 50%。H 公司自身权益已无法满足健康发展需求，业绩稳定性受到影响，客观上需要重组业务和产品，实现短期自救和长期逆转。关于这一判断，本文将在后续的“成长力分析”环节展开更为详尽的论述。

表 3.6 H 公司收益力相关数据 数据来源：中泰证券同花顺

报告日期	2018. 09. 30	2017. 12. 31	2016. 12. 31	2015. 12. 31	2014. 12. 31	2013. 12. 31
	0	1	1	31	1	1

基本每股收益	-0.24	-1.06	-0.71	0.01	-0.22	-0.17
每股净资产	-1.04	-0.8	0.25	0.7	0.66	0.88
净资产收益率(%)	--	--	-150.45%	1.34%	-28.62%	-17.08%
资产收益率(%)	-17.20%	-58.21%	-27.13%	1.22%	-8.15%	-6.40%

接着，从公司整体角度展开探讨。可看出在给定的时间段内，总资产收益率不容乐观，特别是 2017 年度创造新低，跌至-58.21%，需要使用或举借半数以上负债来递补亏损。同时，因负债在总资产中持续处于高位甚至超标，其杠杆负效应也可能成倍放大，显著降低与其现金流和利润额，由此会带来如法律纠纷等一系列连带副作用。例如 2017 年 6 月公告显示，H 公司从 2015 年来共 10 次被其商贸及控股股东告上法庭，涉案金额便高达 2.2 亿元。在酒业红利期，由于 H 公司内部顶层设计问题，导致股东内讧、高层动乱、管理失效，严重阻碍了产品升级、市场开发、渠道维护，同时也挫伤了外界对其资本市场绩效的信心。

3. 活动力分析

H 公司对资产的运用能力可以通过活动力这一指标反映出来，它可以直观地表示出经营效率。对于 H 公司潜在或已存在的营运风险，本文从存货变现风险、应收账款回收风险、总资产周转风险三个角度进行评价。

就当前的局势而言，白酒行业的最佳发展时期已经过去，此时整个行业将全面调整作为主基调。作为区域性品牌的 H 公司，受制于同行业竞争，难免存在产能过剩、产品老化、库存压力大的问题。

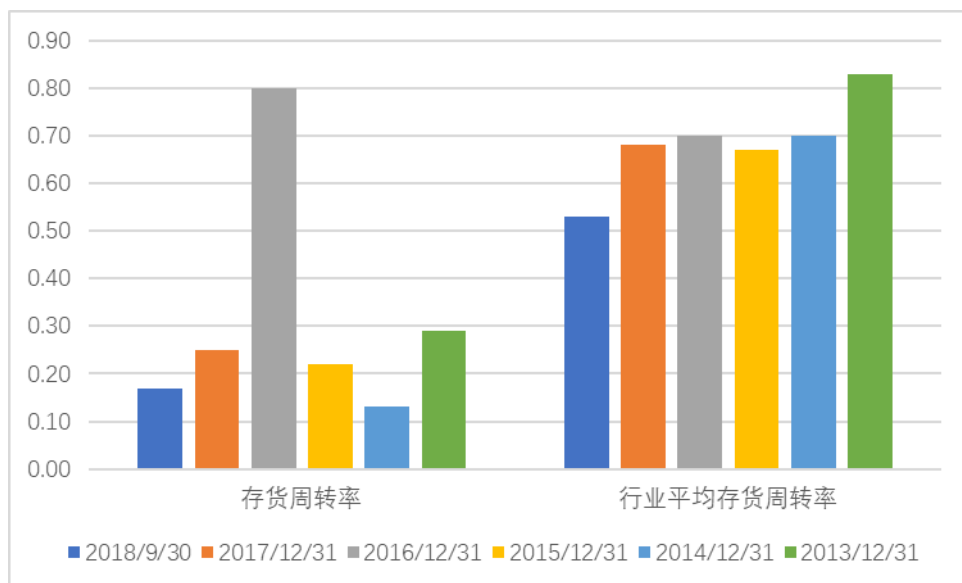


图 3.6 H 公司近六年存货周转情况 数据来源：中泰证券同花顺

从存货角度进行分析，本文着重分析 H 公司近六年的存货周转率情况，具体可参见图 3.6。可看到除了 2016 年度 H 公司该数值略高于行业均值外，其余年度比率均和行业均值相差 50%-60%，意味着其可能存在严重存货变现风险。结合上文我们已知，H 公司存货在流动资产中占据绝对比重，特别是近两个会计年度已达到 90%以上，存货积压严重，也会影响公司安定力，需要 H 公司积极考虑去库存措施以避免资产闲置。由表 3.7 可看出，以待销售的库存商品和生产过程中的自制半成品为主体，而

在 2016 年后库存商品比例下跌至 38.47%而自制半成品比重成倍增长，说明 H 公司酒类产品销售经历过销售不畅、存货实际变现能力弱的时期，并在逐渐改善产品销售、积极去库存减少产品积压。

表 3.7 H 公司存货构成相关数据 数据来源：中泰证券同花顺

项目	2017. 12. 31	2016. 12. 31	2015. 12. 31	2014. 12. 31	2013. 12. 31
原材料	1.92%	1.05%	1.79%	2.05%	3.33%
在产品	0.00%	0.00%	0.55%	0.71%	2.89%
库存商品	38.47%	64.16%	64.67%	59.52%	42.10%
包装物	6.66%	8.53%	5.41%	4.94%	8.84%
低值易耗品	0.43%	0.22%	0.41%	0.44%	0.53%
自制半成品	52.51%	26.04%	27.18%	32.35%	42.32%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

在应收账款周转率(次数)方面，H 公司显著低于行业均值，并持续处于绝对末尾行列，在 18 家白酒公司中仅领先于金种子酒；应收账款周转天数上升明显，意味着赊销增多、应计提的坏账准备金与资产减值损失增多，回收风险增大。同时，上文分析中已知 H 公司是 18 家白酒公司中唯一近六年经营净现金流为负值的单位(-0.3 亿)，由此可知存在明显的应收款周转不足、灵活性差的问题，进而对公司的正常经营形成了阻碍。以此为基础，围绕公司应收款账回收周期展开进一步探讨，由此分析账龄结构是否具有合理性。

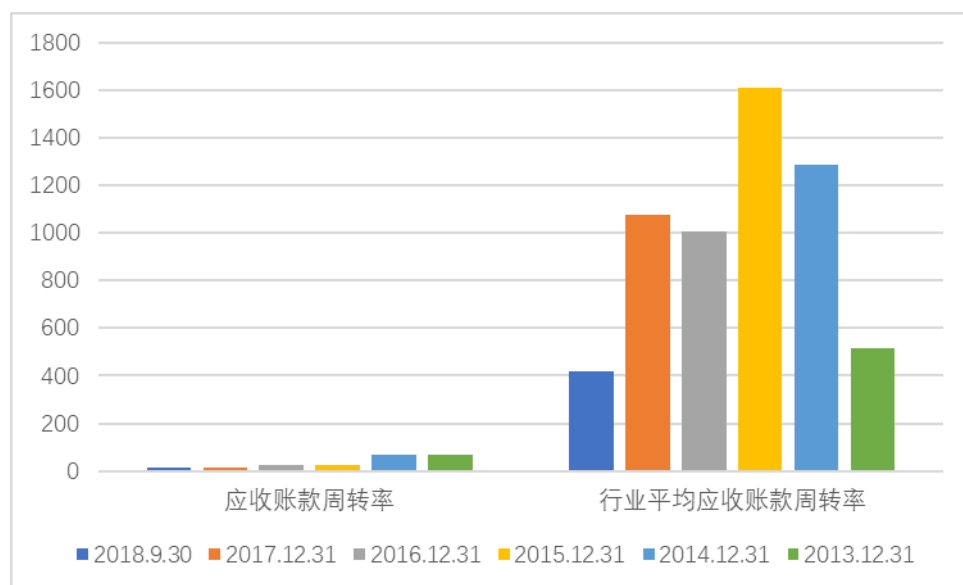


图 3.7 H 公司近六年应收账款周转情况 数据来源：中泰证券同花顺

如表 3.8 所示，除 2014 年度数据缺失外，大部分年度我们均可看出应收账款账龄以 1 年内项目为主，占据 90%以上，账龄结构不存在重大问题。但需要注意的是 2017 年度各分时段账目呈现均匀分布的态势，特别是“2 至 3 年”、“3 年以上”项目占 53.31%，存在较为明显的资金周转风险，同时赊销信用风险也表现出持续扩大的趋势。

表 3.8 H 公司应收账款账龄构成相关数据 数据来源：中泰证券同花顺

报告日期	2017. 12. 31	2016. 12. 31	2015. 12. 31	2014. 12. 31	2013. 12. 31
1 年以内	29.84%	90.73%	96.53%	--	92.66%
1 至 2 年	16.85%	5.31%	2.80%	--	5.87%
2 至 3 年	30.53%	3.46%	0.03%	--	1.24%
3 年以上	22.78%	0.49%	0.65%	--	0.24%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	--	100.00%

最后，以所得到的总资产周转率(具体内容见表 3.9)展开分析。相较于行业内的平均水平而言，多年来 H 公司的资产周转率相对不够良好，而资产适用性与营运效率这两大方面也相对较差。总体而言，H 公司可能存在的隐患有：存货实际变现能力弱，“去存货”工作虽有进展但产品积压仍存；虽然账龄结构较为合理，但依然会面临较大的风险；不具备对总资产的高效利用能力，其在一定程度上阻碍了现金流的形成。

表 3.9 H 公司与同行业总资产周转率相关数据 数据来源：中泰证券同花顺

报告日期	2018. 09. 30	2017. 12. 31	2016. 12. 31	2015. 12. 31	2014. 12. 31	2013. 12. 31
总资产周转率(次)	0.04	0.15	0.38	0.2	0.12	0.24
行业比率均值(次)	0.44	0.55	0.54	0.54	0.56	0.66

4. 生产力与成长力分析

(1) 生产力分析

若需要对 H 公司创造新价值的能力进行分析，最为可行的则是从生产力这一指标作为切入点。考虑到数据可获得性，本文基于单位员工投入角度，选取人均附加价值指标进行分析。

在单位人力附加值上，我们选取的“人均附加价值=营业利润/员工数”；以其主营业务为主，加之其余的各类业务利润，二者的总和便构成了营业利润，这里并不涉及到营业外收支；而员工数仅统计在职员工数，不包含离退休职工数，使得所的数值尽可能地从日常经营层面体现创造价值能力。

表 3.10 H 公司员工生产力相关数据 数据来源：中泰证券同花顺

报告日期	2018. 09. 30	2017. 12. 31	2016. 12. 31	2015. 12. 31	2014. 12. 31	2013. 12. 31
营业利润(万元)	-3856.74	-16200	-10100	170.61	-3315.95	134.44
在职员工数(人)	431	431	538	548	504	551
人均附加值(万元)	-8.95	-37.59	-18.77	0.31	-6.58	0.24

如表 3.10 中，由于持续亏损、业务重组、资产重置，H 公司期间员工数量也在不断减少：由 2015 年 548 人、2016 年 538 人，到 2017 年缩至 431 人，裁员率高达 20%。对于 2015-2017 年的被裁员者结构，我们看出：缩减者主要在销售岗，2015、2016 年该岗位共 203 人，至 2017 年锐减到 52 人，裁员

近 151 人，裁员率高达 7 成以上。尽管员工数减少，但公司人均附加值仍连续三年保持为负，从这六年内人均附加值环比看，裁员与岗位结构调整并未帮助 H 公司扭亏为盈。由此可见，H 公司生产力仍不容乐观，现有产品和服务的供给已难以创造正现金流量。需要从发展战略上调整方向、扭亏为盈，才能发挥每个员工的价值创造力。

表 3.11 H 公司在职工数相关数据 数据来源：中泰证券同花顺

报告日期	2017. 12. 31	2016. 12. 31	2015. 12. 31
生产岗(人)	315	218	208
销售岗(人)	52	203	203
技术岗(人)	22	40	74
财务岗(人)	15	22	20
行政岗(人)	27	55	43

(2)成长力分析

基于成长力分析结果，可以对 H 公司未来的发展状况做出评估。因为公司的成长与主营业务创收能力、收现风险密切相关，所以本文从主营业务利润率、营业收入增长率、销售现金比率等进行分析。

表 3.12 H 公司经营业务相关数据(2018. 6. 30) 数据来源：中泰证券同花顺

业 务 名 称		营 业 收 入 (万元)	收入比例	营 业 成 本 (万元)	成本比例	利润比例	毛利率
按行业	食品饮料	808.97	100.00%	823.6	100.00%	100.00%	-1.81%
按产品	粮食白酒	444.80	54.98%	195.57	23.75%	-1704.72%	56.03%
	葡萄酒	364.17	45.02%	628.02	76.25%	1804.72%	-72.45%
按地区	甘肃省内	658.44	81.39%	693.14	84.16%	237.18%	-5.27%
	甘肃省外	150.53	18.61%	130.46	15.84%	-137.18%	13.33%

表 3.13 H 公司主营业务相关数据 数据来源：中泰证券同花顺

报告日期	2017. 12. 31	2016. 12. 31	2015. 12. 31	2014. 12. 31	2013. 12. 31
营业收入增长率(%)	-73.22%	70.14%	82.47%	-46.92%	-19.42%
销售现金比率(%)	-54.53%	9.94%	-94.35%	-85.91%	-9.73%
主营业务利润率(%)	7.53%	13.41%	47.53%	45.15%	48.47%

参考相关资料可知，H 公司所涉及到的酒水类品种较为丰富，其中以食品饮料业为核心，同时还参与过幼儿教育等行业的投资。从产品上看 H 公司自 2013-2018 年主营粮食白酒、葡萄酒产销，兼营番茄制品、果酱、种子销售与其他咨询服务；从地区上看，甘肃是主要销售市场，占 80%以上收入比例，

区域化特征明显，可考虑以甘肃为中心，适当扩张省外市场。

因 2018 年资产负债表日数据尚未公布，不适于年度同比，故选取 2013-2017 共五个会计年度相关数据进行分析。粮食白酒和葡萄酒产销业务利润额占总利润额比重呈现明显下滑，于 2017 年底已跌至 7.53%；销售现金比率只有 2016 年度为正值，说明存在主营业务成长和收现风险。查阅 2016、2017 两年公司年度报告，造成指标恶化的主要原因有：(1) 会计处理上：2017 年成品酒盘亏共计提资产减值损失 7139.34 万元，造成营业利润大幅度下滑；(2) 营销策略上：H 公司丢失的大宗成品酒低价销售，老产品的销售没有起色，销售严重萎缩，公司研发的新产品尚未上市，而营业成本需支出不能停止，造成出厂价及市场价格倒挂，市场份额进一步萎缩。以上均反映了 H 公司经营层面的缺陷。

(三)H 公司财务困境的成因

1、白酒行业寡头集中与渠道下沉趋势

白酒行业目前在激烈的竞争中呈现明显的多级分化趋势：作为全国性品牌，贵州茅台、五粮液、洋河股份综合实力居行业前三，且三者实力又呈现阶梯分布—贵州茅台在市场份额、总资产、净资产、利润额等方面又遥遥领先其余两者；泸州老窖、古井贡酒、山西汾酒等区域性品牌居下一梯队，面临同梯队酒类企业竞争，其资金规模扩张、经营增值空间受限。

在“强者愈强，弱者愈弱”的白酒行业中，恶性竞争随之出现—市场份额向寡头集中，由此形成了寡头跑马圈地的现象；同时营销渠道逐步扩展至县乡等基层领域中，进一步压缩了小区域内酒厂的发展空间。H 公司长期作为区域化品牌，目前在甘肃境内也开始受到西凤酒、宋河粮液、伊力特等外来品牌冲击。根据 2018 年第二季度财务报告，上半年在甘肃境内销售额仅达 658.44 万元。受制于与多家价值型白酒公司竞争，在渠道战中 H 公司营业利润额被严重消耗。

2、产品创新压力

目前白酒行业在经济下行的大环境下进入深度整合期，市场趋向饱和，产销已由快速增长调整为中低速。受产能过剩等因素的影响，行业所具备的绝对市场容量持续表现出下降的趋势，并且在未来的很长一个阶段内不会得到改观。相比行业内曾经追求的规模经济效应和学习曲线效益，酒类产品专业化成为新的战略基调。目前高端白酒和次高端白酒的市场分别以 10%和15%的增长速度扩容，而次高端扩容将直接拉升产区龙头酒业的发展空间。同时，消费升级也将帮助该类企业的消费群体不断扩大，推动品牌高速发展。

当前多数白酒企业将此深度调整期视为新一轮增长机遇。洋河利用消费升级这一契机，推出梦之蓝系列产品；景芝酒业于 2018 年开始积极响应山东省委省政府鲁酒振兴规划和鲁酒品牌发展计划，欲打造一品景芝鲁酒第一高端品牌；水井坊借助典藏打造高端形象，主打“井台”“臻酿八号”等核心产品作为业绩重要支撑；舍得酒业则积极推动沱牌品牌及产品全面升级，从战略层面提升对老品牌的权重。对于此，H 公司需要考虑产品差异化路线，从提高白酒等产品质量特别是技术含量层面入手，加大创新活动的研发投入，才有望跟上发展潮流。

3、激进的多元化战略导致整体资源失效

H 公司为改善经营状况，曾先后两次涉足非相关领域。

2015 年募资整合番茄产业，入主昌吉安格瑞，包括番茄基地建设、番茄加工和全球销售。在 2016 年该业务板块创造 58%的总营业收入后，因产业准入门槛过低导致作坊式小厂大量进入，显著降低了 H

公司该业务毛利率。H 公司最终于2016 年底剥离昌吉安格瑞。

2017 年H 公司尝试转型幼儿教育，置入深圳中幼国际教育科技有限公司。但在 2016-2017 两个会计年度，中幼教育营业收入同期仍有明显下滑，亏损额达418 万。这样的经营业绩难以遏制 H 公司经营下滑趋势。

在多元化战略中，H 公司转型行为较为激进，甚至一度欲剥离白酒核心业务。多元化投资不仅收效甚微，还阻滞了白酒等主营业务的发展、完善。可以从表 4.10 中看出，主营业务利润率至 2017 年底已跌为 7.53%。H 公司的转型进一步削弱了主营业务盈利能力，对成长力、收益力等都带来负面影响。

4、内外部利益纠纷拖累经营业绩

结合研报与公司背景，自上海厚丰收购 H 公司股权前，公司就长年处于内斗中：此现象与企业创始人张景发有着直接关系，其在 2008 年逝世时并未留下任何遗嘱，受此影响三个儿子为了这份巨额资产展开了激烈的斗争，此时 H 酒业成为了必争的目标，在生产、发货、销售等环节曾爆发多起暴力事件，员工工资被拖欠也无心工作。

除管理层的斗争频繁外，H 公司还面临着因财务造假与兰州银行武威分行、无锡市梅林彩印包装厂、北京商贸等法人单位的多起诉讼、仲裁事项。长此以往，H 酒业的业绩长期处于下滑状态，同时资产重组工作也频频受阻，各类官司持续涌来，企业的资金链受到了严重影响，而这均是解决安定力问题的巨大绊脚石。

5、缺乏对适应市场竞争的经营管理战略

2013-2019 年，受制于顶层设计缺陷，H 公司长期处于管理混乱状态，销售不振、市场低迷。特别是 2017 年出现的 6700 万成品酒丢失、年度成品酒盘亏达到 7139.34 万元、低效能存货积压严重等情况，都反映了 H 公司内部管理特别是质量管理体系、库存管理、行政管理都存在明显制度和管理层面问题。这些问题将在日常经营上影响组织效益，不利于 H 公司适应市场竞争的变化。

其次，在针对市场竞争所采取的战略上，H 公司也出现过“低价销售导致市场价格倒挂”“尝试全国化品牌路线受挫”“多元化投资稀释主业资源”等情况。这些反映出 H 公司缺乏合理定位与判断、盲目偏激的短视特征。

由上所述，H 公司在白酒消费市场快速升级的背景下，需要实时把握国家政策变化、市场竞争转向、消费群体需求变动等因素，慎重预期和评估风险，并合理评估自身，发掘比较优势和潜力，才可以逐步摆脱困境，重塑核心竞争力。

四、白酒行业财务困境综合评价模型构建与分析

(一)原始评价指标建立原则

1.全面性与系统性

本文将从企业整个系统作为着眼点，以财务“五力”分析框架为主线，结合偿债能力、营运能力、获利能力、发展能力等多个维度展开探讨，全面分析 H 公司的财务状况以及实际经营成果，以此为基础，以定量的方式寻求造成 H 公司财务困境的关键因素；同时，本文将各个层面具体指标进行合理选取，使得其所代表的含义全面而不重复。

2. 针对性

企业管理核心是财务管理，企业经营发展出现的问题可以从财务指标恶化探究出来。本文将结合已识别出的多方面财务风险以及行业竞争和内部管理因素，合理确定能衡量其现实财务困境的评价指标体系。由对 H 公司财务的定性分析，我们发现 H 公司：流动资产结构问题导致流动性不足，且负债超标，由此导致短期偿债问题突出、内部控制混乱、纠纷激增；受制于同行竞争，资产创收效率低下，不利于提供持续现金流，产品和业务亟需合理定价、重组、创新；销售市场单一，偏安一隅，可考虑开发国内和海外新市场。因此本文选取、分析的指标将最大程度反映企业现有和潜在问题，突出主要矛盾，以为 H 公司健康成长提供参考。

3. 数据客观性、可采集性、可比性

所选取的财务数据均来自权威数据网站、财务年度报告(含摘要)、统计年鉴，最大程度保证真实性、可靠性；本文使用的数据分析方法将坚持可操作性原则，从定量分析角度要求数据具有可采集性，采集信息的成本低、效率高、操作便捷；尽可能保持数据年度间的可比性，保持口径上的一致，对于相对指标则尽可能选择方差分析中相对不显著的指标，以便于比较不同年度相同分类之间是否有差异。

(二)评价指标体系设定结果

根据以上的原则和依据，本文研究从财务“五力”框架角度，从各个财务能力中确定评价维度，并寻找重要财务指标，最终确定了财务困境的评价指标体系。如表 4.1 所示。

表 4.1 H 公司财务困境评价的原始指标体系

财务“五力”指标	评价维度	具体指标	计算公式
收益力	总资产获利能力	总资产报酬率	净利润/年均资产额
	净资产获利能力	净资产报酬率	净利润/年均净资产
安定力	长期偿债能力	资产负债率	负债额/资产额
	短期偿债能力	流动比率	流动资产/流动负债
		速动比率	速动资产/流动负债
活动力	存货变现能力	存货周转率	营业收入/存货均值
	应收账款回收能力	应收账款周转率	营业收入/应收账款均值
	总资产周转能力	总资产周转率	营业收入/资产均值
成长力	主营业务创收能力	主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入
	主营业务成长能力	营业收入增长率	本年营业收入/上年营业收入-1
	主营业务收现风险	销售现金比率	经营现金流净额/营业收入
生产力	单位人力附加值	人均附加价值	营业利润/员工数

在收益力方面，本文侧重于评价 H 公司在对股东和公司整体的收益满足程度，故选取净资产报酬

率、总资产报酬率进行评估。

在安定力方面，需要从长短期进行偿债能力的评价，观察其财务杠杆利用情况、资金流动能力，故选取资产负债率、流动比率、速动比率。

在活动力方面，重点考察流动资产中存货变现与应收账款回收风险，并对总资产周转情况进行评估，因此选取存货周转率、应收账款周转率、总资产周转率三项指标。

在成长力方面，需要着重考察主营业务创收能力、成长能力与收现风险，故选择主营业务利润率、营业收入增长率、销售现金比率三项指标。

对于生产力，因部分数据未能公开，故本文以营业利润作为所创造的价值参考变量，通过单位人力附加值来衡量员工创收能力。

(三)数据的选取与预处理

1. 变量的设定

本文样本数据选自中泰证券同花顺数据库，收集从 2013 年至 2017 年白酒行业 18 家上市公司相关的财务指标，其中个别缺失数值按照该公司可采集数据年份的相关指标均值统一处理。对于 12 项原始评价指标，其中速动比率、流动比率、资产负债率三项为适度指标，其余九项均是正向指标，需要对三项适度指标进行正向化预处理。

正向化公式如下：

$$Z_{x_i}=1/(1+|x_i-\bar{x}|)$$

其中 Z_{x_i} 为正向化指标值； x_i 为指标原值； \bar{x} 为指标均值。

(1) 正向化预处理后，本文将对所有采集数据进行标准化；

(2) 此外，引入 SPSS Statistics 17 软件，在标准化数据基础之上展开主成分分析，所得到的结果将在下文中做以详细说明。

2. 数据检验

根据输出结果，KMO 检验结果为 0.622，大于下限 0.50，符合因子分析的要求；Bartlett 球形检验法中，卡方值为 198.652，自由度为 66，显著性概率低于 0.01，表明各变量间显著相关，主成分分析法适用。

表 4.2 H 公司财务困境评价的原始指标体系相关系数

Kaiser-Meyer-Olkin 抽样充分性测量方法.		.622
Bartlett 球形检验法	卡方分布近似值	198.652
	自由度	66
	显著性概率值	.000

(四)财务困境综合评价模型的构建

以特征值超过1作为基本前提，从而选取了3个主成分，将主成分方差贡献率进行排序： 40.793%、22.404%、13.759%，累计方差贡献率已达到了76.956%。剩余成分方差贡献率最高者仅达到8.00%，贡

献率不足。综上，所提取的三个主成分已经可以解释大部分财务指标信息，代表性高。

表 4.3 H 公司财务困境评价原始指标体系主成分解释方差

成分	初始特征值			主成分分析提取结果		
	特征值	主成分解释方差	累计所解释方差	特征值	主成分解释方差	累计所解释方差
1	4.895	40.793	40.793	4.895	40.793	40.793
2	2.689	22.404	63.197	2.689	22.404	63.197
3	1.651	13.759	76.956	1.651	13.759	76.956
4	.960	8.000	84.956			
5	.559	4.657	89.613			
6	.446	3.716	93.329			
7	.409	3.407	96.736			
8	.208	1.732	98.468			
9	.122	1.019	99.487			
10	.047	.389	99.876			
11	.012	.102	99.978			
12	.003	.022	100.000			

提取方法：主成分分析法.

根据表4.4，可看出每个主成分对所选取的12个财务指标的代表程度。对于主成分1，总资产报酬率、净资产报酬率、主营业务利润率、销售现金率、人均附加价值数值较高(最低达到0.701)，涉及到收益力、成长力、生产力三种不同维度，体现的是H公司获利能力；对于主成分2，资产负债率、流动比率、速动比率数值较高，涉及安定力，反映的是长短期的偿债能力；对于主成分3，存货周转率绝对值较高，代表的是活动力。

参考载荷情况，对主成分1、2、3进行命名处理，分别为获利因素F1、安定因素F2以及活动因素F3。

表 4.4 H 公司财务困境原始指标体系旋转后主成分载荷情况

	主成分		
	1	2	3
总资产报酬率	.976	.003	.025
净资产报酬率	.953	.220	-.035
资产负债率	.208	.693	.280
流动比率	.124	.809	.356

速动比率	-.111	.725	.430
存货周转率	.172	.378	-.828
应收账款周转率	.562	-.530	.332
总资产周转率	.464	.475	-.338
主营业务利润率	.964	.074	-.020
营业收入增长率	.192	-.263	.589
销售现金率	.972	-.032	.001
人均附加价值	.701	-.504	-.038

a. 共提取三个主成分.

以上述表 4.4 中所给的载荷系数为基础, 分别将其除以主成分标准差, 从而得到主成分所对应的各个系数, 并得到与之相关的矩阵表达式, 具体可见下表:

表 4.5 H 公司财务困境原始指标主成分系数矩阵

	主成分		
	1	2	3
总资产报酬率	.441	.002	.019
净资产报酬率	.431	.134	-.027
资产负债率	.094	.423	.218
流动比率	.056	.493	.277
速动比率	-.050	.442	.334
存货周转率	.078	.230	-.644
应收账款周转率	.254	-.323	.258
总资产周转率	.210	.290	-.263
主营业务利润率	.436	.045	-.016
营业收入增长率	.087	-.160	.459
销售现金率	.440	-.020	.001
人均附加价值	.317	-.307	-.030

a. 共提取三个主成分.

若分别记标准化变量为 $X_1, X_2, X_3, X_4, X_5, X_6, X_7, X_8, X_9, X_{10}, X_{11}, X_{12}$, 则三个主成分可依次写为:

$$\begin{cases} Y_1 = 0.441X_1 + 0.431X_2 + 0.094X_3 + 0.056X_4 - 0.050X_5 + 0.078X_6 \\ +0.254X_7 + 0.210X_8 + 0.436X_9 + 0.087X_{10} + 0.440X_{11} + 0.317X_{12}; \\ Y_2 = 0.002X_1 + 0.134X_2 + 0.423X_3 + 0.493X_4 + 0.442X_5 + 0.230X_6 \\ -0.323X_7 + 0.290X_8 + 0.045X_9 - 0.160X_{10} - 0.020X_{11} - 0.307X_{12}; \\ Y_3 = 0.019X_1 - 0.027X_2 + 0.218X_3 + 0.277X_4 + 0.334X_5 - 0.644X_6 \\ +0.258X_7 - 0.263X_8 - 0.016X_9 + 0.459X_{10} + 0.001X_{11} - 0.030X_{12} \end{cases}$$

对原始指标主成分系数矩阵进行分析，将其中的各系数除以与之相关的标准差，由此得到各主成分所对应的得分系数矩阵，具体内容可见下表：

表 4.6 H 公司财务困境原始指标主成分得分系数矩阵

	主成分		
	1	2	3
总资产报酬率	.199	.001	.015
净资产报酬率	.195	.082	-.021
资产负债率	.043	.258	.170
流动比率	.025	.301	.216
速动比率	-.023	.270	.260
存货周转率	.035	.141	-.502
应收账款周转率	.115	-.197	.201
总资产周转率	.095	.177	-.205
主营业务利润率	.197	.027	-.012
营业收入增长率	.039	-.098	.357
销售现金率	.199	-.012	.001
人均附加价值	.143	-.187	-.023

a. 共提取三个出成分.

各主成分得分：

$$\begin{cases} F_1 = 0.199X_1 + 0.195X_2 + 0.043X_3 + 0.025X_4 - 0.023X_5 + 0.035X_6 \\ +0.115X_7 + 0.095X_8 + 0.197X_9 + 0.039X_{10} + 0.199X_{11} + 0.143X_{12}; \\ F_2 = 0.001X_1 + 0.082X_2 + 0.258X_3 + 0.301X_4 + 0.270X_5 + 0.141X_6 \\ -0.197X_7 + 0.177X_8 + 0.027X_9 - 0.098X_{10} - 0.012X_{11} - 0.187X_{12}; \\ F_3 = 0.015X_1 - 0.021X_2 + 0.170X_3 + 0.216X_4 + 0.260X_5 - 0.502X_6 \\ +0.201X_7 - 0.205X_8 - 0.012X_9 + 0.357X_{10} + 0.001X_{11} - 0.023X_{12}. \end{cases}$$

关于综合得分，其建立在主成分特征根的基础之上，将其作为权重，由此展开相应的加权平均处理，具体公式如下：

$$F=4.895/(4.895+2.689+1.651)*F_1+2.689/(4.895+2.689+1.651)*F_2+1.651/(4.895+2.689+1.651)$$

)*F3

代入标准化后的H企业财务数据后,可得出主成分1得分为-2.93872,主成分2得分为-0.31104,主成分3得分为1.065467;将H公司所得数据F1、F2、F3代入,可得到F值为-1.45775。

因为本文从“一般经济含义上分类的评价指标方向”与“对财务困境严重程度的衡量方向”相反,因此F值越大,代表财务困境程度越低或不存在;反之则财务困境程度越高,甚至面临停止上市、破产等风险。对于H公司在白酒行业中财务困境严重程度的衡量,需要根据自身三项主成分得分、综合得分情况,与行业中各个单位得分情况进行对比,以寻找横向差距;与自身近五个会计年度数据进行对比,来发现纵向问题。对于横纵向分析所发现的问题,划分为“优先处理”和“持续改善”两大类:对于应“优先处理”的问题,尽可能在短期内寻找应急措施加以克服;对于应“持续改善”的问题,将立足长期战略视角寻找新发展方向,以实现核心竞争力、促进可持续发展。

(五)H 酒业财务困境的横纵向对比

1. 同行业对比结果

将白酒行业 18 家公司 2013-2017 年经正向化、标准化处理的财务指标数据代入评分模型中,结果如表 4.8 所示。

表 4.7 财务困境原始指标主成分得分同行业比较结果

排序	股票简称	F1	F2	F3	F
1	贵州茅台	2.133705	-1.25758	2.320643	1.179668
2	洋河股份	0.797746	0.252757	0.550773	0.594906
3	今世缘	0.502136	0.534731	0.473425	0.506494
4	口子窖	0.404719	0.601877	0.608313	0.498524
5	古井贡酒	0.264413	0.808301	-0.09493	0.358536
6	迎驾贡酒	0.219664	0.984011	-0.32409	0.345013
7	泸州老窖	0.823892	0.005486	-0.53631	0.342421
8	山西汾酒	0.127011	0.851849	0.080438	0.329739
9	伊力特	0.317456	0.853565	-0.62209	0.305589
10	五粮液	0.398104	0.164898	0.021742	0.262915
11	金徽酒	0.260019	0.877088	-0.73054	0.262605
12	老白干酒	0.024481	0.5859	0.149677	0.210334
\	行业均值	0.006163	0.389996	0.32023	0.174073
13	水井坊	-0.7616	0.061952	2.122493	-0.00619
14	顺鑫农业	-0.34455	0.584221	0.012811	-0.01023
15	舍得酒业	-0.66264	0.274909	0.827793	-0.1232
16	酒鬼酒	-0.81556	0.101429	1.05125	-0.21482
17	金种子酒	-0.63933	1.045563	-1.21272	-0.25124
18	H酒业	-2.93872	-0.31104	1.065467	-1.45775

根据排名,贵州茅台、洋河股份作为行业顶尖白酒品牌,处于前两位;而本身资产、所有者权益、营业收入等规模居于末流位置的酒鬼酒、金种子酒、H公司分别处于第16-18名,排名结果与实际行情相符合,可在一定程度上印证了计分方法的合理性、有效性。

从表中可看出,除了反映活动力的F3得分正常外(其也与白酒行业整体产能过剩相关),H公司在反映获利能力的F1数值上位列第18位,以安定力为主要信息的F2数值上位列第17位,F数值位列第18

位，这些均与行业平均分数(分别为0.006163、0.389996、0.174073)存在明显差距，这均说明H公司财务困境程度严重。

根据数值得分可看出，H公司在安定力水平上为负值，经营基础不牢、财务结构不合理，应对突发紧急情况能力不足。相比安定力F2，H公司在主要反映盈利能力的F1数值上落后尤其明显(涉及到收益力、成长力、生产力三种不同维度)。一旦公司不进行相应的改善，所表现出的高财务风险将会演变的更为激烈，严重时甚至会出现破产的局面。就主成分这一角度而言，应从内外部两个角度展开分析。

从外部环境上看，当前形势下的白酒行业已经上升到了资本、技术乃至影响力这三大层面之间的比拼，作为行业龙头的茅台、五粮液等在长期的发展下已经沉淀了足够雄厚的技术，且在西北已经开拓出了宽广的市场，产品也逐步向千元级过渡；甘肃的其他白酒品牌，以及西北的白酒品牌都已有一定进步，使得H公司酒产品面临更大竞争压力；其次市场发生了变化，自2012年国家开始严控三公消费，白酒业产能过剩问题凸显，产能过剩、供大于求的状况已经非常突出。多年来，白酒行业的发展处于较为良好的水平，加之调整的持续进行，将会使得白酒业逐步趋向于产能过剩的局面，这已然是行业环境的最直观表现形式之一。^[21]

从内部环境上看，与H公司战略缺陷有明显关联，比如盲目扩张导致资源浪费、成本上升，营业方向转移不合理导致主业创收能力下降等。2013-2019年，H公司先后尝试番茄制品、种子种植、幼儿教育等领域投资，但新布局的业务仍未实现真正落地，在资本操纵下未将精力放入主业，导致主营业务利润率下跌严重。

2. 自身纵向对比结果

本文首先将H公司2013-2017年度财务指标数据进行标准化和正向化处理，再代入到现有的主成分评分模型中去，得出财务困境程度评估分数，以从纵向层面探讨变化。

由表4.8可看出，所统计的五个会计年度中，H公司的财务困境评分大体呈现出先小幅波动后明显下跌的趋势，特别是在2017年F值陡然下降，财务困境显著加剧。在各项主成分中，代表盈利能力的F1值下滑最为明显，由2013年的-1.932295跌至2017年的-4.922767；代表活动力的F3值数据趋势不稳定，呈现先上升后快速下滑的趋势，这与2017年货币资金等缩减、存货在流动资产中比例增大导致流动性下降密切相关。但从同行业对比情况看，该活动力排名良好，并非燃眉之急，可在主要矛盾之后进行处理。

表 4.8 财务困境原始指标主成分得分自身趋势比较结果

时间	F1	F2	F3	F
2013.12.31	-1.932295	1.074843	1.362489	-0.467663
2014.12.31	-2.308437	0.970914	1.084281	-0.747035
2015.12.31	-1.770814	0.968846	2.208482	-0.261690
2016.12.31	-2.895829	0.706769	2.157911	-0.943354
2017.12.31	-4.922767	1.318941	0.572530	-2.122909

由以上分析验证了H公司主要矛盾体现在“维护安定”“促进盈利能力提高”两大方面，对此需要“优先处理”，从当下加紧进行缓解、克服、恢复工作，并从长远角度考虑持续发展路径；对于存

货周转率等活动力要素，可以采取“持续改善”措施，逐步优化完善，最终促成 H 公司摆脱财务困境，实现健康发展。

五、基于“五力”分析的 H 酒业财务困境应对措施与发展战略

(一)保持安定力措施

1. 债务结构重组与多方式替代融资

基于上述分析可以得知，H 公司在流动负债方面表现出了较高的需求，而这在总负债中的占比较大，接近九成。在已经“资不抵债”的情况下，需要对流动负债在总负债中比例进行合理调整，可采用长期借款方式筹集资金、借新债还旧债，以延迟偿付期限、缓解当前还款压力。

从降低融资成本上看，可参照鞍钢股份公司做法，积极拓宽融资渠道：通过票据开出、贴现、背书、开具信用证、融资租赁等多种方式灵活调剂资金和替代融资，缓解资金压力、提高流动性。此外，可以向政府寻求帮助，借助政府的力量实现扭亏，由此获得盈利。

2. 债务结构重组与剥离亏损业务与资产重置

H 公司主营业务构成中，葡萄酒业务成本比例大、毛利率低，且 2012-2016 年，国内葡萄酒产量略有下降，进口持续增长。受到进口红酒冲击较大，葡萄酒产品缺乏价格竞争力，短时期内很难有大的改观。同时，H 公司在葡萄酒业务上既无品牌优势，也无渠道优势。H 公司有必要识别出这种亏损板块，将不良资产剥离以获取转让收益，实现轻装上阵。

因此，处在非常时期的 H 公司可考虑剥离持续亏损的葡萄酒业务，将相应的资产、子公司股权转让获得一笔营业外收入以求保壳；对于其他短暂亏损业务，可考虑先出售，由购买方经营、培育，待盈利能力恢复正常后回购。

3. 建立良好的厂商与银企合作关系

企业可通过相机抉择方式，从多个渠道来实现灵活的资金调剂，在规则允许的范围内运用合理的会计财务处理，来控制成本，从而降低营运支出、财务费用等，并替代债务、改善资本结构。

首先，在厂商合作方面，H 公司曾因败诉加提预计负债，并有一系列重大未决诉讼。若法律判定结果对 H 公司自身不利，将使得净资产额进一步收缩，甚至失去上市资格。此时，H 公司需要拿出积极的态度，深入至供应商与经销商这两大主体之间，由此解决过去遗留下来的问题，最大程度化解诉讼危机。汇聚与供应商的所有账务往来信息，对其进行梳理，明确实际欠款情况，积极商讨出一条在发展中持续清欠的合作方式，以端正的态度、强有力的行动获得供应商的支持，构建稳定的厂商关系。

[24]

其次，在银行借款方面，对于体量小、资金实力弱的民营企业，信用评估等级往往不高，容易存在信息不对称现象，难以从大型银行和金融机构获取充分的资金支持，自身也难以偿还高额财务费用。H 公司目前负债累累、官司纠纷缠身，更难以获取借款方信任。但中小企业往往与中小银行通过互利合作，获得关系型贷款，不仅克服了信息不对称弊端，也大大减轻了利息等财务费用。

因此，H 公司应积极与中小金融机构(如城乡商业银行等)合作，改善并建立良好的银企关系，争取自身融资和大股东的资金支持。

(二)恢复盈利层面措施

从上文主成分分析看，收益力、成长力、生产力是 H 公司期间来最为薄弱环节，与盈利密切相关，是工作“重中之重”。净资产报酬率和总资产报酬率均难以满足股东和公司发展需求，其脆弱的持续经营能力需要从产品、服务上进行优化完善；H 公司单位员工创造价值能力不足，近六年裁员与岗位变动并未带来人均附加值提高；受产品定位、行业竞争等多方面的影响，公司的成长力自然会遭到削弱，应从以下方面弥补。

1. 成本管控与重新合理定价

H 公司 2017 年曾出现市场倒挂现象，盲目低价出售、让利销售、买赠促销等活动导致严重拉低净利润。为扭转经营亏损局面，应依据产品成本，对原亏损销售的产品价格进行提价，严控产品价格与发货，使产品价格在市场消化中逐步恢复。同时，H 公司可建立市场价格追踪机制，派专业人员对市场信息、行业竞争、政策风向进行判断和评估，保证产品价格尽量符合市场走势，以实现营业收入稳步增长。

H 公司应该从生产、销售等环节加强成本控制、盈余管理，从而提高营业效率和获利能力。其所生产的白酒等产品，会经历“采购-审验-入库-生产加工-发货”等流程，应根据不同阶段的特点，寻找费用与成本产生点，并预估正常的开支；通过积极监控、开源节流、减少其他与经营活动无关的现金开支，使现金流量净额趋于流畅。对于目前国家“粮食涨价”政策实施和原材料价格快速上涨的现状，H 公司可以借助商品期货市场，充分利用期货市场的套期保值和价格发现功能，以更好帮助制造业公司管理库存，平抑价格变动风险，降低生产成本。

2. 坚持主业与新酒类产品开发

H 公司先后涉足与白酒行业不相关的领域，意图通过多元化投资挽救经营颓势。但对于需要短期内自救且自身资本体量小的 H 公司，其投资收回需更长的周期，也容易稀释主业资源，造成更多不必要的损失。事实上，H 公司的数次投资也都以失败告终，这说明此种投资策略并不恰当。2021 年恒大地产的暴雷也进一步印证此。因此，依据历史经验，公司需要认清、顺应行业形势，在主营业务坚持“产品差异化战略”，在资金紧密约束的条件下进行重点投资，避免同一阶段投出过多资金，通过振兴主营业务和与主营业务相关性较强的产业来提高资源利用效率，形成协同效应。

目前白酒产品在中低端市场趋于饱和，毛利率低。若继续以大规模、批量化产品销售为主要创收手段，则难免被淘汰的结局。公司可以考虑升华产品内在效能(即技术含量)，提升有较高质量的产品在总产品中的比例，从而提升品牌吸引力，便于开发新客户、新销售渠道及市场。H 公司应顺应当前白酒行业高端化、品牌化趋势，追求差异化，适度压缩中低端酒类产品的产销比例，在高端酒产品酿造上投资研发，走符合自身特色的“充满区域特色、富有历史气息的文化酒”线路。在这个大方向上，H 公司还需要落实战略合作伙伴。根据公司年报，已经与高诚集团签订产销合同，获得 1.484 亿战略资金。这将促使 H 公司进入产销两旺的良性循环中去。

3. 适度拓展外地市场

考虑到外来竞争所带来的打击，必须加大力度稳定本地市场，采取适当途径逐步开阔出区域外市场，最终步入国际市场。H 公司当前甘肃省内市场占据收入比例 81.39%，容易受制于偏僻的地理位置、欠发达的经济现状、有限的购买力。H 公司需要考虑其他省份的酒类市场，加大宣传力度，寻找省外产品经销商，开拓销售渠道，以提高知名度。

对于选择所要开发的外地市场，应考虑该区域已形成的白酒品牌竞争格局。目前，我国白酒区域市场主要分布在华东、华北和华中地区，这些地区是传统的白酒消费地区，其中华东地区占比 28%，华北地区占比 20%，华中地区占比 15%，其他地区累计占比为 37%。而传统的白酒消费区域集中了茅台等行业巨头，H 公司目前难以与之抗衡。所以 H 公司目前应主动避开竞争激烈的三大区域，而以甘肃周边地区为主要试点，通过实施品牌战略模式、扩展流通渠道、资本战略联盟优化、产业链整合等一系列创新发展战略，加快了周边区域的扩张速度。

(三)增强活动力层面措施

由主成分分析结果可知，当前以存货周转率为主的活动力要素在白酒行业整体下行和深度调整的时期，整体处于低迷状态。F3 数值除贵州茅台、水井坊等品牌分值较高外，各公司得分大致接近(在 0.32 上下波动)。受制于经济发展、政策变化、行业转型等宏观因素，对于活动力的改善，应从日常经营角度出发，持续改善存货、应收账款等。

1. 落实去库存的长短期措施

首先，我们已知 H 公司低效能存货积压严重，变现能力不足。从短期看，对于存放在仓库时间久的滞销产品，可以采取打折销售等方式及时处理；对于变质毁损存货，及时清理。从中长期看，可采取“以销定产”策略，实施以市场为导向的战略性库存管理，即采用从市场需求出发的倒逼机制。需从根本上解决库存过多的问题，最为关键的便是把控好市场的主要特性，一旦偏离了市场必将带来产品积压现象^[25]

其次，针对 H 公司常年存货在流动资产中比重较大的情况，应加强存货日常管理，建立库存盘点制度，有条件的企业要上 ERP 进行电子化库存管理，建立计算机存货管理系统，对存货进行实时动态的了解。任何一次采购都必须通过这个环节，以确定企业的安全库存量与经济订货批量。此举一方面解决了货品供应不足的问题，另一方面则缩减了存货成本。

在保管存货中，H 公司应对原材料、周转材料、库存商品进行分类保管，并按照价值大小、获取难易程度等对存货采用 ABC 法分类。如将周转材料分成 C 类，核心酒类产品划分为 A 类，二级效能酒类产品分为 B 类，分类储存并登记入账。在原材料的使用方面，应严格遵循先进先出的原则进行，由此避免早期材料过期无效的问题。^[26]

2. 加强应收账款的日常监督管理

针对应收账款最近两年平均账龄增大的趋势，H 公司应做好充分的预警工作与实时监测：预先确立可接受的坏账准备额区间，强化客户信用管理；交易前确立赊销合同文件及相关细则，特别是明确回收期限、应尽责任与义务；注重对交易对象的跟踪，实现对应收款项等各类信息的统计与分析工作；当依据应收账款一定比例确定的坏账准备金超过某一临界值时，及时行权、追责，最大限度减少赊销风险。^[27]

参考文献:

- [1] 邹松初. S 机床财务困境成因及解决对策研究[D]. 沈阳工业大学, 2018.
- [2] 吴苑. 制造业上市公司的财务困境研究[D]. 云南财经大学, 2016.
- [3] 刘路婷. 春兰公司财务风险评价及防范研究[D]. 哈尔滨工业大学, 2017.
- [4] 夏秀芳, 迟健心. 企业财务困境预警研究综述[J]. 会计之友, 2018(13): 2-6.
- [5] 吴世农, 卢贤义. 我国上市公司财务困境预测模型研究[J]. 经济研究, 2001(6): 46-55.
- [6] 何卫红, 郑垂勇. 财务困境及预警研究述评[J]. 财会通讯, 2007(7): 29-31.
- [7] 王魁. 二重重装公司财务危机案例研究[D]. 华东交通大学, 2018.
- [8] 邹松初. S 机床财务困境成因及解决对策研究[D]. 沈阳工业大学, 2018.
- [9] 周木水. 雅居乐地产控股公司财务风险控制研究[D]. 广东工业大学, 2018.
- [10] 魏明良, 王雪. 黎精明. 哈佛框架下的百货业财务报表分析—以王府井百货(600859)为例[J]. 会计之友, 2016(7): 82-86.
- [11] 符大海. 论财务困境形成的内在机理[J]. 财会月刊, 2010(12): 09-11.
- [12] 吕长江, 赵岩. 上市公司财务状况分类研究[J]. 会计研究, 2004(11): 53-61.
- [13] 林华. 财务与非财务指标综合评价: 未来公司业绩评价新方法[J]. 现代财经, 2004(6): 36-39.
- [14] 余昌文. 财务分析技术框架的改进与建议[J]. 交通财会, 2014(7): 16-21.
- [15] 仇冬芳. 农业上市公司终极控制对非经常性损益盈余管理的影响研究[D]. 南京航空航天大学, 2010.
- [16] 阿克·雾宁石根. 论丽江历史文化名城形象建设[J]. 中国科技财富, 2009(22): 8-10.
- [17] 张锐. 浅谈企业的财务分析[J]. 中国科技财富, 2009(22): 18-19.
- [18] 徐志和. 国内主要上市轮胎公司的财务指标及竞争力分析[J]. 轮胎工业, 2004(11): 696-698.
- [19] 李雪峰. 哈佛框架下的黄台酒业财务报表分析[J]. 生产力研究, 2017(5): 149-152.
- [20] 郝子伏. 新会计准则下的利润质量再认识[D]. 对外经济贸易大学, 2009.
- [21] 陈国兴, 赵伟. 关于白酒行业的传染效应与竞争效应研究[J]. 金融经济, 2018(8): 28-30.
- [22] 鞍钢股份有限公司. 践行卓越绩效管理模式中国钢铁摇篮再创辉煌[J]. 中国钢铁业, 2010(11): 5-10.
- [23] 朱际冬. 财务分析视角下的上市公司盈余管理研究—以鞍钢股份为例[D]. 对外经济贸易大学, 2017.
- [24] Kashif Naeem, Matthew C. Li. Corporate investment efficiency: The role of financial development in firms with financing constraints and agency issues in OECD non-financial firms[J]. International Review of Financial Analysis, 2019.
- [25] Dongcheol Kim, Inro Lee, Haejung Na. Financial distress, short sale constraints, and mispricing[J]. Pacific-Basin Finance Journal, 2019, 53.
- [26] 胡古月, 徐明. 基于委托代理模型对农产品营销渠道依赖与冲突的关系研究[J]. 黑龙江农业科学, 2010(12): 134-136.

^[27] 林鑫磊. A 酒店应收账款的风险防范研究[J]. 中国集体经济, 2019(5):146- 148.
