营运资金管理发展报告系列丛书

编审委员会主任：王竹泉　权锡鉴

ANNUAL REPORT ON
THE DEVELOPMENT OF
WORKING CAPITAL MANAGEMENT

营运资金管理发展报告2016

王竹泉　孙　莹　孙建强　王苑琢　王贞洁　王秀华
张先敏　杜　媛　程六兵　杜　瑞　赵　璨　等著

中国财经出版传媒集团
中国财政经济出版社

营运资金管理发展报告系列丛书

编审委员会主任：王竹泉　权锡鉴

ANNUAL REPORT ON
THE DEVELOPMENT OF
WORKING CAPITAL MANAGEMENT

营运资金管理发展报告2016

王竹泉　孙　莹　孙建强　王苑琢　王贞洁　王秀华
张先敏　杜　媛　程六兵　杜　瑞　赵　璨　等著

中国财经出版传媒集团
中国财政经济出版社

图书在版编目（CIP）数据

营运资金管理发展报告.2016/王竹泉等著.—北京：中国财政经济出版社，2016.10
（营运资金管理发展报告系列丛书）
ISBN 978-7-5095-7003-6

Ⅰ.①营… Ⅱ.①王… Ⅲ.①上市公司-资金管理-研究报告-中国-2016
Ⅳ.①F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2016）第 238614 号

责任编辑：樊清玉等　　封面设计：耕　者

中国财政经济出版社 出版
URL：http：//ckfz.cfeph.cn
E-mail：ckfz@cfeph.cn
（版权所有　翻印必究）
社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号　邮政编码：100142
营销中心电话：010-88190406
天猫网店：中国财政经济出版社旗舰店
网址：https：//zgczjjcbs.tmall.com
北京富生印刷厂印刷　各地新华书店经销
880×1230 毫米　16 开　52.25 印张　1 550 000 字
2016 年 10 月第 1 版　2016 年 10 月北京第 1 次印刷
定价：150.00 元
ISBN 978-7-5095-7003-6/F·5606
（图书出现印装问题，本社负责调换）
质量投诉电话：010-88190744
打击盗版举报热线：010-88190492、QQ：634579818

中国海洋大学建设世界一流大学（学科）和

特色发展引导专项资助

总　序

营运资金管理是企业财务管理的重要内容，良好的营运资金管理是企业得以生存和发展的基础。在经济全球化的时代背景下，企业的营运资金管理面临着前所未有的机遇和挑战，而金融危机的发生更加凸现了营运资金管理的重要地位，营运资金管理受到了空前的关注。据莱瑞·吉特曼和查尔斯·马克斯维尔两位学者对美国一千家大型企业财务经理的调查表明，财务经理在营运资金管理上所花费的时间几乎占了1/3。与此同时，营运资金管理也越来越受到理论界的关注。通过EBSCO host数据库（Business Source Premier）的检索，标题中包含“营运资金（working capital）”的文献数量在自20世纪90年代以来呈几何级数增长。通过中国知网的中国学术文献网络出版总库的检索，2006－2010年发表的标题中包含“营运资金或营运资本”的文献数量比之前15年发表总量的两倍还要多。由此可见，不论是在国内还是在国外，对营运资金管理的研究均呈现出巨幅增长的态势。

本研究团队长期致力于企业营运资金管理的研究，开创性地将渠道管理理论引入到营运资金管理的研究中，倡导“将企业营运资金管理的重心转移到渠道控制上”的新理念，提出了“基于渠道管理的营运资金管理理论”。该理论“以营运资金重新分类为切入点，在将营运资金分为经营活动营运资金和理财活动营运资金的同时，进一步将经营活动营运资金按照其与供应链或渠道的关系分为营销渠道的营运资金、生产或内部经营渠道的营运资金和采购渠道的营运资金，这种分类不仅将各个营运资金项目涵盖在内，而且可以清晰地反映出营运资金在渠道上的分布状况。在国家自然科学基金“基于渠道关系管理的营运资金管理理论研究与中国上市公司营运资金管理数据平台建设”（项目编号：70772024）和教育部新世纪人才计划的支持下，研究团队研究设计了全新的“基于渠道管理的营运资金管理绩效评价体系”，并运用该评价体系持续开展中国上市公司营运资金管理的调查。该项研究同时得到了中国会计学会的关注和支持，从2007年起，研究团队与中国会计学会合作按年度发布“中国上市公司营运资金管理调查”和“中国上市公司营运资金管理绩效排行榜”，研发“中国上市公司营运资金管理数据库”和“中国上市公司营运资金管理案例库”，填补了我国在营运资金管理专项数据库方面的空白。2009年，在前期合作的基础上，研究团队和中国会计学会合作设立了“中国企业营运资金管理研究中心”，作为财政部全国会计领军人才培养工程的开放式合作研究基地，吸收了一批企业类、学术类领军人才参与，在推动企业营运资金管理理论和实践创新方面发挥了核心作用。

《营运资金管理发展报告系列丛书》旨在系统考察国内外营运资金管理研究的进展和研究成果，客观描绘营运资金管理实践的发展进程和基本特征，全面收集营运资金管理的文献资料和信息数据，进而深入探究营运资金管理发展趋势和发展规律。这不仅对进一步推进营运资金管理的理论研究具有重要的意义，而且对不断提升营运资金管理实践的水平无疑也具有深远的影响。该系列丛书每年出版一部，年度发展报告分为理论发展与经济形势篇、行业调查篇、地区调查与专题调查篇和数据信息与文献索引篇四部分（其中“数据信息与文献索引”篇将集中以附录的形式体现），以全面展现营运资金管理在理论研究、实践应用和信息资料三个层面的发展状况。国家自然科学基金委员会、教育部、中国会计学会、中国海洋大学等方面的支持为持续编撰《营运资金

管理发展报告系列丛书》提供了重要条件，中国企业营运资金管理研究中心在长期研究中建立的理论框架和调查体系以及在该领域积累的丰富研究资料和研究成果为高效率编撰《营运资金管理发展报告系列丛书》提供了有力支撑，以中国海洋大学管理学院、中国企业营运资金管理研究中心为主体的编撰团队的敬业奉献和通力合作为高质量编撰《营运资金管理发展报告系列丛书》提供了可靠保证。

《营运资金管理发展报告系列丛书》可能的创新有三个方面：（1）具有原创性理论的支撑。本系列丛书的核心理论成果和调查体系均是基于中国企业营运资金管理研究中心首创的“基于渠道管理的营运资金管理”理论和“基于渠道管理的营运资金管理绩效评价体系”而研究设计完成的，从而在内容和数据方面有别于国内外同类研究和调查。（2）丰富的调查体系和调查成果。本发展报告系列丛书对营运资金管理实践的调查分为行业调查、地区调查和专题调查三个层面，所采用的调查指标则不仅包括传统的基于要素的营运资金管理绩效评价指标，还包括中国企业营运资金管理研究中心创立的基于渠道管理的营运资金管理绩效评价指标。从调查成果来看，不仅包括行业调查报告、地区调查报告和专题调查报告，而且形成了具有自主知识产权的“中国上市公司营运资金管理数据库”、“中国上市公司营运资金管理绩效排行榜”，并辅以国内外营运资金管理研究的文献索引数据库，堪称营运资金管理领域的思想库、文献库和信息库。（3）集体智慧和团队合作的结晶。本发展报告系列丛书的编撰不仅有专兼职研究人员与学生的参与，而且还将邀请国内著名专家学者和业界专家参与，以充分汇聚营运资金管理领域著名专家学者的思想智慧，共同分享营运资金管理业界精英的成功经验。

随着营运资金管理对企业在全球化竞争中取胜的决定性作用的日益突出，《营运资金管理发展报告系列丛书》的应用前景必将越来越广阔。期待《营运资金管理发展报告系列丛书》不仅成为营运资金管理研究的“思想库”、“文献库”和“信息库”，而且成为国内外营运资金管理实践者的良师益友。

王竹泉　权锡鉴
2011 年 8 月于青岛

序

中国企业营运资金管理研究中心为全面展现国内外营运资金管理在理论研究、实践应用和信息资料三个层面的发展状况，真正发挥营运资金管理研究的“思想库”、“文献库”、“信息库”和“案例库”的作用，特研究制订了编撰《营运资金管理发展报告系列丛书》的规划，并于2011年10月出版发布了首部营运资金管理发展报告—《营运资金管理发展报告2011》。随后又公开出版发布了《营运资金管理发展报告2008～2010》《营运资金管理发展报告2012》《营运资金管理发展报告2013》《营运资金管理发展报告2014》与《营运资金管理发展报告2015》，《营运资金管理发展报告2016》是按该项规划编撰出版的第七部营运资金管理发展报告。

《营运资金管理发展报告2016》是中国企业营运资金管理研究中心集体智慧的结晶。全书由王竹泉、孙莹、孙建强、王苑琢、王贞洁、王秀华、张先敏、杜媛、程六兵、杜瑞、赵璨等60多位研究人员从数据采集校对、资料分析到报告撰写，历时6个多月时间完成。《营运资金管理发展报告2016》由理论发展与总体分析、行业调查、地区调查与专题调查及附录四部分组成。各章的内容及分工详细情况如下表：

章次	分章标题	执笔人
第一章	导论	王竹泉
第二章	专家视点	王竹泉、杨华、孙莹、张仪、梁学玲、孙兰兰、陈晓辉、李祥龙
第三章	精选案例	朱大鹏、张晓敏、杜康丽
第四章	2015年国内营运资金管理研究进展	金灿灿
第五章	2015年国外营运资金管理研究进展	孙兰兰
第六章	2015年中国上市公司分行业营运资金管理调查总体分析	孙莹、张先敏、王秀华、段丙蕾、江玮滢
第七章	2015年中国上市公司分地区营运资金管理调查总体分析	王贞洁、高莉、范帅、苏昕卉
第八章	2015年农、林、牧、渔行业上市公司营运资金管理调查	王秀华、曲冠青
第九章	2015年采矿业上市公司营运资金管理调查	金灿灿、崔静
第十章	2015年食品、饮料行业上市公司营运资金管理调查	王秀华、马婧
第十一章	2015年纺织、服装、皮毛行业上市公司营运资金管理调查	祝兵
第十二章	2015年木材、家具行业上市公司营运资金管理调查	张园园、黄聪
第十三章	2015年造纸、印刷行业上市公司营运资金管理调查	杨华、段丙蕾
第十四章	2015年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司营运资金管理调查	王苑琢
第十五章	2015年医药、生物制品行业上市公司营运资金管理调查	张园园、高杰、潘婧雯
第十六章	2015年金属、非金属行业上市公司营运资金管理调查	杨华、张怡
第十七章	2015年机械、设备、仪表业上市公司营运资金管理调查	孙莹、陈冠霖
第十八章	2015年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司营运资金管理调查	张先敏、江玮滢
第十九章	2015年其他制造业上市公司营运资金管理调查	赵璨、蔡兆东

续表

章次	分章标题	执笔人
第二十章	2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司营运资金管理调查	赵璨、李英豪
第二十一章	2015 年建筑行业上市公司营运资金管理调查	金灿灿、韩星佳
第二十二章	2015 年批发和零售业上市公司营运资金管理调查	程六兵、刘奕锋、韩睿
第二十三章	2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司营运资金管理调查	杜瑞、鞠培芬、林文青
第二十四章	2015 年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司营运资金管理调查	王苑琢、于冰洁、姜亚男
第二十五章	2015 年房地产业上市公司营运资金管理调查	祝兵、孙辰晨、周雅睿
第二十六章	2015 年社会服务业上市公司营运资金管理调查	王苑琢、王艺璇、杨瑞琪
第二十七章	2015 年传播与文化行业上市公司营运资金管理调查	祝兵、秦小莉
第二十八章	2015 年综合类上市公司营运资金管理调查	张先敏、孙玉
第二十九章	2015 年东部地区上市公司营运资金管理调查	王贞洁、宋俊熹、范帅、苏昕卉
第三十章	2015 年中部地区上市公司营运资金管理调查	杜媛、杨阳、宋竞昕、徐静
第三十一章	2015 年西部地区上市公司营运资金管理调查	杜媛、杨阳、徐静、宋竞昕
第三十二章	2015 年产能过剩上市公司营运资金管理调查	孙莹、张仪、苏杭、强池
第三十三章	2015 年不同经济性质上市公司营运资金管理调查	杜瑞、赵璨、于洋、翟凯丽
第三十四章	2015 年产融结合上市公司营运资金管理调查	孙建强 程六兵、张晓萍、李梦红
附录 1 - 1	2015 年中国上市公司营运资金管理绩效排行榜（按渠道）	中国企业营运资金管理研究中心
附录 1 - 2	2015 年中国上市公司营运资金管理绩效排行榜（按要素）	中国企业营运资金管理研究中心
附录 1 - 3	2015 年中国上市公司分地区营运资金管理绩效排行榜（按渠道）	中国企业营运资金管理研究中心
附录 1 - 4	2015 年中国上市公司分地区营运资金管理绩效排行榜（按要素）	中国企业营运资金管理研究中心
附录 2 - 1	2015 年中国企业营运资金管理研究中心文献索引	中国企业营运资金管理研究中心
附录 2 - 2	2015 年国内营运资金管理研究文献索引（除中国企业营运资金管理研究中心文献外）	
附录 3	2015 年国外营运资金管理研究文献索引	

《营运资金管理发展报告 2016》的编辑出版得到了中国海洋大学建设世界一流大学（学科）和特色发展引导专项资助和国家自然科学基金“利益相关者视角的营运资金管理研究与中国上市公司营运资金管理数据平台扩充建设（71 372111）”、财政部全国会计领军人才特殊支持计划和财政部会计名家工程的资助，在此向长期以来给予中国企业营运资金管理研究中心关心和支持的中国会计学会、中国海洋大学、国家自然科学基金委管理科学部和财政部等部门表示衷心的感谢。同时，感谢中国财政经济出版社会计分社樊清玉等责任编辑团队为本书出版所付出的辛勤工作。由于该发展报告内容体系庞大，涉及的数据、资料繁多，分析计算工作量巨大，因此在编撰过程中难免出现错漏或偏颇之处，恳请读者给予批评指正。

王竹泉

2016 年 9 月于青岛

目　录

第一篇　理论发展与总体分析 …… 1
第一章　导论 …… 2
第二章　专家视点 …… 10
专家视点之一：制度创新增添资本活力 …… 10
专家视点之二：利益相关者视角的企业财务风险观：内涵、特征及分类 …… 11
主要参考文献 …… 23
专家视点之三：我国企业“去库存”研究：现状、机理与对策 …… 24
主要参考文献 …… 33
专家视点之四：我国上市公司资本错配现状研究 …… 33
主要参考文献 …… 39
专家视点之五：供应链关系、产权性质与营运资金融资结构动态调整
——基于不同行业景气度的分析 …… 40
主要参考文献 …… 49
专家视点之六：上市公司对外担保对企业财务风险的影响机理研究 …… 50
主要参考文献 …… 53
专家视点之七：企业资本错配及影响因素研究 …… 54
主要参考文献 …… 60
专家视点之八：企业社会责任与经营活动营运资金管理绩效关系研究 …… 62
主要参考文献 …… 64
第三章　精选案例 …… 66
精选案例之一：经济转型升级背景下的企业资本效率与利益相关者保护
——基于中核钛白重组的案例研究 …… 66
主要参考文献 …… 71
精选案例之二：利益相关者视角的企业融资方式及其风险研究 …… 72
主要参考文献 …… 77
精选案例之三：中国建筑股份有限公司类金融模式及其对营运资金的影响分析 …… 77
主要参考文献 …… 82
第四章　2015 年国内营运资金管理研究进展 …… 83
一、营运资金管理基本理论的研究 …… 83
二、营运资金管理的影响因素研究 …… 84
三、营运资金管理模式与绩效评价 …… 87
四、营运资金管理的经济后果研究 …… 89
五、营运资金持有水平的预测与分析研究 …… 91
六、营运资金风险控制研究 …… 91

七、其他 …… 91
八、营运资金管理研究述评 …… 92
主要参考文献 …… 92
第五章 2015 年国外营运资金管理研究进展 …… 96
一、营运资金管理的影响因素研究 …… 96
二、营运资金管理与公司业绩的关系和影响机理研究 …… 96
三、营运资金管理与盈余管理研究 …… 97
四、中小企业营运资金管理研究 …… 97
五、小结 …… 98
主要参考文献 …… 98
第六章 2015 年中国上市公司分行业营运资金管理调查总体分析 …… 101
一、2015 年中国经济环境关键词与大事件 …… 101
二、行业调查体系 …… 103
三、2015 年分行业上市公司营运资金存量及其分布状况 …… 106
四、2015 年分行业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析 …… 113
五、2015 年分行业上市公司资金回报分析 …… 121
六、2015 年分行业上市公司融资结构与财务风险分析 …… 122
七、研究结论 …… 127
主要参考文献 …… 128
第七章 2015 年中国上市公司分地区营运资金管理调查总体分析 …… 129
一、分地区营运资金管理调查体系 …… 129
二、2015 年经营环境变化主题词与大事件 …… 131
三、2015 年全国上市公司营运资金存量及其分布状况 …… 131
四、2015 年全国上市公司经营活动营运资金管理绩效分析 …… 138
五、2015 年全国上市公司资金回报分析 …… 142
六、2015 年全国上市公司融资结构与财务风险分析 …… 143
七、2015 年全国上市公司营运资金管理绩效排行榜 …… 149
八、2015 年全国上市公司营运资金管理调查的结论与建议 …… 149
主要参考文献 …… 150
第二篇 行业调查 …… 151
第八章 2015 年农、林、牧、渔行业上市公司营运资金管理调查 …… 152
一、农、林、牧、渔行业上市公司营运资金基本特征 …… 152
二、2015 年农、林、牧、渔行业经营环境变化主题词与大事件 …… 153
三、2015 年农、林、牧、渔行业上市公司营运资金存量及其分布状况 …… 154
四、2015 年农、林、牧、渔行业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析 …… 159
五、2015 年农、林、牧、渔行业上市公司资金回报分析 …… 162
六、2015 年农、林、牧、渔行业上市公司融资结构与财务风险分析 …… 163
七、2015 年农、林、牧、渔行业上市公司营运资金管理绩效排行榜 …… 166
八、2015 年农、林、牧、渔行业上市公司营运资金管理典型案例 …… 166
九、2015 年农、林、牧、渔行业上市公司营运资金管理调查结论与建议 …… 168
主要参考文献 …… 169
第九章 2015 年采矿业上市公司营运资金管理调查 …… 170
一、采矿业营运资金管理特点 …… 170

二、2015年采矿业营运资金管理主题词及大事件 …… 171
三、2015年采矿业上市公司营运资金存量及其分布状况 …… 173
四、采矿业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析 …… 178
五、采矿业上市公司资金回报分析 …… 183
六、采矿业上市公司融资结构与财务风险分析 …… 184
七、2015年采矿业上市公司营运资金管理绩效排行榜 …… 188
八、2015年采矿业上市公司营运资金管理典型案例 …… 188
九、2015年采矿业上市公司营运资金管理调查结论与建议 …… 191
主要参考文献 …… 193
第十章　2015年食品、饮料行业上市公司营运资金管理调查 …… 194
一、食品、饮料行业上市公司营运资金基本特征 …… 194
二、2015年食品、饮料行业上市公司营运资金管理主题词与大事件 …… 195
三、2015年食品、饮料行业上市公司营运资金存量及其分布状况 …… 196
四、2015年食品、饮料行业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析 …… 201
五、2015年食品、饮料行业上市公司资金回报分析 …… 205
六、2015年食品、饮料行业上市公司融资结构与财务风险分析 …… 206
七、2015年食品、饮料行业上市公司营运资金管理绩效排行榜 …… 210
八、2015年食品、饮料行业上市公司营运资金管理典型案例 …… 210
九、2015年食品、饮料行业上市公司营运资金管理调查结论与建议 …… 213
主要参考文献 …… 214
第十一章　2015年纺织、服装、皮毛行业上市公司营运资金管理调查 …… 215
一、纺织、服装、皮毛行业上市公司营运资金基本特征 …… 215
二、2015年纺织、服装、皮毛行业经营环境变化主题词与大事件 …… 216
三、2015年纺织、服装、皮毛行业上市公司营运资金存量及其分布状况 …… 217
四、2015年纺织、服装、皮毛行业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析 …… 222
五、2015年纺织、服装、皮毛行业上市公司资金回报分析 …… 225
六、2015年纺织、服装、皮毛行业上市公司融资结构与财务风险分析 …… 227
七、2015年纺织、服装、皮毛行业上市公司营运资金管理绩效排行榜 …… 230
八、2015年纺织、服装、皮毛行业上市公司营运资金管理典型案例 …… 230
九、2015年纺织、服装、皮毛行业上市公司营运资金管理调查结论与建议 …… 232
主要参考文献 …… 233
第十二章　2015年木材、家具行业上市公司营运资金管理调查 …… 234
一、木材、家具行业上市公司营运资金基本特征 …… 234
二、2015年木材、家具行业经营环境变化主题词与大事件 …… 235
三、2015年木材、家具行业上市公司营运资金存量及其分布状况 …… 236
四、2015年木材、家具行业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析 …… 241
五、2015年木材、家具行业上市公司资金回报分析 …… 245
六、2015年木材、家具行业上市公司融资结构与财务风险分析 …… 246
七、2015年木材、家具行业上市公司营运资金管理绩效排行榜 …… 250
八、2015年木材、家具行业上市公司营运资金管理典型案例 …… 250
九、2015年木材、家具行业上市公司营运资金管理调查结论与建议 …… 253
主要参考文献 …… 254
第十三章　2015年造纸、印刷行业上市公司营运资金管理调查 …… 255

一、造纸、印刷行业上市公司营运资金基本特征 …… 255
二、2015 年造纸、印刷行业经营环境变化主题词与大事件 …… 256
三、2015 年造纸、印刷行业上市公司营运资金存量及其分布状况 …… 258
四、2015 年造纸、印刷行业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析 …… 263
五、2015 年造纸、印刷行业上市公司资金回报分析 …… 267
六、2015 年造纸、印刷行业上市公司融资结构与财务风险分析 …… 268
七、2015 年造纸、印刷行业上市公司营运资金管理绩效排行榜 …… 272
八、2015 年造纸、印刷行业上市公司营运资金管理典型案例 …… 272
九、2015 年造纸、印刷行业上市公司营运资金管理调查结论与建议 …… 276
主要参考文献 …… 277
第十四章 2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司营运资金管理调查 …… 279
一、石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司营运资金基本特征 …… 279
二、2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业经营环境变化主题词与大事件 …… 280
三、2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司营运资金存量及其分布状况 …… 282
四、2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析 …… 286
五、2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司资金回报分析 …… 290
六、2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司融资结构与财务风险分析 …… 292
七、2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司营运资金管理绩效排行榜 …… 295
八、2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司营运资金管理典型案例 …… 295
九、2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司营运资金管理调查结论与建议 …… 298
主要参考文献 …… 299
第十五章 2015 年医药、生物制品行业上市公司营运资金管理调查 …… 300
一、医药、生物制品行业上市公司营运资金基本特征 …… 300
二、2015 年医药、生物制品行业经营环境变化主题词与大事件 …… 301
三、2015 年医药、生物制品行业上市公司营运资金存量及其分布状况 …… 302
四、2015 年医药、生物制品行业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析 …… 307
五、2015 年医药、生物制品行业上市公司资金回报分析 …… 311
六、2015 年医药、生物制品行业上市公司融资结构与财务风险分析 …… 313
七、2015 年医药、生物制品行业上市公司营运资金管理绩效排行榜 …… 317
八、2015 年医药、生物制品行业上市公司营运资金管理典型案例 …… 317
九、2015 年医药、生物制品行业上市公司营运资金管理调查结论与建议 …… 319
主要参考文献 …… 320
第十六章 2015 年金属、非金属行业上市公司营运资金管理调查 …… 322
一、金属、非金属行业上市公司营运资金基本特征 …… 322
二、2015 年金属、非金属行业营运环境变化主题词与大事件 …… 323
三、2015 年金属、非金属行业上市公司营运资金存量及其分布状况 …… 325
四、2015 年金属、非金属行业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析 …… 330
五、2015 年金属、非金属行业上市公司资金回报分析 …… 334
六、2015 年金属、非金属行业上市公司融资结构与财务风险分析 …… 336
七、2015 年金属、非金属行业上市公司营运资金管理绩效排行榜 …… 339
八、2015 年金属、非金属行业上市公司营运资金管理典型案例 …… 339
九、2015 年金属、非金属行业上市公司营运资金管理调查结论与建议 …… 341
主要参考文献 …… 342

第十七章　2015年机械、设备、仪表业上市公司营运资金管理调查 …… 344
一、机械、设备、仪表业上市公司营运资金基本特征 …… 344
二、2015年机械、设备、仪表业经营环境变化主题词与大事件 …… 345
三、2015年机械、设备、仪表业上市公司营运资金存量及其分布状况 …… 346
四、2015年机械、设备、仪表业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析 …… 351
五、2015年机械、设备、仪表业上市公司资金回报分析 …… 355
六、2015年机械、设备、仪表业上市公司融资结构与财务风险分析 …… 357
七、2015年机械、设备、仪表业上市公司营运资金管理绩效排行榜 …… 360
八、2015年机械、设备、仪表业上市公司营运资金管理典型案例 …… 360
九、2015年机械、设备、仪表业上市公司营运资金管理调查结论与建议 …… 365
主要参考文献 …… 366
第十八章　2015年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司营运资金管理调查 …… 368
一、计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司营运资金基本特征 …… 368
二、2015年计算机、通信及其他电子设备制造业经营环境变化主题词与大事件 …… 369
三、2015年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司营运资金存量及其分布状况 …… 371
四、2015年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析 …… 376
五、2015年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司资金回报分析 …… 381
六、2015年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司融资结构与财务风险分析 …… 382
七、2015年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司营运资金管理绩效排行榜 …… 386
八、2015年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司营运资金管理典型案例 …… 387
九、2015年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司营运资金管理调查结论与建议 …… 389
主要参考文献 …… 391
第十九章　2015年其他制造业上市公司营运资金管理调查 …… 392
一、其他制造业上市公司营运资金基本特征 …… 392
二、2015年其他制造业经营环境变化主题词与大事件 …… 393
三、2015年其他制造业上市公司营运资金存量及其分布状况 …… 395
四、2015年其他制造业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析 …… 400
五、2015年其他制造业上市公司资金回报分析 …… 404
六、2015年其他制造业上市公司融资结构与财务风险分析 …… 405
七、2015年其他制造业上市公司营运资金管理绩效排行榜 …… 409
八、2015年其他制造业上市公司营运资金管理典型案例 …… 409
九、2015年其他制造业上市公司营运资金管理调查结论与建议 …… 412
主要参考文献 …… 413
第二十章　2015年电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司营运资金管理调查 …… 414
一、电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司营运资金基本特征 …… 414
二、2015年电力、热力、燃气及水生产和供应业营运资金管理主题词与大事件 …… 415
三、2015年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司营运资金存量及其分布状况 …… 416
四、2015年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析 …… 421

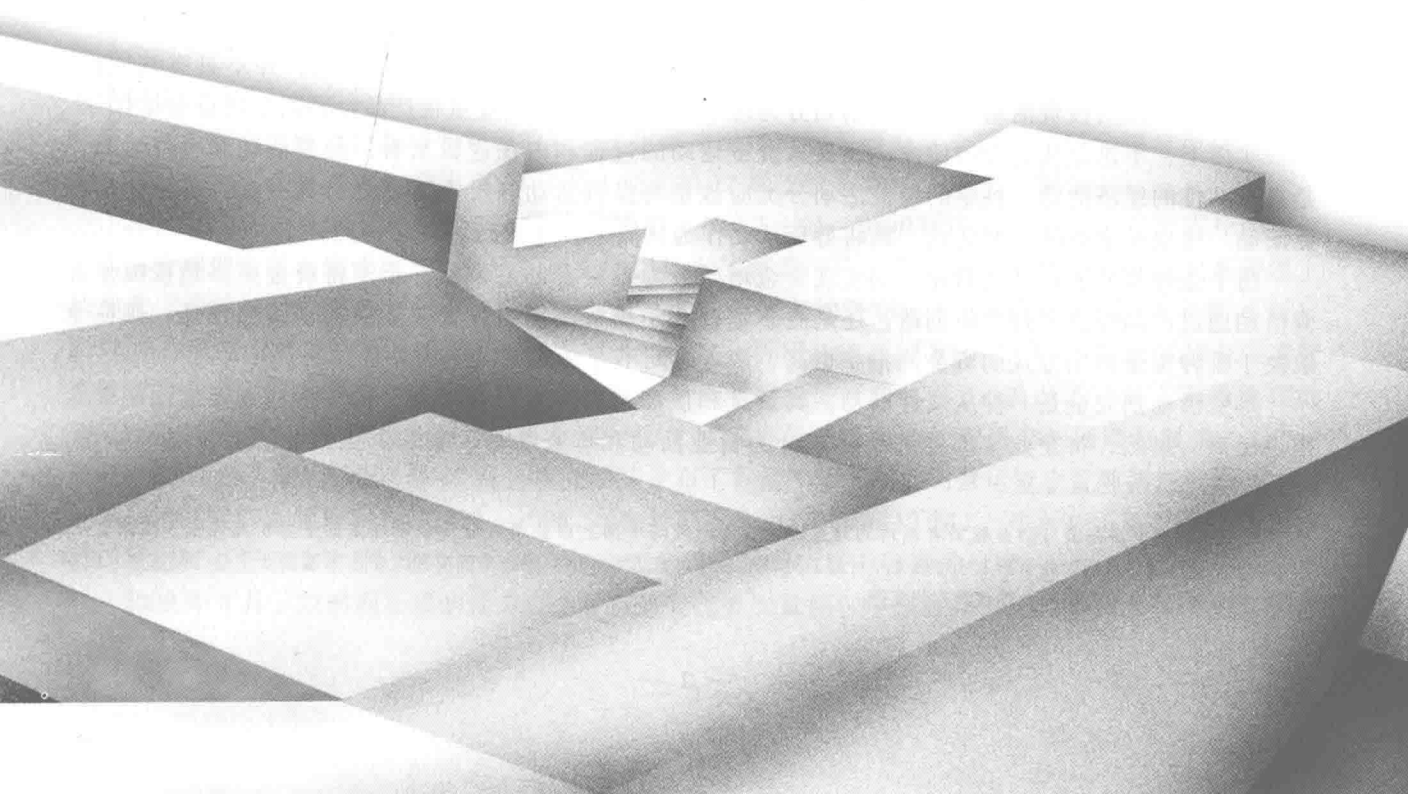
五、2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司资金回报分析 …… 425
六、2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司融资结构与财务风险分析 …… 427
七、2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司营运资金管理绩效排行榜 …… 430
八、2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司营运资金管理典型案例 …… 431
九、2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司营运资金管理调查结论与建议 …… 433
主要参考文献 …… 434
第二十一章 2015 年建筑行业上市公司营运资金管理调查 …… 435
一、建筑行业营运资金管理特点 …… 435
二、2015 年建筑行业营运资金管理主题词与大事件 …… 436
三、2015 年建筑行业上市公司营运资金存量及其分布状况 …… 438
四、2015 年建筑行业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析 …… 444
五、2015 年建筑行业上市公司资金回报分析 …… 448
六、2015 年建筑行业上市公司融资结构与财务风险分析 …… 450
七、2015 年建筑行业上市公司营运资金管理绩效排行榜 …… 454
八、2015 年建筑行业上市公司营运资金管理典型案例 …… 454
九、2015 年建筑行业上市公司营运资金管理调查结论与建议 …… 456
主要参考文献 …… 458
第二十二章 2015 年批发和零售业上市公司营运资金管理调查 …… 459
一、批发和零售业上市公司营运资金基本特征 …… 459
二、2015 年批发和零售业经营环境变化主题词与大事件 …… 460
三、2015 年批发和零售业上市公司营运资金存量及其分布状况 …… 462
四、2015 年批发和零售业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析 …… 467
五、2015 年批发和零售业上市公司资金回报分析 …… 471
六、2015 年批发和零售业上市公司融资结构与财务风险分析 …… 472
七、2015 年批发和零售业上市公司营运资金管理绩效排行榜 …… 476
八、2015 年批发和零售业上市公司营运资金管理典型案例 …… 476
九、2015 年批发和零售业上市公司营运资金管理调查结论与建议 …… 478
主要参考文献 …… 480
第二十三章 2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司营运资金管理调查 …… 481
一、交通运输、仓储和邮政行业上市公司营运资金基本特征 …… 481
二、2015 年交通运输、仓储和邮政行业经营环境变化主题词与大事件 …… 482
三、2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司营运资金存量及其分布状况 …… 484
四、2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析 …… 489
五、2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司资金回报分析 …… 493
六、2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司融资结构与财务风险分析 …… 495
七、2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司营运资金管理绩效排行榜 …… 499
八、2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司营运资金管理典型案例 …… 499
九、2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司营运资金管理调查结论与建议 …… 503
主要参考文献 …… 505

第二十四章　2015 年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司营运资金管理调查 …… 507
一、信息传输、软件和信息技术服务业上市公司营运资金基本特征 …… 507
二、2015 年信息传输、软件和信息技术服务业营运资金管理主题词与大事件 …… 508
三、2015 年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司营运资金配置与来源分析 …… 509
四、2015 年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析 …… 514
五、2015 年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司资金回报分析 …… 519
六、2015 年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司融资结构与财务风险分析 …… 520
七、2015 年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司营运资金管理绩效排行榜 …… 524
八、2015 年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司营运资金管理典型案例 …… 524
九、2015 年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司营运资金管理调查结论与建议 …… 528
主要参考文献 …… 530
第二十五章　2015 年房地产业上市公司营运资金管理调查 …… 531
一、房地产业上市公司营运资金基本特征 …… 531
二、2015 年房地产业经营环境变化主题词与大事件 …… 532
三、2015 年房地产业上市公司营运资金存量及其分布状况 …… 534
四、2015 年房地产业上市公司营运资金管理绩效分析 …… 539
五、2015 年房地产业上市公司资金回报分析 …… 543
六、2015 年房地产业上市公司融资结构与财务风险分析 …… 545
七、2015 年房地产业上市公司营运资金管理绩效排行榜 …… 549
八、2015 年房地产业上市公司营运资金管理典型案例 …… 549
九、2015 年房地产业上市公司营运资金管理调查结论与建议 …… 554
主要参考文献 …… 555
第二十六章　2015 年社会服务业上市公司营运资金管理调查 …… 556
一、社会服务业上市公司营运资金基本特征 …… 556
二、2015 年社会服务业经营环境变化主题词与大事件 …… 557
三、2015 年社会服务业上市公司营运资金存量及其分布状况 …… 559
四、2015 年社会服务业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析 …… 565
五、2015 年社会服务业上市公司资金回报分析 …… 570
六、2015 年社会服务业上市公司融资结构与财务风险分析 …… 572
七、2015 年社会服务业上市公司营运资金管理绩效排行榜 …… 574
八、2015 年社会服务业上市公司营运资金管理典型案例 …… 574
九、2015 年社会服务业上市公司营运资金管理调查结论与建议 …… 577
主要参考文献 …… 578
第二十七章　2015 年传播与文化行业上市公司营运资金管理调查 …… 580
一、传播与文化行业上市公司营运资金基本特征 …… 580
二、2015 年传播与文化行业经营环境变化主题词与大事件 …… 581
三、2015 年传播与文化行业上市公司营运资金存量及其分布状况 …… 582
四、2015 年传播与文化行业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析 …… 587
五、2015 年传播与文化行业上市公司资金回报分析 …… 590
六、2015 年传播与文化行业上市公司融资结构与财务风险分析 …… 591
七、2015 年传播与文化行业上市公司营运资金管理绩效排行榜 …… 595

八、2015 年传播与文化行业上市公司营运资金管理典型案例 …… 595
九、2015 年传播与文化行业上市公司营运资金管理调查结论与建议 …… 597
主要参考文献 …… 599
第二十八章 2015 年综合类上市公司营运资金管理调查 …… 600
一、综合类上市公司营运资金基本特征 …… 600
二、2015 年综合类行业经营环境变化主题词与大事件 …… 601
三、2015 年综合类上市公司营运资金存量及其分布状况 …… 602
四、2015 年综合类行业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析 …… 607
五、2015 年综合类行业上市公司资金回报分析 …… 611
六、2015 年综合类行业上市公司融资结构与财务风险分析 …… 611
七、2015 年综合类上市公司营运资金管理绩效排行榜 …… 616
八、2015 年综合类上市公司营运资金管理典型案例 …… 616
九、2015 年综合类上市公司营运资金管理调查结论与建议 …… 618
主要参考文献 …… 620
第三篇 地区调查与专题调查 …… 621
第二十九章 2015 年东部地区上市公司营运资金管理调查 …… 622
一、东部地区上市公司营运资金基本特征 …… 622
二、2015 年东部地区经营环境变化主题词与大事件 …… 623
三、2015 年东部地区上市公司营运资金存量及其分布状况 …… 625
四、2015 年东部地区上市公司经营活动营运资金管理绩效分析 …… 631
五、2015 年东部地区上市公司资金回报分析 …… 639
六、2015 年东部地区上市公司融资结构与财务风险分析 …… 640
七、2015 年东部地区上市公司营运资金管理绩效排行榜 …… 644
八、2015 年东部地区上市公司营运资金管理的典型案例 …… 644
九、2015 年东部地区上市公司营运资金管理调查的结论与建议 …… 649
主要参考文献 …… 651
第三十章 2015 年中部地区上市公司营运资金管理调查 …… 653
一、中部地区上市公司营运资金的基本特征 …… 653
二、2015 年中部地区经营环境变化及对营运资金管理的影响主题词与大事件 …… 654
三、2015 年中部地区上市公司营运资金存量及其分布状况 …… 657
四、中部地区上市公司营运资金管理绩效分析 …… 664
五、2015 年中部地区上市公司资金回报分析 …… 669
六、2015 年中部地区上市公司融资结构与财务风险分析 …… 671
七、2015 年中部地区上市公司营运资金管理绩效排行榜 …… 675
八、2015 年中部地区上市公司营运资金管理典型案例 …… 676
九、2015 年中部地区上市公司营运资金管理调查的结论与建议 …… 678
主要参考文献 …… 680
第三十一章 2015 年西部地区上市公司营运资金管理调查 …… 682
一、西部地区上市公司营运资金的基本特征 …… 682
二、2015 年西部地区经营环境变化主题词与大事件 …… 683
三、2015 年西部地区上市公司营运资金存量及其分布状况 …… 685
四、西部地区上市公司营运资金管理绩效分析 …… 693
五、2015 年西部地区上市公司资金回报分析 …… 698

六、2015 年西部地区上市公司融资结构与财务风险分析 …… 700
七、2015 年西部地区上市公司营运资金管理绩效排行榜 …… 704
八、2015 年西部地区上市公司营运资金管理典型案例 …… 704
九、2015 年西部地区上市公司营运资金管理调查的结论与建议 …… 707
主要参考文献 …… 709
第三十二章　2015 年产能过剩上市公司营运资金管理调查 …… 710
一、引言 …… 710
二、我国钢铁、煤炭行业上市公司营运资金管理特点 …… 711
三、2015 年钢铁、煤炭行业上市公司营运资金存量及其分布状况 …… 711
四、2015 年钢铁、煤炭行业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析 …… 717
五、2015 年钢铁、煤炭行业上市公司资金回报分析 …… 721
六、2015 年钢铁、煤炭行业上市公司融资结构与财务风险分析 …… 723
七、2015 年钢铁、煤炭行业上市公司营运资金管理典型案例 …… 727
八、2015 年钢铁、煤炭行业上市公司营运资金管理调查的结论与建议 …… 730
主要参考文献 …… 734
第三十三章　2015 年不同经济性质上市公司营运资金管理调查 …… 735
一、不同经济性质控股公司营运资金基本特征 …… 735
二、2015 年不同经济性质控股公司经营环境变化主题词与大事件 …… 736
三、2015 年不同经济性质控股公司营运资金存量及其分布状况 …… 738
四、2015 年不同经济性质控股公司经营活动营运资金管理绩效分析 …… 756
五、2015 年不同经济性质控股公司资金回报分析 …… 764
六、2015 年不同经济性质上市公司融资结构与财务风险分析 …… 766
七、2015 年不同经济性质控股公司营运资金管理调查结论与建议 …… 783
主要参考文献 …… 785
第三十四章　2015 年产融结合上市公司营运资金管理调查 …… 786
一、研究背景 …… 786
二、产融结合大事记 …… 786
三、产融结合的基本情况 …… 787
四、产融结合对资金经营效率的影响 …… 790
五、结论 …… 792
主要参考文献 …… 792
附录 …… 793
附录 1－1　2015 年中国上市公司营运资金管理绩效排行榜（按渠道） …… 793
附录 1－2　2015 年中国上市公司营运资金管理绩效排行榜（按要素） …… 799
附录 1－3　2015 年中国上市公司分地区营运资金管理绩效排行榜（按渠道） …… 805
附录 1－4　2015 年中国上市公司分地区营运资金管理绩效排行榜（按要素） …… 806
附录 2－1　2015 年中国企业营运资金管理研究中心文献索引 …… 807
附录 2－2　2015 年国内营运资金管理研究文献索引（除中国企业营运资金管理研究中心文献外） …… 810
附录 3　2015 年国外营运资金管理研究文献索引 …… 814

第一篇 理论发展与总体分析



第一章　导论[①]

【摘要】资金是企业营业活动和价值创造的基础。资金效率不仅是资本市场投资者和企业财务管理关注的核心信息，更是国民经济管理中及早发现和纠正资金错配、促进经济结构转型升级的重要依据。无论从会计与财务理论自身的改革和发展，还是从推动经济结构转型升级、资本市场健康发展的角度，资金范畴和资金效率分析创新无疑都将成为“十三五”期间会计改革发展的前沿领域之一。为了系统考察营运资金管理的理论和实践的进展，客观描绘其发展进程和阶段成果，深入探究其发展趋势和发展规律，中国企业营运资金管理研究中心在前期研究积累的基础上，制订了编撰《营运资金管理发展报告》系列丛书的规划，并自 2011 年起先后编撰出版了《营运资金管理发展报告 2008～2010》《营运资金管理发展报告 2011》《营运资金管理发展报告 2012》《营运资金管理发展报告 2013》《营运资金管理发展报告 2014》和《营运资金管理发展报告 2015》六部发展报告。作为“十三五”期间编撰的首部《营运资金管理发展报告》，《营运资金管理发展报告 2016》在继承前期营运资金管理发展报告宗旨的基础上，力图将资金范畴和资金效率分析体系的创新贯穿其中，将营运资金管理发展报告与推动经济结构转型升级和资本市场健康发展紧密结合起来，主要包括：理论发展与总体分析、行业调查、地区调查与专题调查以及附录等部分，旨在全面展现 2015 年度营运资金管理理论研究和实践应用的发展状况。期待《营运资金管理发展报告系列丛书》不仅成为营运资金管理研究的“思想库”、“文献库”、“信息库”和“案例库”，而且成为国内外营运资金管理实践者和资本市场投资者的良师益友。

一、研究意义

资金是企业营业活动和价值创造的基础。资金效率不仅是资本市场投资者和企业财务管理关注的核心信息，更是国民经济管理中及早发现和纠正资金错配、促进经济结构转型升级的重要依据。

但目前我国会计学和财务学都没有关于资金概念的统一界定，以资产代替资金这种资产、资金相混淆的现象司空见惯，如总资产代替总资金、流动资产代替流动资金等。以经营活动成效代替全部资金成效的分析指标仍在使用。以苏宁云商为例，如果以资产总额作为资金总额，则该公司 2015 年末的资金总额为 881 亿元，但如果从投资者的投入来看，股权投资者只投入了 319 亿元，而债券持有人、银行等金融债权人只投入了 116 亿元资金，共计 435 亿元，占其总资产的比重不足 50%。显然，以同样的息税前利润作为分子，以上述两个不同的资金总额作为分母，计算出的资金回报率将相差一倍。

从资金运动的过程来看，企业的投资活动和筹资活动是完全不同的两个方面，并不具有共同性。将不具有共同性的投资活动和筹资活动划分为理财活动的本质是企业重视产品经营而忽视资金运作。

实质上，不论是从企业的使命，还是从资金运动的过程和内在逻辑来看，经营活动和投资活动才是具有共性的经济活动。科学的经济活动分类应该是将经营活动和投资活动划分为一类，可称之为营业活动。这也是企业的主要活动。而将筹资活动作为从属于营业活动的另外一类。

每个企业都要通过开展营业活动实现资金增殖，为投资者创造价值。至于将资金更多地投放于经营活动通过产品经营实现价值创造，还是更多地投放于投资活动通过资金运作实现价值创造，则完全取决于哪种资金运用方式的资金回报率更高，两者之间不存在天然的主从关系。

筹资活动则完全是一种从属性活动。其意义和使命就在于为经营活动、投资活动需要运用的资金提供保障。显然，将企业全部经济活动划分为营业活动和筹资活动，既是企业营业观念拓展的体现，

① 国家自然科学基金（利益相关者视角的营运资金管理研究与中国上市公司营运资金管理数据平台扩充建设，课题编号：71372111）和财政部全国会计领军人才特殊支持计划、财政部会计名家工程资助。感谢中国海洋大学、中国会计学会、财政部、国家自然科学基金委员会对营运资金管理研究的支持。

更是理顺业务、财务关系的科学选择。不论财务报告的营业利润由以前不包括投资收益到现在将投资收益涵盖其中，还是专业化投资经理人队伍的兴起和资金运作观念的广为接受，都体现了对这种新分类方式的认同。

在对经济活动进行科学分类的基础上，准确的资金概念应是企业在营业活动中所垫支的从投资者获取的投资。从数量上看，总资金应为总资产减去营业活动产生的非金融性负债之后的余额。即："总资金 = 总资产 - 营业活动产生的非金融性负债 = 所有者权益 + 金融性负债"。由此可见，总资金是一个不同于总资产的经济概念。在资金重新界定的基础上，应进一步按资金投向的营业活动领域将总资金分为经营活动总资金和投资活动总资金，在此基础上，可以分别经营活动和投资活动考察各自的资金效率，更加科学地评价各类资金运用的成效。

"要让市场在资源配置中发挥决定性作用"，就必须让资本市场的投资者清楚地知晓每个企业究竟使用了多少资金？其资金运用的效率究竟多高？企业是否将资金更多地配置到了低效率的营业活动或者存在区域分部的资金错配？无论从会计与财务理论自身的改革和发展，还是从推动经济结构转型升级、资本市场健康发展的角度，资金范畴和资金效率分析创新无疑都将成为"十三五"期间会计改革发展的前沿领域之一。

系统考察营运资金管理的理论和实践的进展，客观描绘其发展进程和阶段成果，深入探究其发展趋势和发展规律，不仅对进一步推进营运资金管理的理论研究具有重要的意义，而且对不断提升营运资金管理实践的水平无疑也具有深远的影响，这正是中国企业营运资金管理研究中心策划编撰"营运资金管理发展报告"的初衷所在。作为"十三五"期间编撰的首部《营运资金管理发展报告》，《营运资金管理发展报告 2016》在继承前期营运资金管理发展报告宗旨的基础上，力图将资金范畴和资金效率分析体系的创新贯穿其中，将营运资金管理发展报告与推动经济结构转型升级和资本市场健康发展紧密结合起来。期待《营运资金管理发展报告系列丛书》不仅成为营运资金管理研究的"思想库"、"文献库"、"信息库"和"案例库"，而且成为国内外营运资金管理实践者和资本市场投资者的良师益友。

二、前期研究基础和积累

中国企业营运资金管理研究中心研究团队长期致力于企业营运资金管理的研究。负责人王竹泉教授在国内最早提出将营运资金管理研究与渠道关系管理、供应链管理和客户关系管理等的研究结合起来，并倡导将营运资金管理的重心转移到渠道关系管理上来。2001 年发表在《经济管理》杂志上的"跨地区经营企业如何进行商流规划"一文，从营销渠道规划和中间商选择两个方面探讨了跨地区经营企业营运资金管理创新的途径；2003 年出版的专著《跨地区经营企业会计问题研究》则从跨地区经营企业的商流、物流与现金流规划、资金预算管理等方面对跨地区经营企业的营运资金管理进行了探索性的研究；其与海尔集团资金流本部合作的"跨地区经营企业财务管理专题研究"，理论与实践相结合，针对跨地区经营企业财务管理的难题提出解决对策，相关研究成果以"跨区分销与理财"系列论文的形式在《会计之友》杂志 2004 年第 1 期到第 12 期连续刊载。

2005 年以来，在教育部新世纪人才支持计划（NCET - 05 - 0590）的支持下，研究团队开创性地将渠道管理理论引入到营运资金管理的研究中，提出了将营运资金管理的重心转移到渠道关系管理上的理念（参见"分销渠道控制：跨区分销企业营运资金管理的重心，《会计研究》，2005 年第 6 期）。2007 年，研究团队在对国内外营运资金管理研究进行分析回顾的基础上，创新性地提出了基于渠道管理的营运资金分类方法和"基于渠道管理的营运资金管理绩效评价体系"，提出了"基于渠道管理的营运资金管理理论"的研究思路和基本框架（参见"国内外营运资金管理研究的回顾与展望，《会计研究》2007 第 2 期）。2007 年 12 月，研究团队发布了首份中国上市公司营运资金管理调查报告（中国上市公司营运资金管理调查：1997 ~ 2006，《会计研究》2007 年第 12 期），并发布了首份"中国上市公司营运资金管理绩效排行榜"（2006 年度中国上市公司营运资金管理排行榜）。

2009 年 8 月，以前期形成的营运资金管理研究优势为依托，中国海洋大学与中国会计学会合作设

立了中国企业营运资金管理研究中心，吸引了一大批理论和实务界的会计领军人才参与，并作为财政部全国会计领军人才的合作研究基地。研究中心持续开展中国上市公司营运资金管理调查，每年在《会计研究》发布“中国上市公司营运资金管理调查”和“中国上市公司营运资金管理绩效排行榜”，先后发布了“中国上市公司营运资金管理调查：2007～2008”（《会计研究》2009 年第 9 期）、“中国上市公司营运资金管理调查：2009”（《会计研究》2010 年第 9 期）、“中国上市公司营运资金管理调查：2010”（《会计研究》2011 年第 12 期）、“中国上市公司营运资金管理调查：2011”（《会计研究》2012 年第 12 期）、“中国上市公司营运资金管理调查：2012”（《会计研究》2013 年第 12 期）、“中国上市公司营运资金管理调查：2013”（《会计研究》2014 年第 12 期）、“中国上市公司营运资金管理调查：2014”（《会计研究》2015 年第 12 期）等研究报告和论文。自 2011 年起，研究中心开始持续编撰《营运资金管理发展报告》，目前已公开出版《营运资金管理发展报告 2011》（中国财政经济出版社，2011 年 10 月）、《营运资金管理发展报告 2008～2010》（中国财政经济出版社，2012 年 1 月）、《营运资金管理发展报告 2012》（中国财政经济出版社，2012 年 11 月）、《营运资金管理发展报告 2013》（中国财政经济出版社，2013 年 11 月）、《营运资金管理发展报告 2014》（中国财政经济出版社，2014 年 11 月）和《营运资金管理发展报告 2015》（中国财政经济出版社，2015 年 10 月）。《营运资金管理发展报告系列丛书》被学界和业界誉为“营运资金管理的思想库、文献库和信息库”，在该领域处于国内领先水平，推动了我国营运资金管理理论研究和实践的发展，引起了广泛的社会反响。据中国知网统计，在国内营运资金管理领域被引率最高的 10 篇论文中，本研究团队的论文占了 6 篇，相关研究成果总被引次数已超过 1 000 次，在该领域中遥遥领先。研究团队完成的国家自然科学基金项目“基于渠道关系管理的营运资金管理理论与中国上市公司营运资金管理数据平台建设”（70772024）2013 年 1 月在国家自然科学基金结题项目绩效评估中获得“优秀”，所开发的“中国上市公司营运资金管理数据库”，填补我国在营运资金管理专项数据库方面的空白，目前已涵盖 1997 年以来除金融类外全部上市公司营运资金管理数据，该数据库自 2011 年 11 月 18 日正式开通共享网络版以来，已有 7 000 多人次访问，较好地发挥了服务社会的功能。

为了充分汇聚营运资金管理领域著名专家学者的集体智慧，自 2012 年起，《营运资金管理发展报告系列丛书》专设了“营运资金管理专家视点”专栏，以展示国内外财务与会计界的著名专家学者对营运资金管理研究的最新思想、前沿理念和核心成果，从而汇聚该领域研究的优势力量共同将《营运资金管理发展报告系列丛书》打造成营运资金管理领域的“思想库”、“文献库”、“信息库”和“案例库”。南京大学会计与财务研究院副院长李心合教授、浙江大学财务与会计研究所所长姚铮教授、对外经贸大学国际商学院院长汤谷良教授、中国企业管理研究会财务管理专业委员会主任、中国社会科学院工业经济研究所张金昌研究员、南京理工大学经济管理学院副院长温素彬教授、大唐电信科技产业集团高永岗总会计师等均为“营运资金管理专家视点”栏目撰文，开启了营运资金管理领域著名专家学者协同创新的新纪元。

2012 年 12 月，中国企业营运资金管理研究中心实现由财政部企业司、中国会计学会、中国海洋大学、青岛市财政局、山东省会计学会、青岛市国资委、大唐电信科技产业集团公司、青岛银行、中国煤炭科工集团等九家单位共建，成为政、产、学、研协同创新中心。各共建单位以共同主办“营运资金管理高峰论坛”为纽带，旨在将“营运资金管理高峰论坛”建设成一个最具权威性和影响力的国内外营运资金管理理论和实践交流互动的高端平台，并以此带动《营运资金管理发展报告系列丛书》、“营运资金管理数据库”、“营运资金管理案例库”等的建设，从而把中国企业营运资金管理研究中心建设成在国内外具有广泛影响的信息中心和权威智库，不断推动我国企业营运资金管理理论和实践的发展。

2013 年以来，在国家自然科学基金“利益相关者视角的营运资金管理研究与中国上市公司营运资金管理数据平台扩充建设（71372111）”的支持下，中国企业营运资金管理研究中心将前期基于渠道管理的营运资金管理理论研究拓展到利益相关者视角的营运资金管理理论研究，对利益相关者视角下

根本性决定企业营运资金管理绩效的商业模式、管理体制等战略性因素的影响机理、影响机制及其效应进行分析研究，尝试在营运资金概念重新界定和分类的基础上构建“以营运资金管理责权关系、营运资金管理目标分类、营运资金管理绩效评价、营运资金需求动因分析、营运资金融资结构效应、营运资金管理策略选择分类及其作用机理和营运资金管理边界约束等为主要内容”的利益相关者视角的营运资金管理基础理论体系新框架，并运用创新的利益相关者视角的营运资金管理基础理论对营运资金需求预测模型、营运资金财务风险评估模型、营运资金管理绩效分析体系和营运资金管理策略设计等应用理论和方法进行研究，对中国上市公司的营运资金管理进行调查和实证检验，为利益相关者视角的企业营运资金管理研究和管理实践提供数据平台的支持。目前已发表的研究成果主要有：“经济危机、信用风险传染与营运资金融资结构——基于外向型电子信息产业上市公司的实证研究（《中国工业经济》2013 年第 11 期）”、“外向型水平与上市公司营运资金管理绩效——基于我国电子信息产业的实证分析（《管理评论》2014 年第 9 期）”、“商业信用能够帮助企业渡过金融危机吗？（《经济管理》2014 第 8 期）”、“基于营运资金需求保障能力的企业财务风险评估（《财务与会计（理财版）》2013 年第 7 期）”、“RISK REDEFINED（《ACCA ACCOUNTANCY FUTURES》2014 年第 1 期）、“致 CFO 的一封信—创新活血（《新理财》2014 年第 1 期）”、“利益相关者视角的资金管理：机理与策略（《财务与会计（理财版）》2014 年第 3 期）”、“基于投资者关系的资金管理策略（《财务与会计（理财版）》2014 年第 3 期）”、“客户关系视角的资金管理策略与案例（《财务与会计（理财版）》2014 年第 3 期）”、“供应商关系视角的资金管理策略（《财务与会计（理财版）》2014 年第 3 期）”、“构建财务报告分析新框架（《新理财》2015 年第 1 期）”等。期间，中国企业营运资金管理研究中心还获得了财政部全国会计学术领军人才特殊支持计划、山东省重大财经专项、山东省自然科学基金重点项目、财政部会计名家培养工程等项目的资助，并于 2014 年与中国企业财务管理协会合作设立了“中国混合所有制与资本管理研究院”，推动了营运资金管理理论的创新和发展及其与混合所有制与资本管理研究的结合。

除积极推进营运资金管理研究协同创新外，中国企业营运资金管理研究中心还依托中国海洋大学人才培养平台，科研反哺教学，将一般院校作为一章的“营运资金管理”内容拓展为一门独立的课程面向会计学专业本科生开设，并在研究生培养中专门设置“营运资金管理研究”方向，目前已累计为社会输送了 100 多位营运资金管理方向的博士、硕士研究生。2012 年，“营运资金管理”课程被评为山东省精品课程，并通过超星学术视频、爱课程、智慧树等网络平台与社会共享。由于在营运资金管理研究和人才培养方面的显著特色，中国企业营运资金管理研究中心 2012 年获得教育部、财政部“十二五”职教师资提高计划 150 万元资助，负责我国财务管理职教师资培养标准、培养方案、核心课程与特色教材的开发，实现了营运资金管理创新研究、特色人才培养与社会服务的良性互动。2014 年，中国企业营运资金管理研究中心完成的“营运资金管理特色研究、创新性人才培养与社会服务的互动与协同”教学成果获得山东省省级教学成果奖一等奖。

三、内容框架

本书共分为理论发展与总体分析篇、行业调查篇、地区调查与专题调查篇和附录，全面展现 2015 年营运资金管理理论研究和实践应用的发展状况。主要内容如下：

第一篇 理论发展与总体分析

第一章 导论
第二章 专家视点
第三章 精选案例
第四章 2015 年国内营运资金管理研究进展
第五章 2015 年国外营运资金管理研究进展
第六章 2015 年中国上市公司分行业营运资金管理调查总体分析
第七章 2015 年中国上市公司分地区营运资金管理调查总体分析

第二篇　行业调查
第八章　2015 年农、林、牧、渔行业上市公司营运资金管理调查
第九章　2015 年采矿业上市公司营运资金管理调查
第十章　2015 年食品、饮料行业上市公司营运资金管理调查
第十一章　2015 年纺织、服装、皮毛行业上市公司营运资金管理调查
第十二章　2015 年木材、家具行业上市公司营运资金管理调查
第十三章　2015 年造纸、印刷行业上市公司营运资金管理调查
第十四章　2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司营运资金管理调查
第十五章　2015 年医药、生物制品行业上市公司营运资金管理调查
第十六章　2015 年金属、非金属行业上市公司营运资金管理调查
第十七章　2015 年机械、设备、仪表业上市公司营运资金管理调查
第十八章　2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司营运资金管理调查
第十九章　2015 年其他制造业上市公司营运资金管理调查
第二十章　2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司营运资金管理调查
第二十一章　2015 年建筑行业上市公司营运资金管理调查
第二十二章　2015 年批发和零售业上市公司营运资金管理调查
第二十三章　2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司营运资金管理调查
第二十四章　2015 年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司营运资金管理调查
第二十五章　2015 年房地产业上市公司营运资金管理调查
第二十六章　2015 年社会服务业上市公司营运资金管理调查
第二十七章　2015 年传播与文化行业上市公司营运资金管理调查
第二十八章　2015 年综合类上市公司营运资金管理调查
第三篇　地区调查与专题调查
第二十九章　2015 年东部地区上市公司营运资金管理调查
第三十章　2015 年中部地区上市公司营运资金管理调查
第三十一章　2015 年西部地区上市公司营运资金管理调查
第三十二章　2015 年产能过剩上市公司营运资金管理调查
第三十三章　2015 年不同经济性质上市公司营运资金管理调查
第三十四章　2015 年产融结合上市公司营运资金管理调查
附录
附录 1－1　2015 年中国上市公司营运资金管理绩效排行榜（按渠道）
附录 1－2　2015 年中国上市公司营运资金管理绩效排行榜（按要素）
附录 1－3　2015 年中国上市公司分地区营运资金管理绩效排行榜（按渠道）
附录 1－4　2015 年中国上市公司分地区营运资金管理绩效排行榜（按要素）
附录 2－1　2015 年中国企业营运资金管理研究中心文献索引
附录 2－2　2015 年国内营运资金管理研究文献索引（除中国企业营运资金管理研究中心文献外）
附录 3　2015 年国外营运资金管理研究文献索引

四、可能的创新与特色

本项研究可能的创新与特色主要体现在以下三个方面：

1. 原创性理论的支撑

本项目的核心理论成果和调查体系均是基于中国企业营运资金管理研究中心首创的“基于渠道管理的营运资金管理理论”和“基于渠道管理的营运资金管理绩效评价体系”而研究设计完成的，从而在内容和数据方面有别于国内外同类研究和调查。特别是从营运资金管理实践调查所运用的指标体系

来看，已有的专项调查及财务数据库中与营运资金相关的指标通常只有传统的营运资金各要素的周转率、周转期指标。以 CSMAR 中国上市公司财务分析指标数据库为例，其中与营运资金管理相关的指标只有：营运资金、营运资金比率、营运资金对总资产比率、速动比率、流动比率、应收账款周转率、应收账款周转期、存货周转率、存货周转期、应付账款周转率、营运资金周转率、流动资产周转率、营业周期等，Standard & Poor's 的 The COMPUSTAT Global Research Database 也大致如此。REL 咨询公司和 CFO 杂志的营运资金调查（The Working Capital Survey）采用的指标则主要是应收账款周转期（DSO）、存货周转期（DIO）、应付账款周转期（DPO）和营运资金周转期（DWC）或现金周转期（CCC），根本没有经营活动营运资金、理财活动营运资金、采购渠道营运资金、营销渠道营运资金、生产渠道营运资金、采购渠道营运资金周转期、营销渠道营运资金周转期、生产渠道营运资金周转期、经营活动营运资金周转期（按渠道）、理财活动营运资金周转期等基于渠道管理的营运资金管理绩效评价指标。本项目同时采用基于要素的营运资金管理绩效评价体系和原创性的“基于渠道管理的营运资金管理绩效评价体系”进行调查，因此，调查体系及形成的“中国上市公司营运资金管理绩效排行榜”、“中国上市公司营运资金管理数据库”等均具有自主知识产权。

2. 丰富的调查体系和调查成果

本项目对营运资金管理实践的调查分为行业调查、地区调查和专题调查三个层面，每个层面的调查则包括营运资金的总量及其分布、营运资金管理绩效水平、营运资金管理绩效变动趋势、营运资金来源与财务风险分析、营运资金管理典型案例等内容，所采用的调查指标则不仅包括传统的基于要素的营运资金管理绩效评价指标，还包括本研究团队创立的基于渠道管理的营运资金管理绩效评价指标和基于营运资金需求保障能力的财务风险评估指标。从调查分析的成果来看，不仅包括行业调查报告、地区调查报告和专题调查报告，而且形成了具有自主知识产权的“中国上市公司营运资金管理数据库”、“中国上市公司营运资金管理绩效排行榜”和“中国上市公司营运资金管理案例库”，并辅以国内外营运资金管理研究的文献索引数据库，堪称营运资金管理领域的思想库和信息库。

3. 集体智慧和团队合作的结晶

本项目成果是集体智慧和团队合作的结晶。在长期的研究中，本项目已形成了规模庞大、分工明确的研究团队。本年度发展报告的编撰不仅吸引了 100 多位专兼职研究人员和学生的参与，而且还邀请了国内著名专家学者和业界专家参与，专门设置了“专家视点和精选案例”一章，以充分汇聚营运资金管理领域著名专家学者的思想智慧，共同分享营运资金管理业界精英的成功经验，旨在将《营运资金管理发展报告》系列丛书打造成营运资金管理领域的“思想库”、“文献库”、“信息库”和“案例库”。

主要参考文献

1. Erik Hofmann, Herbert Kotzab, A SUPPLY CHAIN - ORIENTED APPROACH OF WORKING CAPITAL MANAGEMENT, JOURNAL OF BUSINESS LOGISTICS, Vol. 31, No. 2, 2010, Pp. 305 - 330.

2. Ruth Banomyong, Measuring the Cash Conversion Cycle in an International Supply Chain, Annual Logistics Research Network (LRN) Conference Proceedings 2005, Plymouth, UK, 7 - 9 September 2005, ISBN 1 - 904 564 - 13 - 5, Pp. 29 - 34.

3. Kesseven Padachi, Trends in Working Capital Management and its Impact on Firms' Performance: An Analysis of Mauritian Small Manufacturing Firms, International Review of Business Research Papers, Vo. 2 No. 2. October 2006, Pp. 45 - 58.

4. Andrew Harris, Working Capital Management: Difficult, but Rewarding, Financial Executive, 2005.

5. Kenneth P. Nunn, Jr. The Strategic Determinants of Working Capital: A Product - line Perspective, The Journal of Financial Research, 1 981.

6. Randy Myers, Cash Crop: The 2000 Working Capital Survey, CFO Magazine, 2000.

7. Ronald Fink, Forget the Float? The 2001 Working Capital Survey, CFO Magazine, 2001.

8. Tim Reason, We Can Work It Out: The 2002 Working Capital Survey, CFO Magazine, 2002.

9. Tim Reason, Barely Working: The 2003 Working Capital Survey, CFO Magazine, 2003.

10. Tim Reason, Off the Shelf: The 2004 Working Capital Survey, CFO Magazine, 2004.

11. Tim Reason, Capital Ideas: The 2005 Working Capital Survey, CFO Magazine, 2005.

12. Randy Myers, How Low Can It Go? The 2006 Working Capital Survey, CFO Magazine, 2006.

13. Randy Myers, Growing Problems: The 2007 Working Capital Survey, CFO Magazine, 2007.

14. Randy Myers, No Time to Lose: The 2008 Working Capital Scorecard, CFO Magazine, 2008.

15. Randy Myers, Cleaner (Balance) Sheets: The 2009 Working Capital Scorecard, CFO Magazine, 2009.

16. David M. Katz, Working It Out: The 2010 Working Capital Scorecard, CFO Magazine, 2010.

17. David M. Katz , Easing the Squeeze: The 2011 Working Capital Scorecard, CFO Magazine, 2011.

18. Russ Banham, Too Much of a Good Thing: The 2012 CFO/REL Working Capital Scorecard, CFO Magazine, 2012.

19. Ernst & Young , All tied up, Working capital management report 2010, 2010.

20. David M. Mathuva, The Influence of Working Capital Management Components on Corporate Profitability, Research Journal of Business Management, 2010, 4 (1): 1 ~ 11.

21. 王军："抢抓机遇、创新思维，开创新时期会计学会工作新局面"，《会计研究》，2009 年第 11 期，第 3 ~ 8 页。

22. 王竹泉："'十三五'应是资金效率分析创新的 5 年"，《中国会计报》，2016 年 7 月 22 日，第 2 版。

23. 王竹泉、马广林："分销渠道控制：跨区分销企业营运资金管理的重心"，《会计研究》，2005 年第 6 期，第 28 ~ 33 页。

24. 王竹泉、逄咏梅、孙建强："国内外营运资金管理研究的回顾与展望"，《会计研究》，2007 年第 2 期，第 85 ~ 90 页。

25. 王竹泉、刘文静、高芳："中国上市公司营运资金管理调查：1997 ~ 2006"，《会计研究》，2007 年第 12 期，第 69 ~ 75 页。

26. 王竹泉、刘文静、王兴河、张欣怡、杨丽霏："中国上市公司营运资金管理调查：2007 ~ 2008"，《会计研究》，2009 年第 9 期，第 51 ~ 57 页。

27. 中国海洋大学企业营运资金管理研究课题组："中国上市公司营运资金管理调查：2009"，《会计研究》，2010 年第 9 期，第 30 ~ 42 页。

28. 王竹泉、高芳："基于业务流程管理的价值增值报告模式研究"，《会计研究》，2004 年第 9 期，第 47 ~ 51 页。

29. 王竹泉："企业营运资金管理该向何处去?"，《财务与会计》，2011 年第 2 期，卷首。

30. 王竹泉、孙莹："营运资金概念重构与分类研究——由 IASB/FASB 联合概念框架引发的思考"，《中国会计研究与教育》，2010 年第四卷第一辑，第 1 ~ 12 页。

31. 王竹泉、徐金泉："渠道融合、协同与营运资金管理绩效提升——基于农林牧渔业供应链运作的多案例研究"，《财会月刊》，2010 第 12 期，第 3 ~ 5 页。

32. 王竹泉、孙建强等：《营运资金管理发展报告 2011》，中国财政经济出版社 2011 年版。

33. 王竹泉、刘文静、孙莹、罗福凯等：《营运资金管理发展报告 2008 ~ 2010》，中国财政经济出版社 2012 年版。

34. 王竹泉、孙莹、王秀华、孙建强、王贞洁等："中国上市公司营运资金管理调查：2010"，《会计研究》，2011 年第 12 期，第 59 ~ 72 页。

35. 王竹泉、孙莹、祝兵："全球化企业营运资金管理模式探析——以海尔集团为例"，《中国科技

论坛》，2011 年第 8 期，第 56 ~ 61 页。

36. 王竹泉、王秀华："业务流程与经营性营运资金管理绩效：影响机理与案例"，《财会通讯（综合）》，2012 年第 3 期（下），第 3 ~ 7 页。

37. 王竹泉、孙莹、孙建强等：《营运资金管理发展报告 2012》，中国财政经济出版社 2012 年版。

38. 王竹泉："重新认识企业营业活动与营运资金"，《财务与会计》，2013 年第 4 期，卷首。

39. 王竹泉、孙莹、王秀华、王贞洁、孙建强等："中国上市公司营运资金管理调查：2011"，《会计研究》，2012 年第 12 期，第 28 ~ 37 页。

40. 王竹泉、王苑琢："营运资金管理之变革时代"，《中国会计报》，2013 年 8 月 23 日。

41. 王竹泉、孙莹、王秀华、张先敏、杜媛等："中国上市公司营运资金管理调查：2012"，《会计研究》，2013 年第 12 期，第 53 ~ 59 + 97 页。

42. 王竹泉、李文妍、修小圆、倪玥、柳艺："基于营运资金需求保障能力的企业财务风险评估"，《财务与会计（理财版）》，2013 年第 7 期，第 13 ~ 15 页。

43. 王贞洁、王竹泉："经济危机、信用风险传染与营运资金融资结构—基于外向型电子信息产业上市公司的实证研究"，《中国工业经济》，2013 年第 11 期，第 122 ~ 134 页。

44. 王竹泉、翟士运、王贞洁："商业信用能够帮助企业渡过金融危机吗?"，《经济管理》，2014 年第 8 期，第 42 ~ 53 页。

45. 孙莹、孙兰兰、隋国婷、陈晓辉："企业财务风险指数构建—基于企业内部管理视角"，《财务与会计（理财版）》，2013 年第 7 期，第 16 ~ 18 页。

46. 王竹泉、孙莹、张先敏、杜媛、王秀华："中国上市公司营运资金管理调查：2013"，《会计研究》，2014 年第 12 期，第 72 ~ 78 页。

47. Wang Zhuquan："risk redefined"，《ACCA ACCOUNTANCY FUTURES》，2014 年第 1 期，第 56 ~ 57 页。

48. 王贞洁、王竹泉："外向型水平与上市公司营运资金管理绩效——基于我国电子信息产业的实证分析"，《管理评论》，2014 年第 9 期，第 100 ~ 108 页。

49. 王竹泉："构建财务报告分析新框架"，《新理财》，2015 年第 1 期，第 51 ~ 52 页。

50. 王竹泉："重新认识企业营业活动与营运资金"，《财务与会计》，2013 年第 4 期，卷首。

51. 王竹泉："致 CFO 的一封信——创新活血"，《新理财》2014 年第 1 期。

52. 王竹泉、杜 媛、孙 莹、王苑琢："利益相关者视角的资金管理：机理与策略"，《 财务与会计（理财版）》，2014 年第 3 期。

53. 杜媛、王竹泉："基于投资者关系的资金管理策略，《 财务与会计（理财版）》，2014 年第 3 期。

54. 孙莹："客户关系视角的资金管理策略与案例"，《 财务与会计（理财版）》，2014 年第 3 期。

55. 王苑琢、王竹泉："供应商关系视角的资金管理策略"，《 财务与会计（理财版）》，2014 年第 3 期。

56. 杜媛、姚连军："企业经营性营运资金管理重心与管理策略研究——离散度下的启示"，《财经论丛》，2014 年第 10 期。

57. 孙兰兰、朱大鹏："上市公司营运资金管理宏观影响因素分析——以制造业为例"，《财会通讯》，2014 年第 32 期。

58. 张先敏："供应链管理影响营运资金管理绩效的机理研究"，《财务与会计（理财版）》，2014 年第 6 期。

59. 王风华、王竹泉："利益相关者管理与营运资金管理协同的策略选择"，《财务与会计（理财版）》，2014 年第 2 期。

60. 王贞洁、李静："太极集团基于渠道的营运资金管理模式"，《财务与会计（理财版）》，2014 年第 12 期。

第二章　专家视点

专家视点之一：

制度创新增添资本活力[①]

王竹泉

（中国海洋大学管理学院 中国企业营运资金管理研究中心 中国混合所有制与资本管理研究院）

资本运动是企业经济活动的综合体现，也是企业财务和会计的对象。如何保持良好的资本运动状况并实现资本保值增值，既是投资者的关注和期盼，更是 CFO 工作的目标和重心所在。“十二五”期间，业务流程与商业模式创新、金融创新在根本性提升我国企业的资本管理绩效方面发挥了主导性的作用。“十三五”时期，“以提高发展质量和效益为中心，加快形成引领经济发展新常态的体制机制和发展方式”既是对我国经济社会发展的指导思想，更是企业加强资本管理应当贯彻的基本理念。“十三五”开局之年，CFO 应将制度创新摆到头等重要位置，让制度创新为资本管理增添活力。

一、创新企业资本金制度，拓展财务管理的空间

每一个企业都是一个不同形态资本的结合体，需要金融资本、物质资本、智力资本和社会资本的协同运作，企业经济活动的实质是广义资本的配置和运用。大众创业、万众创新不仅为金融资本、物质资本提供了更为广阔的舞台，更为人力资源、知识产权、信息资源和关系资源等重要资源的资本化提供了沃土。然而，传统的财务管理和资本金制度所关注的只是财务资本、物质资本，而对在现代企业价值创造中贡献日益显著的智力资本和社会资本未给予应有的重视，这显然难以适应知识经济和网络经济发展的要求。为此，将资本范畴从金融资本、物质资本拓展到包括金融资本、物质资本、智力资本和社会资本在内的广义资本范畴，创新企业资本金制度，破除目前企业资本金制度对智力资本和社会资本的制度桎梏，让具有不同资本禀赋的要素所有者能够“八仙过海、各显神通”，实乃大势所趋。与之相适应，CFO 应在包括经营活动和投资活动在内的广义营业活动范围内探讨如何配置和筹措广义资本，并通过广义资本配置的规模调整和结构优化实现为广义资本提供者创造价值的目标。

二、创新企业混合所有制，营造合作共赢的政企关系

十八届三中全会《决定》把混合所有制经济提高到基本经济制度的重要实现形式这一前所未有的高度予以强调，这显然并非目前流行的国有资本和民营资本混合意义上的混合所有制改革所能实现。企业是企业契约签订者之间的一种集体选择。如前所述，无论是金融资本、物质资本，还是智力资本和社会资本，都可以在特定时间、特定空间成为特定企业生存和发展所需要的关键资源，提供这些资本的利益相关者据此可能成为企业契约的签订者，从而成为共享企业所有权的主体，从这一意义上说，混合所有制是每一个企业的共性特征，混合所有制的本质是利益相关者的资本管理。但是，国内外企业制度都存在一个很大的缺陷，即对每一个企业中均必不可少，并由政府特别是地方政府所提供的社会资本（基础设施、制度环境、社会文化等）视而不见，提供社会资本的政府被视为一个超然主体而排除在企业所有者的范畴之外。当下我国正在推行的企业混合所有制改革应在创新企业制度中作出探索和表率。除国有企业信用优势、民营企业机制灵活优势和企业家、技术专家等的智力资本优势外，政府特别是各地方政府也应充分发挥其所能提供的基础设施、商业环境、人文环境等方面的条件和优势，以社会资本所有者参与企业契约的集体选择，从而让每一个企业都成为政府提供的社会资本和其

① 国家自然科学基金（71372111）、全国重点会计课题（2015KJA016）的阶段性成果。感谢财政部会计名家培养工程、财政部全国会计领军人才特殊支持计划的支持。

他形态资本所有者提供的特定资本合作共赢、共同增值的场所。

该文全文发表在《新理财》2016 年第 1 期。

专家视点之二：

利益相关者视角的企业财务风险观：内涵、特征及分类

王竹泉　杨　华

（中国海洋大学 管理学院）

【摘要】基于“企业是利益相关者的集体选择”和“财务风险是企业筹资活动保障营业活动营运资金需求能力的不确定性”观点，分析财务风险的内涵、特征和类别。本文认为，财务风险源于利益相关者影响企业资金供给或营运资金需求而导致的保障能力的不确定性；财务风险是一个因变量，具有不确定性、轻重程度、多样化影响因素、可逆性和复发性、经济后果等特征；应按内外部利益相关者对企业资金供给和营运资金需求的影响划分类别。

【关键词】利益相关者；财务风险；资金供给；营运资金需求

财务风险客观地存在于企业经营、投资、筹资等经济活动的全过程，对企业目标的实现具有重要意义，是企业及其利益相关者在处理彼此之间的交易活动和交易关系时无法回避和忽视的。在经济新常态下，伴随生产经营困难的增多，企业营业活动营运资金需求对筹资活动的依赖性增强，发生财务风险的可能性提高，正确识别和评估财务风险涉及企业的切身利益，关乎企业的持续发展，成为其做大、做强不可忽略的一环。因此，结合我国所处经济新常态的宏观环境，探索企业财务风险的内涵、特征并进行分类，对企业优化资本结构、提高资金运作效率、增强风险抵抗能力都具有极为重要的现实价值。

一、利益相关者视角的企业财务风险的理论基础

利益相关者视角的企业财务风险研究以王竹泉教授的“利益相关者集体选择的企业理论”和“基于营运资金需求保障能力的财务风险评估理论”为理论基础。

（一）利益相关者集体选择的企业理论

企业理论是一门研究什么是企业、企业为什么形成、如何划分企业的边界、企业生存和发展的目标是什么的学问。企业理论的发展先后出现了新古典经济学的企业理论、企业契约理论、利益相关者集体选择的企业理论等不同观点。这些理论对企业的形成、本质、边界和目标的区别见表 2－1。

表 2－1　　企业理论的基本观点

基本观点	新古典经济学的企业理论	企业契约理论	利益相关者集体选择的企业理论
企业的形成	—	企业的形成是为了节约交易费用或获得团队生产超额收益	企业的形成是以企业所代表的利益相关者的集体行动取代了其个体行动，从而个体理性和集体理性均得到可接受的满足
企业的本质	企业是一个生产函数	企业是一系列契约的连结	企业是（内部）利益相关者的集体选择
企业的边界	—	交易费用决定了企业（与市场）的边界	参与企业契约的利益相关者共同签订的企业契约界定了企业的所有权边界；企业与利益相关者签订的交易契约决定了企业与市场的边界
企业的目标	利润最大化	股东利益最大化	内部利益相关者共同利益最大化（企业契约签订者的利益最大化）

不同于企业契约理论视企业的形成为了节约交易费用或获得团队生产超额收益，利益相关者集体选择的企业理论将企业的产生看作以企业所代表的利益相关者的集体行动取代了其个体行动从而在企业交易形式下进行团队生产而实现各自资本的价值增值。经营者和职工的存在是为了帮助企业的所有

者获得资本的价值增值，从而弥补了传统企业理论无法解释经营者和职工存在的不足。

企业是生产性和交易性的统一，区别于新古典经济学的企业理论仅体现了企业的生产性和企业契约理论仅体现了企业的交易性，利益相关者集体选择的企业理论体现了两种属性的统一。

企业契约理论未能完整阐述企业的边界，或单独分析了企业的所有权边界，或单独分析了企业与市场的边界。而利益相关者集体选择的企业理论清晰界定了企业的边界，认为参与企业契约的利益相关者共同签订的企业契约决定了企业的所有权边界、企业与利益相关者签订的交易契约决定了企业与市场的边界。同时，利益相关者集体选择的企业理论认为企业利益相关者具有不同形态的资本，不仅关注了有形的物资资本，而且关注了人力资本、社会资本等无形资本，扩展了企业与市场的边界并认识到企业与市场边界的动态化。

新古典经济学的企业理论以利润最大化为目标。企业契约理论以股东利益最大化为目标，仅仅视股东为企业的所有者。而利益相关者集体选择的企业理论突破了传统观点，主张实现企业契约签订者的利益最大化或内部利益相关者共同利益最大化，拥有物质资本、人力资本、社会资本等不同形态资本的利益相关者都可以通过集体选择成为企业的所有者或内部利益相关者，内部利益相关者的范围因企业形式的不同而不同。这些主张更符合利益相关者共同治理的现代企业治理结构。

（二）基于营运资金需求保障能力的财务风险评估理论

“基于营运资金需求保障能力的财务风险评估理论”从企业经济活动的分类入手，对传统的营业活动范畴和营运资金概念进行了重新定义，指出了传统财务风险理论存在的不足，揭示了企业财务风险的本质内涵，并提出了财务风险评估的科学路径。该理论认为：

1. 营业活动并不等同于经营活动，而是包括经营活动和投资活动两部分。营业活动运用资金为企业创造价值，产生资金需求；而筹资活动为营业活动提供资金保障，形成资金供给。

2. 营运资金不是流动资产与所有流动负债的差额，而是流动资产与营业活动流动负债的差额，拓展的营运资金（营运资金）与传统的营运资金（营运资本）的关系为：营运资金 = 筹资性流动负债 + 营运资本。

3. 营运资金需求是企业营业活动对短期资金的占用，数量上等于流动资产与营业活动流动负债的差额；营运资金供给，不仅包括筹资性流动负债，而且包括来自自有资金和长期负债的供给净额。营运资金供给不等同于企业资金供给。

4. 财务风险并非传统观点所谓的企业偿还到期债务的不确定性，营运资金创造价值的营业活动能否顺利进行才是企业能否存续的关键，因此，财务风险的本质内涵是企业筹资活动保障营业活动营运资金需求能力的不确定性。

5. 保障营业活动营运资金需求的是企业筹资活动筹集的资金总额，而不只是营运资金供给。企业筹资总额（企业资金供给）是营运资金供给与非流动资产占用资金之和。企业筹集的资金不能满足营业活动营运资金需求，就会资金链断裂陷入财务风险。见表 2 - 2。

表 2 - 2　　基于营运资金需求保障能力的财务风险评估理论与传统理论的对比

观点	传统财务风险评估理论	基于营运资金需求保障能力的财务风险评估理论
营业活动范畴	经营活动 = 营业活动	营业活动 = 经营活动 + 投资活动
营运资金概念	营运资金 = 流动资产 - 流动负债	营运资金 = 流动资产 - 营业活动流动负债 = 筹资性流动负债 + 营运资本
财务风险的本质内涵	企业偿还到期债务的不确定性	企业筹资活动保障营业活动营运资金需求能力的不确定性
财务风险评估的科学路径	使用流动比率、资产负债率以及财务杠杆等指标衡量企业的偿债能力	从企业资金供给能力和营运资金需求程度两方面入手，评估企业筹集资金的数量和质量对营业活动营运资金需求的保障能力

二、利益相关者视角的企业财务风险的内涵界定

（一）企业财务风险的主流观点及其评析

1. 主流观点

（1）财务风险是企业偿还到期债务的不确定性

Foster（1986）认为，财务风险是指除非对企业的经营和结构实行大规模的重组否则就无法解决的严重变现问题，或者是企业不能正常履行资金支付责任因而在资金周转和运用方面出现了入不敷出的现象。

Ross（1990）认为，财务风险是指企业经营性现金流不足以偿还到期债务。

Whitaker（1999）认为，财务风险是现金不足以偿还当前债务的表现。

（2）财务风险是企业与筹资相关的风险（筹资风险）

舒瑾（1989）认为，财务风险是因支付企业筹资的固定利息使资金利润率出现下降的可能而给企业带来的风险。

刘宗柳（1990）认为，财务风险是企业因借款筹措资金而产生的风险。

姚立根、李少波和王华梅（2000）认为，财务风险是指与企业筹资相关的风险，包括两层含义：一是负债筹资导致企业所有者收益下降的风险；二是负债筹资可能导致企业财务困难甚至破产的风险。刘方乐（2009）、樊莹和罗淑贞（2012）也持有同一观点。

Horne 和 Wachowicz（2001）认为，财务风险是可能丧失偿债能力的风险，以及由于使用财务杠杆而导致的每股收益的变动。

汪平（2003）认为，财务风险是因为企业使用负债而增加的普通股东的风险。如果企业没有负债，就不会发生财务风险。

（3）财务风险是企业财务状况的不确定性

竺素娥（1988）认为，财务风险是指企业在组织财务活动过程中，由于各种不肯定因素的作用，使企业的实际财务收益与预期财务收益发生差异，有蒙受经济损失的机会或可能性。

向德伟（1994）认为，财务风险是企业财务状况和财务成果上的不确定性，既包括客观上企业经营环境的不确定性，也包括主观上的原因（如决策失误、组织不力、管理失策等）所产生的风险。

黄锦亮和白帆（2004）认为，财务风险有狭义和广义之分，狭义的财务风险是企业偿还到期债务的不确定性；广义的财务风险是在企业财务活动的整个过程中，由于各种不确定因素的影响，使企业实际收益与预期收益发生偏离的不确定性。

财政部企业司（2004）认为，财务风险是指企业在各项财务活动中由于各种难以预料或控制因素的影响，导致财务状况具有不确定性，从而使企业有蒙受损失的可能性。

（4）财务风险是企业筹资活动保障营业活动营运资金需求能力的不确定性

王竹泉（2012）认为，财务风险是企业筹资活动保障营业活动营运资金需求能力的不确定性。对财务风险水平较低的企业来说，无论营业活动内部结构发生变化，还是经营活动和投资活动的比例变动，筹资活动都能稳定地保障营业活动营运资金需求。

2. 观点评析

第（1）种和第（2）种财务风险观较为狭隘。持第（1）种观点的主要是国外学者，这和国外把财务风险研究等同于破产研究存在很大的关系。国外学者对财务风险的理解是从偿还债务入手的，侧重于企业货币资金的还债能力。但是，这种观点的不足之处在于，企业并非只能使用货币资金偿还债务，即使企业的货币资金不足，也可以通过债务重组、非货币性资金交换等方式达到债务抵偿的目的。第（2）种观点将财务风险等同于筹资风险，认为只要企业采用债务资本筹资方式就必然存在财务风险，债务资本一方面导致了股东收益的不确定性，另一方面也使企业存在了不能按期还债的风险（这也就是西方学者所谓的财务风险）。因此，第（2）种观点实际上是第（1）种观点的继承和发展，强调了权益资本和债务资本的比例协调问题。但是，第（2）种观点仅站在股东立场，认为债务资本会影响股东的收益，支持的是“股东利益最大化”的企业目标，忽略了对企业其他利益相关者利益的权

衡，因而是不全面的。综合而言，对现代企业来说，完全依靠自有资金（所有者权益）进行营业活动是不可能也不现实的，债务资本筹资是企业实现营业活动正常开展必不可少的方式，但是企业的债务资本在全部资本中应占多大的比重，资本结构理论并未给出满意的答案，因而在实践中，企业很难合理确定自己的债务资本规模，盲目筹资现象大量存在，债务负担过重也确实导致了很多企业陷入财务困境或破产。因此，第（1）种和第（2）种观点虽然认可了债务资本对企业财务风险的影响，但是未能帮助企业合理确定筹集多少资金才能保障企业营业活动的顺利开展，而且现实中巨人集团的“零负债”资本结构也并未使其实现持续经营，因而这两种财务风险观下的财务风险控制和应对工作缺乏科学依据，也难以有效开展财务风险评估工作。

第（3）种观点视财务风险为企业风险的货币化表现，筹资风险是企业财务风险的一种形式；引起财务风险的各种不确定因素涉及企业财务活动全过程的资金运动，诸如筹资方式不当、资本结构不合理、资本管理不善和投资方式不科学等都有可能导致企业预期收益下降而产生财务风险。但与第（1）种和第（2）种观点相同，第（3）种观点也是站在内部利益相关者视角忽视了外部利益相关者对企业财务风险的影响，仅给出了财务风险的定性描述，难以量化的缺陷使得企业实际应用和操作的价值较低。第（4）种观点弥补了这些不足，对财务风险进行定义的同时也给出了科学量化的标准，即筹资活动要满足营业活动营运资金需求，从而为筹资活动设定了一个最低的界限（筹资总额≥营业活动营运资金需求），科学解决了第（2）种观点无法确定企业筹资比例的不足。只要资金筹集与营运资金需求匹配良好、营运资金需求能够及时有效地得到满足，企业资金链就不会断裂，财务风险较小。按照第（4）种观点，企业财务风险的发生受两方面的影响：一是企业的筹资方式，满足同等营运资金需求的两家企业的筹资方式不同，导致企业的资本结构不同，财务风险发生的概率也必然不同；二是营业活动（主要是经营活动）波动的影响，即在某一时点上，如果两家企业具有相同的筹资能力和筹资结构，但是由于未来经营活动波动的影响不同，其财务风险出现的概率也是不一样的，因而，导致企业营业活动波动的因素也对财务风险具有间接影响。如此一来，可以从企业的资金供给和营运资金需求两个方面考察财务风险，为我们洞悉企业财务风险的本质指明了方向。本文将按照王竹泉教授的财务风险观，从利益相关者视角进一步细化财务风险的本质内涵。

（二）本文从利益相关者视角对企业财务风险本质内涵的界定

1. 利益相关者、营业活动营运资金需求保障能力和财务风险

按照“利益相关者集体选择的企业理论”，企业是利益相关者的集体选择，按照是否参与企业契约的签订，企业的利益相关者分为了两类：一类是参与了企业契约的签订、拥有企业所有权的内部利益相关者，一般情况下指的是持有企业股份的股东；另一类是没有参与企业契约的签订、与企业进行一般市场交易的外部利益相关者，包括债权人、经营者、职工、供应商、客户、作为征税者的政府和其他外部利益相关者。内部利益相关者之所以选择形成企业是为了通过企业这一集体选择获得个人选择无法实现的内部利益相关者共同利益最大化的目标，为此必须运用资金开展各种营业活动创造价值，从而产生筹集资金的需求。

按照“基于营运资金需求保障能力的财务风险评估理论”，营业活动包括经营活动和投资活动，运用资金产生资金需求；筹资活动保障营业活动的顺利开展，筹措资金形成资金供给，自有资金（所有者权益）、筹资性流动负债和长期负债都是企业资金供给的主要来源，财务风险是企业筹资活动保障营业活动营运资金需求能力的不确定性。

在企业的利益相关者中，作为内部利益相关者的股东提供了企业初始营业的自有资金，是资金供给方之一；作为外部利益相关者的债权人提供了企业成立后开展营业活动的筹资性流动负债和长期负债，同样也是企业资金供给方。因而，企业的资金供给主要来源于股东和债权人，股东和债权人影响了企业资金供给的数量和质量。如果企业资金供给能力能够满足营运资金需求程度，企业的营业活动就会顺利开展，成功应对内外部不确定因素引发的财务状况不确定性，并通过债务重组、非货币性资产交换等方式解决债务危机。可见，在企业营运资金需求一定的情况下，股东和债权人提供资金的保

障能力至关重要，如果股东和债权人影响下企业资金供给不能满足营运资金需求，企业的营业活动就会难以顺利开展引发资金链断裂进而造成财务风险。

并非只有资金供给能够触发企业的财务风险，因为导致企业财务风险的因素是资金供给和营运资金需求两个方面。在企业资金供给一定的情况下，营运资金需求也会危及企业的财务安全。当然，企业的营运资金需求较为多样和复杂，在企业开展的营业活动中，生产商品、销售商品、支付薪酬、缴纳税费、短期投资等都会运用营运资金，企业与内外部利益相关者的交易契约不同会对营运资金需求程度产生至关重要的影响，如交易契约条款约定供应商垫支、客户预收等。供应链上的这些交易契约影响了企业的营运资金需求，但并不属于筹资，毕竟企业不会因为使用这些资金而付出成本。在企业资金供给一定的情况下，如果营运资金需求高于企业资金供给，也会造成企业营业活动难以正常进行从而导致资金链断裂引发财务风险，因而，财务风险并不仅是筹资风险。筹资活动的存在并不必然产生财务风险，筹资风险是企业开展营业活动必须承担的风险。见图 2－1。

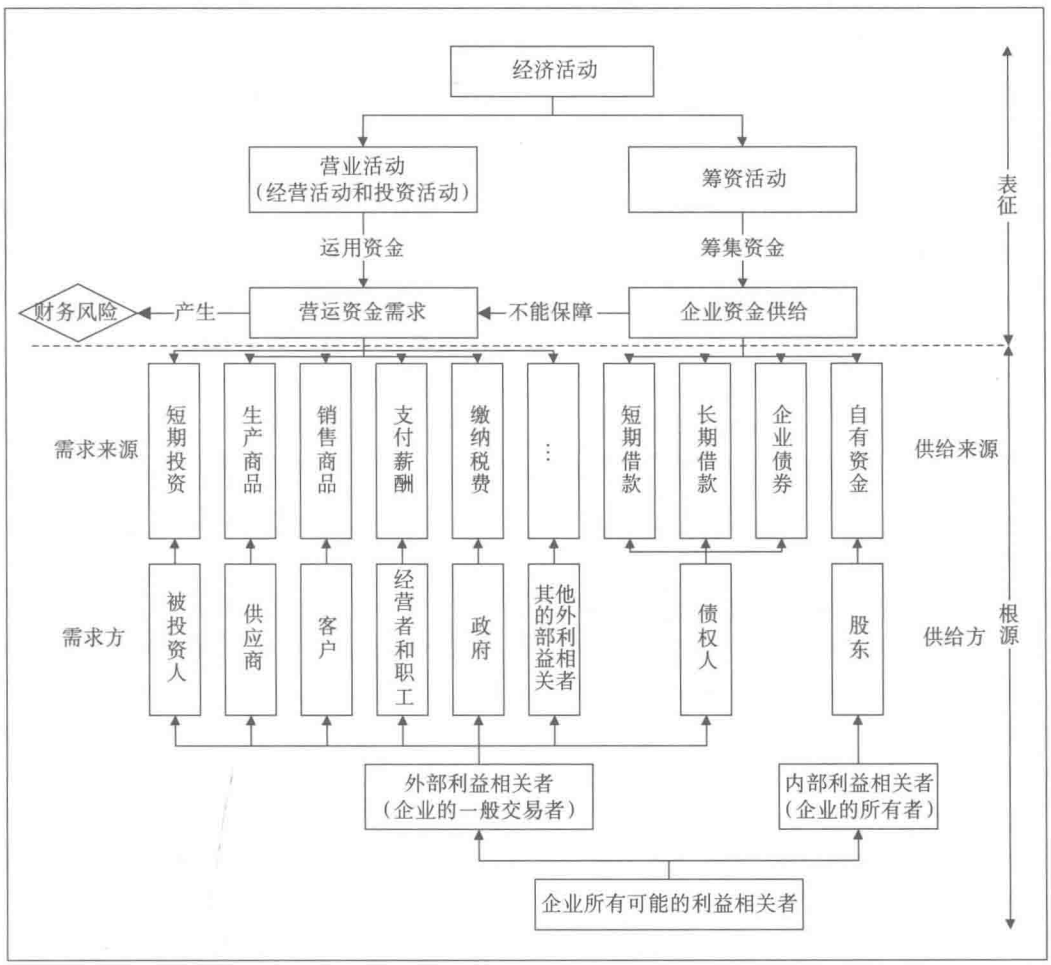


图 2－1　利益相关者影响下的企业资金供给与营运资金需求和财务风险

通过上述分析，我们已经清晰地看出，利益相关者影响了企业的资金供给和营运资金需求，有可能造成筹资活动难以保障营业活动营运资金需求从而产生财务风险。财务风险表现为企业筹资活动不能保障营业活动营运资金需求引发资金链断裂，但是其深层根源在于利益相关者影响下的企业资金供给不能满足营运资金需求。如果利益相关者影响下的企业资金供给满足了营运资金需求，即在营运资金需求一定的情况下企业资金供给大于等于营运资金需求，或者在企业资金供给一定的情况下营运资金需求小于等于企业资金供给，企业就拥有稳健的筹资活动对营业活动营运资金需求的保障能力，营业活动能够顺利开展，财务风险较低；反之，如果股东不愿意继续注资、债权人要求提前还债、供应

商要求预先付款、客户要求货到付款、经营者或职工要求加薪、作为征税者的政府加税等，都会在企业营运资金需求或资金供给一定的情况下，导致企业资金供给或营运资金需求的波动，产生筹资活动对营业活动营运资金需求保障能力的不确定性，引发财务风险。

2. 基于利益相关者视角对企业财务风险的概念界定

根据上述分析，本文从利益相关者视角对财务风险的本质内涵进行界定，将财务风险定义为“企业为实现内部利益相关者共同利益最大化目标而进行的营业活动和筹资活动中，利益相关者影响了企业资金供给或营运资金需求而导致企业筹资活动对营业活动营运资金需求保障能力的不确定性”。

利益相关者影响下的企业资金供给不能满足营运资金需求是财务风险产生的根源，包括两种情形：一种是在企业资金供给一定的情况下，营运资金需求增加导致筹资活动对营业活动营运资金需求保障能力的不确定性；另一种是在企业营运资金需求一定的情况下，资金供给减少导致筹资活动对营业活动营运资金需求保障能力的不确定性。

本文在明确财务风险本质的同时，也道出了财务风险因不能满足内部利益相关者共同利益最大化的企业目标会妨碍企业生存与发展的现实，因而企业必须识别利益相关者影响下企业资金供给与营运资金需求的波动对财务风险的影响，采取科学方法评估财务风险并防范和化解。

本文认为，发生财务风险的判断标准是企业丧失了筹资活动对营业活动营运资金需求的保障能力。多数情况下，企业是逐渐地丧失这种保障能力，因而可以使用几个关键点对企业财务风险程度进行估计，破产是企业财务风险的一种终极表现。西方发达国家具有完善的破产机制，因而国外将财务风险的研究对象设定为提出破产申请的企业，而源于我国的国情，表面上没有破产却实际上资金链断裂的企业大有所在，财务风险的研究对象不能界定于破产企业。此外，我国学者以 ST（Special Treatment）公司作为财务风险企业的做法也并不妥当，许多 ST 公司虽然出现两年甚至三年亏损，但是其营业活动营运资金需求保障能力依然存在，可以通过资产处置、资产重组、资产置换等方式摆脱财务困境，继续维持营业活动的正常进行，二次、三次摘脱“ST”之帽的公司就是很好的证明。虽然不能以 ST 公司作为财务风险企业，但也给本文提供了一个线索，可以从 ST 公司中寻找无法维持营业活动营运资金需求保障能力的企业。

三、利益相关者视角的企业财务风险的特征分析

（一）企业财务风险特征的主流观点及其评析

国内学者关于财务风险特征的研究主要基于“财务风险是企业财务状况的不确定性”观点。

刘恩禄和汤谷良（1989）认为财务风险的特征包括：（1）综合性，财务风险是财务活动和经营活动过程中各种矛盾的综合反映；（2）模糊性，包括财务风险形成原因的模糊性和由于风险导致财务活动结果的不能事先肯定性；（3）损失性，既可能因财务管理无法预计或无能为力，也可能由于管理者的决策失误、控制失灵而丧失本应获得的利益；（4）补偿性，给予经营者适当的经济收益以抵补承担风险产生的危害；（5）进步性，风险与竞争同在，承认和承担财务风险可以使企业努力改善财务管理从而提高经济效益。

严真红（2001）认为财务风险的特征包括：（1）客观性，财务风险不以人的意志为转移而客观存在；（2）全面性，财务风险存在于企业财务管理的全过程并体现在多种财务关系上；（3）不确定性，事前不能准确地确定财务风险的大小；（4）共存性，风险与收益并存且成正比关系；（5）激励性，财务风险客观存在会促使企业采取措施防范财务风险。

朱荣（2007）认为财务风险的特征包括：（1）客观性，财务风险是一种客观存在；（2）不确定性，不确定性是企业财务风险产生的必要条件，没有不确定性就没有风险；（3）可度量性，可以使用数学尤其是概率统计等科学方法度量财务风险；（4）双重性，财务风险既有损失的一面，又有收益的一面；（5）全面性，财务风险存在于企业财务活动的全过程，并体现在多种财务关系上。

从上述学者的归纳中，可以看出，财务风险的客观性、不确定性、全面性（综合性）、共存性（双重性、进步性）得到了一致认可。他们对财务风险特征的归纳基于企业资金运动的全过程，展现

的仅是财务风险特征的表现形式，未深入到财务风险的本质内涵。

（二）本文对企业财务风险特征的归纳

结合对财务风险内涵的界定，本文归纳的企业财务风险特征有以下几条：

1. 财务风险是一种客观存在的不确定性

“风险是一种不确定性”的观点由 Haynes、Mehr 等学者提出，现已得到了公认。财务风险是一种风险，不管企业愿不愿意承认，财务风险都是客观存在的，并且在某一时点上因利益相关者影响下的企业资金供给不能满足营运资金需求而发生。但是如果利益相关者影响下的企业资金供给始终能够满足营运资金需求，企业也有可能在其整个生命周期内不会发生财务风险。

企业是利益相关者的集体选择，企业的市场交易包括与内部利益相关者的关联方交易，也包括与外部利益相关者进行的一般市场交易。企业可以通过比较、选择适宜的利益相关者进行交易，以确保在企业资金供给一定的情况下更少的营运资金需求或在营运资金需求一定的情况下更多的资金供给。只要企业资金满足了对营运资金需求的供给，企业就处于财务安全期。但是，既然是风险，不确定因素随时都有可能出现，比如天灾、重要供应商破产、债权人违约是企业想避免都不能避免的，这些因素可能突然导致企业资金供给不能满足营运资金需求而陷入财务风险①。因此，企业不能消极对待财务风险，承认财务风险的不确定性，树立财务风险防范意识，是确保企业财务健康以实现（内部）利益相关者共同利益最大化目标的万全之策。

2. 财务风险是一个因变量

财务风险是否发生受制于利益相关者影响下企业资金供给与营运资金需求两者之间的波动。在市场经济中，企业要生存、要发展，就必须开展营业活动，不仅需要运用股东和债权人原先已经提供的资金，而且需要继续筹集资金以保障营业活动的正常进行。企业的资金筹集和运用，特别是企业资金的运用都是根据企业营业活动的需要而随时进行的，即是变动的，那么，产生于变化情况基础之上的财务风险也必然不是固定不变的。

财务风险可以看作是利益相关者影响下企业资金供给小于营运资金需求的结果，即 $f=f\ (s-d_{wc}<0)$ 或 $f=f\ (\frac{s-d_{wc}}{d_{wc}}<1)$，其中，$f$ 是企业的财务风险，s 是利益相关者影响下的企业资金供给，d_{wc} 是利益相关者影响下的企业营运资金需求，s、d_{wc} 都是变量而非常量。如果 $s\geqslant d_{wc}$，利益相关者影响下的企业资金供给能够满足营运资金需求，企业的营业活动可以正常开展，企业处于财务安全期。

3. 财务风险具有轻重程度之分

在企业日常营业活动中，筹资活动发生于企业初始投资与追加投资、向银行或其他金融机构长期或短期借款、发行债券等时点。而企业的资金运用却在无时无刻不间断地开展。在利益相关者影响下的企业资金供给能够满足营运资金需求时，企业没有发生财务风险之虞。但是，在利益相关者影响下的企业资金供给一定的情况下，如果营运资金需求增加而资金供给不能满足营运资金需求，或者在利益相关者影响下的企业营运资金需求一定的情况下，如果资金供给减少而使营运资金需求得不到满足，企业都有发生财务风险的可能。

如果利益相关者影响下的企业资金供给不能满足营运资金需求的缺口较小，企业可以通过诸如与供应商签订延缓资金支付或与客户签订提前收款的契约、与民间担保公司签订较为便捷的贷款契约来弥补这一缺口，此种情况的财务风险称为轻度财务风险。但是，如果利益相关者影响下的企业资金供给不能满足营运资金需求的缺口过大，企业通过各种途径都无法实现筹资活动对营业活动营运资金需求的保障，那么企业财务风险的发生难以逃脱，这种情形称为重度财务风险或者企业资金链断裂。介于轻度财务风险与重度财务风险之间的情形，称为中度财务风险。对于轻度财务风险，企业可以及时化解，并不危及企业的生存与发展；对于中度财务风险，企业或可以缓解为轻度财务风险，或无力控

① 天灾导致的财务风险不属于本文的研究范畴，本文研究的是利益相关者影响下的财务风险。

制任其发展为重度财务风险；对于重度财务风险，会造成企业筹资活动对营业活动营运资金需求的保障能力丧失，进而资金链断裂难以维持持续经营从而破产、倒闭，因而破产是企业重度财务风险的一种最终后果。

财务风险具有轻重程度之分的这一特征使得我们在进行财务风险评估研究时可以划分财务风险的轻重程度，进而采用不同的应对和管理措施。用相对数表示，即 $f=\begin{cases}\dfrac{s-d_{wc}}{d_{wc}}\geqslant 0\\ -a_1\%<\dfrac{s-d_{wc}}{d_{wc}}<0\\ -a_2\%<\dfrac{s-d_{wc}}{d_{wc}}\leqslant -a_1\%\\ \dfrac{s-d_{wc}}{d_{wc}}\leqslant -a_2\%\end{cases}$，其中，$0<a_1<a_2$。当$\dfrac{s-d_{wc}}{d_{wc}}\geqslant 0$时，企业资金供给满足了营运资金需求，企业财务安全；当$-a_1\%<\dfrac{s-d_{wc}}{d_{wc}}<0$时，利益相关者影响下的企业资金供给不能满足营运资金需求的缺口占企业营运资金需求的比例小于0但大于$-a_1\%$，企业属于轻度财务风险，可以及时采取应对措施化解财务风险；当$-a_2\%<\dfrac{s-d_{wc}}{d_{wc}}\leqslant -a_1\%$时，利益相关者影响下的企业资金供给不能满足营运资金需求的缺口占企业营运资金需求的比例小于等于$-a_1\%$但大于$-a_2\%$，企业属于中度财务风险，此时可能采取措施转为轻度财务风险，也有可能进一步恶化为重度财务风险；当$\dfrac{s-d_{wc}}{d_{wc}}\leqslant -a_2\%$时，利益相关者影响下的企业资金供给不能满足营运资金需求的缺口占企业营运资金需求的比例小于等于$-a_2\%$，企业属于重度财务风险，企业难以增加资金供给或减少营运资金需求去维持营业活动的顺利开展，企业资金链断裂。

4. 财务风险具有多样化的影响因素

财务风险的表现症状是企业资金链的断裂，但是诱发企业资金链断裂的影响因素却是多种多样的。在利益相关者影响下企业营运资金需求一定的情况下，企业股东不追加投资、债权人不与企业签订借款契约都会引起企业资金供给减少而损害企业筹资活动对营业活动营运资金需求的保障能力；同样，在利益相关者影响下企业资金供给一定的情况下，大股东侵占企业资金、供应商缩短信用期间、客户延迟支付货款、经营者的管理水平较低、职工的操作技能较差、经营者和职工要求加薪、地方政府取消税费优惠或补助、短期投资企业发生巨额亏损等，都会造成企业营运资金需求增加而影响企业筹资活动对营业活动营运资金需求的保障能力。

上述情形都是利益相关者影响下企业资金供给不能满足营运资金需求从而诱发企业财务风险的影响因素。在利益相关者影响下企业营运资金供给能够保障营业活动顺利开展的范围内，这些情形的发生并不必然诱发企业的财务风险。但是，在临近企业筹资活动对营业活动营运资金需求的保障能力时，上述一项或几项情形的同时发生都会导致利益相关者影响下企业资金供给低于营运资金需求而使企业陷入财务风险。这也同时说明，企业财务风险存在临界点α，当利益相关者影响下的企业资金供给等于营运资金需求，即当$s=d_{wc}$时，企业处于财务风险的临界点。此时，企业必须给予高度的重视，积极制定应对策略，采取措施扩大利益相关者影响下企业筹资活动对营业活动营运资金需求的保障能力。

5. 财务风险具有可逆性和复发性

企业是利益相关者集体选择而形成的一种社会组织形式，不会永远存在，只要企业不能再创造价值无法实现内部利益相关者共同利益最大化的目标，企业的寿命就会终结。企业一般都会经过初创、成长、成熟、衰退乃至终结几个时期。如果企业能够妥善处理利益相关者影响下的企业资金供给与营运资金需求波动，使得筹资活动足以保障企业营业活动营运资金需求，不断为利益相关者创造价值，那么利益相关者的集体选择便不会解散，企业能够获得较长的生存期。同时，这也反映出企业的存续

在一定的程度上展现了利益相关者（尤其是内部利益相关者）的意愿，财务风险的到来并不一定意味着会产生企业终结的后果，只要内部利益相关者愿意继续维持企业的生存，就可以通过再次集体选择取得追加投资帮助企业渡过财务风险的难关，从而使财务风险具有了可逆性。

并不是企业避过了一次财务风险就可以高枕无忧，再也不发生财务风险，财务风险还具有复发性。利益相关者影响下的企业资金供给与营运资金需求是动态的，因而作为因变量的财务风险也是动态的。只要企业在某一时点上，利益相关者影响下企业的资金供给不能满足营运资金需求，企业就存在陷入财务风险的可能。因此，财务风险的复发性使得企业及其利益相关者必须具有一定的防范意识，高度关注财务风险的临界点 α，在利益相关者影响下企业资金供给与营运资金需求之差接近于 0 的不利局面出现前，进行财务风险评估及时察觉企业财务风险的苗头，采取一系列的调整补救手段控制和化解财务风险，使企业转危为安，方能确保企业营业活动顺利开展，持续创造价值实现内部利益相关者共同利益最大化的目标。

6. 财务风险具有经济后果

利益相关者的行为对企业是否发生财务风险具有不可忽视的影响。利益相关者影响下的企业资金供给不能满足营运资金需求是财务风险的产生根源。在企业整个营业活动中，分配股利涉及企业与股东的关系，支付利息涉及企业与债权人的关系，购买机器设备、原材料涉及企业与供应商的关系，销售商品涉及企业与客户的关系，支付薪酬涉及企业与经营者和职工的关系，缴纳税费涉及企业与作为征税者的政府之间的关系，短期投资涉及企业与被投资者的关系。这些利益相关者与企业签订契约的内容影响了企业的资金供给与营运资金需求。举例来说，如果企业与供应商签订的契约约定由供应商管理库存，则企业可以“零成本”采购原材料，与企业保管原材料相比，形成企业营运资金需求的节约。总之，在不触及企业筹资活动对营业活动营运资金需求保障能力的情况下，利益相关者的行为不会造成企业的财务风险，但是如果利益相关者的行为加剧了企业资金供给不能满足营运资金需求的缺口，那么将会使企业陷入财务风险或进一步加剧企业的财务风险。

反过来，企业财务风险也对利益相关者具有经济后果。企业发生财务风险后，资金链断裂，不能继续创造价值，无法实现内部利益相关者做出集体选择时的目标——实现内部利益相关者共同利益最大化，此外，也会产生进一步的连锁反应，影响外部利益相关者，如作为征税者的政府获得的税费收入减少、经营者和职工失业、供应商的收入减少、客户丧失供货渠道、债权人无法收回资金等。财务风险具有经济后果促使利益相关者对企业财务风险产生排斥心理，有主动参与企业财务风险识别和评估的欲望。因而，识别和评估财务风险不仅仅是企业经营者的事情，也是企业其他利益相关者的事情，即企业财务风险评估主体包括企业所有可能的利益相关者。

四、利益相关者视角的企业财务风险的分类

（一）企业财务风险分类的主流观点及其评析

1. 基于“财务风险是企业偿还到期债务的不确定性”观的分类及其评析

谢志华和陈志楣（1994）认为财务风险就是到期不能偿债的风险，按照财务风险的起因，将财务风险分为收支性财务风险和现金性财务风险两类。收支性财务风险是企业收不抵支而不能到期偿债的风险；现金性财务风险是企业特定时点上现金流出量超出现金流入量而即时债务不能按期清偿的风险。这一分类建立在传统的营业观念基础之上，认为企业偿还债务的资金仅来自货币资金，在特定时点上货币资金的多少影响了企业长期和短期债务的清偿能力。

2. 基于“财务风险是企业与筹资相关的风险”观的分类及其评析

蒋琪发（2000）认为财务风险就是筹资风险，按照不同筹资渠道将财务风险分为债务性筹资风险和权益性筹资风险。债务性筹资风险是企业到期不能偿还债务人本息的风险；权益性筹资风险是企业所筹资金未能实现预期效益而在发生亏损的情况下无力支付投资人报酬的风险。这一分类认为财务风险根源于企业的资本结构，资本结构比例的变化可以影响财务风险。但是，企业为什么筹资？企业不会为了筹资而筹资，企业筹资是为了开展营业活动，因此这一分类过于狭隘。

汪平（2008）认为财务风险可以分为显性财务风险和隐形财务风险。显性财务风险就是财务危机或财务困境，最严重的财务困境是企业破产，即破产清算是企业财务风险的最终表现形式。而隐形财务风险是指企业未来时期的现金流量较为充裕且会持续稳定地增加时财务风险所处的一种隐形状态。这一分类实际上划分的是财务风险的轻重程度，即显性财务风险是企业财务风险已经暴露出来，隐形财务风险是企业表面不存在财务风险而财务风险客观存在的一种隐性状态，等达到财务风险临界点，财务风险就会由隐形财务风险转换为显性财务风险。这一分类区分了财务风险（显性财务风险）与财务安全（隐性财务风险），但并未对财务风险本身进行区分，严格意义上来讲，并不算作财务风险的分类。

3. 基于“财务风险是企业财务状况的不确定性”观的分类及其评析

竺素娥（1988）认为财务风险普遍存在于企业资金的筹集、运用、耗费和回收等各个环节，按照财务风险发生的环节将财务风险分为了筹资风险、投资风险、存货风险、收益风险和汇兑风险五类。向德伟（1994）认为企业财务活动的组织和管理过程中某一方面和某个环节的问题都可能使这种风险转变为损失，因而按照财务活动的基本内容，将财务风险划分为筹资风险、投资风险、资金回收风险和收益分配风险四项。这两种观点归纳了财务风险在企业财务活动中的表现，但是未触及财务和财务风险的本质。财务的本质是“组织财务活动，处理财务关系”，财务活动离不开企业与企业利益相关者的财务关系，财务风险之所以会发生，不仅源于内部利益相关者影响下的企业开展财务活动造成的财务风险隐患，而且企业与外部利益相关者的财务活动和财务关系出现问题也会导致企业资金链断裂发生财务风险。

周友梅和曾洪波（1990）按照财务风险发生的原因，将财务风险分为自然风险、社会风险、政治风险和经济风险。自然风险是由于物理和天灾人祸等原因引起的财务风险；社会风险是由于贪污、行贿、受贿、盗窃所引起的财务风险；政治风险是由于政府方针、政策、体制的调整所引起的财务风险；经济风险是由于经济原因在经济活动中所引起的财务风险。两位作者的这一分类并未局限在企业的经济活动，而是将自然与非自然因素导致的财务风险都囊括于内。这一分类中的财务风险，仅有经济风险是企业和企业利益相关者可以防范和控制的，自然风险、社会风险和政治风险都是企业难以预计和防范的，是对泛化的财务风险概念的理解。

罗宏（1996）认为应该由财务系统观出发并最终联系到财务收益上去认识财务风险，从两个角度划分了财务风险。第一个角度是根据财务风险产生的根源，将财务风险分为内部风险和外部风险。外部风险是以财务环境的风险因素为基础的外部压力，如政策风险、外汇风险及市场供求、竞争条件变化等带来的风险；内部风险是一般意义上的财务风险，如筹资风险、投资风险以及经营风险等。第二个角度是按照财务风险发生的形态，将财务风险分为静态风险和动态风险。静态风险是由于自然力的不规则作用和人们的错误判断和错误行为等招致的风险，如自然灾害等不可抗力、经营不善、欺诈、呆账等由于不道德行为造成的风险；动态风险是由于人们欲望的变化、生产组织、生产技术及生产方式的变化带来的风险，如市场供求、物价、社会购买力的变化与科学技术进步等造成的风险。对比看出，该作者的第一种分类是对竺素娥（1988）和向德伟（1994）分类的进一步拓展，第二种分类也是对周友梅和曾洪波（1990）分类的进一步归纳。

朱荣（2007）按照企业资金运动的具体环节，将财务风险分为筹资风险和投资风险。前者是指资金的筹集风险，后者是指资金的投入、耗费及回收风险。将资金的投入、耗费及回收风险统称投资风险并不妥当，一是容易使人误解，二是企业资金的投入、耗费及回收不仅包括企业的投资活动，而且包括企业的经营活动，因此称之为营业风险更为恰当。

赵刚（2008）按照财务风险的成因，将财务风险分为功能性财务风险和操作性财务风险。功能性财务风险是由于企业组织机构、职能设置等不合理造成的财务风险；操作性财务风险即通常所说的财务风险，包括筹资风险、投资风险、汇率风险、利润分配风险等。李秉祥（2009）认为，企业财务风险包括系统风险与非系统风险。由于企业系统外部客观环境不确定引起的财务风险，如筹融资风险、

资金使用风险、资金回收风险、资金分配风险，称为系统风险；由于企业系统内部主观管理决策的不确定引起的财务风险称为非系统风险。这两种分类比前面几种分类更全面。相较于前面几种分类，这两种分类中的操作性财务风险或系统风险就是前面几种分类中所谓的财务风险，涵盖了企业财务活动全过程由于实际收益与预期收益不符合而导致的风险。与此同时，这两位学者还认识到企业内部利益相关者管理水平较低、管理决策失误而带来的财务风险，即功能性财务风险或非系统风险。

除了上述分类外，还有些学者认识到利益相关者，尤其是外部利益相关者对企业财务风险的影响，从利益相关者视角对财务风险进行了分类。陈丽（2007）认为“企业是利益相关者的专用性投资的利益相关体”，外部利益相关者主要包括所有者、债权人、政府。外部利益相关者向企业投入了专用性资产、分享企业剩余，也相应地承担企业财务风险，因而从利益相关者视角对企业财务风险进行了分类（图 2－2 的实线部分）。何伟和苏红敏（2014）认为“企业是由众多投资主体组成的契约联合体”，对陈丽财务风险分类中的债权人财务风险和员工财务风险做了进一步细化（图 2－2 的虚线部分）。从两位学者的财务风险分类来看，虽然他们对利益相关者视角下的财务风险分类进行了有益的尝试，但是他们没有挖掘出企业利益相关者与财务风险之间真正的关系，而且将所有者作为企业的外部利益相关者，从而把企业的自有资金外部化。

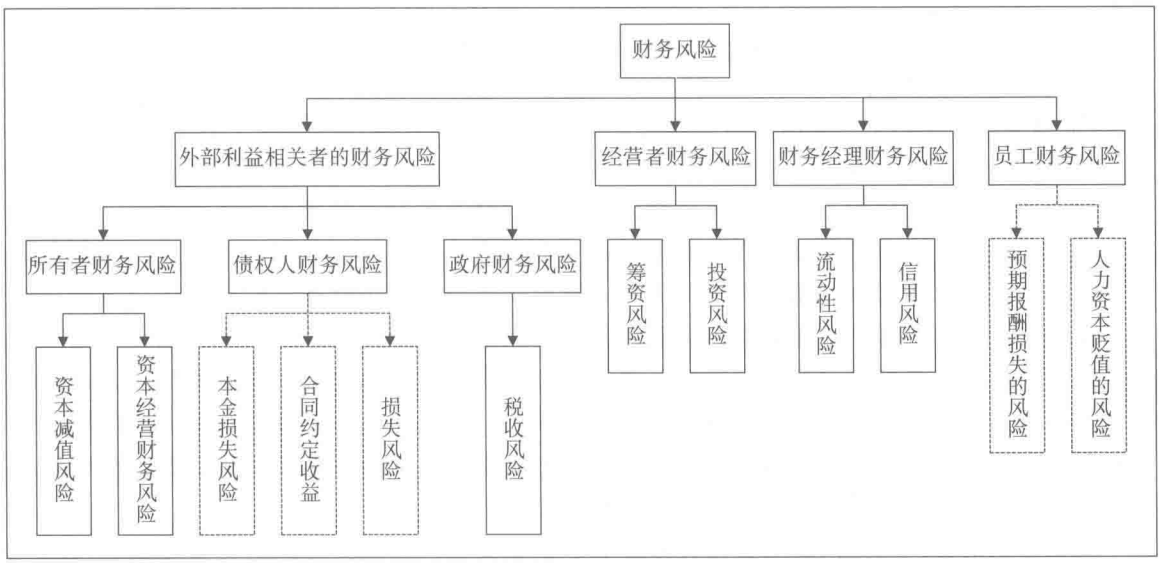


图 2－2　基于利益相关者理论的财务风险分类①

（二）本文从利益相关者视角基于营运资金需求保障能力对财务风险的分类

1. 利益相关者视角的企业财务风险的分类原则

任何事物都不能采用统一的观点对待，财务风险亦是如此。对企业财务风险进行分类的目的是为了归纳属性相同的财务风险，以便探索财务风险的源头，从而为识别、评估和应对财务风险奠定基础。财务风险的分类应该本着以下几个原则：（1）同质性，即每一类别中的财务风险都具有同质性，具有异质性的财务风险不能归到一起；（2）完整性，对财务风险划分完类别后，能够囊括利益相关者影响下的企业财务风险；（3）实践性，进行财务风险研究的目的是为企业实践提供理论支撑，归纳财务风险类别不能纯理论化。

2. 本文对企业财务风险的分类

通过对财务风险内涵和特征的分析，我们已经清晰地看出在企业资金供给或营运资金需求一定的情况下，利益相关者影响下的企业资金供给不能满足营运资金需求是财务风险产生的真正根源。既然财务风险是利益相关者影响下企业资金供给或营运资金需求发生变动而导致企业筹资活动对营业活动

① 实线部分根据陈丽的文章整理而得，虚线部分是何伟和苏红敏在陈丽文章的基础上的进一步细化。

营运资金需求保障能力的不确定性，而利益相关者又分为内部利益相关者和外部利益相关者，那么我们可以按照内外部利益相关者对企业资金供给或营运资金需求的影响对企业财务风险进行类别划分，将财务风险分为内部利益相关者影响下的财务风险和外部利益相关者影响下的财务风险。前者是指根源于内部利益相关者对企业资金供给或营运资金需求的影响，导致企业丧失筹资活动对营业活动营运资金需求保障能力而发生的财务风险；后者是指根源于外部利益相关者对企业资金供给或营运资金需求的影响，导致企业丧失筹资活动对营业活动营运资金需求保障能力而发生的财务风险。见图 2－3。

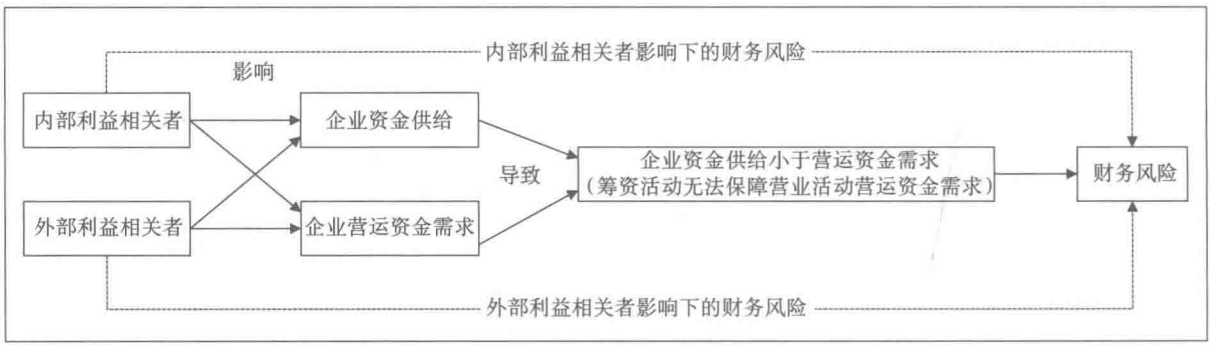


图 2－3　利益相关者通过企业资金供给或营运资金需求对企业财务风险的影响

3. 利益相关者通过企业资金供给或营运资金需求影响财务风险的情形

由于内部利益相关者和外部利益相关者都是既影响企业资金供给又影响营运资金需求，因而利益相关者影响下的企业资金供给不能满足营运资金需求导致财务风险的情形有以下四种：一是在营运资金需求一定的情况下，内部利益相关者影响下企业资金供给减少导致财务风险的发生；二是在企业资金供给一定的情况下，内部利益相关者影响下营运资金需求增加导致财务风险的发生；三是在营运资金需求一定的情况下，外部利益相关者影响下企业资金供给减少导致财务风险的发生；四是在企业资金供给一定的情况下，外部利益相关者影响下营运资金需求增加导致财务风险的发生。无论哪种情形均涉及利益相关者对企业资金供给与营运资金需求的影响，因而利益相关者对企业资金供给与营运资金需求的影响是交织在一起的，按利益相关者影响下企业资金供给与营运资金需求的波动对财务风险进行分类简明且清晰地反映了企业财务风险的本质内涵。

第一种情形的财务风险是内部利益相关者影响下企业资金供给减少导致的财务风险，内部利益相关者对企业资金供给的影响主要是内部利益相关者对企业自有资金供给、风险偏好和风险容量的影响；第二种情形的财务风险是内部利益相关者影响下企业营运资金需求增加导致的财务风险，内部利益相关者对企业营运资金需求的影响主要是内部利益相关者对企业管理体制的影响。这两种情形的财务风险合称为内部利益相关者影响下的财务风险。

第三种情形的财务风险是外部利益相关者影响下企业资金供给减少导致的财务风险，外部利益相关者对企业资金供给的影响主要受外部利益相关者与企业之间金融创新的影响；第四种情形的财务风险是外部利益相关者影响下企业营运资金需求增加导致的财务风险，外部利益相关者对企业营运资金需求的影响主要受外部利益相关者与企业之间商业模式的影响。两种情形合称为外部利益相关者影响下的财务风险。见图 2－4。

五、结束语

本文认同王竹泉教授“企业是（内部）利益相关者的集体选择”和“财务风险是企业筹资活动保障营业活动营运资金需求能力的不确定性”观点，基于利益相关者视角审视企业财务风险问题，将财务风险界定为“因内外部利益相关者影响企业资金供给或营运资金需求导致企业筹资活动对营业活动营运资金需求能力保障的不确定性”，从而将财务风险评估问题置于科学的理论框架之下。

财务风险具有一些显著特征，利于企业及其利益相关者及时发现财务风险征兆，包括：（1）能不

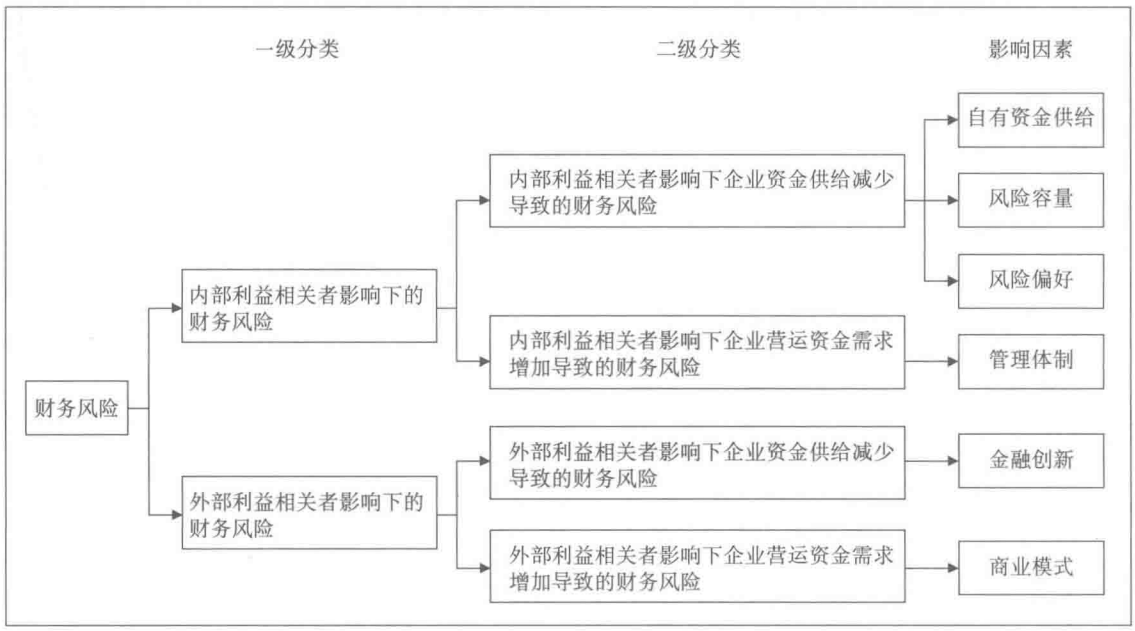


图 2-4　本文对财务风险的分类

能发生、会不会发生的不确定性；（2）受内外利益相关者影响下的企业资金供给与营运资金需求变化的影响；（3）并非瞬间发生，是一个轻度、中度和重度的演进过程；（4）企业自有资金供给、风险容量、风险偏好、管理体制、金融创新和商业模式等都是财务风险影响因素；（5）财务风险具有可逆性和复发性，利益相关者事前评估财务风险能降低不必要的损失；（6）财务风险发生对内外部利益相关者都会产生经济后果，影响企业这一集体选择。

按照内外部利益相关者对企业资金供给和营运资金需求的影响，可将财务风险分为内部利益相关者影响下的财务风险和外部利益相关者影响下的财务风险，包括：（1）在企业营运资金需求一定的情况下，受内部（外部）利益相关者的影响，企业资金供给减少导致的财务风险；（2）在企业资金供给一定的情况下，受内部（外部）利益相关者的影响，企业营运资金需求增加导致的财务风险。

主要参考文献

1. 王竹泉、王苑琢："营运资金管理研究的发展趋势与前沿问题"，《中国会计学会 2013 年学术年会论文集》，2013。

2. 王竹泉、孙莹、王苑琢："营运资金管理调查与数据平台建设的回顾与展望"，《财会学习》，2014 年第 3 期。

3. 孙莹、孙兰兰、隋国婷，陈晓辉："企业财务风险指数构建——基于企业内部管理视角"，《财务与会计》，2013 年第 7 期。

4. 王竹泉、杜媛、孙莹、王苑琢："利益相关者视角的资金管理：机理与策略"，《财务与会计》，2014 年第 3 期。

5. Foster, G. Financial Statements Analysis [M]. Prentice - Hall Inc., Cliffs. New Jersey, 1986.

6. Ross, S. A., Westerfield, R. W. and Jordan, B. D. Fundamentals of Corporate Finance [M]. New York: McGraw - Hill Book Co., 1990.

7. Whitaker, R. B. The Early Stages of Financial Distress [J]. Journal of Economics and Finance, 1999 (2): 123 ~ 133.

8. 舒瑾："企业筹资的财务风险分析"，《财经科学》，1989 年第 2 期。

9. 刘宗柳："浅谈企业财务风险及其测评"，《财务与会计》，1990 年第 4 期。

10. 姚立根、李少波、王华梅："现代企业财务风险分析"，《数量经济技术经济研究》，2000 年第 2 期。

11. 刘方乐：《财务管理理论与实务》，清华大学出版社 2009 年版。

12. 樊莹、罗淑贞：《财务学原理》，东北财经大学出版社 2012 年版。

13. James C. Van Horne and John M Wachowicz JR："Fundamental of Financial Management", New-York：McGraw－Hill Book Co.，2001.

14. 汪平："论经营风险与财务风险：概念辨析与评价技术"，《首都经济贸易大学学报》，2003 年第 3 期。

15. 竺素娥："浅议财务风险及其管理"，《商业经济与管理》，1988 年第 3 期。

16. 向德伟："论财务风险"，《会计研究》，1994 年第 4 期。

17. 黄锦亮、白帆："论财务风险管理的基本框架"，《财会研究》，2004 年第 6 期。

18. 财政部企业司：《企业财务风险管理》，经济科学出版社 2004 年版。

19. 王竹泉、李文妍、修小圆、倪玥、柳艺："基于营运资金需求保障能力的企业财务风险评估"，《财务与会计》，2013 年第 7 期。

20. 刘恩禄、汤谷良："论财务风险管理"，《北京商学院学报》，1989 年第 1 期。

21. 严真红："我国企业财务风险的成因及其防范"，《江西财经大学学报》，2001 年第 4 期。

22. 朱荣："企业财务风险的评价与控制研究"，东北财经大学学位论文，2007 年。

23. J. Haynes. Risk as an Economic Factor［J］. The Quarterly Journal of Economics. 1 895（4）：409～449.

24. R. I. Mehr, S. L. Wagner & J. R. Sulga［C］."Fundamentals of Insurance". Irwin Professional Publishing, 1986.

25. 谢志华，陈志楣："财务风险·财务风险机制与现代企业制度"，《会计研究》，1994 年第 11 期。

26. 蒋琪发："财务风险的特征及其控制途径"，《江西财经大学学报》，2000 年第 3 期。

27. 汪平：《财务理论》，经济管理出版社 2008 年版。

28. 周友梅，曾洪波："谈财务风险及其控制"，《广西会计》，1990 年第 6 期。

29. 罗宏，陈燕："财务风险管理新探"，《核经济研究》，1996 年第 4 期。

30. 赵刚："现代公司财务风险及其防范"，《财会通讯》，2008 年第 1 期。

31. 李秉祥："企业财务风险测评及预警软件开发"，《北方省市自治区会计学会第二十七次学术研讨会论文集》，哈尔滨，2009 年。

32. 陈丽："基于利益相关者的财务风险及控制机制"，《现代经济》，2007 年第 8 期。

33. 何伟，苏红敏："构建利益相关者角度下的财务风险控制机制"，《全国商情》，2014 年第 5 期。

专家视点之三：

我国企业"去库存"研究：现状、机理与对策

孙莹　张仪

（中国海洋大学 中国企业营运资金管理研究中心）

【摘要】"去库存"已成为当务之急，首先通过对 2011～2015 年 A 股上市公司为样本进行数据分行业、分地区及分渠道视角的分析，证明当前我国房地产业、建筑业和零售业等行业过剩库存问题突出，东部地区积压体量大，各渠道的存货占用量分布与行业特点相适应。进而从企业所处的外部宏观环境和内部宏观环境来看，这主要是由于房地产泡沫膨胀、国际国内市场需求不足、产品结构单一、供销渠道受阻、企业创新滞后等原因造成的。最后提出在企业角度的"去库存"实施路径包括企业转

型升级、转变商业模式、优化资源结构、打造高效供应链、发展跨境交易、联合成立低价销售平台。

一、引言

2015 年 12 月 18 日至 21 日召开的中央经济工作会议将“化解房地产库存”作为 2016 年结构性改革的五大任务之一，“去库存”一词正式出现在公众视野当中。把“去库存”与去产能、去杠杆、降成本、补短板放在一起，作为 2016 年经济工作的一项重要任务，说明社会产品的大量过剩已经影响到经济的正常运行和可持续增长，“去库存”已成为当务之急。以房地产为例，截至 2015 年末，我国商品房待售面积 71 853 万平方米，比 11 月末增加 2 217 万平方米，其中住宅待售面积增加 1 155 万平方米，创历史新高。房地产是小库存，而各行业普遍存在的产能过剩才是大库存，目前高库存问题已成为不少行业“不堪承受之重”，钢铁、煤炭、石化、机械设备、纺织、服装、汽车、家电、家居、手机、酒类、卫浴等多个行业均存在不同程度的高库存问题。据国家统计局公布数字显示，截至 2015 年末，全国高库存物资已远超 3 万亿元。一方面，企业利润亏损，面临着半停产、停产甚至破产倒闭的局面。另一方面，原有的库存未处理完，新增的库存又进仓，这种恶性循环成为制约企业生存和发展的瓶颈。

“去库存”作为一个新生概念，本质上也是库存管理在现实中的挑战，其针对性研究是对库存管理理论的重要补充。与库存管理更偏向于生产和流转中“量”的管理不同，“去库存”以消除过剩库存为主要目的，从供应链、企业信息化建设、商业模式等方面，从系统的、全局的角度探讨库存管理方法。

本文一方面通过对连续 5 年的沪、深两市 A 股上市公司数据的分析，说明当前我国企业存货占用的现状，为企业正确认识自身现状提供一种分析思路；另一方面多角度探究“高库存”的形成机理、探讨“去库存”的对策，以期形成系统化的分析框架和成果，为企业消除过剩库存、盘活库存提供实践指南。

二、我国上市公司库存现状与分析

本文以 2011 ~ 2015 年 A 股上市公司为样本进行数据分析。样本的选取主要遵循以下几个原则：（1）数据完备，相关参数可以计算；（2）剔除 ST 股和金融类公司；（3）出于统计分析的必要，剔除个别异常的会计数据。最终得到样本数量：2011 年 2 178 家，2012 年 2 297 家，2013 年 2 298 家，2014 年 2 366 家，2015 年 2 564 家。本部分从行业、地区及渠道三个视角，针对 2011 ~ 2015 年我国上市公司存货的分布情况进行分析。其中，行业分类采用中国证监会 2012 年发布的行业分类标准；东部、中部、西部地区的界定按照我国行政区域通常划分方法；渠道划分依据王竹泉（2007）基于渠道的营运资金管理理论，将存货划分至采购渠道、生产渠道和营销渠道三大渠道。

（一）我国上市公司分行业库存状况分析

目前我国企业存货的占用总量连年增加，占用了过多的营运资金，降低了资金运营效率，其中房地产业、建筑业高库存问题表现尤为突出。在存货占用绝对值方面，如表 2 - 3 所示，存货占用总量行业合计数额连年增加，每年均保持 10% 以上的增长速度，2015 年已经达到 70 500.78 亿元，如图 2 - 5 所示，其中房地产业、建筑业、金属非金属、机械设备、采矿业排名前五，均达到 2 900 亿以上。房地产业和建筑业表现尤为突出，房地产业达到 28 825.88 亿元，建筑业达到 14 746.74 亿元，且每年以平均 15% 的速度呈现高速、大额增长态势，这与房地产业、建筑业自身的资金需求量大、生产周期长的行业特点有一定关系。在存货占用相对值方面，如表 2 - 4 所示，以 2015 年为例，存货占流动资产比例中房地产业、建筑业、综合类行业、纺织服装业、其他制造业、农林牧渔业排名前 5，比例均达到 35% 以上，尤其是房地产业基本保持在 70% 左右，远超基准值 30%，说明其存货占用的经营资金比例过高，与“去库存”主要针对房地产业这一政策背景一致。而信息传输、软件和信息技术服务业、传播与文化产业、交通运输及仓储业、电子业、电力煤气及水的生产供应业的存货占流动资产比例均低于 20%，与这些行业自身的存货比例低、快速周转的特点有关。

表 2－3　　2011～2015 年我国上市公司分行业存货占用量和增长率情况　　单位：亿元

行　业		2011 年	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年	
农林牧渔业		307.02	264.488	－13.86%	272.96	3.21%	247.74	－9.24%	326.37	31.74%
采矿业		4 524.68	5 065.3	11.95%	5 153.97	1.75%	4 408.47	－14.46%	3 650.44	－17.19%
制造业	食品饮料	726.87	901.65	24.05%	1 023.42	13.51%	1 140.79	11.47%	1 278.66	12.09%
	纺织服装	403.74	466.09	15.44%	436.71	－6.30%	654.95	49.97%	721.09	10.10%
	木材家具	73.42	81.16	10.54%	87.58	7.91%	96.33	9.99%	97.35	1.05%
	造纸印刷	222.72	255.53	14.73%	272.85	6.78%	245.69	－9.95%	299.94	22.08%
	石化塑胶	1 147.83	1 264.93	10.20%	1 458.77	15.32%	1 574.51	7.93%	1 550.46	－1.53%
	电子	583.94	932.34	59.66%	1 246.34	33.68%	1 485.29	19.17%	1 771.48	19.27%
	金属非金属	5 563.67	4 241.17	－23.77%	4 637.19	9.34%	4 518.96	－2.55%	3 632.24	－19.62%
	机械设备	4 826.46	5 187.46	7.48%	5 668.99	9.28%	6 604.06	16.49%	6 726.14	1.85%
	医药生物	602.59	650.94	8.02%	670.55	3.01%	847.88	26.45%	958.67	13.17%
	其他制造业	237.61	192.65	－18.92%	162.88	－15.45%	212.75	30.62%	229.30	7.78%
电力煤气及水的生产供应业		435.63	437.3	0.38%	421.55	－3.60%	441.97	4.84%	550.31	24.51%
建筑业		6 284.81	10 118.28	61.00%	12 085.77	19.44%	13 418.47	11.03%	14 746.74	9.90%
交通运输及仓储业		255.34	307.31	20.35%	331.77	7.96%	303.77	－8.44%	353.23	－10.30%
信息传输、软件和信息技术服务业		568.74	457.56	－19.55%	267.58	－41.52%	343.54	28.39%	415.61	20.98%
批发零售贸易		1 924.32	2 200.87	14.37%	2 698.85	22.63%	3 110.03	15.24%	2 976.09	－4.31%
房地产业		12 442.49	14 500.44	16.54%	18 122.21	24.98%	21 655.73	19.50%	28 825.88	33.11%
社会服务业		126.69	483.49	281.63%	678.2	40.27%	762.79	12.47%	984.26	29.03%
传播与文化产业		101.74	93.4	－8.20%	102.61	9.86%	143.16	39.52%	162.02	13.18%
综合类		549.22	538.03	－2.04%	197.56	－63.28%	297.17	50.42%	244.49	－17.73%
合计		41 909.53	48 640.39	16.06%	55 998.31	15.13%	62 603.25	11.79%	70 500.78	12.62%

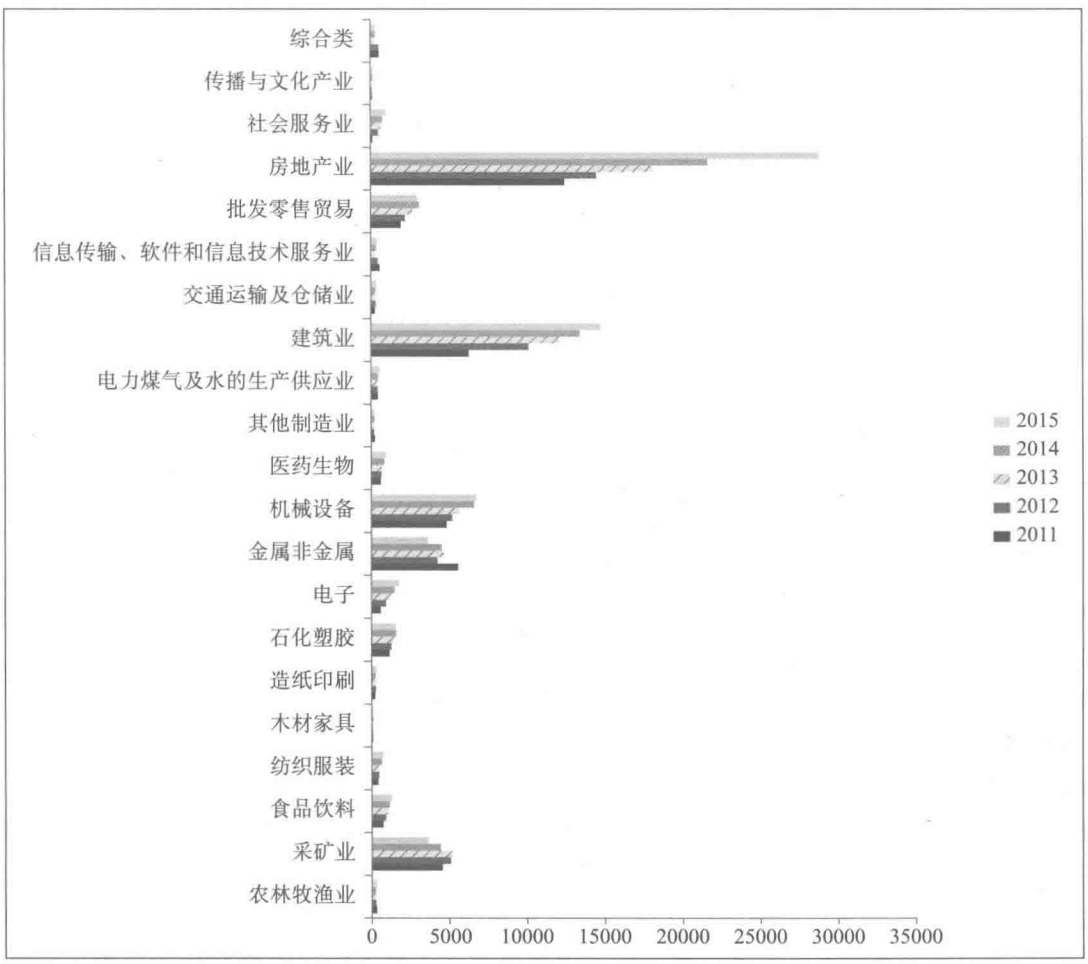


图 2－5　2011～2015 年我国上市公司分行业存货占用情况

表 2－4　　2011～2015 年我国上市公司分行业存货占流动资产比例和排名情况　　单位：亿元

行　业	2011 年	排名	2012 年	排名	2013 年	排名	2014 年	排名	2015 年	排名
房地产业	75.17%	1	73.03%	1	73.92%	1	74.54%	1	71.35%	1
综合类	41.55%	5	32.12%	12	47.41%	2	60.06%	2	49.57%	2
建筑业	34.70%	9	41.80%	4	42.76%	5	42.13%	5	40.64%	3
农林牧渔业	45.88%	2	45.97%	3	48.33%	4	44.14%	4	39.85%	4
纺织服装	35.07%	8	32.30%	11	34.62%	6	41.63%	6	37.85%	5
其他制造业	43.03%	4	51.53%	2	55.53%	3	45.30%	3	37.49%	6
金属非金属	43.45%	3	40.78%	5	39.20%	7	36.98%	7	33.84%	7
木材家具	34.49%	10	34.37%	8	35.03%	9	35.57%	9	32.28%	8
食品饮料	31.66%	11	33.09%	10	34.35%	10	34.90%	10	32.25%	9
批发零售贸易	35.18%	7	36.08%	7	35.17%	8	36.23%	8	31.62%	10
采矿业	38.33%	6	40.06%	6	41.09%	11	33.25%	11	28.23%	11
造纸印刷	29.29%	12	30.79%	13	29.30%	13	28.77%	13	25.70%	12
社会服务业	15.01%	20	33.75%	9	35.12%	12	29.53%	12	25.22%	13
医药生物	22.37%	15	22.59%	16	23.68%	15	25.26%	15	24.09%	14
石化塑胶	28.30%	13	28.45%	14	27.92%	14	27.76%	14	23.72%	15
机械设备	25.02%	14	23.88%	15	22.16%	16	23.04%	16	21.40%	16
电子	18.78%	16	21.42%	17	20.40%	17	19.68%	17	19.60%	17
电力煤气及水的生产供应业	18.09%	18	16.91%	19	14.62%	19	13.33%	19	14.42%	18
传播与文化产业	16.30%	19	14.33%	20	15.15%	18	15.44%	18	12.11%	19
交通运输及仓储业	8.86%	21	8.95%	21	9.06%	21	10.51%	21	9.86%	20
信息传输、软件和信息技术服务业	18.27%	17	17.57%	18	12.47%	20	13.31%	20	5.73%	21

（二）我国上市公司分地区库存状况分析

受经济发展水平、政策和国际形势的影响，东部地区的存货占用总量远超中、西部地区。如表 2－5 所示，东部地区的上市公司存货占用总量 2015 年已经达到 60 002.16 亿元，同比增长 24.66%，远超中部的 4 951.81 亿元和西部的 5 547.84 亿元，并且东部的最近三年上市公司存货占用总量年均增长率达到 10%，这一方面可能与东部地区本身经济发达、体量大有关，另一方面，可能与国际市场形势变化、出口受阻有关，原本东南沿海地区盛行的“三来一补”对外订单大量流失而转向对内生产，原本为满足出口而形成的巨大产能，在生产的产品失去外部消化的“窗口”、内需市场不足的情况下，造成高库存。中部和西部地区存货占用总量在 2011～2014 年呈现逐年增加态势，2015 年趋于稳定，尤其是西部地区 2013、2014 年增长幅度较大，可能与承接东部的产业转移、“一带一路”政策引导下大力进行基础设施建设和疯狂发展房地产有关。见图 2－6。

表 2－5　　2011～2015 我国上市公司分地区存货占用量与增长率情况　　单位：亿元

地区	2011 年	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年	
东部	33 900.44	39 816.52	17.45%	46 145.10	15.89%	48 131.46	4.30%	60 002.16	24.66%
中部	4 080.65	4 595.34	12.61%	4 840.91	5.34%	5 011.45	3.52%	4 951.81	－1.19%
西部	3 880.73	4 228.52	8.96%	4 988.78	17.98%	5 662.68	13.51%	5 547.84	－2.03%

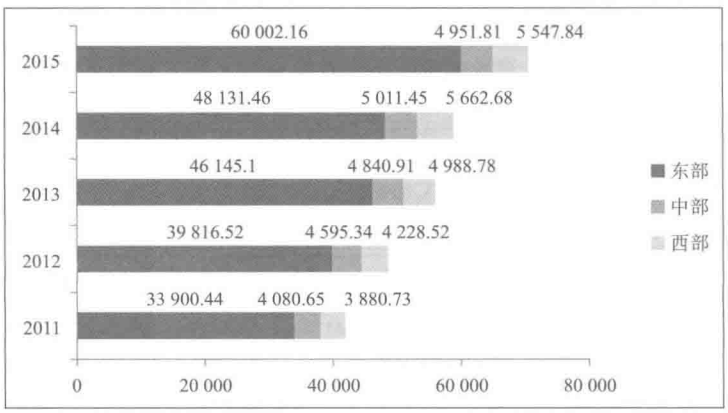


图 2-6　2011~2015 我国上市公司分地区存货占用量情况

（三）我国上市公司分渠道库存状况分析

与行业特点相关，不同行业主要的存货资金占用量，房地产业和建筑业主要集中在生产渠道，第三产业和轻工业类则主要集中在营销渠道。如表 2-6、表 2-7、表 2-8 所示，从存货占用平均值上来看，在分行业的基础上分析各渠道存货占用量，其中电力煤气及水的生产供应业、采矿业主要分配给采购渠道，占到半数左右，说明上游供应商的资金占用金额较大，拉低了整体效率，与供应商之间的合作存在较大的提升空间，应当从供应链的角度进行资源整合。房地产、建筑业主要分配给生产渠道，其中 2011~2015 年房地产生产渠道所占比例均达到 80% 以上，建筑业在 50%-80% 范围内波动，说明这两个行业在产品的比例过重，主要归因于在建工程的周期长、资金占用量大，同时说明目前我国的房地产业和建筑业过度开发、过度建造的问题普遍存在。传播与文化产业、其他制造业 、电子业、信息传输、软件和信息技术服务业、医药生物业、纺织服装则主要分配给营销渠道，2011~2015 年营销渠道平均占比均达到 50% 以上，与这些行业本身生产环节短有一定关系，同时说明这些行业产成品积压严重，去库存应主要从产品结构、营销手段、开拓市场的角度入手。如图 2-7 所示，将房地产业和传播与文化产业的各渠道营运资金占用比例进行了对比，更直观的提示了企业营运资金管理的重点。

表 2-6　　2011~2015 我国上市公司采购渠道平均存货占用量与比例情况　　单位：亿元

行　业		2011 年		2012 年		2013 年		2014 年		2015 年	
农林牧渔业		1.01	14.15%	1.17	17.11%	1.51	20.71%	1.20	16.74%	1.48	16.96%
采矿业		32.52	44.62%	37.09	45.23%	38.12	46.85%	34.89	45.20%	26.58	41.03%
制造业	食品饮料	2.88	36.33%	3.12	32.25%	3.52	31.68%	3.84	31.38%	3.24	27.37%
	纺织服装	1.74	32.58%	1.92	31.36%	1.66	26.92%	1.86	17.87%	1.75	17.00%
	木材家具	1.88	33.25%	1.73	29.71%	1.66	29.01%	1.93	29.54%	1.87	28.43%
	造纸印刷	2.84	53.22%	2.22	35.87%	2.38	36.72%	2.91	38.13%	2.16	33.13%
	石化塑胶	1.78	41.00%	2.14	43.35%	2.34	40.87%	2.24	37.78%	2.04	34.70%
	电子	2.62	30.20%	1.40	30.46%	1.77	26.98%	1.91	26.16%	2.05	24.47%
	金属非金属	13.25	43.70%	10.14	42.92%	10.37	41.99%	10.31	41.27%	7.25	35.89%
	机械设备	3.03	27.83%	3.04	26.49%	2.99	25.24%	2.77	23.42%	2.75	22.96%
	医药生物	0.95	23.27%	1.06	23.15%	1.26	25.80%	1.43	25.93%	1.46	24.14%
	其他制造业	1.85	21.87%	1.59	17.86%	2.41	18.99%	2.16	23.36%	2.73	21.91%
电力煤气及水的生产供应业		3.67	65.93%	3.93	65.86%	3.88	64.51%	3.56	65.59%	3.89	55.82%
建筑业		14.55	13.47%	17.03	10.20%	16.83	9.01%	16.85	8.05%	13.58	6.56%
交通运输及仓储业		1.64	49.70%	1.62	37.96%	1.53	34.82%	1.94	37.27%	1.70	36.05%
信息传输、软件和信息技术服务业		0.78	23.30%	0.50	14.87%	0.65	30.23%	0.34	12.23%	0.35	6.43%
批发零售贸易		0.59	4.11%	0.59	3.72%	6.49	35.03%	7.11	32.63%	7.36	34.42%
房地产业		5.30	5.91%	0.17	0.16%	0.11	0.09%	1.21	0.74%	0.24	0.11%
社会服务业		0.17	8.21%	0.19	2.69%	0.17	1.87%	0.23	2.36%	0.22	2.25%
传播与文化产业		0.39	11.74%	0.44	11.09%	0.45	9.85%	0.42	8.78%	0.39	8.14%
综合类		0.76	6.70%	0.92	6.43%	0.36	4.36%	0.42	2.90%	0.52	3.60%

表 2－7　　2011～2015 我国上市公司生产渠道平均存货占用量与比例情况　　单位：亿元

行业		2011 年		2012 年		2013 年		2014 年		2015 年	
农林牧渔业		2.36	33.16%	2.38	34.91%	2.59	35.66%	2.93	40.82%	4.41	50.50%
采矿业		7.69	10.55%	8.49	10.35%	8.58	10.54%	10.23	13.26%	10.14	15.66%
制造业	食品饮料	2.50	31.60%	3.46	35.78%	4.55	40.91%	5.20	42.52%	5.30	44.75%
	纺织服装	1.32	24.71%	1.02	16.66%	1.02	16.60%	3.30	31.58%	2.39	23.22%
	木材家具	1.37	24.25%	1.39	23.86%	1.36	23.90%	1.43	21.88%	1.33	20.29%
	造纸印刷	0.49	9.11%	1.70	27.36%	1.64	25.20%	1.95	25.52%	1.95	29.93%
	石化塑胶	0.81	18.58%	0.82	16.55%	0.81	14.19%	0.95	16.05%	1.12	19.07%
	电子	1.88	21.64%	0.96	20.89%	1.37	20.92%	1.47	20.10%	1.75	20.87%
	金属非金属	10.36	34.15%	7.27	30.78%	7.54	30.50%	7.77	31.12%	7.18	35.55%
	机械设备	4.07	37.34%	4.34	37.79%	4.26	36.00%	3.94	33.31%	4.81	40.16%
	医药生物	0.86	21.02%	0.88	19.31%	1.09	22.44%	1.27	23.14%	1.53	25.27%
	其他制造业	1.78	21.01%	1.58	17.74%	2.37	18.70%	1.49	16.05%	1.21	9.70%
电力煤气及水的生产供应业		1.40	25.21%	1.50	25.11%	1.51	25.13%	1.28	23.57%	2.33	33.49%
建筑业		62.71	58.04%	135.71	81.29%	85.92	45.97%	117.61	56.16%	170.87	82.50%
交通运输及仓储业		0.92	27.79%	1.57	36.79%	1.97	44.98%	2.04	39.20%	1.65	35.10%
信息传输、软件和信息技术服务业		0.88	26.25%	1.09	32.68%	0.73	34.06%	1.04	37.10%	3.26	60.17%
批发零售贸易		4.40	30.39%	5.08	31.78%	6.18	33.37%	8.33	38.20%	7.46	34.91%
房地产业		75.84	84.45%	91.69	86.55%	111.84	85.54%	135.13	82.75%	178.38	82.53%
社会服务业		0.93	45.47%	5.47	76.96%	6.50	73.73%	5.66	58.21%	6.21	64.05%
传播与文化产业		0.71	21.47%	0.77	19.16%	0.83	18.30%	1.01	21.27%	1.14	23.68%
综合类		7.75	68.63%	31.35	69.73%	5.18	62.05%	8.02	55.36%	7.70	53.36%

表 2－8　　2011～2015 我国上市公司营销渠道平均存货占用量与比例情况　　单位：亿元

行业		2011 年		2012 年		2013 年		2014 年		2015 年	
农林牧渔业		3.75	52.68%	3.27	47.99%	3.17	43.62%	3.05	42.45%	2.84	32.54%
采矿业		32.67	44.83%	36.42	44.42%	34.67	42.61%	32.07	41.54%	28.05	43.31%
制造业	食品饮料	2.54	32.07%	3.09	31.97%	3.05	27.40%	3.19	26.09%	3.30	27.88%
	纺织服装	2.27	42.71%	3.19	51.98%	3.48	56.49%	5.27	50.55%	6.16	59.78%
	木材家具	2.40	42.50%	2.71	46.42%	2.69	47.09%	3.17	48.58%	3.37	51.27%
	造纸印刷	2.01	37.68%	2.28	36.76%	2.47	38.08%	2.78	36.35%	2.41	36.94%
	石化塑胶	1.75	40.42%	1.98	40.10%	2.57	44.94%	2.74	46.17%	2.72	46.23%
	电子	4.18	48.16%	2.23	48.65%	3.41	52.09%	3.92	53.74%	4.58	54.66%
	金属非金属	6.72	22.15%	6.21	26.29%	6.80	27.51%	6.90	27.61%	5.77	28.56%
	机械设备	3.79	34.84%	4.10	35.72%	4.59	38.77%	5.12	43.27%	4.42	36.89%
	医药生物	2.28	55.71%	2.62	57.54%	2.52	51.76%	2.80	50.93%	3.06	50.59%
	其他制造业	4.84	57.12%	5.74	64.40%	7.91	62.32%	5.61	60.59%	8.51	68.38%
电力煤气及水的生产供应业		0.49	8.86%	0.54	9.03%	0.62	10.35%	0.59	10.84%	0.74	10.70%
建筑业		30.79	28.50%	14.20	8.51%	84.16	45.03%	74.96	35.79%	22.66	10.94%
交通运输及仓储业		0.74	22.51%	1.08	25.24%	0.89	20.20%	1.22	23.53%	1.36	28.86%
信息传输、软件和信息技术服务业		1.68	50.45%	1.75	52.45%	0.77	35.70%	1.42	50.67%	1.81	33.40%
批发零售贸易		9.48	65.50%	10.31	64.50%	5.85	31.59%	6.36	29.18%	6.56	30.67%
房地产业		8.66	9.64%	14.09	13.30%	18.80	14.38%	26.96	16.51%	37.53	17.36%
社会服务业		0.95	46.32%	1.45	20.35%	2.15	24.40%	3.83	39.44%	3.27	33.70%
传播与文化产业		2.21	66.79%	2.79	69.76%	3.27	71.85%	3.33	69.95%	3.29	68.19%
综合类		2.78	24.66%	3.42	23.84%	2.80	33.59%	6.05	41.74%	6.21	43.05%

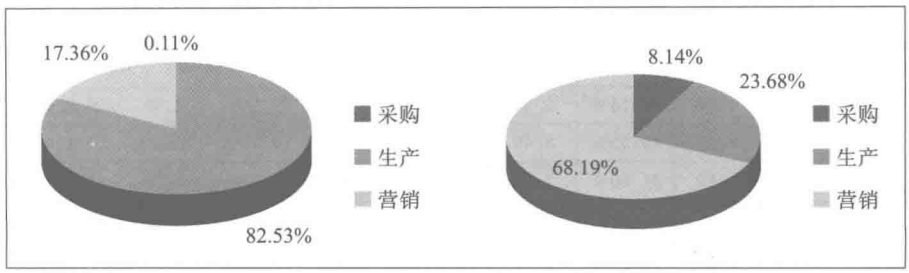


图 2-7　房地产业和传播与文化产业各渠道资金占用比例

综上所述，在 2011～2015 年这 5 年当中，我国企业存货的占用总量连年增加，到 2015 年达到 70 000 亿之多，其中地区分布主要集中在东部地区，行业中则是房地产业、建筑业最为突出，高库存严重影响企业的资金运营效率。我国的高库存问题由来已久，但高库存现象爆发始于 2008 年金融危机之后，目前达到高点。以房地产为例，从 2007 年到 2015 年的 9 年时间，中国商品房待售面积增加了 4 倍多，按过去 3 年平均销售速度计算，要完全消耗当前库存至少需要 7 年的时间，同时其他行业也在不同程度上面临相对过剩和绝对过剩问题，去库存势在必行。我国的去库存是机遇也是挑战，企业应当给与充分重视，寻求与行业特点、经济形势、国家政策相适应的发展路径。

三、我国企业“高库存”形成机理分析

从宏观环境角度来看，近年来我国经济发展进入了新常态，结构矛盾日益凸显，原有的总需求管理政策的弊端逐渐显现。按照总需求管理的理论，主要是从投资、消费、出口三驾马车拉动经济增长，但近年来，实施多年的宏观经济政策造成的库存、产能过剩等问题已无法继续通过总需求管理的办法来解决，供给侧改革成为我国当前经济改革的总思路。

1. 需求侧角度

在出口方面，国际形势突变，跨境贸易环境恶化。随着我国土地和劳动力价格的持续上涨，以及人民币汇率持续升值，我国产品的出口优势逐渐减弱。2015 年以来，我国对外贸易呈现下行趋势，2015 年全年对外贸易总额 24.59 万亿元，同比下降 6.96%。进入 2016 年以来，国际贸易环境仍未明显改善，全球经济仍然脆弱，发达经济体进口需求持续低迷，发展中国家贸易则受到大宗商品价格疲弱、美元汇率大幅震荡以及地缘政治危机的影响。具体到我国的重要贸易伙伴国来说，日本部分生产企业开始向东南亚国家转移；美国本土实施的产业化回归政策，增强了其国内加工制造业生产能力，相应对我国输美产品产生强大“排出”效应；同样陷入经济困难的欧盟为保护国内产业，设置了大量的针对我国一般工业制成品的贸易壁垒，使我国产品出口附加成本增加、输出阻力增大。同时受国际形势影响，我国的东南沿海地区曾盛极一时的“三来一补”企业，面临“用工荒”和劳动工资快速增长的问题，对外订单大量流失，不得不转向对内生产。

在消费方面，内需动力不足，市场供求矛盾尖锐。在经济上行周期尤其在 2006 年和 2007 年里，中国企业因原材料商品价格上涨预期、出口形势良好、企业盈利前景看好等各种原因，而增加了大量产成品或原材料库存，甚至扩大投资、购进机器设备，工业品和制造业产品产能扩张了数倍，而在 2008 年下半年国际国内宏观经济形势急转直下的形势下，就形成了大量库存。同时，我国社会保障体系尚未健全，居民储蓄率较高，国内的消费市场一直未能全面开发，导致消费对经济增长的作用并不明显。近年来中国的消费率不断降低，从过去多年的平均水平 59% 降至目前的 50% 左右，更低于其他国家的正常水平（70% 左右），同时呈现出较为明显的供需错配：国内消费增速拾级而下，但中国居民在海外疯狂扫货，国内航空客运增速缓慢下行，但跨境出游却持续高增长。这意味着，当前中国经济面临的问题，并不在短期需求，而在中长期供给，根本在于国内需求和国内供给数量和质量上的不匹配。

在投资方面，相比之下，投资对经济的刺激作用较为显著，但是我国的投资回报率近年来持续下降，至 2015 年已低至 2%。2015 年以来央行 5 次降息降准，发改委新批基建项目规模超过 2 万亿，但投资依然萎靡。

2. 供给侧角度

在生产结构方面，盲目发展，产品结构单一。一方面，地方政府以 GDP 增长速度论英雄的思想仍然影响着地方企业的发展方式，另一方面，大多数企业对宏观市场状况和国际经济形势缺乏清醒的认识，制定的生产计划往往基于经验积累，缺乏科学依据，即使有针对性地进行计划，准确的销售预测也有相当比例的企业无法达到，制定的生产计划往往背离社会发展需要。政府片面追求数量，未能及时修正发展中存在的质量问题，导致局势扭转困难，积重难返；企业生产和社会需求脱节，边生产边积压，这种恶性循环成为制约企业生存和发展的瓶颈。同时，当前企业尤其是制造业企业大多存在产品结构单一的问题，大批量生产单一品类产品的生产方式无法良好应对需求的多样和快速变化。

在供应链方面，高库存问题存在行业上下游恶性传导。一方面，在产品与市场对接角度，部分产品受地域局限较大，缺乏配套完善的供销服务体系，导致产品大量积压、造成严重损失。时间对零售行业尤为重要，而物流则是缩短产品运行周期、促进行业发展的有效支撑，如何在更广泛的空间内保证高效、有力的物流控制，是消除过剩库存必须要解决的问题。另一方面，在供应链的上下游对接角度，高库存问题存在恶性传导。以房地产业为例，房地产业在国民经济中占比较大，与 20 个行业有直接关系，上下游关联行业达到 50 个之多，房地产业销售低迷，导致上游的建筑、钢铁、水泥和下游的家电、家具均受到牵连，配套生产的商品大量积压，陷入低迷。而且这些行业中不乏生产周期长的行业，供给侧结构难以在短期内迅速调整，导致高库存问题持续发酵。

在市场对接方面，消费理念转变，企业创新滞后。随着科学技术的进步、社会文明程度的提升和生活、收入水平的提高，消费者对于产品的质量和服务要求越来越高、个性化需要越来越强烈，消费需求的多样化趋势愈发凸显。与消费需求的多样性、多变性、即时性、短期化的特点相适应，产品的更新换代周期越来越短，而目前我国企业的创新速度明显滞后于市场需求更新速度，突出表现在电子产品、服装和玩具类产品，甚至一些产品一面世就面临“过时”的危险。国际产业技术革新弱化了我国的竞争优势，国内正处于新旧动能转换的调整阶段，面临了经济下行和产业转型升级的双重压力。创新是供给侧四大要素中最活跃的因素，但目前我国企业的研发支出在销售收入中的比重多年徘徊在 2% 左右，与发达国家的 5% －10% 相差甚远，导致技术开发能力和产品创新能力均无法跟上市场变化的节奏，供给侧产品结构、质量和需求侧产品结构、质量之间的明显不匹配是高库存形成的根本原因。

综上所述，如图 2－8 所示，我国的高库存是近年来总需求管理理论指导下的宏观经济政策失效、供给侧和需求侧在数量和质量上均不匹配所导致的。一方面，内需不足、出口受阻、投资低迷，导致需求总体不足；另一方面，产品结构单一、产品质量低下、供应链周转不畅导致供给侧无法提供需求侧满意的产品，产生供需错配。在供给侧改革总思想指导下，进行产业结构升级，逐步实现供给和需求结构对接是去库存的根本途径。

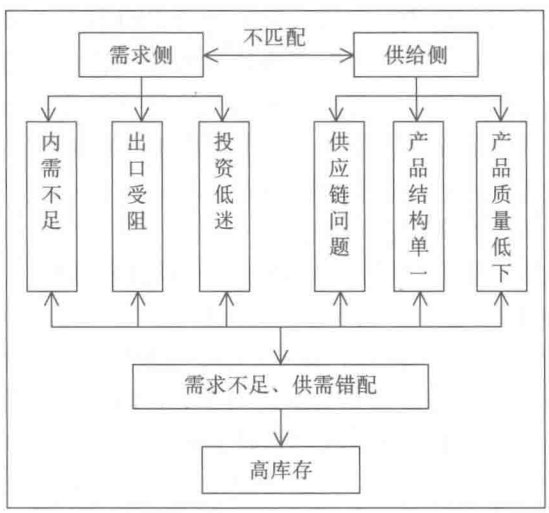


图 2－8　我国企业高库存形成机理图

四、我国企业“去库存”的对策

针对高库存的产生原因，结合相关企业的成功经验，提出除了国家政策扶持之外，我国企业“去库存”的实施路径。

1. 加快企业转型升级，适当进行行业转移。从“三驾马车”到“供给侧改革”，中国经济正在经历巨大转变。首先，在经济发展进入增速换档、结构调整阵痛阶段，企业应改变发展方式，实现产品升级、转型转产、扭亏增盈，促进产业结构调整和企业转型升级。其次，企业要加大科研技术投入，从积极保障资源投入的角度提升企业创新能力。例如，美的集团在全球投入 50 亿元人民币建立了全球创新中心，同时面向全球设立了包括日本、美国、意大利等国家的研发机构，有效落实“双智战略”（智能制造和智能家居），提高产品附加值和市场竞争能力。最后，有条件的企业可以选择行业转移，从高库存的行业撤离，“去库存”既是目的又是手段。例如，莱茵置业从原本的房地产业退出，进军体育和清洁能源产业，形成“一体两翼”的战略布局。

2. 创新商业模式，“互联网 +”整合线上、线下。一方面，在“互联网 + 传统行业”模式的指导下，开展电子商务，整合线上网店和线下实体店的资源，进行合理分配和建设是有效途径。积极运用网络等新型的销售渠道，通过网上下单、就近配送、就近安装等方式，努力缩短销售渠道，降低营销费用，增强竞争能力。例如，万科集团已经与淘宝、微信等电商平台联手，开展网络购房交易。另一方面，“互联网 + 易货”的全新商业模式能够通过大数据匹配，互联网线上、线下相结合，在不需要占用企业过多资金的情况下，帮助企业将积压的产品换取所需的产品，能够达到变废为宝的良好效果，合理匹配企业资源。易货贸易被认为是解决库存问题的有效途径之一，可以调动产业链上的各种企业利用现存资源积极参与交易运转，通过盘活、消化库存商品以避开资金链断裂的命运，是多元化盘活库存商品的全新探索，在我国经济转型产能过剩的背景下，易货贸易的优势日益明显，与互联网的联合将使其更加焕发生机与活力。

3. 关停“僵尸”部门，开展重组、并购。在 2008 年，国家曾经向市场投放 40 000 亿资金，然而很多企业并没有有效利用，只是进行规模扩建等工作，导致很多子公司或子部分管理运营缺乏效率，入不敷出，因此进行内部重组、外部并购、舍弃“僵尸”部分十分有必要。一方面，企业应当根据自身架构和运营需要，抓紧制定实施推动产业重组、处置“僵尸企业”总体方案，引导“僵尸企业”平稳退出，积极推进破局性、战略性的兼并重组。另一方面，要彻底改变思维，舍弃低贡献、低毛利、甚至亏损的产品。例如，美的集团在 2013 年行业低迷期砍掉接近 60 个产品种类，关掉相关门店，对闲置的资产及时进行整合在利用，提醒企业要拿出壮士断腕的决心，采用新的思维模式去经营企业。

4. 整合物流资源，打造高效供应链。随着供应链运营思想的不断发展，供应链作为库存管理的重要节点受到越来越多的重视。目前高效率的库存管理模式均表现出整合物流资源、充分发挥供应链效能的特点，海尔、丰田公司的零库存模式，宝洁、沃尔玛的 VMI 模式均提供了成功经验。在当前高成本和服务追求速度、时间形势下，重视和加强配套协作过程中的供应链管理，积极寻求供应链变革与再造，打造一条高效的供应链是有效途径。例如，卡骆驰采用联合库存管理的模式，由公司和供应商联手协助第三方管理公司在中国区的库存，借助基华工资在物流方面的网点、运输和信息化基础优势，增加了供应链的敏捷性和协调性，通过强强联合以改善产品流通的速度来减低对安全库存的要求，缩短订单运行周期，降低高库存带来的资金占用风险。

5. 产品多国化战略，大力发展跨境交易。我国的内需市场仍有很长一段时间的开发期，因此坚定不移地“走出去”战略依然不能动摇。一方面，跨境电商异军突起。在对外贸易下行的背景之下，2014 年，我国跨境电子商务对我国外贸的贡献率达到 12%，2015 年跨境电子商务的进出口交易额增幅超过 30%，跨境电子商务将成为稳定外贸增长的重要引擎，同时也是消除过剩库存的良好出口，尤其是东部地区发展空间更为广阔。跨境电商的本质是通过互联网将中国刚性化制造与全球碎片化需求直接对接，摆脱传统外贸的中间分销体系困扰。例如，2015 年万科集团成立跨境电商总部，与政府携手为入驻企业提供完善的跨境电商服务配套，阿里巴巴、京东等电商巨头也在拓展海外销售渠道、完善

跨境物流体系方面提供了良好的条件。另一方面，调整产品结构、坚持产品多国化是稳步开拓海外版图、实施“走出去”战略的长久之计。例如，匹克公司通过与 NBA 中国、FIBA 全球、各国家队、NBA 球星等强势国际体育资源开拓海外市场，使“品牌输出”策略日见成效。

6. 企业联合，成立专营低价折扣商品的销售平台。目前有些行业如纺织、服鞋等高库存问题普遍存在，因此，可以借鉴电商唯品会专营低价折扣商品这一理念，一方面可由政府支持、企业自愿，建立完善各种行业协会，加强行业协会的协调自律功能，由行业协会牵头组织成立过剩库存处理大平台，努力形成政府、协会、企业三位一体的良性互动局面。另一方面，可以龙头、骨干企业为核心，积极开展企业联合，自主成立专营低价折扣商品的销售平台，寻求积压、过时产品消化的途径。例如，目前温江的花木市场“产销一体、直购直销”的销售模式与此有异曲同工之妙，平价买卖，最大程度上降低中间环节成本，在保持价格优势的基础上降低销售成本。

五、结论与不足

本文通过对我国企业“去库存”的现状、成因、对策等一系列问题的研究，认为当前我国房地产业、建筑业和零售业等行业过剩库存问题突出，东部地区积压体量大，各渠道的存货占用量分布与行业特点相适应。从企业所处的外部宏观环境和内部宏观环境来看，这主要是由于房地产泡沫膨胀、国际国内市场需求不足、产品结构单一、供销渠道受阻、企业创新滞后等原因造成的。相应地，除国家政策扶持外，认为在企业角度的去库存实施路径包括企业转型升级、转变商业模式、优化资源结构、打造高效供应链、发展跨境交易、联合成立低价销售平台。本文所研究内容和方法还有很多改进之处，例如在实施路径方面仅从企业的角度出发，未进行多主体细化研究，也未针对不同的实施路径对适合群体的特点进行归纳总结，因此有待进一步研究和实践检验。笔者也希望有机会能够继续研究，为促进我国企业去库存目标的早日实现尽自己的一份绵薄之力。

主要参考文献

1. 郑锐锋：“当前我国煤炭行业产能过剩的原因及对策简析”，《煤炭经济研究》，2015 年第 12 期。

2. 潘文轩：“化解过剩产能引发负面冲击的总体思路与对策框架”，《财经科学》，2016 年第 5 期。

3. 任泽平、张庆昌：“供给侧改革去产能的挑战、应对、风险与机遇”，《发展研究》，2016 年第 4 期。

4. 陈文玲：“化解过剩产能需要新思路和新突破”，《经济研究参考》，2014 第 7 期。

5. 魏琪嘉：“钢铁行业产能过剩研究”，《企业研究》，2014 年第 12 期。

6. “‘一行三会’发文支持钢铁煤炭行业化解过剩产能”，《金融世界》，2016 年第 5 期。

7. 陈哲：“煤炭企业迎来多元发展新机遇”，《煤炭经济研究》，2016 年第 3 期。

8. 刘伟、苏剑：“‘新常态’下的中国宏观调控”，《经济科学》，2014 年第 4 期。

9. 林毅夫：“林毅夫：去产能需要政府和市场的协同发力”，《财经界》，2016 年第 4 期。

10. 赵晓辉、刘开雄、安娜：“攻坚煤钢去产能”《金融世界》，2016 年第 5 期。

专家视点之四：

我国上市公司资本错配现状研究[①]

王竹泉　梁学玲

（中国海洋大学管理学院）

【摘要】本文采用广义的营业活动概念，研究企业资本在营业活动内部投资活动与经营活动之间的配置效率问题。为此，本文界定了资本、资本错配概念，构建了衡量企业资本运用效率的资本回报

① 国家自然科学基金（71 372111）、财政部会计名家培养工程、财政部全国会计领军人才特殊支持计划的阶段性成果。

率指标体系，明确了资本错配的判定标准。进一步，以2014年沪深A股上市公司为样本，研究了我国上市公司资本错配的存在性及行业特征。研究发现：我国近1/3的上市公司存在资本错配现象；资本错配情况行业各异，房地产业、农林牧渔业、信息传输软件和信息技术服务业资本错配比例较高。最后，基于我国上市公司资本错配现状，引发资本错配影响因素的深入思考，并对微观层面资本配置效率的研究方向进行了展望。

【关键词】资本错配；营业活动；资本回报率；资本效率评价体系

一、问题的提出

在中国经济新常态的背景下，旨在调整经济结构、实现要素最优配置、提升经济增长的质量和数量的供给侧结构性改革势在必行。而资本作为稀缺的生产要素之一，其配置效率问题的研究将更具重要性。微观层面资本配置效率包括企业内部的配置效率和企业间的配置效率两个细层次（刘赣州，2004）。现阶段，微观层面资本配置效率问题的研究包括金融错配和非效率投资两个方向，金融错配研究的是金融资源在不同性质的企业之间、同一性质内部不同企业之间的配置问题，非效率投资则研究企业资源在企业内部不同项目间的配置问题。

伴随社会主义市场经济的发展，企业管理体制和经营方式由生产经营型向资本运营型转变，现代企业财务管理的目标是资本的保值增值。随着资本运营的逐步成熟，投资活动和经营活动在企业价值创造活动中的地位日趋平等。国内外组织、学者对营业活动概念做了新的阐述，营业活动是指那些旨在创造价值的活动，包括经营活动和投资活动两大类（IASB和FASB，2008；王竹泉等，2010），相应地，企业的资本投向包括投资于经营活动和投资于投资活动两个方向，但鲜有文献从资本配置效率视角探究企业资本在经营活动与投资活动之间的错配问题，这与现阶段人们对企业营业活动的狭隘认识息息相关，营业活动等同于经营活动的传统观念阻碍了微观层面资本配置效率问题的进一步研究。

扩大化的营业活动概念促使我们进一步思考，在资源稀缺及现代企业财务管理目标的约束下，企业资本在经营活动和投资活动之间应如何配置？哪类活动的资本配置效率更高？现行企业是否存在资本错配及资本错配是否具有显著的行业特征？哪些因素导致企业资本发生错配？企业又该如何优化资本配置？带着这些疑惑本文进行了“企业资本错配及影响因素”的探索性研究。

二、文献综述

资本错配是一个各层面、多领域共同关注的研究话题。宏观层面的全要素生产率和发展经济学等领域的研究表明，各国资本错配程度的不同，是造成TFP差异的重要原因。张军（2002）对我国经济增长率在20世纪90年代中后期持续下降的原因进行解释，指出这一现象可以归因于资本收益的持续恶化，意味着缺乏有效率的投资体制和金融体系是我国经济持续增长的严重掣肘。李治国、唐国兴（2003）通过计算发现，我国1978－1994年间名义K/Y持续下降，而1994－2000年间则稳中有升。他们认为资本产出比的下降体现了“增量改革推动的资本配置效率改善”，而后期该指标的上升则是由于经济增长越来越依赖资本深化，这在某种程度上是缺乏效率的表现，必须通过全方位结构调整加快转型。Dollar and Wei（2007）通过对120个城市12 400家中国企业的研究，发现中国在不同所有制企业、部门和地区之间存在系统性资本错配现象，错配主要由于不平均的资本边际报酬差异产生，若能减少所有引起资本错配的因素，那么在不增加额外投入的前提下，使中国的总产出增长5%。Hsieh & Klenow（2009）的研究发现，中国的资源错配程度比主要发达国家都要严重，且过去十年改善不大，仅行业间资源错配就造成了近19%的国内生产总值（GDP）损失，大约是发达国家平均水平的2倍；对制造业而言，如果资源错配能够减轻到美国的水平，就可以获得25%－40%的产出增长。Kalemli－Ozcan和Sorensen（2012）利用世界银行的企业调查数据，考察了非洲10国的资本错配情况，并与其他5个国家作比较，作者参照Hsieh和Klenow（2009）的方法，用企业间资本边际产出（MPK）的差异来衡量资本错配的严重程度，结果发现，非洲10国以及印度的MPK差异，明显大于德国、爱尔兰、韩国和西班牙等发达国家，表明资本错配程度更严重。

微观层面的资本错配研究可以分为金融错配和非效率投资两个方面。在金融错配研究方面，鲁晓

东（2008）发现：金融错配在我国的金融体系中是显著存在的，国有企业和民营企业与效率不对称的融资能力是现阶段金融错配的集中体现。Banerjee and Moll（2009）通过建立信贷约束条件下的资本积累模型解释了为何资源错配会持续存在，并回答了在何种情况下这种错配会消失。罗德明、李晔和史晋川（2012）以及谢菲（2012）的研究表明，长期以来，生产效率低下的国有企业吸收了银行的大量贷款，对经济增长贡献突出的生产效率较高的非国有企业却面临着明显的融资困境。周煜皓、张盛勇（2014）通过选取2009－2013年我国沪深两市A股上市公司为样本，检验了金融错配的存在性以及金融错配对资产专用性与资本结构关系的影响。研究结论表明：金融错配对上市公司资产专用性与资本结构的关系的影响呈现所有制上的差异性。在非效率投资研究方面，周伟贤（2010）发现：我国上市公司普遍存在非效率投资现象，而且投资不足比投资过度更为严重。张功富、宋献中（2009）提出了一个简洁、有效的非效率投资度量模型，进而研究发现，我国39.26%的公司实际投资平均水平超出其最优投资的100.66%，表现为投资过度，60.74%的公司实际投资平均水平仅达到其最优投资的46.31%，表现为投资不足。窦欢、张会丽、陆正飞（2014）考察了我国企业集团内部资本市场的资金配置效率。研究结论表明：隶属于企业集团的上市公司过度投资程度比独立的上市公司更加严重，当上市公司可能面临融资约束时该结论依然成立，并给出了自由现金流过度投资的解释。另外，企业集团内部大股东监督能力的增强能够有效抑制下属上市公司的过度投资行为。张功富（2007）、俞红海等（2011）、刘银国等（2015）的研究均支持了Jensen（1986）的自由现金流量假说。姜付秀等（2009）、李焰等（2011）的研究表明，管理层的背景特征（年龄、学历、教育背景、性别、工作经历和任职时间等）影响企业的投资行为，且这种影响具有产权性质上的差异性。自2010年以来国内学者开始研究EVA考核的经济后果，张先治、李琦（2012）及刘凤委（2013）、池国华（2013）的研究均肯定了EVA评价的治理效应：EVA评价能够抑制央企过度投资行为。

资本配置和运用是每一个企业财务活动的核心内容，每一个企业的资本配置结构及其资本效率都是企业财务管理的结果，因此，财务管理理所应当在发现资本错配、消除资本错配中发挥基础的、核心的作用。然而，遗憾的是，在众多领域的资本错配的研究中却鲜见企业财务管理视角关于资本错配的研究，这不仅是企业财务管理研究的一大缺憾，更让消除上述领域研究发现的资本错配失去了有力的基础支持。

三、资本错配的判定标准

（一）资本

不同于会计学、政治经济学对资本的界定，本文所定义的资本是指投资者投入的资本，包括所有者权益资本和债权人权益资本，但基于交易关系而非投资关系存在的债权人权益不包括在内，如企业赊购的存货虽构成企业的资产但并不属于投资者投入的资本，这正是资本与资产的差异所在。

从数量关系上看，资本＝所有者权益资本＋债权人权益资本＝所有者权益＋（短期借款＋长期借款＋应付债券＋应付利息＋应付股利）＝资产－营业活动产生的非金融性负债，其中营业活动产生的非金融性负债包括应付账款、应付票据、预收账款、应交税费、应付职工薪酬、其他应付款、预计负债、长期应付款、递延所得税负债等企业因营业活动所需与其利益相关者‘交易’所形成的结算性负债，即除短期借款、长期借款、应付债券、应付利息、应付股利外的其他负债。

（二）资本运用效率的衡量—资本回报率

在包括经营活动和投资活动在内的广义营业活动范围内探讨企业资本的配置问题，首先要对两类活动的资本运用效率进行研究。为此本文构建了口径一致、相互可比的营业活动资本回报率、经营活动资本回报率、投资活动资本回报率指标。具体指标公式如下：

营业活动资本回报率＝营业活动息税前利润/营业活动占用的资本＝（投资活动息税前利润＋经营活动息税前利润）/（所有者权益＋长期借款＋短期借款＋应付债券＋应付股利＋应付利息）

投资活动资本回报率＝投资活动息税前利润/投资活动占用的资本＝[投资收益/（1－25%）＋公允价值变动收益]/（货币资金＋交易性金融资产＋可供出售金融资产＋持有至到期投资＋长期股权投资）

经营活动资本回报率 = 经营活动息税前利润/经营活动占用的资本 = (利润总额 + 财务费用 - 投资收益 - 公允价值变动收益)/[(所有者权益 + 长期借款 + 短期借款 + 应付债券 + 应付股利 + 应付利息) - (货币资金 + 交易性金融资产 + 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资)]

营业活动资本回报率 = 投资活动资本回报率 * 投资活动资本占用比重 + 经营活动资本回报率 * 经营活动资本占用比重。其中投资活动资本占用比重 = 投资活动占用的资本/营业活动占用的资本 * 100%,经营活动资本占用比重 = 经营活动占用的资本/营业活动占用的资本 * 100%。

(三) 资本错配及其判定标准

资本错配,是指企业资本没有按照效率原则在企业营业活动内部(经营活动与投资活动之间)进行配置。若投资活动资本回报率高于经营活动资本回报率,则企业资本应更多地投向投资活动,反之亦然。所以在资本回报率指标体系下,可通过对比投资活动资本回报率、经营活动资本回报率及投资活动资本占用比重、经营活动资本占用比重之间的大小关系来判定企业资本是否存在错配。

为此,设定判定系数 R = (经营活动资本回报率 - 投资活动资本回报率)/(经营活动资本占用比重 - 投资活动资本占用比重),R < 0 表示该企业资本发生错配。需要说明的是,R 值的取值范围为($-\infty$, -ABS(经营活动资本回报率 - 投资活动资本回报率)] ∪ [ABS(经营活动资本回报率 - 投资活动资本回报率), $+\infty$),且 R 值越接近于 ABS(经营活动资本回报率 - 投资活动资本回报率),表示该企业资本正确配置程度越高,R 值越接近于 - ABS (经营活动资本回报率 - 投资活动资本回报率),表示该企业资本错配程度越严重。因为 R 值的范围取决于经营活动资本回报率和投资活动资本回报率的差值,所以 R 值不能用于不同企业间资本错配程度的比较。

四、我国上市公司资本错配现状

本文选用沪、深两市 A 股上市公司 2014 年数据为研究样本,同时剔除金融类、ST 类公司,筛选后的研究样本总量为 2 525 家。本部分数据全部来源于 CSMAR 数据库,数据处理过程主要运用 EXCEL 软件。指标选取上述资本回报率体系,其中,取自资产负债表的数取平均数。

(一) 我国上市公司资本错配的存在性检验

目前上市公司在我国还是一种稀缺资源,它的优越性突出地表现为强大的筹资功能,那么这些筹来的资本利用效果如何?有限的资本是否得到了有效配置和利用?表 2 - 9 对我国上市公司资本配置情况进行了描述性统计。

表 2 - 9　　全样本资本回报率指标体系描述统计

	极小值	极大值	均值	中位数	标准差
营业活动资本占用	- 1 513 460 115.38	1.74353E + 12	8 073 124 033.97	2 098 120 725.74	44 923 831 559.40
投资活动资本占用	415 455.73	1.84933E + 11	2 193 344 430.61	571 781 935.99	8 562 026 176.96
经营活动资本占用	- 1459 9961 779.59	1.5586E + 12	5 879 779 603.36	142 0475 264.15	38 799 679 979.18
营业活动息税前利润	- 997 0642 000.00	1.85744E + 11	774 284 886.14	158 426 989.58	4 833 514 339.38
投资活动息税前利润	- 1 866 729 689.45	37130619237.09	131 982 284.77	5 729 875.04	949 175 242.25
经营活动息税前利润	- 10 971 192 000.00	1.69348E + 11	642 302 601.37	133 082 968.80	4 348 072 628.31
营业活动资本回报率	- 671.86%	146.69%	8.64%	7.97%	19.54%
投资活动资本回报率	- 124.73%	1 840.08%	6.82%	0.96%	46.71%
经营活动资本回报率	- 4 734.43%	1 314.50%	8.38%	9.17%	119.74%
投资活动资本占比	- 22.36%	1 688.97%	33.91%	27.13%	44.91%
经营活动资本占比	- 1 588.97%	122.36%	66.09%	72.87%	44.91%

由表 2 - 9,从资本回报率指标来看,全样本营业活动资本回报率均值为 8.64%,其中,投资活动资本回报率均值为 6.82%,经营活动资本回报率均值为 8.38%,经营活动资本回报率均值略高于投资活动资本回报率均值;从资本占用比重指标来看,投资活动资本占用比重的均值为 33.91%,经营活

动资本占用比重的均值为66.09%。投资活动资本回报率均值与经营活动资本回报率均值虽相差不大，但投资活动资本占用却仅为经营活动资本占用的1/2。从总体来看，判定系数R=4.85%>0，这说明，我国上市公司虽然不存在资本错配情况，但与最优配置状态却存在较大程度的偏离。进一步，本文从企业层面对我国上市公司资本错配情况进行了总体统计，如表2-10所示。

表2-10　　中国上市公司资本错配情况总体统计

是否错配?	资本配置情况细分	样本量	样本比例	
正确配置（R>0）	经营活动资本回报率高，经营活动资本占用比重高	1 591	63.01%	67.64%
	经营活动资本回报率低，经营活动资本占用比重低	117	4.63%	
资本错配（R<0）	经营活动资本回报率低，经营活动资本占用比重高	515	20.40%	32.36%
	经营活动资本回报率高，经营活动资本占用比重低	302	11.96%	

由表2-10，全样本中有632家企业的投资活动资本回报率高于经营活动资本回报率，占比25.03%，更值得一提的是，279家企业的经营活动息税前利润小于0，其中212家企业的投资活动息税前利润大于0，占比75.99%。这进一步说明了投资活动同样是企业运用资本实现资本增值的重要方式，是企业的主要活动，而不再是传统观念中经营活动和投资活动的主从关系；全样本中有515家企业投资活动资本回报率高于经营活动资本回报率关系，而投资活动资本占用比重却小于经营活动资本占用比重；302家企业经营活动资本回报率高于投资活动资本回报率，而经营活动资本占用比重低于投资活动资本占用比重。合计817家企业发生资本错配，占全样本比重的32.36%，即近1/3的上市公司存在资本错配现象。

（二）我国上市公司资本错配的行业特征

按照中国证监会2012年公布的《上市公司行业分类指引》，进一步，本文从企业层面对我国上市公司资本错配情况进行了分行业统计，如表2-11所示。

由表2-11，企业资本错配情况行业各异。除样本量较少的住宿和餐饮业、卫生和社会工作、教育业的资本错配比例过高或过低外，其他行业的资本错配比例在（20%，50%］区间内，（20%，30%］区间的有电力燃力热气及水生产的供应业、建筑业、交通运输仓储和邮政业、科学研究和技术服务业、水利环境和公共设施管理业，（30%，40%］区间的有采矿业、批发和零售业、文化体育和娱乐业、制造业、综合业、租赁和商务服务业，（40%，50%］区间的有房地产业、农林牧渔业、信息传输软件和信息技术服务业。

表2-11　　中国上市公司资本错配情况分行业统计

行业分类	样本量	样本比例	错配量	错配比例
采矿业	73	2.89%	22	30.14%
电力、燃力、热气及水生产和供应业	87	3.45%	21	24.14%
房地产业	128	5.07%	55	42.97%
建筑业	69	2.73%	16	23.19%
交通运输、仓储和邮政业	80	3.17%	22	27.50%
教育业	1	0.04%	1	100.00%
科学研究和技术服务业	18	0.71%	5	27.78%
农林牧渔业	40	1.58%	20	50.00%
批发和零售业	147	5.82%	57	38.78%
水利、环境和公共设施管理业	29	1.15%	6	20.69%
文化、体育和娱乐业	35	1.39%	14	40.00%
信息传输、软件和信息技术服务业	139	5.50%	65	46.76%

续表

行业分类	样本量	样本比例	错配量	错配比例
制造业	1 617	64.04%	490	30.30%
住宿和餐饮业	10	0.40%	6	60.00%
综合	24	0.95%	8	33.33%
租赁和商务服务业	23	0.91%	9	39.13%
卫生和社会工作	5	0.20%	0	0.00%
合计	2 525	1	817	32.36%

五、结论与展望

（一）研究结论

本文对企业资本在营业活动内部投资活动与经营活动之间的配置问题进行研究。资本错配是指企业资本没有按照效率原则配置于投资活动和经营活动。为此，构建投资活动资本回报率、经营活动资本回报率指标分别反映企业投资活动与经营活动的资本运用效率，明确资本错配的量化标准：R =（经营活动资本回报率 - 投资活动资本回报率）/（经营活动资本占用比重 - 经营活动资本占用比重）<0。进一步，大样本检验我国上市公司的资本错配现象及行业特征。研究表明：我国近 1/3 的上市公司存在资本错配现象；资本错配情况行业各异，房地产业、农林牧渔业、信息传输软件和信息技术服务业资本错配比例较高。

（二）研究展望

1. 增量资本错配研究

本文仅限于对存量资本错配的研究，存量资本错配是以前年度累积的结果，是一种状态。研究增量资本的错配，即企业的增量资本是否更多地投向能带来更高边际资本回报率的一类活动，增量资本错配的判定标准可参考存量资本错配的判定标准，R =（边际经营活动资本回报率 - 边际投资活动资本回报率）/（经营活动增量资本占用比重 - 投资活动增量资本占用比重）<0。增量资本错配研究与存量资本错配研究相结合将更容易发现企业投资决策存在的问题，对优化资本投向、提高资本配置效率具有更强的指导意义。

2. 资本错配影响因素研究

资本回报率指标体系下我国上市公司资本错配现状，引发我们对资本错配影响因素的深入思考。现阶段，企业资本效率分析体系以“资产报酬率”指标为引导，总资产报酬率 = 息税前利润/平均资产总额 ×100%，若该指标大于资本成本，则表明企业可以充分利用财务杠杆进行负债经营，获取尽可能多的收益。实际上，资本成本是企业对投资者的股息、红利及利息支付，资本回报率是企业运营投资者资本的成果，两者的对比才更具有可比性，若资本回报率大于资本成本，企业才能为投资者创造价值。上述不加以区分地将资本和资产概念混用会导致资本效率评价的差异，进而导致企业资本发生错配。为此，可深入研究资本效率评价体系差异因素对资本错配的影响程度，及重构资本效率评价体系的必要性和紧迫性。另外，董事会结构、股权集中度、管理层激励、管理层风险偏好等因素均会影响企业的投资决策，进而影响企业资本的配置效率。

3. 微观层面资本配置效率研究

微观层面资本配置效率包括企业内部的配置效率和企业间的配置效率两个细层次，研究金融错配下产权性质对企业资本错配的影响或综合研究产权性质对微观层面资本配置效率的影响具有较强的理论意义和实践价值；研究宏观环境与资本配置行为的互动影响。宏观环境调整的是微观企业，宏观环境（经济周期、货币政策、信贷政策、汇率政策等）作为微观企业投资决策的先行指标，通过影响经济前景预期、融资环境、融资方式（主要是内部留存、债券融资、股权融资）与资本成本等最终影响微观企业的投资决策，进而影响资本配置效率。宏观环境与微观企业行为的研究对宏观政策制定具有指导意义。

主要参考文献

1. Brandt, L., Biesebroeck, J., Zhang, Yifan, 2009, "Creative Accounting or Creative Destruction Firm - level Productivity Growth in Chinese Manufacturing", NBER Working Paper, No. 15152.

2. Do11ar, D., Wei, S, 2007, "Das (Wasted) Capital: Firm Ownership and Investment Efficiency in China", NBER Working Paper, No. 13103.

3. Grömping U, 2007, "Estimators of Relative Importance in Linear Regression Based on Variance Decomposition", The American Statistician, Vol61 (2), pp. 139 - 147.

4. Hsieh. C., Klenow. P, 2009, "Misallocation and Manufacturing TFP in China and India", Quaterly Journal of Economics, Vol 4, pp. 1403 - 1448.

5. Kalemli - Ozcan, S., Sorensen, B. E. Misallocation, 2012, "Property Rights, and Access to Finance: Evidence from Within and Access Africa", NBER WorkingPaper, No. 18030.

6. Morck R, Shleifer A, Vishny R W, 1989, "The Conflict between Managers and Shareholders", Nber Reporter.

7. 池国华、王志、杨金："EVA 考核提升了企业价值吗？—来自中国国有上市公司的经验证据"，《会计研究》，2013 年第 11 期。

8. 陈运森、谢德仁："网络位置、独立董事治理与投资效率"，《管理世界》，2011 年第 7 期。

9. 窦欢、张会丽、陆正飞："企业集团、大股东监督与过度投资"，《管理世界》，2014 年第 7 期。

10. 姜付秀、伊志宏、苏飞、黄磊："管理者背景特征与企业过度投资行为"，《管理世界》，2009 年第 1 期。

11. 李伟：《企业家风险偏好对企业投资决策行为的影响研究》（博士学位论文），首都经济贸易大学，2013 年。

12. 李焰、秦义虎、张肖飞："企业产权、管理者背景特征与投资效率"，《管理世界》，2011 年第 1 期。

13. 李治国、唐国兴："资本形成路径与资本存量调整模型"，《经济研究》，2003 年第 2 期。

14. 刘凤委、李琦："市场竞争、EVA 评价与企业过度投资"，《会计研究》，2013 年第 2 期。

15. 刘赣州："中国资本配置优化研究"，吉林大学博士学位论文，2004 年。

16. 刘银国、焦健、张琛："股利政策、自由现金流与过度投资—基于公司治理机制的考察"，《南开管理评论》，2015 年第 4 期。

17. 鲁晓东："金融资源错配阻碍了中国的经济增长吗"，《金融研究》，2008 年第 4 期。

18. 罗德明、李晔、史晋川："要素市场扭曲、资源错置与生产率"，《经济研究》，2012 年第 3 期。

19. 汤颖梅、王怀明、白云峰："CEO 特征、风险偏好与企业研发支出—以技术密集型产业为例"，《中国科技论坛》，2011 年第 10 期。

20. 王竹泉："资本效率分析体系的理论重构"，《2015 营运资金管理高峰论坛论文集》，2015 年。

21. 王竹泉、孙莹："营运资金概念重构与分类研究——由 IASB/FASB 联合概念框架引发的思考"，《中国会计学会 2010 年学术年会营运资金管理论坛论文集》，2010 年。

22. 俞红海、徐龙炳、陈百助："终极控股股东控制权与自由现金流过度投资"，《经济研究》，2010 年第 8 期。

23. 张功富："企业的自由现金流量全部用于过度投资了吗？—来自中国上市公司的经验证据"，《经济与管理研究》，2007 年第 6 期。

24. 张功富、宋献中："我国上市公司投资：过度还是不足？—基于沪深工业类上市公司非效率投资的实证度量"，《会计研究》，2009 年第 5 期。

25. 张军："资本形成、工业化与中国的经济增长中国的转轨特征"，《经济研究》，2002 年第 6 期。

26. 张先治、李琦："基于 EVA 的业绩评价对央企过度投资行为影响的实证分析"，《当代财经》，2012 年第 5 期。

27. 郑春艳："管理者风险偏好对上市公司盈余管理的影响研究"，大连理工大学博士学位论文，2011 年。

28. 周伟贤："投资过度还是投资不足—基于 A 股上市公司的经验证据"，《中国工业经济》，2010 年第 9 期。

29. 周煜皓、张盛勇："金融错配、资产专用性与资本结构"，《会计研究》，2014 年第 8 期。

专家视点之五：

供应链关系、产权性质与营运资金融资结构动态调整
——基于不同行业景气度的分析

孙兰兰　王竹泉

（中国海洋大学 管理学院，中国企业营运资金管理研究中心）

【摘要】以 2004 ~ 2014 年 A 股制造业上市公司为研究样本，首次从动态调整视角对不同行业景气度下供应链关系、产权性质与营运资金融资结构动态调整的关系进行了分析。研究发现：企业营运资金融资结构决策是对风险和成本进行权衡的动态决策过程；营运资金融资结构的调整速度受供应链关系和产权性质的影响，供应链集中度较高的企业和国有企业的调整速度通常更快。进一步研究发现，上述影响受到行业景气度的制约，当所处行业不景气时，企业会加快营运资金融资结构的调整速度。

【关键词】营运资金融资结构；动态调整；供应链关系；产权性质；行业景气度

一、引言

当前，我国经济发展步入新常态，企业发展面临新的机遇，但经营环境的不确定性和风险程度也在不断提高。尤其对钢铁、煤炭、造船等产能过剩行业来说，供应链账款拖欠问题更为严重、企业间债务违约存在蔓延风险，近年来春和、东北特钢、天威等企业的债务违约风波就是其中的典型案例。中国企业营运资金管理研究中心调查显示，2014 年中国上市公司存货、应收和应付款项整体规模增幅均超过 5%，从结构上来看，短期金融性负债占比高达 69.53%，短期资金风险已成为企业亟需解决的重要问题（孙莹等，2015）。企业营运资金融资政策不仅涉及到短期资金融通规模，而且直接决定了短期资金的结构配置，不同来源和期限的营运资金融资选择会对企业短期财务风险产生不同的影响。此外，在"互联网 +"时代倡导的平台利益共同体合作模式下，供应链企业间利益共享、风险共担的互动关系更为紧密，营运资金融资结构的合理调整对为维持供应链稳定和控制系统风险也会产生积极意义。

在营运资金概念界定上，国内外学者大多将其理解为资金需求净额（流动资产与流动负债之差），并在此基础上，将营运资金融资结构界定为企业总体上如何为短期资产提供资金支持（刘怀义，2010；Etiennot 等，2012）。王竹泉等（2011）进一步指出，上述营运资金概念并未体现业务、财务一体化的时代特征。事实上，企业的营业部门不再仅仅是资金需求方，而是可以通过加强与供应链上下游企业、员工等利益相关者的合作，为自身业务活动融通资金，甚至作为融资平台为企业长期资产投资需求提供支持。因此，业务活动真正需要财务部门筹集的短期资金数额应该是流动资产减去经营性流动负债之后的净额。在营运资金实证研究方面，国内外学者大多基于现金周转期，研究营运资金周转绩效的影响因素以及营运资金周转绩效与公司业绩的关系（Baños 等，2010；Ding 等，2013；鞠晓生等，2013；de Almeida 等，2014）。也有部分学者进一步对营运资金投资规模的调整进行了分析（Baños 等，2013；吴娜，2013）。相比于投资视角的营运资金规模和绩效研究，学者们对营运资金融资结构的研究仍然较少，而且主要是从静态视角考察相关融资策略的影响因素和经济后果，并没有进一步探讨营运

资金融资结构的动态调整问题（Etiennot 等，2012；王贞洁和王竹泉，2013）。

鉴于此，本文秉承王竹泉等（2011）提出经营性资金净需求的概念内涵，以长期资本、短期金融性负债与经营性资金净需求的配比关系定义营运资金融资结构，其中长期资本主要包括长期负债和股权等，短期金融性负债则涉及短期借款、应付利息、应付股利等。在此基础上，以 2004～2014 年 A 股制造业上市公司为样本，基于局部调整模型，对营运资金融资结构的动态调整进行了研究；并进一步分析了不同行业景气度下，供应链关系和产权性质对营运资金融资结构调整速度的影响。本文可能的创新和研究贡献在于：第一，基于局部调整模型，对我国制造业上市公司的营运资金融资结构动态调整进行了分析；第二，在混合所有制改革的大背景下，结合行业景气度，从供应链关系和产权性质角度探讨营运资金融资结构调整速度的变化，不仅为“互联网＋”时代基于供应链平台关系的资金风险控制提供了经验证据，而且对国有企业的资金风险调控作用进行了补充。

二、文献回顾与研究假设

（一）营运资金融资结构动态调整机理

在王竹泉等（2011）提出的经营性资金净需求概念下，本文将营运资金融资结构定义为长期资本、短期金融性负债与经营性资金净需求的配置关系，即企业对经营性资金净需求的资金融通中长期资本和短期金融性负债各占多大比例。两种资金融通来源对应着不同的成本和风险，在资本市场不完美的现实条件下，不同的营运资金融资结构选择对企业价值会产生不同的影响。从显性成本来看，短期负债可以更好地减轻资产替代行为、投资不足和非效率投资问题，降低信息不对称水平和代理成本；相比之下，长期资本的信息不对称水平和代理成本较高，因而其交易成本往往高于短期金融性负债（Barnea 等，1980；袁卫秋，2004）。此外，短期负债还可以通过影响投资，进而提高公司治理效率和公司业绩（张慧和张茂德，2003）。但是，由于稳定性和可持续性较低，短期金融性负债在降低融资成本和提高治理效率的同时，也伴随着更高的破产风险。尤其是在金融危机等外部不利条件冲击下，实体经济发展不确定性加大，风险控制往往超过成本约束成为企业营运资金融资结构抉择的主导因素（王贞洁和王竹泉，2013）。综上所述，营运资金融资结构的本质是对不同来源和期限的营运资金融通方式（长期资本与短期金融性负债）的风险和成本进行权衡，寻求企业价值最大化的一个动态决策过程。基于上述分析，本文提出如下假设：

H1：企业会对营运资金融资结构进行动态调整。

（二）供应链关系、产权性质与营运资金融资结构动态调整

已有研究表明，供应商、客户关系是企业利益相关者管理的重要内容，直接影响到企业的融资选择、风险管理和经营业绩（李任斯和刘红霞，2016；Barrot，2016）。尤其是在“互联网＋”时代倡导的网络平台交易模式下，企业与供应商、客户等重要利益相关者之间交易往来更加密切，利益共享、风险共担的平台合作模式日益普及（鲍群和赵秀云，2016）。特别是对于供应商和客户集中度均较高的企业而言，由于供应链关系相对集中，营运资金管理效果与上、下游交易伙伴的利益关系更为密切。一方面，供应链企业间关系越集中，经营活动中商业信用的使用也更频繁，由此形成的紧密融资关系加强了彼此间的财务风险传导性，下游应收账款拖欠将直接影响到上游企业资金风险。另一方面，企业与供应商和客户的交易越集中，供应链经营风险传导效应越严重，一旦大客户因为经营性资金净需求得不到满足而导致经营难以为继，就会给供应商企业的产品销售带来重创（Hertzel 等，2008）。因此，对于供应链关系集中度高的企业而言，应更注重供应链资金风险传导问题，加快对营运资金融资结构的优化调整，以维持自身资金链稳定和供应链企业协同发展。

此外，有学者指出，企业营运资金政策的动态调整不仅取决于其与最优值的偏离程度，而且受到调整成本的影响，调整成本越低，企业越容易向最优值靠拢（连玉君等，2010；Baños 等，2013）。在我国特殊的制度条件下，国有企业与非国有企业在融资可获得性、风险应对等方面存在很大差异。在信贷配给理论下，我国银行对非国有企业往往存在“信贷歧视”，导致非国有企业外部融资渠道受阻，可获得的银行借款等正式渠道融资规模较小且融资成本较高，面临的融资约束程度显著高于国有企业

（邓可斌和曾海舰，2014）。尤其是在经济下行期，银行等金融机构对非国有企业的前景预期更为悲观，信贷配给问题更为严重，非国有企业面临的融资约束程度更高。因此，从调整成本角度来看，国有企业外部融资可获得性比非国有企业更强，融资成本更低，因而更容易对营运资金融资结构进行调整。基于上述分析，本文提出如下假设：

H2a：供应链关系集中度越高，企业营运资金融资结构调整速度越快。

H2b：相比民营企业，国有企业营运资金融资结构调整速度更快。

（三）不同行业景气度下的供应链关系、产权性质与营运资金融资结构动态调整

企业营运资金管理与外部经营条件密切相关。当企业所处行业的景气度较高时，投资者对其发展前景普遍看好，外部融资渠道通畅，此时企业主要经营目标是是投资效率和公司业绩的提升，调整重点是长期资本决策，对营运资金管理等短期投、融资决策调整幅度相对较小（吴娜，2013）。[10] 而当企业所处行业面临产能过剩等问题，景气度较低时，投资者对其发展判断悲观，外部资本市场融资环境恶化，企业间风险传染效应加大，企业会加快调整融资决策以适应环境变化。而且相比长期资本调整，企业对营运资金等短期资本的控制力和操作性更强，且调整成本更低，因而企业往往会加快对营运资金融资决策的调整（连玉君等，2010）。

如前所述，“互联网 +”时代供应链企业间创新共赢、风险共担的合作更为频繁，对于供应链关系比较集中的企业而言，其营运资金融资结构的调整不仅涉及到自身的收益和风险，而且影响着供应链合作企业的经营状况和风险水平。从国有企业的功能责任和影响力角度来看，很多国有企业与其供应链上、下游企业和相邻产业有着广泛而密切的合作，而且承担着一定的产业调控和经济维稳责任，其经济和社会影响力往往高于非国有企业（陈小洪，2015）。一旦供应链关系集中的企业或处于产业核心地位的国有企业的经营性资金融通出现问题，其风险传染性更强、波及面更广，对产业发展的危害性也更大。而实体经济的风险传染效应在行业景气度低或者经济危机时期往往会被进一步放大（王贞洁和王竹泉，2013）。因此，供应链关系集中的企业和国有企业在行业不景气时应更加关注营运资金融资决策的调整。基于上述分析，本文提出如下假设：

H3a：供应链关系对营运资金融资结构调整速度的影响受行业景气度的制约，当所处行业不景气时，企业会加快营运资金融资结构的调整速度。

H3b：产权性质对营运资金融资结构调整速度的影响受行业景气度的制约，所处行业不景气的国有企业的调整速度通常更快。

三、研究设计

（一）样本选择与数据来源

本文以 2004 ~ 2014 年的 A 股制造业上市公司作为研究样本。在样本选择上，做了如下处理：（1）剔除 ST、PT 公司；（2）剔除部分财务数据存在缺漏值的公司；（3）剔除供应商、客户关系未披露的公司；（4）为了降低异常值对研究结论的影响，本文对所有连续变量进行上下 1% 的 Winsorize 缩尾处理。本文所使用的上市公司财务数据来源于 CSMAR 数据库；产权性质数据取自 CCER 数据库；行业景气度指标取自国务院发展研究中心（DRC）行业景气监测平台；供应商、客户关系指标从各上市公司年报中逐份手工搜集，并进行了复核。

（二）变量定义

1. 营运资金融资结构（LCR）：借鉴王竹泉等（2011）、王贞洁和王竹泉（2013）的做法，本文将该指标定义为营运资金与经营性资金净需求的比值。其中，“营运资金 = 流动资产 - 流动负债 =（长期负债 + 所有者权益）- 非流动资产”，反映了长期资本投放到流动资产的部分；“经营性资金净需求 = 流动资产 - 经营性流动负债”，表示业务部门在经营活动自发融资之后，需要财务部门提供的融资支持。LCR 指标值越大，表明经营性资金净需求由长期资本进行融通的比例越大，营运资金融资结构越稳健。

2. 供应链关系（SCR）：借鉴鲍群和赵秀云（2016）的做法，本文引入企业与其前五大供应商、

前五大客户的交易占比对供应链关系进行衡量。具体而言，将企业前五大供应商采购占比和前五大客户销售占比分别与企业所属行业均值进行比较，当两者均大于行业均值时，定义为企业的供应链关系集中度高；反之，供应链关系集中度低。

3. 产权性质（State）：当企业实际控制人性质为国有时，定义为国有企业；反之，定义为非国有企业。

4. 行业景气度（Ind_ climate）：借鉴韩国高和胡文明（2016）的做法，首先计算 DRC 分行业景气度指数的季度平均值，然后取自然对数。当行业景气度大于各行业均值时，定义为行业景气度高；反之，定义为行业景气度低。

5. 其他变量：借鉴王贞洁和王竹泉（2013）的做法，本文在模型中加入了如下变量：商业信用净占用（NTC）、存货水平（Inventory）、企业成长性（Growth）、规模（Size）、成立年限（Age）、盈利能力（ROA）。此外，由于企业融资决策受到公司治理因素的影响（立杰等，2010），本文还进一步加入了：第一大股东持股比例（Top1）之比衡量、CFO 影响力（CFO_ dual）、女性高管人数（Women）。具体变量定义见表 2－12。

表 2－12　　变量定义

变量名称	符号	变量定义
最优营运资金融资结构	*LCR* *	采用固定效应模型估计得到
营运资金融资结构	*LCR*	（流动资产－流动负债）/（流动资产－经营性流动负债）＝［（长期负债＋所有者权益）－非流动资产］/［流动资产－（应付账款＋应付票据＋预收账款＋应付职工薪酬＋应交税费＋其他应付款＋其他流动负债）］
供应链关系	*SCR*	虚拟变量，当企业的客户集中度和供应商集中度均大于企业所属行业均值时，定义为企业的供应链关系集中度高，取值为 1；其他情况代表企业的供应链关系集中度低，取值为 0。 （其中，客户集中度＝前五大客户销售占比；供应商集中度＝前五大供应商采购占比）
产权性质	*State*	虚拟变量，当企业实际控制人性质为国有时，定义为国有企业，取值为 1；反之，定义为非国有企业，取值为 0。
行业景气度	*Ind_ climate*	虚拟变量，当 DRC 分行业景气度指数季度平均值的自然对数大于各行业均值时，定义为行业景气度高，取值为 1；反之，定义为行业景气度低，取值为 0。
商业信用净占用	*NTC*	（应付账款＋应付票据＋预收账款－应收账款－应收票据－预付账款）/期末总资产
存货	*Inventory*	存货净额/期末总资产
企业成长性	*Growth*	（本年销售收入－上年销售收入）/上年销售收入
企业规模	*Size*	期末总资产的自然对数
成立年限	*Age*	（1＋成立年限）的自然对数
盈利能力	*ROA*	净利润/期末总资产
第一大股东持股比例	*Top*1	第一大股东持股数/股本总数
CFO 影响力	*CFO_ dual*	虚拟变量，CFO 兼任董事定义为 CFO 影响力大，取值为 1；反之，取值为 0。
女性高管人数	*Women*	公司董事会、监事会和高层管理者中的女性总数

（三）模型设定

基于以往学者对营运资金融资结构影响因素的研究（刘怀义，2010；Etiennot 等，2012；王贞洁和王竹泉，2013），经过 Wald 和 Hausman 检验，本文了构建最优营运资金融资结构预测的固定效应模型。具体形式如下：

$$LCR_{it}^{*} = \alpha + \beta_1 NTC_{it} + \beta_2 Inventory_{it} + \beta_3 Growth_{it} + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Age_{it} + \beta_6 ROA_{it} + \beta_7 Top1_{it} + \beta_8 CFO_dual_{it} + \beta_9 Women_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

式（1）是固定效应模型，其中，α 是常数项，μ_i 反映不随时间变化的个体效应，ε_{it} 是随机误差项。

根据前述理论分析，当实际营运资金融资结构与最优值发生偏离时，企业往往会在综合成本、风险的基础上，根据最优值对营运资金融资结构进行动态调整。本文选用局部调整模型来反映这一动态调整过程，具体形式如下：

$$LCR_{it} - LCR_{i,t-1} = \lambda (LCR_{it}^{*} - LCR_{i,t-1}) \quad (2)$$

式（2）中，LCR_{it} 和 $LCR_{i,t-1}$ 分别表示企业在第 t 期和第 $t-1$ 期的实际营运资金融资结构，而 LCR_{it}^{*} 则表示企业第 t 期的最优营运资金融资结构；系数 λ 反映了企业对营运资金融资结构的调整速度（λ 介于 0 和 1 之间，越接近 1 表示调整速度越快）。进一步地，将式（2）中的 LCR_{it}^{*} 用式（1）线性拟合公式进行替换，并加入反映时间效应的年度虚拟变量 φ_t，整理后得到如下模型：

$$LCR_{it} = \rho + \gamma LCR_{i,t-1} + \delta_1 NTC_{it} + \delta_2 Inventory_{it} + \delta_3 Growth_{it} + \delta_4 Size_{it} + \delta_5 Age_{it} + \delta_6 ROA_{it} + \delta_7 Top1_{it} + \delta_8 CFO_dual_{it} + \delta_9 Women_{it} + \sigma_i + \varphi_t + \omega_{it} \quad (3)$$

其中，$\rho = \lambda\alpha$，$\gamma = 1 - \lambda$，$\delta_i = \lambda\beta_i$，$\sigma_i = \lambda\mu_i$，$\omega_{it} = \lambda\varepsilon_{it}$。

式（3）是双向固定效应模型，其中，σ_i 反映不随时间变化的个体效应，φ_t 为反映时间效应的年度哑变量，ω_{it} 是随机误差项；营运资金融资结构滞后一期的系数 γ 则是对企业营运资金融资结构调整速度的直接度量，由于 $\gamma = 1 - \lambda$，因此 γ 越小，表示调整速度越快。为了进一步检验供应商关系和产权性质对营运资金融资结构调整速度的影响，本文在式（3）的基础上，进一步加入营运资金融资结构滞后项与供应商关系和产权性质的交乘项，具体形式如下：

$$LCR_{it} = \rho + \gamma_1 LCR_{i,t-1} + \gamma_2 SCR \times LCR_{i,t-1} + \gamma_3 State \times LCR_{i,t-1} + \delta_1 NTC_{it} + \delta_2 Inventory_{it} + \delta_3 Growth_{it} + \delta_4 Size_{it} + \delta_5 Age_{it} + \delta_6 ROA_{it} + \delta_7 Top1_{it} + \delta_8 CFO_dual_{it} + \delta_9 Women_{it} + \delta_{10} SCR_{it} + \delta_{11} State_{it} + \sigma_i + \varphi_t + \omega_{it} \quad (4)$$

式（4）中，SCR 取值为 1 时，表示供应链关系集中度高，对应的营运资金融资结构调整速度为 $1 - (\gamma_1 + \gamma_2)$，根据假设 H2a，本文预期 γ_1 显著为正，γ_2 显著为负。State 取值为 1 时，表示企业性质为国有企业，对应的营运资金融资结构调整速度为 $1 - (\gamma_1 + \gamma_3)$，根据假设 H2b，本文预期 γ_1 显著为正，γ_3 显著为负。

四、实证结果与分析

（一）描述性统计

表 2-13 是对主要连续变量进行缩尾处理之后进行的描述性统计。其中，营运资金融资结构（LCR）的最小值为 -1.26，表明样本期间内我国部分制造业上市公司经营活动资金净需求为负，这意味着：这部分企业的经营活动不仅可以通过应付账款、预收账款等经营性融资途径为自身业务开展提供资金支持，而且还可以作为融资平台为长期投资需求提供融资支持。LCR 的最大值为 0.95，表明这部分企业更多地使用长期资本满足经营性资金需求，营运资金融资结构较为稳健。LCR 平均值为 0.33，而标准差达到 0.45，这表明我国制造业上市公司营运资金融资结构存在较大差异。商业信用净占用（NTC）的平均值和中位数均为负，表明我国大部分制造业上市公司占用供应商的商业信用规模小于向客户提供的商业信用规模，这也反映了部分制造业企业在供应链中的相对弱势地位。此外，从整体上来看，其他各主要连续变量的平均值和中位数相差不大，标准差也相对较小，表明经过缩尾处理之后的数据总体呈对称分布，且不存在极端值情况。

表 2-13　　描述性统计

变量	观测值	平均值	标准差	最小值	25 百分位数	中位数	75 百分位数	最大值
LCR	7 084	0.33	0.45	-1.26	0.1	0.4	0.67	0.95
NTC	7 084	-0.03	0.12	-0.31	-0.1	-0.03	0.04	0.32
Inventory	7 084	0.15	0.09	0.02	0.09	0.13	0.19	0.49
Size	7 084	21.68	1.09	19.76	20.89	21.52	22.26	25.1
Age	7 084	2.53	0.44	0.00	2.3	2.56	2.83	3.61
ROA	7 084	0.04	0.05	-0.12	0.02	0.04	0.07	0.2
Top1	7 084	0.36	0.14	0.09	0.24	0.35	0.46	0.74
Women	7 084	2.82	1.81	0	2	3	4	11
Growth	4 966	0.15	0.28	-0.38	-0.01	0.11	0.25	1.52

（二）营运资金融资结构动态调整检验

表 2-14 给出了式（1）最优营运资金融资结构预测模型和式（3）营运资金融资结构局部调整模型的回归结果。其中，第（1）列的被解释变量为最优营运资金融资结构（LCR*），解释变量为营运资金融资结构的主要影响因素。从回归结果来看：商业信用净占用（NTC）在 1% 的水平上显著为负，说明在对企业经营活动资金融通方面，商业信用净占用与长期资本存在显著的替代作用，也侧面论证了商业信用的融资效应。存货水平（Inventory）显著为正，说明存货积压越多、周转效率越低，企业越需要加强营运资金风险控制，因而采用较为稳健的营运资金融资结构。企业成长性（Growth）、规模（Size）和年限（Age）在一定程度上反映了企业的风险应对能力，三者均显著为负，说明成长性越差、规模越小、成立时间越短的企业风险应对能力往往较差，因而需要采取相对稳健的营运资金融资策略。企业盈利能力（ROA）在 1% 的水平上显著为正，表明盈利水平越高，企业越有能力增加融资成本较高的长期资本为经营性资金净需求提供支持。第一大股东持股比例（Top1）显著为负，表明股权越集中，企业越倾向于选择融资成本较低的短期金融性负债。CFO 兼任董事（CFO_ dual）在一定程度上反映了 CFO 对财务决策的影响力，其显著为正，表明 CFO 影响力越强的企业越倾向于选择稳健的营运资金融资结构。女性高管人数（Women）显著为正，表明女性高管往往对风险呈规避态度，对营运资金融资策略的选择相对稳健。

在第（1）列的基础上，第（2）列以第 t 期营运资金融资结构（LCR）为被解释变量，解释变量中加入滞后一期营运资金融资结构（LCR_{t-1}）进行双向固定效应回归。从回归结果来看，滞后一期的营运资金融资结构（LCR_{t-1}）在 1% 的水平上显著为正，表明企业会对营运资金融资结构进行动态调整，假设 H1 得到验证。但是，模型中加入了被解释变量的滞后一期，会导致内生性问题的存在。为了克服潜在的内生性，本文进一步采用系统 GMM 方法进行估计。从第（3）列呈现的回归结果来看，Hansen 检验的 P 值为 0.501，大于 10% 的临界值，表明不存在过度识别问题，模型设定合理。结果显示：营运资金融资结构的滞后一期（LCR_{t-1}）仍然在 1% 的水平上显著为正，假设 H1 得到进一步验证；而系数 0.522 则反映了样本期间内我国制造业上市公司营运资金融资结构平均调整速度为 0.478（=1-0.522）。

表 2-14　　营运资金融资结构动态调整

被解释变量：	双向固定效应	双向固定效应	系统 GMM 估计
	（1）LCR*	（2）LCR	（3）LCR
LCR_{t-1}		0.295***	0.522***
		（21.475）	（8.605）
NTC	-1.111***	-0.946***	-0.636***
	（-20.473）	（-18.344）	（-8.437）

续表

被解释变量：	双向固定效应	双向固定效应	系统 GMM 估计
	（1）LCR*	（2）LCR	（3）LCR
Inventory	0.403***	0.348***	0.284***
	(5.015)	(4.593)	(5.281)
Growth	-0.058***	-0.050***	-0.038**
	(-5.024)	(-4.685)	(-2.373)
Size	-0.022*	-0.0200	-0.049***
	(-1.698)	(-1.596)	(-6.354)
Age	-0.302***	-0.179***	-0.0230
	(-5.826)	(-3.662)	(-1.416)
ROA	1.178***	1.324***	1.350***
	(12.076)	(14.400)	(7.903)
*Top*1	-0.150*	-0.214***	-0.0420
	(-1.952)	(-2.952)	(-1.368)
CFO_ dual	0.021*	0.022**	0.014*
	(1.892)	(2.023)	(1.677)
Women	0.007*	0.006*	0.00200
	(1.907)	(1.869)	(0.857)
Constant	1.391***	1.000***	1.194***
	(4.443)	(3.392)	(5.592)
年度	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制
R^2	0.8540	0.8710	-
Hansen（p）	-	-	0.501
观测值	4 966	4 966	4 966

注：括号中为 t 值；*、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 显著性水平。

（三）不考虑行业景气度的营运资金融资结构动态调整分析

表 2-15 列示了对式（4）进行系统 GMM 估计的结果，反映了不考虑行业景气度时企业供应链关系和产权性质对营运资金融资结构动态调整的影响效应。第（1）列反映了供应链关系对营运资金融资结构调整速度的影响。其中，营运资金融资结构的滞后一期（LCR_{t-1}）在 1% 的水平上显著为正，而其与供应链关系的交乘项（$SCR * LCR_{t-1}$）显著为负，表明供应链关系集中度较高时（SCR 取值为 1），企业营运资金融资结构调整速度较快，假设 H2a 得到验证。此外，第（2）列和第（3）列给出了对供应链关系集中度不同的企业进行分组回归的对比结果。其中，高供应链集中度组的营运资金融资结构调整速度为 0.690（=1-0.310），而低供应链集中度组的营运资金融资结构调整速度仅为 0.464（=1-0.536），进一步论证了假设 H2a。第（4）反映了产权性质对营运资金融资结构动态调整速度的影响。从回归结果可以看出，营运资金融资结构滞后项（LCR_{t-1}）在 1% 的水平上显著为正，而其与产权性质的交乘项（$State * LCR_{t-1}$）显著为负，这表明产权性质为国有企业时（State 取值为 1），营运资金融资结构调整速度较快，假设 H2b 得到验证。进一步地，第（5）列和第（6）列给出了国有和非国有企业的分组回归结果。可以看到，国有企业的营运资金融资结构调整速度为 0.604（=1-0.396），而非国有企业的营运资金融资结构调整速度仅为 0.365（=1-0.635），同样论证了假设 H2b。

表 2－15　　供应链关系、产权性质与营运资金融资结构动态调整

被解释变量：LCR	(1) 全样本	(2) 供应链集中度高	(3) 供应链集中度低	(4) 全样本	(5) 国有企业	(6) 非国有企业
LCR t－1	0.504***	0.310***	0.536***	0.631***	0.396***	0.635***
	(8.873)	(5.179)	(7.762)	(13.562)	(5.014)	(13.075)
SCR * LCR t－1	－0.116**					
	(－2.061)					
SCR	0.071***					
	(3.089)					
State * LCRt－1				－0.215***		
				(－2.896)		
State				0.046**		
				(2.450)		
NTC	－0.672***	－0.751***	－0.638***	－0.628***	－0.909***	－0.466***
	(－9.466)	(－6.205)	(－7.742)	(－9.046)	(－6.986)	(－8.023)
Inventory	0.309***	0.104	0.360***	0.340***	0.570***	0.141***
	(5.510)	(0.880)	(6.164)	(5.239)	(4.912)	(2.586)
Growth	－0.042***	－0.064**	－0.039**	－0.040**	－0.006	－0.058***
	(－2.600)	(－2.355)	(－2.037)	(－2.485)	(－0.203)	(－3.098)
Size	－0.050***	－0.080***	－0.045***	－0.043***	－0.043***	－0.043***
	(－7.141)	(－5.715)	(－5.311)	(－6.961)	(－4.776)	(－5.926)
Age	－0.033**	－0.056**	－0.023	－0.009	－0.068*	0.002
	(－2.184)	(－2.044)	(－1.354)	(－0.731)	(－1.917)	(0.170)
ROA	1.348***	1.850***	1.432***	1.423***	1.520***	1.396***
	(8.241)	(4.515)	(7.356)	(8.495)	(4.721)	(7.498)
Top1	－0.043	－0.010	－0.052	－0.060**	－0.067	－0.062*
	(－1.329)	(－0.127)	(－1.587)	(－1.978)	(－1.141)	(－1.887)
CFO_ dual	0.014	0.004	0.015*	0.014*	0.042**	0.006
	(1.603)	(0.222)	(1.650)	(1.692)	(2.033)	(0.703)
Women	0.001	－0.005	0.002	0.001	0.000	0.001
	(0.411)	(－0.886)	(0.920)	(0.297)	(0.050)	(0.655)
Constant	1.262***	2.150***	1.075***	1.007***	1.193***	0.992***
	(6.668)	(6.268)	(4.704)	(6.158)	(4.697)	(5.235)
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Hansen（p）	0.321	0.668	0.379	0.372	0.477	0.053
观测值	4 966	955	4 011	4 966	1 727	3 239

注：括号中为 t 值；*、**、*** 分别表示 10%、5%、1% 显著性水平。

（四）考虑行业景气度的营运资金融资结构动态调整分析

表 2－16 列示了不同行业景气度下，企业供应链关系和产权性质对营运资金融资结构动态调整的影响效应。从第（1）列和第（5）列的分组回归结果可以看出，当行业景气度较高时，供应链集中度高的企业营运资金融资结构调整速度为 0.675（＝1－0.325）；而当行业景气度较低时，供应链集中度

高的企业的调整速度加快至0.744（=1-0.256）。从第（2）列和第（6）列的对比来看，对供应链集中度低的企业而言，当行业景气度较低时，企业营运资金融资结构调整速度由行业景气度较高时的0.306（=1-0.694）加快至0 544（=1-0.456），假设H3a得到验证。同样地，从第（3）列和第（7）列的对比来看，对于国有企业而言，当行业景气度较高时，其营运资金融资结构调整速度为0.630（=1-0.370），而当行业景气度较低时，调整速度加快至0.637（=1-0.363）。从第（4）列和第（8）列的对比结果来看，对于非国有企业而言，行业景气度较低时，营运资金融资结构调整速度为0.426（=1-0.574），快于行业景气度较高时的调整速度0.311（=1-0.689）。假设H3b得到验证。

表2-16　　不同行业景气度下的营运资金融资结构动态调整

被解释变量：LCR	行业景气度高				行业景气度低			
	（1）供应链集中度高	（2）供应链集中度低	（3）国有企业	（4）非国有企业	（5）供应链集中度高	（6）供应链集中度低	（7）国有企业	（8）非国有企业
LCRt-1	0.325***	0.694***	0.370***	0.689***	0.256**	0.456***	0.363***	0.574***
	(6.766)	(12.830)	(4.786)	(11.324)	(2.352)	(5.138)	(2.797)	(8.675)
NTC	-0.558***	-0.392***	-0.779***	-0.324***	-0.984***	-0.812***	-1.054***	-0.589***
	(-4.556)	(-6.488)	(-7.162)	(-5.772)	(-5.110)	(-7.226)	(-5.109)	(-6.797)
Inventory	0.088	0.240***	0.397***	0.149**	0.199	0.455***	0.734***	0.153**
	(0.515)	(4.572)	(3.382)	(2.441)	(1.239)	(5.493)	(4.108)	(2.026)
Growth	-0.106***	-0.039	-0.031	-0.061***	-0.016	-0.030	0.009	-0.052*
	(-3.687)	(-1.586)	(-0.746)	(-3.126)	(-0.453)	(-1.146)	(0.272)	(-1.882)
Size	-0.084***	-0.020***	-0.029***	-0.033***	-0.087***	-0.059***	-0.056***	-0.052***
	(-5.038)	(-2.709)	(-2.827)	(-3.731)	(-4.230)	(-5.221)	(-4.476)	(-5.244)
Age	-0.037	0.004	-0.070*	0.010	-0.091**	-0.040*	-0.075	-0.010
	(-1.158)	(0.264)	(-1.715)	(0.757)	(-2.269)	(-1.685)	(-1.626)	(-0.587)
ROA	1.953***	1.657***	1.588***	1.647***	1.568***	1.098***	1.705***	1.192***
	(3.813)	(6.627)	(2.932)	(7.287)	(2.825)	(3.397)	(4.215)	(3.362)
Top1	-0.125	-0.075**	-0.149**	-0.085**	0.064	-0.042	-0.024	-0.040
	(-1.242)	(-2.102)	(-2.036)	(-2.082)	(0.638)	(-0.965)	(-0.318)	(-0.909)
CFO_ dual	-0.028	0.001	0.023	-0.001	0.014	0.026**	0.057**	0.011
	(-1.011)	(0.138)	(0.860)	(-0.127)	(0.535)	(2.045)	(2.279)	(1.027)
Women	-0.011	0.004*	-0.002	0.002	-0.004	0.002	0.000	0.001
	(-1.469)	(1.680)	(-0.358)	(0.952)	(-0.562)	(0.506)	(-0.019)	(0.406)
Constant	2.150***	0.380**	0.965***	0.688***	2.424***	1.479***	1.492***	1.276***
	(5.667)	(2.022)	(3.234)	(3.142)	(4.517)	(4.785)	(4.216)	(4.845)
年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Hansen（p）	0.483	0.277	0.362	0.120	0.906	0.238	0.568	0.233
观测值	403	1 688	706	1 385	552	2 323	1 021	1 854

注：括号中为t值；*、**、***分别表示10%、5%、1%显著性水平。

（五）稳健性检验

为了保证结论的稳健性，本文还进行了如下检验：第一，对营运资金融资结构衡量方法的稳健性检验：企业经营性流动负债的最主要来源为对供应商的资金占用（应付账款和应付票据），借鉴Etien-

not 等（2012）的做法，在计算经营性资金净需求时，只减去应付账款和应付票据，在此基础上进一步得到营运资金融资结构，研究假设仍然成立。第二，对行业景气度衡量方法的稳健性检验：借鉴薛爽（2008）的做法，以各行业平均总资产利润率（ROA）为判断标准对行业景气度进行区分。具体而言，将对各年度各行业总资产利润率与总体均值进行比较，得到行业景气度虚拟变量，回归结果依然支持理论假设。限于篇幅原因，本文未对上述稳健性检验结果进行列示。

五、研究结论与建议

相比于投资视角的营运资金投资规模和周转绩效研究，国内外学者对营运资金融资结构问题的探讨仍然较少，而从动态角度对企业营运资金融资结构进行分析则是一个崭新的视角。本文以 2 004 - 2014 年沪、深两市 A 股制造业上市公司为研究样本，选用局部调整模型，对营运资金融资结构的动态调整进行了实证检验。在此基础上，进一步分析了不同行业景气度下，供应链关系和产权性质对营运资金融资结构动态调整的影响效应。实证研究结果表明：第一，企业营运资金融资结构选择是对不同来源和期限的资金融通方式进行权衡的一个动态决策过程。第二，营运资金融资结构的调整速度受供应链关系和产权性质的影响，供应链集中度较高的企业和国有企业的调整速度通常更快。第三，当所处行业不景气时，企业会加快营运资金融资结构的调整速度。本文的研究结论拓展了营运资金融资结构动态调整研究的视野，也有助于更深入地理解不同行业景气度下，供应链关系、产权性质与企业营运资金管理决策的协同效应。

基于上述分析，本文提出如下建议：第一，企业应树立优化营运资金融资结构的意识，根据企业自身条件和行业景气度等外部经营环境的变化，对营运资金融资结构进行调整。第二，供应链关系集中的企业和处于产业核心地位的国有企业的经济影响力较大，一旦的经营性资金融通出现问题，其风险传染性更强。因此，对供应链关系集中度较高的企业和国有企业而言，在合理控制融资成本的同时，应重视供应链资金风险传导问题，及时对营运资金融资结构进行优化调整。第三，实体经济的风险传染效应在行业景气度低较时往往会被进一步放大。因此，在行业不景气时，企业应加快调整营运资金融资结构，减少短期融资方式的使用，以更好地控制风险。

主要参考文献

1. 孙莹、王竹泉、张先敏、杜瑞、程六兵等："中国上市公司营运资金管理调查：2014"，《会计研究》，2015 年第 12 期。

2. 刘怀义："营运资本管理政策影响因素实证研究"《南开经济研究，》2010 年第 3 期。

3. Etiennot H, Preve L A, Sarria - Allende V. Working capital management: an exploratory study [J]. Journal of Applied Finance, 2012, 22 (1): 162 - 175.

4. 王竹泉、孙莹、王秀华、孙建强、王贞洁.："中国上市公司营运资金管理调查：2010"，《会计研究》2011 年第 12 期。

5. Baños - Caballero S, García - Teruel P J, Martínez - Solano P. Working capital management in SMEs [J]. Accounting & Finance, 2010, 50 (3): 511 - 527.

6. Ding S, Guariglia A, Knight J. Investment and financing constraints in China: does working capital management make a difference? [J]. Journal of Banking & Finance, 2013, 37 (5): 1490 - 1507.

7. 鞠晓生、卢荻、虞义华："融资约束、营运资本管理与企业创新可持续性"，《经济研究》，2013 年第 1 期。

8. de Almeida J R, Eid W. Access to finance, working capital management and company value: Evidences from Brazilian companies listed on BM&FBOVESPA [J]. Journal of Business Research, 2014, 67 (5): 924 - 934.

9. Baños - Caballero S, García - Teruel P J, Martínez - Solano P. The speed of adjustment in working capital requirement [J]. The European Journal of Finance, 2013, 19 (10): 978 - 992.

10. 吴娜："经济周期，融资约束与营运资本的动态协同选择"，《会计研究》，2013 年第 8 期。

11. 王贞洁、王竹泉："经济危机、信用风险传染与营运资金融资结构——基于外向型电子信息产业上市公司的实证研究"，《中国工业经济》，2013 年第 11 期。

12. Barnea A，Haugen R A，Senbet L W. A rationale for debt maturity structure and call provisions in the agency theoretic framework［J］. The Journal of Finance，1980，35（5）：1223－1234.

13. 袁卫秋："债务期限结构理论综述"，《会计研究》，2004 年第 10 期。

14. 张慧、张茂德："债务结构、企业绩效与上市公司治理问题的实证研究"，《改革》，2003 年第 5 期。

15. 李任斯、刘红霞："供应链关系与商业信用融资——竞争抑或合作"，《当代财经》，2016 年第 4 期。

16. Barrot J N. Trade credit and industry dynamics：Evidence from trucking firms［J］. The Journal of Finance，2016，Forthcoming.

17. 鲍群、赵秀云："产权性质、供应商关系与公司风险"，《中南财经政法大学学报》，2016 年第 3 期。

18. Hertzel M G，Li Z，Officer M S，et al. Inter－firm linkages and the wealth effects of financial distress along the supply chain［J］. Journal of Financial Economics，2008，87（2）：374－387.

19. 连玉君、彭方平，苏治："融资约束与流动性管理行为"，《金融研究》，2010 年第 10 期。

20. 邓可斌、曾海舰："中国企业的融资约束：特征现象与成因检验"，《经济研究》，2014 年第 2 期。

21. 陈小洪．："国有经济的功能和分类：理论、趋势和政策"，《产业经济评论》，2015 年第 1 期。

22. 韩国高、胡文明："宏观经济不确定性、企业家信心与固定资产投资——基于我国省际动态面板数据的系统 GMM 方法"，《财经科学》，2016 年第 3 期。

23. 立杰、罗玫、夏冬林："公司治理与银行借款融资"，《会计研究》，2010 年第 8 期。

24. 薛爽："经济周期、行业景气度与亏损公司定价"，《管理世界》，2008 年第 7 期。

专家视点之六：

上市公司对外担保对企业财务风险的影响机理研究

陈晓辉

（南开大学 中国企业营运资金管理研究中心）

一、引言

上市公司对外担保是我国资本市场上引发企业财务危机的"毒瘤"，尤其是近来各地具有浓郁地域色彩的"担保圈"问题的产生，都与上市公司的对外担保行为密不可分。我国上市公司涉及对外担保的企业数量较多，对外担保金额较大，违规担保的情况屡禁不止，担保诉讼情况逐年增加，对外担保的风险越来越大。另外，尽管证监会在 2 000、2 003 和 2005 年相继出台了一系列的政策法规，对上市公司的对外担保行为进行了规范，但却是成效甚微。资本市场上风险频现的上市公司对外担保事件也显示，上市公司对外担保不仅仅是一种单纯的市场经济行为，部分上市公司为子公司担保、国有企业对外担保已经成为具有特殊目的的行为，并从不同的方面影响企业的财务风险。因此，本文从企业财务危机和担保的相关理论出发，探讨对外担保对企业财务风险的影响，目的是为实践中的企业来管理和控制对外担保风险提供一定的借鉴。

二、对外担保对企业财务风险影响机理的分析基础

（一）企业财务风险的本质

关于财务风险概念的界定，理论界还没有统一的定义。国外关于企业财务风险的定义主要有破产

论（Altman，1968；Murugan Anandarajan 等，2001；Julio Pindado 等，2008；Tomasz Korol，2013 等）和风险分级论（Beaver，1966；Morris，1997；Pumanandam，2008 等）。国内关于企业财务风险的研究多偏重于规范性讨论（刘恩禄和汤谷良，1989 等），也有学者在研究中将 ST 或者 PT 的企业作为财务危机的企业（吴世农，2001；任惠光，2007；谢赤等，2014）。

王竹泉（2013）认为营运资金供给对营运资金需求的保障程度可以衡量企业的财务风险水平。实际上，企业的经济活动按照资金运动和价值创造的脉络可以划分为企业运用资金进行价值创造的活动和企业资金筹集的活动，而建立在这一概念基础上的营运资金概念应该是建立在企业资金运用与资金筹集基础上的概念。因此，

从企业营运资金需求的角度来看：

营运资金[①] = 经营活动营运资金 + 投资活动营运资金

= 经营活动流动资产 - 经营活动流动负债

+ 投资活动流动资产 - 投资活动流动负债

= 流动资产 - 营业性流动负债

从企业营运资金的来源来看：

营运资金 = 流动资产 - 营业性流动负债

= 流动资产 - 流动负债 + 流动负债 - 营业性流动负债

= 营运资本 + 短期金融性负债

因而，从实际来看，企业获取短期金融性负债与长期资本的能力对企业营业活动资金需求的满足程度即为企业财务风险的大小。

（二）我国企业对外担保的动机

与西方融资担保理论不同，我国企业的担保关系涉及到多方利益相关者，较为复杂。一方面，一些上市公司对外担保通常是出于互惠的目的，为对方企业提供担保，从而为将来争取到增大自身利益的机会。另一方面，我国企业对外担保中存在着利益输送的情形（郑建民等，2007；Berkman 等，2009；李治国，2010），这与我国上市公司特殊的股权结构特征有着重要的关系（饶育蕾等，2008）。近几年，事发的担保圈里到处可见国资的背影，山东的“海龙担保圈”、郑州的“郑铝担保圈”等，导致这种现象的重要原因便是股权结构的缺陷，股权改制的不彻底导致了国有企业不能有效的规避政府的干预，从而造成国有企业利益的流失。

三、上市公司对外担保对企业财务风险的影响机理分析

（一）对外担保对企业财务风险影响的一般机理分析

1. 对外担保的实质——风险共担

从理论上来说，上市公司对外提供担保本质上是信用资源的交易行为，即提供担保的企业利用自身企业的信用为被担保企业的信用提供担保，从而获取某种显性的或者隐性的利益的行为。但从实际来看，我国上市公司对外提供担保更多的是一种信用资源的流失。我国企业的担保行为多为第三方担保，不论是以收取担保费用为目的的担保还是出于“人道主义”的救助，企业提供担保的风险与收益都是不对等的。其实质是，对外提供担保的企业共担了被担保企业的一部分风险，并且共担的这部分风险不能够得到相应的补偿。提供担保的企业单方面承担了为借款人债务违约风险买单的义务，从而增大了本企业的或有负债风险。

2. 风险共担对企业资金需求的影响机理分析

风险共担对企业资金需求的影响主要体现在企业或有负债风险的增大，这会影响企业的营业性流动负债和企业流动资产的配置规模。企业的营业性流动负债来源于企业的采购活动、生产活动以及营销活动中各个利益相关者提供的商业信用。提供担保企业单方面承担了被担保企业的违约风

① 根据王竹泉等（2013），营运资金 = 流动资产 - 营业性流动负债。

险，导致自身或有负债风险的增大，因此考虑到资金风险，供应商、顾客等在提供商业信用时，往往对存在对外担保的企业望而却步，从而造成提供担保企业的商业信用的减少。从企业流动资产的配置规模来看，如图 2－9 所示。

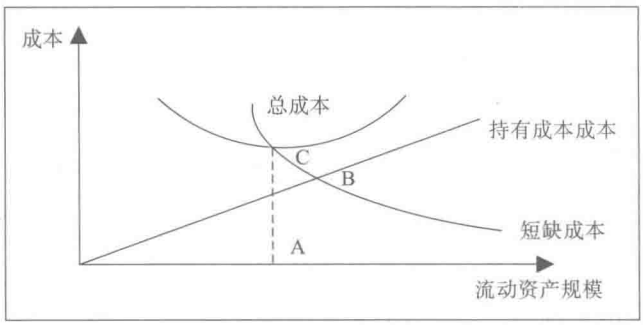


图 2－9　流动资产最佳持有规模

图 2－9 中的企业流动资产持有成本与短缺成本的交点 A 是企业流动资产持有总成本的最低点，也是企业流动资产的最佳投资规模。从现实情况来看，上市公司对外提供担保的规模越大，上市公司的或有负债风险就会越大，这会增大企业流动资产的短缺成本，最终导致企业流动资产的最佳投资规模增大。而提供对外担保的企业流动资产投资规模会增大，而营业性流动负债会减少，意味着企业营业活动资金需求的增大。

3. 风险共担对企业资金供给能力的影响机理分析

风险共担对企业融资规模的影响。实践中，企业可以向银行借款的数量与银行对企业的综合授信额度有关，而企业的信用评级是银行对企业授信的重要依据。对外担保的企业承担了对方企业的部分风险，导致自身信用资源的流失，企业对外担保规模越大，信用资源流失越严重，从而影响到企业的信用等级水平。企业的信用等级水平越低，银行据此确定的授信额度会越少，这就会导致提供担保企业可从银行获取的融资数量减少，也即是企业可筹资规模的下降。另外，许多企业以发行公司债的方式获取债务融资，企业信用等级水平越低，以公司债方式获取的融资也越少。

风险共担对企业融资成本的影响。风险共担对企业融资成本的影响与其对企业融资规模的影响是一脉相承的。企业对外担保使得自身企业的风险提高，因而，作为债权人的银行，在向存在对外担保的企业授信的时候承担的风险增大；另一方面，无论是从对客户质量的考察还是对贷款风险的监控来说，银行都要投入大量的资源来对相应的贷款风险进行管理和控制，这必然会导致银行对贷款管控成本的增加。因此，为了补偿所承担的风险和所增加的成本，银行通常会提高其对企业的贷款利率，这会导致企业的融资成本提高。

（二）考虑不同担保对象的对外担保对财务风险的影响机理分析

上市公司对子公司提供担保可以分为符合诚信原则的担保和背诚信原则的为子公司提供担保。符合诚信原则的担保一方面会优化母子公司之间的信贷资源配置，缓解被担保方的融资约束，使被担保方享受到信贷利率优惠。作为母公司，上市公司也能从中获取一部分收益，从而使得集团的整体商誉增加。另一方面，母公司为子公司提供担保能够缓解担保方和被担保方之间的信息不对称程度，从而减少子公司进行的侵害上市公司利益的行为。而违背诚信原则的担保则主要是通过对子公司提供担保的形式向控股股东进行利益输送，即通过母公司为子公司担保或者通过为子公司担保而变相的为母公司的控股股东提供担保。在这种情况下，控股股东通过控制上市公司为子公司担保来“掏空”上市公司的行为就显得非常隐蔽。

相比于为子公司担保，上市公司为非子公司提供担保不具备相应的信息优势；在被担保公司存在道德风险和逆向选择行为时，上市公司也不具备能够对被担保公司进行控制权干预的便利；同时，上市公司提供担保的收益也不能反过来为自身企业增信。因此，上市公司为非子公司提供担保多是在诚

信原则下权衡利弊的理性担保行为，企业在做出担保决策时会更为慎重，因此，从这个意义上来说，上市公司对为非子公司提供担保的风险控制的较好。

（三）考虑产权性质的对外担保对企业财务风险影响机理分析

考虑到我国特殊的转轨经济背景，国外的担保价值理论并不适合我国的国情，银行在做信贷决策时，并不完全从资源的最优配置和市场化的绩效出发，往往会受企业产权性质的影响。作为提供担保的国有企业，其与政府之间存在着天然的“血缘关系”，在实际经营中会得益于政府的隐性担保福利，政府会对企业的财务风险发货兜底作用。另外，当政府指令国有企业为经营困难的企业提供担保时，往往不得不承诺给予国有企业一定的政策性优惠，如追加补贴、提供关键资源审批许可等，从而保证国有企业的正常经营。这些资源的获取会使得国有企业在经营中更有优势，甚至成为其经营获利的关键资源。因而，银行等资金提供者通常不会因为担保事项的存在而缩减对国有企业的投资。

四、结论与建议

（一）结论

1. 对外担保对企业财务风险的影响体现在对企业营业活动资金需求和筹资活动资金供给能力的影响上。对外担保的企业承担了被担保方的违约风险，这种承担会增大企业的或有负债风险，造成企业信用资源的流失。一方面，增大企业营业活动的资金需求，另一方面，对外担保降低了企业的资金供给能力。

2. 考虑不同的担保对象之后，上市公司对不同对象的担保会对企业的财务风险产生不同的影响。符合诚信原则的担保通常会优化母子公司之间的而信贷资源配置，从而提高集团企业的整体利益；违背诚信原则的担保，则会成为上市公司向控股股东进行利益输送的途径。而对于非子公司来说，上市公司为非子公司的担保，没有信息优势，也没有控制权优势，提供担保产生的收益也不能提高自身企业的信用，这使得企业对非子公司的担保较为理性，风险控制较为合适。

3. 考虑了产权性质因素之后，产权性质的不同会对企业的对外担保行为及其财务后果产生影响。国有企业的对外担保并不会影响到企业的资金供给能力，政府的隐性支持充当了国有上市公司对外担保的“保护伞”，使得国有上市公司对外担保的风险没有反映到企业的财务状况中。

（二）建议

1. 对于企业来说，一方面应该严格审查企业担保事项的风险，防止信用资源流失。在对外提供担保的时候，既要加强对提供担保事项的审查和控制，更要积极应对担保事项可能引发的风险，防止企业利用经营活动商业信用的能力降低。另一方面，应该扬长避短，提高企业的融资能力，即积极寻求供应链融资等新的融资渠道，扩大企业可融资规模，防止由于资金需求的增大而导致资金供不应求的局面出现。

2. 对于第三方担保平台来说，应该以政府背景的融资担保公司为主，努力发展实力雄厚的担保公司，积极完善第三方担保平台体系的建设，为担保机制的运行提供良好的硬件条件，从而确保担保机制发挥其信用资源优化配置的能力。

3. 对于政府来说，一方面应该积极推进征信系统的建设，提高信用数据挖掘技术等的能力，为企业担保风险的控制提供基础；另一方面，应该加快国有企业改革，努力降低政府对国有企业的干预，防止国有企业利益的流失。

4. 对于司法来说，应该积极发挥法律的保障作用，建立健全与担保相关的法律法规，以推动建设完备的社会信用的体系，引导企业担保行为健康发展。

主要参考文献

1. 王竹泉：“重新认识营业活动和营运资金”，《财务与会计：理财版》，2013 年第 4 期。

2. 郑建明、范黎波，朱媚：“关联担保、隧道效应与公司价值”，《中国工业经济》，2007 年第 5 期。

3. 陈凌云、潘端莲、纪德兰："市场化进程、政府干预与企业对外担保"，《北京工商大学学报：社会科学版》，2011 年第 26 期。

4. 张乐才：企业资金担保链："风险消释、风险传染与风险共享"，《经济理论与经济管理》，2011 年第 10 期。

5. 冷奥琳、张俊瑞、邢光远："公司对外担保违约风险传递机理和影响效应研究——基于上市公司债券利差数据的实证分析"，《管理评论》，2015 年第 27 期。

6. 饶育蕾："股权比例、过度担保与隐蔽掏空——来自我国上市公司对子公司担保的证据"，《南开管理评论》，2008 年第 11 期。

7. 应千伟、罗党论："政治关联程度与授信额度获取"，《金融学季刊》，2015 年第 9 期。

专家视点之七：

企业资本错配及影响因素研究

梁学玲

（中国海洋大学管理学院 中国企业营运资金管理研究中心）

【摘要】本文采用广义的营业活动概念，以 2014 年沪深 A 股上市公司为样本，研究了我国上市公司资本错配的存在性及行业特征。研究发现：近 1/3 的上市公司存在资本错配现象，房地产业、农林牧渔业、信息传输软件和信息技术服务业资本错配比例较高。进一步，对资本错配的影响因素进行了理论分析，分析表明：资产、资本概念的混淆导致资本效率评价的差异是资本错配的重要因素，因此，重构资本效率评价体系势在必行。此外，完善的独立董事制度、良好的薪酬契约均能降低企业资本发生错配的可能性。

【关键词】资本错配；营业活动；资本回报率；资本效率评价体系

一、问题的提出

在中国经济新常态的背景下，旨在调整经济结构、实现要素最优配置、提升经济增长的质量和数量的供给侧结构性改革势在必行。而资本作为稀缺的生产要素之一，其配置效率问题的研究将更具重要性。微观层面资本配置效率包括企业内部的配置效率和企业间的配置效率两个细层次（刘赣州，2004）。现阶段，微观层面资本配置效率问题的研究包括金融错配和非效率投资两个方向，金融错配研究的是金融资源在不同性质的企业之间、同一性质内部不同企业之间的配置问题，非效率投资则研究企业资源在企业内部不同项目间的配置问题。

伴随社会主义市场经济的发展，企业管理体制和经营方式由生产经营型向资本运营型转变，现代企业财务管理的目标是资本的保值增值。随着资本运营的逐步成熟，投资活动和经营活动在企业价值创造活动中的地位日趋平等。国内外组织、学者对营业活动概念做了新的阐述，营业活动是指那些旨在创造价值的活动，包括经营活动和投资活动两大类（IASB 和 FASB，2008；王竹泉等，2010），相应地，企业的资本投向包括投资于经营活动和投资于投资活动两个方向，但鲜有文献从资本配置效率视角探究企业资本在经营活动与投资活动之间的错配问题，这与现阶段人们对企业营业活动的狭隘认识息息相关，营业活动等同于经营活动的传统观念阻碍了微观层面资本配置效率问题的进一步研究。

扩大化的营业活动概念促使我们进一步思考，在资源稀缺及现代企业财务管理目标的约束下，企业资本在经营活动和投资活动之间应如何配置？哪类活动的资本配置效率更高？现行企业是否存在资本错配及资本错配是否具有显著的行业特征？哪些因素导致企业资本发生错配？企业又该如何优化资本配置？带着这些疑惑本文进行了"企业资本错配及影响因素"的探索性研究。

二、文献综述

资本错配是一个各层面、多领域共同关注的研究话题。宏观层面的全要素生产率和发展经济学等领域的研究表明，各国资本错配程度的不同，是造成 TFP 差异的重要原因。张军（2002）对我国经济增长率在 20 世纪 90 年代中后期持续下降的原因进行解释，指出这一现象可以归因于资本收益的持续

恶化，意味着缺乏有效率的投资体制和金融体系是我国经济持续增长的严重掣肘。李治国、唐国兴（2003）通过计算发现，我国1978－1994年间名义K/Y持续下降，而1994－2000年间则稳中有升。他们认为资本产出比的下降体现了“增量改革推动的资本配置效率改善”，而后期该指标的上升则是由于经济增长越来越依赖资本深化，这在某种程度上是缺乏效率的表现，必须通过全方位结构调整加快转型。Dollar and Wei（2007）通过对120个城市12 400家中国企业的研究，发现中国在不同所有制企业、部门和地区之间存在系统性资本错配现象，错配主要由于不平均的资本边际报酬差异产生，若能减少所有引起资本错配的因素，那么在不增加额外投入的前提下，使中国的总产出增长5%。Hsieh & Klenow（2009）的研究发现，中国的资源错配程度比主要发达国家都要严重，且过去十年改善不大，仅行业间资源错配就造成了近19%的国内生产总值（GDP）损失，大约是发达国家平均水平的2倍；对制造业而言，如果资源错配能够减轻到美国的水平，就可以获得25%－40%的产出增长。Kalemli－Ozcan和Sorensen（2012）利用世界银行的企业调查数据，考察了非洲10国的资本错配情况，并与其他5个国家作比较，作者参照Hsieh和Klenow（2009）的方法，用企业间资本边际产出（MPK）的差异来衡量资本错配的严重程度，结果发现，非洲10国以及印度的MPK差异，明显大于德国、爱尔兰、韩国和西班牙等发达国家，表明资本错配程度更严重。

微观层面的资本错配研究可以分为金融错配和非效率投资两个方面。在金融错配研究方面，鲁晓东（2008）发现：金融错配在我国的金融体系中是显著存在的，国有企业和民营企业与效率不对称的融资能力是现阶段金融错配的集中体现。Banerjee and Moll（2009）通过建立信贷约束条件下的资本积累模型解释了为何资源错配会持续存在，并回答了在何种情况下这种错配会消失。罗德明、李晔和史晋川（2012）以及谢菲（2012）的研究表明，长期以来，生产效率低下的国有企业吸收了银行的大量贷款，对经济增长贡献突出的生产效率较高的非国有企业却面临着明显的融资困境。周煜皓、张盛勇（2014）通过选取2 009－2013年我国沪深两市A股上市公司为样本，检验了金融错配的存在性以及金融错配对资产专用性与资本结构关系的影响。研究结论表明：金融错配对上市公司资产专用性与资本结构的关系的影响呈现所有制上的差异性。在非效率投资研究方面，周伟贤（2010）发现：我国上市公司普遍存在非效率投资现象，而且投资不足比投资过度更为严重。张功富、宋献中（2009）提出了一个简洁、有效的非效率投资度量模型，进而研究发现，我国39.26%的公司实际投资平均水平超出其最优投资的100.66%，表现为投资过度，60.74%的公司实际投资平均水平仅达到其最优投资的46.31%，表现为投资不足。窦欢、张会丽、陆正飞（2014）考察了我国企业集团内部资本市场的资金配置效率。研究结论表明：隶属于企业集团的上市公司过度投资程度比独立的上市公司更加严重，当上市公司可能面临融资约束时该结论依然成立，并给出了自由现金流过度投资的解释。另外，企业集团内部大股东监督能力的增强能够有效抑制下属上市公司的过度投资行为。张功富（2007）、俞红海等（2011）、刘银国等（2015）的研究均支持了Jensen（1986）的自由现金流量假说。姜付秀等（2009）、李焰等（2011）的研究表明，管理层的背景特征（年龄、学历、教育背景、性别、工作经历和任职时间等）影响企业的投资行为，且这种影响具有产权性质上的差异性。自2010年以来国内学者开始研究EVA考核的经济后果，张先治、李琦（2012）及刘凤委（2013）、池国华（2013）的研究均肯定了EVA评价的治理效应：EVA评价能够抑制央企过度投资行为。

资本配置和运用是每一个企业财务活动的核心内容，每一个企业的资本配置结构及其资本效率都是企业财务管理的结果，因此，财务管理理所应当在发现资本错配、消除资本错配中发挥基础的、核心的作用。然而，遗憾的是，在众多领域的资本错配的研究中却鲜见企业财务管理视角关于资本错配的研究，这不仅是企业财务管理研究的一大缺憾，更让消除上述领域研究发现的资本错配失去了有力的基础支持。

三、资本错配的判定标准

（一）资本

不同于会计学、政治经济学对资本的界定，本文所定义的资本是指投资者投入的资本，包括所有

者权益资本和债权人权益资本，但基于交易关系而非投资关系存在的债权人权益不包括在内，如企业赊购的存货虽构成企业的资产但并不属于投资者投入的资本，这正是资本与资产的差异所在。

从数量关系上看，资本 = 所有者权益资本 + 债权人权益资本 = 所有者权益 + （短期借款 + 长期借款 + 应付债券 + 应付利息 + 应付股利） = 资产 - 营业活动产生的非金融性负债，其中营业活动产生的非金融性负债包括应付账款、应付票据、预收账款、应交税费、应付职工薪酬、其他应付款、预计负债、长期应付款、递延所得税负债等企业因营业活动所需与其利益相关者‘交易’所形成的结算性负债，即除短期借款、长期借款、应付债券、应付利息、应付股利外的其他负债。

（二）资本运用效率的衡量—资本回报率

在包括经营活动和投资活动在内的广义营业活动范围内探讨企业资本的配置问题，首先要对两类活动的资本运用效率进行研究。为此本文构建了口径一致、相互可比的营业活动资本回报率、经营活动资本回报率、投资活动资本回报率指标。具体指标公式如下：

营业活动资本回报率 = 营业活动息税前利润/营业活动占用的资本 =（投资活动息税前利润 + 经营活动息税前利润）/（所有者权益 + 长期借款 + 短期借款 + 应付债券 + 应付股利 + 应付利息）

投资活动资本回报率 = 投资活动息税前利润/投资活动占用的资本 =［投资收益/（1 - 25%） + 公允价值变动收益］/（货币资金 + 交易性金融资产 + 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资）

经营活动资本回报率 = 经营活动息税前利润/经营活动占用的资本 =（利润总额 + 财务费用 - 投资收益 - 公允价值变动收益）/［（所有者权益 + 长期借款 + 短期借款 + 应付债券 + 应付股利 + 应付利息）-（货币资金 + 交易性金融资产 + 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资）］

营业活动资本回报率 = 投资活动资本回报率 × 投资活动资本占用比重 + 经营活动资本回报率 × 经营活动资本占用比重。其中投资活动资本占用比重 = 投资活动占用的资本/营业活动占用的资本 × 100%，经营活动资本占用比重 = 经营活动占用的资本/营业活动占用的资本 × 100%。

（三）资本错配及其判定标准

资本错配，是指企业资本没有按照效率原则在企业营业活动内部（经营活动与投资活动之间）进行配置。若投资活动资本回报率高于经营活动资本回报率，则企业资本应更多的投向投资活动，反之亦然。所以在资本回报率指标体系下，可通过对比投资活动资本回报率、经营活动资本回报率及投资活动资本占用比重、经营活动资本占用比重之间的大小关系来判定企业资本是否存在错配。

为此，设定判定系数 R =（经营活动资本回报率 - 投资活动资本回报率）/（经营活动资本占用比重 - 投资活动资本占用比重），R < 0 表示该企业资本发生错配。需要说明的是，R 值的取值范围为（ - ∞，- ABS（经营活动资本回报率 - 投资活动资本回报率）］∪［ABS（经营活动资本回报率 - 投资活动资本回报率），+ ∞），且 R 值越接近于 ABS（经营活动资本回报率 - 投资活动资本回报率），表示该企业资本正确配置程度越高，R 值越接近于 - ABS（经营活动资本回报率 - 投资活动资本回报率），表示该企业资本错配程度越严重。因为 R 值的范围取决于经营活动资本回报率和投资活动资本回报率的差值，所以 R 值不能用于不同企业间资本错配程度的比较。

四、我国上市公司资本错配现状

本文选用沪、深两市 A 股上市公司 2014 年数据为研究样本，同时剔除金融类、ST 类公司，筛选后的研究样本总量为 2 525 家。本部分数据全部来源于 CSMAR 数据库，数据处理过程主要运用 EXCEL 软件。指标选取上述资本回报率体系，其中，取自资产负债表的数取平均数。

（一）我国上市公司资本错配的存在性检验

目前上市公司在我国还是一种稀缺资源，它的优越性突出地表现为强大的筹资功能，那么这些筹来的资本利用效果如何？有限的资本是否得到了有效配置和利用？表 2 - 17 对我国上市公司资本配置情况进行了描述性统计。

表 2－17　　全样本资本回报率指标体系描述统计

	极小值	极大值	均值	中位数	标准差
营业活动资本占用	－1 513 460 115.38	1.74353E＋12	8 073 124 033.97	2 098 120 725.74	44 923 831 559.40
投资活动资本占用	4 15455.73	1.84933E＋11	2 193 344 430.61	571 781 935.99	8 562 026 176.96
经营活动资本占用	－14 599 961 779.59	1.5586E＋12	5 879 779 603.36	1 420 475 264.15	38 799 679 979.18
营业活动息税前利润	－9 970 642 000.00	1.85744E＋11	774 284 886.14	158 426 989.58	4 833 514 339.38
投资活动息税前利润	－1 866 729 689.45	37 130 619 237.09	131 982 284.77	5 729875.04	949 175 242.25
经营活动息税前利润	－10 971 192 000.00	1.69348E＋11	642 302 601.37	133 082 968.80	4 348 072 628.31
营业活动资本回报率	－671.86%	146.69%	8.64%	7.97%	19.54%
投资活动资本回报率	－124.73%	1 840.08%	6.82%	0.96%	46.71%
经营活动资本回报率	－4 734.43%	1 314.50%	8.38%	9.17%	119.74%
投资活动资本占比	－22.36%	1 688.97%	33.91%	27.13%	44.91%
经营活动资本占比	－1 588.97%	122.36%	66.09%	72.87%	44.91%

由表 2－17，从资本回报率指标来看，全样本营业活动资本回报率均值为 8.64%，其中，投资活动资本回报率均值为 6.82%，经营活动资本回报率均值为 8.38%，经营活动资本回报率均值略高于投资活动资本回报率均值；从资本占用比重指标来看，投资活动资本占用比重的均值为 33.91%，经营活动资本占用比重的均值为 66.09%。投资活动资本回报率均值与经营活动资本回报率均值虽相差不大，但投资活动资本占用却仅为经营活动资本占用的 1/2。从总体来看，判定系数 R＝4.85%＞0，这说明，我国上市公司虽然不存在资本错配情况，但与最优配置状态却存在较大程度的偏离。进一步，本文从企业层面对我国上市公司资本错配情况进行了总体统计，如表 2－18 所示。

表 2－18　　中国上市公司资本错配情况总体统计

是否错配？	资本配置情况细分	样本量	样本比例	
正确配置（R＞0）	经营活动资本回报率高，经营活动资本占用比重高	1 591	63.01%	67.64%
	经营活动资本回报率低，经营活动资本占用比重低	117	4.63%	
资本错配（R＜0）	经营活动资本回报率低，经营活动资本占用比重高	515	20.40%	32.36%
	经营活动资本回报率高，经营活动资本占用比重低	302	11.96%	

由表 2－18，全样本中有 632 家企业的投资活动资本回报率高于经营活动资本回报率，占比 25.03%，更值得一提的是，279 家企业的经营活动息税前利润小于 0，其中 212 家企业的投资活动息税前利润大于 0，占比 75.99%。这进一步说明了投资活动同样是企业运用资本实现资本增值的重要方式，是企业的主要活动，而不再是传统观念中经营活动和投资活动的主从关系；全样本中有 515 家企业投资活动资本回报率高于经营活动资本回报率关系，而投资活动资本占用比重却小于经营活动资本占用比重；302 家企业经营活动资本回报率高于投资活动资本回报率，而经营活动资本占用比重低于投资活动资本占用比重。合计 817 家企业发生资本错配，占全样本比重的 32.36%，即近 1/3 的上市公司存在资本错配现象。

（二）我国上市公司资本错配的行业特征

按照中国证监会 2012 年公布的《上市公司行业分类指引》，进一步，本文从企业层面对我国上市公司资本错配情况进行了分行业统计，如表 2－19 所示。

由表 2－19，企业资本错配情况行业各异。除样本量较少的住宿和餐饮业、卫生和社会工作、教育业的资本错配比例过高或过低外，其他行业的资本错配比例在（20%，50%］区间内，（20%，30%］区间的有电力燃力热气及水生产的供应业、建筑业、交通运输仓储和邮政业、科学研究和技术服务业、水利环境和公共设施管理业，（30%，40%］区间的有采矿业、批发和零售业、文化体育和娱乐业、制造业、综合业、租赁和商务服务业，（40%，50%］区间的有房地产业、农林牧渔业、信

息传输软件和信息技术服务业。企业资本错配行业分布情况如表 2 - 20。

表 2 - 19　　中国上市公司资本错配情况分行业统计

行业分类	样本量	样本比例	错配量	错配比例
采矿业	73	2.89%	22	30.14%
电力、燃力、热气及水生产和供应业	87	3.45%	21	24.14%
房地产业	128	5.07%	55	42.97%
建筑业	69	2.73%	16	23.19%
交通运输、仓储和邮政业	80	3.17%	22	27.50%
教育业	1	0.04%	1	100.00%
科学研究和技术服务业	18	0.71%	5	27.78%
农林牧渔业	40	1.58%	20	50.00%
批发和零售业	147	5.82%	57	38.78%
水利、环境和公共设施管理业	29	1.15%	6	20.69%
文化、体育和娱乐业	35	1.39%	14	40.00%
信息传输、软件和信息技术服务业	139	5.50%	65	46.76%
制造业	1 617	64.04%	490	30.30%
住宿和餐饮业	10	0.40%	6	60.00%
综合	24	0.95%	8	33.33%
租赁和商务服务业	23	0.91%	9	39.13%
卫生和社会工作	5	0.20%	0	0.00%
合计	2 525	1	817	32.36%

表 2 - 20　　企业资本错配行业分布

错配比例区间	行业分布
(20%，30%]	电力燃力热气及水生产的供应业、建筑业、交通运输仓储和邮政业、科学研究和技术服务业、水利环境和公共设施管理业
(30%，40%]	采矿业、批发和零售业、文化体育和娱乐业、制造业、综合业、租赁和商务服务业
(40%，55%]	房地产业、农林牧渔业、信息传输软件和信息技术服务业
0、60%、100%	卫生和社会工作、住宿和餐饮业、教育业

五、资本错配影响因素理论分析

(一) 资本错配与资本效率分析体系差异

现阶段，企业资本效率分析体系以“资产报酬率”指标为引导，总资产报酬率 = 息税前利润/平均资产总额 ×100%，若该指标大于资本成本，则表明企业可以充分利用财务杠杆进行负债经营，获取尽可能多的收益。实际上，资本成本是企业对投资者的股息、红利及利息支付，资本回报率是企业运营投资者资本的成果，两者的对比才更具有可比性，若资本回报率大于资本成本，企业才能为投资者创造价值。上述不加以区分地将资本和资产概念混用会导致资本效率评价的差异，进而导致企业资本发生错配。

为研究资产报酬率指标体系下的资本错配问题，本文构建了营业活动资产报酬率、投资活动资产报酬率、经营活动资产报酬率等指标，具体指标公式如下：

营业活动资产报酬率 = 息税前利润/营业活动资产 = (利润总额 + 财务费用)/资产总额

投资活动资产报酬率 = 投资活动资产回报/投资活动资产 = (公允价值变动收益 + 投资收益)/(货币资金 + 交易性金融资产 + 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资)

经营活动资产报酬率 = 经营活动资产回报/经营活动资产 = (利润总额 + 财务费用 - 公允价值变动收益 - 投资收益)/(资产总额 - 货币资金 - 交易性金融资产 - 可供出售金融资产 - 持有至到期投资 -

长期股权投资）

投资活动资产比重 = 投资活动资产/营业活动资产

经营活动资产比重 = 经营活动资产/营业活动资产 = 1 - 投资活动资产比重

与资本回报率指标体系下资本错配的判定标准相同，资产报酬率指标体系下资本错配的判定标准为：判定系数 R′ =（经营活动资产报酬率 - 投资活动资产报酬率）/（经营活动资产比重 - 投资活动资产比重）<0，否则我们认为企业资本配置是正确的。

与资本回报率指标体系不同的是，一方面，资产报酬率计算公式中，分母是资产而非资本，营业活动非金融性负债的存在使得资本在数值上小于资产。另一方面，资产报酬率指标体系下的息税前利润为利润总额与财务费用之和，而没有将股权投资收益（税后收益）还原为税前收益，是一种形式上的税前利润。所以，资产报酬率低估了企业的资本回报率。

理性的经理人在投资收益率被低估的资产报酬率指标体系的引导下，容易作出错误的投资决策、导致企业资本发生错配。若企业的资产报酬率为5%，资本成本为6%，项目会因不具有可行性而被放弃。实际上企业的资本回报率为8%，项目应该被实施；若企业投资活动资产报酬率为10%，经营活动资产报酬率为8%，资产报酬率业绩评价指标体系下，理性的经理人会将资本更多地投向投资活动，实现了该指标体系下资本的正确配置。实际上，企业经营活动与投资活动的资本回报率均被低估，若投资活动与经营活动资本回报率分别为12%和15%，企业则应该将更多的资本投向经营活动而非投资活动。此种情形下，资产报酬率指标体系下资本的正确配置，在资本回报率指标体系下则发生资本错配。因此，资本效率分析体系的差异是导致企业资本错配的重要因素，且差异越大，资本发生错配的可能性越大。

（二）资本错配与股权集中度

集中的股权结构可以激励大股东去监督管理层，缓解分散的股权结构下小股东“搭便车”的问题（Shleifer&Vishny，1989）。通常而言，大股东持股比例越高，其利益与公司价值的关系越密切，大股东监督管理层以维护自身权益的动机越强，且具有足够的能力来维护自身利益，可以借助内部监督和外部接管等方式约束管理者，从而缓解股东 - 管理层冲突、降低代理成本，大股东的有效监督可以减少资本配置决策错误、提高投资效率、降低企业资本错配的可能性。

（三）资本错配与董事会结构

代理理论认同外部独立董事的重要性，认为外部独立董事在一定程度上代表了企业利益相关者的利益，可以提高董事会决策的独立性、客观性和专业性。独立董事有利于董事会职责的履行，一方面，外部独立董事通常拥有经济、管理和财务等方面的专业知识，能够为公司提供专业化建议，协助管理层规划和执行公司发展战略；另一方面，独立董事拥有相对独立的身份，不受其他董事和管理层的控制，为了自身的声誉和信誉不受影响也不愿与管理层勾结，对其他董事和管理者行为可以起到较好的监督作用。外部独立董事的专业建议及有效监督有利于管理层作出最大化企业价值的决策行为，减少企业资本的错配。

（四）资本错配与管理层激励

企业是一系列契约的结合，委托代理理论认为，信息的不对称性、经营环境的不确定性、加之契约的不完备性使得委托人 - 代理人冲突客观存在，代理人既可能在经营过程中以委托人利益为代价为自己谋福利，也可能消极怠工，不全身心投入工作。管理层持股制度是解决代理问题的产物，通过赋予经理人剩余索取权，一定程度上解决了控制权和剩余索取权相分离产生的矛盾，有效地将管理层个人利益与公司利益相结合，减轻了经理人的道德风险和逆向选择问题。在管理层持股的情况下，管理层为了最大化自身利益行为更趋谨慎，努力搜集信息，决策前认真、全面分析投资项目的获利能力，将资本投向能够带来更高收益的部门、活动，降低了企业资本错配的可能性。

（五）资本错配与管理层风险偏好

风险偏好是指行为主体在决策过程中所表现出来的对待风险的喜好程度，是一种非理性行为。在

资本经营型经营方式下，弱肉强食、优胜劣汰，曾有经济学家形象地将资本经营比喻为狼群经济，关键时刻，管理者的风险偏好会决定企业的生死存亡。宏观层面，管理者的风险偏好会影响企业战略的制定。不愿意承担风险的风险厌恶者偏好内部管理型战略，对投资活动的商机熟视无睹；而偏好风险的管理者更可能选择外部交易型战略以适应竞争越发激烈的市场环境。微观层面，管理者的风险偏好会影响投资决策的选择（李伟，2013）。通常，不愿意承担风险的风险厌恶者会选择比较保守的投资决策。在资产选择方面，风险厌恶者青睐于持有高流动性并且低风险的现金资产，相对于能够通过物质生产取得持续现金流的固定资产投资，风险厌恶者不会选择预期收益具有非常高的不确定性和不稳定性的无形资产投资，对于交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资、长期股权投资等长短期风险资产更是望而却步；在项目选择方面，风险厌恶者蹑手蹑脚，不擅长捕捉市场信息、洞察行业趋势，因高估项目风险而错失项目投资良机，而项目投资的成功会使企业的核心竞争力得以提高，企业很可能成为行业的领先者，这不但会导致企业市场份额的提高，还能够为企业带来巨额收益。管理层适当水平的风险偏好会增添企业活力，使资本配置更加灵活，提高资本的配置效率，带来企业业绩和公司价值的提升。

六、结论与建议

本文对企业资本在营业活动内部投资活动与经营活动之间的配置问题进行研究。资本错配是指企业资本没有按照效率原则配置于投资活动和经营活动。为此，构建投资活动资本回报率、经营活动资本回报率指标分别反映企业投资活动与经营活动的资本运用效率，明确资本错配的量化标准：R =（经营活动资本回报率 - 投资活动资本回报率）/（经营活动资本占用比重 - 经营活动资本占用比重）<0。进一步，大样本检验我国上市公司的资本错配现象及行业特征。研究表明：我国近 1/3 的上市公司存在资本错配现象；资本错配情况行业各异，房地产业、农林牧渔业、信息传输软件和信息技术服务业资本错配比例较高。进一步，本文对资本错配的影响因素进行了理论分析。

基于此，本文对企业资本投向提出以下优化建议：第一，企业管理层需重新认识企业营业活动。在企业多元化的发展模式下，不是只有产品经营活动才可以称为营业，更多企业的投资活动渐渐上升到跟经营活动一样的地位，企业管理层应摒弃传统营业活动等同于经营活动的理念，将投资活动与经营活动并重，将有限的资本投放在能够带来更高回报率的营业活动中，以实现企业价值最大化。第二，建立科学的资本效率评价体系，引导管理层作出正确的资本配置决策。现有的财务分析体系是构建于资本运用方式单一、资本市场不够发达的时代，资本效率的分析评价都深深地打上了那个时代的烙印，在资本运用方式日益多元化、资本市场高度发达的当今时代，传统财务分析体系的缺陷已暴露无遗，亟待加以变革和重构（王竹泉，2015）。资产、资本概念的混淆导致资本效率评价的差异是资本错配的重要因素，因此，重构资本效率评价体系势在必行。第三，完善独立董事提名机制，提高上市公司董事会的独立性。其中，强化中小股东对独立董事的提名，同时削弱控股股东对独立董事的提名，是提高独立董事独立性、有效发挥独立董事治理作用的关键；将流通股东类别表决机制引入独立董事提名机制，在我国当前证券市场条件下，具有很强的现实意义。第四，设计良好的薪酬契约，缓解股东 - 管理层代理冲突。管理层持股影响其尽职和努力程度，从而影响企业资本配置效率，投资者应通过改善管理层的薪酬契约及其结构来降低资本错配的发生。

主要参考文献

1. Brandt, L., Biesebroeck, J., Zhang, Yifan, 2009, "Creative Accounting or Creative Destruction Firm - level Productivity Growth in Chinese Manufacturing", NBER Working Paper, No. 15152.

2. Do11ar, D., Wei, S, 2007, "Das (Wasted) Capital: Firm Ownership and Investment Efficiency in China", NBER Working Paper, No. 13103.

3. ping U, 2007, "Estimators of Relative Importance in Linear Regression Based on Variance Decomposition", The American Statistician, Vol61 (2), pp. 139 - 147.

4. Hsieh. C. , Klenow. P , 2009, "Misallocation and Manufacturing TFP in China and India", Quaterly Journal of Economics, Vol 4, pp. 1403 - 1448.

5. Kalemli - Ozcan, S. , Sorensen, B. E. Misallocation, 2012, "Property Rights, and Access to Finance: Evidence from Within and Access Africa", NBER WorkingPaper, No. 18030.

6. Morck R, Shleifer A, Vishny R W, 1989, "The Conflict between Managers and Shareholders", Nber Reporter.

7. 池国华、王志、杨金："EVA 考核提升了企业价值吗？—来自中国国有上市公司的经验证据"，《会计研究》，2013 年第 11 期。

8. 陈运森、谢德仁："网络位置、独立董事治理与投资效率"，《管理世界》，2011 年第 7 期。

9. 窦欢、张会丽、陆正飞："企业集团、大股东监督与过度投资"，《管理世界》，2014 年第 7 期。

10. 姜付秀、伊志宏、苏飞、黄磊："管理者背景特征与企业过度投资行为"，《管理世界》，2009 年第 1 期。

11. 李伟："企业家风险偏好对企业投资决策行为的影响研究"，首都经济贸易大学博士学位论文，2013 年。

12. 李焰、秦义虎、张肖飞："企业产权、管理者背景特征与投资效率"，《管理世界》，2011 年第 1 期。

13. 李治国、唐国兴："资本形成路径与资本存量调整模型"，《经济研究》，2003 年第 2 期。

14. 刘凤委、李琦："市场竞争、EVA 评价与企业过度投资"，《会计研究》，2013 年第 2 期。

15. 刘赣州："中国资本配置优化研究"，吉林大学博士学位论文，2004 年。

16. 刘银国、焦健、张琛："股利政策、自由现金流与过度投资—基于公司治理机制的考察"，《南开管理评论》，2015 年第 4 期。

17. 鲁晓东："金融资源错配阻碍了中国的经济增长吗"，《金融研究》，2008 年第 4 期。

18. 罗德明，李晔，史晋川："要素市场扭曲、资源错置与生产率"，《经济研究》，2012 年第 3 期。

19. 汤颖梅、王怀明、白云峰："CEO 特征、风险偏好与企业研发支出—以技术密集型产业为例"，《中国科技论坛》，2011 年第 10 期。

20. 王竹泉："资本效率分析体系的理论重构"，《2015 营运资金管理高峰论坛论文集》，2015 年。

21. 王竹泉、孙莹："营运资金概念重构与分类研究——由 IASB/FASB 联合概念框架引发的思考"，《中国会计学会 2010 年学术年会营运资金管理论坛论文集》，2010 年。

22. 俞红海、徐龙炳、陈百助："终极控股股东控制权与自由现金流过度投资"，《经济研究》，2010 年第 8 期。

23. 张功富："企业的自由现金流量全部用于过度投资了吗？—来自中国上市公司的经验证据"，《经济与管理研究》，2007 年第 6 期。

24. 张功富、宋献中："我国上市公司投资：过度还是不足？—基于沪深工业类上市公司非效率投资的实证度量"，《会计研究》，2009 年第 5 期。

25. 张军："资本形成、工业化与中国的经济增长中国的转轨特征"，《经济研究》，2002 年第 6 期。

26. 张先治、李琦："基于 EVA 的业绩评价对央企过度投资行为影响的实证分析"，《当代财经》，2012 年第 5 期。

27. 郑春艳："管理者风险偏好对上市公司盈余管理的影响研究"，大连理工大学博士学位论文，2011 年。

28. 周伟贤："投资过度还是投资不足—基于 A 股上市公司的经验证据"，《中国工业经济》，2010 年第 9 期。

29. 周煜皓、张盛勇："金融错配、资产专用性与资本结构"，《会计研究》，2014 年第 8 期。

专家视点之八：

企业社会责任与经营活动营运资金管理绩效关系研究

李祥龙
（中国海洋大学管理学院 中国企业营运资金管理研究中心）

一、引言

随着世界经济的迅速发展，企业在经营发展过程中的社会责任问题越发受到理论界和实务界的关注，如果企业还是仅以股东利益最大化为其经营目标，必然会遇到很多问题。依据利益相关者理论所倡导的观点，企业得形成在实质上就是各利益相关者共同参与的结果，它是一个有着自身个性特点的社会组织。这就意味着：企业有其独立的、有别于股东利益的目标和利益。

而基于企业的管理理论和法学的角度，由于公司的管理层是企业所有利益相关者的受托管理者，在此条件下公司的管理层应该实施利他主义行为，维护所有利益相关者的利益，履行公司应尽的社会义务。所以从这层意义上来看，企业利益相关者的价值取向应该是和企业履行社会责任具有同一性的。企业满足了众多利益相关者的利益需求，使股东、债权人、供应商、政府等利益相关者能够从企业的经营过程中得到对其资源投入的回报，也就更好地履行了企业的社会责任。社会责任也就可以定义为：公司管理层在受托管理企业的过程中满足各利益相关者的利益诉求，保证企业认真负责的承担其肩负的社会责任。这一定义是建立在受托管理理论以及利他主义原则基础上的，要求企业重视所有利益相关者的利益需求，重视整个社会的利益。这种企业社会责任的观点是与传统的股东利益至上的观点相悖的，必然会给传统的企业理论带来颠覆性的挑战，而利益相关者理论正是因为契合了企业社会责任的理念，就成为对企业社会责任相关问题进行研究时最为恰当和密切的理论武器。自 20 世纪 90 年代开始，利益相关者理论被广泛的应用于企业社会责任的研究之中。我国的何杰等（2010）也以企业契约理论为出发点，把利益相关者理论与传统企业理论整合到企业契约理论框架内，为企业社会责任概念在理论上的完备性理顺了关系。

在企业的经营管理过程中，利益相关者与企业发生着各种各样的交易关系或其他非交易关系，这些关系的建立对企业的资金管理具有重要意义。利益相关者管理就是在上述前提下，通过协调与企业的种种交易及非交易关系，对企业的经营活动给予支持。企业正是通过利益相关者管理来协调营运资金的使用和筹集，最终实现企业的经营目标。所以，利益相关者管理和营运资金管理都是在企业总体战略目标的指导下，通过优化配置利益相关者投入的资源，合理利用企业的资金，优化企业的业务流程，满足各利益相关方的利益要求，实现企业价值最大化。对利益相关者理论的分析可以帮助我们从利益相关者的视角去考察分析经营活动中营运资金的筹措和使用，并且以此作为切入点进行利益相关者视角的营运资金管理研究。把利益相关者理论与企业的营运资金管理研究相融合，探讨企业与利益相关者之间通过共同合作以改善营运资金管理绩效的途径，为提高企业营运资金管理的方法研究提供了新的更广阔的方向。

利益相关者理论是社会责任研究最为密切的理论武器，为企业社会责任的研究明确了责任对象及研究范围。而在营运资金管理研究方面，基于利益相关者理论的研究也是未来研究的一个前沿方向。通过利益相关者理论，可以很好地把企业的社会责任履行与营运资金管理联系起来，作为两者关系研究的桥梁和理论基础，为丰富和完善企业社会责任与营运资金管理的研究提供了一个理论工具。

二、机理分析

市场中的主体都是具备自利倾向的“经济人”，关注的往往是与自身的利益相关的事物。越是能够促进相关主体利益增加的行为，越容易得到该主体的认同。也就是说，企业的行为越能满足利益相关者的利益需求，那么其社会责任的履行行为就越能得到利益相关者的认同，企业的形象就越好，利益相关者越能对企业作出正面的积极反馈。这样，利益相关者就能作出对企业的经营管理更加有利的决策，包括对企业营运资金管理方面的决策，作出对企业的经营更加有利的行为。周延风等（2007）通过实验的方法，研究了企业善待员工、保护环境和慈善捐赠这三个层次的社会责任表现对消费者响

应（购买意向和产品质量感知）的影响，他们的结果表明，这三个层次的社会责任表现积极时能显著提高消费者的购买意向以及对产品质量的正面感知。马龙龙（2011）的研究也发现，利益驱使和价值认同能够激发消费者响应企业社会责任的行为，并影响消费者的购买决策。Elliott 等（2014）也发现价值观会驱使投资者对企业社会责任情况作出响应。Saeidi 等（2015）通过对伊朗 205 家制造业企业的研究发现，企业社会责任的履行能提高企业的竞争优势和声誉，进而提高了客户的满意度，也就是说得到了客户的认同，符合客户的价值观。夏黎明（2015）从信息传递的视角出发，分析了利益相关者从其个人利益和价值认同的角度对信息进行处理和加工，并最终作出对企业经营有利的决策。所以，针对不同的利益相关者的自身利益和价值观，企业的社会责任履行情况会影响到利益相关者对企业作出的反馈性的决策和行为，进而影响到企业的经营结果。这种反馈性的行为响应也会影响到企业营运资金管理的绩效，表现为企业的社会责任履行情况越好，企业的营运资金管理绩效越高。而营运资金管理绩效的提高又反过来促进企业履行社会责任的行为，从而使得企业承担社会责任的行为得到良性的循环。

企业对利益相关者的社会责任履行的越好，企业在经营过程中就越能得到他们的支持，甚至能与利益相关者互相合作，实现双赢。具体来说，首先，企业对股东和债权人社会责任履行的越好，则在实际经营过程中能争取到投资者更多的信任，这既可以以较低成本得到更多的资金投入，又可以在企业经营管理上获取更大的主动权，灵活安排企业的资金周转，降低资金周转过程中的干预。其次，企业对供应商的社会责任履行的越好，越容易与供应商建立密切的合作伙伴关系，实现资源和信息的共享，从而降低企业营运资金的管理的不确定性，减少冗余资源的占用。还有，企业对员工社会责任履行的越好，越能增强员工对企业的归属感与认同感，从而促使员工以主人公的态度将企业的各项营运资金管理政策准确及时的落实到实处。第四，企业对顾客社会责任履行的越好，这能够为企业争取到更多的潜在客户，并保持现有顾客的忠诚度，从而增加企业的产品销售量，降低产成品的库存。最后，政府与社区虽然不与企业发生直接的交易关系，但是政府对企业政策的支持以及社区对企业的口碑相传都会间接的影响到企业的管理便利以及企业的声誉，企业的管理便利降低企业政策执行的难度，声誉的提高促进企业产品的销售，这都能够增强企业资金的周转效率。另外，在我国，“关系”资源是较为稀缺和宝贵的资源。企业通过对利益相关者的社会责任履行，可以增强企业与利益相关者之间的关系，如通过长期交易与供应商之间互相信任、加强合作、遵守共同的规范，这会与供应商之间形成供应商关系社会资本（隋敏，2012）。而社会资本的形成会对企业的利益相关者之间的目标进行协同，并实现资源的迅速调动（隋敏，2013）。这会显著提高企业的营运资金管理绩效。

企业的采购渠道营运资金的管理主要涉及到对采购过程中的原材料、应付账款等的管理。而供应商作为采购渠道的核心成员，是影响企业采购渠道营运资金管理的主要利益相关者。供应商社会责任履行对采购渠道营运资金管理绩效的影响主要体现在与供应商之间的信任机制上，信任机制的建立会影响到企业信息共享与资源共享机制的形成，从而影响到采购渠道的营运资金管理绩效。企业采购政策的执行，需要采购人员来执行，而企业采购部门的职工是采购活动的直接参与者，代表企业在采购过程中与供应商直接交易的企业内部职工。因此，企业对员工社会责任的履行直接影响到企业采购部门员工在采购过程中的工作积极性与工作效率，这会影响到企业的采购人员是否会向供应商收取回扣，是否能按时保质的采购到企业所需要的原材料等。这些都会对采购渠道的营运资金周转产生重要的影响。所以，供应商以及企业职工是对采购渠道营运资金周转具有重要影响的利益相关者。

企业生产渠道的营运资金的管理主要是指企业在产品生产过程中营运资金管理的效率，包括对生产存货、应付职工薪酬、其他应付款的管理。作为制造业企业，生产流程是企业经营活动中最主要的一部分，生产的产品是企业赖以生存的根本。企业员工是生产过程的直接参与者，在生产目标的指导下完成企业的生产过程。但是，作为具有主观能动性的职工，其生产行为必定受到一定因素的影响，这些因素导致了生产效率以及资金流转的差异。其中，企业对员工社会责任的履行作为一个影响因素，在一定程度上能起到激励或者打击员工生产积极性的作用，员工工作效率的下降会降低企业的产品生产效率，这会对生产渠道的各个流程以及资金周转产生深刻的影响。

企业营销渠道的营运资金管理主要涉及到企业产成品的销售、应收账款的收回等。企业产品的最终消费者是客户，销售活动是企业日常现金的根本来源，即客户是企业创造价值的实现点，企业对客户的社会责任履行情况，必然会影响到客户对其产品的接受程度，而对顾客社会责任履行较好的企业不仅能为企业开发潜在客户，还能保持现有客户的顾客忠诚，从而提高企业的市场占有率，促进产成品的销售。同时，上市公司作为公众公司，其一举一动都会影响到客户对其形象的改变，进而影响到客户对其产品的消费行为。企业对政府以及社区社会责任的履行情况直接关系到政府对企业提供的政策以及社区对企业的口碑相传。政府对企业政策的支持会提高消费者对企业的信心，社区对企业的口碑又能够提升企业的形象，这些都是企业产品的无声广告。而企业形象的提升以及消费者信心的提高都会潜移默化的影响到消费者的购买行为，使得企业的产品能拥有更多地客户，从而加快营销渠道营运资金的周转速度。

三、结论

本文以利益相关者理论作为研究的理论基础，通过实证方法系统的分析了企业对各利益相关者社会责任履行情况与营运资金管理绩效之间的相关性关系。得出如下结论：当企业认真履行企业社会责任，以利益相关者价值最大化作为经营目标时，能显著提升经营活动营运资金管理绩效。具体来说，企业对利益相关者的社会责任履行越好，企业经营活动营运资金管理绩效越好；当企业对员工社会责任履行的越好时，员工可以通过积极的工作，更多地为企业整体的利益着想，能显著提升采购渠道和生产渠道营运资金管理绩效；当企业对供应商社会责任履行越好时，能够与供应商建立起良好的合作伙伴关系，通过共享信息和共享资源的方式提升企业采购活动的效率，包括资金在采购活动上的周转效率，最终能显著提升采购渠道营运资金管理绩效；当企业对顾客、政府和社区的社会责任履行的越好时，能够树立企业良好的社会形象，增加企业的声誉价值，通过良好的社会形象以及消费者对企业的信赖，能加速企业产品的销售，能显著提升营销渠道营运资金管理绩效。

虽然企业的利益相关者性质各不相同，但是企业在履行社会责任时，不能忽视了任何一个利益相关者。要把利益相关者价值最大化作为企业经营的目标，只有这样才能实现企业的长稳健康发展。通过本文的研究也可以发现，企业通过履行对股东、债权人、供应商、职工、客户、政府以及当地社区的社会责任，这些利益相关者通过感受到企业对其社会责任的履行情况，利益诉求得到满足，在作出与企业经营相关的决策时，也就更倾向于为企业的经营带来资源的投入，越有利于企业的经营，能显著提升企业在经营过程中的营运资金管理效率。因此，企业在其经营发展过程中，应该考虑每一个利益相关者的利益诉求，把利益相关者价值最大化作为企业的经营目标，维护并确保每一个利益相关者的权利得到实现，认真履行企业应尽的社会责任和义务，促进企业长久的可持续发展。

四、对策建议

通过本文的分析可以看出，企业对各利益相关者社会责任履行的越好，经营活动营运资金管理绩效越好。鉴于此，本文对企业的经营提出以下建议：

第一，应该重视企业社会责任的履行。首先国家应该强调企业社会责任的重要性，使上市公司的社会责任报告从鼓励性披露变为义务性披露。其次，企业也要重视其社会责任的履行，要遵循并实施以企业社会责任观念为内涵的、基于利益相关者视角的企业治理模式。

第二，企业要重视每一个利益相关者的利益，维护好与各利益相关者的关系，积极履行对他们的社会责任。

第三，对不同的利益相关者社会责任履行情况会影响到企业不同渠道的营运资金管理绩效。在进行企业营运资金管理时，从根本上找出提升管理绩效的方法，通过积极的改进措施提升企业营运资金管理的水平。

主要参考文献

1. 何杰、曾朝夕："企业利益相关者理论与传统企业理论的冲突与整合——一个企业社会责任基本

分析框架的建立”，《管理世界》，2010 年第 12 期。

2. 周延风、罗文恩、肖文建：“企业社会责任行为与消费者响应——消费者个人特征和价格信号的调节”，《中国工业经济》，2007 年第 3 期。

3. 马龙龙：“企业社会责任对消费者购买意愿的影响机制研究”，《管理世界》，2011 年第 5 期。

4. Sayedeh Parastoo Saeidi, Saudah Sofian, Parvaneh Saeidi, Sayyedeh Parisa Saeidi, Seyyed Alireza Saaeidi: How does corporate social responsibility contribute to firm financial performance? The mediating role of competitive advantage, reputation, and customer satisfaction [J]: Journal of Business Research, 2015 (68): 341 - 350.

5. 夏黎明：“企业社会责任与利益相关者的双向循环模式”，《经济与管理》，2015 年第 12 期。

6. 隋敏：“社会资本对营运资金管理的影响机理研究”，《中南财经政法大学学报》，2013 年第 5 期。

第三章　精选案例

精选案例之一：

经济转型升级背景下的企业资本效率与利益相关者保护
——基于中核钛白重组的案例研究

朱大鹏　王竹泉

（对外经济贸易大学 国际商学院；中国海洋大学 管理学院；中国企业营运资金管理研究中心）

【摘要】本文基于中核华原钛白股份有限公司破产重整的典型案例，研究了我国国有上市公司在重组过程中利益相关者之间责任与利益的权衡及其对公司资本效率的影响。通过研究发现，企业并不是孤立存在的法人组织，企业经营发展过程中的每一个决策都关系到利益相关者的切身利益。中核钛白从濒临破产到重获新生，离不开企业利益相关者之间的相互妥协，从而使得各方利益得到妥善处理和保护，为后续企业资本效率的改善奠定了坚实基础。本文的研究结论为我国上市公司重组过程中利益相关者保护、资本效率提高以及国有企业市场化改革提供了有益参考。

【关键词】利益相关者；资金效率；重大重组

一、引言

改革开放 30 多年来，我国产业结构调整和升级进程持续加快，但在我国经济持续发展的过程中还存在诸多严重问题。部分地区和产业对资源过分依赖，企业创新研发能力不足等问题严重制约了我国经济发展速度和企业市场竞争力的提升。国有经济一直控制着国家经济命脉，对整个国民经济发展起主导作用。伴随着我国经济发展步入新常态，国有企业在我国经济转型的关键时期既面临重要战略机遇，同时也面临诸多矛盾风险。一方面，国有企业凭借其天生的政治关联优势可以获得大量稀缺资源、财政补助、银行信贷融资等宝贵资源，处于垄断行业的国有企业获取了超额的经济利润（罗党论等，2009）。另一方面，政府长期的“扶持之手”使得部分国有企业缺乏科学的企业管理理念以及对现代市场经济发展规律的充分认识，难以适应激烈的市场竞争。地方政府不断以各种形式为陷入经营困境的企业进行“输血”，市场中出现了一些无望恢复生气，但由于获得放贷者或政府的支持而免于倒闭的“僵尸企业”。在当前我国经济转型升级的大背景下，“僵尸企业”能否通过体制改革和并购重组恢复企业生命力，直接关系到我国国有企业的改革进程和整个社会经济资源的利用效率。

利益相关者理论的代表人物 Freeman（1984）曾指出企业需要平衡不同利益相关者的利益，不能只看重某个利益相关者的利益（或某一方面的责任），而忽视其他利益相关者利益（其他责任）。作为共和国长子的国有企业除了追求自身经济效益以外，还担负着维护社会稳定、创造就业机会、促进区域经济发展的重任，甚至还成为地方政府和官员“晋升锦标赛”的竞争筹码（林毅夫、李志赟，2004；Boubakri 等，2008；周黎安，2007；姚洋、张牧扬，2013）。资本是企业在营业活动中所垫支的从投资者处获取的投资（王竹泉，2005）。资本效率一直是企业财务分析的核心内容，与企业各方利益相关者密切相关。一方面，各利益相关者通过与企业签订一系列正式或非正式契约，将直接或间接地影响企业资本效率。另一方面，广义的资本范畴涵盖了企业不同利益相关者向企业注入的资本，包括财务资本、物质资本、智力资本、社会资本等。资本效率实际反映了各利益相关者资本的投入产出效率。所以，国有企业在市场化改革进程中需要兼顾不同利益相关者的利益需求，实现重组带来的协同效应和资本效率的改善。

中核华原钛白股份有限公司（以下简称“中核钛白”）是一家诞生在我国大西北戈壁核工业基地的国有上市公司，曾经由于经营管理不善，无法适应激烈的市场竞争而濒临破产。后经政府、股东等

多方利益相关者协调努力，企业重获新生。通过对中核钛白案例的动态分析我们发现，对于兼顾各方利益相关者利益的企业，其重组进程更加顺畅，重组后企业的资本周转率和资本回报率明显改善。中核钛白破产重整案例是国有企业市场化改革的典型代表，也是我国资本市场发育过程中的标志性事件。从实践意义上来说，中核钛白重大重组为我们提供了一个很好的案例来深刻理解我国国有企业为维护社会安定、保证劳动就业所承担的“政策性负担”，对于完善我国企业利益相关者保护制度具有积极意义。其次，在当前我国经济转型升级和混合所有制改革背景下，本案例也为我国国有企业提高资金使用效率、淘汰落后产能，转变发展方式，完成市场化改革提供了有益借鉴和参考。

二、案例介绍

（一）中核钛白基本概况

中核钛白的前身是中核四〇四总公司所属的二级独立核算生产单位。中核四〇四总公司（原名国营四〇四厂）是1958年经中央专委批准建设的我国最早、最大的核技术生产、科研基地。当年大批国防科研人员积极响应国家号召，奔赴西北戈壁投身于新中国核工业建设和核武器研发事业。后来，他们及他们的配偶子女大部分扎根在这座位于河西走廊上的“核城”。四〇四厂为了安置员工家属成立了专门从事钛白粉生产的钛白粉厂。2001年，经原国家经贸委批准，中核钛白由中核四〇四总公司、中国信达资产管理公司、中国东方资产管理公司、大唐八零三发电厂和甘肃矿区粮油购销公司共同发起设立。中国信达通过债权转股权成为中核钛白的第一大股东。公司主要从事钛白粉、硫酸亚铁等化工产品的研制、开发、生产和销售。中核钛白是国内最早引进硫酸法钛白粉生产技术的企业，2006年公司钛白粉产量4.05万吨，位居国内前三位。2007年，中核钛白成为甘肃省第一家取得A股中小板上市资格的企业，股票代码002 145。此次上市，中核钛白一共获得3亿元人民币的股权融资。

2009年，受全球金融危机影响，国内外钛白粉市场需求受到剧烈冲击。长期生活在体制温室里的中核钛白难以适应残酷的市场竞争。自2009年以来，中核钛白生产经营每况愈下，濒临破产。从2007年到2009年，中核钛白营业收入大幅下降，分别为4.69亿元、2.89亿元和1.39亿元。2008年和2009年净资产收益率分别为-48.44%和-43.31%，创下中小板股票市场之最。连续两年的巨额亏损不仅使中核钛白面临退市风险，也使公司资金链濒临断裂。图3-1显示，中核钛白2009年存货积压严重，且已无力偿还对供应商所欠货款。存货周转期和应付账款周转期均大于365天。由于公司流动资金十分紧张，生产线一直未能全部恢复正常生产。2011年，中核钛白的净资产收益率、流动比率和资产负债率均达到最低（高）点。2011年11月，嘉峪关市人民法院正式受理了中核钛白的破产重整申请案。

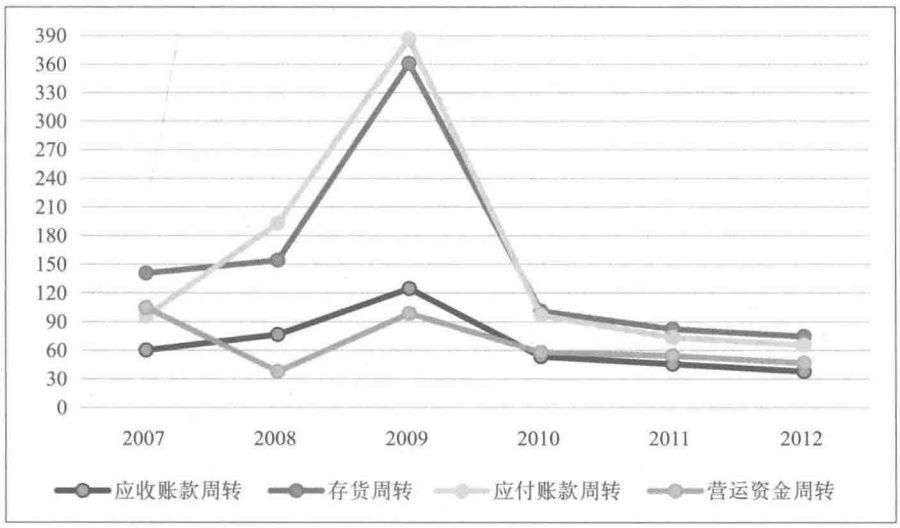


图3-1　2007年-2012年中核钛白营运能力指标　单位：天数

（二）中核钛白重组进程及结果

面对中核钛白连续两年的巨额亏损，公司第一大股东中国信达资产管理公司及第二大股东中核四〇四有限公司积极寻求合作方，希望通过资产重组改善公司经营状况。从2009年到2012年，中核钛白历时近四年完成破产重整。企业重组以后，原第一大股东中国信达退出中核钛白，中核四零四股权份额不变，安徽金星钛白（集团）有限公司董事长李建峰以15.7%的股权份额成为中核钛白第一大股东，并出任中核华原钛白股份有限公司董事长。见表3-1。

表3-1　　中核钛白重组案例大事件表

时间	事件
2009年11月16日	中核钛白与江苏金浦集团签订了《资产重组意向书》。相关各方拟通过股权转让、资产置换与债务清偿、非公开发行股票购买资产对公司实施重组。
2010年12月28日	中核钛白与山东东佳集团股份有限公司签订了《托管协议》，托管期限自2010年12月28日至2011年8月31日。托管期结束后东佳集团决定不再续期。
2011年2月18日	由于与江苏金浦集团的重组方案涉及房地产业务，2010年10月中国证监会公布已暂缓受理房地产开发企业重组申请的通知，中核钛白正式终止了本次重大资产重组。
2011年4月21日	中核钛白因不能清偿到期债务且有明显丧失偿还能力的可能，公司债权人天水二一三机床电器厂兰州天兰机电产品经营部向甘肃省嘉峪关市人民法院提出对中核钛白进行破产重整的申请。
2011年8月8日	中核钛白与安徽金星钛白（集团）有限公司（以下简称“金星钛白”）签订了《托管协议》，托管期限自2011年9月1日至2012年8月31日。
2011年11月30日	嘉峪关市人民法院正式受理了中核钛白的破产重整申请案。同时指定中核钛白清算组为管理人，并继续委托公司托管方金星钛白对中核钛白实施托管经营。
2012年1月12日	中核钛白重整案第一次债权人会议召开。
2012年7月27日	中核钛白重整案第二次债权人会议召开，会议以超过90%的票数通过了表决通过了《中核华原钛白股份有限公司重整计划草案》。
2012年7月31日	嘉峪关市人民法院批准中核钛白的重整计划，同时终止重整程序。
2012年11月15日	中核钛白收到嘉峪关市人民法院《民事裁定书》，公司重整计划执行完毕。

三、案例分析与讨论

（一）兼顾各方利益相关者的策略分析

职工是企业的重要利益相关者，通过向企业投入劳动技能和人力资本获取报酬维持生计。现代企业中的工会组织、监事会成员的职工代表比例以及2008年颁布实施的《劳动合同法》都有效地保护了企业职工的合法利益。中核钛白的主要发起人中核四〇四总公司曾为我国成功爆炸第一颗原子弹和氢弹作出了无可替代的历史性贡献。中核钛白现有员工的父辈都曾经为我国核军工事业的发展作出过重大贡献和牺牲。位于西北戈壁的中核钛白不仅是一家钛白粉生产企业，更担负着解决我国核工业科研专家家属和子女工作安置的重任。虽然已有大量实证研究结果证明以超额雇员为主要表现形式的政策性负担对公司绩效可能产生非常重要的负面影响（Liao等，2009；刘春和孙亮，2013），但是在中核钛白重组过程中，企业员工的饭碗和利益得到了最大限度的保全。托管方金星钛白董事长李建峰亲自找员工谈话进行思想动员；并依据相关规定，向全体中核钛白职工发放置换国有企业职工身份的经济补偿金，重新签订新的劳动合同。保护员工利益不仅因为他们是生活在西北戈壁的“核一代”的子女，也是国有企业实现市场化改革过程中必须担负的责任。

股东作为企业重要的出资人，既可以获取高额的投资回报，同时也是企业风险的主要承担者。本次重组前，中核钛白第一大股东中国信达资产管理公司，持有中核钛白40.25%的国家股。该公司于1999年经国务院批准成立，是集中管理和处置从商业银行收购的不良贷款的国有独资金融企业。在中核钛白破产重整过程中，中国信达资产管理公司并没有因为要急于摆脱“烫手的山药”而进行简单的

上市公司卖壳重组处理。作为第一大股东，中国信达资产管理公司一直与第二大股东中核四〇四有限公司还有聘请的企业破产重整顾问积极寻找具备真正接盘能力的民营企业。为了彻底解决中核钛白所欠债务问题，中国信达和中核四零四有限公司出资 2 000 万以提高债权人清偿比例，保证中核钛白重组顺利进行。最后，中国信达顺利退出中核钛白，原所持股权划归李建峰等股东所有。

银行和供应商都是企业资金的提供者。银行债权人为了保证借款企业按期偿还贷款本息，通过签订正式债务契约的方式来约束债务人的日常经营活动和理财行为。例如：要求债务人提供资产抵押、债务担保，限制借款企业股利支付、举借新债等。商业信用是银行贷款的一种替代性融资方式，一定程度上可以帮助企业缓解融资约束。商业信用产生的经营性动机理论认为供应商通过向客户企业提供商业信用可以降低交易成本、扩大销售以实现近期利润最大化目标及远期经营目标（Ferris，1981；Schwartz，1974）。但是商业信用与银行贷款的不同之处在于，商业信用只是企业与供应商签订的一项交易契约，缺少抵押条款对债权的保护。一旦企业陷入经营困境进入破产重整程序，供应商就变成了债权人中的弱势群体。在中核钛白重组过程中，本来法院是可以不顾小额债权人的反对，强行裁定批准重整方案。但是为了保证企业后续正常运转，除了在执行期限内完成银行借款清偿，中核钛白前两大股东出资 2 000 万元将一百六十多名小额债权人的清偿比例从 40% 提高到 70%。同时，供应商也做出让步接受 70% 的清偿比例并在第二次债权人会议以超过 90% 的票数通过了破产重整方案。

政府是企业重要的外部利益相关者。Shleifer 和 Vishny（1994、1998）提出了“政府掠夺之手理论”和“政府支持之手理论”来解释政府干预行为。中国作为兼具新兴加转轨市场特征的社会主义国家，政府在市场经济运行和社会资源配置过程中发挥了不可忽视的作用。以中核钛白破产重整为例，甘肃省嘉峪关市政府对中核钛白的破产重整进行了直接的指导，成立了以政府副市长为组长，相关职能部门领导为主要成员的管理人团队，负责制定出资人权益调整方案等破产重整计划。在整个重整过程当中，牵涉到的利益相关方之多、影响之大是一般企业所不能企及的（巩固，2015）。通过政府相关部门的支持与配合，重整计划在较短的四个月执行期限内顺利完成，使中核钛白的利益相关者的权益能够得到妥善安排。政府也实现了维护社会稳定、缓解就业压力、保护社会整体利益的目标。

（二）企业重组后的资本效率分析

表 3－2　　**中核钛白重组后主要财务指标**　　单位：元

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
营业收入	440 234 723.21	158 527 4 949	173 441 5 092	162 940 3 818
营业利润	－122 728 863.99	21 267 980.53	58 907 503.12	－123 706 013.90
每股收益	0.01	0.042	0.076	－0.235
净资产收益率	1.42%	1.46%	2.47%	－6.86%
总资产增长率	－9.92%	68.20%	29.27%	23.31%

企业在重组过程中对利益相关者的兼顾为公司日后缓解债务负担、恢复正常生产经营铺平道路。重组后金星钛白的优质资产注入中核钛白，与公司现有资产形成了协同效应和规模优势，进一步降低了生产成本，提高了产品质量。中核钛白的钛白粉产能、固定资产规模、营业收入、净利润等指标均处于国内同行业领先水平。从表 3－2 可以看到，自 2012 年之后的三年，中核钛白营业收入大幅提高，每年达到 15 亿元以上；公司营业利润实现扭亏为盈，从 2012 年到 2014 年稳步增长，2015 年受到国内经济增速放缓、行业价格竞争加剧的影响，公司盈利能力有所减弱；但公司总体发展能力良好，总资产增长率维持在较高水平。

表 3-3　　中核钛白及主要竞争对手资本周转率分析　　单位：天

时间	项目	中核钛白	安纳达	攀钢钒钛	佰利联	宝钛股份
2012	应收账款周转期	37.73	2.10	9.74	21.90	68.51
	存货周转期	74.75	77.45	35.96	97.60	337.16
	应付账款周转期	92.92	49.68	68.15	48.50	83.20
	营运资金周转期	19.55	29.87	-22.45	71.00	322.47
2013	应收账款周转期	30.22	13.19	13.89	39.77	65.79
	存货周转期	80.52	129.79	35.31	97.67	343.90
	应付账款周转期	59.02	95.58	70.64	47.24	66.19
	营运资金周转期	51.72	47.41	-21.44	90.21	343.50
2014	应收账款周转期	47.36	14.42	20.73	48.64	59.42
	存货周转期	99.76	87.73	39.43	86.84	329.10
	应付账款周转期	80.96	67.85	88.45	53.87	56.43
	营运资金周转期	66.17	34.30	-28.28	81.61	332.09
2015	应收账款周转期	73.19	23.82	26.99	44.11	75.54
	存货周转期	117.77	85.62	51.06	89.68	389.08
	应付账款周转期	96.69	83.38	129.88	63.79	66.88
	营运资金周转期	94.27	26.06	-51.83	70.00	397.74

我们进一步对中核钛白及同行业内其他四家龙头企业安纳达（002136）、攀钢钒钛（000629）、佰利联（002601）和宝钛股份（600456）的资金效率进行对比分析。从横向对比来看，中核钛白（002145）重组以后，公司营运能力显著恢复，应收账款周转期、存货周转期、应付账款周转期以及营运资金周转期指标在五家上市公司中位列中游，且没有出现极大（小）异常值。公司总体营运资金管理绩效优于佰利联（002601）和宝钛股份（600456）。从纵向对比来看，2012 年至 2015 年中核钛白营运能力指标没有出现大幅波动现象，2013 年营运资金周转期达到最低点。2015 年，公司盈利能力和营运能力虽有所下降，但其下降幅度与 2009 年破产重整前相比，尚处于正常可接受范围内。见表 3-3。

表 3-4　　中核钛白资本回报率分析

时间	总资本回报率	经营资本回报率	投资资本回报率	自有资本效率
2012-12-31	-40.45%	-37.65%	0.00%	2.79%
2013-12-31	4.22%	4.02%	13.83%	1.46%
2014-12-31	4.95%	4.75%	18.10%	2.18%
2015-12-31	-1.02%	-1.33%	2.22%	-5.36%

根据王竹泉（2015）提出的资本概念界定和资本效率分析体系，本文计算了中核钛白的总资本回报率等指标。通过表 3-4 可以看出，2012 年中核钛白完成重组以后，公司总资本回报率、经营资本回报率趋于正常、稳定。虽然公司投资活动涉及金额较少，但依然取得了较为可观的投资资本回报率。尤其是在 2015 年公司产品经营不景气的情况下，公司取得了 2.22% 的正投资资本回报率。伴随着企业总资本的扩张，投资资本规模也在大幅增加。投资活动作为企业重要的营业活动，其运用资本实现资金保值增值的功能日益得到企业经营者的重视。这说明利益相关者在此次重组过程中的相互妥协确实为接下来优质重组方进驻企业并启动一系列改革措施奠定了坚实基础，对中核钛白资本效率的改善至关重要。

四、研究结论与启示

本文通过对中核钛白重组的典型案例研究，系统分析了国有企业在破产重整和市场化改革进程中

各方利益相关者的责任承担与利益保护以及重组完成后对企业资本效率的影响。本文研究发现，国有上市公司重组业务不是简单的“壳资源”买卖问题，还涉及到深化经济体制改革、维护社会稳定等深层次的国有企业社会责任问题。在重组过程中，企业职工、中小股东和供应商债权人这些弱势群体的利益得到最大限度地妥善处理将显著提升重组后的公司绩效和资本效率。通过中核钛白成功重组的案例，我们可以得到以下启示：

首先，完善企业利益相关者保护制度。根据 Freeman（1984）对利益相关者的定义，企业利益相关者的切身利益与企业经营决策密切相关，同时又可以影响企业决策的实施效果。忽视利益相关者的权益保护和利益相关者在公司治理和经营决策中发挥的作用，最终将损害企业价值和企业所有利益主体的利益。因此，企业需要进一步完善利益相关者保护制度，尝试拓展利益相关者参与公司治理的途径，在企业重大决策中切实保护好弱势利益相关者的权益。

其次，关注企业的经营使命与社会责任。我国国有上市公司，特别是“僵尸企业”的并购重组不仅担负着推动企业跨越式发展的责任，而且也是促进我国产业转型的重要推手（崔智生和李鑫，2011）。无论是重组企业还是被重组企业都担负着提升企业国际竞争力、优化产业结构、保障经济运行和维护社会稳定等多重目标的重任。郑海航和孟领（2011）指出央企重组的多目标性是央企重组难以顺利推进的一个因素之一。所以，重组参与方在追求“企业利润最大化”的同时，还需要树立正确的企业经营使命，在当前我国经济转型升级的关键时期积极承担社会责任。

最后，重视企业资本效率的改善。从 2008 年金融危机中出现的企业破产案例来看，资金链断裂成为公司破产倒闭的最大杀手。资本周转率的恶化对企业陷入经营困境可以起到预警作用。同时，资本效率是资本市场投资者和企业改观及时纠正资金错配、促进经济结构转型升级的重要依据（王竹泉，2016）。企业的营运资金管理绩效不仅与企业内部管理水平相关，同时与股东、债权人、上游供应商、下游客户经营合作关系密切（朱大鹏，2015）。兼顾企业不同利益相关者的利益，倡导利益相关者共同参与治理，将有助于改善我国上市公司资本效率现状。

主要参考文献

1. 崔智生、李鑫：“产业转型背景下的上市公司并购重组”，《中国金融》，2011 年第 16 期。

2. 段海涛：“拒绝重组 * ST 钛白，东佳集团或二次 IPO”，http：//msn. finance. sina. com. cn/gdxw/20110707/2301160091. html。

3. 李亮子：“‘破僵’——中核钛白破产重整记”，《国企管理》，2016 年第 17 期。

4. 林毅夫、李志赟：“政策性负担、道德风险与预算软约束”，《经济研究》，2004 年第 3 期。

5. 刘春、孙亮：“政策性负担、市场化改革与国企部分民营化后的业绩滑坡”，《财经研究》，2013 年第 1 期。

6. 罗党论、刘晓龙：“政治关系、进入壁垒与企业绩效——来自中国民营上市公司的经验证据”，《管理世界》，2009 年第 5 期。

7. 王竹泉等：《营运资金发展报告 2015》，中国财政经济出版社 2015 年版。

8. 王竹泉：“‘十三五’应是资金效率分析创新的 5 年”，《中国会计报》2016 年版。

9. 姚洋、张牧扬：“官员绩效与晋升锦标赛——来自城市数据的证据”，《经济研究》，2013 年第 1 期。

10. 张祥建、徐晋、徐龙炳：“高管精英治理模式能够提升企业绩效吗？——基于社会连带关系调节效应的研究”，《经济研究》，2016 年第 3 期。

11. 郑海航、孟领：“中央企业重组的历史沿革及发展研究”，《财经问题研究》，2011 年第 3 期。

12. 周黎安：“中国地方官员的晋升锦标赛模式研究”，《经济研究》，2007 年第 7 期，第 36 - 50 页。

13. 朱大鹏：“基于利益相关者视角的企业营运资金管理策略研究”，《财会通讯》，2015 年第

3 期。

14. 中核钛白（002145）年度报告 . http: //money. finance. sina. com. cn/corp/view/vCB _ Bulletin. php? stockid = 002145&type = list&page_ type = ndbg

15. Boubakri, N., Cosset, J. C., Saffar W. 2008. Political Connections of Newly Privatized Firms. Journal of Corporate Finance, 14 (5): 654 - 673.

16. Ferris, J. S. 1 981. A Transactions Theory of Trade Credit Use. The Quarterly Journal of Economics, 96 (2): 243 - 270.

17. Freeman, R. E. 1984. Strategic management: A stakeholder approach. Boston: Pitman.

18. Liao G, Chen X, Jing X, Sun J. 2009. Policy Burdens, Firms Performance and Management Turnover. China Economic Review, 20 (1): 15 - 28.

19. Schwartz, R. A. 1974. An Economic Model of Trade Credit. The Journal of Financial and Quantitative Analysis, 9 (4): 643 - 657.

20. Shleifer, A., R. W. Vishny. 1 998. The Grabbing Hand: Government Pathologies and Their Cures. Cambridge, MA: Harvard university press.

21. Shleifer, A., R. W. Vishny. 1 994. Politicians and Firms. Quarterly Journal of economics, 109 (4): 995 - 1025.

精选案例之二：

利益相关者视角的企业融资方式及其风险研究

张晓敏

（中国海洋大学会计硕士教育中心 中国企业营运资金管理研究中心）

【摘要】资金是企业的“血液”，决定着企业的生存和发展，融资一直是企业重点关注的问题。本文尝试从利益相关者的价值取向出发，基于与利益相关者合作共赢的角度来研究企业的融资方式，从风险产生的源头来识别和界定融资风险，以为从根本上规范和指导企业的融资活动，提高资金管理水平以及促进与利益相关者的共同发展提供思路借鉴。

【关键词】利益相关者；融资方式；风险；格力电器

一、引言

随着资金管理研究的不断深入，营业活动的范畴等得到了拓展，不仅经营活动需要筹资活动的支持，投资活动的开展也依赖着筹资活动的顺利进行，融资活动在企业经济活动中的地位越来越重要。一方面，传统的融资研究大多从契约角度展开，且重点关注股东和债权人这些与企业明确签订融资契约的利益相关者，而将与企业业务息息相关的为企业提供大量信用资金的政府、供应商、客户等利益相关者排除在外，这并不符合当下企业的融资现实，对融资理论的发展产生了约束；另一方面，随着经济的大融合，越来越多的利益相关者对企业发展表现出强烈的参与性，企业已经无法单靠内部利益相关者来实现自身发展，必须跨越企业边界，寻求利益相关者的配合与支持，探寻与利益相关者协同解决问题的方案[①]。本文基于利益相关者的视角研究企业的融资行为，从利益相关者的价值目标这一根源因素来研究融资风险，并且跳出了传统的研究框架，将股东和债权人之外的其他利益相关者纳入融资研究视野，从整个资本周转过程看企业资金的流动，丰富了企业融资理论，将融资研究平台变得更加宽广且贴近现实。

二、理论分析

（一）利益相关者研究界定及分类

与一个企业价值创造相关的资本所有者独立或与其他资本所有者合作出资，通过选择不同的资本

① 王竹泉、杜媛：“利益相关者视角的企业形成逻辑与企业边界分析”，《中国工业经济》，2012 年第 3 期。

契约共同组建了企业，并根据投融资契约约定的收益分配方式分享企业所创造的价值增值。从广义的角度来看，一个企业的利益相关者可能包括创始人、控股股东、战略投资者、风险投资者、经理人、员工、银行、政府、供应商、客户等。这些利益相关者通过资金、技术、劳动等不同形式的资本投入参与企业的价值创造、享受收益分配并承担一定的风险。从狭义的角度来看，与企业资金融通相关的利益相关者主要指的是股东和债权人两大类，股东又具体分为控股股东、战略投资者、机构投资者等利益主体，债权人又分为银行、债券持有人等金融性债权人和供应商、客户等基于商业信用而形成的营业性债权人。传统的关于企业融资问题的研究主要集中在以资本结构为主的长期融资，涉及的利益相关者主要是股东和金融性债权人，而随着短期债务中的应付项目和预收项目发挥出越来越稳定和强大的资金吸纳作用，其融资功能已然显现，从利益相关者研究的角度，必须把供应商和客户这两大供应链上的利益主体纳入研究范畴。

本文根据与企业签订企业契约还是交易契约将利益相关者分为内部利益相关者和外部利益相关者。内部利益相关者主要包括各种类型的股东，外部利益相关者从融资的角度来看主要包括各种性质的债权人。本文将从内外两个角度分别就企业的融资问题进行探讨。

（二）融资方式选择对风险的作用机理分析

1. 从利益相关者价值目标看融资方式与风险间的逻辑关系

不同融资方式意味着为企业投入资本的利益相关者不同，利益相关者为企业投入资本其本质的价值目标均可归结为资本价值最大化，但由于各利益主体存在差异，所以其要求的资本价值最大化的内容和形式并不一致。各个投入资本的利益相关者将根据各自的价值目标负担不同数量和性质的风险，并依据其承担风险的大小在与企业签订的契约中要求不同的利益回报。一旦企业的价值创造能力满足不了利益相关者价值最大化的要求或者企业的营业活动无法正常开展时，各利益相关者就会考虑撤出资本，企业就可能出现资金链断裂的风险、陷入资金困境。基于此，企业的经理人必定会主动采取措施来保证各利益相关者投入资金的增值性和安全性，控制利益相关者所承担的投资风险，以最终降低企业自身的融资风险。从利益相关者的价值目标这一角度，我们可以发现融资方式选择其实是企业财务风险形成的逻辑源头。

2. 从资本周转过程看融资方式选择对风险形成的作用机理，见图 3－2。

图 3－2　产业资本周转过程

资本必须在运动中才能实现其价值增资。一般来说，企业的产业资本需要依次经历资金准备、生产、销售三个紧密联系的环节。资本循环通常起始于准备阶段，资本以股权资本和长期债权资本的形式进入企业，相应变换货币资本、生产资本以及商品资本等不同的职能形式，历经生产阶段和销售阶段并最终回到原来的出发点，完成整个资本周转过程并实现资本价值增殖。这个资本周转过程适用于传统的融资模式，而在这一融资模式下，企业主要依赖于期限长且稳定的长期资本融通。从资本周转过程来看，股权融资和长期债权融资的融资方式下资金周转过程较长，其资本的价值实现和价值增值会受到整个资本周转速度和营运能力、生产阶段对供应商资本的占用以及销售阶段客户资本的获取等因素的影响，这些也相应成为经理人风险控制的重点区域。

当资本以供应商资本的形式进入企业时，资本循环从生产阶段开始经过销售阶段并最终回到生产阶段。在这一资本周转过程中，资本是对供应商货款的临时性占用，形成企业的应付账款融资。这一融资方式下，资本从生产阶段开始周转并跨越了资金准备阶段，其价值的实现和增值取决于销售的实现和客户资本的注入，以及生产和销售阶段中其他风险的控制。对于经理人来说，这一融资方式下，

风险的控制区域应侧重于生产和销售过程，同时也应重视客户资本注入的影响。

当资本以客户资本的形式进入企业时，资本循环从销售阶段开始途径生产阶段并最终结束于销售阶段，期间资本由客户提供，相应地形成预收账款融资。一般来说，销售阶段客户资本的回收是各种资本周转完成的标志。在销售阶段客户提前投入资本形成预收账款，资本周转在形式上得以完成，但要在事实上完成整个周转还需要顺利完成生产经营。从资本周转过程来看，基于客户关系的预收账款融资方式下，经理人风险控制的重心应放在生产阶段。

三、案例分析

珠海格力电器股份有限公司（000651）是一家集研发、生产、销售、服务于一体的国际化家电企业。格力电器于2006年开始股权分置改革，改变了国有股一股独大的局面，实现了多元化的股东持股结构，使得格力电器既具备了民营企业的灵活性，又拥有国有企业抵抗风险的能力。格力电器2014年实现营业总收入1 400.05亿元，同比增长16.63%；归属于上市公司股东的净利润为141.14亿元，同比增长29.84%。

（一）基于内部利益相关者的格力电器融资方式与风险分析

从股东视角来看，其对企业不存在还本付息的要求，保持合理的权益资本比重一定程度上可以缓解企业的偿付压力，降低融资风险。但股东资本的使用并不是完全无风险的，如果资金使用效率低下而无法满足股东的投资报酬期望，就很可能引起企业的股票价格下跌，使筹资难度加大，资本成本上升。

本文选取了股东权益比率来分析格力电器的资本结构，选取了营业收入、净利润、每股收益、净资产收益率等指标来分析格力电器的业绩情况和资金使用效率。见图3-3和图3-4。

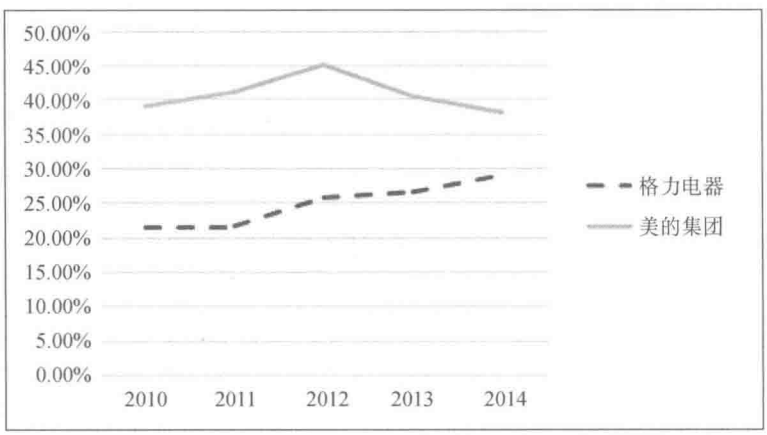


图3-3 格力电器和美的集团的股东权益比率

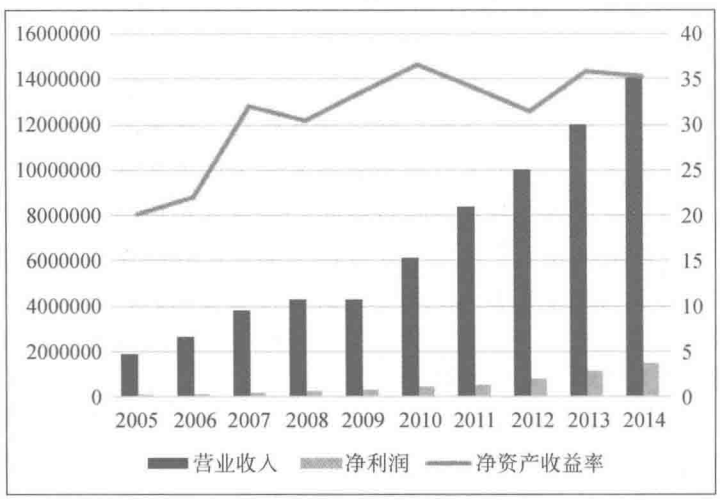


图3-4 格力电器2005年以来业绩趋势图

（二）基于外部利益相关者的格力电器融资方式与风险分析

1. 银行视角的格力电器融资方式与风险研究

从银行角度来看，其对企业投入的是有息负债，所以评价企业对银行的偿付能力主要是指对银行有息债务的还本付息能力。从格力电器的报表项目来看，有息负债主要包括短期借款、一年内到期的非流动负债以及长期借款三项，其中前两项是短期有息负债，而长期借款是长期有息负债。

本文选取了速动比率、现金比率、产权比率等指标并根据研究需要对其做了相关修正后来分析格力电器对银行的偿付能力，如表3-5所示。通过分析可以印证有息负债并不是格力电器债务融资的主要方式，借款费用也不是瓜分格力电器利润的主要压力，其对格力电器构不成主要的财务风险。

表3-5　　格力电器偿债能力财务指标

财务指标	2010	2011	2012	2013	2014
有息负债/负债总额（%）	7.31	11.24	8.80	5.74	7.14
速动资产/短期有息负债（%）	22.61	11.04	11.24	21.37	19.78
现金/短期有息负债（%）	7.98	3.26	4.80	9.09	9.67
利息保障倍数	32.97	37.59	39.19	57.77	74.34
现金流量利息保障倍数	3.89	19.40	80.24	57.12	82.91

数据来源：根据格力电器2010~2014年年报数据整理。

2. 供应商视角的格力电器融资方式与风险研究

供应商资金在格力电器融资结构中占比39%，是格力电器使用最多的资金来源。一旦供应商要求及时还款，就必须考虑格力电器对资金风险的应对能力。本文从偿付能力和资金运营速度两个角度来考察格力电器对供应商资金风险的应对能力。

（1）偿付能力。由于格力电器同时使用供应链下游经销商的预收账款作为融资的方式之一，所以，需要用存货来优先偿付对经销商的预收款项以防范融资风险，所以在研究格力电器对应付款项的偿付能力时，将不再考虑存货，在这一部分对供应商的可偿付资产=货币资金+交易性金融资产+应收账款+应收票据+应收利息+其他应收款，经计算可以发现，对供应商的可偿付资产与应付款项的比值保持在1以上且呈现持续增长态势，表明格力电器充分具备了对供应商所融通资金的偿付能力。见表3-6。

表3-6　　格力电器2010~2014年对供应商应付款项的偿付能力　　单位：万元

项目	2010	2011	2012	2013	2014
应付票据	8 944	10 644	7 983	8 230	6 881
应付账款	13 794	15 636	22 665	27 434	26 784
可偿付资产-存货	38 985	51 826	65 975	89 010	109 310
（可偿付资产-存货）/应付款项	1.71	1.97	2.15	2.50	3.25

数据来源：根据格力电器2010~2014年年报数据整理。

（2）运营速度。对于供应商资金使用的风险来说，持续改进运营速度，以运营速度挤压资金风险才是主动的防御策略[①]。一般来说，只要企业能够保持一定的流动性，合理安排流动资产和流动负债的数量及期限，加速存货和应收账款的周转，就可以动态地保证企业的偿债能力。从表3-7可以看出，格力电器的周转期明显高于美的集团，说明格力电器的运营速度并不理想，其动态保证对供应商货款偿付能力的水平偏弱。

① 姚宏、魏海玥："类金融模式研究——以国美和苏宁为例"，《中国工业经济》，2012年第9期。

表 3-7　　格力电器和美的集团的运营速度　　单位：天

年份	格力电器		美的集团	
	流动资产周转期	扣除货币资金后的流动资产周转期	流动资产周转期	扣除货币资金后的流动资产周转期
2010	293.37	178.40	120.30	96.66
2011	277.16	208.67	136.85	103.76
2012	288.21	205.55	220.96	159.70
2013	290.49	186.66	159.82	118.57
2014	296.60	173.28	195.49	167.44

数据来源：根据格力电器和美的集团 2010～2014 年年报数据整理。

3. 经销商视角的格力电器融资方式与风险研究

对于预收账款融资来说，其偿债方式就是及时交付货物，因此在这种融资方式下，识别融资风险首先要考虑企业存货对预收账款的保障程度。表 3-8 中，在 2010 年-2014 年间，存货与预收账款金额之比在 1 左右浮动，平均值为 1.06，且该比例从 2012 年开始有上升的趋势，这表明对于格力电器来说，自身的存货基本能够满足对预收账款的偿付要求，且存货对预收账款的保障能力在加强，利用经销商预付的款项来满足企业资金需求所带来的融资风险逐步缩小。

表 3-8　　格力电器 2010～2014 年对经销商预收账款的偿付能力　　单位：万元

项目	2010	2011	2012	2013	2014
预收账款	1 200 621	1 975 269	1 663 011	1 198 643	642 772
存货	1 155 916	1 750 310	1 723 504	1 312 273	859 909
存货/预收账款	0.96	0.89	1.04	1.09	1.34

数据来源：根据格力电器 2010～2014 年年报数据整理。

四、研究结论

本文从契约的签订者——利益相关者的价值取向出发，基于利益相关者理论来研究企业的融资方式、识别融资风险，克服了传统研究的不足，并且对从根本上规范企业的融资行为，提高资金管理水平以及促进与利益相关者的共同发展具有重大意义。本文的研究结论如下：

首先，对利益相关者进行研究界定和分类。从企业融资的角度确定的利益主体主要是股东和债权人，而债权人进一步包括了银行、债券持有人等要求还本付息的金融性债权人和供应商、客户等基于商业信用提供无息资金的营业性债权人。根据与企业签订契约性质的不同，可以将利益相关者分为内部利益相关者和外部利益相关者两大类。其次，从资本周转过程和利益相关者的价值目标两个角度探讨企业融资风险的形成机理，认为企业融入不同利益相关者的资本所承担的风险大小取决于利益相关者的价值目标和资本周转各个环节的配合。最后，选取格力电器作为研究案例，分别分析与该企业融资相关的各利益主体的价值目标，并在此基础上通过对传统指标的修正来分析格力电器所面临的融资风险的大小，通过总结格力电器成功的经验以期为与格力电器在企业性质、市场地位、公司治理以及经营水平等方面类似的企业提供借鉴：

1. 企业应当制定多元化的融资策略，采用多种融资方式以保证资金来源的稳定性和降低融资风险。企业可以充分利用商业信用融资，同时应当有效利用内源性融资以支持企业扩大生产规模、保证企业更长远的发展，辅助使用股权融资和银行借款以保证资金结构的稳定性。

2. 在短期债务中，基于商业信用的营业性债务融资一定程度上可以替代银行借款。市场地位较高、供应链关系良好的企业可以凭借自身优势充分利用营业性债务融资，既可以降低资金使用成本、提高资金使用效率，又可以降低融资风险，但同时也要控制信用风险以防与合作方关系破裂而导致资

金链断裂。

主要参考文献

1. Campello, M., E. Giambona, J. Graham, and C. 2011. Liquidity Management during a Financial Crisis. Review Har - and Corporate Investment In Financial Studies, 24 (6): 1944 - 1979

2. Love, I and Financial 125 ~ 147, and R. Zaidi. 2010. Trade Credit, Bank Crisis. International Review oI Financ; e, 10 Credit (1):

3. 王风华、王竹泉："利益相关者管理与营运资金管理协同的策略选择"，《财务与会计（理财版）》，2014 年第 2 期。

4. 王竹泉、杜媛、孙莹、王苑琢："利益相关者视角的资金管理：机理与策略"．《财务与会计（理财版）》，2014 年第 3 期。

5. 王竹泉、杜媛："利益相关者视角的企业形成逻辑与企业边界分析"，《中国工业经济》，2012 年第 3 期。

6. 杜媛、米雪："基于供应链上下游的类金融模式构建与风险评价——以格力电器为例"，《财务与会计（理财版）》，2013 年第 11 期。

7. 杜媛、王竹泉："基于投资者关系的资金管理策略"，《财务与会计（理财版）》，2014 年第 3 期。

8. 杜媛、李中山："营运资金融资模式及其财务风险控制点研究"，《财务与会计（理财版）》2013 年第 7 期。

9. 王竹泉："重新认识营业活动和营运资金"，《财务与会计（理财版）》2013 年第 4 期。

10. 姚宏、魏海玥："类金融模式研究——以国美和苏宁为例"，《中国工业经济》，2012 年第 9 期。

精选案例之三：

中国建筑股份有限公司类金融模式及其对营运资金的影响分析

杜康丽

（中国海洋大学会计硕士教育中心 中国企业营运资金管理研究中心）

近年来，类金融模式作为企业发展的重要助力已经在家电零售业、服务业等行业广为应用，其本质是依靠商业信用占用企业供应链上下游资金供自己长期使用的一种商业融资行为。中国建筑股份有限公司利用自身的良好的商业信用与规模优势等条件，通过延迟支付承包商的工程款以及供应商货款、预收客户项目款等方式，占用上下游企业的资金，使得企业存在大量的应付及预收账款。企业应收及预付账款的变化不但影响着企业的资产负债结构，还影响着企业的经营活动，那么，类金融模式会对营运资金产生怎样的影响？我们将对其类金融模式进行解构，探究其对营运资金产生的影响。

一、背景简介

（一）建筑业国内环境大势所迫

2015 年上半年，国内经济下行压力较大，建筑业告别高速增长阶段，公司面临的挑战与机遇并存[①]。全国城镇固定资产投资同比增长 11.4%，为 2002 年来最低增速；建筑业总产值同比增长 4.3%，增速创历史新低[②]；全国房屋新开工面积和建筑业新签合同额均出现近十年来的首次负增长，市场环境严峻。建筑市场结构发生明显变化，建筑核心企业投资意愿降低，政府投资主要偏向基础设施以及养老、文化、旅游、医疗等民生工程，占最大收入比重的房屋建筑业务面临巨大压力，公司结构调整

① 刘民权、徐忠、赵英涛："商业信用研究综述"，《世界经济》，2004 年第 27 期。

② 苏银增、杨景祥、孙世芳："建设与建筑业——住宅与房地产"，《河北经济年鉴》，2010 年。

压力凸显[①]。为了顺应经济形势，短期内中国建筑股份有限公司不得不进一步调整融资方式，在业务上进一步转向外包、分包，充分利用延迟支付分包方货款的形式降低资金运营成本，这也是加剧其利用类金融模式的一个重要因素。

（二）类金融模式所带来的经济效益

类金融模式的发展是源于商业信用行为，其本质是依靠商业信用占用供应链上下游资金供自己长期使用，是一种商业融资行为。以融资优序作为重要理论支持，由于存在不对称信息和融资成本过高的影响，企业在融资的过程中往往首先选择内源融资，其次是债务融资，再次是权益融资[②]。对于债务融资而言，在融资成本方面，商业信用往往比银行借款具有更低的成本[③]。基于类金融模式这一优势，有信用优势的建筑核心企业纷纷利用自身商业信用，通过延长工程货款支付期、分次分批支付以及预收项目销售款等方式，对供应链上下游的资金进行无偿的占用，降低资金使用成本，从而为自身企业创造利润。

二、案例概况

（一）中国建筑股份有限公司概况

中国建筑股份有限公司是国内最大的国际承包商，连续三年被国务院国资委评为中央企业年度经营业绩考核 A 级企业，属中央直接管理的 53 家国有重点企业之一。公司总部及其子公司经营范围广，包括安装、施工、设计、开发等，经营内容主要包括：国内外公共项目以及基础设施项目的施工，国内外房地产开发和投资、基础设施设计和勘察，园林工程和装饰工程的施工和设计，对境内外的实业投资，境内外工程的承包，进出口业务以及建筑材料等建筑机械的销售和生产，并不断开展金融业务[④]。见表 3－9、表 3－10。

表 3－9　　中国建筑股份有限公司 2014 年杜邦分析比较表

排名	代码	简称	ROE（%）	销售净利率（%）	总资产周转率（%）	权益乘数
12	601668	中国建筑	17.56	4.15	93.96	466.76
行业平均			12.73	7.40	72.45	362.43
行业中值			12.26	4.70	65.80	367.16
1	300492	山鼎设计	17.04	12.72	78.47	168.25
2	603979	金诚信	16.94	10.17	92.29	180.05
3	300500	苏州设计	19.73	17.21	91.05	125.47
4	603017	中衡设计	15.70	17.44	65.80	127.21
5	002116	中国海诚	24.97	3.64	165.19	365.81

注：资料来源于东方财富网资料整理所得。

表 3－10　　中国建筑股份有限公司 2014 年度按产品分类的主营构成表

主营构成	主营收入(元)	收入比例	主营成本(元)	成本比例	主营利润(元)	利润比例	毛利率
房屋建筑工程	5 549 亿	69.36%	5 132 亿	73.38%	417 亿	41.41%	7.51%
房地产开发与投资	1 244 亿	15.54%	825 亿	11.79%	419 亿	41.60%	33.67%
基础设施建设与投资	1 189 亿	14.86%	1 055 亿	15.09%	134 亿	13.28%	11.25%
其他	73.1 亿	0.91%	50.5 亿	0.72%	22.6 亿	2.24%	30.91%
设计勘察	71.2 亿	0.89%	56.5 亿	0.81%	14.7 亿	1.46%	20.66%
分部间抵消	－126 亿	－1.57%	－126 亿	－1.80%	－222 万	0.00%	—

注：资料来源于作者根据中国建筑股份有限公司披露的上市公司年报整理所得。

① Mc Vay, S., Nagar, V & Tang, V. W. Trading Incentives to Meet Earnings Thresholds. Review of Accounting Studies, 2006.

② Fisman R., and Love I. Trade Credit, Financial Intermediary Development, and Industry Growth. Journal of Finance, 2003, 58 (1).

③ 姚宏、魏海玥："类金融模式研究——以国美和苏宁为例"，《中国工业经济》，2012 年第 9 期。

④ 中国建筑股份有限公司，百度百科 http://baike.baidu.com/subview/1969466/1969466.htm。

由表3－9、表3－10可见，房屋建筑工程、房地产开发与投资、基础设施建设与投资三大业务是其核心业务，三大业务收入占总营业收入90%以上，并且房屋建筑工程为经营业务收入占比最多的业务；作为大型国有企业，承担大量基础设施建设，较其他建筑承包企业而言，有能力且能够更多得到政府业务支持，有政府作为坚实出包方，为其提供稳定的经营业务收入来源，这也保证了其稳定的资金来源，不用过多的垫付工程款。

（二）中国建筑股份有限公司类金融解构，见表3－11

表3－11　　建筑行业上市公司前五位2011～2014年类金融情况分析表　　单位：亿元

公司	项目	2011	2012	2013	2014
中国建筑	存货（减开发成本）＋应收及预付款项	1 820	2 270	2 631	3 050
	应付及预付款项	2 081	2 745	3 390	3 873
	货币资金	900	1 174	1 236	1 541
	净现金需求	－261	－475	－759	－823
中国中铁	存货（减开发成本）＋应收及预付款项	2 213	2 635	3 125	3 496
	应付及预付款项	2 090	2 448	2 865	3 262
	货币资金	636	725	814	774
	净现金需求	－513	－538	－554	－540
中国铁建	存货（减开发成本）＋应收及预付款项	1 989	2 361	2 624	2 938
	应付及预付款项	2 138	2 430	2 668	2 904
	货币资金	831	923	934	981
	净现金需求	－980	－992	－978	－947
中国交建	存货（减开发成本）＋应收及预付款项	1 427	1 518	1 740	1 981
	应付及预付款项	1 430	1 588	1 846	2 132
	货币资金	462	731	855	780
	净现金需求	－465	－801	－961	－931
中国中冶	存货（减开发成本）＋应收及预付款项	1 259	1 285	1 307	1 415
	应付及预付款项	1 059	1 089	1 131	1 235
	货币资金	453	342	336	334
	净现金需求	－253	－146	－160	－154

注：数据根据各上市公司年报披露数据整理所得

净现金需求＝存货（减开发成本）＋应收及预付款项－货币资金－应付及预收款项

从表3－11中可以看出，尤其是中国铁建、中国交建利用类金融获取外部无成本资金的能力非常强；其中中国建筑获取外部无成本资金的能力在近年来增强趋势明显。中国建筑股份有限公司的存货扣除房地产开发成本后的金额、应收票据、应收账款、预付账款四项的和小于应付票据、应付账款和预收账款三项的和。从2011年到2014年公司的净现金需求均为负，且数额的绝对值有增加趋势。

表3－12　　中国建筑股份有限公司2014年百分比报表

指标	金额（亿元）	占比
总资产	9 191	100%
流动资产	7 174	78.05%
货币资金	1 541	16.77%
应收账款	1 184	12.88%
应收票据	54	0.59%

续表

指标	金额（亿元）	占比
存货	3 483	37.90%
预付账款	311	3.38%
其他	601	6.54%
非流动资产	2 017	21.95%
固定资产	229	2.49%
长期应收款	1 001	10.89%
在建工程	67	0.73%
其他	720	7.83%
总负债金额	7 222	100%
流动负债	5 446	75.41%
应付票据	125	1.73%
应付账款	2 684	37.16%
预收账款	1 063	14.72%
非流动负债	1 776	24.59%

注：资料来源于作者根据中国建筑股份有限公司披露的上市公司年报整理所得。

从表 3－12 中国建筑百分比报表可以看出，应付票据、预收账款、应付账款三者占流动资产金额的 53.97%。其负债总额中流动负债所占比例为 75.41%，非流动负债所占比例为 24.59%，负债以流动负债为主，但其银行短期借款数额相对于建筑行业大量的资金需求来说却非常少，导致有息负债率也很低。并且报告期内，公司来自前 5 名供应商的采购金额占营业成本的比例均小于 1%。

（三）中国建筑股份有限公司应用类金融模式对经营活动营运资金影响分析

类金融在给企业带来经济效益的同时也会增大企业的风险，体现在财务上也就是增大企业的财务风险，所以在采用分渠道和要素对类金融模式对营运资金管理效益的影响进行分析的同时还需从财务视角对其对营运资金带来的风险影响进行分析。

（1）基于渠道的类金融模式对经营活动营运资金影响分析，见表 3－13、表 3－14。

表 3－13　　中国建筑股份有限公司 2011～2014 年营运资金管理绩效（按渠道）行业排名表

年份	采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	销售渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期
2011	26	29	11	13
2012	31	36	17	18
2013	36	34	19	21
2014	41	42	18	36

注：数据来源于中国上市公司营运资金管理数据库（http：//bwcmdatabase. ouc. edu. cn/bwcm）。

表 3－14　　中国建筑股份有限公司 2011～2014 年营运资金管理绩效表（按渠道）　　单位：天

年份	采购渠道营运资金周转期	行业均值	生产渠道营运资金周转期	行业均值	营销渠道营运资金周转期	行业均值	经营活动营运资金周转期	行业均值
2011	－71.59	－70.30	71.99	46.91	8.4	45.39	8.8	22
2012	－83.73	－79.22	121.26	97.43	5.32	10.15	42.85	28.36
2013	－87.44	－83.10	80.7	56.13	44.38	57.80	37.64	30.82
2014	－93	－94.4	80	70.11	49	57.21	36	32.92

注：数据来源于中国上市公司营运资金管理数据库（http：//bwcmdatabase. ouc. edu. cn/bwcm）。

类金融模式的本质是企业对供应链上下游资金的占用，即拖欠供应商的货款和预收客户的销售款，因此在营运资金分渠道上，类金融模式的影响就体现在采购和营销两个渠道上。对于采购渠道和营销渠道来说，从2011年到2014年，采购渠道营运资金周转效率一直以来稳步提高，虽然营销渠道营运资金周转效率不断降低，但一直高于行业均值，采购渠道和营销渠道营运资金周转期的良好表现。

（2）基于要素的类金融模式对经营活动营运资金影响分析，见表3-15、表3-16。

表3-15　　中国建筑2011~2014年营运资金管理绩效（按要素）行业排名表

年份	存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	现金周转期
2011	28	13	23	19
2012	38	14	14	14
2013	41	14	22	23
2014	35	9	19	—

注：资料来源于作者根据中国建筑股份有限公司披露的上市公司年报整理所得。

表3-16　　中国建筑2011—2014年经营活动营运资金管理绩效表（按要素）　　单位：天

年份	存货周转期	行业均值	应收账款周转期	行业均值	应付账款周转期	行业均值	现金周转期	行业均值
2011	99.21	95	46.7	59	94.09	104	51.81	50
2012	147.44	126	53.24	67	108.03	113	92.65	80
2013	153.41	131	52.88	68	110.93	115	95.35	84
2014	151	137	53	80	114	126	90	95

注：数据来源于中国上市公司营运资金管理数据库（http：//bwcmdatabase.ouc.edu.cn/bwcm）。

从要素的视角来看，类金融模式对营运资金的影响主要体现在应收、应付账款的周转上。从总体来看，中国建筑股份有限公司应付账款周转期（应付账款周转期的排名为倒序，越大越好）的排名情况较为明显的优于应收账款周转期的排名。应付账款周转期略小于行业均值，周转效率基本与行业持平，且一直保持增长趋势。中国建筑股份有限公司的建筑业务相应的对分包商和分供商的应付余额增加，地产业务相对应的工程款和开发款也有所增加，所以导致了应付账款的数额不断有所增加，然而与此同时，中国建筑股份有限公司应付账款的周转期不断有所延长。

（3）基于财务视角的类金融模式对经营活动营运资金影响分析。

类金融模式对企业运行过程中资本的结构有着很大的影响，企业营运资本的结构的情况可以从流动资产和流动负债内部的结构两个不同的角度来进行考察。见表3-17。

表3-17　　中国建筑股份有限公司营运资本结构表　　单位：%

年份		流动资产内部结构				流动负债内部结构				负债内部结构		
	货币资金	应收及预付项	存货	…	合计	银行借款	应付及预收项	…	合计	流动负债	非流动负债	合计
2011	21.67	22.25	50.95		100	8.79	69.00		100	76.55	23.45	100
2012	22.49	22.95	48.74		100	7.18	71.17		100	75.32	24.68	100
2013	20.04	21.61	51.20		100	4.67	72.59		100	75.38	24.63	100
2014	21.48	21.59	48.55		100	3.98	71.12		100	75.41	24.59	100

注：资料来源作者根据中国建筑股份有限公司披露的上市公司年报整理所得。

从中国建筑股份有限公司2011年到2014年间的流动负债、流动资产和总负债的内部结构可以看出：在流动资产总额中，货币资金所占比重基本保持不变，维持在21%左右，但流动负债中应付及预收项占到流动负债总额的70%左右，银行借款只占到很少一部分，流动负债又占负债总额的75%以

上。流动负债总额中，短期银行借款所占比重极低，而应付账款、应付票据和预收账款三项合计基本在71%，是债务的主体。这说明公司的债务构成以短期经营性负债为主，这对于建筑行业这一资金需求大且周转慢的行业来说是很有风险的。

主要参考文献

1. 中国建筑股份有限公司各年度季度财务报表。
2. WIND 资讯平台所披露建筑行业以及有关的财务数据。
3. 中国上市公司营运资金管理数据库（http：//bwcmdatabase. ouc. edu. cn/bwcm）。
4. 中国上市公司营运资金管理调查报告：2009～2014。
5. 郎咸平：《模式》，东方出版社 2006 年版。

第四章　2015 年国内营运资金管理研究进展

【摘要】本章对 2015 年在国内公开发表的与营运资金管理相关的文献进行梳理与总结。通过分析发现，关于营运资金管理的研究内容可以概括为以下五个方面：一是营运资金管理基本理论的研究；二是营运资金管理的影响因素研究，这里包括宏观层面、中观层面、微观层面；三是营运资金管理模式与绩效评价；四是研究营运资金管理的经济后果研究；五是营运资金持有水平的预测与分析研究；六是营运资金风险控制研究。总体来看，2015 年国内营运资金管理研究呈现以下特点：第一，从研究内容上来看，营运资金管理理论研究体系不断丰富和完善，但在某些研究领域仍缺乏广泛和深入的研究；第二，从研究方法上来看，研究方法以案例研究方法为主，但案例研究论文的规范性和科学性有待加强；采用实证研究方法的论文数量有所增加；第三，从营运资金管理的绩效评价方法上来看，分渠道的营运资金管理绩效被广泛采用。

一、营运资金管理基本理论的研究

与企业营运资金管理的实践相对应，对营运资金管理的理论研究经历了从单独流动资产管理研究到整体营运资金管理研究的阶段，并在 20 世纪 90 年代以后与供应链管理理论相结合，转向以供应链的优化和管理为重心，拓展了营运资金管理的研究视野和研究内容。近年来，研究者将利益相关者理论与营运资金管理理论相结合，考察不同利益相关者的利益诉求对营运资金管理绩效的影响，开辟了利益相关者视角的营运资金管理研究，其中以王竹泉、温素彬为代表。

温素彬、陈敏（2015）将利益相关者理论与营运资金管理理论相结合，通过对利益相关者动机和利益相关者行动的分析，建立了“利益相关者动机——利益相关者行动——营运资金管理效率”的理论分析框架，并进行了初步的案例应用分析。在研究中，首先，他们按照利益相关者向企业投入资本的形态和性质的不同，将营运资金管理活动划分为理财活动和经营活动。其次，在理财活动中，分析了投资者和债权人不同的利益诉求对营运资金管理效率的影响，以及应采取何种措施来提升营运资金管理效率；类似地，在经营活动中，分析了供应商、经营者和员工、顾客不同的关注点和需求对营运资金管理效率的影响，并针对影响机理提出相应地营运资金管理效率改善措施和方法。再次，提出了“营运资金管理效率的影响机理：利益相关者视角的理论分析框架”。在该框架中，利益相关者囊括了以上投资者、债权人、供应商、经营者和员工以及顾客。他们各自以不同的方式在理财环节、采购环节、生产环节以及销售环节影响营运资金管理效率，从而影响企业营运资金管理效率。最后，他们选择了一家有色金属行业的企业进行分析，进一步验证了企业营运资金管理效率与企业利益相关者关注度之间的关联性，为企业管理提供借鉴。朱大鹏（2015）也将企业营运资金管理与利益相关者理论相结合，从资本投入、利益相关者分类、价值链管理三个角度界定利益相关者研究范围，分别探讨股东、债权人、供应商、经营者和员工、客户这些利益相关者与企业合作参与营运资金管理的策略。他们的研究与王竹泉等（2014）的研究结论基本一致。

此外，曹玉珊（2015）将渠道管理理论应用于营运资金管理，提出“全渠道”视角下的营运资金管理新论：“全渠道”视角下的营运资金分为经营活动营运资金、理财活动营运资金、投融资活动“营运资金”三大类，其中经营活动营运资金又可按供应链（渠道）进一步分类。各类营运资金管理各负其责又相互配合：经营活动营运资金管理策略的重心是牺牲流动性以换取经营活动的收益；理财活动营运资金管理策略的重心是确保流动性甚至牺牲短期金融活动的盈利性；投融资活动“营运资金”管理策略的重心是兼顾盈利性与流动性，既不给流动性带来压力，又要给盈利性以基础保障。总体营运资金管理策略的重心则是在总体上平衡流动性与盈利性。

特别需要说明的是，这里，曹玉珊对营运资金的划分与王竹泉、温素彬的划分均存在差异：曹玉珊将营运资金划分为经营活动营运资金、理财活动营运资金、投融资活动营运资金；温素彬按照传统上对经济活动的划分（即将企业的全部经济活动划分为经营活动和理财活动，其中理财活动包括筹资活动和投资活动）将营运资金管理活动划分为理财活动和经营活动；王竹泉认为科学的经济活动分类应该是将全部经济活动划分为营业活动和筹资活动，其中营业活动包括经营活动和投资活动，因此，营运资金可划分为营业活动营运资金、筹资活动营运资金。他们对营运资金划分的不同原因在于对经济活动本质的理解不同，相应地也会带来营运资金管理策略的差异。

更进一步，王竹泉（2015）在原有营运资金管理研究的基础上，拓宽了该领域的研究内容。王竹泉认为，资本存量和资本效率信息是资本市场治理、投资人投资决策和企业资本管理的共同信息，但是现有的资本效率分析体系、资本存量核算理论和方法都存在局限性，因此，在分别对以上领域的现状进行分析的基础上，以资本概念的界定和重新分类为切入点，对资本效率分析体系进行理论重构，对资本存量核算的理论和方法的创新进行探讨，以期构建更加科学合理的资本效率分析体系和资本存量核算体系，从而为资本市场的健康发展和企业资本管理水平的不断提升提供理论支持。具体来说：

在资本效率分析体系的理论重构方面，首先，对经济活动进行科学分类。传统上，将企业的全部经济活动划分为经营活动和理财活动，其中理财活动包括筹资活动和投资活动；科学的经济活动分类应该是将全部经济活动划分为营业活动和筹资活动，其中营业活动包括经营活动和投资活动。其次，在对经济活动进行科学分类的基础上，将资本界定为企业在营业活动中所垫支的从投资者获取得投资，从数量上看，总资本应为总资产减去营业活动（包括经营活动和投资活动）产生的非金融性负债之后的余额。最后，在上述资本概念界定和重新分类的基础上，资本效率分析可从资本周转效率和资本回报效率两个维度展开，并进一步分别按经营活动与投资活动、流动资本与长期资本两个维度对资本效率进行分解，从而构建口径一致、相互可比的资本效率分析指标体系。此外，在传统要素（存货、应收账款、应付账款）视角基础上，还可补充渠道视角（采购渠道、生产渠道、营销渠道）指标，以更好地反映经济活动中资本的渠道分布状况，体现其与供应链、业务流程的关系。

在资本存量核算的理论和方法方面，首先，同样地，在对经济活动进行科学分类和对资本概念重新界定的基础上，对资本存量核算方法和技术进行重新设计和选择，提出：根据资本和财富分布的“二八”原理，对重要的少数主体中的资本存量采用基于微观资产负债表的核算方法，而对于次要的多数微观主体中的资本存量则采用分类统计估算或推算的方法。其次，提出需要深入研究以下三个问题：第一，资本存量核算的信息需求分析与核算维度选择；第二，基于微观主体资产负债表的资本存量核算方法的深入研究；第三，资本存量调查体系的设计与实施。

二、营运资金管理的影响因素研究

研究营运资金管理的影响因素，其主要目的是识别营运资金管理绩效的核心驱动因素，以促进企业更好地提高营运资金管理绩效和更准确地预测营运资金持有水平。目前，国内关于营运资金管理影响因素的研究多以实证研究为主，从宏观、中观、微观三大层面展开。

（一）宏观层面

宏观经济环境与微观企业行为之间存在着紧密的互动，饶品贵、姜国华（2011）认为宏观经济政策影响企业行为（融资活动、会计政策选择），进而影响企业的未来业绩。从现有文献看来，从宏观层面研究宏观经济政策对营运资金管理影响的文献较少，但近年有增加的趋势。

王竹泉等（2015）等编撰的《营运资金管理发展报告系列丛书》，分行业对报告年度的中国上市公司营运资金配置与来源、绩效等进行调查分析，并结合各行业的典型案例给出提升营运资金管理绩效的具体措施。孙莹、王竹泉等（2015）以 2014 年 2 364 家 A 股上市公司作为研究对象，对中国上市公司营运资金管理进行了行业调查、地区调查和专题调查，得到以下结论：（1）上市公司营运资金配置仍以投资活动为主，但有向经营活动倾斜的趋势；（2）短期金融性负债占比仍较高，上市公司整体财务风险较高；（3）从渠道视角看，中国上市公司营运资金管理绩效持续恶化；（4）从要素视角看，

中国上市公司营运资金管理水平较为成熟和稳定；（5）战略新兴产业营运资金越来越依赖营运资本，短期性金融负债占比显著下降，企业财务风险下降，其营运资金管理绩效下降，尤其是营销渠道需要格外重视；（6）国有上市公司与民营上市公司相比，经营活动营运资金管理水平更高，对投资活动投入较大，财务风险较大。王竹泉带领的中国企业营运资金管理研究中心持续开展营运资金管理调查，按年度发布中国上市公司营运资金管理绩效排行榜，并开发中国上市公司营运资金管理数据库和案例库，引领了我国企业营运资金管理的理论和实践。

马晓锋（2015）则采用实证研究方法，更加细致地考察了行业因素的各个方面（包括行业资产结构、行业管制、行业竞争程度、行业收益不确定性和产品独特性作为行业特征等）对营运资金管理的影响。他选取在沪、深交易所 A 股主板上市的 1 048 家公司为研究样本，实证发现：我国上市公司在营运资本管理方面存在显著的行业差异；行业资产结构对营运资本投资具有显著的负向影响，行业收益不确定性和行业管制对营运资本投资具有显著的正向影响；产品独特性和行业管制对营运资本融资具有显著的负向影响，行业收益不确定性和行业竞争程度对营运资本融资具有显著的正向影响。

吕峻（2015）以 2 001 ~2013 年在沪深两市上市的制造业公司为样本，分析了企业营运资本的经济周期效应和货币政策效应，研究发现：由于营运资本投资主要受不对称调整成本而不是常规投融资因素的影响，营运资本逆经济周期波动；相对于经济上行期，经济下行期经济增速的变化对于营运资本的影响更为显著；货币政策和经济周期的叠加会加强或弱化营运资本的经济周期效应；货币政策在不同的经济时期会对营运资本产生不对称的影响，宽松的货币政策在经济上行时会促使企业增加营运资本投资，在经济下行时会促使企业应收账款周转加快，改善企业流动性状况。该文的研究结果对于评价当前宏观经济政策的效用具有一定的现实意义：首先，经济下行期，经济增长与营运资本占用水平关系更加密切，经济增长减缓会加大企业营运资金风险。宏观经济管理部门应该更加重视对于企业营运资本指标的监控和分析。其次，缓解经济下行对于企业正常经营的影响方法是可以采取宽松货币政策，也可以采取降低企业营运资本占用水平向下调整的成本（如健全社会保障水平和采取更加灵活就业政策）。再次，经济下行时采取宽松的货币政策不会增加企业的营运资本投资，因此，试图采用普遍宽松货币政策促进经济增长的方法不一定有效。最后，商业信用融资可以抵消部分营运资本的经济周期和货币政策效应，但这只是企业对资金周转加快或变慢的一种被动性适应，并不能对于宏观经济周期或政策的作用产生明显的影响。

谭文浩、赵自强（2015）基于手工收集的 2007 ~2011 年的上市公司内部资本市场运行数据，考察了宏观经济政策在微观层面的传导机制。研究发现：当宏观经济形势趋紧时，企业会利用集团内部资本市场进行资金调配，以缓解成员企业受到外部宏观经济政策负面冲击影响，内部资本市场具有“金融缓冲器”的功能。进一步区分产权性质和地区金融发展发育程度，发现：民营企业在宏观经济形势趋势的条件下，充分利用内部资本市场，显示出更大的内部资金往来规模；在金融市场发育程度越高的地区，企业在面临外部宏观经济负面冲击时，更有可能使用内部资本市场来加以应对，并且所在地区金融深化程度越高，其内部资本市场运行规模越大。

陈耿、秦静（2015）从宏观经济层面出发，结合企业产权性质，尝试从缓解融资约束的角度考察金融市场化水平是否会对企业营运资本政策产生影响、会产生何种影响以及在不同产权性质的企业中这种影响是否存在差异，研究发现：随着金融发展水平的提升，企业的融资约束得到缓解，净营运资本头寸得以提高，营运资本政策趋于稳健；并且这一影响效应在民营企业中更加显著。该研究成果将有助于发现企业在市场化进程中财务政策的变化形式和规律，也将促进我们更加深入地理解宏观金融发展对微观企业运行的影响机制。

杨璇（2015）在深入探讨并购理论的基础上，将营运资本管理效率和宏观经济要素引入并购理论，在充分控制宏观经济要素的条件下从营运资本管理效率的微观视角来研究企业的长期并购绩效，探索在充分考虑宏观经济要素的情况下，并购行为对企业营运资本管理效率的影响研究得到以下两个重要结论：第一，并购对标的企业的营运资本管理效率有显著的负向影响；第二，并购对营运资本管

理效率的影响主要在于对存货周转期的影响。

陈冠霖、江玮滢（2015）基于地区差异的视角，结合我国市场化转型环境，研究了现金持有量的地理空间分布差异及影响因素，并选取了政府干预程度、金融发展程度和法律制度环境这三个外部治理环境因素的代表特征，实证研究外部治理因素对上市企业现金持有量的影响。研究发现：（1）我国不同地区的上市公司的现金持有量有显著性差异；（2）外部治理环境因素显著影响上市公司现金持有量，政府干预程度跟现金持有量呈负相关，金融发展程度跟现金持有量呈负相关，法律制度环境跟现金持有量呈正相关。

（二）中观层面

营运资金管理的中观层面影响因素主要是指企业之间的相互关系等能对营运资金管理产生影响的因素，其中最为典型的是对供应链关系的考察。

王贞洁、王竹泉、李静（2015）以 2007～2013 年 A 股上市公司作为样本，探讨了市场地位、行业竞争程度和产权性质不同的企业在利用基于供应商关系的营运资金管理模式（供应商管理库存和供应商融资等）上的差异，并进一步探讨了基于供应商关系的营运资金管理模式对缓解企业融资约束、提高企业持续增长能力的影响。研究发现：（1）市场地位低的企业、竞争程度高的行业以及民营企业更倾向于采用基于供应商关系的营运资金管理模式，这说明我国上市公司由于“替代性融资”的需求建立基于供应商关系的营运资金管理模式；（2）基于供应商关系的营运资金管理模式有利于缓解企业的融资约束、继而提高企业持续增长能力，且企业持续增长能力的提升作用对于高融资约束企业来说尤为明显。

庄伯超（2015）以中国制造行业 1 132 家上市公司为样本，验证了供应链伙伴关系——企业内外部绩效——财务绩效路径模型，具体探讨了供应链伙伴关系（供应链集中度、资金营运）对制造企业经营绩效的影响。研究发现：采购的集中化和应付账款的及时性有利于加快企业的库存周转率，销售的集中化和应收/应付账款的及时性有利于提升企业的市场绩效；相对于库存绩效，市场绩效则显著提升了企业的财务绩效。因此，对于制造企业来说，可通过缩短应付账款周转天数，提高市场绩效，进而提高财务绩效和企业经营绩效；还可从供应链的视角，注重与供应链上、下游供应商和客户建立紧密的伙伴关系，整合供应链上下游供应商及客户的资源，趋利避害，构筑核心竞争力。

李梦（2015）基于供应链系统企业的生态共生关系，分析供应链金融的协同效应。研究结果揭示了商业信用融资对供应链营运资本管理的影响机理：第一，节点企业之间的生态共生关系是研究供应链营运资本协同管理的前提条件，也是分析商业信用与供应链营运资本协同的前提条件；第二，供应链核心企业向下游企业提供的商业信用促进了供应链营运资本协同管理；第三，在合理区间内，供应链核心企业向下游企业提供商业信用的时间越长，对供应链营运资本协同管理的促进作用越明显。

（三）微观层面

营运资金管理的微观层面影响因素主要是指微观企业层面的影响因素。该类文献在前几年的营运资金管理文献中数量较多，但今年有所减少。

王竹泉、金灿灿、王海龙（2015）以海尔集团财务共享中心为纵向案例研究对象，通过公开渠道和半结构性访谈的方法，采用“基于渠道管理的营运资金管理绩效评价体系”，考察了海尔集团 2007 年～2014 年营运资金管理绩效和财务共享中心的建立和运行情况，研究了财务共享模式如何提升企业营运资金管理绩效的问题，研究发现：在财务共享实施的各个阶段中，营运资金管理绩效均有不同程度的变化。更进一步，该文认为：财务共享模式不仅可以提升财务流程效率，而且可以通过流程标准化和资源整合，加快资金流和信息流传输速度和质量，理顺营运资金流通渠道，从而提升营运资金管理绩效。该研究为深入研究中国企业财务共享模式和营运资金管理问题提供一些现实议题和一点理论补充。

朱大鹏、孙兰兰（2015）基于高层管理团队（TMT）理论，选用我国沪深两市 2012 年 C5 电子行业上市公司作为研究样本，实证检验了财务总监（CFO）背景特征（比如年龄、学历、专业、任期、

职业经历）、上市公司高管激励政策对营运资金管理绩效的影响。实证结果显示：CFO 年龄与营运资金管理绩效显著负相关，任期与营运资金管理绩效负相关但不显著。CFO 学历、专业背景、职业背景、高管激励政策与营运资金管理绩效正相关。最后，针对研究结论提出以下建议：企业选聘财务高管人员应充分重视其个人学历教育与专业背景，综合考虑年龄、职业经历等因素，制定科学合理的高管激励政策，激励 CFO 发挥个人最大价值，提高企业营运资金管理绩效和综合实力。

晋芳（2015）分析并提出社会资本在营运资金管理中的微观、中观和宏观功效。概括来说，首先，社会资本对营运资金管理的微观功效是指存在于企业内部的社会资本对营运资金管理的作用，在企业内部不同机构部门间建立信息共享的平台和信任、协调一致的机制对营运资金整体的管理至关重要。其次，社会资本对营运资金管理的中观功效，是指突破企业的边界，扩展到与企业有信任关系的客户或消费者、供应商和合作伙伴的网络中。最后，社会资本对营运资金管理的宏观功效是指突破中观范围，进一步拓展至企业与构成其经营环境（主要是指政府和社区）且对其经营决策有影响的间接利益相关者间的相互信任关系机制。

南星恒、杨静（2015）选取 2007－2012 年间 A 股上市公司为样本，通过因子分析法构建营运效率指标体系，从智力资本投资视角对智力资本投资与企业营运效率相关性进行分析，得出结论：智力资本的投资与上市公司营运效率存在显著正相关关系，随着智力资本的投入的增加，企业营运效率明显得到提升；智力资本各要素对企业营运效率的影响中，人力资本的作用最大。因此，建议企业重视智力资本的投入，使智力资本与实物资本投入相协同，改善企业营运效率，进而更好地提高企业绩效。

综上，国内研究者从宏观层面、中观层面和微观层面研究了营运资金管理的影响因素。具体来说，宏观层面因素包括行业因素、地区因素、货币政策、融资约束、并购行为等，中观层面因素主要是供应链关系，微观层面因素包括财务管理模式、财务总监背景特征、社会资本、智力资本投资等。在该领域的研究，研究者多采用实证研究方法，考察某影响因素对营运资金管理的影响，大多数结论支持这种影响因素的存在，从而为该理论发展及企业实践提供实证检验。

三、营运资金管理模式与绩效评价

如前所述，国内很多学者结合利益相关者理论、供应链管理理论、渠道理论等，从理论上分析和构建了营运资金管理模式，并从实证上检验了供应链关系与企业营运资金管理绩效的显著关系，以下综述国内学者在营运资金管理实践领域的研究成果。

王秀华（2015）以星河生物为案例，采用王竹泉等（2007）对营运资金管理绩效的评价方法，分析了星河生物生产渠道、营销渠道和销售渠道的营运资金管理绩效及其各个渠道的营运资金管理过程，诊断出星河生物营运资金管理存在的问题，并提出农业类企业加强渠道管理、提升营运资金管理绩效的对策建议：农业类企业应将渠道管理提升到战略高度，利用“公司＋基地＋散户”的方式构建上游关系资本网以加强采购渠道管理，构筑“公司＋分销商＋消费者”关系资本铁三角掌控终端来创新分销商管理模式。类似地，吴楠（2015）以某饲料加工企业为案例，引入渠道管理理论，结合饲料加工企业的业务流程，分析当前我国饲料加工企业营运资金管理特点，并将基于渠道管理理论的营运资金管理体系运用于该案例的营运资金管理绩效提升。

彭慧卿（2015）采用案例分析方法，结合价值链中渠道管理、供应链管理、客户关系管理三个细分角度来衡量青岛啤酒营运资金管理现状，并以价值创造的各环节为载体分析了青岛啤酒的营运资金管理措施，并得出以下青岛啤酒实施基于价值链导向下的营运资金管理的启示：第一，树立价值链的观念指导营运资金管理；第二，组织结构的变革是经营效率提高的保障；第三，价值链上的“四流合一”是整体运作效率提高的关键；第四，加强营销渠道建设，提高业务财务一体化水平；第五，加强各要素、各渠道营运资金的协同管理。

史江亚（2015）基于协同管理理论和营运资金管理的研究成果，研究供应链营运资金的协同管理问题。基于企业现金周转期的分析原理，构建供应链营运资金周转协同管理模型，给出转移存货和转移资本成本两种协同管理策略，并结合电子产品制造业简单三级供应链进行案例分析。研究结果表明：

转移存货协同管理策略可实现供应链节点企业间存货持有成本的优势互补，降低供应链整体成本；转移资本成本协同管理策略能利用节点企业间加权平均资本成本的相对优势，降低供应链整体成本；建立公平合理的利益补偿机制能够提高供应链合作关系的长期性和稳定性。

刘喆（2015）以国美电器为例，以价值链为切入点，深入分析了家电连锁零售企业全流程的营运资金管理，并提出提升营运资金管理绩效的建议：第一，改善与供应商关系，包括缩短欠款账期，加快供应商的资金回笼速度；适当减少对供应商索取的进场费、广告费、装修费等各种名目的费用，减少供应商的压力；主动向供应商提供更多的消费者的消费信息，让供应商实时了解市场变化，根据消费者的喜好和个性追求，设计出加迎合消费者胃口的产品，最终实现的是供应商、零售商、消费者的共赢。第二，改变成长方式。避免资金链断裂的风险，主动的、有效的、治本的对策就是要坚持改善企业运营速度。第三，找到适合企业自身特点的内在支撑力，以及竞争中的核心竞争优势。

谷延范（2015）也从价值链的视角，以东阿阿胶为案例研究对象，提出营运资金管理的改善措施。该文认为，实现有效的营运资金管理，有必要将价值链思想融入其中，从战略角度出发审视营运资金涉及的上游、自身和下游间的关系，并提出实现价值链视角下的营运资金管理的几点措施：（1）加强公司的战略管理。一是要明确公司的战略定位，将机遇与能力有效地结合，加强对外界环境和自身情况的分析，二是要提高战略的预算水平，增强市场的预测能力。（2）优化内部的质量管理。一是强化全员参与，二是督促源头管理。（3）完善上游环节的管理，主要是要加强供应商关系管理。（4）加强下游关系的维护。一是加强与顾客的合作，二是加强与中间商的合作。（5）确保资金的合理运用，根据企业的不同状况，确定资金的合适持有量。

胡雪婷（2015）分析了 O2O 模式转型下的营运资本战略，并提出：在 O2O 模式转型过程中，稳健型的营运资本战略是转型成功的匹配战略。在转型初期，企业需要通过宽松的营运资本投资战略抢占市场，同时制定稳健的营运资本融资战略，通过长期融资为 O2O 转型提供稳定并大量的资金来源，避免再融资风险，防止转型陷入财务风险。此外，还提出 O2O 模式转型对营运资本管理带来新的风险和挑战，建议此类公司在转型过程中应加强对沉淀资金、应收账款和存货的管理，提高其周转效率，进而促进 O2O 模式效用的发挥，提升企业价值。

刘子怡、刘玮、张波（2015）以唯品会为案例研究对象，分析了以唯品会为代表的电商企业如何运用库存战略管理系统提高库存管理的效率，并提出以下强化库存战略管理的建议：（1）控制商品的采购价格；（2）协调库存与物流的关系；（3）确定存货的最佳持有量；（4）运用现代存货管理手段。

马金华（2015）以苏宁云商为案例，通过对苏宁云商营运资金管理政策以及营运资金管理绩效的分析，研究了战略转型中苏宁云商营运资金增加后，其营运资金财务风险以及营运资金运行效率，对苏宁云商转型的有效性进行了评价。研究发现：2 008 – 2012 年间，苏宁的营运资金管理绩效呈下降趋势；2013 年，在“云商”发展模式下，营运资金管理绩效较 2 012 年有所提高。由此可见，苏宁云商的转型效益正在逐步显现。但是，转型的过程中仍然存在如存货管理、应付账款管理以及渠道管理等问题有待解决提升。针对苏宁云商营运资金管理存在的问题，提出如下建议：苏宁要逐步加大长期借款的力度，不断扩宽筹资渠道，丰富融资形式；不断减少流动资产占比加大固定资产的占比，逐步降低流动资产规模来提高盈利性；在采购环节，要改善客户关系与提高企业的商业信用；在销售环节，要加快物流基地的建设，强化存货管理；要加强与消费者的协作，不断提高消费者的满意度；在理财环节，可以借鉴“供应链金融”，提供金融产品与服务以提高理财活动营运资金管理。王满、何新宇、张云迪（2015）也对苏宁营运资本管理进行研究，总结了苏宁营运资金管理的几个特点：第一，通过运用 OPM 战略，利用公司做大规模的优势，增强与供应商的讨价还价能力，从而更好地使用供应商在货款结算上的商业信用政策，用供应商的资金经营自身事业，从而谋求公司价值最大化的营运资本管理战略；第二，游刃有余的现金管理策略。同时，也提出在“旗舰店 + 互联网”的新商业模式下提升营运资金管理绩效的措施。

张觊翔（2015）以汽车制造业典型代表江铃汽车作为案例，引入面向业务流程的营运资金管理的

概念，将江铃公司面向业务流程的营运资金按采购流程、生产流程、销售流程、理财活动进行分类，概述了近几年江铃汽车在面向业务流程的营运资金管理各流程实施的策略，通过对其营运资金管理绩效分析，发现江铃公司在长期占用应付账款存在潜在危机、应收账款趋势增加和坏账风险、“库存危机”、流动负债比率高导致资金结构不合理的营运资金管理的问题，并提出有针对性的改进建议：建议公司建立战略合作伙伴友好型渠道关系来改善长期占用应付账款；完善客户关系管理与应收账款管理的结合体系改善应收账款的不断增加的趋势；建立解决渠道冲突措施改善“库存危机”；通过多元化融资渠道降低长期融资成本。类似地，杜诗（2015）对汽车制造行业现有的典型企业营运资金管理模式进行调查与评价，分析其所属的营运资金管理模式类型以及汽车制造行业现有营运资金管理模式的不足之处，并针对汽车制造行业现有营运资金管理模式的不足之处进行进一步的优化与设计，构建了汽车制造行业新型的营运资金管理模式。李富强（2015）在现有营运资金绩效评价体系基础上，结合整车制造类企业的特点，设计了整车制造类企业的营运资金管理绩效评价体系，并采用该体系对我国整车制造类上市公司营运资金绩效现状进行分析，从而发现该类上市公司营运资金管理存在的问题。针对存在的问题，提出我国整车制造类上市公司应当从偿债能力维度、周转效率维度、资金结构维度和存货管理四个维度进行入手，加强对营运资金的管理，积极倡导“零库存”理念，对企业业务流程进行再造，优化企业订单管理流程。此外，企业要积极参与产业整合，寻求机会拓展企业的投融资渠道，建立企业的市场生态系统。

胡青青（2015）从某钢铁有限公司的营运资本管理为切入点，通过多方面的分析目前该钢铁有限公司的营运资金管理现状，以及可能对其营运资金管理和应用产生影响的各种因素，研究发现该企业营运资金管理方面的问题主要有：现金持有策略不当、应收账款管理欠缺、缺乏营运资金方面的预算、营运资金管理体制不当等并提出了相应的解决措施，包括建立合理的现金管理方案、加强应收账款管理、建立适当的预算策略、建立合理的营运资金管理体制等。

此外，王抒（2015）、王煜（2015）、田璐（2015）、肖亚（2015）、曲芳芳（2015）、魏涵宁（2015）、丁宁（2015）、路思（2015）、范业燕（2015）也贡献了不同行业企业的案例分析。

帅剑（2015）对我国中小企业营运资金管理方面存在的问题进行分析，指出中小企业存在融资难、营运资金管理效率较低、营运资金风险较高等问题，并提出以下完善措施：完善财务预算制度、完善财务预算制度、强化营运资金项目的管理等，并指出营运资金管理评价体系只是对营运资金的安全性和流动性展开分析评价，并不能起到营运资金管理风险预警的目的。

综上，研究者们采用不同行业的企业为案例研究对象，分析案例企业营运资金管理现状，并提出相应的改善措施。我们发现：面向流程的营运资金管理已经成为越来越多企业（尤其是制造企业）的共识。此外，资金集中管理也为营运资金管理提供新的契机。

四、营运资金管理的经济后果研究

营运资金管理的经济后果研究包括营运资金对公司绩效、企业价值、企业盈利能力等几个方面的影响。

（一）营运资金管理与公司绩效

曹玉珊（2015）将重大融资行为加入到营运资金管理的相关研究中来，重新考察经营性营运资金管理效率与企业绩效的关系，选取沪深两市 2 004 ~ 2012 年数据为样本，探讨了两种不同状况下管理效率对公司业绩会产生怎样的影响。研究发现：在正常经营状况下，中国上市公司经营性营运资金管理效率与企业绩效之间呈显著正相关关系；而重大融资行为下，两者关系则并不显著。此外，检验结果还显示：重大融资行为本身与企业绩效呈负相关关系；重大融资行为可能会促使经营性营运资金管理效率显著下降。这些可能是导致重大融资行为下经营性营运资金管理效率与企业绩效之间不相关的主要原因。

阮浏慧（2015）以制造业 469 家上市公司为研究对象，分析了不同生命周期阶段下的营运资本政策以及相关营运资本效率对于公司绩效的影响。该研究主要分成三大模块进行：首先，对样本公司进

行企业生命周期阶段的识别；其次研究不同阶段下样本公司采用的营运资本的政策；最后，针对这些样本公司研究相关营运资本效率对于公司绩效的影响。通过实证研究发现：我国大部分制造业上市公司都处于成长期或者成熟期。在实际管理中，大部分样本企业在成长期采用中庸型或者稳健型的管理策略，在成熟期在采用中庸低型的管理策略，在衰退期采用中庸高型的管理策略，在淘汰期采用中庸低型管理策略。站在资本投入的角度，企业能够获得更高资本回报的营运资本管理策略依次如下：成长期为中庸低型，成熟期为稳健型，衰退期为中庸高型。站在投资者的角度，希望企业采用的营运资本管理策略依次如下：成长期为稳健型，成熟期为激进型，衰退期为激进型。

徐玮应（2015）利用2008～2014年的创业板上市公司的投资策略、投资比率、融资比率、营运资金周转期等的统计数据，研究了创业板上市公司几个重要行业的营运资金管理效率。研究发现，不同行业的创业板上市公司由于存货变现类型风格的不同，信用政策的不同，面对市场经济环境的变革的抵御能力的差异，营运资金政策的选择也有很大的差异。

类似地，沈裕君（2015）以沪、深两市A股高科技上市公司为研究对象，考察了该类上市公司营运资本管理对公司绩效的影响。研究发现：我国高科技上市公司多采用保守的营运资本投资政策以及激进的营运资本筹资政策，即流动资产比例高，流动负债比例高；现金周期对公司绩效具有显著的负面影响，即营运资本管理效率的提高有利于公司绩效的改善；营运资本政策的激进程度会对公司绩效产生显著影响，因此，提升营运资本投资政策的激进程度，实施更加保守的营运资本筹资政策均有助于公司绩效的改善。

此外，李然、杨淑娥（2015）、徐晓慧（2015）、施光明（2015）、张耀丹（2015）、吴莉萍（2015）、杨妙（2015）、文雅（2015）、谢佩帛（2015）等采用不同行业上市公司为研究对象，分别考察了各个行业营运资金管理对公司绩效的影响。大多数研究均得到一致结论，即营运资金管理对公司绩效有显著影响。

（二）营运资金管理与企业价值

周小芳（2015）以2009～2013年沪深两市A股64家上市公司为研究对象，分析了我国有色金属工业上市企业营运资金的使用情况、变化趋势及其对企业价值的影响程度。研究结果表明：我国有色金属行业上市公司营运资金管理水平整体不高；营销渠道营运资金周转期与有色金属行业上市公司的企业价值存在显著负相关的线性关系；经营活动营运资金周转期与有色金属行业上市公司的企业价值存在显著负相关关系；理财活动营运资金周转期与有色金属行业上市公司的企业价值存在显著负相关关系；营运资金周转期与有色金属行业上市公司企业价值存在显著的负相关关系。根据以上研究结果，作者从营运资金管理方面提出了“注重从渠道、供应链角度对我国有色金属行业营运资金进行改善从而实现企业价值最大化的目标”等的相关对策和建议。

王文思（2015）从阐述公司对其营运资本如何进行安排相关理论和对其价值进行评估的方法出发，选取2013年我国沪深两市A股上市公司为样本，研究营运资本效率管理和营运资本管理政策对企业价值的影响。研究发现：代表营运资本效率管理政策的指标，应收账款周转期、应付账款周转、存货周转期和现金周期分别与企业价值相关；代表营运资本管理政策的指标，营运资本投资政策激进程度影响企业价值大小，但是，营运资本融资政策激进程度与企业价值的相关性并不显著。

（三）营运资金管理与企业盈利能力

郑佳（2015）以2009～2013年沪市A股343家制造业上市公司为研究对象，将制造业上市公司分为高融资约束组和低融资约束组，从融资约束的角度对比研究营运资金管理效率对企业盈利能力的影响。研究结果表明：无论是高融资约束组还是低融资约束组的上市公司的营运资金管理效率均与盈利能力存在显著的正相关关系，因而企业可通过加快现金周期的周转速度来提高盈利能力水平；高融资约束组的营运资金管理效率与盈利能力的相关程度明显高于低融资约束组的相关程度；通过进一步分析得出，导致两组之间产生差异的原因是存货周转期和应付账款周转期分别与企业盈利能力呈显著的负相关关系和正相关关系，而低融资约束组的存货周转期、应付账款周转期分别与企业盈利能力呈显

著的正相关关系和负相关关系。

此外，袁卫秋（2015）以制造业上市公司为例，研究了营运资本政策、营运资本管理效率与企业盈利能力的相关性，孙笠（2015）也以制造业上市公司为例，研究了营运资本管理效率与盈利水平和盈利质量之间的关系。

（四）其他

薛伟（2015）选取 2008～2012 年沪深两市上市公司的财务数据作为研究样本，研究了经营性营运资金管理效率与企业财务危机的相关关系，证实了经营性营运资金周转期与财务危机正相关，即企业可以通过合理缩短企业经营性营运资金周转期，来预防企业发生财务危机，提高经营性营运资金管理效率。

曾义（2015）结合公司产权性质和金融发展考察了营运资本管理在保持公司资本性投资稳定中的作用，研究结果表明：营运资本能够平滑公司资本性投资，在融资约束更为严重的民营企业这种平滑效果更为显著；金融发展弱化了营运资本平滑公司资本性投资的效果，这种弱化作用在民营企业中更为显著。研究证实企业营运资本管理的必要性，为解开民营企业在融资难的现实中依然保持不断发展的困惑提供新的研究思路，为金融发展如何缓解企业融资约束问题提供微观层面的经验证据。

五、营运资金持有水平的预测与分析研究

朱莲美、谢志云（2015）认为负营运资本经营在一定程度上能够提高企业的盈利能力，但是企业因此而面临的经营风险和财务风险将加大。因此，需要权衡风险和收益，适时地采用负营运资本经营策略。他们以 2013 年国内上市公司营运资本为研究对象，得出能够采取负营运资本经营策略的企业应具备以下特征：具备一定的管理能力、充足的现金流、高盈利能力和营运能力的。

张彬（2015）通过对零售业上市公司营运资金时间序列数据分析发现零售业上市公司的营运资金存在明显的季节性波动特征。通过建立和识别 SARIMA（seasonal ARIMA）模型，运用零售业上市公司 2002～2013 年的营运资金季度数据预测 2014 年营运资金各季度的金额，预测结果与实际发生额较为接近。因此，可以利用该模型预测零售业上市公司营运资金未来的数值。

六、营运资金风险控制研究

营运资金风险控制的研究尚处于起步阶段，这方面的文献较少。

韩沚清、杨军（2015）对营运资金管理评价和营运资金风险预警两方面进行综述。首先，将营运资金管理评价体系划分为高效集成的营运资金管理评价体系、基于层次分析法的营运资金管理评价体系和基于渠道的营运资金管理评价体系。其次，综述了学者们对营运资金风险预警的研究成果，认为营运资金风险预警的研究还处于起步阶段，且量化指标选取的科学性有待加强。

陈艳（2015）以某房地产企业为案例，从采购、开发、营销及理财活动渠道营运资金角度出发，剖析了该企业营运资金内控环境混乱、风险评估有效性缺失及控制活动笼统等不足之处，并将渠道管理思想嵌入营运资金内部控制中，为该房地产企业设计了“基于采购、开发、营销及理财活动渠道的营运资金内部控制体系”。渠道管理与营运资金内部控制的结合对完善营运资金内控体系、保障资金的安全完整、防范资金链断裂的风险具有一定实践意义。

七、其他

2014 年 11 月 29～30 日，由中国企业营运资金管理研究中心主办，中芯国际集成电路制造有限公司、中信证券股份有限公司和 ACCA 北京代表处共同协办的“2014 营运资金管理高峰论坛暨混合所有制与资本管理高峰论坛”在青岛召开。此次论坛的主题是“混合所有制与资本管理”。在会议中，财政部原企业司司长、中国混合所有制与资本研究院首席专家刘玉廷教授在题为“混合所有制与资金管理”的主题演讲中提出，混合所有制改革的核心在于资本改革，但在企业中，仍然要通过资金管理效率的提高来体现出资本改革的效果。并认为，资金管理即是资金运营管理，其范围大于资本管理，它包括股权的资本运作、多种方式配置社会资源、创造社会资本等。资金运营应以价值创造和现金流的

均衡为主线，要在现金流均衡前提下实现价值创造，实现长期资产短期化、短期资产现金化、短期负债长期化、长期负债资本化。与会嘉宾海尔集团财务共享中心总经理邵新智女士围绕海尔为何要共享、海尔共享做什么、资金共享做什么和资金共享的价值四个方面，介绍了海尔集团共享模式下的资金管理创新。与会嘉宾大陆汽车投资（上海）有限公司亚洲地区财务总监冯海先生做了“企业营运资金优化项目实践分享”，他从战略、绩效考评、员工认知度和流程四个方面分析了企业营运资金管理存在的问题，并进一步对项目管理技能、Lean 应用、绩效考核设定和调整、全盘考量、EVA 实施、应对措施、信用控制角色及对现状的质疑等项目成功的八大要素进行了探讨。

八、营运资金管理研究述评

总体来看，2015 年国内营运资金管理研究数量众多、内容丰富，且成果丰硕。具体来说，2015 年国内营运资金管理研究呈现以下几个特点：

第一，从研究内容上来看，营运资金管理理论研究体系不断丰富和完善，但在某些研究领域仍缺乏广泛和深入的研究。关于营运资金管理的研究内容可以概括为以下几个方面：一是营运资金管理基本理论的研究；二是营运资金管理的影响因素研究，这里包括宏观层面、中观层面、微观层面；三是营运资金管理模式与绩效评价；四是研究营运资金管理的经济后果研究；五是营运资金持有水平的预测与分析研究；六是营运资金风险控制研究。以上研究内容层层递进，涵盖了宏观微观、整体局部等多重视角，兼顾了当前国际形势、国家政策、社会关注等热点。但是，不同方面的研究分布不均：营运资金管理的影响因素总量较多，但多是微观层面的影响因素，宏观层面的影响因素较少；营运资金管理模式与绩效评价的论文总量最多，营运资金管理的经济后果研究较多，营运资金的风险控制研究刚刚起步，有待更多学者深入研究。

第二，从研究方法上来看，研究方法以案例研究方法为主，但案例研究论文的规范性和科学性有待加强；采用实证研究方法的论文数量有所增加。一方面，营运资金管理研究，尤其是营运资金管理模式与绩效评价方面的研究，多以案例研究方法为主，不同学者选取不同行业不同企业进行实地调研、数据采集和分析，或发现企业营运资金管理存在的问题并提出改进建议，或总结企业营运资金管理的经验以供学习借鉴。但是，部分案例论文采用“列举文献 + 讲故事 + 给结论”的生硬三段式结构。讲完故事后，没有进行数据分析而是直接给出结论。这样得出的结论往往不具备严谨性，很难使读者信服。另一方面，营运资金管理的实证论文有所增加，研究者采用不同行业上市公司的数据进行实证分析，研究营运资金管理的经济后果。

第三，从营运资金管理的绩效评价方法上来看，分渠道的营运资金管理绩效被广泛采用。王竹泉、逄咏梅、孙建强（2007）将供应链管理、渠道关系管理和客户关系管理等现代管理的理念和方法引入营运资金管理研究中，以营运资金重新分类为切入点，在将营运资金分为经营活动营运资金和理财活动营运资金的同时，进一步将经营活动营运资金按照其与供应链或渠道的关系分为营销渠道的营运资金、生产或内部经营渠道的营运资金和采购渠道的营运资金，以清晰地反映出营运资金在渠道上的分布状况。在此基础上，研究设计了全新的“基于渠道管理的营运资金管理绩效评价体系”，在运用存货周转期、应收账款周转期、应付账款周转期等传统的营运资金管理绩效评价指标的同时，增加采购渠道营运资金周转期、生产渠道营运资金周转期、营销渠道营运资金周转期等营运资金管理绩效评价指标，引导企业营运资金管理从构成要素的局部优化转向渠道管理和整体优化。

综上所述，基于营运资金管理在学术界和实务界的重要地位，营运资金管理研究的热度、深度和广度不断增强，研究内容不断丰富，研究方法不断完善，但是研究方法的规范性和科学性有待加强，某些研究领域也有待进一步拓展。

主要参考文献

1. 温素彬、陈敏：“基于利益相关者视角的企业营运资金管理效率影响机理研究”，《财务研究》，2015 年第 6 期。

2. 朱大鹏：“基于利益相关者视角的企业营运资金管理策略研究”，《财会通讯》，2015 年第 8 期。

3. 王竹泉等：“利益相关者视角的资金管理：机理与策略”，《财务与会计》，2014 年第 3 期。

4. 曹玉珊：“’全渠道’视角下的营运资金管理新论”，《会计之友》，2015 年第 21 期。

5. 王竹泉：“资本效率分析体系的理论重构”，《2015 营运资金管理高峰论坛论文集》。

6. 王竹泉：“资本存量核算的理论和方法初探”，《2015 营运资金管理高峰论坛论文集》。

7. 姜国华、饶品贵：“宏观经济政策与微观企业行为”，《会计研究》，2011 年第 3 期。

8. 王竹泉等：《营运资金管理发展报告 2015》，财政经济出版社，2015 年。

9. 孙莹、王竹泉、张先敏、杜瑞、程六兵等：“中国上市公司营运资金管理调查：2014”，《会计研究》，2015 年第 12 期。

10. 马晓锋：“行业特征对营运资本管理的影响研究”，硕士论文，2015 年。

11. 吕峻：“营运资本的经济周期效应与货币政策效应研究”，《财经问题研究》，2015 年第 10 期。

12. 谭文浩、赵自强：“宏观经济政策波动与集团内部资金配置”，《2015 营运资金管理高峰论坛论文集》。

13. 陈耿、秦静：“金融发展对企业营运资本政策的影响研究”，《会计之友》，2015 年第 12 期。

14. 杨璇：“企业并购对营运资本管理效率影响的实证研究”，硕士论文，2015 年。

15. 陈冠霖、江玮滢：“上市公司现金持有量影响因素研究——基于地区差异视角”，《2015 营运资金管理高峰论坛论文集》。

16. 王贞洁、王竹泉、李静：“基于供应商关系的营运资金管理：适用性与经济后果”，《2015 营运资金管理高峰论坛论文集》。

17. 庄伯超：“供应链集中度、资金营运和经营绩效——基于中国制造业上市公司的实证研究”《软科学》，2015 年第 3 期。

18. 李梦：“商业信用融资与供应链营运资本协同管理”，硕士论文，2015 年。

19. 王竹泉、金灿灿、王海龙：“财务共享模式下的企业营运资金管理绩效——基于海尔集团 2007 年 ~2014 年的纵向案例研究”，《2015 营运资金管理高峰论坛论文集》。

20. 朱大鹏、孙兰兰：“CFO 背景特征、高管激励与营运资金管理绩效”，《会计之友》，2015 年第 5 期。

21. 晋芳：“浅谈社会资本在营运资金管理中的功效”，《财会通讯》，2015 年第？ 期。

22. 南星恒、杨静：“智力资本投资与企业营运效率相关性研究——基于营运效率评价指标体系的实证分析”，《财会通讯》，2015 年第 6 期。

23. 王秀华：“渠道管理、关系资本与农业类企业营运资金管理绩效——星河生物案例研究及启示”，《财会月刊》，2015 年第 4 期。

24. 王竹泉、逄咏梅、孙建强：“国内外营运资金管理研究的回顾与展望”，《会计研究》，2007 年第 2 期。

25. 吴楠：“基于渠道管理的饲料加工企业营运资金管理研究——以 S 公司为例”，硕士论文，2015 年。

26. 彭慧卿：“价值链导向下的青岛啤酒营运资金管理研究”，硕士论文，2015 年。

27. 史江亚：“三级供应链营运资金周转协同管理研究”，硕士论文，2015 年。

28. 刘喆：“家电连锁零售企业价值链营运资金管理研究——以国美为例”，《财会通讯》，2015 年第 6 期。

29. 谷延范：“基于价值链视角的营运资金管理研究”，硕士论文，2015 年。

30. 胡雪婷：“O2O 模式转型下的营运资本战略与风险管控——以九州通为例”，《财务与会计》，2015 年第 17 期。

31. 刘子怡、刘玮、张波：“唯品会的库存战略管理案例分析”，

马金华："苏宁云商营运资金管理研究"，硕士论文，2015 年。

32. 王满、何新宇、张云迪："苏宁营运资本管理刍议"，《财务与会计》，2015 年第 6 期。

33. 张觎翔："面向业务流程的营运资金管理问题研究"，硕士论文，2015 年。

34. 杜诗："汽车制造企业营运资金管理模式研究"，硕士论文，2015 年。

35. 李富强："我国整车制造类上市公司营运资金管理与绩效改善研究"，硕士论文，2015 年。

36. 胡青青："XX 钢铁有限公司营运资金管理研究"，硕士论文，2015 年。

37. 王抒："浅析商业企业营运资金的有效管理"，《中国商论》，2015 年第 8 期。

38. 王煜："金成塑胶企业营运资金管理案例研究"，硕士论文，2015 年。

39. 田璐："SC 制罐公司营运资金管理研究"，硕士论文，2015 年。

40. 肖亚："唐人神集团营运资金管理研究"，硕士论文，2015 年。

41. 曲芳芳："万科企业股份有限公司的营运资本管理效率——基于 2011 ~ 2013 年数据的分析研究"，《湖北行政学院学报》，2015 年第 6 期。

42. 魏涵宁："我国服装业营运资金管理绩效研究"，硕士论文，2015 年。

43. 丁宁："四川长虹公司营运资金管理绩效问题研究"，硕士论文，2015 年。

44. 路思："N 城建公司营运资金管理研究"，硕士论文，2015 年。

45. 范业燕："国有大型家电企业营运资金管理重组模式解读——基于价值链视角"，《财会通讯》，2015 年第 6 期。

46. 帅剑："关于中小企业营运资金管理相关问题的探讨"，《中国乡镇企业会计》，2015 年第 2 期。

47. 曹玉珊："重大融资、经营性营运资金管理效率与企业绩效——来自中国上市公司的经验证据"，《财经理论与实践》，2015 年第 1 期。

48. 阮浏慧："企业生命周期视角下的营运资本对绩效的影响研究"，硕士论文，2015 年。

49. 徐玮应："我国上市公司营运资金政策与管理绩效的实证研究——以创业板上市公司为例"，硕士论文，2015 年。

50. 沈裕君："营运资本管理对公司绩效的影响——基于中国高科技上市公司的实证研究"，硕士论文，2015 年。

51. 李然、杨淑娥："创业板高科技公司营运资金管理实证研究"，《财会月刊》，2015 年第 2 期。

52. 徐晓慧："营运资金管理与公司绩效研究 - 以中小板江浙制造业上市公司为样本"，硕士论文，2015 年。

53. 施光明："上市公司营运资本管理对企业绩效影响的实证研究——基于沪深证券市场制造业主板与中小板对比分析"，硕士论文，2015 年。

54. 张耀丹："汽车制造业营运资本管理与企业绩效相关性研究——以汽车制造业上市公司为例"，硕士论文，2015 年。

55. 吴莉萍："营运资本管理对上市公司绩效的影响——以环保行业上市公司为例"，硕士论文，2015 年。

56. 杨妙："我国家电类上市公司营运资本管理与企业绩效关系研究"，硕士论文，2015 年。

57. 文雅："生物制药上市公司营运资金与绩效实证研究"，硕士论文，2015 年。

58. 谢佩帛："中小企业营运资本管理与经营绩效相关性研究"，《商业会计》，2015 年第 9 期。

59. 周小芳："有色金属行业上市公司营运资金管理对企业价值影响的实证研究"，硕士论文，2015 年。

60. 王文思："我国上市公司营运资本管理与企业价值相关性研究"，硕士论文，2015 年。

61. 郑佳："融资约束下上市公司营运资金管理效率对盈利能力影响的研究"，硕士论文，2015 年。

62. 袁卫秋："营运资本管理效率对企业盈利水平和盈利质量的影响研究"，《河北经贸大学学报》，

2015 年第 2 期。

63. 孙笠：“营运资本管理与企业盈利能力相关性研究——以我国制造业上市公司为例”，硕士论文，2015 年。

64. 薛伟：“经营性营运资金管理效率与财务危机相关性研究——来自我国上市公司的经验数据”，硕士论文，2015 年。

65. 曾义：“营运资本能够平滑公司资本性投资吗？——基于产权性质和金融发展的经验证据”，《中央财经大学学报》，2015 年第 2 期。

66. 朱莲美、谢志云：“我国上市公司实现负营运资本的经营素质研究”，《2015 营运资金管理高峰论坛论文集》。

67. 张彬：“基于时间序列的零售业上市公司营运资金分析与预测”，《2015 营运资金管理高峰论坛论文集》。

68. 韩沚清、杨军：” 营运资金管理评价及风险预警研究综述与展望”，《商业会计》，2015 年第 17 期。

69. 陈艳：“渠道管理视角下的房地产企业营运资金内部控制研究——以某房地产开发企业为例”，硕士论文，2015 年。

70. 杜媛、孙莹、王苑琢：“混合所有制改革推动资本管理创新和营运资金管理发展——中国企业营运资金管理研究中心协同创新回顾及 2014 年论坛综述”，《会计研究》，2015 年第 1 期。

第五章　2015 年国外营运资金管理研究进展

【摘要】2015 年度营运资金管理研究在以往研究的基础上取得了新的进展。从营运资金管理影响因素研究来看，学者们不再仅仅局限于对企业内部特征的分析，而是进一步从外部治理环境、宏观经济形势等诸多方面对营运资金管理的影响因素展开分析；营运资管理与企业价值的关系研究仍然是学者们关注的重点，有越来越多的学者在分析两者关系的基础上，进一步考虑其他因素的影响及其机理；营运资金管理与企业盈余管理和会计操纵等行为的研究也有了新突破；此外，中小企业营运资金管理研究也得到了越来越多的重视。

从 2015 年度的营运资金管理方面的国外文献来看，学者们主要从营运资金管理的影响因素研究、营运资金管理与公司业绩的关系和影响机理研究、营运资金管理与盈余管理研究以及中小企业营运资金管理研究等几大方面展开研究。

一、营运资金管理的影响因素研究

总体来看，学者们从微观企业特征和宏观环境角度对营运资金管理影响因素展开了全面研究。

从微观企业特征层面来看，Afrifa（2015）研究了管理者的教育背景和工作经验对中小企业营运资金管理的影响，结果显示：专业资质更强、工作经验更多的管理者营运资金管理绩效更高。Azeem 等（2015）对新兴市场国家的营运资金需求的影响因素进行了研究，结果显示：经营周期、资产收益率、财务杠杆、公司规模和经济发展水平与营运资金需求显著负相关；而经营活动产生的现金流量和销售增长率则与营运资金需求显著正相关。Gill 等（2015）研究发现家族企业股东的变动有利于企业营运资金管理绩效的提升。Goel 等（2015）研究发现负债比率、固定资产比例、盈利能力、销售增长率、规模、成立年限等企业内部因素会影响营运资金管理绩效，而且受金融危机影响，营运资金管理绩效正在经历很大的变化。Haddad（2015）以约旦上市公司为样本，研究了资本支出对营运资金需求的影响，结果显示：资本支出与营运资金需求显著正相关。Kaur 和 Gupta（2015）对营运资金需求的变动进行了研究，结果显示：企业营运资金需求受到生产周期、行业产品特性等因素的影响。Kieschnick 和 Wendy（2015）以加拿大公司为样本，研究了在经济危机时期，企业的套期保值策略对营运资金管理的影响。实证结果显示：现金持有量的增加和衍生金融产品的使用都是风险规避的重要方式；持有现金更多的公司通常使用较少的长期负债；持有现金更多的公司通常也面临更高的外汇风险。

从宏观环境层面来看，de Rozari 等（2015）以印尼上市公司为样本，研究了金融危机对企业营运资金管理的影响，结果显示：金融危机促使企业使用更为激进的营运资金管理策略；营运资金管理绩效和企业盈利性、企业价值之间的关系在金融危机时期也发生改变。Mansoori 等（2015）以马来西亚、印度尼西亚、泰国、菲律宾和新加坡的公司为样本，研究了国家层面的腐败问题对营运资金管理的影响。实证结果显示，国家腐败指数越高，管理者越有动机缩短现金周转期（CCC）、减少对现金和现金等价物的投资和降低净流动性余额。Wu（2016）以 46 个国家的企业为对象，研究了民族文化对营运资金管理的影响，结果显示：营运资金管理（现金周转期 CCC）与权力距离显著正相关，而与阳刚之气和个人主义显著负相关；对于新兴市场国家的企业、国际化程度不过的企业、非高新技术企业和执法力度较弱的国家的企业而言，上述关系变得更为显著。

二、营运资金管理与公司业绩的关系和影响机理研究

营运资金管理与公司业绩之间的关系研究始终是学术界营运资金管理研究的主要问题。从 2015 年文献来看，在分析营运资金管理与企业价值关系的基础上，有学者进一步研究了营运资金管理影响企业价值的中介和机制。

在营运资金管理与企业价值关系研究反面，Bui 等（2015）以越南上市公司为样本，研究了营运资金管理与企业价值的关系。实证结果显示：存在最优的营运资金持有量，当与这一最优值偏离时，会降低企业价值。Enqvist 等（2015）以芬兰上市公司为样本，研究了不同经济周期下，营运资金管理对公司盈利能力的影响。实证结果显示，有效的营运资金管理可以提升公司业绩；在经济下行期，营运资金管理对公司盈利能力的影响更为显著。进一步论证了营运资金管理的重要性。Hoang（2015）和 Pais 等（2015）分别以越南和葡萄牙上市公司为样本，研究均发现相对激进的营运资金管理策略会更好的提升企业价值。Mun 等（2015）论证了营运资金管理对餐饮业企业的重要性。实证结果显示：营运资金管理与公司业绩呈倒 U 型关系；当企业的净营运资金为正时，营运资金与公司业绩显著负相关；当企业的净营运资金为负时，营运资金与公司业绩显著正相关。进一步研究发现，企业的现金持有对营运资金管理和公司业绩之间的关系有显著影响，当企业的净营运资金和现金持有均为正时，营运资金与公司业绩显著负相关；而当企业的净营运资金为正，而现金持有为负时，营运资金和公司业绩之间的负相关关系不再显著。这也进一步说明现金持有政策是营运资金管理政策有效与否的重要指示器。Wang 和 Li（2015）从竞争战略视角探讨了营运资金管理与企业价值的关系。研究结果表明：营运资金管理与企业价值存在倒 U 型关系；总体来看，期限匹配策略是最优的营运资金管理战略。进一步考虑竞争战略的研究结果显示，实行差异化战略和成本领先战略的企业应该采取相对激进的营运资金管理策略以提高企业价值。

在营运资金管理影响企业价值的机理研究方面，Aktas 等（2015）以美国上市公司为样本，以 1982－2011 年为时间窗口，研究了营运资金管理的价值提升效应。研究发现，存在最优的净营运资金；通过调整营运资金规模，企业可以提升业绩；而投资是营运资金影响企业价值的关键中介。有效的营运资金管理使得企业可以将有限的资本运用到最具价值的项目上，从而更好地提升公司业绩。Kwenda（2015）以南非上市公司为样本，研究了长期资本投资、营运资金投资和融资约束之间的关系。研究结果显示：营运资金投资对长期资本投资和现金流波动十分敏感，有效的营运资金投资可以在一定程度上消除融资约束对固定资产投资的制约，进而提升企业价值。Wasiuzzaman（2015）研究了营运资金管理和企业价值的关系，并进一步分析了融资约束对两者关系的影响。研究结果显示：营运资金管理与企业价值存在管理关系；而融资约束会对两者的关系产生影响，对于存在融资约束的企业来说，营运资金投资的减少会显著提升企业价值，而对于不存在融资约束的企业而言，这一关系变得不显著。

三、营运资金管理与盈余管理研究

营运资金管理作为短期财务决策的重要内容，与企业盈余管理行为也有重要关系。2015 年，有学者对营运资金管理与企业盈余管理和会计操纵等行为展开了进一步研究。

Darjezi 等（2015）以英国非金融类上市公司为样本，研究了营运资金应计项目与盈余质量和股票收益的关系，实证结果发现：营运资金应计项目是盈余质量的重要指示器，而且可以在预测股票收益方面具有重要作用。Frankel 等（2015）研究发现企业营运资金投资水平会在每年第四财务季度有明显的下降，而次年第一财务季度又有所回升。而这一现象的主要原因在于：第四财务季度的营运资金管理绩效与企业管理者的绩效薪酬直接挂钩；分析师倾向于发布年度现金流预测，这使得管理者有动机去提高第四财务季度的经营活动现金流，而使得营运资金投资水平下降；此外，企业的市场地位越高，议价能力通常越高，越有可能获得延期付款和提前收款的机会。Jiang 等（2015）研究了澳大利亚公司通过管理干预来避免报告营运资金赤字的行为和发生率。实证结果显示：报告营运资金赤字的行为主要受管理干预的成本和收益影响；有更多短期和长期贷款的公司会计操纵的可能性更低，而支付股利的公司更容易进行会计操纵；为了避免报告营运资金赤字，澳大利亚公司通常高估应收账款，而非高估存货或低估流动负债。

四、中小企业营运资金管理研究

相比大型企业，营运资金管理对中小企业具有更为重要的意义。2015 年不少学者对中小企业营运

资金管理进行了深入研究。

Afrifa 等（2015）研究了营运资金管理对中小上市公司业绩的影响，并进一步对中型企业和小企业进行了细分研究。实证结果显示：对于中小上市公司而言，营运资金管理绩效与公司业绩呈倒 U 型关系；进一步细分来看，相比于中型企业，营运资金管理对小企业的经营业绩更为重要。在此基础上，Afrifa 等（2016）又进一步验证了最优现金周转期的存在。Erdogan（2015）以土耳其中小上市公司为样本，研究了营运资金管理的影响因素和中小企业投融资模式。实证结果显示，对大公司、具有国际质量认证的公司和较多使用赊销策略的公司而言，其营运资金融资来源中，内部资金占的比重较小，而银行借款的比重相对较高；在大公司和成立年限较短的公司中，商业信用是营运资金融资的最主要来源；成立年限较长和较少使用赊销策略的公司的营运资金融资来源中，内部资金比重较大。Lima 等（2015）以 19 个欧元区国家的中小企业为样本，研究了营运资金管理绩效与公司业绩的关系。结果显示：对中小企业而言，营运资金管理绩效的提升有助于提升公司业绩，充足的流动性可以在很大程度上降低中小企业面临的融资约束问题；此外，财务经营绩效与公司治理结构也紧密相关。McGuinness（2015）研究了金融危机对英国、爱尔兰等欧洲中小企业营运资金管理的影响。研究发现，金融危机时期，中小企业去杠杆化趋势明显；对于融资困难的企业而言，商业信用在很大程度上发挥了融资作用。

五、小结

从上述文献回顾来看，营运资金管理方面的研究受到学术界越来越多的重视。从营运资金管理影响因素研究来看，学者们不再仅仅局限于对企业内部特征的分析，而是进一步从外部治理环境、宏观经济形势等诸多方面对营运资金管理的影响因素展开分析；营运资管理与企业价值的关系研究仍然是学者们关注的重点，有越来越多的学者在分析两者关系的基础上，进一步考虑其他因素对这一关系的影响，此外，还有学者深入分析了营运资金管理影响企业价值的机理，这为企业加强营运资金管理、提高企业价值提供了有益指导；对营运资金管理与企业盈余管理和会计操纵等行为的研究也开拓了营运资金管理研究的新视角；中小企业有其不同于大型企业的特殊投融资模式，其营运资金管理也与大型企业存在差异，因此，有必要对中小企业营运资金管理进行单独研究，以更好地发挥营运资金管理对中小企业发展的作用。

主要参考文献

1. Afrifa, Godfred Adjapong, and Kesseven Padachi. " Working capital level influence on SME profitability. " Journal of Small Business and Enterprise Development 23. 1 (2016) .

2. Afrifa, Godfred Adjapong, Venancio Tauringana, and Ishmael Tingbani. " Working capital management and performance of listed SMEs. " Journal of Small Business & Entrepreneurship (2014): 557 - 578.

3. Afrifa, Godfred Adjapong. " Working Capital Management Practices of UK SMEs: The Role of Education and Experience. " Available at SSRN 2354498 (2015) .

4. Aktas, Nihat, Ettore Croci, and Dimitris Petmezas. " Is working capital management value - enhancing? Evidence from firm performance and investments. " Journal of Corporate Finance 30 (2015): 98 - 113.

5. Azeem, Muhammad Mehtab, and Akin Marsap. " Determinant Factors and Working Capital Requirement. "? International Journal of Economics and Finance? 7. 2 (2015): 280 - 292.

6. Bui, Nha Duc, and Loan TB Nguyen. " Working Capital Management and Firm Value: Evidence from the Vietnamese Stock Market. " Available at SSRN 2648066 (2015) .

7. Darjezi, Javad Izadi Zadeh, Ehsan Khansalar, and Andrew Holt. " The Role of Working Capital Accruals on Earnings Quality and Stock Return. " International Journal of Economics and Finance 7. 9 (2015): 1 - 14.

8. de Rozari, Petrus Emanuel, et al. " The Integrated Measuring of Working Capital Management Effi-

ciency on Financial Performance in Indonesia Stock Exchange." Information Management and Business Review 7.3 (2015): 26 - 33.

9. Enqvist, Julius, Michael Graham, and Jussi Nikkinen. " The impact of working capital management on firm profitability in different business cycles: Evidence from Finland." Research in International Business and Finance 32 (2015): 36 - 49.

10. Erdogan, Aysa Ipek. " Determinants of Working Capital and Investment Financing Patterns of SMEs: Evidence from Turkey." Journal of Applied Finance and Banking 5.3 (2015): 81 - 92.

11. Frankel, Richard M., Hagit Levy, and Ron Shalev. " Factors Associated with the Year - End Decline in Working Capital." Management Science (2016): 1 - 21.

12. Gill, Amarjit, Harvinder S. Mand, and John D. Obradovich. " Promoter Ownership and Working Capital Management Efficiency of Indian Manufacturing Firms." Corporate Ownership & Control. (2015) 598 - 607.

13. Goel, Utkarsh, and Anil Sharma. " Working capital management efficiency in Indian manufacturing sector: trends and determinants." International Journal of Economics and Business Research 10.1 (2015): 30 - 45.

14. Haddad, Fayez Salim Haddad Salim. " The Impact of Capital Expenditure on Working Capital Management: An Empirical Study on Amman Stock Exchange."? Dirasat: Administrative Sciences? 42.2 (2015): 657 - 666.

15. Hoang, Tran Viet. " Impact of Working Capital Management on Firm Profitability: The Case of Listed Manufacturing Firms on Ho Chi Minh Stock Exchange." Asian Economic and Financial Review 5.5 (2015): 779 - 789.

16. Jiang, Wei, et al. " Evidence of Avoiding Working Capital Deficits in Australia." Available at SSRN 2565462 (2015).

17. Kaur, Ramanjot, and Kusum Gupta. " Change In the Working Capital Requirements: In the Textile Industry." International Journal of Research in Finance and Marketing 5.8 (2015): 54 - 59.

18. Kieschnick, Robert, and Wendy Rotenberg. " Working Capital Management, the Credit Crisis, and Hedging Strategies: Canadian Evidence." Journal of International Financial Management & Accounting (2015).

19. Kwenda, Farai. " Investment and financing constraints: can working capital management make a difference in South Africa? ." Banks and Bank Systems (2015): 24 - 33.

20. Lima, Valentina Maria, F. Vitorino Martins, and Elisio Brandao. " The management of working capital and profitability of SMEs in the euro area." [D], 2015.

21. Mansoori, Dr Ebrahim, and Datin Joriah Muhammad. " Does Level of Countries Corruption Affect Firms Working Capital Management?, Accepted in ICAF (2015).

22. McGuinness, Gerard. "The impact of the financial crisis on the working capital of SMEs: a panel data analysis". Diss. Dublin City University, 2015.

23. Motlí? ek, Zdeněk, and Josef Polák. " Appropriate Determination of Net Working Capital in Corporate Financial Management."? Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis? 63.4 (2015): 1323 - 1330.

24. Mun, Sung Gyun, and SooCheong Shawn Jang. " Working capital, cash holding, and profitability of restaurant firms." International Journal of Hospitality Management 48 (2015): 1 - 11.

25. Pais, Maria Amélia, and Paulo Miguel Gama. " Working capital management and SMEs profitability: Portuguese evidence." International Journal of Managerial Finance 11.3 (2015): 341 - 358.

26. Wang, Li, and Yunrong Li. " Effects of working capital management on company value under different competitive strategies. " Metallurgical and Mining Industry , (2015): 122 - 131.

27. Wasiuzzaman, Shaista. " Working capital and firm value in an emerging market. " International Journal of Managerial Finance 11. 1 (2015): 60 - 79.

28. Wu, Wen - Lin. " The Impact of National Culture on Working Capital Management. " Available at SSRN 2720041 (2016) .

第六章　2015 年中国上市公司分行业营运资金管理调查总体分析[①]

【摘要】本章以 2015 年 2 564 家上市公司作为研究对象，主要进行了 2015 年分行业上市公司营运资金管理存量及分布状况分析、分行业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析、分行业上市公司资金回报分析和 2015 年分行业上市公司融资结构与财务风险分析，从渠道和要素两个视角对中国各行业上市公司 2015 年营运资金管理状况进行了全面调查和透视。研究显示：（1）大部分行业营运资金存量增加，总体资金配置依然向投资活动倾斜；（2）经营活动营运资金主要配置在生产渠道上，其次配置在营销渠道上，采购渠道依然是上市公司获取营运资金的重要渠道；（3）经营活动营运资金要素配置方面，存货和应收及预付款项是资金管理的重点；（4）经营活动营运资金管理绩效持续恶化，生产渠道营运资金管理应当引起重视。（5）存货和应收账款管理绩效稳中恶化，应付账款管理绩效持续改善。（6）资金回报率整体下滑；（7）短期金融性负债占比有所降低，但仍处于较高财务风险水平。

一、2015 年中国经济环境关键词与大事件

（一）2015 年中国经营环境变化关键词

互联网 +，是 2015 年中国经济的关键词。2015 年 3 月 5 日，李克强总理在政府工作报告中首次提出“互联网 +”行动计划。2015 年更多上市公司涉及互联网行业，结合数字化和信息化趋势，不断促进着各行业的转型升级。上市公司的数字化、信息化和“触网”化，以及移动互联网、云计算、大数据、物联网等信息物理系统与技术的应用和推广，有助于其在产业链上下游延伸，显著减少库存积压，减少储存成本，降低存货对营运资金的占用，并有效地解决应收账款回收的问题，减缓营运资金压力；同时可以挖掘新需求，针对需求及时调整生产，从而扩大销量，增加盈利能力。“互联网 +”的出现将注定引起行业营运资金管理的模式创新和企业管理能力的升级。

去库存，2015 年中央经济工作会议将“去库存”纳入我国五大经济任务之一，“去库存”也成为各个行业的关键词。居高不下的库存、过剩落后的产能，成为了制约很多企业营运资金的重要因素。因此，要提高营运资金管理的绩效，必须解决库存的压力，而化解去库存需要多管齐下，形成合力。我国应适度降低实体经济融资成本，使企业恢复活力；同时应注意国有参股或控股企业去行政化，有利于发挥市场的调节作用。使上市公司库存保持在适当的数量有助于企业保持活力，从而有助于提升企业营运资金的管理绩效。

去杠杆，2015 年中央经济工作会议将“去杠杆”列为五大经济任务之一。当前我国债务杠杆主要特点为，总体负债率不高，但企业负债增长迅速；政府债务总体不高，但地方债较重。如果债务继续快速攀升，容易引发局部风险，甚至导致系统性金融风险，从而对企业营运资金形成压力。企业可以通过提高直接融资比重，鼓励实施债转股，在降低杠杆率和优化债务存量配置的同时，提升企业再融资能力，引入战略投资者，在深层次上助力产能过剩行业的重组；同时，应注重提高资金使用效率，特别是营运资金使用及周转效率，硬化预算软约束主体的预算约束，继续推进地方政府性债务管理改革和国有企业混合所有制改革。随着“去杠杆”的不断推进，企业的金融风险将得到控制，企业总资金融资结构将逐步趋于较为优化的状态。

新常态，2015 年我国宏观经济下行压力持续增大，伴随着出口下滑、投资增速的持续回落和有效

① 国家自然科学基金“利益相关者视角的营运资金管理研究与中国上市公司营运资金管理数据平台扩充建设（71372111）”和国家自然科学基金“利益相关者集体选择视角的企业价值管理研究（71172099）”的阶段性成果。感谢中国海洋大学、中国会计学会、国家自然科学基金委员会对营运资金管理研究的支持。

需求的不足使得经济增长出现超过预期的下滑。中国上市公司绩效指标持续恶化，企业利润步入“负增长时期”。其中工业企业利润大幅度下降的表现更为突出。另外，资金运转速度也出现下滑，社会融资和银行贷款出现内生性收缩，资金链条出现变异。纵观上年度经济形势和有关财政政策与货币政策可见，经济新常态对营运资金管理提出了更大的挑战，营运资金周转期受到影响。

（二）2015 年中国经济环境变化大事件

1. 万宝之争

从大肆海外出击收购高端地产到频频举牌国内二级市场大盘蓝筹，总规模超过 13 万亿的中国保险资金正在全球市场上演一场场资本“大戏”，而 2015 年持续至今的“万宝之争”，则将险资抢筹大戏推向了高潮。这一场持续近一年股权争斗，以王石为首的万科管理层、华润代表的国资以及宝能代表的险资等各类资本，都在角逐这家中国市值最大的地产企业的话语权。随着万科管理层与宝能系的斗争日趋白热化，各界对于保险资金在二级市场中扮演的角色也越来越关注，从当初股灾中险资响应号召进场维稳，到后来激进举牌风引发监管层关注，甚至为此专门下发规范文件。目前，保险资金对于二级市场股票的热情已经大大降低。

2. “一带一路”

“一带一路”是“丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”的简称。它将充分依靠中国与有关国家既有的双多边机制，借助既有的、行之有效的区域合作平台，“一带一路”旨在借用古代丝绸之路的历史符号，高举和平发展的旗帜，积极发展与沿线国家的经济合作伙伴关系，共同打造政治互信、经济融合、文化包容的利益共同体、命运共同体和责任共同体。“一带一路”经济区开放后，承包工程项目突破 3 000 个。2015 年，我国企业共对“一带一路”相关的 49 个国家进行了直接投资，投资额同比增长 18.2%。2015 年，我国承接“一带一路”相关国家服务外包合同金额 178.3 亿美元，执行金额 121.5 亿美元，同比分别增长 42.6% 和 23.45%。2015 年 12 月，中国建筑股份有限公司与巴基斯坦国家高速公路管理局正式签署巴基斯坦卡拉奇 - 拉哈尔高速公路项目 EPC（设计、采购、施工）总承包合同，该项目为中巴经济走廊最大交通基础设施项目，全长 1 152 公里，合同金额为 2 943 亿卢比。2015 年 2 月，三峡发展公司、中国机械设备进出口股份有限公司与卡洛特电力有限公司签订了卡洛特 ECP 总承包合同，合同总价 12.77 亿美元。卡洛特水电站是“一带一路”首个水电大型投资建设项目，也是迄今为止三峡集团在海外投资在建的最大绿地水电项目。

3. “倒闭潮”出现，冲击现有商业模式

近几年来，在经济不景气的大环境下，若干行业内的一些企业也纷纷倒闭破产，屡有企业在市场洗牌中关厂歇业，这“倒闭潮”其实是产业发展的必然结果，也是产业升级自然选择、优胜劣汰的结果。比如在传统木材、家具行业企业中，很多中小企业以原材料和劳动力为核心竞争力，近年来，这种模式显然不符合时代发展，智能家居的兴起、消费者对家具的定制需求、“互联网 + 家居”的盛行，对类似的制造企业造成了冲击。企业应当寻求新的商业模式以应对冲击，防止资金链的断裂。

4.《中国制造 2025》

2015 年 5 月 19 日，国务院正式发布了《中国制造 2025》，这是党中央、国务院实施制造强国战略的重大部署，是我国实施制造强国战略第一个十年的行动纲领。为推进实施制造强国战略，国务院还组建了国家制造强国建设领导小组和战略咨询委员会；国家制造强国建设战略咨询委员会发布《〈中国制造 2025〉重点领域技术路线图（2015 版）》。这对制造业企业的自主创新能力、资源利用效率、科学技术水平提出了新的要求，也对营运资金管理提出了挑战，同时助力行业走出低迷瓶颈，从源头上缓解了营运资金压力。

5. PPP 项目建设加速，推动流量化解存量

2015 年中国经济的主要动力向国内基础设施建设转变，住建部发布了由财政部等六部门联合署名的通知文件，明确要运用政府和社会资本合作模式（即 PPP 模式），推进公共租赁住房投资建设和运营管理。国家发改委和国开行 3 月 17 日发布的《关于推进开发性金融支持政府和社会资本合作有关工

作的通知》要求，各地要加强协调，积极引入外资企业、民营企业、中央企业、地方国企等各类市场主体，灵活运用基金投资、银行贷款、发行债券等各类金融工具，推进建立期限匹配、成本适当以及多元可持续的 PPP 项目资金保障机制。PPP 项目建设的加速，将推动国有资本和社会资本的融合，让沉淀的资金运转起来，解决建筑业的融资问题，实现流量化解存量的效应。例如，北控水务集团有限公司是国内具有核心竞争力的大型水务集团，在 2015 年的环保 PPP 领域投资总额超 750 亿元，形成近千亿业绩；北京碧水源科技股份有限公司 2015 年同样也在环保领域承接 19 个大型 PPP 项目，涉及的省市包括中国东西南北四大方位，尤其在北方的项目居多，总投资额超 700 亿人民币。

6. 高管离职成风

上市公司高管离职成风，年内已有 2 700 余位高管，因“换届”外的其他原因离职，涉及沪深两市半数上市公司。半数上市公司有高管离职，根据东方财富 Choice 数据，截至 2016 年 7 月 31 日，沪深两市共计 7 872 位上市公司高管离职。其中，因换届而离职的高管占半数，共有 3 939 位。余下的 3 933 位，离职原因包括辞职、工作调动、股权变动、免职、个人原因、身体健康、死亡、退休等，这些高管累计涉及了 1 672 家上市公司，占全部上市公司的 57%。无论是地产界还是零售业，上市公司高管变动都相对频繁。有业内人士分析指出，这一方面说明了资本市场资源优化配置的高效性，一方面也体现了高管对上市公司发展以及自我价值实现的判断。

二、行业调查体系

（一）分析内容与指标选取

2015 年营运资金发展报告的行业调查篇分为：2015 年中国上市公司分行业营运资金管理调查总体分析和各行业上市公司营运资金管理调查两个部分。

针对各行业上市公司营运资金管理调查主要对 2015 年各行业上市公司营运资金存量与其分布状况、上市公司营运资金管理绩效、上市公司资金回报以及上市公司融资结构与财务风险等四个角度的分析。其中 2015 年各行业上市公司营运资金存量与其分布状况分析主要从行业总体存量及分布状况、经营活动营运资金存量及按渠道分布状况以及经营活动营运资金存量及其要素分布状况三个部分进行，且每部分均从行业和企业两个层面分别分析；各行业上市公司营运资金管理绩效分析主要从要素和渠道两大视角以及行业及企业两大层面分别分析了营运资金管理绩效的变化及变化趋势；上市公司资金回报分析部分主要分析各行业上市公司总体资金回报以及其在实业经营、金融经营和投资等三大活动中的资金回报情况；融资结构与财务风险分析部分从行业层面和企业层面分析企业融资情况以及财务风险大小。各部分分析所用核心指标及其计算见表 6－1。

表 6－1　　各分析内容核心指标及其计算

分析内容	核心指标名称	指标计算
营运资金存量及其分布	营运资金	营运资金＝营运资本＋短期金融性负债＝流动资产－营业活动流动负债；营运资本＝流动资产－流动负债；短期金融性负债（期末值）＝短期借款＋短期负息资金＋内部存入款＋应付利息＋应付股利＋一年内到期的非流动负债
	经营活动营运资金	经营活动营运资金（期末值）＝存货＋应收及预付款项－应付及预收款项＋经营性货币资金＝（存货净值＋跌价准备）＋应收票据＋（应收账款净值＋应收账款坏账准备）＋应收内部单位款＋（预付账款＋预付账款坏账准备）＋预付上级单位款＋（其他应收款＋其他应收款坏账准备）＋待摊费用＋其他流动资产＋货币资金－（应付票据＋应付账款＋应付内部单位款＋预收账款＋预收下级单位款＋应付职工薪酬＋应交税费＋其他应付账款＋预提费用＋其他流动负债）
	经营活动营运资金期末占比	经营活动营运资金期末占比＝经营活动营运资金期末余额（按渠道）/营运资金（期末值）

续表

分析内容	核心指标名称	指标计算
营运资金存量及其分布	金融经营活动营运资金	金融经营活动营运资金 = 金融经营流动资产 - 金融经营流动负债 = （结算备付金 + 现金及存放中央银行款项 + 存放同业款项 + 贵金属 + 拆出资金净额 + 衍生金融资产 + 短期投资净额 + 应收保费净额 + 应收分保账款净额 + 应收代位追偿款净额 + 应收分保合同准备金净额 + 买入返售金融资产净额 + 存出保证金） -（期末向中央银行借款 + 期末吸收存款及同业存放 + 期末拆入资金 + 期末衍生金融负债 + 期末卖出回购金融资产款 + 期末应付手续费及佣金 + 期末应付赔付款 + 期末应付保单红利 + 期末保户储金及投资款 + 期末保险合同准备金 + 期末应付分保账款 + 期末代理买卖证券款 + 期末代理承销证券款 + 期末预收保费 + 期末递延收益）
	金融经营活动营运资金期末占比	金融经营活动营运资金期末占比 = 金融经营活动营运资金期末余额（按渠道）/营运资金（期末值）
	投资活动营运资金	投资活动营运资金（期末值） = 内部存款 + 短期负息资金拨款 + 交易性金融资产 + 应收利息 + 应收股利 + 一年内到期的非流动资产 - 交易性金融负债
	投资活动营运资金期末占比	投资活动营运资金期末占比 = 投资活动营运资金期末余额（按渠道）/营运资金（期末值）
上市公司营运资金管理绩效分析	经营活动营运资金周转期（按渠道）	经营活动营运资金周转期（按渠道）= 经营活动营运资金总额（按渠道）÷（营业收入/360）=（营销渠道营运资金 + 生产渠道营运资金 + 采购渠道营运资金）÷（营业收入/360）
	营销渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期 = 营销渠道营运资金 ÷（营业收入/360）=（成品存货 + 应收账款、应收票据 - 预收账款 - 应交税费等）÷（营业收入 /360）
	生产渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期 = 生产渠道营运资金 ÷（营业收入/360）=（在产品存货 + 其他应收款 - 应付职工薪酬 - 其他应付款[①]等）÷（营业收入/360）
	采购渠道营运资金周转期	采购渠道营运资金周转期 = 采购渠道营运资金 ÷（营业收入/360）=（材料存货 + 预付账款 - 应付账款、应付票据等）÷（营业收入/360）
	经营活动营运资金周转期（按要素）	经营活动营运资金周转期（按要素）= 存货周转期 + 应收账款周转期 - 应付账款周转期
	存货周转期	存货周转期 = 存货 ÷（营业收入/360）
	应收账款周转期	应收账款周转期 =（应收账款 + 应收票据）÷（营业收入/360）
	应付账款周转期	应付账款周转期 =（应付账款 + 应付票据）÷（营业收入/360）
上市公司资金回报分析	总资金回报率	总资金回报率 = EBIT/（总资产 - 经营性负债）= EBIT/［总资产 -（应付票据 + 应付账款 + 应付职工薪酬 + 其他应付款 + 预收账款 + 应交税费 + 其他流动负债 + 递延收益_流动负债）］ 其中，EBIT = 利润总额 + 利息 + 1/3 × 对联营企业和合营企业的投资收益
	经营活动资金回报	经营活动资金回报率 = 经营活动收益/经营活动占用资金 =（营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 资产减值损失）/（经营活动营运资金 + 经营性长期资金）经营性长期资金 = 长期应收款 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产净额 + 油气资产净额 + 无形资产净额 + 开发支出 + 商誉净额 + 长期待摊费用 + 递延所得税资产 + 其他非流动资产 + 固定资产减值准备 + 长期应收款坏账准备 + 工程物资减值准备 + 在建工程减值准备 + 商誉减值准备 + 无形资产减值准备 + 生产性生物资产减值准备 + 油气资产减值准备 + 其他非流动资产减值准备 -（递延收益_非流动负债 + 专项应付款 + 预计负债 + 递延所得税负债 + 其他非流动负债 + 其他负债）

① 其他应收款、其他应付款按照重要性标准（占总资产 10%）参考报表附注披露的详细信息进行了适当调整。

续表

分析内容	核心指标名称	指标计算
上市公司资金回报分析	金融经营活动资金回报率	金融经营活动资金回报率 = 金融经营活动收益/金融活动占用资金 = [（利息净收入 + 已赚保费 + 手续费及佣金净收入）-（退保金 + 赔付支出净额 + 提取保险责任准备金净额 + 保单红利支出 + 分保费用 + 业务及管理费）+ 摊回分保费用]/[金融经营活动营运资金 + 金融性长期资金]；金融性长期资金 =（保户质押贷款净额 + 定期存款 + 发放贷款及垫款 + 存出资本保证金 + 独立账户资产 + 其他资产）- 独立账户负债
	投资活动资金回报率	投资活动资金回报率 = 投资活动收益/投资活动占用资金 =（投资收益 + 公允价值变动损益 + 1/3 × 对联营企业和合营企业的投资收益）/（投资活动营运资金 + 投资性长期资金）投资性长期资金 =（长期股权投资 + 长期债权投资 + 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 投资性房地产净额）+（可供出售金融资产减值准备 + 持有至到期投资减值准备 + 长期股权投资减值准备 + 长期债权投资减值准备 + 投资性房地产减值准备）
上市公司融资结构与财务风险分析	借入资金占比	借入资金占比 =（短期借款 + 应付股利 + 应付利息 + 一年内到期非流动负债 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款）/总资金
	自有资金占比	自有资金占比 = 所有者权益/总资金
	财务杠杆	财务杠杆 =（利润总额 + 财务费用）/利润总额
	短期金融性负债占比	短期金融性负债占比 = 短期金融性负债/营运资金，短期金融性负债包括：短期借款、交易性金融负债、一年内到期的非流动负债、应付利息、应付股利
	营运资本占比	营运资本占比 = 营运资本/营运资金，营运资本 = 流动资产 - 流动负债，营运资金 = 营运资本 + 短期金融性负债

表 6 - 1 中的营业收入为上市公司年度利润表中的“营业收入”项目金额，货币资金、应收票据、应收账款、预付账款、其他应收款、存货、短期借款、预收账款、应付票据、应付账款、应交税费、应付职工薪酬、其他应付款等项目均为资产负债表中期初和期末余额的平均数。本次报告中应收账款、其他应收款、存货均按照扣除跌价准备前的账面余额计算并发布排行榜，但在进行年度比较时，为统一计算口径，均按剔除跌价准备后的净额计算。划分到采购渠道的材料存货包括原材料、物资采购、外购商品、包装物等项目，生产渠道的在产品存货包括在产品、自制半成品、周转材料、消耗性生物资产、委托加工物资、开发成本等项目，营销渠道的成品存货包括库存商品、产成品、开发产品、委托代销商品等项目。其中，低值易耗品和备品备件由于可能存在在库和在用两种不同的渠道分布情况，所以将这两个项目的 1/2 划分在采购渠道，1/2 划分在生产渠道。各行业的营运资金平均周转期 = Σ 行业内各企业的营运资金 ÷（Σ 行业内各企业营业收入/360）。

（二）样本选取

本文以沪市和深市 2015 年所有 A 股上市公司为研究对象。样本的选取主要遵循以下几个原则：（1）数据完备，相关参数可以计算；（2）剔除金融类公司；（3）剔除数据异常[①]的公司。基于上述原则，2015 年最终样本总量为 2 564 家。所有数据均来自于上市公司年度报告（年度报告均从巨潮资讯网站上下载）以及中国上市公司营运资金管理数据库（http：//bwcmdatabase. ouc. edu. cn）。

对于样本的处理，以中国证监会 2012 年修订的《上市公司行业分类指引》为基础，结合企业实际主营业务进行调整，调整后具体行业分布情况如表 6 - 2 所示。

① 异常数据剔除标准为采购渠道营运资金周转期或生产渠道营运资金周转期或营销渠道营运资金周转期或应付账款周转期超过行业平均营业周期的 1.5 倍与 365 天中较高者。即当行业平均营业周期的 1.5 倍大于 365 天时，上述四项周转期指标中有任意一项指标超过行业平均营业周期的 1.5 倍则剔除该样本；当行业平均营业周期的 1.5 倍小于 365 天时，上述四项周转期指标中有任意一项指标超过 365 天，则剔除该样本。

表 6-2　　2015 年调查样本在行业间的分布情况

行业	农、林、牧、渔业	采矿业	食品、饮料业	纺织、服装、皮毛业	木材、家具业	造纸、印刷业	石油、化学、塑料、塑胶业
样本量	38	64	109	70	16	46	284
行业	医药制造业	金属、非金属业	机械、设备、仪表业	计算机、通信和其他电子设备制造业	其他制造业	电力、热力、燃气及水生产和供应业	建筑业
样本量	152	198	567	209	17	86	69
行业	批发、零售业	交通运输、仓储和邮政业	信息传输、软件和信息技术服务业	房地产业	社会服务业	传播与文化产业	综合类
样本量	142	77	142	127	96	37	18

三、2015 年分行业上市公司营运资金存量及其分布状况

（一）上市公司各行业营运资金存量及其分布状况总体分析

1. 行业层面

2014～2015 年上市公司各行业营运资金存量及其分布见表 6-3。

从表 6-3 可以看出，2015 年中国上市公司营运资金存量为 78 485.45 亿元，比 2014 年上升 18.42%，其中，电力热力燃气及水生产和供应业（82.58%）[①]、社会服务业（48.18%）、农林牧渔业（47.66%）、传播与文化产业（47.20%）、采矿业（52.77%）、其他制造业（35.87%）、房地产业（35.40%）、石化塑胶业（24.21%）、造纸印刷业（23.75%）、医药制造业（20.75%）、食品饮料业（19.11%）、建筑业（17.30%）、计算机通信和其他电子设备制造业（13.95%）、批发零售业（12.67%）、机械设备仪表业（9.49%）、木材家具业（7.88%）以及纺织服装皮毛业（0.80%）等 17 个行业营运资金存量有不同程度的增加，仅有综合类（-5.15%）、金属非金属业（-11.00%）、交通运输仓储和邮政业（-38.46%）以及信息传输软件和信息技术服务业（-118.80%）等 4 个行业营运资金存量有所减少。

从营运资金配置上看，2015 年中国上市公司总体资金配置依然向投资活动倾斜，且倾向更为明显。具体而言，经营活动营运资金、金融经营活动营运资金以及投资活动营运资金配置比例分别为 34.11%、-1.64% 和 67.55%，较 2014 年分别下降 3.03 个百分点、下降 0.55 个百分点、上升 3.63 个百分点。

从行业资金配置上看，房地产业（73.63%）、其他制造业（69.81%）、综合类（60.8%）、农林牧渔业（59.56%）、纺织服装皮毛业（54.29%）以及造纸印刷业（51.39%）等六个行业经营活动营运资金配置比例超过 50%，营运资金配置以经营活动为主；信息传输软件和信息技术服务业（17 940.52%）、电力热力燃气及水生产和供应业（559.46%）、采矿业（216.45%）、交通运输仓储和邮政业（213.04%）、传播与文化产业（84.85%）、机械设备仪表业（78.79%）、批发零售业（76.34%）、金属非金属业（74.66%）、建筑业（74.51%）、社会服务业（73.94%）、食品饮料业（68.71%）、石油化学塑料塑胶业（64.91%）、计算机通信和其他电子设备制造业（59.67%）、木材家具业（58.89%）以及医药制造业（54.73%）等 15 个行业投资活动营运资金配置比例超过 50%。

2. 企业层面

2014～2015 年上市公司各行业上市公司营运资金分布状况分段统计见表 6-4。

① 括号内为各行业与 2014 年相比营运资金存量变化率。

表 6-3 2014-2015年上市公司各行业营运资金存量及其分布状况

行业	样本量		营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用（亿元）		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用（亿元）		投资活动营运资金期末占比（%）	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2 014	2 015
农、林、牧、渔业	38	38	380.67	562.08	222.15	334.77	58.36	59.56	-0.10	0.00	-0.03	0.00	158.61	227.93	41.67	40.55
采矿业	64	64	1 092.61	1 669.20	-1 629.54	-1 929.10	-149.14	-115.57	-11.43	-14.69	-1.05	-0.88	2 733.57	3 613.00	250.19	216.45
食品、饮料业	89	109	2 120.04	2 525.20	710.29	850.55	33.50	33.68	-40.15	-60.51	-1.89	-2.40	1 450.12	1 735.17	68.40	68.71
纺织、服装、皮毛业	67	70	1 099.11	1 107.90	680.45	601.44	61.91	54.29	0.19	-0.14	0.02	-0.01	418.47	506.60	38.07	45.73
木材、家具业	14	16	193.38	208.61	112.88	85.76	58.37	41.11	0	0	0	0	80.50	122.84	41.63	58.89
造纸、印刷业	33	46	567.22	701.94	334.05	360.72	58.89	51.39	0.00	-0.01	0.00	0.00	233.17	341.22	41.11	48.61
石油、化学、塑料、塑胶业	265	284	2 697.50	3 350.60	1 031.18	1 190.84	38.23	35.54	0.31	-14.98	0.01	-0.45	1 653.87	2 174.74	61.31	64.91
医药制造业	142	152	2 239.13	2 703.74	1 061.10	1 224.04	47.39	45.27	0.02	0.00	0.00	0.00	1 178.01	1 479.70	52.61	54.73
金属、非金属业	188	198	4 610.63	4 103.55	1 506.51	1 153.51	32.67	28.11	-101.34	-113.75	-2.20	-2.77	3 205.76	3 063.79	69.53	74.66
机械、设备、仪表业	515	567	12 106.89	13 255.62	3 316.37	3 499.19	27.39	26.40	-448.32	-687.62	-3.70	-5.19	8 922.32	10 444.05	73.70	78.79
计算机、通信和其他电子设备制造业	201	209	4 593.64	5 234.42	2 006.86	2 118.16	43.69	40.47	-3.28	-6.98	-0.07	-0.13	2 588.42	3 123.24	56.35	59.67
其他制造业	22	17	319.53	434.13	205.84	303.07	64.42	69.81	0.00	0.00	0.00	0.00	113.69	131.06	35.58	30.19
电力、热力、燃气及水生产和供应业	83	86	173.32	316.44	-943.30	-1 478.26	-544.26	-467.16	14.86	24.37	8.57	7.70	1 409.47	1 770.32	813.22	559.46
建筑业	61	69	10 651.90	12 494.83	3 694.82	3 323.46	34.69	26.60	-42.82	-138.68	-0.40	-1.11	6 999.90	9 310.05	65.72	74.51
批发、零售业	139	142	3 462.06	3 900.69	893.10	927.18	25.80	23.77	-2.31	-4.14	-0.07	-0.11	2 571.27	2 977.65	74.27	76.34
交通运输、仓储和邮政业	75	77	1 576.08	969.87	-546.24	-1 070.01	-34.66	-110.32	-22.16	-26.34	-1.41	-2.72	2 144.47	2 066.22	136.06	213.04
信息传输、软件和信息技术服务业	119	142	49.37	-9.28	-1 071.25	-1 558.22	-2 169.82	16 796.30	0	-115.43	0	1 244.22	1 120.62	1 664.37	2 269.82	-17 940.52
房地产业	124	127	16 005.44	21 672.04	12 209.44	15 957.73	76.28	73.63	-65.55	-125.49	-0.41	-0.58	3 860.43	5 839.80	24.12	26.95
社会服务业	76	96	1 443.67	2 139.29	490.64	561.53	33.99	26.25	-1.16	-3.96	-0.08	-0.19	954.20	1 581.72	66.10	73.94
传播与文化产业	31	37	578.91	852.16	113.27	129.15	19.57	15.16	-0.06	-0.01	-0.01	0.00	465.70	723.02	80.44	84.85
综合类	20	18	316.04	299.77	217.01	182.26	68.66	60.80	0.00	0.00	0.00	0.00	99.04	117.51	31.34	39.20
总计	2 365	2 564	66 277.14	78 492.80	24 615.63	26 767.77	37.14	34.11	-723.30	-1 288.36	-1.09	-1.64	42 361.61	53 014.00	63.92	67.55

表 6－4　　2014～2015 年上市公司各行业上市公司营运资金分布状况分段统计表

区间（%）	按实体经营活动营运资金占比区间统计				按金融经营活动营运资金占比区间统计				按投资活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重
≤0	309	13.07	349	13.61	2 341	98.98	2 528	98.60	126	5.33	116	4.52
(0，25]	255	10.79	285	11.12	23	0.97	35	1.37	423	17.89	383	14.94
(25，50]	485	20.47	579	22.58	0	0.00	0	0.00	763	32.28	849	33.11
(50，75]	766	32.40	851	33.19	0	0.00	1	0.04	487	20.56	576	22.46
(75，100]	423	17.89	383	14.94	0	0.00	0	0.00	255	10.79	287	11.19
>100	127	5.37	117	4.56	1	0.04	0	0.00	311	13.16	353	13.77
总 计	2 365	100	2 564	100	2 365	100	2 564	100	2 365	100	2 564	100

从表 6－4 可以看出，2015 年中国上市公司营运资金配置依然以实体经营活动和投资活动为主。具体来说，2015 年中国上市公司在实体经营活动营运资金配置比例与 2014 年基本相似，8 成以上公司倾向于向实体经营活动配置营运资金，且约 52.69% 的上市公司实体经营活动营运资金配置比例超过 50%，该比例较 2014 年下降约 3 个百分点，详见图 6－1 和图 6－2，另有 13.61% 的上市公司利用实体经营活动获取营运资金，该比例较 2014 年略有上升；2015 年 98.6% 的上市公司利用金融经营活动获取营运资金，与 2014 年基本持平；2015 年 47.43% 的上市公司在投资活动上配置的营运资金超过 50%，该比例与 2014 年相比上升约 3 个百分点，仅有 4.52% 的公司从投资活动获取营运资金支持，该比例与 2014 年相比下降 0.81 个百分点。

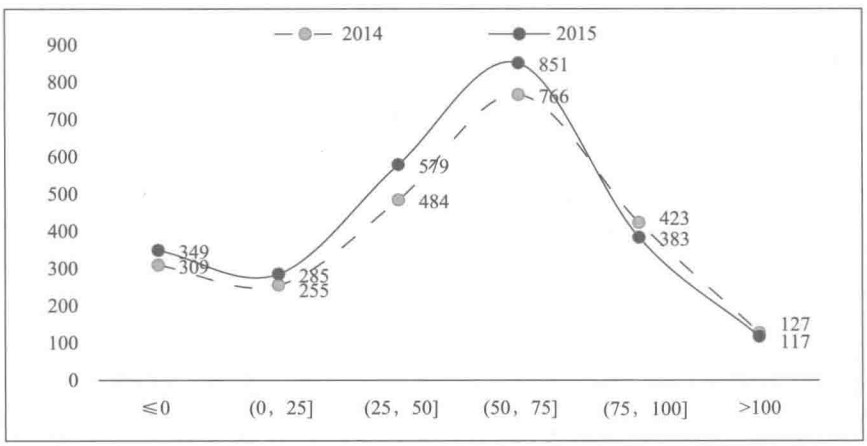


图 6－1　2014～2015 年上市公司实体经营活动营运资金配置区间占比图

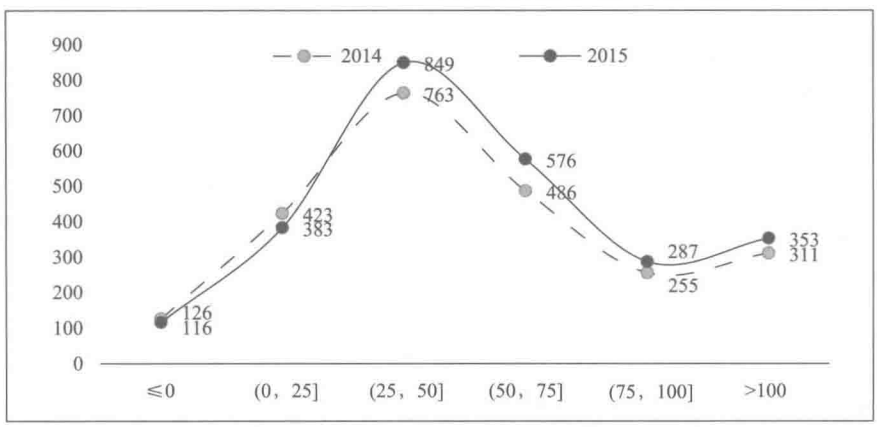


图 6－2　2014～2015 年上市公司投资活动营运资金配置区间占比图

（二）上市公司各行业营活动营运资金存量及其按渠道分布状况

1. 行业层面

2014～2015 年各行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布情况见表 6－5。

表 6－5　　2014～2015 年各行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计表　　单位：亿元

行业	采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
农、林、牧、渔业	－24.83	－29.79	69.07	97.55	177.91	267.01	222.15	334.77
采矿业	－4 161.49	－3 578.53	－1 248.09	－1 224.41	3 780.04	2 873.84	－1 629.54	－1 929.10
食品、饮料业	56.79	－52.78	184.11	244.62	469.39	658.70	710.29	850.55
纺织、服装、皮毛业	－12.39	－115.21	151.77	18.69	541.07	697.96	680.45	601.44
木材、家具业	－8.60	－19.83	15.01	16.15	106.47	89.45	112.88	85.76
造纸、印刷业	－88.05	－114.19	52.80	61.75	369.31	413.16	334.05	360.72
石油、化学、塑料、塑胶业	－1 171.54	－1 308.57	－44.21	39.01	2 246.94	2 460.41	1 031.18	1 190.84
医药制造业	－285.17	－300.47	14.59	16.66	1 331.67	1 507.85	1 061.10	1 224.04
金属、非金属业	－2 654.10	－2 635.65	1 053.17	1 007.76	3 107.44	2 781.40	1 506.51	1 153.51
机械、设备、仪表业	－7 210.74	－8 464.85	908.12	1 360.15	9 619.00	10 603.89	3 316.37	3 499.19
计算机、通信和其他电子设备制造业	－1 529.96	－1 983.59	－117.96	－219.95	3 654.78	4 321.70	2 006.86	2 118.16
其他制造业	6.56	1.89	7.69	3.34	191.59	297.83	205.84	303.07
电力、热力、燃气及水生产和供应业	－915.23	－1 054.53	－26.77	－294.68	－1.30	－129.05	－943.30	－1 478.26
建筑业	－9 871.55	－11 767.33	7 289.62	11 941.62	6 276.75	3 149.16	3 694.82	3 323.46
批发、零售业	－2 014.97	－2 260.42	848.70	797.67	2 059.37	2 389.93	893.10	927.18
交通运输、仓储和邮政业	－696.80	－696.41	－175.25	－292.25	325.81	－81.35	－546.24	－1 070.01
信息传输、软件和信息技术服务业	－1 363.13	－1 989.34	3.11	17.76	288.77	413.36	－1 071.25	－1 558.22
房地产业	－1 626.68	－2 888.67	16 453.95	22 637.40	－2 617.83	－3 790.99	12 209.44	15 957.73
社会服务业	－207.13	－347.32	125.54	342.21	572.22	566.64	490.64	561.53
传播与文化产业	－112.02	－137.87	－5.18	－55.18	230.47	322.21	113.27	129.15
综合类	－53.35	－55.14	117.56	109.18	152.80	128.23	217.01	182.26
总计	－33 944.38	－39 798.60	25 677.35	36 625.05	32 882.67	29 941.34	24 615.63	26 767.77

从表 6－5 可以看出，2015 年中国上市公司经营活动占用营运资金 26 767.77 亿元，较 2014 年上升 8.74%。资金主要配置在生产渠道上，其次配置在营销渠道上，而采购渠道依然是上市公司获取营运资金的重要渠道。具体而言，2015 年采购渠道为上市公司提供 39 798.60 亿营运资金，与 2014 年相比提高 17.25%，仅有其他制造业一个行业采购渠道占用了营运资金；2015 年生产渠道占用营运资金 36 625.05 亿，较 2014 年相比提高 42.64%，增幅较大，仅有采矿业、计算机通信和其他电子设备制造业、电力热力燃气及水生产和供应业、交通运输仓储和邮政业以及传播与文化产业等五个行业利用生产渠道获取营运资金，其余各行业生产渠道均占用大量营运资金，其中占用资金量最大的三个行业为房地产业、建筑业和机械设备仪表业，三者合计占用资金超过生产渠道资金总量的 98%。2015 年营销渠道占用 29 941.34 亿营运资金，较 2014 年下降 8.94%。电力热力燃气及水生产和供应业、交通运输仓储和邮政业以及房地产业等三个行业利用营销渠道获取营运资金支持，而占用营运资金量最大的七个行业为机械设备仪表业、计算机通信和其他电子设备制造业、建筑业、采矿业、金属非金属业、石

化塑胶业、批发零售业，七者合计占用营销渠道资金总量的95%以上。

2. 企业层面

2014～2015年各行业上市公司经营活动营运资金按渠道分布情况分段统计见表6－6。

表6－6　　2014～2015年各行业上市公司经营活动营运资金按渠道分布情况分段统计表

区间（%）	按采购渠道营运资金占比区间统计				按生产渠道营运资金占比区间统计				按营销渠道营运资金占比区间统计			
	2014年		2015年		2014年		2015年		2014年		2015年	
	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重
≤0	1 534	64.85	1 712	66.77	740	31.30	874	34.09	398	16.84	392	15.29
(0，25]	351	14.85	359	14.00	834	35.28	822	32.06	117	4.95	141	5.50
(25，50]	121	5.12	121	4.72	301	12.73	299	11.66	123	5.20	148	5.77
(50，75]	63	2.66	73	2.85	136	5.75	149	5.81	176	7.45	191	7.45
(75，100]	54	2.28	46	1.79	99	4.19	128	4.99	348	14.72	323	12.60
>100	242	10.24	253	9.87	255	10.74	292	11.39	1 203	50.85	1 369	53.39
总计	2 365	100	2 564	100	2 365	100	2 564	100	2 365	100	2 564	100

从表6－6可以看出，2015年中国上市公司经营活动营运资金渠道分布情况表现出与2014年基本相似的特征：大多数公司从采购渠道获取营运资金、在生产渠道占用少量营运资金、在营销渠道占用大量营运资金。具体而言，2015年66.77%的上市公司从采购渠道获取营运资金，比2014年上升近2个百分点，详见图6－3；2015年66.15%的上市公司生产渠道占用营运资金量低于25%，与2014年基本持平，详见图6－4；2015年65.99%的上市公司营销渠道占用资金量超过75%，与2014年基本持平，详见图6－5。

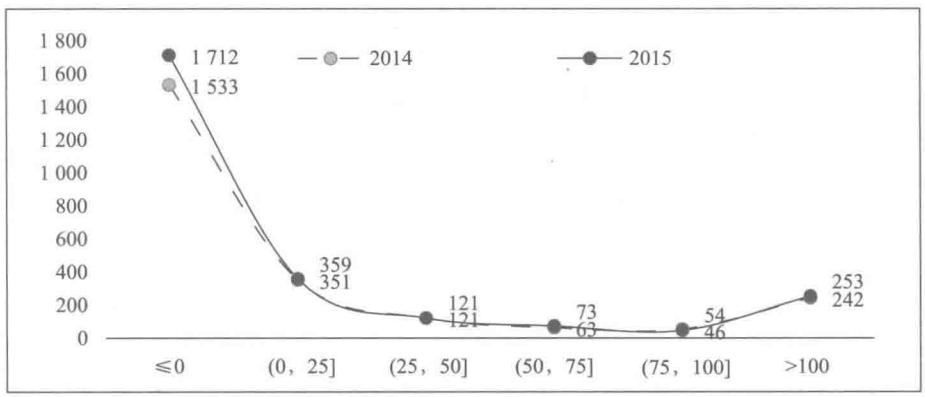


图6－3　2014～2015年上市公司采购渠道营运资金配置区间占比统计

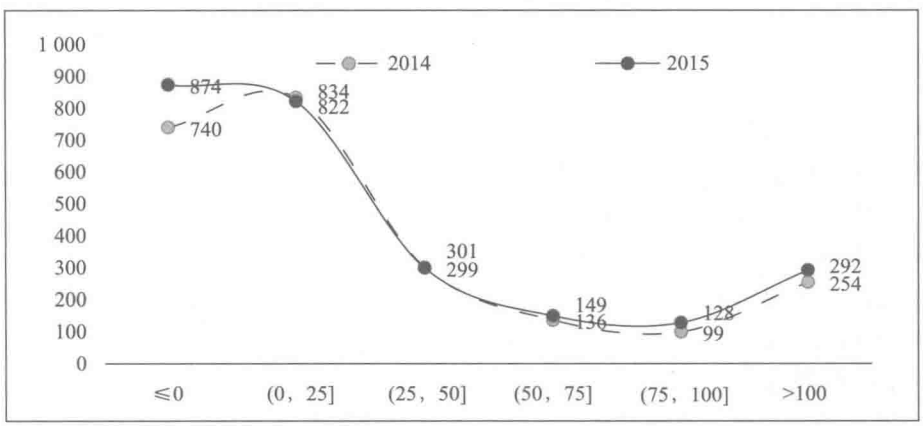


图6－4　2014～2015年上市公司生产渠道营运资金配置区间占比统计

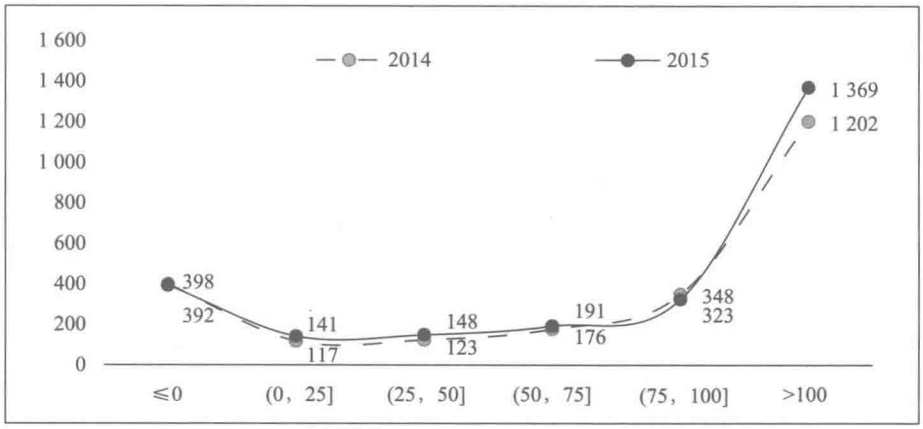


图 6－5　2014～2015 年上市公司营销渠道营运资金配置区间占比统计

（三）上市公司各行业经营活动营运资金存量及其按要素分布状况

1. 行业层面

2014～2015 年各行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布情况见表 6－7。

表 6－7　　2014～2015 各行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布总体统计表　　单位：亿元

行业	存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
农、林、牧、渔业	256.23	339.06	169.90	291.15	203.98	295.44	222.15	334.77
采矿业	4 503.28	3 779.96	6 101.77	5 631.84	12 234.59	11 340.91	－1 629.54	－1 929.10
食品、饮料业	1 154.24	1 292.64	718.20	1 009.96	1 162.08	1 451.94	710.36	850.66
纺织、服装、皮毛业	692.32	580.53	522.89	551.30	534.75	530.38	680.45	601.44
木材、家具业	97.56	108.18	102.63	98.30	87.31	120.72	112.88	85.76
造纸、印刷业	249.82	303.86	391.43	545.86	307.19	488.99	334.05	360.72
石油、化学、塑料、塑胶业	1 630.27	1 604.84	2 561.70	2 982.26	3 148.66	3 396.26	1 043.31	1 190.84
医药制造业	861.69	976.74	1 397.36	1 615.69	1 197.95	1 368.39	1 061.10	1 224.04
金属、非金属业	4 632.03	3 807.98	4 608.59	4 149.20	7 734.40	6 803.68	1 506.21	1 153.51
机械、设备、仪表业	6 797.35	6 943.36	13 744.13	14 939.32	16 908.58	18 383.49	3 632.90	3 499.19
计算机、通信和其他电子设备制造业	1 584.36	1 885.01	3 647.75	4 320.40	3 223.61	4 082.87	2 008.50	2 118.16
其他制造业	213.90	231.86	118.57	193.15	126.63	121.94	205.84	303.07
电力、热力、燃气及水生产和供应业	446.00	575.76	1 564.22	1 554.87	3 261.22	3 608.89	－1 251.01	－1 478.26
建筑业	13 499.50	14 874.43	11 934.89	12 894.36	21 739.57	24 445.33	3 694.82	3 323.46
批发、零售业	3 149.40	3 026.67	2 975.33	3 589.37	5 231.63	5 688.86	893.10	927.18
交通运输、仓储和邮政业	405.49	358.98	1 283.36	1 226.54	2 235.09	2 655.49	－546.24	－1 069.98
信息传输、软件和信息技术服务业	352.75	425.34	1 233.31	1 764.30	2 657.31	3 747.86	－1 071.25	－1 558.22
房地产业	21 745.80	29 194.05	3 589.28	5 946.92	13 124.52	19 183.23	12 210.55	15 957.73
社会服务业	760.70	990.04	880.68	1 403.30	1 150.74	1 831.81	490.64	561.53

续表

行业	存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
传播与文化产业	161.24	185.35	336.42	484.90	384.39	541.10	113.27	129.15
综合类	299.08	248.66	112.19	144.55	194.25	210.95	217.01	182.26
总计	63 493.01	71 733.30	57 994.60	65 337.54	96 848.45	110 298.53	24 639.10	26 767.91

从表 6－7 可以看出，2015 年上市公司存货占用资金 71 733.30 亿元，比 2014 年增加 12.98%，采矿业、纺织服装皮毛业、石化塑胶业、金属非金属业、批发零售业、交通运输仓储和邮政业以及综合类七个行业存货占用资金下降；2015 年上市公司应收款项占用资金 65 337.54 亿元，较 2014 年增加 12.66%，采矿业、木材家具业、金属非金属业、电力热力燃气及水生产和供应业以及交通运输仓储和邮政业等五个行业应收款项占用资金有不同程度下降；2015 年上市公司利用应付款项获取营运资金 110 298.53 亿元，较 2014 年增加 13.89%，仅有采矿业、纺织服装皮毛业、金属非金属业以及其他制造业四个行业应付款项资金略有下降。

2. 企业层面

2014～2015 年各行业上市公司经营活动营运资金存量及要素分布分段统计情况见表 6－8。

表 6－8　　2014～2015 年各行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布分段统计表

区间（%）	按存货占比区间统计				按应收及预付款项占比区间统计				按应付及预收款项占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重
≤0	439	18.57	483	18.84	429	18.15	460	17.94	431	18.23	461	17.98
(0，25]	204	8.63	273	10.65	89	3.76	71	2.77	148	6.26	170	6.63
(25，50]	415	17.55	431	16.81	107	4.53	107	4.17	338	14.30	358	13.96
(50，75]	389	16.46	412	16.07	166	7.02	168	6.55	340	14.38	331	12.91
(75，100]	257	10.87	289	11.27	302	12.77	292	11.39	217	9.18	243	9.48
>100	661	27.92	676	26.37	1 272	53.76	1 466	57.18	891	37.65	1 001	39.04
总计	2 365	100	2 564	100	2 365	100	2 564	100	2 365	100	2 564	100

从表 6－8 可以看出，2015 年 18.84% 的上市公司存货占比为负，其中，零存货上市公司共 30 家，较 2014 年增加 1 家，483 家上市公司存货资金为负，存货未占用营运资金。

具体而言，2015 年 70.52% 的上市公司存货占用量高于 25%，比 2014 年略有下降，详见图 6－6；2015 年 57.18% 的上市公司应收及预付款项占用量高于 100%，比 2014 年略高，详见图 6－7；2015 年 61.43% 的上市公司应付及预付款项占用资金量超过 50%，与 2014 年基本持平，详见图 6－8。

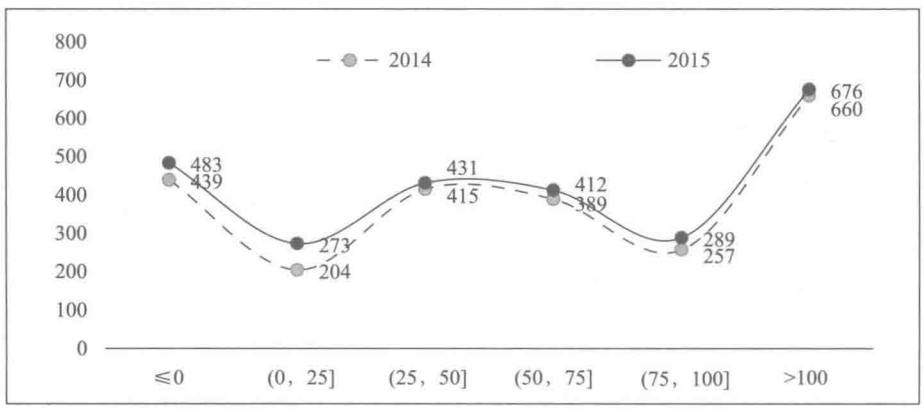


图 6－6　2014～2015 年上市公司存货营运资金配置区间占比统计

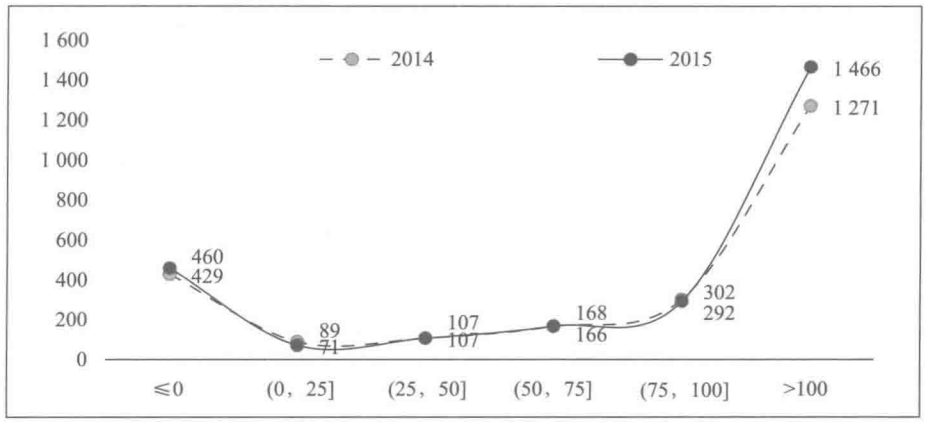


图 6－7　2014～2015 年上市公司应收账款营运资金配置区间占比统计

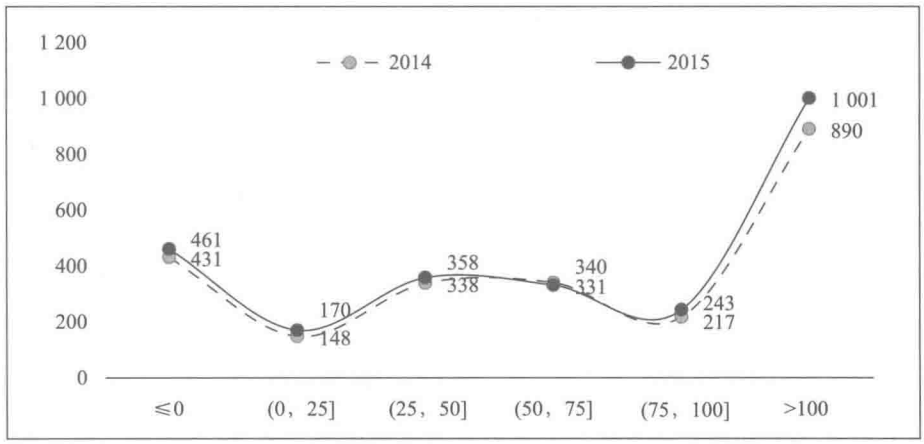


图 6－8　2014～2015 年上市公司应付账款营运资金配置区间占比统计

四、2015 年分行业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析

（一）上市公司各行业经营活动营运资金占用水平变化及节约额分析

2015 年各行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约情况见表 6－9。

表 6－9　　2014～2015 年各行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额

行业	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约额（亿元）
	2014 年	2015 年	
农、林、牧、渔业	0.37	0.30	134.20
采矿业	－0.03	－0.04	701.00
食品、饮料业	0.12	0.07	395.06
纺织、服装、皮毛业	0.40	0.34	73.52
木材、家具业	0.36	0.25	10.07
造纸、印刷业	0.34	0.30	41.08
石油、化学、塑胶、塑料业	0.09	0.11	－18.91
医药、生物制品业	0.28	0.29	－37.38
金属、非金属业	0.06	0.06	143.19
机械、设备、仪表业	0.10	0.10	－0.80
计算机、通信和其他电子设备制造业	0.23	0.20	108.76

续表

行业	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约额（亿元）
	2014 年	2015 年	
其他制造业	0.24	0.34	-37.06
电力、热力、燃气及水生产和供应业	-0.12	-0.19	401.84
建筑业	0.11	0.09	-262.26
批发、零售业	0.05	0.04	-56.77
交通运输、仓储和邮政业	-0.07	-0.13	300.84
信息传输、软件和信息技术服务业	-0.23	-0.29	-46.33
房地产业	1.53	1.37	1 173.49
社会服务业	0.18	0.15	-24.60
传播与文化产业	0.13	0.11	17.12
综合类	0.70	0.65	0.20
上市公司整体	0.10	0.12	-4 057.90[①]

从表 6-9 可以看出，2015 年上市公司整体经营活动营运资金占用水平为 12%，较 2014 年增加 2 个百分点，经营活动营运资金利用效率有所下降，导致上市公司整体经营活动营运资金多占用 4 057.90 亿。按期末时点数看，石化塑胶业、医药生物制品业以及其他制造业三个行业经营活动营运资金利用效率下降，合计多占用 93.35 亿营运资金；而从平均数看，共有石化塑胶业、医药生物制品业、机械设备仪表业、其他制造业、建筑业、批发零售业、信息传输软件和信息技术服务业以及社会服务业共八个行业多占用营运资金，合计多占用 484.11 亿营运资金。

（二）上市公司各行业分渠道的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

2015 年中国上市公司各行业分渠道营运资金管理绩效见表 6-14。

（1）经营活动营运资金周转期（按渠道）

2015 年中国上市公司经营活动营运资金周转期（按渠道）为 41 天，比上年延长 6 天，整体管理绩效下降 17.14%。

从各行业看，石化塑胶料业、医药生物制品业、其他制造业、建筑业、批发零售业、信息传输软件和信息技术服务业以及社会服务业等 7 个行业营运资金管理绩效下降。

从各行业绩效变动幅度上看，其他制造业和建筑业 2 个行业经营活动营运资金（按渠道）管理绩效下降较大；批发零售业、社会服务业、信息传输软件和信息技术服务业、医药生物制品业、石化塑胶业、机械设备仪表业、综合类、计算机通信和其他电子设备制造业、房地产业以及木材家具业等 10 个行业营运资金管理绩效变动幅度小于 10%，基本稳定，占比 47.62%；纺织服装皮毛业、传播与文化产业、农林牧渔业、食品饮料业、电力热力燃气及水生产和供应业、采矿业以及交通运输仓储和邮政业等 7 个行业绩效改善较大，占比 33.33%。

从连续五年变化趋势上看，上市公司整体经营活动营运资金周转期（按渠道）持续延长，表明经营活动营运资金（按渠道）管理绩效持续恶化。从各行业看，14 个行业经营活动营运资金（按渠道）管理绩效恶化，占比 66.67%，详见表 6-10。

① 上市公司整体资金节约额是将全部上市公司看作一个整体计算其多占用的资金，该数据与各行业与自身相比的资金节约额合计数不同。

表 6－10　　上市公司各行业经营活动营运资金周转期（按渠道）变动幅度分布①

趋势描述	数量	行业
持续恶化	5	建筑业、批发零售业、医药生物制品业、机械设备仪表业、传播与文化产业
恶化趋势	9	其他制造业、社会服务业、综合类、计算机通信和其他电子设备制造业、木材家具业、造纸印刷业、金属非金属业、交通运输仓储和邮政业、电力热力燃气及水生产和供应业
改善趋势	7	信息传输软件和信息技术服务业、石化塑胶料业、纺织服装皮毛业、农林牧渔业、食品饮料业、采矿业、房地产业
持续改善	0	

（2）采购渠道营运资金周转期

2015 年中国上市公司采购渠道营运资金周转期为－56 天，比上年缩短 13 天，整体管理绩效改善 30.23%。

从各行业看，仅传播与文化产业 1 个行业采购渠道营运资金管理绩效下降，其余各行业采购渠道营运资金管理绩效均呈不同程度改善。

从各行业绩效变动幅度上看，医药生物制品业 1 个行业采购渠道营运资金管理绩效变动幅度在 10%以内，基本稳定；传播与文化产业 1 个行业采购渠道营运资金管理绩效下降较大；剩余 19 个行业采购渠道营运资金管理绩效有较大幅度改善，占比 90.48%，其中，其他制造业、食品饮料业以及纺织服装皮毛业 3 个行业改善幅度达到或超过 100%。

从连续五年变化趋势上看，中国上市公司整体采购渠道营运资金管理绩效持续改善，仅纺织服装皮毛业、其他制造业、批发零售业、交通运输仓储和邮政业等 4 个行业采购渠道营运资金管理绩效呈恶化趋势，占比 19.05%，8 成以上行业采购渠道营运资金管理绩效有不同程度改善，详见表 6－11。

表 6－11　　上市公司各行业采购渠道营运资金周转期（按渠道）变动幅度分布

趋势描述	数量	行业
持续恶化	0	
恶化趋势	4	纺织服装皮毛业、其他制造业、批发零售业、交通运输仓储和邮政业
改善趋势	8	农林牧渔业、采矿业、木材家具业、医药生物制品业、金属非金属业、信息传输软件和信息技术服务业、社会服务业、传播与文化产业
持续改善	9	食品饮料业、造纸印刷业、石化塑胶业、机械设备仪表业、计算机通信和其他电子设备制造业、电力热力燃气及水生产和供应业、建筑业、房地产业、综合类

（3）生产渠道营运资金周转期

2015 年中国上市公司生产渠道营运资金周转期为 54 天，比上年延长 19 天，整体管理绩效降幅达 54.29%。

从各行业看，医药生物制品业、信息传输软件和信息技术服务业、石化塑胶业、建筑业、机械设备仪表业、金属非金属业、木材家具业以及社会服务业 8 个行业生产渠道营运资金管理绩效下降，占比 38.10%，其余各行业生产渠道营运资金管理绩效均呈不同程度改善。

从各行业绩效变动幅度上看，上述医药生物制品业等 8 个行业绩效恶化较大；房地产业以及综合类生产渠道营运资金管理绩效改善幅度小于 10%，绩效基本稳定；批发零售业、造纸印刷业、计算机通信和其他电子设备制造业、交通运输仓储和邮政业、食品饮料业、农林牧渔业、电力热力燃气及水生产和供应业、采矿业、纺织服装皮毛业、其他制造业以及传播与文化产业等 11 个行业绩效改善，占比 52.38%，其中，电力热力燃气及水生产和供应业、采矿业、纺织服装皮毛业、其他制造业以及传

① 表中持续恶化是指该行业连续五年经营活动营运资金周转期连续上升；恶化趋势是指 2015 年经营活动营运资金周转期比 2011 年经营活动营运资金周转期上升，但中间几年存在下降波动。下同。

播与文化产业等五个行业绩效改善幅度超过50%。

从连续五年变化趋势上看，中国上市公司整体生产渠道营运资金管理绩效呈恶化趋势，12个行业生产渠道营运资金管理绩效呈恶化趋势，占比57.14%，详见表6-12。

表6-12　　上市公司各行业生产渠道营运资金周转期（按渠道）变动幅度分布

趋势描述	数量	行业
持续恶化	0	
恶化趋势	12	农林牧渔业、纺织服装皮毛业、木材家具业、造纸印刷业、金属非金属业、机械设备仪表业、建筑业、批发零售业、信息传输软件和信息技术服务业、房地产业、社会服务业、综合类
改善趋势	8	采矿业、食品饮料业、石化塑胶业、医药生物制品业、计算机通信和其他电子设备制造业、其他制造业、电力、热力、燃气及水生产和供应业、交通运输仓储和邮政业
持续改善	1	传播与文化产业

（4）营销渠道营运资金周转期

2015年中国上市公司营销渠道营运资金周转期为43天，与2014年持平。

从各行业看，信息传输软件和信息技术服务业、纺织服装皮毛业、其他制造业、批发零售业、房地产业、采矿业、金属非金属业、石化塑胶料业、综合类、医药生物制品业、机械设备仪表业等11个行业营销渠道营运资金管理绩效恶化，占比52.38%；

从绩效变动幅度上看，信息传输软件和信息技术服务业、纺织服装皮毛业、其他制造业、批发零售业、房地产业、采矿业、金属非金属业、石化塑胶业等8个行业营销渠道营运资金管理绩效恶化较大，占比38.10%；综合类、医药生物制品业、机械设备仪表业、计算机通信和其他电子设备制造业、传播与文化产业、造纸印刷业、木材家具业以及社会服务业等8个行业绩效变动幅度小于10%，基本稳定；食品饮料业、农林牧渔业、建筑业、交通运输仓储和邮政业、电力热力燃气及水生产和供应业等5个行业营销渠道营运资金管理绩效有较大幅度改善，其中交通运输仓储和邮政业和电力热力燃气及水生产和供应业2个行业绩效改善幅度超过50%。

从连续五年变化趋势上看，中国上市公司整体营销渠道营运资金管理绩效呈改善趋势，16个行业营销渠道营运资金管理绩效呈现出改善趋势，占比76.19%，详见表6-13。

表6-13　　上市公司各行业营销渠道营运资金周转期（按渠道）变动幅度分布

趋势描述	数量	行业
持续恶化	0	
恶化趋势	5	农林牧渔业、食品饮料业、电力热力燃气及水生产和供应业、交通运输仓储和邮政业、信息传输软件和信息技术服务业
改善趋势	11	纺织服装皮毛业、木材家具业、造纸印刷业、计算机通信和其他电子设备制造业、其他制造业、建筑业、批发零售业、房地产业、社会服务业、传播与文化产业、综合类
持续改善	5	采矿业、石化塑胶业、医药生物制品业、金属非金属业、机械设备仪表业

2. 企业层面

企业层面按照代码相同的原则进行批配，2014～2015年共获得可比样本2 248个。为更好地说明上市公司营运资金管理绩效变化情况，本文按周转天数变化率划分为三个区间：缩短（变化率≤-10%）、基本稳定（-10% < 变化率 < 10%）、延长（变化率≥10%）。企业层面营运资金周转绩效（按渠道）变化情况统计见表6-15。

表 6－14　　2014－2015年上市公司各行业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

行业		采购渠道营运资金周转期					生产渠道营运资金周转期					营销渠道营运资金周转期					经营活动营运资金周转期（按渠道）				
		2 011	2 012	2 013	2014	2015	2011	2012	2013	2014	2015	2011	2012	2013	2014	2015	2011	2012	2013	2014	2015
农、林、牧、渔业		23	13	12	－6	－7	29	33	39	47	32	86	76	80	101	73	129	123	136	142	98
采矿业		－15	－17	－22	－24	－30	－5	－4	－5	－6	－10	9	14	18	22	26	－11	－8	－8	－9	－14
制造业	食品、饮料业	20	17	9	3	0	19	15	19	10	7	38	45	52	23	18	77	77	80	37	25
	纺织、服装、皮毛业	－111	－69	－89	－3	－18	－28	－13	－21	43	6	103	103	70	95	133	－36	21	－40	135	120
	木材、家具业	－6	－14	－16	－12	－17	22	20	18	17	20	87	101	106	114	105	103	107	108	119	108
	造纸、印刷业	－20	－23	－22	－27	－32	3	14	23	22	19	96	111	112	129	125	79	103	113	124	111
	石油、化学、塑胶、塑料业	－10	－12	－19	－31	－42	0	－1	－3	－2	1	48	56	62	70	78	38	43	40	37	38
	医药、生物制品业	－22	－24	－16	－23	－25	3	0	0	0	1	100	103	107	117	121	81	79	91	94	97
	金属、非金属业	29	32	35	－33	－47	－5	－3	－14	14	20	9	14	14	46	52	25	21	35	28	25
	机械、设备、仪表业	－54	－61	－64	－72	－80	15	15	11	9	14	62	81	89	98	101	22	34	36	35	35
	计算机、通信和其他电子设备制造业	－41	－48	－59	－58	－62	－4	－5	－5	－5	－6	116	121	147	138	138	71	68	83	74	71
	其他制造业	－39	－2	6	3	0	5	14	13	8	1	82	82	58	71	96	48	93	80	82	96
电力、热力、燃气及水生产和供应业		－26	－26	－32	－40	－46	－15	－14	－13	－9	－14	39	13	5	7	－2	－2	－27	－40	－43	－61
建筑业		－70	－79	－83	－94	－109	47	97	56	70	115	45	10	58	57	31	22	28	31	33	37
批发、零售业		－30	－32	－17	－20	－21	9	11	10	15	13	22	24	16	20	24	1	3	9	15	16
交通运输、仓储和邮政业		－32	－39	－35	－31	－32	－14	－12	－10	－9	－11	11	15	12	16	5	－35	－36	－33	－24	－38
信息传输、软件和信息技术服务业		－83	－120	－86	－96	－111	－1	1	－1	0	1	46	27	－26	4	21	－38	－91	－113	－92	－89
房地产业		－15	－33	－48	－60	－81	706	685	669	700	658	－155	－200	－178	－141	－114	536	451	443	499	462.6
社会服务业		－14	－29	－33	－30	－28	6	57	40	25	29	26	15	0	52	47	18	44	8	46	48
传播与文化产业		－35	－38	－45	－45	－40	－1	1	0	－3	－11	49	69	85	89	87	13	32	40	41	36
综合类		－9	－15	－46	－63	－67	76	96	76	148	139	11	8	68	158	170	78	89	97	243	243
总计		－27	－26	－35	－45	－56	21	24	34	36	54	26	24	27	44	43	20	22	26	35	41

表 6－15　　2014～2015 年上市公司各行业各渠道经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短（家）	1 228	1 034	544	785
	缩短占比（%）	54.63	46.02	24.20	34.92
	基本不变（家）	463	333	579	498
	基本不变占比（%）	20.60	14.81	25.76	22.15
	延长（家）	557	881	1 125	965
	延长占比（%）	24.78	39.19	50.04	42.93
可比样本总数		2 248			

从表 6－15 可以看出，超 4 成上市公司经营活动营运资金（按渠道）管理绩效恶化，仅有 34.92% 的上市公司经营活动营运资金（按渠道）管理绩效改善。从各渠道上看，营销渠道营运资金管理绩效恶化公司数量最多，占比 50.04%，采购渠道营运资金管理绩效恶化公司数量最少，仅有 24.78%，而超 5 成上市公司采购渠道绩效改善。

（三）上市公司各行业分要素的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

2015 年中国上市公司各行业分要素营运资金管理绩效见表 6－20。

（1）经营活动营运资金周转期（按要素）

2015 年中国上市公司经营活动营运资金周转期（按要素）为 83 天，比上年延长 13 天，整体管理绩效有所下降。

从各行业看，采矿业、木材家具业、医药生物制造业、其他制造业、电力热力燃气及水生产和供应业、建筑业、交通运输仓储和邮政业及传播与文化产业共 8 个行业 2015 年营运资金管理绩效有所恶化，共 11 个行业营运资金管理绩效有所改善。其中恶化最严重的是信息传输、软件和信息技术服务业，改善最显著的是食品、饮料行业。

从连续五年变化趋势上看，上市公司整体经营活动营运资金周转期（按要素）持续延长，表明经营活动营运资金（按要素）管理绩效持续恶化。从各行业看，13 个行业经营活动营运资金（按渠道）管理绩效恶化或持续恶化，占比 62%，详见表 6－16。

表 6－16　　上市公司各行业经营活动营运资金周转期（按要素）变动幅度分布

趋势描述	数量	行业
持续恶化	1	建筑业
恶化趋势	12	采矿业、纺织服装皮毛业、木材家具业、造纸印刷业、医药生物制造业、机械设备仪表业、其他制造业、批发零售业、交通运输仓储和邮政业、社会服务业、传播与文化产业、综合类
改善趋势	7	农林牧渔业、石化塑胶料业、金属非金属业、计算机通信和其他电子设备制造业、电力热力燃气及水生产和供应业、信息传输软件和信息技术服务业、房地产业
持续改善	1	食品饮料业

（2）存货周转期

2015 年中国上市公司存货周转期为 108 天，比上年延长 16 天，整体管理绩效恶化。

从各行业看，共 11 个行业（采矿业、木材家具业、石化塑胶业、医药生物制造业、金属非金属业、机械设备仪表业、计算机通信和其他电子设备制造业、电力热力燃气及水生产和供应业、建筑业）存货周转绩效下降，9 个行业存货周转绩效改善，信息传输、软件和信息技术服务业周转绩效保持不变。其中，绩效改善最显著的是食品、饮料业，存货周转期缩短了 30 天；绩效恶化最显著的是电力、热力、燃气及水生产和供应业。

从连续五年变化趋势上看，中国上市公司整体存货周转绩效持续恶化，共采矿业、食品饮料业等15 个行业存货周转绩效呈恶化及持续恶化趋势，占比 71.43%，详见表 6－17。

表 6－17　　上市公司各行业存货周转期（按要素）变动幅度分布

趋势描述	数量	行业
持续恶化	4	采矿业、医药生物制造业、金属非金属业、建筑业
恶化趋势	11	食品饮料业、纺织服装皮毛业、木材家具业、造纸印刷业、石化塑胶业、其他制造业、电力热力燃气及水生产和供应业、批发零售业、交通运输仓储和邮政业、社会服务业、综合类
基本不变	1	计算机通信和其他电子设备制造业
改善趋势	4	农林牧渔业、机械设备仪表业、信息传输软件和信息技术服务业、房地产业
持续改善	1	传播与文化产业

（3）应收账款周转期

2015 年中国上市公司应收账款周转期为 58 天，比上年延长 7 天，整体管理绩效降幅达 13.73%。

从各行业看，仅有 4 个行业（农林牧渔业、食品饮料业、造纸印刷业和计算机通信和其他电子设备制造业）存货周转绩效改善，交通运输、仓储和邮政业保持不变，其余 16 个行业（建筑业、机械设备仪表业等）应收账款周转绩效呈不同程度恶化。其中其他制造业恶化最为严重，应收账款周转期从 27 天延长至 35 天。

从连续五年变化趋势上看，中国上市公司整体应收账款绩效呈恶化趋势，17 个行业应收账款周转绩效呈恶化或持续恶化趋势，占比 80.95%，详见表 6－18。

表 6－18　　上市公司各行业应收账款周转期（按要素）变动幅度分布

趋势描述	数量	行业
持续恶化	10	采矿业、石化塑胶业、医药生物制品业、金属非金属业、机械设备仪表业、电力热力燃气及水生产和供应业、建筑业、批发零售业、房地产业、综合类
恶化趋势	7	纺织服装皮毛业、造纸印刷业、计算机通信和其他电子设备制造业、交通运输仓储和邮政业、信息传输软件和信息技术服务业、社会服务业、传播与文化产业
改善趋势	3	农林牧渔业、木材家具业、其他制造业
持续改善	1	食品饮料业

（4）应付账款周转期

2015 年中国上市公司应付账款周转期为 84 天，比上年延长 11 天，管理绩效有所提高。

从各行业看，食品饮料业、农林牧渔业、传播与文化产业、交通运输仓储和邮政业以及造纸印刷业等 5 个行业应付账款管理绩效恶化，社会服务业应付账款管理绩效保持不变，其余 15 个行业应付账款管理绩效有所提升，占比 71.43%，其中绩效提升最大的是纺织服装皮毛业，应付账款周转期从 46 天延长至 61 天。

从连续五年变化趋势上看，中国上市公司应付账款管理绩效呈持续改善趋势，15 个行业应付账款管理绩效呈现出改善及持续改善趋势，占比 71.43%，详见表 6－19。

表 6－19　　上市公司各行业应付账款周转期（按要素）变动幅度分布

趋势描述	数量	行业
持续恶化	1	传播与文化产业
恶化趋势	5	食品饮料业、纺织服装皮毛业、木材家具业、其他制造业、交通运输仓储和邮政业、
改善趋势	6	农林牧渔业、造纸印刷业、医药生物制品业、计算机通信和其他电子设备制造业、批发零售业、信息传输软件和信息技术服务业
持续改善	9	采矿业、石化塑胶业、金属非金属业、机械设备仪表业、电力热力燃气及水生产和供应业、建筑业、房地产业、社会服务业、综合类

表 6－20　　2011－2015 年上市公司各行业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

行业		存货周转期					应收账款周转期					应付账款周转期					经营活动营运资金周转期（按要素）				
		2 011	2 012	2 013	2014	2015	2011	2012	2013	2014	2015	2011	2012	2013	2014	2015	2011	2012	2013	2014	2015
农、林、牧、渔业		148	150	157	165	109	28	36	36	43	25	26	31	36	47	34	150	155	158	161	100
采矿业		26	29	30	29	32	15	17	18	21	27	32	35	38	40	47	9	11	10	10	12
制造业	食品、饮料业	97	100	105	68	38	35	33	32	19	12	34	36	41	27	14	99	97	96	61	36
	纺织、服装、皮毛业	118	58	79	147	111	40	25	38	50	56	160	94	136	46	61	－2	－11	－19	151	106
	木材、家具业	108	112	105	105	114	56	60	54	55	58	61	69	64	58	61	103	102	95	102	111
	造纸、印刷业	79	93	89	93	91	81	85	89	100	98	74	74	70	78	75	86	104	109	115	113
	石油、化学、塑胶、塑料业	48	51	48	50	54	41	48	49	53	59	48	55	55	64	73	41	45	42	40	40
	医药、生物制品业	64	64	70	74	78	78	78	85	88	92	50	52	48	52	53	92	90	107	111	117
	金属、非金属业	63	69	67	75	77	30	36	39	48	50	45	54	60	79	85	48	51	46	44	42
	机械、设备、仪表业	71	76	69	70	71	84	98	103	106	109	91	98	98	102	109	64	76	74	73	71
	计算机、通信和其他电子设备制造业	61	60	62	60	61	91	97	103	104	103	71	75	83	80	83	81	82	82	84	80
	其他制造业	76	105	89	86	84	50	31	16	27	35	67	34	15	21	23	59	102	90	92	96
电力、热力、燃气及水生产和供应业		24	24	22	21	27	40	43	44	47	49	55	53	55	61	68	9	14	11	6	8
建筑业		94	126	131	131	143	59	67	68	80	82	103	113	115	127	136	50	80	84	85	89
批发、零售业		46	49	49	58	53	14	16	21	25	27	47	49	49	54	55	13	16	21	28	26
交通运输、仓储和邮政业		15	15	15	17	16	25	25	27	26	26	51	55	53	48	45	－11	－15	－11	－5	－3
信息传输、软件和信息技术服务业		39	36	21	26	26	61	56	48	60	66	102	136	101	108	124	－2	－44	－31	－22	－31
房地产业		914	872	859	915	848	12	15	16	18	19	75	101	111	125	134	851	786	763	808	734
社会服务业		37	119	97	96	89	40	43	38	49	56	40	57	57	60	60	37	105	78	85	85
传播与文化产业		65	65	62	62	55	53	63	56	63	68	87	84	78	76	69	38	43	40	49	54
综合类		137	154	182	335	334	30	30	46	79	87	54	54	74	91	102	112	130	154	323	319
总计		68	72	81	92	108	36	38	53	51	58	58	57	64	73	84	46	53	70	70	83

2. 企业层面

企业层面按照代码相同的原则进行匹配，2014～2015 年共获得可比样本 2 248 个。为更好地说明上市公司营运资金管理绩效变化情况，本文按周转天数变化率划分为三个区间：缩短（变化率≤－10%）、基本稳定（－10% ＜变化率＜10%）、延长（变化率≥10%）。企业层面营运资金周转绩效（按要素）变化情况统计见表 6－21。

表 6－21　　2014～2015 年上市公司各行业分要素经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
周转期变化统计	缩短（家）	533	423	487	667
	缩短占比（%）	23.71	18.82	21.66	29.67
	基本不变（家）	850	767	724	639
	基本不变占比（%）	37.81	34.12	32.21	28.43
	延长（家）	865	1 058	1 037	942
	延长占比（%）	38.48	47.06	46.13	41.90
可比样本总数		2 248			

从表 6－21 可以看出，超 4 成上市公司经营活动营运资金（按要素）管理绩效恶化，仅有 29.67% 的上市公司经营活动营运资金（按要素）管理绩效改善。从各要素来看，应收及预付款项管理绩效恶化公司数量最多，占比 47.06%，存货管理绩效恶化公司占 38.48%，46.13% 的上市公司应付及预收款项管理绩效改善。

五、2015 年分行业上市公司资金回报分析

表 6－22 显示，2015 年 21 个行业总资金回报率的均值为 7.32%，较 2014 年下降了 1.16 个百分点，其中，食品、饮料业总资金回报率最高，为 15.66%，是总体均值的 2.14 倍；相反，金属、非金属业总资金回报率最低，为 1.63%；纵向比较发现：2015 年较 2014 年总资金回报率下降的行业有 14 个，分别为“医药生物制品业、机械设备仪表业、电力热力燃气及水生产和供应业、传播与文化产业、房地产业、计算机通信和其他电子设备制造业、建筑业、食品饮料业、批发零售业、社会服务业、其他制造业、金属非金属业、综合类、采矿业”；总资金回报率上升的行业有 7 个，分别为“农林牧渔业、造纸印刷业、交通运输仓储和邮政业、纺织服装皮毛业、信息传输软件和信息技术服务业、木材家具业、石油化学塑胶塑料业”。从经营活动资金回报率看，总体经营资金回报率为 8.06，较 2014 年下降了 1.66 个百分点，其中，交通运输、仓储和邮政业的经营活动资金回报率最高，为 21.97%，相反，综合类行业的经营活动资金回报率最低，为－1.25；纵向比较发现：2015 年较 2014 年总资金回报率下降的行业有 15 个，分别为“计算机通信和其他电子设备制造业、石油化学塑胶塑料业、金属非金属业、医药生物制品业、电力热力燃气及水生产和供应业、建筑业、采矿业、社会服务业、传播与文化产业、其他制造业、房地产业、交通运输仓储和邮政业、机械设备仪表业、造纸印刷业、综合类”；经营活动资金回报率上升的行业有 6 个，分别为“农林牧渔业、纺织服装皮毛业、木材家具业、食品饮料业、批发零售业、信息传输软件和信息技术服务业”。从金融经营活动资金回报率看，总体金融资金回报率为－55.87%，较 2014 年下降了 24.4 个百分点，其中，建筑业的金融经营活动资金回报率最高为 82.11%，批发零售业取得最低值，计算机通信和其他电子设备制造业、金属非金属业、其他制造业 3 个行业不涉及金融经营活动；纵向比较发现：2015 年较 2014 年金融经营活动资金回报率上升的有 6 个行业，其中建筑业上升的幅度最大，达到 5 倍多；而下降的有 11 个行业，其中批发零售业下降的幅度最大，约下降了 105.7%。从投资活动资金回报率看，总体投资资金回报率为 5.07%，较 2014 年的 4.77% 略有上升，其中，纺织服装皮毛业的投资活动资金回报率最高，达到 10.65%，而农林牧渔业最低，为－49.37%。纵向比较发现，投资活动资金回报率下降的有 11 个行业，其中纺织服装皮

毛业下降的幅度最大，达到7.87个百分点；回报率上升的有10个行业，其中建筑业增幅最高，约增长了58.54个百分点。综合来看，随着经济的下行，上市公司经营活动、金融经营活动的资金回报率2015年较2014年呈现下降趋势，投资活动资金回报率略有提升，但各个行业的变动情况不一致，农林牧渔业由于经营活动资金回报率的提升，总资金回报率因此增幅最大，而采矿业由于经营活动资金回报率下降，总资金回报率也下降最多。

表6-22　　2014~2015年上市公司各行业上市公司资金回报率统计分析表　　单位:%

行业	总资金回报率		经营活动资金回报率		金融经营活动资金回报率		投资活动资金回报率	
	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年
农、林、牧、渔业	2.83	6.68	1.34	7.29	8.57	4.42	-91.31	-49.37
采矿业	8.49	4.53	9.09	4.09	0.00	0.00	4.06	7.65
食品、饮料业	16.72	15.66	24.59	21.97	2.99	3.81	-31.19	-23.77
纺织、服装、皮毛业	8.56	9.49	8.74	12.93	8.16	2.02	18.52	10.65
木材、家具业	9.08	9.40	9.92	10.83	35.08	24.48	5.38	5.32
造纸、印刷业	4.55	6.95	4.84	7.97	0.00	0.00	2.93	2.31
石油、化学、塑胶、塑料业	5.63	5.92	6.00	5.98	13.65	82.11	4.02	5.65
医药、生物制品业	12.47	12.22	16.27	15.26	4.85	6.05	17.59	9.79
金属、非金属业	4.61	1.63	5.02	1.12	2.60	3.61	-3.15	-8.05
机械、设备、仪表业	10.61	10.27	12.66	11.61	-51.93	-92.82	7.18	7.34
计算机、通信和其他电子设备制造业	8.62	7.76	11.68	10.16	-153.72	-316.29	3.09	3.30
其他制造业	12.17	10.39	15.44	12.87	0.00	0.00	2.72	2.06
电力、热力、燃气及水生产和供应业	10.01	9.67	9.99	9.98	2.21	2.47	9.54	8.20
建筑业	8.61	7.69	13.30	12.02	1.44	1.23	-91.12	-32.58
批发、零售业	8.81	7.19	12.27	8.33	22.24	17.54	5.13	5.88
交通运输、仓储和邮政业	7.32	8.62	7.15	9.31	7.73	6.25	-22.70	-14.15
信息传输、软件和信息技术服务业	7.33	8.12	8.73	10.15	2.69	2.69	0.00	-1.51
房地产业	8.18	7.46	10.21	8.72	-29.16	-32.88	3.98	4.83
社会服务业	10.25	8.51	14.20	12.07	15.34	10.13	3.28	2.74
传播与文化产业	11.79	11.42	20.83	20.30	3.09	2.97	11.25	8.94
综合类	7.25	3.76	4.55	-1.25	0.00	23.59	10.83	9.40
总计	8.48	7.32	9.72	8.06	-31.47	-55.87	4.77	5.07

注：金融经营活动资金回报率统计样本以本行业内金融经营活动资金不为0的企业家数为准。

六、2015年分行业上市公司融资结构与财务风险分析

（一）总资金融资结构与长期财务风险分析

1. 行业层面

表6-23　　2014~2015年上市公司各行业总资金融资结构与财务杠杆统计分析表

行业	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014年末	2015年末	2014年末	2015年末	2014年	2015年
农、林、牧、渔业	33.51	27.29	66.49	72.71	2.81	1.29
采矿业	32.42	31.95	67.58	68.05	1.17	1.40
食品、饮料业	18.52	14.76	81.48	85.24	1.02	1.03
纺织、服装、皮毛业	29.24	26.89	70.76	73.11	1.21	1.12

续表

行业	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年末	2015 年末	2014 年末	2015 年末	2014 年	2015 年
木材、家具业	27.77	29.10	72.23	70.90	1.23	1.19
造纸、印刷业	52.55	45.68	47.45	54.32	2.75	1.60
石油、化学、塑胶、塑料业	45.73	39.94	54.27	60.06	1.78	1.59
医药、生物制品业	20.89	20.84	79.11	79.16	1.08	1.07
金属、非金属业	48.27	47.46	51.73	52.54	2.13	-1.14
机械、设备、仪表业	26.37	24.89	73.63	75.11	1.10	1.07
计算机、通信和其他电子设备制造业	29.71	28.38	70.29	71.62	1.17	1.20
其他制造业	34.58	40.86	65.42	59.14	1.20	1.26
电力、热力、燃气及水生产和供应业	56.07	57.68	43.93	42.32	1.46	1.40
建筑业	56.92	53.95	43.08	46.05	1.29	1.26
批发、零售业	40.46	39.68	59.54	60.32	1.31	1.45
交通运输、仓储和邮政业	49.44	46.67	50.56	53.33	1.31	1.44
信息传输、软件和信息技术服务业	27.27	23.72	72.73	76.28	1.13	1.14
房地产业	57.38	59.09	41.73	39.80	1.13	1.16
社会服务业	42.77	45.95	57.23	54.05	1.14	1.20
传播与文化产业	10.66	10.13	89.34	89.87	0.99	0.99
综合类	44.17	40.97	55.83	59.03	1.48	2.47
总计	41.67	40.72	58.33	59.28	1.24	1.29

从上市公司总体来看，2015 年各行业借入资金占比为 40.72%，小于 2014 年，下降了 0.95 个百分点；自有资金占比为 59.28%，比 2014 年上升 0.95 个百分点；财务杠杆为 1.29，比 2014 年上升了 0.05。融资结构变动趋于稳健，财务风险略有上升。见表 6-23。

表 6-24　　2014~2015 总资金融资结构与财务杠杆变动统计表

趋势描述	数量	行业
借入资金占比上升（自有资金占比下降）	5	其他制造业、社会服务业、房地产业、电力热力燃气及水生产和供应业、木材、家具业
借入资金占比下降（自有资金占比上升）	16	医药生物制品业、采矿业、传播与文化产业、批发零售业、金属非金属业、计算机通信和其他电子设备制造业、机械设备仪表业、纺织服装皮毛业、交通运输仓储和邮政业、建筑业、综合类、信息传输软件和信息技术服务业、食品饮料业、石化塑胶业、农林牧渔业、造纸印刷业
财务杠杆上升	11	综合类、采矿业、批发、零售业、交通运输、仓储和邮政业、其他制造业、社会服务业、房地产业、计算机、通信和其他电子设备制造业、信息传输、软件和信息技术服务业、食品、饮料业、传播与文化产业
财务杠杆下降	10	医药生物制品业、机械设备仪表业、建筑业、木材家具业、电力热力燃气及水生产和供应业、纺织、服装、皮毛业、石化塑胶业、造纸、印刷业、农林牧渔业、金属非金属业

各行业两年总资金融资结构及财务杠杆变动统计表如表 6-24。在融资结构方面，其他制造业、社会服务业、房地产业、电力热力燃气及水生产和供应业、木材、家具业 5 个行业借入资金占比上升，财务风险有所上升；医药生物制品业、采矿业、传播与文化产业等 16 个行业借入资金占比下降，财务风险有所下降。在财务杠杆方面，综合类、采矿业、批发零售业、交通运输等 11 个行业有所上升，医药生物制品业、机械设备仪表业等 10 个行业财务杠杆下降。

各行业2015年总资金融资结构分布如表6-25。从借入资金结构占比角度分析，2015年全行业大部分行业借入资金占比在25%-50%之间，包括金属、非金属业、交通运输、仓储和邮政业等13个行业；借入资金占比在0-25%之间的包括机械、设备、仪表业、信息传输、软件和信息技术服务业、医药、生物制品业、食品、饮料业、传播与文化产业五个行业，财务风险较低，融资结构较为保守；借入资金占比在50%-75%之间的包括房地产业、电力、热力、燃气及水生产和供应业、建筑业3个行业，财务杠杆较大，财务风险较高；2015年全行业没有行业总体财务杠杆在大于75%的区间。

表6-25　　2015年各行业总资金融资结构分布表

借入资金占比	数量	行业
[0，25%]	5	机械设备仪表业、信息传输软件和信息技术服务业、医药生物制品业、食品饮料业、传播与文化产业
(25%，50%]	13	金属非金属业、交通运输仓储和邮政业、社会服务业、造纸印刷业、综合类、其他制造业、石化塑胶业、批发零售业、采矿业、木材家具业、计算机通信和其他电子设备制造业、农林牧渔业、纺织服装皮毛业
(50%，75%]	3	房地产业、电力热力燃气及水生产和供应业、建筑业
(75%，100%]	0	

各行业2015年财务杠杆分布如表6-26。2015年各行业财务杠杆分布在1-1.2之间的包括社会服务业、计算机、通信和其他电子设备制造业、木材、家具业、房地产业、信息传输、软件和信息技术服务业等9个行业，财务风险较小；在1.2-1.4之间的包括电力、热力、燃气及水生产和供应业、农、林、牧、渔业、建筑业、其他制造业4个行业；在1.4-1.6之间的包括造纸、印刷业、石油、化学、塑胶、塑料业、批发、零售业、交通运输、仓储和邮政业、采矿业5个行业；在大于1.6的区间内有综合类行业1个行业。

表6-26　　2015年各行业财务杠杆分布表

财务杠杆	数量	行业
[1，1.2]	9	社会服务业、计算机、通信和其他电子设备制造业、木材、家具业、房地产业、信息传输、软件和信息技术服务业、纺织、服装、皮毛业、机械、设备、仪表业、医药、生物制品业、食品、饮料业
(1.2，1.4]	4	电力、热力、燃气及水生产和供应业、农、林、牧、渔业、建筑业、其他制造业、采矿业
(1.4，1.6]	5	造纸、印刷业、石油、化学、塑胶、塑料业、批发、零售业、交通运输、仓储和邮政业
>1.6	1	综合类

2. 企业层面

如表6-27所示，从两年变化趋势来看，2015年全行业借入资金占比小于50%区间的比2014年增长2.33个百分点，而大于50%区间内比去年减少2.33个百分点；自有资金占比，2015年在小于50%的区间内比2014年减少2.98个百分点，而在大于50%区间内比2014年增加2.98个百分点，这说明，2015年全行业有更多的企业增加了自有资金，减少了借入资金，财务风险减少。总体来看，全行业整体财务风险较小，应注意调整营运资金融资策略，适度利用财务杠杆。另外，借入资金占比在0-25%区间的企业家数最多，两端较少；自有资金占比在75%-100%区间的企业家数最多。

上市公司财务杠杆分段统计表如表6-28所示，2015年全行业财务杠杆在［1，1.5）区间内比重比2014年下降0.75个百分点；在［1.5，2）区间内的比重比2014年下降1.63个百分点；在［2，3）比重范围内比2014年下降1.91个百分点；在≥3比重范围内比2014年下降1.48个百分点；这说明更多的企业财务杠杆变小，小于1的财务杠杆比例增加。体现了2015年在宏观经济环境的大背景下，全行业企业都非常重视控制财务风险，从而保证企业的正常生产经营活动。

表 6－27　　2014～2015 年上市公司各行业总资金融资结构分段统计表

比例区间（%）	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
	2014 年末		2015 年末		2014 年末		2015 年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	212	8.97	260	10.14	11	0.47	7	0.27
(0，25]	1 085	45.90	1 228	47.89	64	2.71	63	2.46
(25，50]	677	28.64	713	27.81	399	16.84	367	14.31
(50，75]	336	14.17	314	12.25	702	29.70	772	30.11
(75，100]	48	2.03	43	1.68	1 188	50.25	1 354	52.81
>100	7	0.30	6	0.23	1	0.04	1	0.04
总计	2 365	100	2 564	100	2 365	100	2 564	100

表 6－28　　2014～2015 年上市公司各行业财务杠杆分段统计表

比例区间	财务杠杆			
	2014 年末		2015 年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）
[1，1.5)	1 033	43.65	1 100	42.90
[1.5，2)	221	9.35	198	7.72
[2，3)	149	6.30	131	5.11
≥3	163	6.90	139	5.42
总计	2 365	100	2 564	100

（二）营运资金融资结构与短期财务风险分析

1. 行业层面

2015 年中国上市公司各行业营运资金融资结构见表 6－29、表 6－30。

表 6－29　　2014～2015 年上市公司各行业营运资金融资结构统计分析表 单位：%

行业	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年末	2015 年末	2014 年末	2015 年末
农、林、牧、渔业	65.08	49.56	34.92	50.44
采矿业	490.82	275.53	－390.82	－175.53
食品、饮料业	33.32	24.93	66.68	75.07
纺织、服装、皮毛业	44.37	33.37	55.63	66.63
木材、家具业	51.89	45.19	48.11	54.81
造纸、印刷业	106.52	97.72	－6.52	2.28
石油、化学、塑胶、塑料业	119.65	93.58	－19.65	6.42
医药、生物制品业	29.55	30.73	70.45	69.27
金属、非金属业	161.49	167.49	－61.49	－67.49
机械、设备、仪表业	36.72	35.94	63.28	64.06
计算机、通信和其他电子设备制造业	33.90	32.87	66.10	67.13
其他制造业	40.69	47.38	59.31	52.62
电力、热力、燃气及水生产和供应业	1 905.41	1 214.16	－1 805.41	－1 114.16
建筑业	46.47	40.94	53.53	59.06
批发、零售业	64.41	62.17	35.59	37.83

续表

行业	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年末	2015 年末	2014 年末	2015 年末
交通运输、仓储和邮政业	149.56	205.52	-49.56	-105.52
信息传输、软件和信息技术服务业	2 621.70	-12 980.72	-2 521.70	13 080.72
房地产业	28.63	25.50	71.37	74.50
社会服务业	53.27	54.66	46.73	45.34
传播与文化产业	12.66	12.54	87.34	87.46
综合类	57.85	60.40	42.15	39.60
总计	67.25	58.29	32.75	41.71

表 6-30　　上市公司各行业短期金融性负债占比区间分布

比例区间（%）	数量	行业
≤0	1	信息传输软件和信息技术服务业
（0，25]	2	食品饮料业、传播与文化产业
（25，50]	9	农林牧渔业、纺织服装皮毛业、木材家具业、医药生物制品业、机械设备仪表业、计算机通信和其他电子设备制造业、其他制造业、建筑业、房地产业
（50，75]	3	批发零售业、社会服务业、综合类
（75，100]	2	造纸印刷业、石油化学塑胶塑料业
>100	4	采矿业、金属非金属业、电力热力燃气及水生产和供应业、交通运输仓储和邮政业

从表 6-29 可以看出，总体上，2015 年短期金融性负债占比较 2014 年有所降低，由 67.25% 下降至 58.29%；虽然短期金融性负债占比下降，但短期金融性负债占比在绝对值上仍高于营运资本占比，说明存在部分行业短期金融性负债占比过高，财务风险较高的情况。

从行业层面来看，如表 6-30 所示，采矿业，造纸、印刷业，石油、化学、塑胶、塑料业，金属、非金属业，电力、热力、燃气及水生产和供应业，批发、零售业，交通运输、仓储和邮政业，社会服务业，综合类等 9 个行业的短期金融性负债占比高于营运资本占比，这些行业应注意防范财务风险，适当增加营运资本在营运资金中的比重。从短期金融性负债占比变化情况来看，医药、生物制品业，金属、非金属业，其他制造业，交通运输、仓储和邮政业，社会服务业，综合类等 6 个行业的短期金融性负债占比有所上升，财务风险也相应提高。

2. 企业层面

2015 年中国上市公司各行业营运资金来源结构分段情况见表 6-31。

表 6-31　　2014~2015 年上市公司各行业营运资金来源结构分段统计表

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年末		2015 年末		2014 年末		2015 年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	360	15.23	395	15.41	344	14.55	352	13.73
（0，25]	789	33.38	885	34.52	147	6.22	141	5.50
（25，50]	455	19.20	518	20.20	270	11.42	273	10.65
（50，75]	270	11.42	273	10.65	455	19.20	518	20.20
（75，100]	147	6.22	141	5.50	1 034	43.74	1 151	44.89
>100	344	14.55	352	13.73	115	4.86	129	5.03
总计	2 365	100	2 564	100	2 365	100	2 564	100

从表 6 - 31 可以看出，2015 年短期金融性负债占比在 0 及以下的企业数为 395 家，较上年增加 35 家，表明在该行业，有 395 家公司的营运资金不仅不需要单独筹集，反而有可能为长期资金需求融资，这种融资方式风险较低。2015 年短期金融性负债占比企业分布最多的区间为 0 到 25%，为 885 家，意味着 1/3 左右企业的营运资金中有超过 75% 的数量来自长期资金，企业经营持续性保障程度较高，财务风险相对较低。短期金融性负债占比在 25% ~50% 的企业数量为 518 家，这些企业的营运资金中的大部分依然为长期资金，具有一定的资金保障程度。短期金融性负债在 50% 以上的企业共 766 家，占比为 29.88%，与 2014 年相比，2015 年短期金融性负债占比较大的企业比例较上年有所降低。2015 年短期金融性负债占比在 100% 及以上的企业共 352 家，说明存在部分企业短期金融性负债占比过高的情况，这些企业也面临着较高的短期财务风险。

七、研究结论

1. 大部分行业营运资金存量增加，总体资金配置依然向投资活动倾斜

2015 年中国上市公司营运资金存量为 78 492.80 亿元，比 2014 年上升 18.43%，17 个行业营运资金存量有不同程度的增加，仅有 4 个行业营运资金存量有所减少。

从营运资金配置上看，2015 年中国上市公司总体资金配置依然向投资活动倾斜，且倾向更为明显。具体而言，经营活动营运资金、金融经营活动营运资金以及投资活动营运资金配置比例分别为 34.11%、-1.64% 和 67.55%，较 2014 年分别下降 3.03 个百分点、下降 0.55 个百分点以及上升 3.63 个百分点。其中 14 个行业投资活动营运资金配置比例超过 50%。企业层面，八成以上公司倾向于向实体经营活动配置营运资金，且约 52.69% 的上市公司实体经营活动营运资金配置比例超过 50%，

2. 经营活动营运资金主要配置在生产渠道上，其次配置在营销渠道上，采购渠道依然是上市公司获取营运资金的重要渠道

2015 年中国上市公司经营活动占用营运资金 26 767.76 亿元，较 2014 年上升 8.74%。大多数公司从采购渠道获取营运资金、在生产渠道占用少量营运资金、在营销渠道占用大量营运资金。

3. 经营活动营运资金要素配置方面，存货和应收及预付款项是资金管理的重点

2015 年上市公司存货占用资金 71 733.30 亿元，比 2014 年增加 12.98%，应收款项占用资金 65 337.54 亿元，较 2014 年增加 12.66%，利用应付款项获取营运资金 110 298.53 亿元，较 2014 年增加 13.89%。这说明我国上市公司充分利用应付及预收账款的融资功能，但存货和应收及预付款项仍占用了大量的资金，需要加速存货的流转，加快应收及预付款项的回收速度，减少营运资金的占用。

4. 经营活动营运资金管理绩效持续恶化，生产渠道营运资金管理应当引起重视。

2015 年中国上市公司经营活动营运资金周转期（按渠道）为 41 天，比上年延长 6 天，整体管理绩效下降 17.14%。这主要由于生产渠道营运资金管理绩效下降导致。2015 年中国上市公司生产渠道营运资金周转期为 54 天，比上年延长 19 天，整体管理绩效降幅达 54.29%。相比 2014 年，其中 8 个行业生产渠道营运资金管理绩效下降，从连续五年变化趋势看，12 个行业生产渠道营运资金管理绩效呈恶化趋势。超 4 成上市公司经营活动营运资金（按渠道）管理绩效恶化，仅有 34.89% 的上市公司经营活动营运资金（按渠道）管理绩效改善。

5. 存货和应收账款管理绩效稳中恶化，应付账款管理绩效持续改善。

2015 年中国上市公司经营活动营运资金周转期（按要素）为 83 天，比上年延长 13 天，整体管理绩效有所下降。其中存货管理绩效和应收账款管理绩效恶化，应付账款管理绩效有所提高。15 个行业应付账款管理绩效呈现出改善及持续改善趋势，占比 71.43%。超 4 成上市公司经营活动营运资金（按要素）管理绩效恶化，仅有 29.64% 的上市公司经营活动营运资金（按要素）管理绩效改善。

6. 资金回报率整体下滑

随着经济的下行，上市公司经营活动、投资活动、金融经营活动的资金回报率 2015 年较 2014 年整体呈现下降趋势，但各个行业的变动情况不一致，农林牧渔业由于经营活动资金回报率的提升，总资金回报率因此增幅最大，而采矿业由于经营活动、金融经营活动资金回报率下降，总资金回报率也

因此下降最多。

7. 短期金融性负债占比有所降低，但仍处于较高财务风险水平

全行业借入资金占比下降，自有资金占比上升，融资结构趋于稳健。2015 年上市公司短期金融性负债占比较 2014 年降低，由 67.25% 下降至 58.29%，财务风险水平下降；但短期金融性负债占比高于营运资本占比，仍处于较高的财务风险中。

主要参考文献

1. 王竹泉、刘文静、高芳："中国上市公司营运资金管理调查：1997～2006"，《会计研究》，2007 年第 12 期。

2. 王竹泉、刘文静、王兴河、张欣怡、杨丽霏："中国上市公司营运资金管理调查：2007－2008"，《会计研究》，2009 年第 9 期。

3. 中国海洋大学企业营运资金管理研究课题组、王竹泉："中国上市公司营运资金管理调查：2009"，《会计研究》，2010 年第 9 期。

4. 中国海洋大学企业营运资金管理研究课题组、王竹泉："中国上市公司营运资金管理调查：2010"，《会计研究》，2011 年第 12 期。

5. 中国海洋大学企业营运资金管理研究课题组、王竹泉："中国上市公司营运资金管理调查：2011"，《会计研究》，2012 年第 12 期。

6. 王竹泉、孙莹、王秀华、张先敏、杜媛："中国上市公司营运资金管理调查：2012"，《会计研究》，2013 年第 12 期。

7. 王竹泉、孙莹、张先敏、杜媛、王秀华："中国上市公司营运资金管理调查：2013"，《会计研究》，2014 年第 12 期。

8. 王竹泉："重新认识营业活动和营运资金"，《财务与会计（理财版）》，2013 年第 4 期。

9. 王竹泉、孙莹等：《营运资金管理发展报告 2014》，中国财政经济出版社 2014 年版。

10. 王竹泉、孙莹等：《营运资金管理发展报告 2015》，中国财政经济出版社 2015 年版。

第七章　2015 年中国上市公司分地区营运资金管理调查总体分析[①]

【摘要】为分析我国各个地区营运资金管理的特色以及呈现出的差异，本章将从全国层面和东部、中部、西部三个地区层面对不同地区的营运资金管理进行调查分析。在全国总体营运资金调查中，首先对地区营运资金管理调查体系、地区的划分和文中数据的获取与整理进行了说明；然后从全国上市公司营运资金存量及其分布状况、全国上市公司经营活动营运资金管理绩效、全国上市公司资金回报、全国上市公司融资结构与财务风险分析四个方面对 2015 年全国营运资金管理状况进行分析；最后，总结了 2015 年全国上市公司营运资金管理调查的结论，并在此基础上提出了对策建议。

通过调查分析，本章得到以下结论：2015 年全国及不同地区各渠道经营活动营运资金占用有所上升，各渠道营运资金占用水平在不同地区差异较大；2015 年全国层面各要素营运资金占用量有所上升，应付及预收款项资金占用额度增幅较大，不同地区各要素营运资金占用变化不尽相同；各渠道管理绩效方面，2015 年全国及各地区上市公司生产渠道管理绩效下滑是导致其经营活动营运资金管理绩效下滑的主要原因；各要素管理绩效方面，2015 年全国层面存货、应收账款和应付账款的管理绩效上均呈现下降趋势；在总资金回报率方面，2015 年全国上市公司总资金回报率相较于 2014 年有所下滑，中部地区总资金回报率最低且下降最为显著；2015 年全国上市公司财务风险水平有所下降，财务风险相对较低的企业数量占样本总量的比重较大。

一、分地区营运资金管理调查体系

《中国上市公司营运资金管理 2016》中地区调查分为四部分：全国上市公司分地区营运资金管理调查总体分析、东部地区上市公司营运资金管理调查、中部地区上市公司营运资金管理调查和西部地区上市公司营运资金管理调查。

（一）全国总体营运资金管理调查

在全国总体营运资金调查中，首先，对地区营运资金管理调查体系、地区的划分和文中数据的获取与整理进行了说明；然后，从以下四个方面对 2015 年全国营运资金管理状况进行分析，一是对全国上市公司营运资金存量及其分布状况总体分析，二是对全国上市公司经营活动营运资金管理绩效进行分析，三是对全国上市公司资金回报分析，四是对全国上市公司融资结构与财务风险分析；最后，对 2015 年全国上市公司营运资金管理调查状况进行结论，并在此基础上提出对策建议。

在对 2015 年全国上市公司营运资金存量及其分布状况总体分析时，分了三个层面进行分析，首先对全国及东中西部地区营运资金总体配置结构及营运资金、经营活动营运资金、金融经营活动营运资金及投资活动营运资金占用水平进行总体分析；其次，按渠道对经营活动营运资金进行了分析，描述出各渠道及各要素营运资金存量及配置结构；最后按要素对经营活动营运资金进行了分析，描述出各渠道及各要素营运资金存量及配置结构。

在对全国上市公司营运资金管理绩效分析时，分别从地区层面和企业层面对各渠道及各要素的营运资金周转期进行调查，在此基础上分析不同地区间营运资金管理方面的优势和劣势；并利用 2010 ~ 2015 营运资金周转期数据对经营活动营运资金管理绩效进行趋势分析。

在对全国上市公司资金回报分析时，分别从经营活动资金回报率、金融经营活动资金回报率和投

① 国家自然科学基金“利益相关者视角的营运资金管理研究与中国上市公司营运资金管理数据平台扩充建设（71372111）”和国家自然科学基金“利益相关者集体选择视角的企业价值管理研究（71172099）”的阶段性成果。感谢中国海洋大学、中国会计学会、国家自然科学基金委员会对营运资金管理研究的支持。

资活动资金回报率三个方面对总资金回报情况进行分析。

在对全国上市公司融资结构与财务风险分析时，分了两个层面进行分析，总资金融资结构与长期财务风险分析，营运资金融资结构与短期财务风险分析，并进一步分析不同营运资金的来源状况导致上市公司面临的财务风险。

本章最后，总结了2015年全国上市公司营运资金管理调查的结论，并在此基础上提出了对策建议。

（二）分地区营运资金管理调查

1. 地区划分

我国的对外开放从沿海到内陆点线面的模式，决定了地区经济发展不平衡。为了分析营运资金管理在不同地区间的特色和差异，本章对全国营运资金的调查研究划分到东部、中部、西部三个地区层次及31个省、自治区、直辖市（不包括香港、澳门和台湾地区，以下简称省区市）层次进行详细的对比分析。其中对东部地区又划分为环渤海、长江三角洲、珠江三角洲三个区域进行对比分析。东部、中部、西部地区的界定按照我国行政区域通常的划分方法：东部沿海地区包括北京、天津、河北、山东、辽宁、上海、江苏、浙江、广东、福建、海南11个省市，其中北京、天津、河北、山东、辽宁属于环渤海区域，上海、江苏、浙江属于长江三角洲区域，广东属于珠江三角洲区域；中部地区包括山西、吉林、黑龙江、安徽、江西、河南、湖北、湖南八个省；西部地区包括四川、重庆、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆、广西、内蒙古12个省区市。

2. 各地区营运资金管理调查

2015年中国上市公司分地区营运资金管理调查报告共分四章内容：第七章2015中国上市公司分地区营运资金管理调查总体分析，第二十九章2015东部地区上市公司营运资金管理调查，第三十章2015中部地区上市公司营运资金管理调查，第三十一章2015西部地区上市公司营运资金管理调查。

每部分的调查报告中，除总体分析外都从经济环境入手，分析国内外经济环境、经济政策对地区经济可能的影响，进而对营运资金产生何种影响；在营运资金总体分析部分，描述了2015年全国及东部、中部、西部各地区营运资金存量及其分布、营运资金管理绩效、资金回报、融资结构与财务风险；在营运资金管理分析部分，内容涵盖了分渠道、分要素及其各构成部分，地域上分为全国、东部、中部、西部地区和各省区市层次，对营运资金占用及配置结构、营运资金管理绩效进行全方位的分析；在东部、中部、西部的地区分析中，结合宏观经济政策及产业政策，分析营运资金管理的典型做法，为其他地区提高营运资金管理绩效提供借鉴。

（三）调查数据获取与整理

本报告所有数据均来自于上市公司年度报告（年度报告均从巨潮资讯网上下载）以及中国上市公司营运资金管理数据库。以中国深市和沪市2015年所有A股上市公司为研究对象，样本的选取主要遵循以下几个原则：（1）数据完备，相关参数可以计算；（2）剔除金融类公司；（3）出于统计分析的必要，剔除个别异常的会计数据。

根据以上原则，截止2015年12月31日，选取的样本包括东部地区上市公司1 775家，占所有选取样本总数的69.23%；中部地区上市公司430家，占所有选取样本总数的16.91%；西部地区上市公司359家，占所有上市公司总数的14.00%，2014年－2015年选取作为研究样本的全国上市公司数量如表7－1所示。

表7－1　　2014～2015年全国及东中西部地区上市公司数目汇总　　单位：家

地区	2014年样本数量	2015年样本数量
全国	2 365	2 564
东部	1 628	1 775
中部	400	430
西部	337	359

二、2015 年经营环境变化主题词与大事件

2015 年经济运行的总体特征是稳中趋缓、稳中有进、稳中有忧，各领域分化加剧，动力转换过程中有利因素和不利因素并存。自 2012 年开始的“稳增长”工作，在稳定市场需求、推进结构调整、培育新的增长动力方面的成效持续累积，从 2015 年的经济运行情况看，显露多方面积极变化。中国经济在错综复杂的国内外形势下，正在稳中求进中不断构筑新的增长基础，蓄积新的增长动力。2015 年全国经营环境变化主要表现在一下几方面：

1. 经济下行压力较大

2015 年，中国经济增速继续回调，下行压力比较明显。受世界经济和国际市场变化等因素影响，出口增速明显下降；房地产销售形势虽然持续好转，但受存量房数量较大的影响，房地产投资增速降幅加大；受铁路投资增速较大降低影响，基础设施投资增速也有所降低。加之工业产品价格 40 多个月持续下降，企业持续减少库存；经济结构调整力度加大，钢铁、水泥等行业过剩产能调整力度加大。综合看，经济下行因素增多，下行压力较大。

2. 产业结构持续优化

中国经济增速换挡主要集中于工业制造业。比较 2015 年第二季度和第三季度的工业增长情况可以看出，工业增长表现出趋稳的基本态势。工业内部结构调整加快，新产业、新业态、新产品增长较快，通过工业去产能提升企业利润率。第三产业占 GDP 的比重达到 51.4%，较上年同期提高 2.3 个百分点，高于第二产业 10.8 个百分点。通过升级制造业、发展信息经济和服务业，以培育新的增长点，出现结构性衰退和结构性繁荣并存的现象。

3. 区域经济增长差距显著

一些产业基础好、结构多元化、调整步伐快、开放程度高的地区，经济仍然保持良好发展势头；而一些产业结构落后单一、产能过剩行业比较集中的地区，经济下行速度较快，出现多速增长格局。

4. 三大需求趋于平衡发展

2015 年以来，消费增长保持稳定，投资增长速度持续放缓，出口增速换挡，三大需求趋向平衡发展。消费支出对 GDP 增长的贡献率达 58.4%，高于投资 15 个百分点，消费成为经济增长的主引擎。从三大需求内部看，分化逐步凸显，萧条与旺盛并存。投资方面，房地产投资持续回落，月度投资已现负增长，基础设施投资保持较快增速，制造业投资缓中趋稳。

三、2015 年全国上市公司营运资金存量及其分布状况

（一）全国上市公司营运资金存量及其分布状况总体分析

1. 地区层面

从表 7－2 可以看出：全国上市公司的总体营运资金期末占用由 2014 年的 66 223.13 亿元上升到 2015 年的 78 492.79 亿元，地区总体经营活动运营资金期末占用量由 2014 年的 24 909.64 亿元增加到 2015 年的 26 767.76 亿元，投资活动运营资金期末占用同样也从 2014 年的 42 452.10 亿元增加到 53 014.02 亿元，虽然 2015 年金融经营活动营运资金期末占比相较于 2014 年有所下降，但可以看出全国总体上市公司的整体营运资金占用在 2015 年是提高的。在全国，单家上市公司最大营运资金占用量为 3 068.67 亿元，相较于上年上升了 463.14 亿元，而最小营运资金占用量为 －1 834.42 亿元，可以看出来全国上市公司营运资金占用量存在巨大差异。

从经营活动营运资金期末占比来看，全国总体经营活动营运资金期末占比由 2014 年的 37.61% 下降到 2015 年的 34.1%，下降幅度较小；从投资活动营运资金期末占比来看，2015 年全国总体值为 53 014.02 亿元，所占比重为 67.54%，比 2014 年上升了 3.44%；从金融经营活动营运资金期末占比来看，与上年比较没有太大变化。图 7－1 和图 7－2 反映了营运资金的具体分布。

从各地区营运资金配置结构总体水平来看，东部、中部、西部地区与全国经营活动营运资金占比、金融经营活动营运资金占比、投资活动营运资金占比都比较接近。其中东部地区营运资金期末占用最多，约达到中部和西部地区营运资金期末占用总和的 4 倍。

表 7－2　　2014－2015 年全国营运资金存量及其分布状况

项目	营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用（亿元）		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用（亿元）		投资活动营运资金期末占比（%）	
	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015	2014	2015
全国总体	66 223.13	78 492.79	24 909.64	26 767.76	37.61	34.10	－1 156.11	－1 288.37	－1.75	－1.64	42 452.10	53 014.02	64.10	67.54
全国平均	28.00	30.61	10.53	10.44	1.24	2.66	－0.49	－0.50	－0.01	－0.05	17.95	20.68	7.14	5.12
最大值	2 605.53	3 068.67	1 533.02	2 073.09	—	—	34.86	581.66	—	—	1 727.54	2 517.23	—	—
中位数	9.30	10.07	3.97	4.14	54.99	51.73	0.00	0.00	0.00	0.00	4.93	5.37	45.02	48.29
最小值	－1 235.48	－1 834.42	－1 489.62	－2 056.75	—	—	－447.58	－678.14	—	—	－42.18	－42.35	—	—
样本量	2 365	2 564	2 365	2 564	2 365	2 564	2 365	2 564	2 365	2 564	2 365.00	2 564.00	2 365.00	2 564.00
东部	51 133.33	62 197.99	19 295.32	21 460.68	37.74	34.50	－1 064.38	－1 167.12	－2.08	－1.88	32 884.90	41 904.43	64.31	67.37
中部	7 783.26	7 819.41	3 039.39	2 539.29	39.05	32.47	－36.55	－37.82	－0.47	－0.48	4 780.43	5 318.56	61.42	68.02
西部	7 306.53	8 475.39	2 574.94	2 767.79	35.24	32.66	－55.18	－83.43	－0.76	－0.98	4 786.77	5 791.03	65.51	68.33

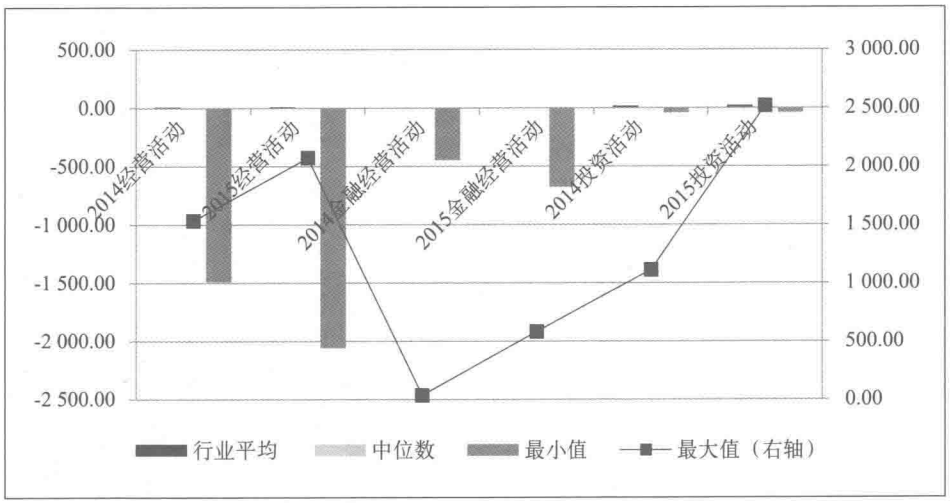


图 7－1　2014 年－2015 年全国总体营运资金分布统计数据

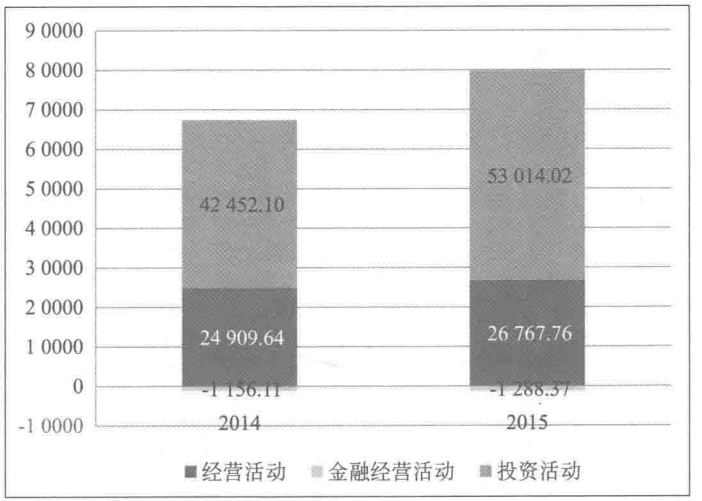


图 7－2　2014 年－2015 年全国总体营运资金存量及分布状况

2. 企业层面

从表 7 - 3 统计数据分析结果可以看出，2015 年经营活动营运资金占比在 50% 到 75% 区间的公司最多，有 851 家，比重达到了 33.19%，2014 年也是此比例区间的公司数目最多，有 766 家，比重为 32.40%；在 25% 到 50% 区间的公司数量次之，有 579 家，所占比重为 22.58%，2014 年此区间公司所占比例为 20.47%；比例大于等于 100 的最少，只有 117 家，占比重 4.56%。

表 7 - 3　　2014 ~ 2015 年全国上市公司营运资金配置结构情况分段统计表

区间（%）	地区	按实体经营活动营运资金占比区间统计				按金融经营活动营运资金占比区间统计				按投资活动营运资金占比区间统计			
		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
		家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重
≤0	全国	309	13.07	349	13.61	2 341	98.98	2 528	98.60	126	5.33	116	4.52
	东部	187	11.49	222	12.51	1 611	98.96	1 748	98.48	62	3.81	55	3.10
	中部	59	14.75	62	14.42	398	99.50	425	98.84	37	9.25	33	7.67
	西部	63	18.69	65	18.11	332	98.52	355	98.89	27	8.01	28	7.80
(0, 25]	全国	255	10.79	285	11.12	23	0.97	35	1.37	423	17.89	383	14.94
	东部	173	10.63	188	10.59	16	0.98	26	1.46	313	19.24	279	15.72
	中部	43	10.75	55	12.79	2	0.50	5	1.16	63	15.75	57	13.26
	西部	39	11.57	42	11.70	5	1.48	4	1.11	47	13.95	47	13.09
(25, 50]	全国	485	20.47	579	22.58	0	0.00	0	0.00	763	32.28	849	33.11
	东部	345	21.14	404	22.76	0	0.00	0	0.00	546	33.56	625	35.21
	中部	68	17.00	85	19.77	0	0.00	0	0.00	128	32.00	137	31.86
	西部	72	21.36	90	25.07	0	0.00	0	0.00	89	26.41	87	24.23
(50, 75]	全国	766	32.40	851	33.19	0	0.00	1	0.04	487	20.56	576	22.46
	东部	547	33.62	626	35.27	0	0.00	1	0.06	347	21.20	402	22.65
	中部	130	32.50	138	32.09	0	0.00	0	0.00	70	17.50	86	20.00
	西部	89	26.41	87	24.23	0	0.00	0	0.00	71	21.07	88	24.51
(75, 100]	全国	423	17.89	383	14.94	0	0.00	0	0.00	255	10.79	287	11.19
	东部	313	19.24	279	15.72	0	0.00	0	0.00	172	10.57	188	10.59
	中部	63	15.75	57	13.26	0	0.00	0	0.00	43	10.75	55	12.79
	西部	47	13.95	47	13.09	0	0.00	0	0.00	40	11.87	44	12.26
>100	全国	127	5.37	117	4.56	1	0.04	0	0.00	311	13.16	353	13.77
	东部	63	3.87	56	3.15	1	0.06	0	0.00	189	11.62	226	12.73
	中部	37	9.25	33	7.67	0	0.00	0	0.00	59	14.75	62	14.42
	西部	27	8.01	28	7.80	0	0.00	0	0.00	63	18.69	65	18.11
全国样本		2 365	100	2 564	100	2 365	100	2 564	100	2 365	100	2 564	100

从金融经营活动营运资金占比区间统计来看，2015 年比例相较于 2014 年没有明显变化，均是在小于等于 0 区间内公司数量最多，占 98.6%；比例在 0 到 25% 区间内有极少数公司，占比为 1.37%。

按投资活动营运资金占比区间统计来看，2015 年比例在 25% 到 50% 区间的公司最多，有 849 家，占比重 33.11%，较 2014 年企业数占比略有上升；比例在 50% 到 75% 区间的公司次之，有 576 家，占比重 22.46%，较 2014 年企业数占比上升 1.91%。

从分地区层面看，东部、中部、西部经营活动营运资金占比集中度最高的区间均为 50% 到 75%，东部地区的企业分布状况与全国企业分布状况比较接近，中部、西部地区在各区间分布的企业家数集

中度相对较低，较东部地区分布较为分散，中部、西部地区经营活动营运资金占比小于0或大于1的企业数量比重均高于全国总体企业数量比重。

（二）全国上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布状况

1. 地区层面

表7-4、图7-3反应的是2014~2015年全国经营活动营运资金按渠道划分的配置结构相关统计数据。如表7-4所示，2015年全国经营活动营运资金（按渠道）占用量为26 767.76亿元，比上年增加了1 858.12亿元，增幅为7.5%。在生产渠道，2015年全国在该渠道占用的营运资金为36 625.05亿元，同比增长11 209.59亿元，增幅为44.1%；在采购渠道占用的营运资金为-39 798.63亿元，同比降低6 233.13亿元，降幅为18.6%；在营销渠道占用的营运资金为29 941.33亿元，同比降低3 118.36亿元，降幅为9.4%。从金额占用可以看出，我国上市公司采购和营销渠道营运资金占用减少，生产渠道营运资金总体增加，从而使得整体营运资金的占用增加。

表7-4　　2014~2015年全国经营活动营运资金的渠道配置结构分析

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年
金额（亿元）	全国总体	-33 565.50	-39 798.63	25 415.46	36 625.05	33 059.69	29 941.33	24 909.64	26 767.76
	全国平均	-14.19	-15.52	10.75	14.28	13.98	11.68	10.53	10.44
	最大值	65.05	54.47	2 943.48	3 446.88	1 874.45	1 163.57	1 533.02	2 073.09
	中位数	-1.64	-1.64	0.19	0.14	5.24	5.50	3.97	4.14
	最小值	-2 346.05	-2 922.42	-497.69	-426.49	-1 546.93	-1 743.74	-1 489.62	-2 056.75
	东部	-27 080.98	-32 753.08	21 695.89	32 876.22	24 680.41	21 337.53	19 295.32	21 460.68
	中部	-3 207.94	-3 725.15	1 402.26	1 295.27	4 845.07	4 969.16	3 039.39	2 539.29
	西部	-3 276.59	-3 320.40	2 317.32	2 453.56	3 534.21	3 634.64	2 574.94	2 767.79
占比（%）	全国总体	-134.75	-148.68	102.03	136.83	132.72	111.86	—	—
	全国平均	-55.92	-156.75	7.10	125.01	148.82	131.74	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	-14.54	-15.93	9.67	8.37	100.92	104.39	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
	东部	-134.30	-152.62	107.61	153.19	126.69	99.43	—	—
	中部	-105.55	-146.70	46.14	51.01	159.41	195.69	—	—
	西部	-127.25	-119.97	90.00	88.65	137.25	131.32	—	—
全国样本		2 365	2 564	2 365	2 564	2 365	2 564	2 365	2 564

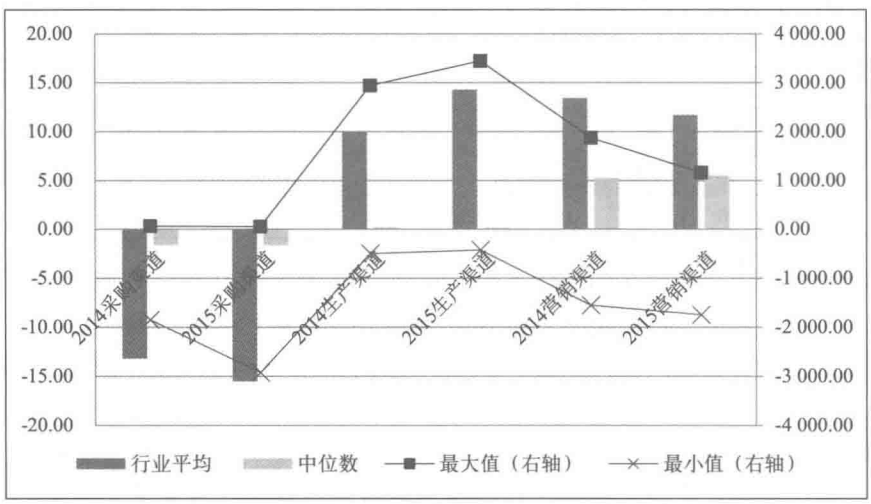


图7-3　2014年-2015年全国各渠道营运资金分布统计数据

从占比情况来看，2015 年采购渠道营运资金占比由 -134.75% 变为 -148.68%，采购渠道营运资金为负说明占用了上游供应商的资金。生产渠道营运资金占比由 102.03% 上升为 136.83%，涨幅较大；营销渠道营运资金由 132.72% 下降为 111.86%。

从分地区层面来看，东、中、西部各渠道中均是采购渠道营运资金占比最低，东部地区生产渠道营运资金占比最高，中、西部地区营销渠道营运资金占比最高。其中，中部地区营销渠道营运资金占比与采购、生产渠道营运资金占比差距最大，中部地区企业营销渠道经营活动对营运资金占用额影响更大。

2. 企业层面

由表 7 -5 统计数据分析结果可以看出，2015 年全国采购渠道营运资金占比小于 0 的公司最多，为 1 712 家，所占比重为 66.77%，占比在（0%，25%］之间的公司次之，有 359 家，所占比重为 14%，占比在（75%，100%］的公司最少，仅有 46 家；全国上市公司生产渠道营运资金占比最高的区间集中在小于 0 的区间，有 874 家，所占比重达 34.09%；而营销渠道占比企业数最高的区间为大于 100 的区域，该区间公司有 1 369 家，比重达 53.39%。总地来说，采购渠道、生产渠道营运资金占用水平较低的企业数量所占比重较大，营销渠道营运资金占用水平较高的企业数量占比重较大。较多的企业在营销渠道经营活动占用了更多的营运资金。

表 7 -5　　2014 ~ 2015 年全国上市公司经营活动营运资金渠道配置结构情况分段统计表

区间（%）	地区	按采购渠道营运资金占比区间统计				按生产渠道营运资金占比区间统计				按营销渠道营运资金占比区间统计			
		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
		家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	全国	1 534	64.85	1 712	66.77	740	31.30	874	34.09	398	16.84	392	15.29
	东部	1 111	68.22	1 234	69.52	510	31.35	613	34.54	240	14.75	234	13.18
	中部	226	56.50	268	62.33	126	31.50	142	33.02	77	19.25	79	18.37
	西部	197	58.46	210	58.50	104	30.86	119	33.15	81	24.04	79	22.01
(0，25]	全国	351	14.85	359	14.00	834	35.28	822	32.06	117	4.95	141	5.50
	东部	243	14.94	254	14.31	601	36.94	579	32.62	78	4.79	97	5.46
	中部	59	14.75	55	12.79	136	34.00	142	33.02	21	5.25	25	5.81
	西部	49	14.54	50	13.93	97	28.78	101	28.13	18	5.34	19	5.29
(25，50]	全国	121	5.12	121	4.72	301	12.73	299	11.66	123	5.20	148	5.77
	东部	75	4.61	75	4.23	189	11.62	200	11.27	77	4.73	87	4.90
	中部	30	7.50	21	4.88	56	14.00	58	13.49	28	7.00	31	7.21
	西部	16	4.75	25	6.96	56	16.62	41	11.42	18	5.34	30	8.36
(50，75]	全国	63	2.66	73	2.85	136	5.75	149	5.81	176	7.45	191	7.45
	东部	32	1.97	42	2.37	85	5.22	98	5.52	109	6.70	134	7.55
	中部	17	4.25	16	3.72	28	7.00	23	5.35	37	9.25	29	6.74
	西部	14	4.15	15	4.18	23	6.82	28	7.80	30	8.90	28	7.80
(75，100]	全国	54	2.28	46	1.79	99	4.19	128	4.99	348	14.72	323	12.60
	东部	30	1.84	27	1.52	74	4.55	89	5.01	241	14.81	231	13.01
	中部	12	3.00	9	2.09	13	3.25	20	4.65	61	15.25	47	10.93
	西部	12	3.56	10	2.79	12	3.56	19	5.29	46	13.65	45	12.53
>100	全国	242	10.24	253	9.87	255	10.74	292	11.39	1 203	50.85	1 369	53.39
	东部	137	8.42	143	8.06	169	10.33	196	11.04	883	54.21	992	55.89
	中部	56	14.00	61	14.19	41	10.25	45	10.47	176	44.00	219	50.93
	西部	49	14.54	49	13.65	45	13.35	51	14.21	144	42.73	158	44.01
总计		2 365	100	2 564	100	2 365	100	2 564	100	2 365	100	2 564	100

注：上表中除了百分比之外的数字单位为：家

由表7-5可见，三大地区在采购渠道和生产渠道与全国平均水平分布区间大体一致，多集中于小于或等于25%区域；对于营销渠道，三大地区多集中于大于75%区间。2015年中、西部地区企业相比于东部地区企业采购渠道营运资金占比在大于50%的各区间内企业数占比更高，营销渠道营运资金占比在小于50%的各区间内企业数占比更高。

（三）全国上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布状况

1. 地区层面

表7-6、图7-4包含了全国及东、中、西部地区经营活动营运资金各要素资金配置状况统计数据。表7-6所示，2015年存货占用金额全国总体为71 733.27亿元，比去年增加8 541.25亿元，增幅为13.5%。行业平均存货水平由26.72亿元增加到27.98亿元。2015年应收账款及预付款项占用金额全国总体为65 337.54亿元，较2014年增加7 546.08亿元，增幅为13.1%。2015年应付及预收款项占用金额全国总体为110 298.52亿元，增加了14 242.17亿元，增幅为14.8%。经营活动营运资金的行业总体值为26 772.29亿元，增加了1 845.16亿元，增幅为7.4%。从所占比例来看，2015年存货、应收及预付款项、应付及预收款项都有所上升。应收及预付账款占比最低，应付及预收账款占比最高，且与另外两要素占比差异较大。

表7-6　　2014~2015年全国经营活动营运资金的要素配置结构分析

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年
金额（亿元）	全国总体	63 192.02	71 733.27	57 791.46	65 337.54	96 056.35	110 298.52	24 927.13	26 772.29
	全国平均	26.72	27.98	24.44	25.48	40.62	43.02	10.54	10.44
	最大值	3 526.50	3 987.60	2 235.23	2 119.84	4 714.40	5 414.99	1 533.02	2 073.09
	中位数	3.77	3.52	6.49	7.12	6.23	6.57	3.97	4.14
	最小值	0.00	0.00	0.03	0.05	-0.94	-0.19	-1 489.62	-2 056.75
	东部	52 309.89	60 939.23	45 256.27	52 299.41	78 253.36	91 773.43	19 312.81	21 465.21
	中部	5 107.61	5 096.20	6 743.34	6 977.82	8 811.56	9 534.74	3 039.39	2 539.29
	西部	5 774.52	5 697.84	5 791.85	6 060.31	8 991.44	8 990.35	2 574.94	2 767.79
占比（%）	全国总体	253.51	267.94	231.84	244.05	385.35	411.99	—	—
	全国平均	64.42	-66.49	97.12	152.00	61.54	-14.49	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	57.66	55.14	106.25	110.96	68.82	71.21	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
	东部	270.86	283.90	234.33	243.65	405.19	427.54	—	—
	中部	168.05	200.69	221.86	274.79	289.91	375.49	—	—
	西部	224.26	205.86	224.93	218.96	349.19	324.82	—	—
样本量		2 365	2 564	2 365	2 564	2 365	2 564	2 365	2 564

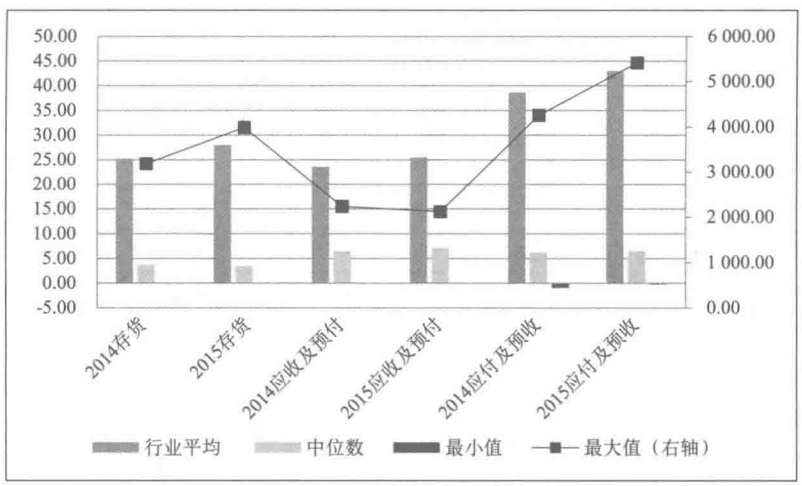


图7-4　2014~2015年全国经营活动各要素营运资金分布统计数据

从各要素营运资金占用金额上看，由于东部地区企业数量众多，东部地区的不同要素的金额远大于中部和西部地区，中部与西部的金额差别相对较小。从各要素资金占比上看，东部地区存货占比略高于应收及预付账款占比，应付及预收账款占比最高；中部地区存货占比最低，应付及预收账款占比最高，三要素占比差异较东部较小；西部存货占比与应收及预付账款占比接近，应付及预收账款占比最高。

2. 企业层面

由表 7 -7 统计分析数据可以看出，2015 年存货占比大于 100% 的公司最多，为 676 家，所占比重为 26.37%，占比在小于等于 0 区间的公司次之，有 483 家，所占比重为 18.84%，占比在（0，25］区间的公司最少，仅有 273 家；全国上市公司应收及预付账款占比大于 100% 的居多，有 1 466 家，所占比重达 57.18%；应付及预收账款占比也主要集中在大于 100% 的区域，占比在该区间的公司有 1 001 家，比重达 39.04%。

表 7 -7　　2014 ~ 2015 年全国上市公司经营活动营运资金要素配置结构情况分段统计表

区间（%）	地区	按存货占比				按应收及预付款项				按应付及预收款项			
		区间统计				占比区间统计				占比区间统计			
		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
		家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重
≤0	全国	439	18.57	483	18.84	429	18.15	460	17.94	431	18.23	461	17.98
	东部	256	15.73	293	16.51	246	15.12	275	15.49	248	15.24	276	15.55
	中部	94	23.50	95	22.09	94	23.50	93	21.63	94	23.50	93	21.63
	西部	89	26.41	95	26.46	89	26.41	92	25.63	89	26.41	92	25.63
（0，25］	全国	204	8.63	273	10.65	89	3.76	71	2.77	148	6.26	170	6.63
	东部	152	9.34	204	11.49	72	4.43	54	3.04	104	6.39	123	6.93
	中部	23	5.75	36	8.37	8	2.00	6	1.40	29	7.25	27	6.28
	西部	29	8.61	33	9.19	9	2.67	11	3.06	15	4.45	20	5.57
（25，50］	全国	415	17.55	431	16.81	107	4.53	107	4.17	338	14.30	358	13.96
	东部	306	18.81	306	17.24	78	4.79	84	4.73	250	15.37	258	14.54
	中部	64	16.00	70	16.28	14	3.50	9	2.09	45	11.25	60	13.95
	西部	45	13.35	55	15.32	15	4.45	14	3.90	43	12.76	40	11.14
（50，75］	全国	389	16.46	412	16.07	166	7.02	168	6.55	340	14.38	331	12.91
	东部	275	16.90	309	17.41	111	6.82	112	6.31	247	15.18	250	14.08
	中部	71	17.75	58	13.49	32	8.00	34	7.91	52	13.00	46	10.70
	西部	43	12.76	45	12.53	23	6.82	22	6.13	41	12.17	35	9.75
（75，100］	全国	257	10.87	289	11.27	302	12.77	292	11.39	217	9.18	243	9.48
	东部	178	10.94	205	11.55	209	12.85	213	12.00	149	9.16	173	9.75
	中部	46	11.50	48	11.16	53	13.25	43	10.00	35	8.75	35	8.14
	西部	33	9.79	36	10.03	40	11.87	36	10.03	33	9.79	35	9.75
>100	全国	661	27.92	676	26.37	1 272	53.76	1 466	57.18	891	37.65	1 001	39.04
	东部	461	28.27	458	25.80	912	55.99	1 037	58.42	630	38.66	695	39.15
	中部	102	25.50	123	28.60	199	49.75	245	56.98	145	36.25	169	39.30
	西部	98	29.08	95	26.46	161	47.77	184	51.25	116	34.42	137	38.16
总计		2 365	100	2 564	100	2 365	100	2 564	100	2 365	100	2 564	100

按存货占比区间统计，东、中部地区企业数占比最高的区间均为大于100%的区间，西部地区存货占比小于等于0和大于100%的区间基本持平，最低区间均为（0，25]；按应收及预付款项占比区间统计，东、中、西部地区企业数占比最高的区间均为大于100%的区间，最低区间均为（0，25]；按应付及预收款项区间统计，东、中、西部地区企业数占比最高的区间均为大于100%的区间，最低区间均为（0，25]。

四、2015年全国上市公司经营活动营运资金管理绩效分析

（一）全国上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额分析

通过表7-8可以看出，2015年的全国总体企业的经营活动营运资金节约额为-4 057.90亿元，即从全国总体的企业看来并没有实现经营活动营运资金的节约。而与2014年全国总体经营活动营运资金占用水平相比，从平均值、最大值、最小值和中位数来说都没有明显变化。2015年全国总体占用水平为0.12，比2014年的0.10增加了0.02；全国平均占用水平为0.41，比2014年的0.40增加了0.01；占用水平的最大值从2014年的8.06提高到了8.42，占用水平最小值由-3.99提高到了-3.98，而中位数则从2014年的0.29提高到了0.30。

表7-8　　2014~2015年全国上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额

项　目	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约额（亿元）
	2014年	2015年	
全国总体	0.10	0.12	-4 057.90
全国平均	0.40	0.41	—
最大值	8.06	8.42	—
中位数	0.29	0.30	—
最小值	-3.99	-3.98	—
样本量	2 365	2 564	—

（二）全国上市公司分渠道的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 地区层面

从表7-9中数据可以看出，2015年全国上市公司经营活动营运资金周转期（按渠道）为41.25天，比2014年延长6.23天，表明2015年分渠道的经营活动营运资金管理效率与2014年相比有所下降；各地区经营活动营运资金周转期均有不同程度的变化，东部地区经营活动营运资金周转期延长了7.13天，增长了21.76%；中部地区经营活动营运资金周转期缩短了1.8天，减少了4.27%；西部地区经营活动营运资金周转期延长了9.16天，增长了19.32%。可见东部地区和西部地区的经营活动营运资金管理绩效下降较为明显。

表7-9　　2014~2015年全国上市公司各渠道经营活动营运资金周转期　　单元：天

项目	采购渠道营运资金周转期		生产渠道营运资金周转期		营销渠道营运资金周转期		经营活动营运资金周转期（按渠道）	
	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年
全国	-44.94	-56.21	36.36	54.10	43.51	43.36	34.93	41.25
东部	-44.88	-56.13	38.55	58.53	39.10	37.50	32.77	39.90
中部	-39.43	-53.47	17.65	20.40	63.90	73.40	42.12	40.32
西部	-52.88	-60.54	39.08	49.32	61.18	67.78	47.39	56.55

从各渠道的营运资金周转期数据可以看出，全国及各地区2015年较2014年，采购渠道营运资金周转期均有不同程度的下降，可见采购渠道管理绩效有所提升；与此相反，各地区生产渠道营运资金周转期有不同程度的延长，全国生产渠道的营运资金周转期呈现较大幅度的上升，生产渠道管理绩效

有明显下滑。营销渠道周转期除东部地区外，也均有不同程度的延长，说明西部地区和中部地区营销渠道管理绩效有所下降，而东部地区营销渠道管理绩效有所上升。由此看来，全国经营活动营运资金管理绩效下降主要是由于各地区生产渠道营运资金管理绩效有所下降造成的。

通过表 7－10 和图 7－5 可以看出，从 2011 年到 2015 年全国总体的经营活动营运资金周转期呈逐年延长的趋势，其中从 2011 年到 2013 年的涨势较为迟缓，经历了 20 天到 22 天再到 26 天的变化，而从 2014 年开始，这种延长的趋势有所加剧，2014 年全国分地区各渠道经营活动营运资金周转期为 34.9 天，到了 2015 年则达到 41.2 天。

表 7－10　　2011～2015 年全国上市公司各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
采购渠道营运资金周转期	－27	－26	－35	－44.9	－56.2
生产渠道营运资金周转期	21	24	34	36.4	54.1
营销渠道营运资金周转期	26	24	27	43.5	43.4
经营活动营运资金周转期	20	22	26	34.9	41.2

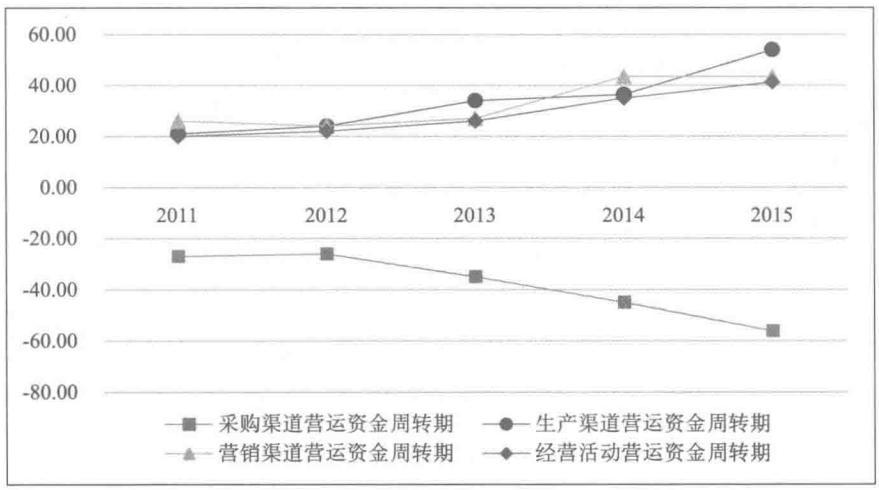


图 7－5　2011～2015 年全国上市公司各渠道经营活动营运资金周转期变化趋势

从各渠道的营运资金周转期数据来看，采购渠道的营运资金周转期从 2011 年的－27 天到 2012 年的－26 天变化不大，但从 2013 年开始便出现了较大的变化，从 2013 年的－35 天急剧下降至 2014 年的－44.9 天，再到 2015 年的－56.2 天。而生产渠道的营运资金周转期在 2011 年到 2012 年的变化也不显著，分别为 21 天和 24 天，然而 2012 年到 2013 年间出现了较为剧烈的延长情况，激增 10 天至 34 天，2014 年则在前一年基础上基本维持不变，2015 年则再次出现剧烈延长情况达到 54.1 天。2011 年到 2015 年的营销渠道营运资金周转期则可主要分为两阶段，从 2011 年到 2013 年，该渠道的营运资金周转期主要在 26 天上下浮动，从 2013 年到 2014 年则出现了一次大幅度延长，2014 年与 2015 年则维持在 43.3 天左右。由此看来，全国总体的经营活动营运资金周转期 2013 年到 2014 年的变化情况主要受到营销渠道营运资金周转期的影响，2014 年到 2015 年的变化则受生产渠道营运资金周转期的影响。

2. 企业层面

根据表 7－11 的数据可知，2015 年全国有 965 家企业的经营活动营运资金周转期延长、营运资金管理效率降低，占样本总数的 42.93%；而营运资金管理效率改善的有 785 家，占比为 34.92%，小于营运资金管理效率降低的企业数量；经营活动营运资金周转期基本不变的企业最少，有 498 家，占比仅为 22.15%。

表 7－11　　2014～2015 年全国上市公司各渠道营运资金管理绩效变化统计表

项目		采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短（家）	1 228	1 034	544	785
	缩短占比（%）	54.63	46.02	24.20	34.92
	基本不变（家）	463	333	579	498
	基本不变占比（%）	20.60	14.81	25.76	22.15
	延长（家）	557	881	1 125	965
	延长占比（%）	24.78	39.19	50.04	42.93
可比样本总数		2 248			

从渠道来看，采购渠道有 463 家企业基本稳定，占比 20.61%，1 228 家企业采购渠道营运资金管理绩效得到了改善，超过了总体的一半，557 家企业相关的管理效率则下降，占比 24.78%；生产渠道营运资金管理有所改善的企业有 1 034 家，占比 46.02%，基本保持稳定的有 333 家，效率降低的有 881 家，占比分别为 14.81% 和 39.19%；营销渠道有 579 家企业基本保持稳定，占比为 25.76%，管理效率有所降低的企业超过一半，为 1 125 家，有所改善的为 544 家。占比 24.20%。

（三）全国上市公司分要素的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 地区层面

表 7－12 展示了 2014～2015 年全国及各地区上市公司经营活动营运资金各要素周转期数据。从数据中可以看出 2015 年全国上市公司经营活动营运资金周转期（按要素）为 82.8 天，较 2014 年延长 13 天，管理绩效显著下滑；从地区来看，东部地区的经营活动营运资金周转期（按要素）有所延长，从 2014 年的 70.9 天延长至 2015 年的 84.4 天，中部地区延长幅度较小，在 2014 年 57.4 天的基础上延长了 2.3 天，西部地区则出现明显的延长，从 79.6 天延长至 94.4 天。这表明从要素周转期角度看经营活动营运资金管理绩效，东部地区总体经营活动营运资金管理绩效有所下降，中部地区绩效有轻微下降，西部地区则有较大幅度下降，全国总体经营活动营运资金管理绩效表现为有所下降。

表 7－12　　2014～2015 年全国上市公司各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	存货周转期		应收账款周转期		应付账款周转期		经营活动营运资金周转期（按要素）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
全国	91.8	108.2	51.1	58.2	72.7	83.7	70.2	82.8
东部	93.4	111.1	48.2	55.4	70.7	82.0	70.9	84.4
中部	70.7	80.4	60.6	68.0	73.9	88.6	57.4	59.7
西部	103.6	112.6	67.5	76.6	91.5	94.9	79.6	94.4

从各要素的营运资金周转期数据来看，2015 年全国总体上市公司整体在存货周转期、应收账款周转期延长，应付账款周转期也有不同程度的延长，这主要是由于全国各个地区在存货周转期、应收账款周转期较 2014 年均出现较为明显的延长。另外，虽然西部地区应付账款周转期延长情况较轻，但其他地区的延长情况都较为明显，导致了全国总体应付账款周转期也有所延长。

通过表 7－13 和图 7－6 可以看出，从 2011 年到 2015 年全国总体的经营活动营运资金周转期基本呈现逐年延长的趋势，经营活动营运资金周转期除 2014 年较 2013 年有小幅缩减外，其他年份都出现了较大程度的延长。2011 年到 2013 年经历了从 46 天到 53 天再到 70 天的变化，2014 年全国分地区按要素经营活动营运资金周转期为 70.2 天，到了 2015 年则达到 82.8 天。

表 7－13　　2011～2015 年全国各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
存货周转期	68.00	72.00	81.00	91.8	108.2
应收账款周转期	36.00	38.00	53.00	51.1	58.2
应付账款周转期	58.00	57.00	64.00	72.7	83.7
经营活动营运资金周转期	46.00	53.00	70.00	70.2	82.8

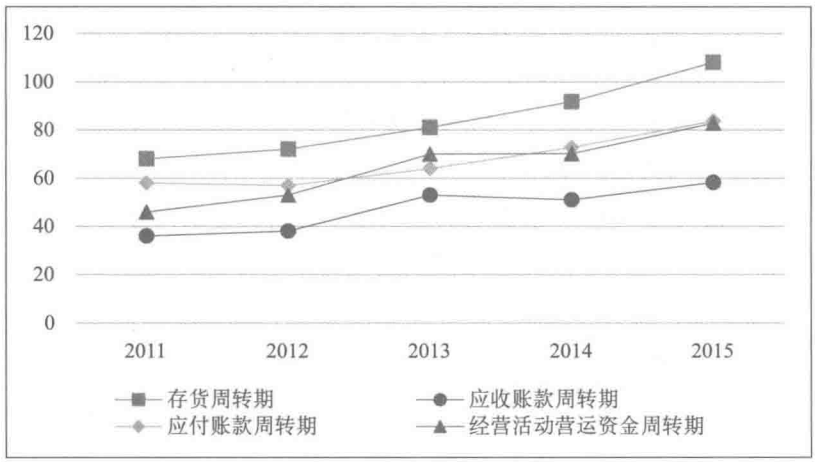


图 7－6　2011～2015 年全国上市公司各渠道经营活动营运资金周转期变化趋势

从各要素的营运资金周转期数据来看，存货周转期的变化呈明显的逐年延长状态，2012 年从 2011 年的 68 天延长了 4 天达到 72 天，增长了 5.88%，2013 年则在 2012 年的基础上增长了 9 天达到 81 天，增长了 12.50%，2014 年和 2015 年则分别就前一年增长了 13.33% 和 17.86%，达到 91.8 天和 108.2 天。应收账款周转期的变化在 2011 年至 2012 年间和 2013 年至 2014 年间这两个时间段并不明显，从 2011 年的 36 天变化至 2012 年的 38 天延长了 5.56%，从 2013 年的 53 天变化至 2014 年的 51 天缩短了 3.58%，而 2014 年至 2015 年延长情况则相对较为严重，增长了 13.59%，2015 年达到了 58.2 天。应付账款周转期的变化情况也基本呈现逐年延长的现象，除了 2011 年至 2012 年从 58 天变化至 57 天呈现较为轻微的缩短外，其他年份则都经历了明显的增长态势，分别为 2013 年增长了 12.28% 达到 64 天，2014 年增长了 13.59% 达到 71.3 天，以及 2015 年增长了 15.13% 达到 83.7 天。由此看来，全国总体的经营活动营运资金周转期在 2011 年至 2012 年的变化情况主要受到存货和应收账款周转期的影响，在 2012 年至 2013 年以及 2014 至 2015 年的变化情况则受到各个要素周转期的影响。

2. 企业层面

根据表 7－14 的数据可知，2015 年全国有 667 家企业的经营活动营运资金周转期变短、营运资金管理效率改善，占样本总数的 29.67%；而营运资金管理效率降低的有 942 家，占比达 41.90%，高于营运资金管理效率改善的企业数量；经营活动营运资金周转期基本不变的企业最少，有 639 家，占比为 28.43%，略低于营运资金管理效率改善的企业数量。

表 7－14　　2014～2015 年全国上市公司各要素经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
周转期变化统计	缩短（家）	533	423	487	667
	缩短占比（%）	23.71	18.82	21.66	29.67
	基本不变（家）	850	767	724	639
	基本不变占比（%）	37.81	34.12	32.21	28.43
	延长（家）	865	1 058	1 037	942
	延长占比（%）	38.48	47.06	46.13	41.90
可比样本总数		2 248			

按2015年各要素的营运资金周转期数据来看，存货的周转期与应付账款的周转期有所缩减的企业分别为533家和487家，占比皆超过20%，而应收账款的周转期缩短的企业有423家，占比为18.83%。而三种要素的周转期与2014年相比基本维持不变的企业都占总数的约1/3，分别为存货周转期保持不变的有850家，占37.81%；应收账款周转期不变的有767家，占比34.12%，应付账款周转期不变的有724家，占比32.21%。另外，三种要素的周转期出现延长的占比都比较多，出现应收账款周转期延长和应付账款周转期延长的企业占比接近一半，分别为1 058家（占比为47.06%）和1 037家（占比为46.13%），存货周转期延长的为865家，占比38.48%。由此可见，较2014年的各要素周转期，2015年全国上市公司的经营活动营运资金管理效率有所下降，无论是总体上还是各要素上看，出现周转期延长的企业占比都在40%左右，而周转期有所缩减的企业占比却没有达到30%。

五、2015年全国上市公司资金回报分析

表7-15是全国上市公司在2015年度营运资金回报率分析，分别对总资金回报率、经营活动资金回报率、金融活动资金回报率和投资活动资金回报率进行分析，主要从全国总体、东部、中部进行分析。

表7-15　　2014~2015年全国上市公司资金回报率统计分析表

项目	总资金回报率（%）		经营活动资金回报率（%）		金融经营活动资金回报率（%）		投资活动资金回报率（%）	
	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年
全国总体	8.48	7.32	9.72	8.06	-31.47	-55.87	4.77	5.07
全国平均	7.82	7.73	46.04	7.76	-70.08	20.18	4.10	3.82
最大值	284.66	212.13	90 029.97	864.52	858.39	3 227.67	546.80	605.17
中位数	7.13	7.08	8.68	8.47	0.00	0.00	0.69	0.91
最小值	-172.80	-170.14	-5 770.70	-6 963.27	-8 956.61	-557.81	-264.49	-111.32
样本量	2 365	2 564	2 365	2 564	118	151	2 365	2 564
东部	8.86	7.74	10.34	8.62	4.52	5.13	-28.86	-52.83
中部	7.49	5.43	7.95	5.72	-121.06	266.57	5.98	4.42
西部	6.82	6.10	7.21	6.34	-80.41	-62.97	5.48	5.21

2015年度全国总体总资金回报率相较于2014年有所下降，其中经营活动资金回报率和金融经营活动资金回报率下降较为显著，分别从2014年的9.72%和-31.47%下降到8.06%和-55.87%；投资活动资金回报率有小幅上升，2015年达到5.07%。2015年全国整体经营活动和投资活动资金回报率不乐观，而金融经营活动资金回报率的小幅上升对总资金回报率影响也不显著。

从地区方面来看，2015年东部地区总资金回报率最高，西部地区次之，中部地区最低，且相较于2014年均有不同程度的下滑。从经营活动资金回报率来看，东部地区最高，西部地区次之，中部地区最低，且均比上年有所下降。对于金融经营活动资金回报率，西部地区最高，东部次之，中部地区最低。2015年东部、西部地区投资回报率相较于上年均有所下降，但中部地区大幅上升，从2014年的-121.06% 上升到266.57%。

图7-7至图7-10为各类型资金占用与资金回报率散点图。从图7-7可以看出，全国上市公司总资金回报率主要分布在（-10%，10%）区间内，分布较为分散。由图7-8可以得出，全国上市公司经营活动资金占用大多在5 000亿万以内，经营活动资金回报率集中分布在横坐标轴附近。由图7-9可以看出，投资活动资金回报率分布较为分散，主要分布在横坐标轴上方，但全国总体投资活动资金报酬率为负，说明受极端值影响严重。从图7-10可以得出，全国上市公司金融经营活动投资回报率主要分布在横坐标轴附近，上下浮动较小，分布较为集中。

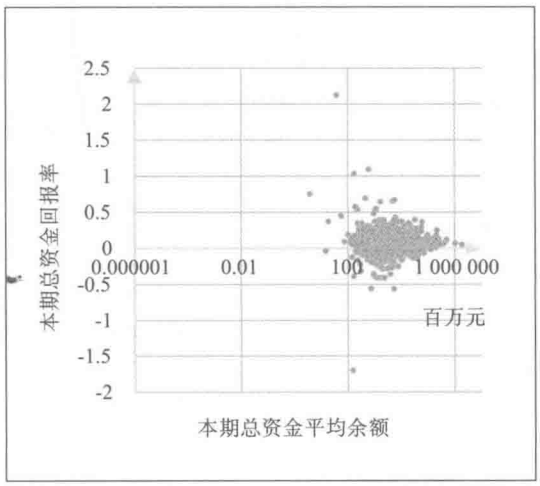


图 7－7　2015 年全国上市公司总资金占用与总资金回报率散点图

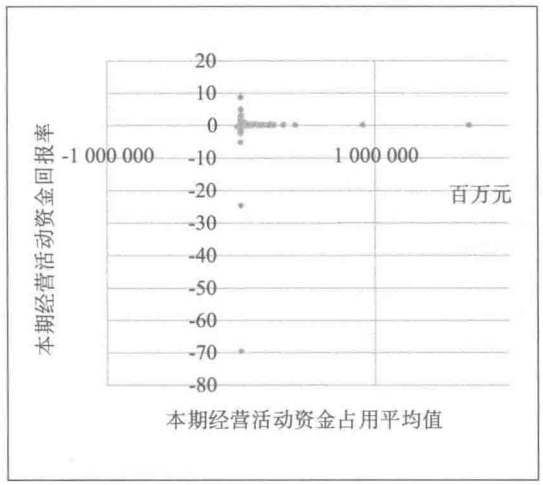


图 7－8　2015 年全国上市公司经营活动资金占用与经营活动资金回报率散点图

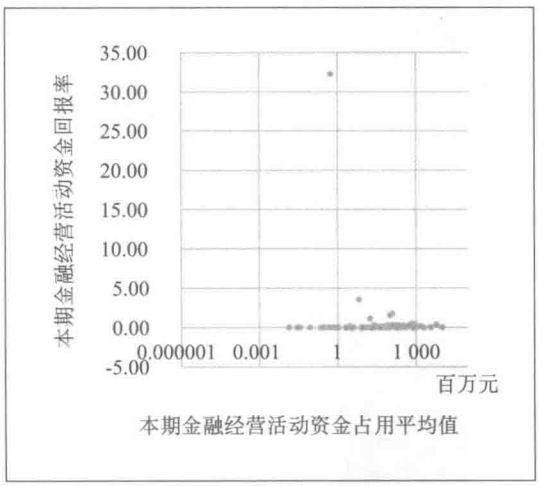


图 7－9　2015 年全国上市公司经营金融活动资金占用与经营金融活动资金回报率散点图

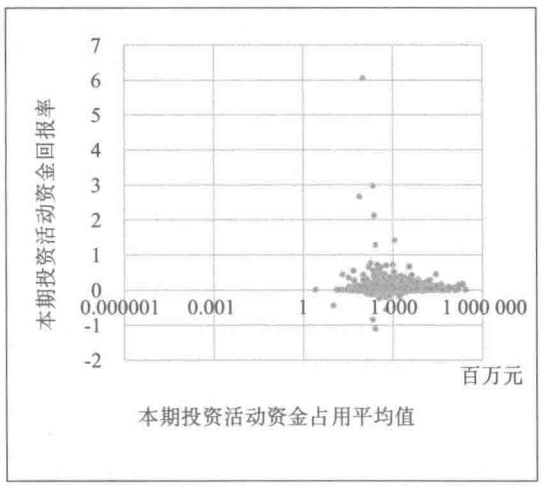


图 7－10　2015 年全国上市公司投资活动资金占用与投资活动资金回报率散点图

六、2015 年全国上市公司融资结构与财务风险分析

（一）总资金融资结构与长期财务风险分析

1. 地区层面

图 7－11、图 7－12 包含了全国及东部、中部、西部上市公司资金融资结构和财务杠杆统计分析指标。由表 7－16 可以看出，2015 年东部地区总体借入资金占比和自有资金占比相较于 2014 年没有显著变化，财务杠杆有小幅度上升，从 2014 年的 1.24 倍上升到 2015 年的 1.29 倍。

表 7－16　　2014～2015 年全国总资金融资结构与财务杠杆统计分析表

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年末	2015 年末	2014 年末	2015 年末	2014 年	2015 年
全国总体	41.67	40.72	58.33	59.28	1.24	1.29
全国平均	26.82	24.16	73.18	75.84	1.21	2.29
最大值	1 237.19	164.70	100.21	102.16	50.56	2 402.77
中位数	21.29	19.65	78.74	80.35	1.09	1.05

续表

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年末	2015 年末	2014 年末	2015 年末	2014 年	2015 年
最小值	0.00	-2.16	-1 137.19	-64.70	-253.74	-214.29
样本量	2 365	2 564	2 365	2 564	2 365	2 564
东部	40.75	40.20	59.25	59.80	1.21	1.25
中部	41.84	41.33	58.16	58.67	1.38	1.60
西部	45.89	44.16	54.11	55.84	1.42	1.46

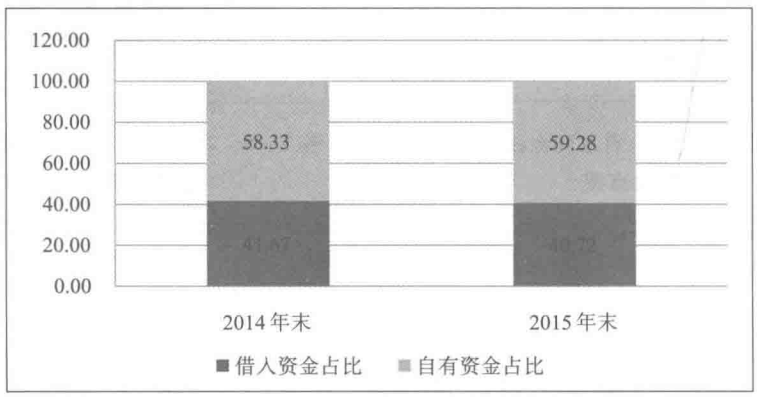


图 7-11　2014~2015 年全国上市公司总资金融资结构

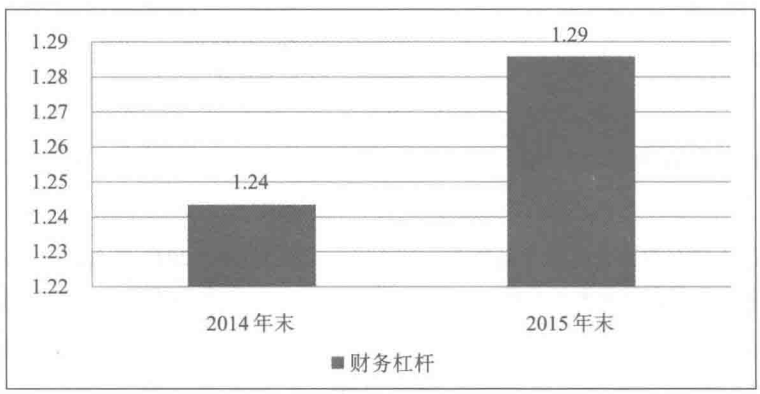


图 7-12　2014~2015 年全国财务杠杆

从各地区情况来看，2015 年各地区资金融资结构变化相对均衡。东、中、西部地区借入资金占比均有小幅下降，西部地区借入资金占比最高，中部地区次之，东部地区最低。2015 年各地区自有资金占比均有小幅上升，东部地区最高，西部地区次之，中部地区最低。东、西部地区财务杠杆有小幅上升，中部地区财务杠杆上升幅度较明显，从 2014 年的 1.38 倍提升到 2015 年的 1.6 倍，提高了 0.22 倍。

2. 企业层面

从表 7-17 中可以得出 2014~2015 年全国上市公司总资金融资结构分段统计数据。按借入资金占比区间统计，2015 年借入资金占比处于 0 到百分之 25 这个区间的企业数量最多，达到 1 228 家，所占比重 47.89%，同时与 2014 年相比增加了 143 家公司；而借入资金占比大于 100 的企业数量最少。按自有资金占比统计，2015 年东部地区自有资金占比处于 75 到 100 这个区间的公司数量超过了处于其他所有区间内公司数量的总和，总数达到 1 354 家，比例达到 52.81%，比 2014 年增加了 166 家公司；同样自有资金占比大于 100 的企业数量最少，仅有 1 家。

表 7－17　　2014～2015 年全国总资金融资结构分段统计表

比例区间（%）	地区	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
		2014 年末		2015 年末		2014 年末		2015 年末	
		家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	全国	212	8.97	260	10.14	11	0.47	7	0.27
	东部	162	9.96	188	10.59	5	0.31	3	0.17
	中部	24	6.00	42	9.77	2	0.50	0	0.00
	西部	26	7.72	30	8.36	4	1.19	4	1.11
(0，25]	全国	1 085	45.90	1 228	47.89	64	2.71	63	2.46
	东部	783	48.13	878	49.46	36	2.21	33	1.86
	中部	24	6.00	42	9.77	2	0.50	0	0.00
	西部	26	7.72	30	8.36	4	1.19	4	1.11
(25，50]	全国	677	28.64	713	27.81	399	16.84	367	14.31
	东部	453	27.84	501	28.23	243	14.87	223	12.56
	中部	117	29.25	114	26.51	73	18.25	74	17.21
	西部	107	31.75	98	27.30	83	24.63	70	19.50
(50，75]	全国	336	14.17	314	12.25	702	29.70	772	30.11
	东部	199	12.17	185	10.42	471	28.95	541	30.48
	中部	67	16.75	66	15.35	131	32.75	128	29.77
	西部	70	20.77	63	17.55	100	29.67	103	28.69
(75，100]	全国	48	2.03	43	1.68	1 188	50.25	1 354	52.81
	东部	28	1.72	20	1.13	873	53.66	975	54.93
	中部	10	2.50	13	3.02	182	45.50	211	49.07
	西部	10	2.97	10	2.79	133	39.47	168	46.80
>100	全国	7	0.30	6	0.23	1	0.04	1	0.04
	东部	3	0.18	3	0.17	0	0.00	0	0.00
	中部	1	0.25	0	0.00	0	0.00	1	0.23
	西部	3	0.89	3	0.84	1	0.30	0	0.00
总样本数		2 365	100	2 564	100	2 365	100	2 564	100

从各地区情况来看，东部地区公司数较多，借入资金与自有资金占比与全国总体数据基本一致，中、西部地区公司数相对较少，受极端值影响较大，借入资金占比处于 25 到 50 区间内公司数最多，自有资金占比与全国总体数据保持一致。

图 7－13 为 2014～2015 年全国上市公司借入资金与净资产散点图。净资产主要分布在 0 到 1 000 亿元区间内，分布较为集中；借入资金占比在 0 到 1 区间内，分布较为分散。

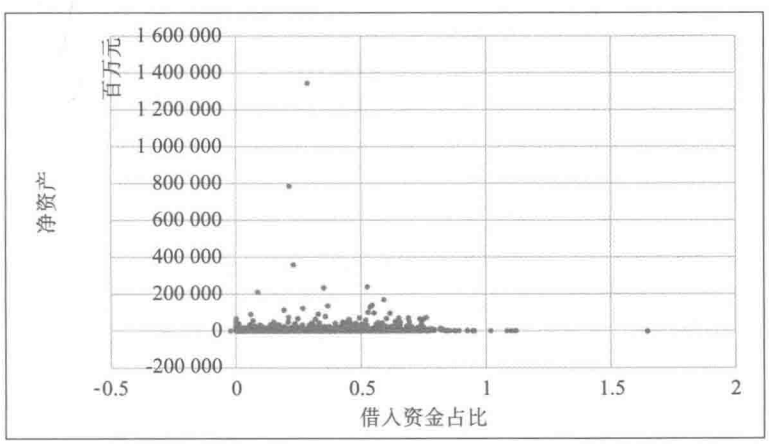


图 7－13　2014～2015 年全国上市公司借入资金占比与净资产散点图

从表 7－18 中可以得出 2014～2015 年全国上市公司财务杠杆分段统计数据。按财务杠杆占比区间统计，2015 年财务杠杆倍数处于 1 到 1.5 这个区间的公司数量最多，达到 1 100 家，所占比重为 42.9%，同时与 2014 年相比增加了 68 家公司；而财务杠杆倍数处于 2 到 3 的公司数量最少，所占比重仅为 5.11%。

表 7－18　　2014～2015 年全国财务杠杆分段统计表

比例区间	地区	财务杠杆			
		2014 年末		2015 年末	
		家数	比重（%）	家数	比重（%）
[1，1.5]	全国	1 033	43.65	1 100	42.90
	东部	743	45.61	803	45.24
	中部	158	39.50	160	37.21
	西部	132	39.17	137	38.16
[1.5，2)	全国	221	9.35	198	7.72
	东部	134	8.24	130	7.32
	中部	158	39.50	160	37.21
	西部	38	11.28	32	8.91
[2，3)	全国	149	6.30	131	5.11
	东部	91	5.59	79	4.45
	中部	27	6.75	25	5.81
	西部	31	9.20	27	7.52
≥3	全国	163	6.90	139	5.42
	东部	91	5.59	77	4.34
	中部	42	10.50	34	7.91
	西部	30	8.90	28	7.80
总计		2 365	100	2 564	100

从各地区情况来看，东、西地区财务杠杆倍数均为处于 1 到 1.5 这个区间的公司数量最多，中部地区财务杠杆倍数处于 1 到 1.5 区间和 1.5 到 2 区间的公司数量持平；中、西部地区财务杠杆倍数处于 2 到 3 的公司数最少，而东部地区财务杠杆倍数大于 3 的区间内公司数最少。

图 7－14 为 2015 年东部地区上市公司财务杠杆与净资产散点图，净资产主要分布在 0 到 500 亿元区间内，分布较为集中；而财务杠杆主要分布在纵坐标轴左右两侧，分布较为分散。

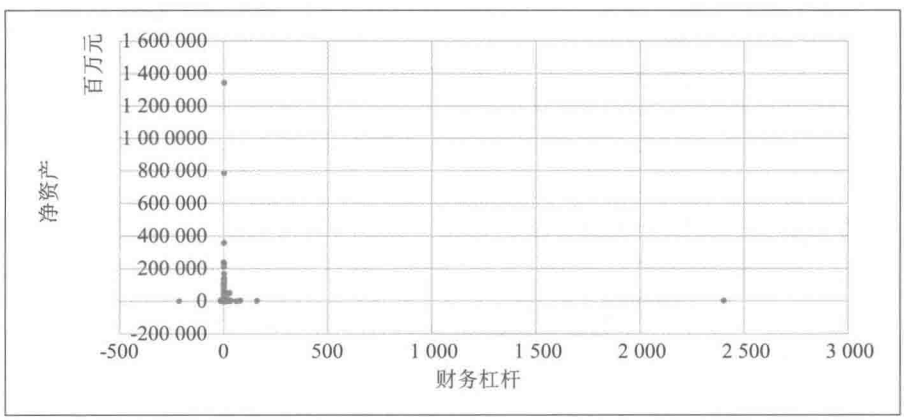


图 7－14　2015 年全国上市公司财务杠杆与净资产散点图

（二）营运资金融资结构与短期财务风险分析

1. 地区层面

表 7－19、图 7－15 包含了全国及东部、中部、西部上市公司营运资金融资结构统计分析数据。由表 7－19 可以得出，2015 年全国总体短期金融性负债占比相较于 2014 年有大幅度下降，从 2014 年的 67.25% 下降到 2015 年的 58.29%，下降幅度接近 10 个百分点；而全国总体营运资本占比有所上升，2014 年仅为 32.75%，2015 年上升到 41.71%。表明 2015 年全国整体上市公司面临的财务风险较 2014 年有所降低。

表 7－19　　2014～2015 年全国营运资金融资结构统计分析表　　单位：%

项目	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年末	2015 年末	2014 年末	2015 年末
全国总体	67.25	58.29	32.75	41.71
全国平均	125.08	34.52	－25.08	65.48
最大值	109 765.97	5 250.97	6 474.46	16 890.54
中位数	26.48	25.15	73.52	74.85
最小值	－6 374.46	－16 790.54	－109 665.97	－5 150.97
样本量	2 365	2 564	2 365	2 564
东部	65.64	54.26	34.36	45.74
中部	80.72	80.55	19.28	19.45
西部	77.57	67.29	22.43	32.71

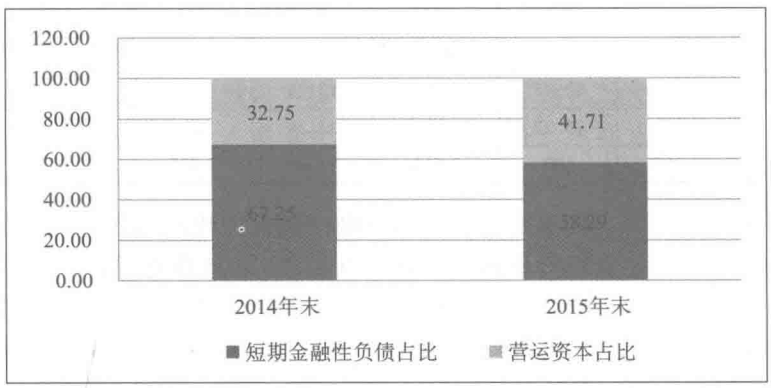


图 7－15　2014～2015 年全国营运资金融资结构

从地区层面进行分析，东、西部地区短期金融性负债占比和营运资本占比与全国总体数据基本保持一致，而中部地区短期金融性负债占比高达 80.55%，说明东部地区比中部和西部面临的财务风险高。

2. 企业层面

从表 7－20 中可以得出 2014～2015 年全国上市公司营运资金来源结构分段统计数据。按短期金融性负债占比区间统计，2015 年短期金融性负债占比处于 0 到 25 这个区间的企业数量最多，达到 885 家，所占比重 34.52%，同时与 2014 年相比增加了 96 家公司；而短期金融性负债占比处于 75 到 100 这个区间的企业数量最少。按营运资本占比统计，2015 年全国上市公司自有资金占比处于 75 到 100 这个区间的公司数量最多，达到 1 151 家，比例达到 44.89%，比 2014 年增加了 117 家公司；同时营运资本占大于 100 的企业数量最少。

表 7－20　　2014～2015 年全国营运资金来源结构分段统计表

比例区间（%）	地区	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
		2014 年末		2015 年末		2014 年末		2015 年末	
		家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	全国	360	15.23	395	15.41	344	14.55	352	13.73
	东部	242	14.87	256	14.42	176	10.82	194	10.93
	中部	65	16.25	79	18.37	83	20.75	78	18.14
	西部	53	15.73	60	16.71	85	25.22	80	22.28
（0，25］	全国	789	33.38	885	34.52	147	6.22	141	5.50
	东部	593	36.45	646	36.39	105	6.45	100	5.63
	中部	115	28.75	134	31.16	21	5.25	22	5.12
	西部	81	24.04	105	29.25	21	6.23	19	5.29
（25，50］	全国	455	19.20	518	20.20	270	11.42	273	10.65
	东部	317	19.42	384	21.63	195	11.99	195	10.99
	中部	76	19.00	69	16.05	40	10.00	48	11.16
	西部	62	18.40	65	18.11	35	10.39	30	8.36
（50，75］	全国	270	11.42	273	10.65	455	19.20	518	20.20
	东部	195	11.99	195	10.99	317	19.42	384	21.63
	中部	40	10.00	48	11.16	76	19.00	69	16.05
	西部	35	10.39	30	8.36	62	18.40	65	18.11
（75，100］	全国	147	6.22	141	5.50	1 034	43.74	1 151	44.89
	东部	105	6.45	100	5.63	780	47.94	833	46.93
	中部	21	5.25	22	5.12	145	36.25	181	42.09
	西部	21	6.23	19	5.29	109	32.34	137	38.16
>100	全国	344	14.55	352	13.73	115	4.86	129	5.03
	东部	176	10.82	194	10.93	55	3.38	69	3.89
	中部	83	20.75	78	18.14	35	8.75	32	7.44
	西部	85	25.22	80	22.28	25	7.42	28	7.80
总计	全国	2 365	100	2 564	100	2 365	100	2 564	100

从各地区情况来看，东、中、西部地区按短期金融性负债占比区间统计和按营运资本区间统计数据均与总体数据保持一致。短期金融性负债占比处于 0 到 25 区间的公司数最多，处于 75 到 100 这个区间的公司数最少；营运资本占比处于 75 到 100 区间的公司数最多，大于 100 的公司数最少。

图 7－16 表示 2015 年全国上市公司短期金融性负债占比与净资产散点图。净资产主要分布在 0 到 400 亿元区间内，分布较为集中；短期金融性负债占比分布在纵坐标轴左右两侧，分布较为分散。

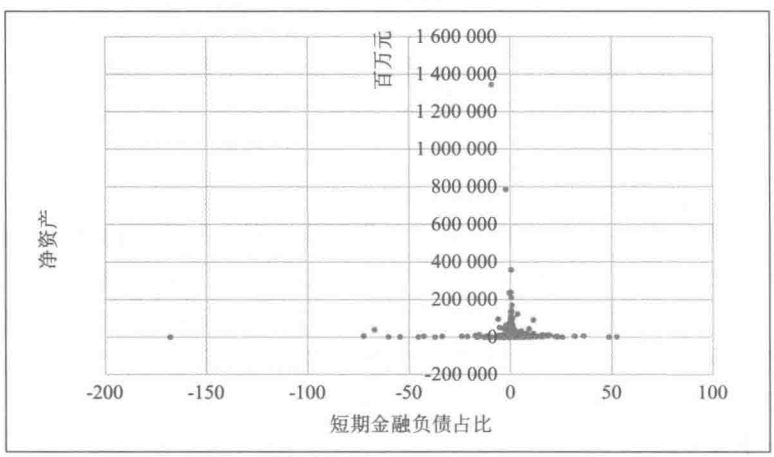


图 7－16　2015 年全国上市公司短期金融性负债占比与净资产散点图

七、2015 年全国上市公司营运资金管理绩效排行榜

本部分分别按“经营活动营运资金周转期（按要素）”和“经营活动营运资金周转期（按渠道）”进行排名，考察全国上市公司营运资金管理绩效。在对上市公司营运资金管理绩效进行排名时，剔除了财务数据异常的公司，详见附录 1。

八、2015 年全国上市公司营运资金管理调查的结论与建议

（一）调查结论

1. 营运资金存量及其分布方面

在营运资金总体存量及其分布总体方面，2015 年全国、东部、中部、西部地区上市公司总体经营活动营运资金与投资活动营运资金比例维持在 1∶2 左右，金融经营活动营运资金占用相对较少，营运资金总额、经营活动营运资金总额、投资活动营运资金总额较 2014 年均有所上升，金融经营活动营运资金占用总额有小幅下降。全国及各地区经营活动营运资金占比在百分之 50 到 75 的区间内企业数量最多，总体配置结构稳定。

在经营活动营运资金渠道配置方面，全国及各地区采购渠道资金占用最低，均为负值，营销渠道营运资金占用最高，与 2014 年相比较，全国和东部采购渠道营运资金有所下降，中、西部地区有所上升；全国、东、西部地区生产渠道金额均有上升，中部地区有所下降；全国和东部地区营销渠道资金有所下降，中、西部地区有所上升。

在经营活动营运资金要素配置方面，全国及各地区总体水平存货与应收账款资金占用额度比较接近，应付及预收款项资金占用额度远高于前两者，2015 年较 2014 年全国及东部地区各要素营运资金占用均有所上升；西部地区存货资金占用额度和应付及预收账款资金占用额度有所下降，应收及预付账款资金占用额度有所上升；中部地区存货资金占用额度有所下降，应付及预收账款资金占用额度和应收及预付账款资金占用额度有所上升。

2. 营运资金管理绩效方面

从各渠道的营运资金周转期数据可以看出，2015 年全国上市公司营运资金管理效率与 2014 年相比有所下降，其中东部和西部地区的管理绩效下降较明显，而中部地区管理效率有略微提升。全国及各地区采购渠道管理绩效有所提升，而生产渠道管理绩效有所下降，中部及西部地区的营销渠道管理绩效有明显下滑，东部地区则有略微提升，全国总体上变化不大。2015 年按渠道的营运资金管理绩效东部地区最好、西部地区最差。相比于 2014 年，全国有将近 35% 的企业经营活动营运资金管理绩效有所改善，其中采购渠道改善最为明显；此外，全国有超过 40% 的企业经营活动营运资金管理绩效有所降低，其中营销渠道营运资金管理绩效下降最为明显。

从各要素的营运资金周转期数据可以看出，2015 年全国及各地区营运资金管理效率与 2014 年相比有所下降，其中东部地区和西部地区上市公司经营活动营运资金管理绩效下滑趋势明显，中部则较为轻微。2015 年全国总体及各个地区相比于 2014 在存货、应收账款和应付账款的管理绩效上均呈现下降趋势，西部地区在应付账款的管理绩效下降稍弱外，其他地区和其他要素的管理都表现出较明显的绩效下降。相比于 2014 年的各要素经营活动营运资金管理绩效统计数据，2015 年全国有将近 30% 的企业经营活动营运资金管理绩效有所改善，其中存货管理的改善最为明显，但有全国超过 40% 的企业经营活动营运资金管理绩效有所下降，应收账款的管理绩效下降最为明显。

无论从按渠道的周转期数据分析，还是从按要素的周转期数据分析，全国上市公司经营活动营运资金管理绩效 2011 ~ 2015 年五年期间总体呈下滑趋势。

3. 全国上市公司资金回报方面

在总资金回报率方面，2015 年全国上市公司总资金回报率相较于 2014 年有所下滑，东部地区上市公司数量最多，其总资金回报率最高且与全国总体资金回报率最相一致，西部地区总资金回报率次之，中部地区总资金回报率最低且下降最为显著，说明上市公司的地理位置对资金回报有一定影响。经营活动资金回报率、金融经营活动资金回报率以及投资活动资金回报率变化趋势和总资金回报率一致，2015 年资金回报并不乐观。

4. 全国上市公司融资结构与财务风险方面

从总资金融资结构方面分析全国上市公司长期财务风险状况，2015 年全国自有资金占比为 57.38%，财务杠杆为 1.29，全国上市公司总资金中四成由借入资金提供，六成由自有资金提供，融资结构配比相对稳定，2015 年总资金融资结构相对于 2014 年无明显变化，各地区总资金融资结构与全国总体相一致。

从营运资金来源方面分析全国上市公司营运资金短期财务风险状况，全国上市公司短期金融性负债 2015 年较 2014 年有所下降，表明 2015 年全国上市公司财务风险水平有所下降；短期金融性负债占比低于 25% 的企业数量较多，财务风险相对较低的企业数量占样本总量的比重较大；不同地区短期金融性负债占比不尽相同，西部地区最高、中部次之、东部地区最低，表明西部地区营运资金财务风险水平最高，中部地区次之，东部地区最低。

（二）对策建议

1. 优化生产流程，提高生产效率，强化生产渠道的资金运作

生产环节是企业供应链中十分重要的一个环节，它对产品销售以及营运资金的回收都有很大的影响，是企业价值增值的关键。从各渠道的营运资金周转期数据可以看出，2015 年全国上市公司营运资金管理效率与 2014 年相比有所下降，全国及各地区采购渠道管理绩效有所提升，而生产渠道管理绩效有所下降，中部及西部地区的营销渠道管理绩效也有明显下滑。企业应该进一步提高生产渠道的资金周转效率，做好严密的生产计划，提高生产质量，加快生产进度，使得销售能够尽快的开展，为企业获取更多的营运资金。

2. 建立营运资金管理制度，加快营运资金周转

从各要素的营运资金周转期数据可以看出，2015 年全国总体及各个地区相比于 2014 在存货、应收账款和应付账款的管理绩效上均呈现下降趋势，有全国超过 40% 的企业经营活动营运资金管理绩效有所下降，应收账款的管理绩效下降最为明显。企业应该分要素对经营活动营运资金的周转进行管理，应该建立营运资金绩效管理制度，进而提高管理效率。应收账款作为一项具有风险的营运资金，应该值得我们重视。各企业应该建立全面的信誉评价机制，并借助于已有的信用体系，对所面对的顾客，分销商的信誉、财务状况等进行评估，防止各企业的应收账款因非自身原因而变成坏账，损失了大量的经营活动营运资金。一个完善的管理制度可以约束管理过程中的各个方面，有利于营运资金的有效管理。

3. 优化资本结构，降低财务风险

在营运资金来源配置中，短期金融负债占比越高，财务风险就越高。2015 年地区总体的营运资金有 58.29% 来自短期金融负债，表示大部分的企业为了筹集经营活动的营运资金而负债，这具有较大的财务风险。企业应加大对短期金融性借款的管理，在保证企业营运资金利润最大化的基础上，防止企业背负着过高的债务。此外，企业还应该积极拓展不同的融资渠道，科学合理安排自有资金、长期负债和短期负债的结构，通过优化企业资本结构来降低企业的财务风险。

主要参考文献

1. 孙莹、王竹泉、张先敏、杜瑞、程六兵：“中国上市公司营运资金管理调查：2014”，《会计研究》，2015 年第 12 期。

2. 张欣怡：“基于业务流程管理的营运资金管理研究”，中国海洋大学硕士学位论文，2010 年。

3. 刘宁：“对企业营运资金管理模式的探究”，《经营管理》，2011 年第 5 期。

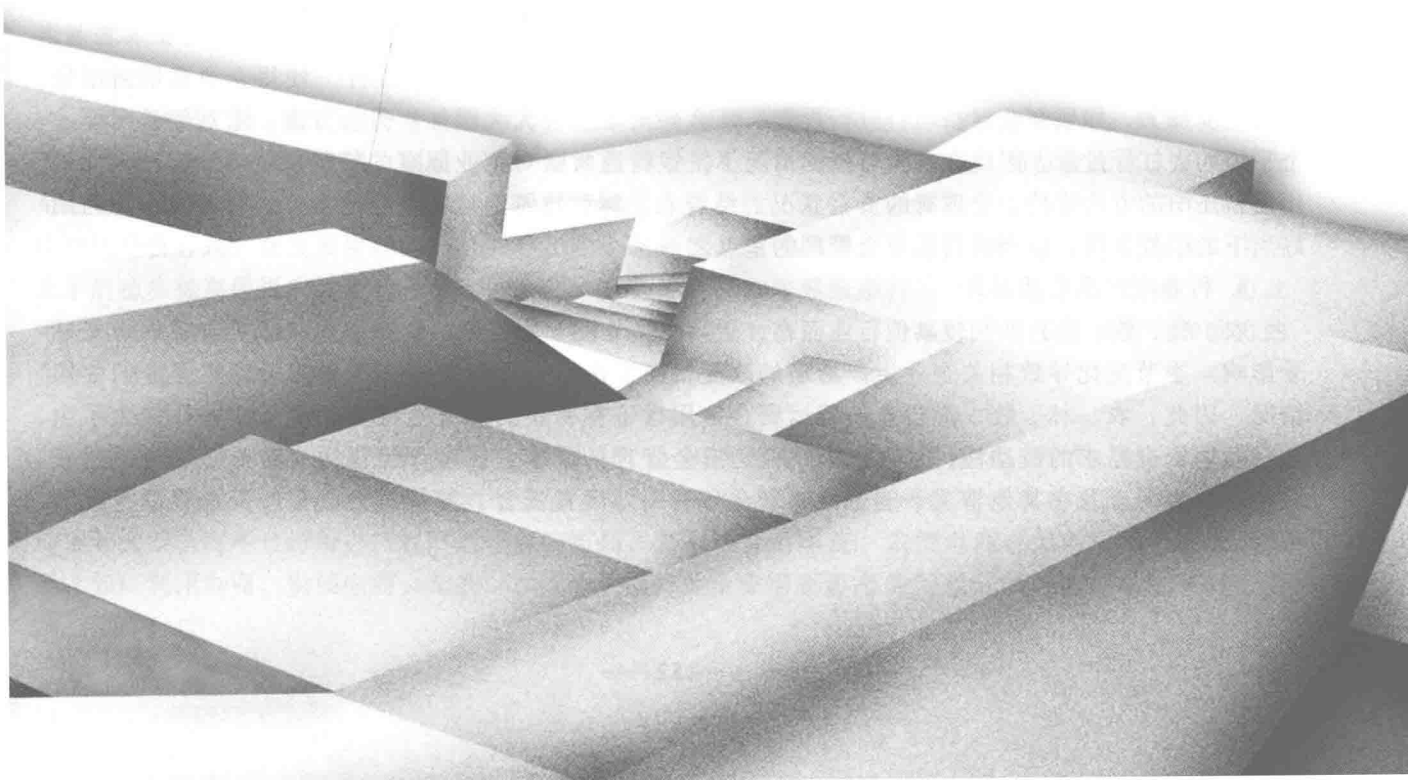
4. 李然、杨淑娥：“创业板高科技公司营运资金管理实证研究”，《财会月刊》，2015 年第 2 期。

5. 孙莹、朱莹：“青岛啤酒基于渠道管理的营运资金管理模式”，《财务与会计》，2013 年第 6 期。

6. 王秀华、王竹泉、秦书亚：“供应链核心企业营运资金管理绩效的情境研究”，《财会月刊》，2013 年第 7 期。

7. 杨方、杨荣彦：“基于渠道理论的营运资金管理与传统营运资金管理比较——以金地集团为例”，《财会通讯》，2010 年第 35 期。

第二篇 行业调查



第八章　2015 年农、林、牧、渔行业上市公司营运资金管理调查

【摘要】在经济发展水平上，我国依然是发展中国家，农、林、牧、渔行业虽属第一产业，但仍是关系国计民生的重要产业。农、林、牧、渔行业营运资金管理存在生产季节性显著、营运资金占用密集、营运资金周转期长等特点。随着中国经济逐渐步入新常态，2015 年农、林、牧、渔行业呈现出现代化、绿色化、互联网化等新态势。营运资金管理的诸多变化引人关注。

本报告以 2015 年 38 家上市公司、2014 年 38 家上市公司为主要研究对象，在营运资金的占用金额和来源、各渠道和各要素的营运资金管理绩效等方面，对农、林、牧、渔行业上市公司 2015 年营运资金管理状况进行了全面调查。调查主要得到以下结论：第一，2015 年农、林、牧、渔行业上市公司营运资金规模加大；第二，2015 年农、林、牧、渔行业上市公司营运资金管理绩效得到提升；第三，2015 年农、林、牧、渔行业上市公司资金回报水平增减不一；第四，2015 年农、林、牧、渔行业上市公司的财务杠杆水平相应下降。根据以上结论，我们认为农、林、牧、渔行业在营运资金管理方面应当重点关注以下方面：第一，进一步提升营运资金管理效率；第二，进一步控制财务风险；第三，合理规划供应链层面的营运资金管理问题。本报告同时梳理了 2015 年农、林、牧、渔行业营运资金管理关键词和大事件，并对农、林、牧、渔行业中营运资金管理绩效较为出色的企业——温氏股份，进行了案例分析。

一、农、林、牧、渔行业上市公司营运资金基本特征

1. 宏观经济环境对农、林、牧、渔行业营运资金管理的影响

2015 年中国经济增速进一步放缓，经济增速放缓对企业生产经营活动带来较大压力。一方面 2015 年国内 PPI 长期处于低位运行，反映出生产部门自身活力不足。同时 2015 年 CPI 增速放缓，物价上涨趋势弱化，反应了国内市场整体上较为低迷的情况。根据经验，蔬菜、猪肉等农副产品是 CPI 上升的重要推动因素。2015 年的 CPI 增速减缓也说明了市场对农林牧渔产品需求的下降。总体而言，经济增速放缓与 CPI 增速减缓，减弱了农、林、牧、渔行业的经营活力。

2. 信贷环境对农、林、牧、渔行业的影响

在国内经济增速放缓的背景下，2015 年信贷系统压力攀升。在宏观经济“去杠杆”的要求之下，商业银行收紧了信贷规模，对企业的影响体现在两个方面。一方面，“去杠杆”使得企业获取新增贷款的难度加大，如果企业对新项目进行投资，那么融资难度会大大增加。另一方面，宏观经济需要一个平稳的去杠杆过程，因此在风险可控的情况下，银行通常会对企业原有的贷款项目继续支持，即采用借新还旧的方法维持企业现有的资金状况。结合农、林、牧、渔行业自身的生产经营特点，如何用好当下的信贷条件，应当是营运资金管理的重点之一。

3. 行业生产季节性显著

农、林、牧、渔行业相较其他行业而言，生产的季节性十分明显。这对行业营运资金管理带来显著影响。季节变化导致相关企业生产活动的改变，而生产活动的变化进一步影响了营运资金的使用情况，因此，农、林、牧、渔行业的营运资金占用也带有明显的季节性特征。季节性特征加大了企业对营运资金需求的波动性，从而加大了营运资金管理的难度。在生产经营活动需要时能否迅速获取所需资金，以及在其他情况下能否回笼资金和利用好闲置资金，都是对企业营运资金管理活动的考验。

4. 资金占用密集

农、林、牧、渔行业明显的季节性特征导致了其对营运资金占用十分密集，同时相较其他行业，农、林、牧、渔行业传统的经营方式加大了对营运资金的占用。在采购过程中，部分采购直接面对农户，因此，企业多数通过现金、甚至是预付账款的形式予以完成，短时间内迅速提升了营运资金的占用程度。而在销售过程中，由于其销售对象多为工商企业，商业信用的普遍存在使得企业面临回款压力，进一步提升营运资金占用水平。总体而言，农、林、牧、渔行业对营运资金的集中占用情况较为突出。

5. 库存管理对营运资金的影响明显

库存管理对农、林、牧、渔行业的影响体现在三个方面。首先，生产的季节性特征决定了农、林、牧、渔行业无法采用小批量生产或按需生产的形式，必须根据季节进行相应生产并保留大量存货。季节性特征决定了农、林、牧、渔行业必然存在存货对营运资金的占用。其次，农林牧渔产业生产具有地域特征，因此，销售过程中的运输环节本身会对营运资金造成占用，运输时间越长对营运资金的占用越明显。即在途物资对营运资金占用明显。最后，农林牧渔行产品通常具有严格的保质期限制，如果存货超出保质期范围则必须进行减值处理。因此，存货的保质期会对企业营运资金管理造成潜在影响。以上三个方面都要求了农林牧渔企业提升其库存管理水平，从而提升营运资金使用效率。

6. 营运资金周转期长

由于农、林、牧、渔行业生产涉及生物的自然生长，因此，农、林、牧、渔行业生产周期较长，进而导致整个营运资金循环过程较长。较长的生产周期加大了农林牧渔企业自身的经营风险，使其生产决策、市场环境等均面临较大的不确定性。在整个经营过程中，营运资金周转速度慢、面临较多风险因素。

二、2015 年农、林、牧、渔行业经营环境变化主题词与大事件

（一）2015 年农、林、牧、渔行业经营环境变化主题词

现代化

从 2014 年开始，中央连续三年将“农业现代化”写入文件标题。由此可见，农业现代化是当下行业发展的焦点之一。现阶段的农业现代化包括两层含义，首先是普及成熟技术；其次是应用新技术。由于我国农、林、牧、渔行业的整体发展水平较为落后，因此，在成熟技术的普及方面还具有广阔空间，比如海洋牧场技术，随着近年来的迅速发展，已经进入了完善和推广阶段。成熟技术的应用和普及是农、林、牧、渔行业实现现代化的重要组成部分。在新技术方面，农、林、牧、渔行业也有新进展。2015 年植保无人机迅速升温，无人机应用会对农业生产监控、农药使用方法等带来广泛影响。能否迅速掌握新技术，也是农业发展现代化的标志。

绿色

绿色对农、林、牧、渔行业也有两方面的意义。绿色本身是农业发展的应有之义，如果农、林、牧、渔行业做不到绿色发展，则是一种“竭泽而渔”的行为。对农、林、牧、渔行业而言，绿色首先是指生产过程中的生态保护与可持续发展。我国农、林、牧、渔行业必须放弃“高投入、高产出”的掠夺性经营方式，在发展生产的同时修复农业生态环境。绿色的第二个意义则与食品安全相关。生活水平的稳步提高使得广大消费者日益关注食品安全问题，三聚氰胺事件直接导致三鹿集团破产，由此可见，食品安全问题的关键地位。农、林、牧、渔行业的上市公司都是细分市场中具有重大影响力的企业，食品安全问题更应密切关注。

互联网 +

不仅仅是农、林、牧、渔行业，“互联网 +”是 2015 年中国经济的关键词。对农、林、牧、渔行业而言，互联网 + 的重要性体现在两个方面。第一个互联网 + 对行业的影响体现在电商领域。京东、淘宝等大型电商平台纷纷进行农产品电商的布局，新兴农产品电商、农资电商也如雨后春笋般迅速发展，如何利用电商、发展电商，是农、林、牧、渔行业企业需要思考的问题。第二个互联网 + 对行业

的影响体现在 APP 方面。农、林、牧、渔行业中，无论种植还是饲养，都离不开技术服务，当下农业技术专家不足，智能手机应用成为了解决农业技术需求的可行途径。互联网 + 对农、林、牧、渔行业的影响，在电商和 APP 领域表现的最为明显。

现代化、绿色、互联网 +，是我国农、林、牧、渔行业未来发展的重要方向。短期内，这三个关键词对农、林、牧、渔行业营运资金方面的影响主要体现在投资方面，上市公司应当根据自身条件在相关领域进行布局，以取得未来的发展优势。从长期来看，能否有效对接现代化、绿色、互联网 + 这三个关键词，会对公司的生产经营带来重大影响，也会对公司营运资金管理的形态和方式带来深远影响。

（二）2015 年农、林、牧、渔行业经营环境变化大事件

1. 獐子岛公司冷水团事件

冷水团事件是指 2014 年 11 月，獐子岛集团宣布因冷水团影响，导致虾夷扇贝绝收，集团巨亏 8.12 亿元。獐子岛集团召开新闻发布会说明相关情况。2014 年底，经过证监会调查后，认为獐子岛集团不存在弄虚作假和占用上市公司资金的行为。冷水团事件告一段落。但由于 2015 年獐子岛集团与岛民之间产生经济利益纠纷，使得岛民在 2016 年初向中纪委进行举报，并由无界新闻刊发了独家报道《2 000 人实名举报称獐子岛“冷水团事件”系“弥天大谎”》，认为该事件是提前采捕和播苗造假导致，并非自然灾害的影响。举报迄今没有进一步的跟踪报道。冷水团事件跨越 14 年、15 年、16 年，事件发展一波三折，引起资本市场的普遍关注，是 A 股农、林、牧、渔行业上市公司的重大事件之一。

2. 中化收购先正达

2015 年 12 月初，陶氏和杜邦两大巨头宣布合并，诞生了一家市值超 1 200 亿美元的世界最大化学公司，两家公司表示，合并后的新公司将分拆为三家公司，其中一家专注于农业产品。2015 年年末，彭博社报道，中国化工集团（ChemChina）提高了对瑞士农化企业先正达（Syngenta）的报价，可能成为中国公司发起的最大一宗并购交易。2016 年春节前夕，中化宣布同意以 430 亿美元公开要约收购先正达。在中化之前，孟山都和巴斯夫都曾传出有意收购先正达的消息。先正达作为农化巨头之一，产品线长期专注于农药和种子，是全球领先的植保公司。陶氏、杜邦合并，中化收购先正达，表明农业领域新一轮整合的开始；而中化通过收购先正达所获取的种子技术，能够进一步提升中国粮食安全水平，符合国家战略利益。

獐子岛公司冷水团事件和中化收购先正达是农、林、牧、渔行业 2015 在资本市场中的重大事件。冷水团事件无论是否属实，都反映了农、林、牧、渔行业存在一定程度的经营管理问题，经营管理不善必然会对营运资金管理带来负面影响，而当下所倡导的渠道管理理念更容易受到企业经营方面所带来的影响。中化收购先正达，则标志着农化植保领域的新一轮洗牌开始，农、林、牧、渔行业的相关企业能否从容应对、发现机会，值得相关企业思考。随着债券、新三板都筹资方式兴起，资本市场可能成为农、林、牧、渔行业筹措资金、布局资金的重要渠道之一。

三、2015 年农、林、牧、渔行业上市公司营运资金存量及其分布状况

（一）农、林、牧、渔行业上市公司营运资金存量及其分布状况总体分析

1. 行业层面

总体而言，2015 年农、林、牧、渔行业营运资金期末占用情况较 2014 年有所提高。增幅可以分解为“经营活动营运资金期末占用增幅”和“投资活动营运资金期末占用增幅”两个部分。经营活动营运资金占用的增幅可能是由经营规模扩大和宏观经济增速放缓所导致的，投资活动营运资金增幅则反映了农、林、牧、渔行业上市公司积极应对经济新常态所采取的转型努力。见表 8 - 1、图 8 - 1、图 8 - 2。

表 8－1　　2014～2015 年农、林、牧、渔行业营运资金存量及其分布状况

项目	营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用（亿元）		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用（亿元）		投资活动营运资金期末占比（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	380.67	562.08	222.15	334.77	58.36	59.56	-0.10	0.00	-0.03	0.00	158.61	227.93	41.67	40.55
行业平均	10.02	14.79	5.85	8.81	64.28	96.90	0.00	0.00	-0.02	0.00	4.17	6.00	35.74	3.20
最大值	39.60	84.12	26.06	69.31	—	—	0.00	66.89	—	—	14.19	22.53	—	—
中位数	8.64	7.76	4.36	4.13	62.88	59.79	0.00	0.00	0.00	0.00	2.80	3.49	37.12	40.21
最小值	-0.11	-0.61	-3.97	-7.61	—	—	-0.10	0.00	—	—	0.02	0.01	—	—
样本量	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38	38.00	38.00	38.00	38.00

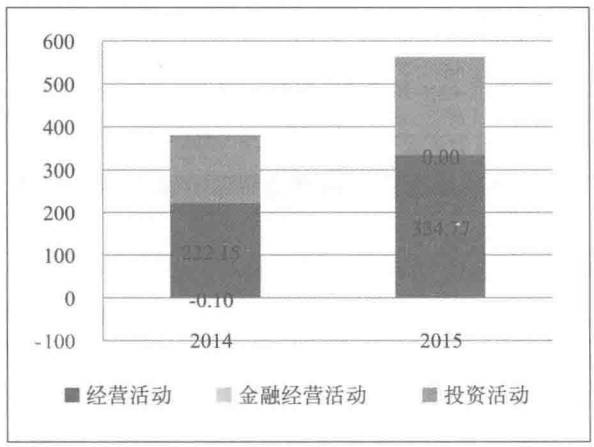


图 8－1　2014～2015 年农、林、牧、渔行业营运资金存量及分布状况

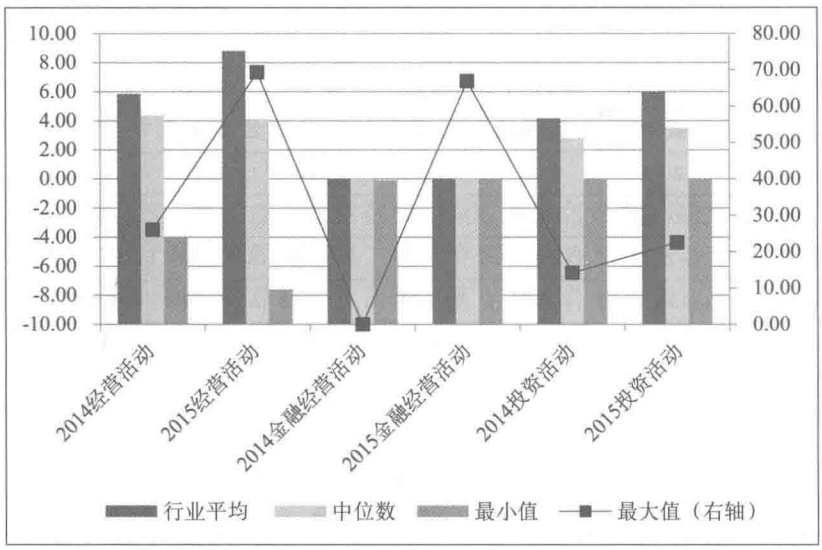


图 8－2　2014～2015 年农、林、牧、渔行业营运资金分布统计数据

2. 企业层面

从上市公司营运资金分布状况来看，经营活动占比区间内公司数量变化最大的是（25，50］和（75，100］两个区间，2015 经营活动营运资金占比在（25，50］区间的企业数量比 2014 年增长了 83%，而在（75，100］区间的企业数量则减少了 45%。在投资活动方面，（25，50］区间也是企业数

量变化幅度最大的区间之一，同样减少了45%，另一个则是（50，75］区间，增长100%。虽然两类活动企业数量的变化并不存在一一对应的关系，但也间接反映了上市公司减少经营活动营运资金占比、提升投资活动营运资金占比的现象。见表8-2。

表8-2　　2014~2015年农、林、牧、渔行业上市公司营运资金分布状况分段统计表

区间（%）	按经营活动营运资金占比区间统计				按金融经营活动营运资金占比区间统计				按投资活动营运资金占比区间统计			
	2014年		2015年		2014年		2015年		2014年		2015年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	3	7.89	1	2.63	38	100	38	100	1	2.63	2	5.26
（0，25］	3	7.89	3	7.89	0	0.00	0	0.00	11	28.95	6	15.79
（25，50］	6	15.79	11	28.95	0	0.00	0	0.00	14	36.84	14	36.84
（50，75］	14	36.84	15	39.47	0	0.00	0	0.00	6	15.79	12	31.58
（75，100］	11	28.95	6	15.79	0	0.00	0	0.00	3	7.89	3	7.89
>100	1	2.63	2	5.26	0	0.00	0	0.00	3	7.89	1	2.63
总计	38	100	38	100	38	100	38	100	38	100	38	100

（二）农、林、牧、渔行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布状况

1. 行业层面

农、林、牧、渔行业2015年经营活动营运资金存量进一步加大，行业总体升幅50%，但行业中位数保持了较为稳定的水平。从图表亦可看出，行业平均值几乎为行业中位数的两倍，可能存在部分企业占用水平较高的情况。但总体而言，经营活动营运资金占用加大是客观存在的。经营活动营运资金存量增大主要受到营销渠道的影响，生产渠道也有一定程度增长，采购渠道下降可能是受到了两个渠道的挤压所致。三个渠道营运资金占比的变化对这一点也有所体现。见表8-3、图8-3。

表8-3　2014~2015年农、林、牧、渔行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计表

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年
金额（亿元）	行业总体	-24.83	-29.79	69.07	97.55	177.91	267.01	222.15	334.77
	行业平均	-0.65	-0.78	1.82	2.57	4.68	7.03	5.85	8.81
	最大值	2.36	3.15	10.92	19.99	30.20	47.91	26.06	69.31
	中位数	-0.34	-0.43	0.51	1.05	2.59	3.36	4.36	4.13
	最小值	-6.72	-10.47	-3.70	-3.45	-2.01	-1.16	-3.97	-7.61
占比（%）	行业总体	-11.17	-8.90	31.09	29.14	80.09	79.76	—	—
	行业平均	5.67	-8.77	25.64	10.51	68.69	98.26	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	-3.85	-2.91	22.53	28.21	71.00	63.15	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本量		38	38	38	38	38	38	38	38

2. 企业层面

对农、林、牧、渔行业上市公司而言，大部分企业在采购渠道营运资金占用为负、或者占用较少；生产渠道营运资金占用水平较为平均，在（75，100］的区间中企业数量由7家减少为2家，说明相关企业在提升自身营运资金管理水平，但在>100区间企业数量也出现了增加；营销活动区间中企业数量总体保持稳定。见表8-4。

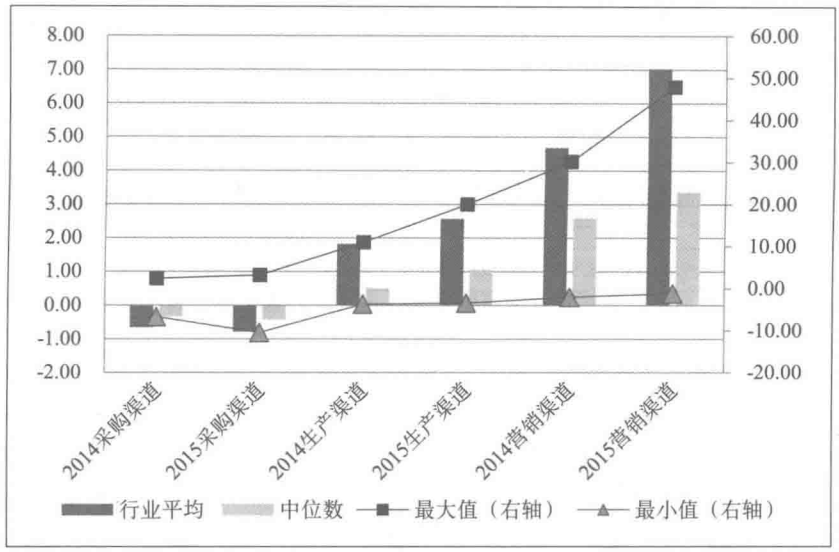


图 8－3　2014～2015 年农、林、牧、渔行业经营活动各渠道营运资金分布统计数据

表 8－4　　2014～2015 年农、林、牧、渔行业上市公司经营活动营运资金按渠道分布情况分段统计表

区间（%）	按采购渠道营运资金占比区间统计				按生产渠道营运资金占比区间统计				按营销渠道营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	23	60.53	24	63.16	11	28.95	8	21.05	3	7.89	5	13.16
(0，25]	9	23.68	9	23.68	9	23.68	9	23.68	4	10.53	5	13.16
(25，50]	2	5.26	0	0.00	6	15.79	7	18.42	10	26.32	5	13.16
(50，75]	0	0.00	1	2.63	4	10.53	7	18.42	2	5.26	7	18.42
(75，100]	1	2.63	2	5.26	7	18.42	2	5.26	8	21.05	8	21.05
>100	3	7.89	2	5.26	1	2.63	5	13.16	11	28.95	8	21.05
总 计	38	100	38	100	38	100	38	100	38	100	38	100

（三）农、林、牧、渔行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布状况

1. 行业层面

从要素层面来看，农、林、牧、渔行业在存货、应收及预付账款、应付及预收账款三个方面的营运资金占用均有所增加，并且增幅均较为明显。其中存货虽然在营运资金存量方面增加，但在占比上却呈现下降；应收账款和应付账款的总量和占比均有所上升，体现出营运资金在供应链之间的相互占用情况。见表 8－5、图 8－4。

表 8－5　　2014～2015 年农、林、牧、渔行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布总体统计表

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	256.23	339.06	169.90	291.15	203.98	295.44	222.15	334.77
	行业平均	6.74	8.92	4.47	7.66	5.37	7.77	5.85	8.81
	最大值	17.69	89.53	24.37	55.65	24.18	75.87	26.06	69.31
	中位数	5.46	5.43	2.40	3.58	3.19	3.27	4.36	4.13
	最小值	0.41	0.38	0.20	0.14	0.05	0.54	-3.97	-7.61

续表

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
占比（%）	行业总体	115.34	101.28	76.48	86.97	91.82	88.25	—	—
	行业平均	108.80	155.93	64.20	108.87	73.00	164.80	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	104.75	95.93	53.01	67.21	52.52	68.39	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本数量		38	38	38	38	38	38	38	38

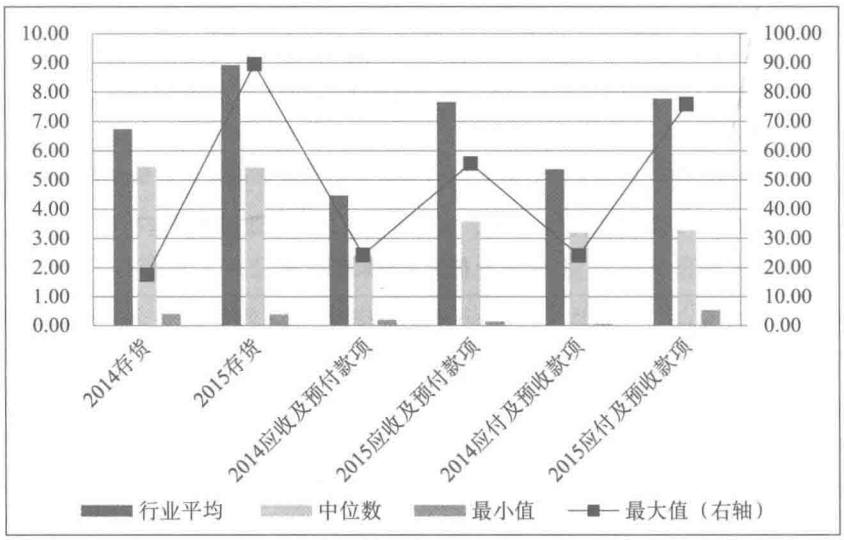


图 8－4　2014～2015 年农、林、牧、渔行业经营活动各要素营运资金分布统计数据

2. 企业层面

在企业层面上，存货占比区间中的企业数量变动较小，变化主要集中在应收账款和应付账款方面。在应收账款 >100 的区间中，企业数量从 6 家增加至 11 家，增幅为 83%；在应付账款 >100 的区间中，企业数量从 10 家增加至 14 家，增幅为 40%；并且在 2015 年 >100 区间是应收账款和应付账款两项中企业数量最多的区间。由此可见农、林、牧、渔行业上市公司在应收应付两端均面临较大压力，在经济增速放缓的情况下需要加强账务管理。见表 8－6。

表 8－6　2014～2015 年农、林、牧、渔行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布分段统计表

区间（%）	按存货占比区间统计				按应收及预付款项占比区间统计				按应付及预收款项占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	4	10.53	3	7.89	4	10.53	3	7.89	4	10.53	3	7.89
（0，25］	0	0.00	1	2.63	6	15.79	1	2.63	5	13.16	5	13.16
（25，50］	3	7.89	2	5.26	7	18.42	8	21.05	9	23.68	4	10.53
（50，75］	4	10.53	6	15.79	9	23.68	10	26.32	6	15.79	9	23.68
（75，100］	7	18.42	8	21.05	6	15.79	5	13.16	4	10.53	3	7.89
>100	20	52.63	18	47.37	6	15.79	11	28.95	10	26.32	14	36.84
总 计	38	100	38	100	38	100	38	100	38	100	38	100

四、2015 年农、林、牧、渔行业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析

（一）农、林、牧、渔行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额分析

虽然 2015 年经营活动营运资金总量加大，但是与 2014 年相比，经营活动营运资金占用水平却出现下降，这反映了农、林、牧、渔行业上市公司在 2015 年的营运资金管理水平有所提升。2015 年该行业 2015 年经营活动营运资金占用额按照 2014 年经营活动营运资金占用水平标准有所节约，共节约 134.2 亿元。见表 8－7。

表 8－7　　2014～2015 年农、林、牧、渔行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额

项　目	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约额（亿元）
	2014 年	2015 年	
行业总体	0.37	0.30	134.20
行业平均	0.56	0.49	—
最大值	1.67	1.50	—
中位数	0.48	0.37	—
最小值	－0.24	－0.41	—
样本量	38	38	—

（二）农、林、牧、渔行业上市公司分渠道的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

从细分行业来看，农、林、牧、渔行业上市公司的经营活动营运资金周转效率总体上得到提升，除畜牧业外，其他四个细分行业的周转期均有所缩短。同时需要注意的是，农、林、牧、渔行业上市公司经营活动营运资金周转期相对偏长，除畜牧业的营运资金周转期在两个月左右外，农业在 130 天左右，渔业在 230 天左右，林业更高达 400 天。虽然农、林、牧、渔行业生产经营具有特殊性，但其营运资金管理效率仍有很大的提升空间。见表 8－8、表 8－9、图 8－5。

表 8－8　　2014～2015 年农、林、牧、渔行业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	采购渠道营运资金周转期		生产渠道营运资金周转期		营销渠道营运资金周转期		经营活动营运资金周转期（按渠道）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
农业	5.8	－2.7	－2.1	4.2	141.6	134.5	145.3	135.9
林业	－59.4	－27.4	388.3	306.2	103.6	123.2	432.4	402.07
畜牧业	－12.8	－6.6	22.7	20.0	34.1	46.2	44.0	59.62
渔业	－9.0	－15.1	147.9	121.0	112.8	124.5	251.7	230.4
农、林、牧、渔服务业	－11.5	－25.9	14.4	－10.8	122.0	151.3	124.8	114.6
行业整体	－5.5	－7.2	46.7	31.7	100.5	73.3	141.6	97.8

表 8－9　　2011～2015 年农、林、牧、渔行业各渠道经营活动营运资金周转期 单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
采购渠道营运资金周转期	22.90	13.24	12.21	－5.5	－7.2
生产渠道营运资金周转期	29.43	32.92	39.21	46.7	31.7
营销渠道营运资金周转期	86.41	76.49	79.62	100.5	73.3
经营活动营运资金周转期（按渠道）	129.45	122.65	135.82	141.6	97.8

在经历了 2012、2013、2014 年营运资金周转期延长之后，2015 年农、林、牧、渔行业经营活动营

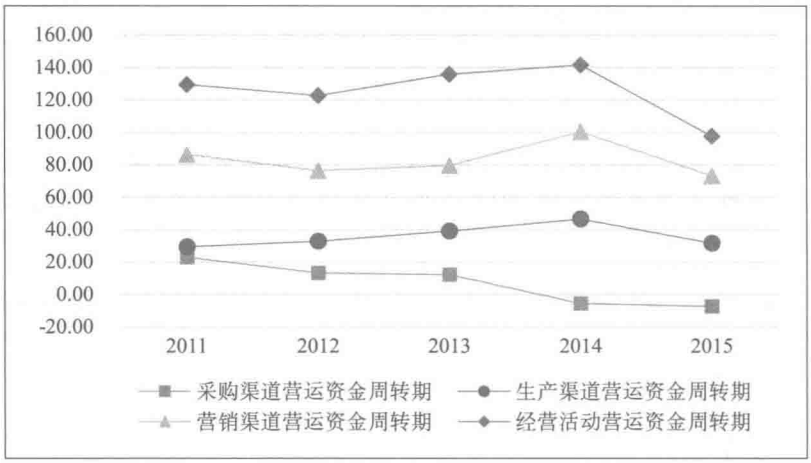


图 8－5　2011～2015 年农、林、牧、渔行业经营活动各渠道营运资金周转期变化趋势

运资金周转期出现了缩短、营运资金管理效率得到了提升。从图 8－5 中可以看出，经营活动营运资金周转期的缩短，主要收到生产渠道、特别是营销渠道的影响，这说明农、林、牧、渔行业上市公司针对性提升了生产环节和营销环节的营运资金管理水平，有效降低了生产、营销环节对营运资金的占用。同时可以注意到，采购渠道营运资金周转期在连续五年下降后，基本保持平稳态势，说明在原材料存货方面，相关企业的营运资金管理水平已经达到了相当程度。

2. 企业层面

从企业层面看，农、林、牧、渔行业营运资金管理绩效水平得到了小幅提升，经营活动营运资金周转期项目中，周转期缩短的有 15 家企业，多于周转期延长的 11 家企业。其中采购渠道、生产渠道、营销渠道的营运资金周期缩短企业数量次第减少，也反映出采购渠道营运资金管理难度要低于生产渠道、而生产渠道又低于营销渠道。总体而言，企业层面的营运资金管理水平虽有提升，但幅度不明显。需要说明的是，周转天数变化率三个区间的范围为：缩短（变化率≤－10%）、基本稳定（－10% < 变化率 <10%）、延长（变化率≥10%）。见表 8－10。

表 8－10　　2014～2015 年农、林、牧、渔行业各渠道经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短（家）	20	16	11	15
	缩短占比（%）	58.82	47.06	32.35	44.12
	基本不变（家）	6	6	8	8
	基本不变占比（%）	17.65	17.65	23.53	23.53
	延长（家）	8	12	15	11
	延长占比（%）	23.53	35.29	44.12	32.35
可比样本总数		34			

（三）农、林、牧、渔行业上市公司分要素的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

与分渠道营运资金管理活动相似，农、林、牧、渔行业上市公司分要素营运资金管理活动的效率也总体呈现提升态势。与分渠道营运资金管理活动不同的是，畜牧业在分要素营运资金管理活动的效率同样获得了提升，而农林牧渔服务业效率下降，不过考虑到 2015 年样本中只有一个企业属于农林牧渔服务业，因此代表性较小。从具体要素来看，存货、应收账款、应付账款的周转期均出现下降，说明管理效率上升。见表 8－11、表 8－12、图 8－6。

表 8－11　　2014～2015 年农、林、牧、渔行业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	存货周转期		应收账款周转期		应付账款周转期		经营活动营运资金周转期（按要素）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
农业	148.9	134.1	51.7	58.2	36.5	41.2	164.2	151.0
林业	485.5	419.7	123.7	121.6	94.5	71.9	514.7	469.4
畜牧业	118.7	77.8	19.3	8.1	62.7	29.6	75.3	56.3
渔业	226.5	209.0	50.7	60.0	36.9	43.4	240.3	225.7
农、林、牧、渔服务业	148.5	171.3	30.0	30.2	37.6	49.2	140.8	152.3
行业整体	165.1	108.6	43.3	25.0	47.0	34.1	161.4	99.5

表 8－12　　2011～2015 年农、林、牧、渔行业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
存货周转期	147.56	150.37	157.37	165.1	108.6
应收账款周转期	28.49	35.57	36.39	43.3	25.0
应付账款周转期	25.90	31.07	36.15	47.0	34.1
经营活动营运资金周转期（按要素）	150.16	154.88	157.61	161.4	99.5

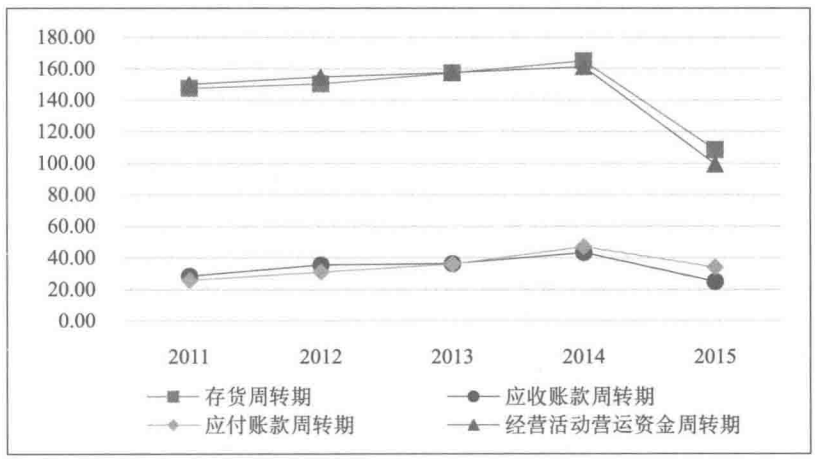


图 8－6　2011～2015 年农、林、牧、渔行业经营活动各要素营运资金周转期变化趋势

农、林、牧、渔行业经营活动营运资金周转期在经过 2011、2012、2013、2014 连续四年的小幅上涨之后，在 2015 年获得了较为显著的改善。改善表现在存货、应收账款、应付账款三方面，其中应收账款和应付账款均有小幅改善，应收账款改善幅度大于应付账款，应当是企业加强催收的一种反应。改善幅度最大的在存货方面，由此可见存货管理是农、林、牧、渔行业上市公司营运资金管理改善空间较大的一个方面。

2. 企业层面

从企业层面来看，存货、应收账款、应付账款三种要素中，企业周转期延长的数量高于周转期缩短的数量。这与行业总体周转期缩短的情况有所差异，可能是因为个别企业周转期大幅缩短、而部分企业周转期小幅延长所导致的。这一差异进一步反映出农、林、牧、渔行业上市公司在营运资金管理方面差距较大，优秀企业的营运资金管理水平远高于部分营运资金管理管理效率较低的企业。与渠道视角相同，周转天数变化率三个区间的范围为：缩短（变化率≤－10%）、基本稳定（－10%＜变化率＜10%）、延长（变化率≥10%）。见表 8－13。

表 8－13　　2014～2015 年农、林、牧、渔行业各要素经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
周转期变化统计	缩短（家）	12	9	8	13
	缩短占比（%）	35.29	26.47	23.53	38.24
	基本不变（家）	8	6	9	10
	基本不变占比（%）	23.53	17.65	26.47	29.41
	延长（家）	14	19	17	11
	延长占比（%）	41.18	55.88	50.00	32.35
可比样本总数		34			

五、2015 年农、林、牧、渔行业上市公司资金回报分析

从资金回报角度来看，农、林、牧、渔行业上市公司存在显著差异。例如在总资金回报率和经营活动资金回报率两个指标上，2015 年农、林、牧、渔行业总体的回报率高于 2014 年，而 2015 年行业平均回报率低于 2014 年，并且在 2014 年行业总体和行业平均回报率较为接近的情况下，2015 年两个指标走向呈现显著差异。这反映了农、林、牧、渔行业上市公司在资金回报表现上存在显著差异，优秀公司的总资金回报水平、经营活动资金回报水平远高于行业平均水平。在投资活动资金回报率上，行业总体回报率和行业平均回报率变动方向一致，同时 2015 年行业平均回报率高于经营活动资金回报率，并且投资活动资金回报率最小值大于经营活动资金回报率最小值。农、林、牧、渔行业上市公司可以适当加大投资活动的资金配置。见表 8－14。上市公司资金回报的具体情况，可以从以下四个散点图（图 8－7 至图 8－10）中获得更为直观的感知。

表 8－14　　2014～2015 年农、林、牧、渔行业上市公司资金回报率统计分析表

项目	总资金回报率（%）		经营活动资金回报率（%）		投资活动资金回报率（%）		金融经营活动资金回报率（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	2.83	6.68	1.34	7.29	8.57	4.42	－91.31	－49.37
行业平均	2.28	1.15	1.84	0.77	7.22	1.66	－91.31	－49.37
最大值	19.39	29.66	27.15	33.17	121.46	13.16	－91.31	－49.37
中位数	3.52	2.78	3.01	2.91	0.57	0.82	－91.31	－49.37
最小值	－28.93	－38.23	－30.42	－59.84	－1.29	－12.56	－91.31	－49.37
样本量	38	38	38	38	38	38	1	1

注：金融经营活动资金回报率统计样本以本行业内金融经营活动资金不为 0 的企业家数为准。

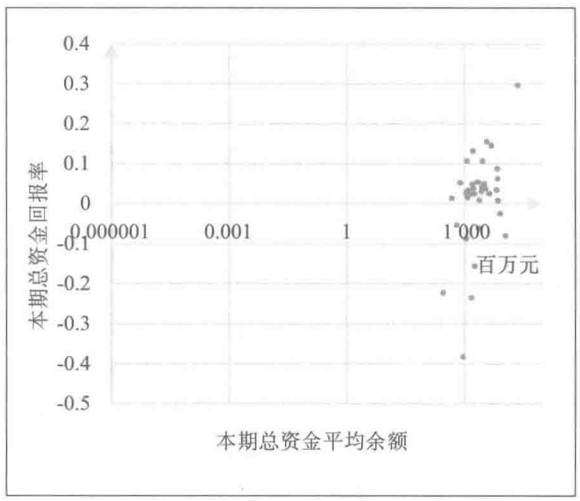


图 8－7　2015 年农、林、牧、渔行业上市公司总资金占用与总资金回报率散点图

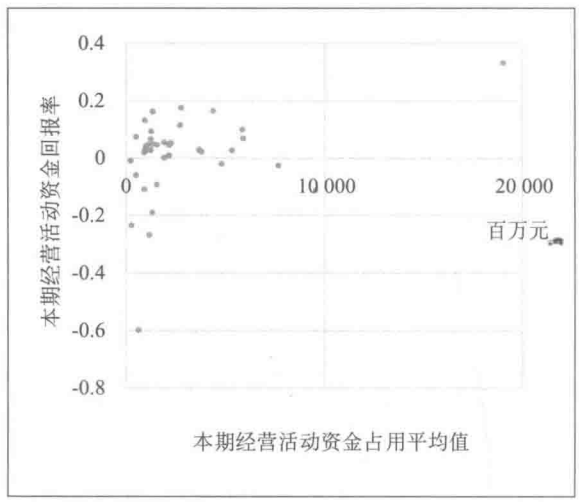


图 8－8　2015 年农、林、牧、渔行业上市公司经营活动资金占用与经营活动资金回报率散点图

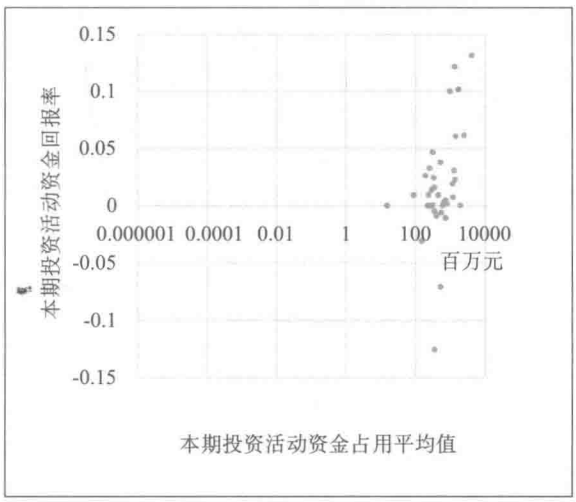


图 8－9　2015 年农、林、牧、渔行业上市公司投资活动资金占用与投资活动资金回报率散点图

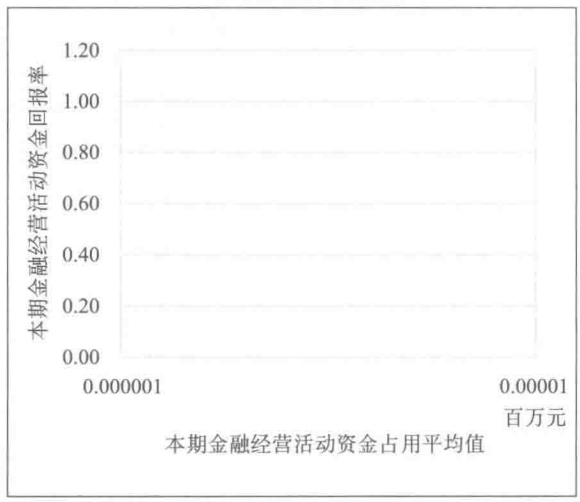


图 8－10　2015 年农、林、牧、渔行业上市公司经营金融活动资金占用与经营金融活动资金回报率散点图

六、2015 年农、林、牧、渔行业上市公司融资结构与财务风险分析

（一）总资金融资结构与长期财务风险分析

1. 行业层面

与 2014 年相比，2015 年农、林、牧、渔行业上市公司资本结构出现些许变化，表现在借入资金占比减小、自有资金占比增加，在行业总体和行业平均两个层面均为如此。这反映出农、林、牧、渔行业上市公司降低财务杠杆比例。考虑到上市公司较为规范的运营方式，商业银行通常倾向于向其发放贷款，因此财务杠杆降低更可能是上市公司减少财务风险、降低财务费用的主动行为。见表 8－15、图 8－11、图 8－12。

表 8－15　　2014～2015 年农、林、牧、渔行业总资金融资结构与财务杠杆统计分析表

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年末	2015 年末	2014 年末	2015 年末	2014 年末	2015 年末
行业总体	33.51	27.29	66.49	72.71	2.81	1.29
行业平均	31.87	31.08	68.13	68.92	－1.13	1.46
最大值	78.78	112.03	100.00	99.93	8.43	6.64
中位数	32.45	29.66	67.55	70.34	1.18	1.10
最小值	0.00	0.07	21.22	－12.03	－104.58	－2.99
样本量	38	38	38	38	38	38

图 8－11　2014～2015 年农、林、牧、渔行业上市公司总资金融资结构

图 8－12　2014～2015 年农、林、牧、渔行业财务杠杆

2. 企业层面，见表 8－16、表 8－17、图 8－13

表 8－16　　2014～2015 年农、林、牧、渔行业总资金融资结构分段统计表

比例区间（%）	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
	2014 年末		2015 年末		2014 年末		2015 年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	2	5.26	0	0.00	0	0.00	1	2.63
(0，25]	11	28.95	15	39.47	1	2.63	2	5.26
(25，50]	18	47.37	18	47.37	6	15.79	2	5.26
(50，75]	6	15.79	2	5.26	18	47.37	18	47.37
(75，100]	1	2.63	2	5.26	13	34.21	15	39.47
>100	0	0.00	1	2.63	0	0.00	0	0.00
总计	38	100	38	100	38	100	38	100

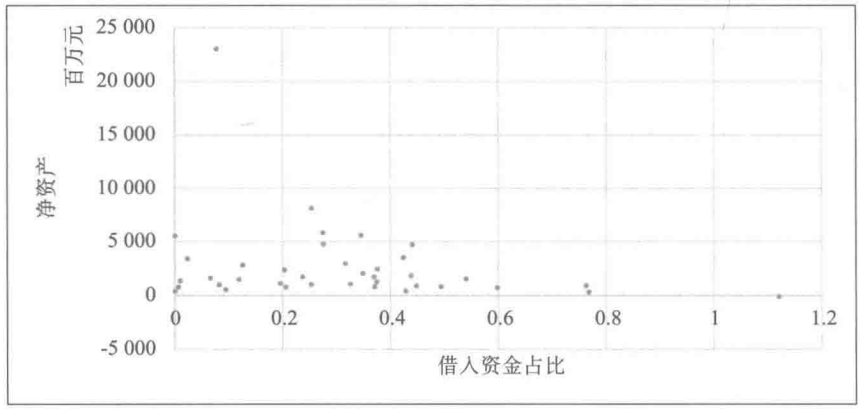


图 8－13　2014～2015 年农、林、牧、渔行业上市公司借入资金占比与净资产散点图

表 8－17　　2014～2015 年农、林、牧、渔行业财务杠杆分段统计表

比例区间	财务杠杆			
	2014 年末		2015 年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）
[1，1.5)	13	34.21	11	28.95
[1.5，2)	2	5.26	6	15.79
[2，3)	5	13.16	4	10.53
≥3	5	13.16	4	10.53
总计	38	100	38	100

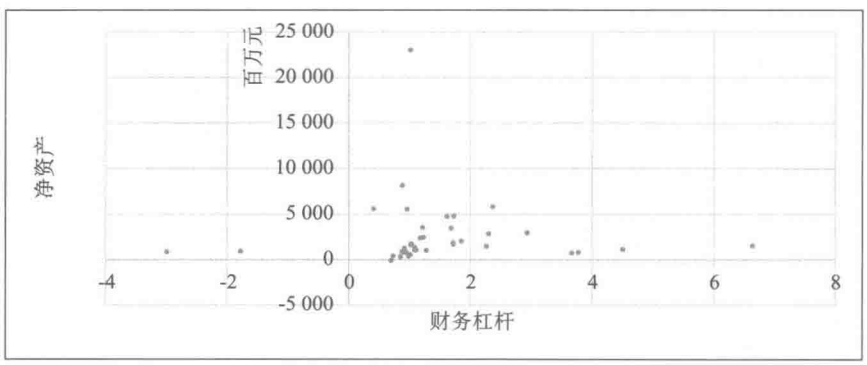


图 8－14　2015 年农、林、牧、渔行业上市公司财务杠杆与净资产散点图

与行业层面的情况相似，企业层面上总体呈现出“降杠杆”趋向，但同时在（75，100］区间和＞100 的区间也分别增加了一家企业。从散点图（图 8－14）来看，借入资金占比和资产规模分布较为均匀、不存在明显正相关关系。财务杠杆分段统计表的趋势较不明朗，在［1.5，2）区间的企业数量由 2 家增加到了 6 家。同样，散点图分布的规律不明朗。

（二）营运资金融资结构与短期财务风险分析

1. 行业层面

2015 年农、林、牧、渔行业上市公司的短期金融性负债占比出现了较为明显的下降，而营运资金出现了明显上升，说明营运资金增量主要是由营运资本所构成的，而非短期金融性负债，这在图表中也有直观反映。短期金融负债的降低和去杠杆行为一致、有助于缩小企业财务风险，但也反映出经济增速放缓情况下企业所面临的信贷压力。考虑到样本企业均为上市公司，则非上市公司所面临的逼仄的信贷空间就可想而知了。需要说明的是，营运资本＝流动资产－流动负债，而营运资金＝营运资本＋短期金融性负债＝流动资产－营业活动流动负债。见表 8－18、图 8－15。

表 8－18　　2014～2015 年农、林、牧、渔行业营运资金融资结构统计分析表　　单位：%

项目	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年末	2015 年末	2014 年末	2015 年末
行业总体	65.08	49.56	34.92	50.44
行业平均	78.37	－175.76	21.63	275.76
最大值	1 623.53	288.59	1 573.01	7 336.59
中位数	49.98	47.19	50.02	52.81
最小值	－1 473.01	－7 236.59	－1 523.53	－188.59
样本量	38	38	38	38

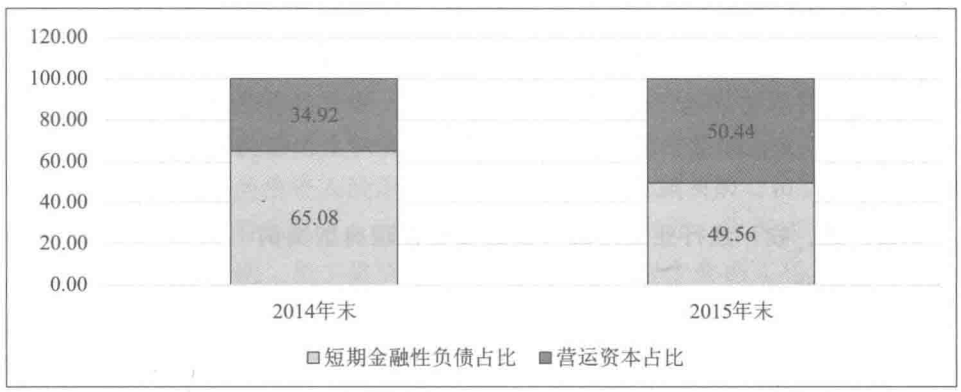


图 8－15　2014～2015 年农、林、牧、渔行业营运资金融资结构

2. 企业层面

在资金来源结构上，企业层面和行业层面所反映的情况基本一致，即短期金融负债在营运资金中的占比下滑。另外从散点图中可以看出，农、林、牧、渔行业上市公司短期金融负债在净资产中的占比集中于 5% 以下，从最低净资产水平到最高净资产水平不外如此。见表 8－19、图 8－16。

表 8－19　　2014～2015 年农、林、牧、渔行业营运资金来源结构分段统计表

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年末		2015 年末		2014 年末		2015 年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	4	10.53	2	5.26	8	21.05	8	21.05
（0，25］	7	18.42	14	36.84	4	10.53	3	7.89

续表

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年末		2015 年末		2014 年末		2015 年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
（25，50］	8	21.05	4	10.53	7	18.42	7	18.42
（50，75］	7	18.42	7	18.42	8	21.05	4	10.53
（75，100］	4	10.53	3	7.89	10	26.32	14	36.84
>100	8	21.05	8	21.05	1	2.63	2	5.26
总计	38	100	38	100	38	100	38	100

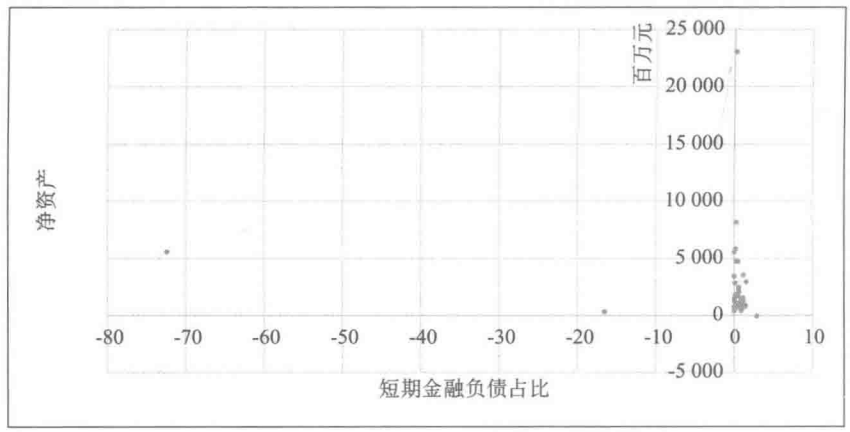


图 8－16　2015 年农、林、牧、渔行业上市公司短期金融性负债占比与净资产散点图

七、2015 年农、林、牧、渔行业上市公司营运资金管理绩效排行榜

本部分分别按“经营活动营运资金周转期（按要素）”和“经营活动营运资金周转期（按渠道）”进行排名，考察农林牧渔业上市公司营运资金管理绩效。在对上市公司营运资金管理绩效进行排名时，剔除了财务数据异常的公司，详见附录 1。

八、2015 年农、林、牧、渔行业上市公司营运资金管理典型案例

1. 温氏股份公司简介

广东温氏食品集团股份有限公司（简称“温氏股份”），创立于 1983 年，由七户农民集资 8 000 元起步，现已发展成一家以畜禽养殖为主、跨地区发展的现代农牧企业集团。2015 年 11 月 2 日，温氏股份成功在深交所挂牌上市（股票代码：300498）。

目前，温氏股份在全国 23 个省（市、自治区）建成 170 多家一体化公司。温氏股份现有合作家庭农场 5.3 万户、员工 4 万多人（其中，硕士 386 人、博士 65 人）。2015 年，温氏集团销售商品肉鸡 7.44 亿只，商品肉猪 1 535 万头，营业收入 482.37 亿元。

温氏股份以“公司＋农户”为核心的“温氏模式”开展肉鸡和肉猪养殖业务。在此模式下，公司与农户以委托养殖方式合作，根据产业流程管理要求进行分工，在商品肉鸡及商品肉猪产品生产过程中承担不同的责任和义务，农户负责饲养管理环节，公司负责种苗生产、饲料生产、药物生产和采购、技术服务、回收销售等环节。

2. 案例选取原因

温氏股份在 2015 年分渠道经营活动营运资金周转期中排名第 7，在 2015 年分要素经营活动营运资金周转期中排名第 8。从排名来看，温氏股份在 2015 年农、林、牧、渔行业 38 家上市公司样本中排名处于前 25%，营运资金管理绩效较为理想。但同时可以看出，温氏股份与农、林、牧、渔行业中排名前列的营运资金绩效公司依然存在差距。在此情况下，选择温氏股份作为农、林、牧、渔行业代表案

例有以下两个原因。

（1）温氏股份营运资金不同渠道、不同要素的营运资金绩效较为均衡。从附录的绩效排行榜可以看出，虽然温氏股份在农、林、牧、渔行业中营运资金管理水平较好，但还有相当数量的企业营运资金绩效优于温氏股份。不过需要注意的是，在前十名中，温氏股份不同渠道、要素的营运资金管理绩效最为均衡。例如在按渠道绩效排行中，华英农业位列第一，但其取得第一的重要是通过采购渠道、生产渠道负的营运资金周转期获得的，也就是通过挤占供应商的营运资金管理绩效来提升自身的营运资金管理绩效。这在按要素排名中也有所反映，华英农业排名第一，主要是因为其应付账款周转期在前十名中最长，因此，通过延长应付账款周转提升自身营运资金管理绩效。从绩效排行前十名来看，相关公司或多或少存在通过挤占供应链中其他企业的营运资金来提升自身绩效的情况，而温氏股份在采购渠道营运资金周转期第二长、应付账款周转期第一短的情况下排名前十位，说明其在营运资金管理的其他方面绩效水平十分出色。简言之，温氏股份是通过全面的、高效的营运资金管理活动来实现较好的营运资金绩效表现，因此具备更强的说服力。

（2）以“公司＋农户”为核心的“温氏模式”十分具有代表性。温氏股份作为一家以肉鸡、肉猪养殖业务为核心的上市公司，在其经营生产过程中采用了“委托养殖”的方式，即温氏股份向农户发放鸡苗、并提供饲料和药品，在农户完成成鸡养殖后，再由温氏股份出资回购。温氏股份这一“公司＋农户”模式为其节约了大量的成本和费用、减少了资金占用，在农、林、牧、渔行业上市公司中十分具有代表性。“温氏模式”的具体运营方式，会在下一部分进行详细说明。

3. 温氏股份经营管理策略总结

温氏股份以“公司＋农户”为核心的“温氏模式”在农、林、牧、渔行业中具有很强的代表性和借鉴意义，同时温氏股份在其成立初期的融资方式也有一定参考性。

（1）以集资入股形式获得创立初期和扩大再生产的资金

温氏股份的前身是由 7 户农民合资组建。1987 年，鸡场把以户为单位入股改为以劳动力为单位入股，采取“以劳带资”的形式，凡参加鸡场劳动的人都可以入股，从而成为一个全员股东型的股份合作企业。1990 年后，温氏将股份由记账形式改为，将原有资产清查并折合为股票后，再发行了部分股票。股票可以在公司员工范围内转让，并规定了分红份额，不过分红通常不直接分给员工，而是作为股票升值记在股东名下。温氏的集资入股形式，一方面可以促进员工关心公司发展、调动员工积极性；另一方面分红以扩股形式记在股东名下，将大量资金留在企业内部，为扩大再生产提供了相应的资金支持。因此在温氏股份成立初期，员工集资入股以较低的成本为企业创立和发展解决了基本的资金问题，值得初创企业借鉴。

（2）“公司＋农户”为核心的经营管理模式是公司运营管理的核心策略

“温氏模式”的核心简单来说，就是“委托养殖”——温氏股份向农户发放鸡苗、并提供饲料和药品，在农户完成成鸡养殖后，再由温氏股份出资回购。这一模式在以下几个方面为温氏节约了资金：（a）节约了鸡舍建设等固定资产投入；（b）节约了人工费用投入；（c）温氏收购农户成鸡后，可以采用结算方式记录，农户可以在日后取出现金，温氏支付相应利息费用。仅从以上三个方面，就可以为温氏节约大量资金。

同时“温氏模式”可以长期存续，主要源于两种机制支持。其一，是温氏股份为养殖户提供全面的饲养指导，既包括饲料和药品等基础方面，也包括提供养殖专家指导农户养殖等方面。在此基础上，农户为温氏股份饲养的家禽家畜，各项指标均能达到较高标准，从根本上保证了产品质量。其二，是温氏股份的定价策略。由于在饲养过程中的鸡苗、饲料、药品均有温氏股份提供，因此农户的养殖成本对温氏而言基本是透明的。温氏股份设定的收购价格，通常高出农户饲养成本的 10% ~20%，对农户而言，与温氏股份保持密切的合作关系，就基本保障了自身的收入水平，对老人、妇女等群体格外有吸引力。

对温氏股份而言，虽然从农户收购成鸡表面上属于外部市场行为，但由于其“公司＋农户”模式

已十分成熟，其产品生产水平完全能够达到公司统一管理的水平，并具备相当高的稳定性，因此，其委托养殖可以理解为一种内部管理行为，或者可以将其收购金额理解为一种内部转移支付。以“公司＋农户”为核心的“温氏模式”是温氏股份经营管理的核心策略。

（3）重视科技研发工作

温氏股份在成立之初就十分重视与科研单位的研发合作关系，从1992年起，温氏股份就与华南农业大学动物科学系建立了长期技术合作关系，并以技术入股形式赠送其10%的股份。温氏股份按照科学技术要求，不断提升自身养殖水平、加强病疫检测，从而使自身公司和农户的产品质量持续提升。经过不断发展，公司已建成国家级企业技术中心、国家生猪种业工程技术中心、农业部重点实验室、博士后科研工作站、广东省企业研究院等科研平台，拥有一支由10多名行业专家、67名博士为研发带头人，391名硕士为研发骨干的高素质科技人才队伍。公司掌握了畜禽育种、饲料营养、疫病防治等方面的关键核心技术，拥有国家畜禽新品种9个，自主建立了科学的畜禽饲料原料数据库，并在2015年度未发生重大动物疫情。对科技研发工作的重视是温氏股份持续发展的重要动力。

4. 温氏股份案例小结

根据对已有资料的分析，温氏股份营运资金管理与“温氏模式”必然存在密切联系。对农、林、牧、渔行业上市公司而言，短期内构建起类似于温室模式的经营管理方式可能存在较大障碍，但可以借鉴其理念和机制设计方法，节约生产成本、费用，提升资金利用效率。

九、2015年农、林、牧、渔行业上市公司营运资金管理调查结论与建议

（一）农、林、牧、渔行业上市公司营运资金管理调查结论

1. 营运资金规模加大，效率提升

从以上统计分析可以看出，2015年农、林、牧、渔行业的营运资金规模、营运资金占用数量加大，同时营运资金周转期在经过连续多年的上升态势后、出现明显下降。这一方面反映了农、林、牧、渔行业上市公司在2015年经营规模进一步扩大，另一方面也反映了相关企业在有意识的提升自身营运资金管理水平。

2. 资金回报水平升降不一

2015年农林牧渔行业上市公司资金回报水平升降不一。无论是从总资金回报率、经营活动资金回报率、投资活动资金回报率，抑或是从行业总体、行业平均等不同角度来看，农林牧渔行业资金回报水平均呈现出涨跌互现的态势。个体而言，2015经营活动资金回报率上升，投资活动资金回报率下降；同时2015年行业总体回报率大于2015年行业平均回报率。这反映出了农林牧渔行业企业之间的资金回报率存在明显差异。

3. 财务杠杆水平进一步下调

2015年农、林、牧、渔行业上市公司财务杠杆水平较2014年出现明显下降，短期金融负债在营运资金中的占比亦同步下降。这反映了在经济增速减缓的宏观经济背景下，金融机构和上市公司双方面均在降低风险水平，提升财务稳健程度。

（二）农、林、牧、渔行业上市公司营运资金管理建议

1. 进一步提升营运资金管理效率

2015农、林、牧、渔行业上市公司营运资金管理效率虽然较2014年有所提升，但仍然存在很大的进步空间。例如，在统计图表中时常可以发现平均值和中位数存在较大偏差，说明农、林、牧、渔行业不同上市公司之间营运资金管理水平存在较大差异。因此，从总体而言，农、林、牧、渔行业上市公司的营运资金管理活动仍有充足的优化空间。

2. 进一步控制财务风险

虽然农、林、牧、渔行业通常受到经济周期的影响较小，但是我国宏观经济增速下滑必然影响到上市公司的经营管理活动。在此宏观背景之下，农、林、牧、渔行业一方面应当加速自身的转型升级过程，另一方面应当更加重视财务风险水平，合理筹划融资结构，在控制财务风险的前提下、适度降

低间接融资方式，可以多采用直接融资，进而采用权益融资的方式筹措所需资金。

3. 合理规划对供应链上下游合作方的营运资金管理

营运资金管理在很大程度上属于零和博弈，在要素视角下，除存货管理外，应收账款、应付账款管理都与企业上下游合作方存在密切而直接的联系。宏观经济增速对企业造成的压力是全方面的，如果在营运资金管理过程中上市公司以其自身规模优势从供应商等处过分索取商业信用，可能导致其承受过大压力，影响其生产经营活动的稳定。供应商状况的不稳定也会对企业的生产经营造成负面影响。在此情况下，上市公司应当合理规划、统筹对供应链上下游合作方的营运资金管理方式，避免因自身对营运资金管理的效率追求，影响到供应链的正常流通活动。

主要参考文献

1. 东方财富网 www. eastmoney. com/。

2. 温氏股份官方网站 www. wens. com. cn/。

3. 温氏股 2015 年年度报告。

4. 王竹泉、马广林："分销渠道控制：跨区分销企业营运资金管理的重心"，《会计研究》，2005 年第 6 期。

5. 傅晨："'公司 + 农户'产业化经营的成功所在——基于广东温氏集团的案例研究"，《中国农村经济》，2000 年第 2 期。

6. 米运生、姜百臣、牟小容："经营模式、组织形式、资本结构的交互影响与农业企业成长：基于温氏集团的实证研究"，《中国工业经济》，2008 年第 8 期。

第九章　2015 年采矿业上市公司营运资金管理调查

【摘要】采矿业是国民经济重要的基础性产业。该行业具有资金需求量大、资源依赖性强、环境保护与安全生产监管要求高的特点。本章以 2011 ~ 2015 年沪深两市采矿业上市公司为样本，结合采矿业的行业特征，从要素和渠道两个视角出发，从营运资金存量与分布状况、营运资金管理绩效、营运资金回报分析、融资结构与财务风险分析四个方面，对该样本 2015 年营运资金管理状况及 2011 ~ 2015 年的五年变化趋势进行调查和分析，并用经营活动营运资金周转期（按渠道）和经营活动营运资金周转期（按要素）指标对采矿业 2015 年上市公司营运资金管理绩效进行了排行。

调查表明，从营运资金的存量及其分布状况来看，2015 年采矿业总体占用的营运资金较 2014 年增加；从营运资金管理绩效来看，经营活动营运资金周转期（按渠道）缩短、经营活动营运资金周转期（按要素）行业整体有所增加，细分行业趋势不一；从营运资金回报分析来看，2015 年采矿业总体总资金回报率下降，经营活动资金回报率下降但投资活动资金回报率上升；从营运资金融资结构与财务风险分析来看，2015 年采矿业借入资金占比下降，自有资金占比上升，财务杠杆变大，长期财务风险增加；但短期金融性负债占比大大下降，短期财务风险下降。

根据以上调查结果，本报告发布了 2015 年采矿业上市公司营运资金管理绩效排行榜，并精选上市公司进行案例分析，最后提出以下建议为采矿业上市公司优化营运资金管理提供借鉴：优化营运资金来源结构，降低财务杠杆；加强营销渠道营运资金管理；加强供应链营运资金管理，进一步提高存货与应收账款管理水平；多元化经营，投资重点放在投资活动领域，提高总资金回报率；严格遵守国家法律法规关于安全生产与环境保护的要求等。

一、采矿业营运资金管理特点

采矿业专指从地下开采具有经济价值的矿物或其他物质的活动，即对固体（如煤和矿物）、液体（如原油）或气体（如天然气）等自然产生的矿物的采掘，包括地下或地上采掘、矿井的运行，以及一般在矿址或矿址附近从事的旨在加工原材料的所有辅助性工作。采矿业具有高度的资源依赖性、资源开发活动的高风险性、生产准备周期的长跨度性、技术密集性和资本密集性并存、生产过程的高危性等特点，具体归纳如下：

1. 营运资金占用高，资金需求量大

采矿业属于资金密集型行业，其施工建设过程、生产过程以及扩大再生产过程等对资金需求大，营运资金占用高。首先，采矿业投资项目额度大，建设周期长，投资活动占用大量资金；其次，大型采矿业企业不断向上下游延伸，产业链条长、组织层次复杂，因而生产过程中也会占用企业大量的资金流；最后，采矿业处于改革重组、战略转型阶段，企业间的并购整合也需要大量的资金支持。

2. 库存居高，营销渠道资金占用较高

首先，从采购渠道看，采矿业处于前端基础资源行业，矿区开采品是其生产的主要原材料，很少从外部购进物资，并且我国采矿业上市公司多属于大型国企，在整个产业链中处于优势地位甚至垄断地位，具有较高的商业信用，因此采购渠道占用企业自身资金较少。其次，从营销渠道看，2015 年营销渠道营运资金平均占用额为 44.9 亿元，是采矿业营运资金渠道管理的重点。究其原因，主要受以下几个方面的影响：第一，采矿业的销售情况受下游钢铁、有色金属行业的利用情况和煤炭制品、石油天然气使用量的影响，在经济增长缓慢、国内产能过剩、矿产品进口价格降低的形势下，销售滞缓，产成品库存较高；第二，为扩大销售降低库存，采矿业企业不得不放宽销售政策，应收账款居高不下。

3. 短期金融性负债较高，行业整体财务风险加剧

采矿业销售市场萎缩，利润下降，而投资项目需要占用大量资金，具有较高的经营风险，近五年来，我国采矿业上市公司短期金融性负债占比 297.98%，对短期融资的依赖度较高，流动风险、财务风险加剧，能否持续获得融资将直接影响企业生产经营。因此，改善融资结构，降低财务风险是采矿业持续发展的必然选择。

4. 营运资金管理水平较高，处于领先地位

采矿业在长期经营发展过程中积累了丰富的资金管理经验，营运资金管理水平较高：2015 年经营活动营运资金平均周转期（按渠道）为 -14.4 天，近五年经营活动营运资金平均周转期（按渠道）均小于 0，处于领先地位。为进一步提高资金管理水平，采矿业企业要注重资金流与信息流、物流的结合，加强对采购、生产、销售等渠道方面的多维运营管理，借助与供应商和客户的战略联盟提升协同效益。

二、2015 年采矿业营运资金管理主题词及大事件

（一）2015 年采矿业营运资金管理主题词

1. 产能过剩

过去 10 年是我国经济增长的最佳黄金期，但伴随着经济的高速增长也逐渐出现产能过剩等问题。钢铁、煤炭、石油、有色金属等行业的产能过剩问题较为严重，因此，去产能、去库存成为采矿业改革的首要任务。对采矿业企业来说，一是通过兼并重组、淘汰落后产能，消化存量减少存货资金占用；二是企业应提高创新能力，改进生产工艺，提高资源使用效率，进行产业优化升级，生产高品质、低能耗产品。

2. 利润缩减

2015 年，采矿业各类产成品售价不同程度下跌，经营活动为企业带来的资金减少；并且，在人工成本日益上升、其他原材料成本居高不下的情况下，采矿业行业平均利润被相应地压缩，比上年下降 58.2%，钢铁、煤炭等行业甚至出现整体亏损状态。在这种情况下，为了维持企业的正常生产经营运转，迫切需要采矿业企业加强营运资金管理，充分发挥供应链管理优势，减少营运资金占用水平，加快营运资金运转效率。

3. “绿色”矿业

矿山开发带来的地质环境破坏以及废弃残渣的处理一直是制约采矿业环境保护和可持续发展的重要难题。为解决这一难题，我国政府出台相应的意见，并制定法规政策：2015 年，中共中央、国务院印发《关于加快推进生态文明建设的意见》，明确我国生态文明建设的总体要求和重点任务；同年，被称为“史上最严”的新《环境保护法》正式实施，对各行业的绿色低碳生产提出新的更高要求。

截至 2015 年底，全国共有 661 家国家级绿色矿山试点单位，占全国矿业企业总量的比重不足 1%，建立绿色矿山格局的战略目标依然任重道远。在生态文明建设上升为国家战略的今天，绿色因素在矿山开发、标准制定、试点评估中越来越重要，并已成为矿业开发最基本的条件。坚定落实矿山地质恢复治理保证金制度，恢复采矿遗址建设，提高资源利用率是矿业生产实现绿色发展、循环发展、低碳发展的保障。

（二）2015 年采矿业营运资金管理大事件

1. 原油价格持续下跌，石油和天然气开采业利润剧降

国际油价在经历了断崖式下跌后，2015 年低位震荡，全年下跌 35%。截至 2015 年 12 月 31 日，美国纽约商品交易所（NYMEX）国际原油收盘价为 37.87 美元/桶，伦敦布伦特（ICE）国际原油收盘价为 37.79 美元/桶。随着国际原油价格的不断走低，我国石油天然气开采业销售收入锐减，2015 年中石油净利润较上年同期减少 64.41%，中国石化净利润下滑 11.38%，相应的油田企业对油田服务行业需求下降，进而后者业务工作量及服务价格稍微下降导致油服行业利润下滑，如中海油服净利润下滑 85.26%，石化油服下滑 98.03%。

2. 重组、退出、转型成为煤炭行业三大趋势

据中国煤炭市场监测数据显示，2015 年 1～11 月份，国内煤炭业有 49 起并购，较 2015 年的 31 起多 58%，而煤炭行业前 5 家、前 10 家以及前 50 家企业产量占全国总产量比例分别为 27%、40% 和 73%，集中度相对较低，整合潮将会进一步深化。根据《中国煤炭消费总量控制规划研究报告》建议，“十三五”末中国应该通过兼并重组、淘汰落后产能，将煤矿企业数量由 2015 年的 6 390 家压缩到 3 000 家以内。中国煤炭工业协会以及相关部门已经形成了煤矿退出机制政策建议的初稿，提出将以市场化为主的方式化解过剩产能。因此，目前来说，重组、退出、转型已成为煤炭行业发展的三大趋势。

3. 钢铁行业整体亏损，财务压力剧增

2015 年进口铁矿石到岸价格大幅下跌，远低于国内矿山生产成本，使得国产铁矿在与进口铁矿成本竞争中处于劣势，从而导致大部分矿山企业已出现亏损，部分停产。自有矿山的联合企业优势逐渐消失，甚至成为企业经营负担。我国钢铁消费与产量双双进入峰值弧顶区并呈下降态势，钢铁主业从微利经营进入整体亏损，自此行业发展进入“严冬”期。据协会统计，重点大中型企业平均负债率超过 70%，更有部分企业已资不抵债，仅能靠银行贷款维持生产。但是，由于钢铁行业产能过剩，绝大部分企业存在融资贵、授信规模压缩、续贷困难、涨息和抽贷等问题，面临着巨大的财务压力。

4. 紫金矿业逆势并购海外两座大型矿山

2015 年 5 月 26 日，紫金矿业与艾芬豪和巴理克两大国际矿业巨头“握手”结成战略合作关系，联手开发世界级超大铜矿、金矿。据双方签订的协议约定，由紫金矿业分别以 25.2 亿元和 18.2 亿元的对价，取得艾芬豪旗下的世界级超大未开发铜矿刚果（金）卡莫阿铜矿的 49.5% 股权和巴理克旗下大型在产金矿巴新波格拉金矿 50% 的权益，两个矿山的铜资源和金资源储量分别为 2 416 万吨、285 吨。目前大宗商品处于低谷期，国际矿业公司加快出售资产，矿业资源估值较低，是我国矿业公司加快海外资源收购步伐的有利时机。紫金矿业通过此次并购，大幅度提升矿产资源的储备，为公司的长远发展奠定基础。

5. 中国五矿与中冶集团实施战略重组

2015 年 12 月 8 日，中国冶金科工集团有限公司整体并入中国五矿集团公司，成为其全资子企业。中冶在国内传统冶金工程市场居领先地位且拥有先进的冶金设备制造技术，而五矿在有色金属板块、黑色金属板块等方面具有重要优势。两家央企的战略重组不仅可以进行资源与业务的互享共利，还能实现互补，共同做大做强双方的优势业务。并且，两家公司均在海外拥有资源，合并后将在“走出去”过程中减少内耗，相对降低海外并购成本，对公司集中全力进一步建设成为“世界第一冶金建设运营服务和国家基本建设主力军”具有重大意义。

6. 资源税改革力度加大，铁矿石减按 40% 征收

2015 年，我国资源税改革力度进一步加大，将对价格波动比较大的矿产资源改成从价定额征收，并依法适当下调铁矿石资源税征收比例，减按规定税额的 40% 征收。矿产资源税负降低可以减少采矿企业在原材料采购环节的成本，减少资金的占用，缓解企业的资金压力。此举有利于改善矿石企业生产经营环境，促进结构调整，支持上下游产业协调发展和升级，切实降低矿石企业自身经营层面之外的压力。

7. 神华开启改革序幕，致力产业转型升级

2015 年行业低迷之际，国内煤炭巨头——神华集团开启改革的序幕。首先，神华集团剥离煤炭资产，转让山西晋东能源开发有限公司 20% 股权，调整传统煤炭资产持有比重；其次，加码电力板块，建设投产国内智能化程度最高的燃气热电厂——神华国华北京燃气热电厂，致力打造“世界一流清洁能源供应商”的定位；再次，建设庞大的铁路运输网络，2015 年投资 154.5 亿元建设包括铁路在内的运输业务，拥有包神、新准、神朔、朔黄、准池 5 条自有铁路专线；最后，通过参股核电项目建设，积极争取核电牌照，开拓核电板块。神华集团调整产业结构，注重清洁能源发展，除了发展核电外，还积极拓展页岩气、风能、太阳能、氢能等新能源业务，发展储能技术、分布式能源技术和 CCUS

（二氧化碳捕捉与利用）技术，实现产业的转型升级。

8．互联网 + 矿业

传统矿业经营管理面临一系列问题：一是行业效率不高，供给和需求的信息不对称，行业及地方部门条块分割现象严重；二是金融服务不够，几乎没有矿业资本交易平台，重资产的矿业严重“缺血”；三是企业管理粗放，企业内部管理水平不高，企业外部产业可优化的空间巨大。在这种情况下，2015 年，中国国际矿业大会举办全球矿业“一矿一码”发布会，并签署“互联网 +”战略联盟，提出发展互联网金融的矿业贷（P2P）、矿业易（众筹）、矿业链（供应链金融）等服务。通过矿业圈平台，发布产品供应与求购信息，联系上下游企业，打通信息流、物流、资金流三层次的产业链条，从而组建全球矿业“互联网 +”的大数据。该联盟利用互联网信息技术快捷、平等、协同的优势，借助联盟企事业单位的技术、资金、服务优势，打破传统行业结构的壁垒和合作的界面，提供互联网时代高效的产品与服务，建立各产业之间的有机联系，构建良好的中国资源生态体系。

三、2015 年采矿业上市公司营运资金存量及其分布状况

（一）采矿业上市公司营运资金存量及其分布状况总体分析

1．行业层面

采矿业层面的分析，是从采矿业营运资金占用、经营活动营运资金占用、金融经营活动营运资金占用和投资活动营运资金占用的配置及年度变化情况进行分析，透视采矿业上市公司 2015 年营运资金配置现状。2014 ~ 2015 年采矿业上市公司营运资金存量及其分布状况如表 9 - 1、图 9 - 1 和图 9 - 2 所示。

表 9 - 1　　2014 ~ 2015 年采矿业营运资金存量及其分布状况　　单位：亿元

项目	营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用（亿元）		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用（亿元）		投资活动营运资金期末占比（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	1 092.61	1 669.20	-1 629.54	-1 929.10	-149.14	-115.57	-11.43	-14.69	-1.05	-0.88	2 733.57	3 613.00	250.19	216.45
行业平均	17.07	26.08	-25.46	-30.14	14.99	90.03	-0.18	-0.23	-0.39	-0.52	42.71	56.45	85.40	10.48
最大值	311.44	387.13	68.58	61.20	—	—	0.00	581.66	—	—	760.21	736.92	—	—
中位数	12.89	13.74	1.53	2.46	41.37	43.23	0.00	0.00	0.00	0.00	10.49	12.53	58.63	58.63
最小值	-598.80	-393.04	-901.77	-1 078.61	—	—	-11.43	-14.69	—	—	-42.18	-42.35	—	—
样本量	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64	64.00	64	64	64

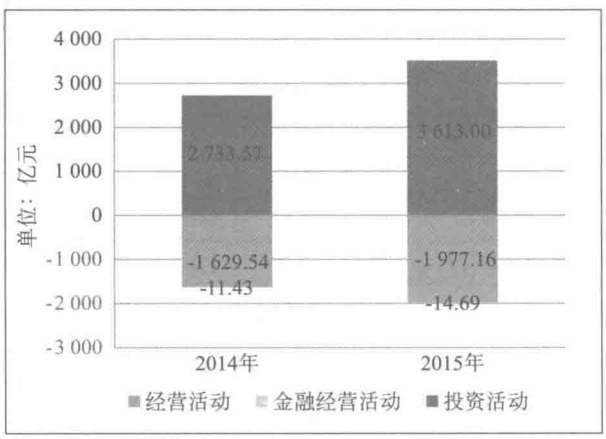


图 9 - 1　2014 ~ 2015 年采矿业总体营运资金存量及其分布状况

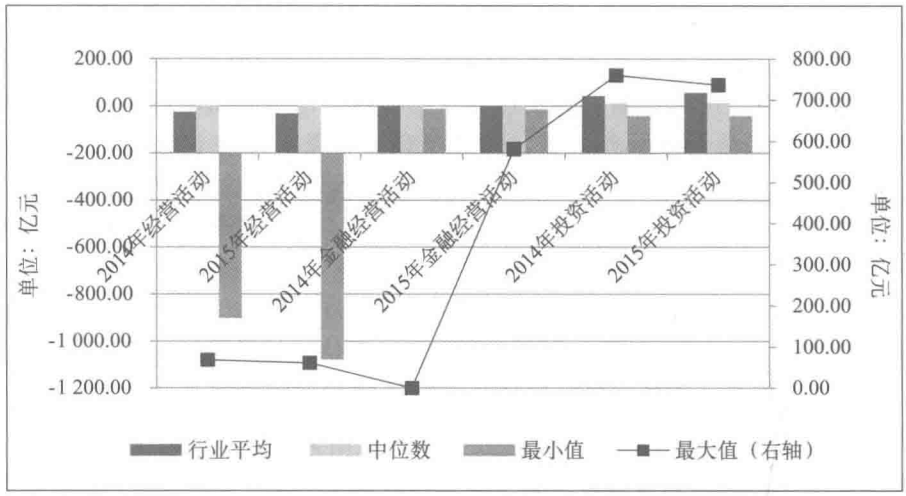


图 9－2　2014～2015 年采矿业营运资金分布统计数据

从营运资金占用看，2015 年采矿业总体占用营运资金为 1 669.20 亿元，比 2015 年增加 576.59 亿元，增幅为 52.77%。行业平均占用也由 2015 年的 17.07 亿元升为 2015 年的 26.08 亿元。在行业内部，单家上市公司最大营运资金占用量、最小营运资金占用量较上年均有所上升。2015 年采矿业营运资金占用有上升趋势。

从营运资金配置结构看，2015 年采矿业上市公司经营活动、金融经营活动不但不占用营运资金，而且为投资活动提供营运资金。并且，相较于 2014 年，这种趋势得到了强化。具体来看，2015 年采矿业上市公司经营活动提供资金 1 929.10 亿元，较 2014 年的 1 629.54 亿元增加了 18.38%；金融经营活动提供资金 14.69 亿元，比 2014 年增加了 28.52%；而投放在投资活动领域的营运资金为 3 613.00 亿元，与上年相比增加了 879.43 亿元，增幅为 32.17%，投资活动营运资金占比也由 2014 年的 250.19% 下降至 2015 年的 216.45%。

2. 企业层面

从企业层面分析采矿业上市公司营运资金配置情况如表 9－2 所示。

表 9－2　　2014～2015 年采矿业上市公司营运资金配置结构情况分段统计表表

区间（%）	按实体经营活动营运资金占比区间统计				按金融经营活动营运资金占比区间统计				按投资活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	19	29.69	14	21.88	64	100.00	64	100.00	9	14.06	11	17.19
(0，25]	2	3.13	9	14.06	0	0.00	0	0.00	5	7.81	3	4.69
(25，50]	20	31.25	14	21.88	0	0.00	0	0.00	9	14.06	13	20.31
(50，75]	9	14.06	13	20.31	0	0.00	0	0.00	19	29.69	14	21.88
(75，100]	5	7.81	3	4.69	0	0.00	0	0.00	3	4.69	9	14.06
>100	9	14.06	11	17.19	0	0.00	0	0.00	19	29.69	14	21.88
总 计	64	100	64	100	64	100	64	100.00	64	100.00	64	100.00

由表 9－2 可知，2015 年有 57.82% 的上市公司经营活动营运资金配置比例不超过 50%，2014 年为 64.07%，略下降；经营活动营运资金配置比例超过 50% 的公司家数占 42.18%；所有上市公司金融活动营运资金占用均小于零；2015 年有 57.82% 的上市公司投资活动营运资金占用超过 50%，2014 年为 64.07%，略有下降。虽然有更多的上市公司增加了经营活动营运资金，减少了投资活动营运资金，但

是仍可以看出大多数上市公司将营运资金投放在投资活动领域。

（二）采矿业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布状况

1. 行业层面

从采购、生产、营销三个渠道分析采矿业上市公司经营活动营运资金的配置情况，如表 9－3 和图 9－3 所示。

表 9－3　　2014～2015 年采矿业经营活动营运资金的渠道配置结构分析　　单位：亿元

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	－4 161.49	－3 578.53	－1 248.09	－1 224.41	3 780.04	2 873.84	－1 629.54	－1 929.10
	行业平均	－65.02	－55.91	－19.50	－19.13	59.06	44.90	－25.46	－31.14
	最大值	16.52	26.88	50.86	101.45	1 006.27	1 053.77	68.58	61.20
	中位数	－5.19	－5.72	－1.25	－0.3	12.08	11.65	1.53	2.46
	最小值	－1 631.93	－1 480.12	－497.69	－426.49	－8.81	－22.79	－901.77	－1 078.61
占比（%）	行业总体	255.38	180.85	76.59	63.47	－231.97	－148.97	—	—
	行业平均	482.40	12.33	266.87	68.32	－649.26	19.35	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	25.88	4.42	14.38	15.91	70.10	71.89	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本量		64	64	64	64	64	64	64	64

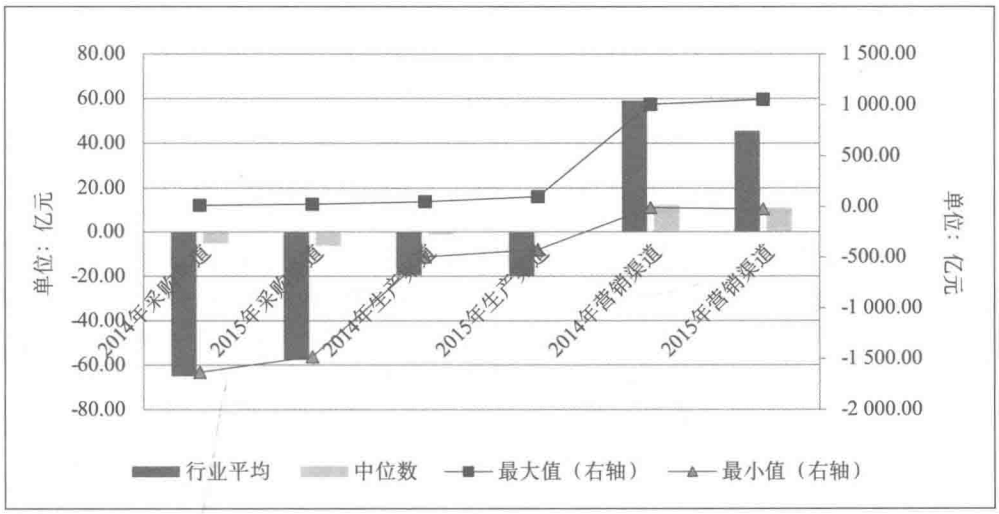


图 9－3　2014～2015 年采矿业经营活动各渠道营运资金分布统计数据

从行业总体来看，2015 年采矿业行业总体提供经营活动营运资金为 1 929.10 亿元，比 2014 年增加了 18.38%。其中，采购渠道提供营运资金 3 578.53 亿元，较上年减少了 582.96 亿元，降幅为 16.29%；生产渠道提供营运资金 1 224.41 亿元，比上年减少 23.68 亿元，降幅为 1.90%，变化很小；营销渠道营运资金行业总体占用较上年减少了 906.20 亿元，减幅为 23.97%。

从行业均值来看，2015 年采矿业提供经营活动营运资金为 31.14 亿元，比 2014 年增加了 5.68 亿元，增幅达 22.31%。其中，采购渠道平均提供营运资金 55.91 亿元，较 2014 年减少 9.11 亿元；生产渠道提供营运资金 19.13 亿元，较 2014 年减少 0.37 亿元；营销渠道平均提供营运资金 44.90 亿元，较 2014 年减少 14.16 亿元。

从三个渠道的营运资金占用来看，由图 9－3 看出，营销渠道营运资金显著高于采购渠道和生产渠道，采购渠道和生产渠道营运资金存量为负值，只有营销渠道营运资金为正值。并且，采购渠道营运资金存量连续为负值，并且绝对值很大，这与采矿业基础资源行业特点有关，位于供应量的上游，采购渠道几乎很少占用营运资金，是资金的提供方。

从中位数来看，两年来采购渠道营运资金存量、生产渠道营运资金存量均为负值，说明超过一半的上市公司采购渠道营运资金和生产渠道营运资金存量为负值；而营销渠道营运资金存量、经营活动营运资金存量均为正值，表明超过一半的上市公司营销渠道营运资金占用量、经营活动营运资金占用量为正值。从最值看，行业内上市公司各渠道的营运资金占用量差异很大。对比行业均值与中位数会发现，采购渠道营运资金存量、生产渠道营运资金存量、经营活动营运资金存量的中位数均大于行业均值，说明超过一半的上市公司采购渠道营运资金存量、生产渠道营运资金存量、经营活动营运资金存量大于行业均值，超过一半的上市公司营销渠道营运资金存量低于行业均值。

2. 企业层面

从企业层面分析采矿业经营活动营运资金在采购、生产、营销三个渠道的配置情况，如表 9－4 所示。

表 9－4　　2014～2015 年采矿业上市公司经营活动营运资金渠道配置结构情况分段统计表

区间（%）	按采购渠道营运资金占比区间统计				按生产渠道营运资金占比区间统计				按营销活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	27	42.19	30	46.77	22	34.38	24	37.50	23	35.94	22	34.38
(0，25]	4	6.25	7	9.68	17	26.56	12	18.75	5	7.81	4	6.25
(25，50]	8	12.50	6	9.68	4	6.25	8	12.50	2	3.13	2	3.13
(50，75]	1	1.56	3	4.84	7	10.94	7	10.94	3	4.69	4	6.25
(75，100]	2	3.13	2	3.23	3	4.69	3	4.69	7	10.94	9	14.06
>100	22	34.38	16	25.81	11	17.19	10	15.63	24	37.50	23	35.94
总 计	64	100	64	100	64	100	64	100	64	100	64	100

首先，考察采购渠道营运资金配置情况。与 2014 年类似，采购渠道营运资金处于（－∞，0］的企业占比超过 40%，且这种情况在 2015 年有所增加，为 46.77%；处于（100，＋∞）的企业占比由 2014 年的 34.38% 下降为 2015 年的 25.81%。这种情况说明，2015 年采矿业采购渠道营运资金占比减少，且越来越多的企业占用上游供应商资金，也即采购渠道营运资金管理绩效提升。

其次，考察生产渠道营运资金配置情况。与 2014 年类似，生产渠道营运资金处于（－∞，0］的企业占比超过 35%，2014 年该指标为 34.38%，2015 年该指标为 37.50%。也就是说，2015 年采矿业 37.5% 的企业生产渠道营运资金为负值，剩余 2/3 的企业生产渠道通常占用营运资金，这种情况与生产渠道主要从事生产而占用存货有关。其他各区间的营运资金占用情况较 2014 年基本变化不大。

最后，考察营销渠道营运资金配置情况。与 2014 年类似，营销渠道营运资金占比集中在（－∞，0］和（100，＋∞）区间内，合计占比超过 70%。这种情况说明，采矿业营销渠道营运资金管理情况差别比较大，那些营销渠道营运资金管理绩效较差的企业，可以参考借鉴管理水平较高的企业。

（三）采矿业上市公司经营活动营运资金存量及其按分要素分布状况

1. 行业层面

从行业层面分析采矿业经营活动营运资金在存货、应收及预付款项、应付及预收款项三个要素之间的配置情况，如表 9－5 和图 9－4 所示。

表 9－5　　2014～2015 年采矿业经营活动营运资金的要素配置结构分析　　单位：亿元

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	4 503.28	3 779.96	6 101.77	5 631.84	12 234.59	11 340.91	－1 629.54	－1 929.10
	行业平均	70.36	59.06	95.34	88.00	191.17	177.20	－25.46	－30.14
	最大值	1 918.26	1 499.00	1 638.73	1 493.19	4 256.79	3 766.36	68.58	61.20
	中位数	5.36	4.83	22.74	20.99	21.05	22.41	1.53	2.46
	最小值	0.00	0.00	0.22	0.16	0.89	0.67	－901.77	－1 078.61
占比（%）	行业总体	－276.35	－195.94	－374.45	－291.94	－750.80	－587.89	—	—
	行业平均	－195.22	－84.33	－816.06	2.24	－1 111.28	－182.09	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	11.47	21.91	76.60	109.20	39.95	49.83	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本数量		64	62	64	64	64	64	64	64

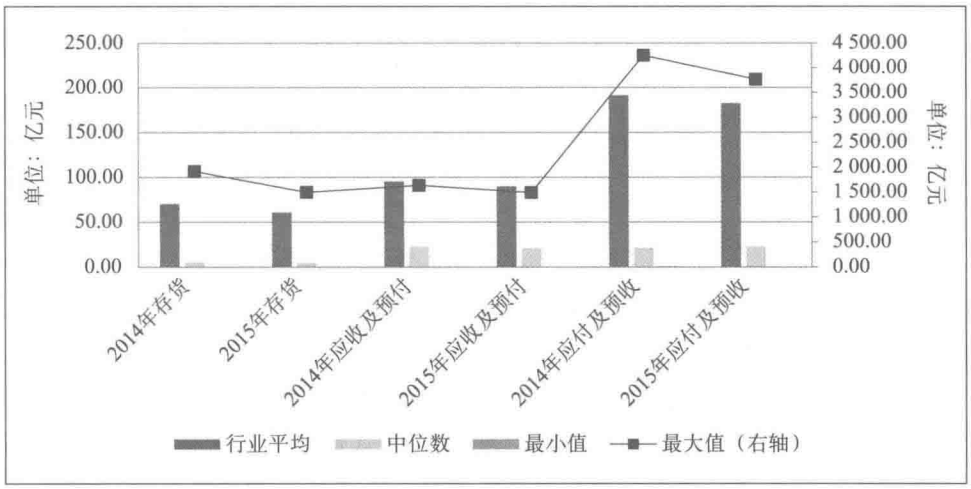


图 9－4　2014～2015 年采矿业经营活动各要素营运资金分布统计数据

从行业总体及行业平均来看，采矿业与 2014 年相比，2015 年存货、应收及预付款项和应付及预收款项营运资金存量均有所减少。具体来看，2015 年存货行业总体营运资金存量为 3 779.96 亿元，较 2014 年减少了 723.32 亿元，降幅为 16.06%；应收及预付款项行业总体存量为 5 631.8 亿元，较 2014 年减少了 469.93 亿元，降幅为 7.70%；应付及预收款项行业总体存量为 11 340.9 亿元，较 2014 年减少了 893.68 亿元，降幅为 7.30%。总体看来，采购渠道、生产渠道营运资金提供资金，营销活动营运资金占用资金，说明采矿行业主要将资金分配到营销渠道，与之前分析一致。图 9－4 显示，最大值和中位数有上升趋势。

2. 企业层面

从企业层面分析采矿业经营活动营运资金在存货、应收项目、应付项目三个要素之间的配置情况如表 9－6 所示。

首先，考察存货占用营运资金的情况。与 2014 年相比，2015 年采矿业存货占用营运资金的情况在除（100，＋∞）区间外，没有大的变化；在（100，＋∞）的区间内，64 家可比企业中，由 2014 年的 7 家增加为 2015 年的 15 家，说明 2015 年有更多的企业存在存货占用营运资金的情况。

其次，考察应收及预付款项占用营运资金的情况。与 2014 年类似，应收及预付款项的营运资金占

用呈现两端集中的状态。2015 年采矿业 64 家可比企业中，应收及预付款项处于（－∞，0］和（100，＋∞）区间内的企业约占 92%，其余区间仅占 8%。这种情况说明，该行业各个企业的应收及预付款项占用营运资金差异较大，有的企业被客户占用资金，而有的企业则相反。

最后，考察应付及预收款项占用营运资金的情况。与 2014～2015 年采矿业应收及预付款项营运资金占用情况类似，应付及预收款项的营运资金占用也呈现两端集中的状态，但是这种情况比应收及预付款项的情况略有所缓解。2015 年采矿业 64 家可比企业中，应付及预收款项处于（－∞，0］和（100，＋∞）区间内的企业约占 78%，其余区间仅占 22%。这种情况说明，该行业各个企业的应付及预收款项占用营运资金差异较大，有的企业占用上游供应商资金，而有的企业则相反。并且，2015 年应付及预收款项处于（100，＋∞）的企业由 2014 年的 19 家增加为 26 家。也就是说，有更多的企业应付及预收款项管理绩效提升。但是，也要看到的是，延期支付供应商欠款也有可能为企业声誉带来负面影响。

表 9－6　　2014～2015 年采矿业上市公司经营活动营运资金要素配置结构情况分段统计表

区间（%）	按存货占比区间统计				按应收及预付款项占比区间统计				按应付及预收款项占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	28	43.75	25	39.06	28	43.75	24	37.50	28	43.75	24	37.50
（0，25］	10	15.63	11	17.19	0	0.00	1	1.56	2	3.13	1	1.56
（25，50］	9	14.06	8	12.50	1	1.56	3	4.69	5	7.81	7	10.94
（50，75］	7	10.94	3	4.69	1	1.56	0	0.00	4	6.25	3	4.69
（75，100］	3	4.69	2	3.13	4	6.25	1	1.56	6	9.38	3	4.69
>100	7	10.94	15	23.44	30	46.88	35	54.69	19	29.69	26	40.63
总 计	64	100	64	100	64	100	64	100	64	100	64	100

四、采矿业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析

（一）采矿业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额分析

由表 9－7 可以看出，从行业总体来看，2015 年经营活动营运资金占用水平比 2014 年减少 0.01，下降了 33.33%，经营活动营运资金节约额为 701.00 亿元；从行业平均水平看，经营活动营运资金占用水平与 2014 年持平；2015 年行业平均值与中位数相等，2014 年行业均值大于中位数。

表 9－7　　2015 年采矿业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额

项　目	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约额（亿元）
	2014 年	2015 年	
行业总体	－0.03	－0.04	701.00
行业平均	0.12	0.12	—
最大值	1.14	0.96	—
中位数	0.09	0.12	—
最小值	－1.59	－1.09	—
样本量	64	64	—

（二）采矿业上市公司分渠道的经营活动营运资金管理绩效分析

以下根据行业分类标准将采矿业细分为煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业和开采辅助活动五个子行业，从采购、生产、营销三个渠道分析采矿业上市公司经营活动营运资金的管理绩效。

1．行业层面分析

2014～2015 年采矿业各渠道营运资金周转期如表 9－8 所示，2015 年采矿业经营活动营运资金周

转期由 2014 年的 -8.5 天变成 2015 年的 -14.0 天，营运资金管理绩效提升。考虑到五个子行业的经营活动营运资金周转期，2015 年煤炭开采和洗选业的该指标与 2014 年持平；黑色金属矿采选业的该指标较 2014 年改善幅度最大，其次为开采辅助活动和有色金属矿采选业，石油和天然气开采业改善幅度较小。以下按照渠道，分别考察采购渠道、生产渠道、营销渠道的营运资金管理绩效。

表 9-8　　2014~2015 年采矿业各渠道营运资金周转期　　单位：天

项目	采购渠道营运资金周转期		生产渠道营运资金周转期		营销渠道营运资金周转期		经营活动营运资金周转期（按渠道）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
煤炭开采和洗选业	-54.3	-46.8	-31.2	-20.3	71.0	81.3	-14.5	14.2
石油和天然气开采业	-19.1	-18.5	-4.2	-8.1	12.7	9.5	-10.5	-17.17
黑色金属矿采选业	-42.2	-109.9	-70.6	-71.6	93.4	89.7	-19.4	-91.79
有色金属矿采选业	-2.7	-32.9	8.2	-29.8	27.2	54.5	32.7	-8.3
开采辅助活动	-92.2	-37.8	18.7	-5.4	91.7	25.9	18.3	-17.3
行业整体	-24.0	-29.6	-6.1	-9.9	21.6	25.5	-8.5	-14.0

首先，考察 2015 年采矿业采购渠道行业平均的营运资金管理绩效。调查显示，2015 年采矿业行业平均的采购渠道营运资金周转期为 -29.6 天，比 2014 年缩短 5.6 天，行业总体绩效有所改善。但是，具体考虑到五个子行业，采购渠道营运资金管理绩效变化差异较大。煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、开采辅助活动三个子行业的采购渠道营运资金周转期延长，营运资金管理绩效恶化；黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业的采购渠道营运资金周转期缩短，营运资金管理绩效改善。其中，黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业的采购渠道营运资金绩效提升巨大，其周转期分别由 -42.2 天提升至 -109.9 天、-2.7 天提升至 -32.9 天。

其次，考察 2015 年采矿业生产渠道行业平均的营运资金管理绩效。调查显示，2015 年采矿业行业平均的生产渠道营运资金周转期为 -9.9 天，比 2014 年缩短 3.8 天，行业总体绩效有所改善。更进一步，考察生产渠道五个子行业的营运资金管理绩效。煤炭开采和洗选业的生产渠道营运资金周转期由 2014 年的 -31.2 天变成 2015 年的 -20.3 天，绩效恶化；石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业、开采辅助活动的生产渠道营运资金周转期缩短，绩效改善。其中，有色金属矿采选业的生产渠道营运资金周转期由 2014 年的 8.2 天变成 2015 年的 -29.8，绩效提升幅度较大；开采辅助活动的生产渠道营运资金周转期由 2014 年的 18.7 天变成 2015 年的 -5.4 天，绩效提升幅度较大。

再次，考察 2015 年采矿业营销渠道行业平均的营运资金管理绩效。调查显示，2015 年采矿业营销渠道行业平均的营运资金周转期为 25.5 天，比 2014 年延长 3.9 天，行业总体绩效有所恶化。更进一步，考察营销渠道五个子行业的营运资金管理绩效。煤炭开采和洗选业、有色金属矿采选业的营销渠道营运资金周转期均较 2014 年有所延长，营运资金管理绩效恶化。尤其是有色金属矿采选业，其周转期由 2014 年的 27.2 天变成 54.5 天，营运资金管理绩效严重恶化。相反，石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、开采辅助活动的营销渠道营运资金周转期均较 2014 年有不同程度的降低，营运资金管理绩效改善。尤其是开采辅助活动，其周转期由 2014 年的 91.7 天变成 25.9 天，营运资金管理绩效大幅提升。

最后，横向比较各渠道营运资金管理绩效，从行业整体和大部分子行业的平均水平可知，采购渠道管理绩效好于生产渠道，而营销渠道管理绩效表现最差。由此，我们认为：营销渠道营运资金管理绩效是采矿业营运资金管理的重点环节，采矿业应重塑整个产业的价值链，通过分渠道管理营运资金的方法，针对不同渠道营运资金特点进行管理，提高资金使用效率。

2. 五年趋势分析

对采矿业 2010~2015 年各渠道营运资金周转期进行分析如表 9-9 所示，五年趋势分析如图 9-5

所示。

表 9-9　　2011~2015 年采矿业各渠道营运资金周转期（按渠道）　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
采购渠道营运资金周转期	-15.00	-17.00	-22.00	-24.0	-29.6
生产渠道营运资金周转期	-5.00	-4.00	-5.00	-6.1	-9.9
营销渠道营运资金周转期	9.00	14.00	18.00	21.6	25.5
经营活动营运资金周转期（按渠道）	-11.00	-8.00	-8.00	-8.5	-14.0

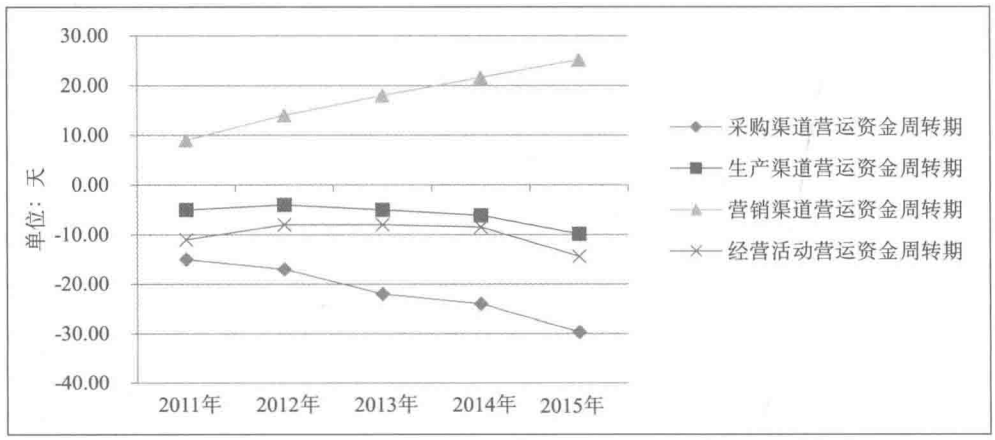


图 9-5　2011~2015 年采矿业经营活动各渠道营运资金周转期变化趋势

2011~2015 年采矿业经营活动营运资金周转期（按渠道）整体呈先上升后下降趋势，管理水平先降低后提高。仅就 2015 年而言，经营活动营运资金周转期较 2011 年缩短了 3 天，说明经营活动营运资金管理绩效呈提高趋势。具体而言，分渠道看，采购渠道营运资金周转期自 2011 年以来呈逐年下降趋势，说明采矿业采购渠道营运资金管理绩效近五年来持续改善，采矿业上市公司应继续保持与供应商的长期、稳定、友好合作；生产渠道营运资金周转期呈逐年小幅下降趋势，说明采矿业生产渠道营运资金管理绩效逐年小幅提升，企业应重视生产渠道营运资金管理以免在产品占用企业资金；营销渠道营运资金周转期自 2011 年后持续延长，说明营销渠道营运资金绩效持续恶化，究其原因可能存在产品囤积或应收账款逾期未收回情况。总的来说，营销渠道营运资金管理绩效的降低大大阻碍了经营活动营运资金管理绩效的改善，营销渠道管理应成为采矿业营运资金渠道管理的重中之重。

3．企业层面分析

从企业层面分析采矿业各渠道营运资金管理绩效变化情况如表 9-10 所示。

表 9-10　　2014~2015 年采矿业各渠道营运资金管理绩效变化统计表

项目		采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短（家）	47	32	14	27
	缩短占比（%）	77.05	52.46	22.95	44.26
	基本不变（家）	3	7	8	8
	基本不变占比（%）	4.92	11.48	13.11	13.11
	延长（家）	11	22	39	26
	延长占比（%）	18.03	36.07	63.93	42.62
可比样本总数		61			

在 61 家可比样本中，与 2014 年相比，2015 年采矿业采购渠道营运资金周转期缩短的有 47 家，管理

绩效改善，占 77.05%；基本不变的有 3 家，占 4.92%；延长的有 11 家，绩效降低，占 18.03%。显著改善的企业数量最多，说明行业内上市公司对采购渠道营运资金的管理有所进步。

与 2014 年相比，2015 年采矿业生产渠道周转期缩短的企业有 32 家，占总样本的 52.46%；基本不变的有 7 家，占 11.48%；延长的有 22 家，绩效降低，占 36.07%。改善显著的企业数量最多，降低显著的企业次之，说明生产渠道营运资金的管理有进步的趋势。

与 2014 年相比，2015 年采矿业营销渠道营运资金周转期缩短的有 14 家，管理绩效上升占可比样本的 22.95%；基本不变的有 8 家，占 13.11%；延长的有 39 家，管理绩效降低的企业占可比样本的 63.93%。在以上三种渠道中，营销渠道绩效改善的企业数量最少，降低的企业数量最多，说明 2015 年行业内上市公司对营销渠道营运资金的管理有所下降。

（三）采矿业上市公司分要素的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面分析

分要素的经营活动营运资金管理绩效分析主要是从存货、应收账款、应付账款三个方面分析经营活动营运资金管理绩效。2014～2015 年采矿业各子行业分要素的营运资金周转期如表 9－11 所示。

表 9－11　　2014～2015 年采矿业各要素周转期　　单位：天

项目	存货周转期		应收账款周转期		应付账款周转期		经营活动营运资金周转期（按要素）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
煤炭开采和洗选业	23.9	29.8	72.8	80.8	76.6	69.7	20.0	40.9
石油和天然气开采业	28.6	31.0	12.3	17.5	33.8	33.4	7.1	15.1
黑色金属矿采选业	44.0	52.0	83.3	84.7	75.7	147.1	51.7	－10.4
有色金属矿采选业	39.9	35.5	19.3	54.4	27.2	67.1	32.0	22.9
开采辅助活动	37.9	32.9	103.6	20.0	103.0	52.8	38.5	0.2
行业整体	28.9	32.3	21.4	26.6	39.9	46.9	10.4	12.1

由表 9－11 可知，2015 年采矿业平均存货周转期为 32.3 天，较 2014 年有延长，管理绩效略有下降；各细分子行业的存货周转期也有不同程度的延长和下降。其中，煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业的存货周转期延长，说明该子行业的存货管理绩效恶化；有色金属矿采选业、开采辅助活动的存货周转期缩短，说明该子行业的存货管理绩效改善。2015 年采矿业平均应收账款周转期为 26.6 天，较 2014 年有延长，应收账款管理绩效略有下降；各细分子行业的应收账款周转期也有不同程度的改变。其中，煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、有色金属矿采选业的应收账款周转期延长，说明该子行业的应收账款管理绩效恶化；开采辅助活动的应收账款周转期缩短，说明该子行业的应收账款管理绩效改善。

2015 年采矿业平均应付账款周转期为 46.9 天，较 2014 年延长 7 天，应付账款管理绩效上升。但是，各细分子行业的应付账款周转期则变化不一，有的改善明显，有的则严重恶化。具体来说，2015 年煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业的应付账款周转期较 2014 年有小幅缩短，说明其应付账款管理绩效稍有降低；黑色金属矿采选业的应付账款周转期由 2014 年的 75.7 天延长至 2015 年 147.1 天，有色金属矿采选业的应付账款周转期由 2014 年的 27.2 天延长至 2015 年 67.1 天，说明这两个子行业较多采用延期支付的方式，较多地占用上游供应商的资金，也即应付账款管理绩效大幅改善。但是，我们也要认识到，过多地采用延期支付供应商货款有可能对企业的声誉带来负面影响。开采辅助活动的应付账款周转期由 2014 年的 103.0 天缩短至 2015 年 52.8 天，说明该子行业较以往减少了对上游供应商资金的占用，也即其应付账款管理绩效严重恶化。

2. 五年趋势分析

对采矿业 2010～2015 年各要素营运资金周转期进行分析如表 9－12 所示，五年趋势分析如图 9－6 所示。

表 9－12　　2010～2015 年采矿业各要素周转期　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
存货周转期	26.00	29.00	30.00	28.9	32.3
应收账款周转期	15.00	17.00	18.00	21.4	26.6
应付账款周转期	32.00	35.00	38.00	39.9	46.9
经营活动营运资金周转期（按要素）	9.00	11.00	10.00	10.4	12.1

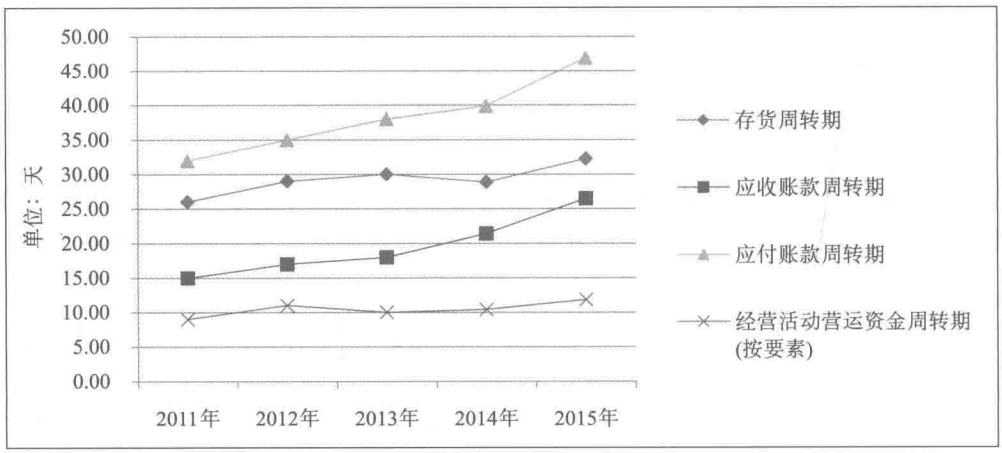


图 9－6　2010～2015 年采矿业经营活动各要素营运资金周转期变化趋势

由表 9－12 和图 9－6 可知，总体来看，2011～2015 年经营活动营运资金周转期（按要素）表现相对平稳，虽然天数有增有减，但基本控制在 9～12 天之间，这说明经营活动营运资金周转期（按要素）管理水平较为稳定。分别考察各要素的营运资金管理绩效变化趋势：存货周转期在 2011～2015 年呈上升后下降再上升趋势，整体来看呈上升趋势，说明该行业存货周转期有所延长，占用资金增加，管理绩效有下降趋势，应该加强存货管理；应收账款周转期五年中持续呈上升趋势，应收账款收回期延长，管理绩效持续下降，应该加强客户管理，及时催款；应付账款周转期呈上升趋势，应付账款周转期延长，占用了供应商的资金，管理绩效上升。整体来看，存货周转期、应收账款周转期、应付账款周转期和经营活动营运资金周转期均呈上升趋势，说明整个行业的资金供应链条拉长。

3．企业层面分析

从企业层面分析采矿业各要素营运资金管理绩效变化情况如表 9－13 所示。

表 9－13　　2014～2015 年采矿业经营活动营运资金各要素管理绩效变化统计表

项目		存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
周转期变化统计	缩短（家）	10	13	6	24
	缩短占比（%）	16.39	21.31	9.84	39.34
	基本不变（家）	9	9	9	12
	基本不变占比（%）	14.75	14.75	14.75	19.67
	延长（家）	42	39	46	25
	延长占比（%）	68.85	63.93	75.41	40.98
可比样本总数		61			

2015 年采矿业有 24 家上市公司比 2014 经营活动营运资金周转期缩短，绩效有所改善，占比 39.34%；12 家周转期基本不变，占比 19.67%；25 家上市公司比上年周转期延长，管理绩效下降，占比 40.98%。总体看来，经营活动营运资金管理绩效相对稳定。

分别考察 2014 年和 2015 年各要素的营运资金管理绩效变化（可比样本 61 家）：首先，2015 年采矿

业存货周转绩效较 2014 年改善的上市公司有 10 家，占比 16.39%；基本不变的有 9 家，占比 14.75%；绩效降低的企业达到 42 家，占比 68.85%，比重最大，存货管理绩效下降。其次，2015 年应收账款管理绩效较 2014 年改善的企业只有 13 家，占比 21.31%；基本不变的有 9 家，占 14.75%；绩效降低的企业达 39 家，占比达 63.93%，说明该行业应收账款管理水平下降，企业资金更多地被下游企业占用。最后，2015 年应付账款周转期较 2014 年缩短的企业仅有 6 家，占比 9.84%；基本不变的企业达 9 家，占比 14.75%；周转期延长的企业达 46 家，占比 75.41%，这说明，更多的企业占用上游供应商的资金。

五、采矿业上市公司资金回报分析

2014～2015 年采矿业上市公司资金回报分析如表 9－14、图 9－7、图 9－8、图 9－9 和图 9－10 所示。

表 9－14　　2014～2015 年采矿业上市公司资金回报率统计分析表

项目	总资金回报率（%）		经营活动资金回报率（%）		金融经营活动资金回报率（%）		投资活动资金回报率（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	8.49	4.53	9.09	4.09	0.00	0.00	4.06	7.65
行业平均	7.34	2.26	16.85	4.63	0.00	0.00	2.92	2.74
最大值	72.50	52.79	634.16	259.92	0.00	0.00	26.41	29.85
中位数	5.60	2.56	6.36	2.54	0.00	0.00	0.79	1.02
最小值	－15.13	－22.92	－12.80	－29.15	0.00	0.00	－24.97	－40.42
样本量	64	64	64	64	1	1	64	64

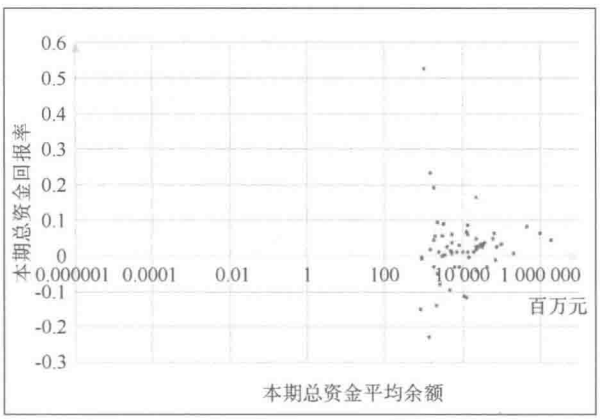


图 9－7　2015 年采矿业上市公司总资金占用与总资金回报率散点图

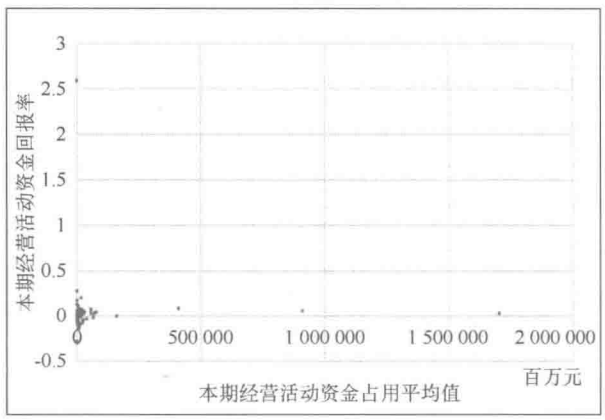


图 9－8　2015 年采矿业上市公司经营活动资金占用与经营活动资金回报率散点图

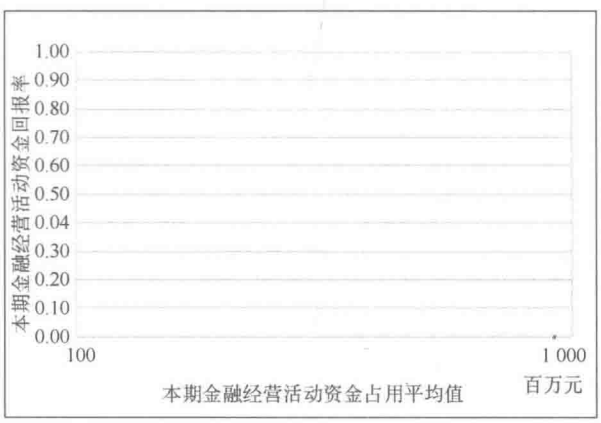


图 9－9　2015 年采矿业上市公司金融经营活动资金占用与金融经营活动资金回报率散点图

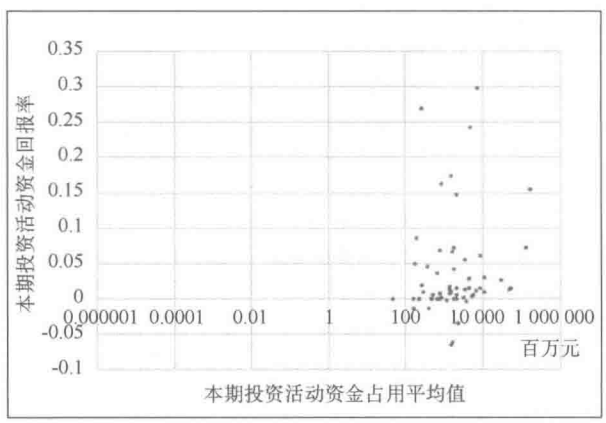


图 9－10　2015 年采矿业上市公司投资活动资金占用与投资活动资金回报率散点图

从行业总体来看，2015 年采矿业上市公司总资金回报率为 4.53%，比 2014 年下降 46.64%；经营活动资金回报率为 4.09%，比 2014 年降低 55%；投资活动资金回报率为 7.65%，比 2014 年上升 75.12%；2015 年采矿业上市公司投资活动资金回报率上升、经营活动资金回报率下降，我们可以看出更多的企业将资金投入投资活动上，从而合理地解释了表 9－1 投资活动营运资金期末占比远高于经营活动和金融活动的现象。但是，值得注意的是，总资金回报率有所下降，应提高经营活动资金回报率，或者将资金更多地投入投资活动领域，以提升总资金回报率。从行业平均水平来看，总资金回报率和经营活动投资回报率都有所下降，与行业总体一致，而投资活动行业平均资金回报率也有小幅下降，与行业总体不一致。

从最值来看，2015 年总资金回报率的最大值和最小值较 2014 年都减小，说明行业内总资金回报率下降，与上述分析一致；经营活动回报率与总资金回报率一致；2015 年投资活动资金回报率最大值比 2014 年增大，最小值比 2014 年变小，说明行业内投资活动资金回报率差异很大。

从中位数来看，2015 年总资金回报率和经营活动资金回报率都比 2014 年低，投资活动资金回报率比 2014 年高，也与上述总资金回报率和经营活动资金回报率下降、投资活动资金回报率上升一致。

六、采矿业上市公司融资结构与财务风险分析

（一）总资金融资结构与长期财务风险分析

1. 行业层面

对采矿业营运资金来源进行分析，可以初探采矿业上市公司的财务风险状况。2014～2015 年行业层面采矿业上市公司营运资金融资结构如表 9－15、图 9－11 和图 9－12 所示。

表 9－15　　2014～2015 年采矿业营运资金来源状况分析表

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年末	2015 年末	2014 年末	2015 年末	2014 年末	2015 年末
行业总体	32.42	31.95	67.58	68.05	1.17	1.40
行业平均	32.45	35.18	65.81	64.82	1.35	1.46
最大值	71.36	79.41	99.82	100.00	4.66	8.88
中位数	32.40	32.38	65.64	67.62	1.20	1.14
最小值	0.00	0.00	27.76	20.59	－9.45	－7.98
样本量	64	64	64	64	64	64

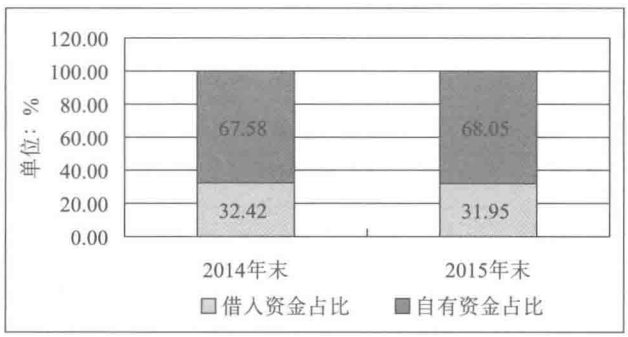


图 9－11　2014～2015 年采矿业上市公司总资金融资结构

图 9－12　2014～2015 年采矿业财务杠杆

从行业总体看，2015 年采矿业借入资金占比为 31.95%，小于 2014 年，下降了 0.47%；自有资金占比为 68.05%，比 2014 年上升 0.47%；财务杠杆为 1.40，比 2014 年上升 19.65%，财务风险有所上升。从行业均值来看，2015 年采矿业借入资金占比上升，自有资金占比下降，财务杠杆上升，说明

2015 年财务风险在加大。从最值来看，2015 年采矿业借入资金占比最大值高达 79.41%，财务杠杆为 8.88，说明其过度依赖外部资金，营运资金融资结构不合理，面临较大的财务风险；而借入资金占比最小值仅为 0%，财务杠杆为 -7.98，这表明该企业营业活动不仅没有融资需求，还作为融资平台为企业其他资金需求提供融资支持。上述差异也反映了采矿业各企业营运资金融资策略存在很大不同，面临的财务风险差别也很大。

2. 企业层面

从企业层面分析采矿业融资结构和财务杠杆情况分别见表 9 - 16 和图 9 - 13，以及表 9 - 17 和图 9 - 14。

表 9 - 16　　2014 ~ 2015 年采矿业总资金融资结构分段统计表　　单位：家

比例区间（%）	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
	2014 年末		2015 年末		2014 年末		2015 年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	3	4.69	2	3.13	0	0.00	0	0.00
(0，25]	20	31.25	21	32.81	0	0.00	2	3.13
(25，50]	31	48.44	25	39.06	11	17.19	14	21.88
(50，75]	10	15.63	14	21.88	33	51.56	25	39.06
(75，100]	0	0.00	2	3.13	20	31.25	23	35.94
>100	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
总计	64	100	62	100	64	100	62	100

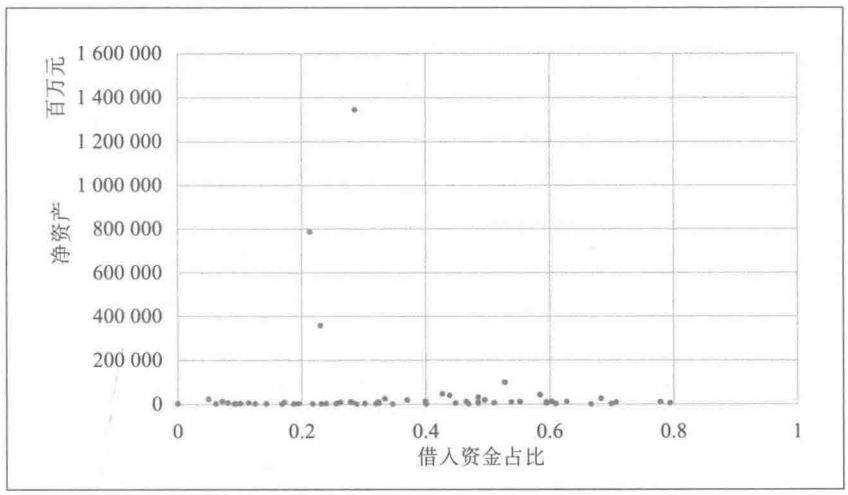


图 9 - 13　2014 ~ 2015 年采矿业上市公司借入资金占比与净资产散点图

如散点图 9 - 13 所示，2015 年采矿业借入资金占比均大于 0 小于 0.8，且主要集中在 0.2 ~ 0.6 范围内。如表 9 - 16 所示，2015 年采矿业借入资金占比处于（50%，+∞）区间的较 2014 年有所增加；自有资金占比处于（50%，+∞）区间的较 2014 年有所减少，这说明 2015 年采矿行业有更多的企业增加了借入资金，减少了自有资金，财务风险增加。总体来看，采矿业行业整体财务风险较大，应注意调整营运资金融资策略，减少对短期金融性负债的依赖，积极进行财务风险的防范。另外，借入资金占比大都集中在（25%，50%］区间，自有资金占比大都集中在（50%，75%）］区间，这说明，采矿业融资结构行业差异并不是很大。

表 19－17　　2014～2015 年采矿业财务杠杆分段统计表

比例区间	财务杠杆			
	2014 年末		2015 年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）
[1，1.5)	37	57.81	20	31.25
[1.5，2)	7	10.94	3	4.69
[2，3)	6	9.38	7	10.94
≥3	5	7.81	10	15.63
总计	64	100	62	100

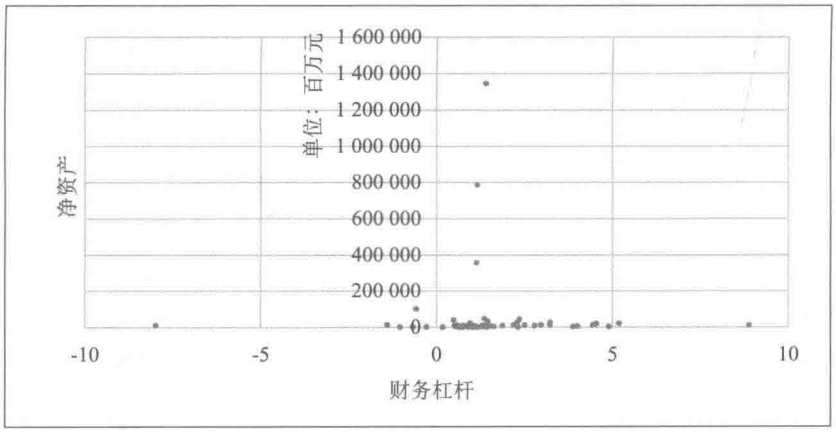


图 9－14　2015 年采矿业上市公司财务杠杆与净资产散点图

由散点图 9－14 可以看出，2015 年采矿业上市公司财务杠杆比较集中，基本集中在［1，2）附近。详细数据如表 9－17 所示，2015 年采矿业财务杠杆在［1，1.5）区间内的企业有 20 家，从 2014 年的 37 家大幅下降；在［1.5，2）区间内的企业有 3 家，比 2014 年的 7 家也有下降；在［2，3）区间内的企业有 7 家，比 2014 年的 6 家略有增加；在［3，＋∞）区间内的企业有 10 家，比 2014 年的 5 家增加了 1 倍。由此说明，更多的企业财务杠杆变大，可能存在到期偿债风险，采矿业财务风险增加。因此，相关企业应加强财务风险管理，改善融资结构，降低财务风险。

（二）营运资金融资结构与短期财务风险分析

1. 行业层面

从行业层面分析营运资金融资结构可以初探采矿业上市公司的财务风险状况。2014～2015 年采矿业上市公司营运资金融资结构如表 9－18 和图 9－15 所示。

表 9－18　　2014～2015 年采矿业营运资金融资结构统计分析表

项目	短期金融性负债占比（%）		营运资本占比（%）	
	2014 年末	2015 年末	2014 年末	2015 年末
行业总体	490.82	275.53	－390.82	－175.53
行业平均	133.23	－18.01	－33.23	118.01
最大值	3 924.17	1 946.76	2 122.58	6 798.39
中位数	55.34	56.75	44.66	43.25
最小值	－2 022.58	－6 698.39	－3 824.17	－1 846.76
样本量	64	64	64	64

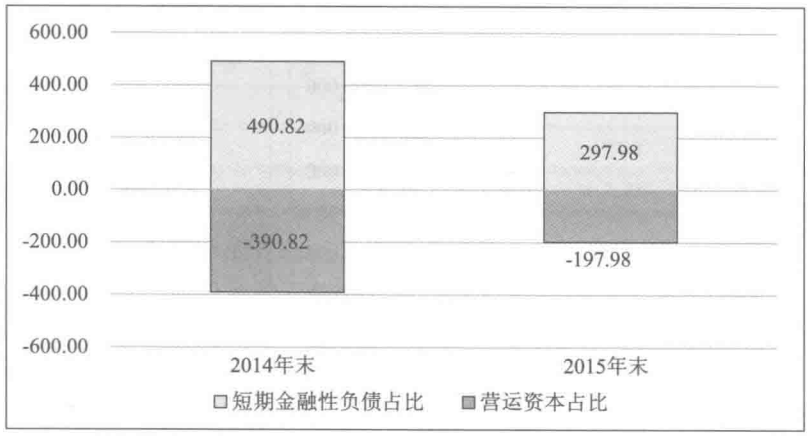


图 9－15　2014～2015 年采矿业营运资金融资结构

由图 9－15 看出，2015 年采矿业短期金融性负债占比和营运资本占比都有所降低，这可能是因为采矿业去库存、去产能的宏观背景，导致投资缩减，资金需求下降。如表 9－18 所示，从行业总体水平来看，2015 年采矿业短期金融性负债占比为 275.53%，比 2014 年的 490.82% 大幅下降；营运资本占比为－175.53%，比 2014 年的－390.82 大幅增加，这说明 2015 年采矿业对短期金融负债依赖有所下降，短期财务风险降低，对长期金融负债依赖性增加，长期财务风险增加。从最值来看，短期金融负债占比最大值高达 1 946.76%，说明其过度依赖短期金融性负债，面临的财务风险过大，营运资金融资结构不合理；而最小值仅为－6 698.39%，这表明该企业营业活动不仅没有融资需求，还作为融资平台为企业其他资金需求提供融资支持。上述差异也反映了采矿业营运资金融资策略存在很大不同，面临的财务风险也差别很大。

2. 企业层面

接下来从企业层面分析营运资金来源结构，2014～2015 年采矿业上市公司营运资金来源状况如表 9－19 所示。

表 9－19　　2014～2015 年采矿业营运资金来源结构分段统计表　　单位：家

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年末		2015 年末		2014 年末		2015 年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	12	18.75	12	18.75	21	32.81	21	32.81
(0，25]	10	15.63	5	7.81	1	1.56	6	9.38
(25，50]	10	15.63	14	21.88	10	15.63	6	9.38
(50，75]	10	15.63	6	9.38	10	15.63	14	21.88
(75，100]	1	1.56	6	9.38	13	20.31	7	10.94
>100	21	32.81	21	32.81	9	14.06	10	15.63
总计	64	100	64	100	64	100	64	100

由散点图 9－16 看出，2015 年采矿业短期金融负债占比比较集中。如表 9－19 所示，对比采矿业 2014 年和 2015 年营运资金来源数据可以看出，短期金融性负债占比的区间分布变化不大，说明采矿业财务风险相对稳定，但行业内不同企业间财务风险差异较大。具体来看，2014 年短期金融性负债占比位于 0 和 100% 之间的企业数共 31 家，占比为 48.44%，营运资金融资结构相对合理；另外 51.56% 企业短期金融性负债占比或大于 1 或小于 0，即营运资本小于 0，存在短借长投的资金配置现象，财务风险较大；而在 2015 年融资结构相对合理的企业数不足一半，存在短借长投现象的企业竟多达 33 家，占比超过 50%，行业整体财务风险较大。相关企业应调整营运资金融资策略，减少对短期金融性负债的依赖，积极进行财务风险的防范。

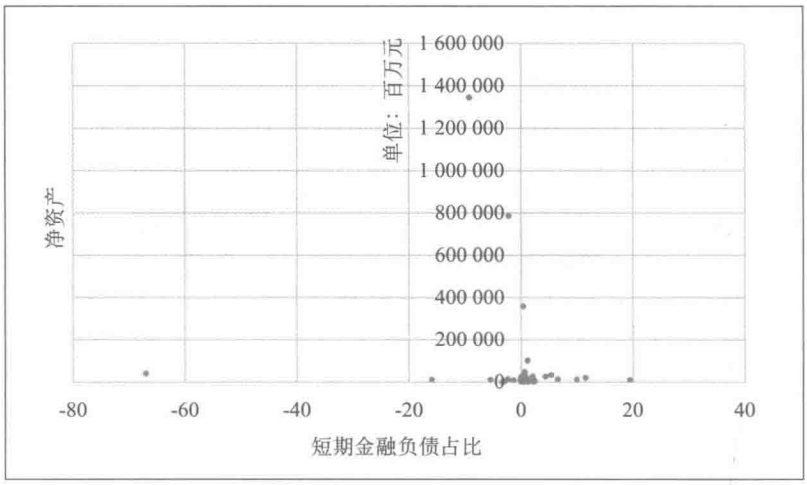


图 9－16　2015 年采矿业上市公司短期金融性负债占比与净资产散点图

七、2015 年采矿业上市公司营运资金管理绩效排行榜

本部分分别按“经营活动营运资金周转期（按要素）”和“经营活动营运资金周转期（按渠道）”进行排名，考察采矿业上市公司营运资金管理绩效。在对上市公司营运资金管理绩效进行排名时，剔除了财务数据异常的公司，详见附录一。

八、2015 年采矿业上市公司营运资金管理典型案例

（一）中国石化公司简介

中国石油化工集团公司是 1998 年 7 月国家在原中国石化化工总公司基础上重组成立的特大型石油石化企业集团，是国家独资设立的国有公司、国家授权投资的机构和国家控股公司。公司控股的中国石油化工股份有限公司（简称中国石化）成立于 2000 年 2 月，是由中国石化集团以旗下的主要经营性资产发起设立的，在成立后，即于 2000 年 10 月和 2001 年 7 月先后在香港交易所、纽约证券交易所、伦敦证券交易所和上海证券交易所发行上市。

中国石化与中国石油天然气股份有限公司、中国海洋石油有限公司共同垄断了中国内地的石油市场。与另两家公司相比，中国石化更注重化工业务，它是中国最大的石油制品和化工产品生产商，原油生产则只位居第二。中国石化是中国最大的一体化能源化工公司之一，主营业务范围为：石油与天然气勘探开发、开采、管道运输、销售；石油炼制、石油化工、化纤、化肥及其他化工生产与产品销售、储运；石油、天然气、石油产品、石油化工及其他化工产品和其它商品、技术的进出口、代理进出口业务；技术、信息的研究、开发、应用。中国石化是中国最大的石油产品（包括汽油、柴油、航空煤油等）和主要石化产品（包括合成树脂、合成纤维单体及聚合物、合成纤维、合成橡胶、化肥和中间石化产品）生产商和供应商，也是中国第二大原油生产商。

中国石化建立了事业部管理体制，公司治理结构规范，现有全资子公司、控股和参股子公司、分公司等共 100 余家，涵盖油气勘探开发、化工、炼油、产品销售、外贸及科研等企业和单位。公司实行集中决策、分级管理和专业化经营，其经营资产和主要市场集中在我国经济最发达、最活跃的东部、南部和中部地区。

（二）经营活动营运资金周转绩效数据分析

1. 中国石化经营活动营运资金管理绩效与行业平均水平对比分析

根据中国企业营运资金管理研究中心对中国石化 2015 年营运资金管理绩效的调查结果，得到 2015 年中国石化及采矿行业平均营运资金周转期指标，具体如表 9－20、表 9－21 所示。

表 9－20　　2015 年中国石化经营活动营运资金各渠道周转期　　单位：天

项目	采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
行业整体	－29.7	－9.9	25.1	－14.4
中国石化	－15.51	－8.36	7.88	－16

由表 9－20 可以看出，2015 年中国石化经营活动营运资金周转期（按渠道）为－16 天，小于行业平均水平，在行业内排名第 17，说明中国石化经营活动营运资金管理水平高于行业平均水平。进一步分析发现，2015 年中国石化采购渠道营运资金周转期为－15.51 天，比行业平均水平高 14.19 天；生产渠道营运资金周转期－8.36 天，略高于行业的－9.9 天；营销渠道营运资金周转期低于行业平均水平 17.22 天。这说明在采矿业营销渠道营运资金周转期普遍较高的情况下，中国石化营销渠道营运资金管理绩效比较好，但是采购渠道的管理绩效较差。

表 9－21　　2015 年中国石化经营活动营运资金各要素周转期　　单位：天

项目	存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
行业整体	32.3	26.5	46.9	11.8
中国石化	30.47	15.42	30.04	15.84

由表 9－21 可以看出，2015 年中国石化存货周转期为 30.47 天，比行业整体水平少 1.83 天，存货管理略高于行业水平，行业排名第 20；应收账款周转期为 15.42 天，低于行业平均水平 11.08 天，行业排名第 12 位，应收账款管理绩效低于行业整体水平，管理绩效改善空间大；应付账款周转期为 30.04 天，比行业平均水平少 16.86 天，行业排名第 26 位，应付账款管理绩效低于行业整体水平；经营活动营运资金周转期（按要素）为 15.84 天，行业整体为 11.8 天，营运资金管理绩效（按要素）低于行业整体水平。

2. 中国石化 2011～2015 年度经营活动营运资金管理绩效变化趋势分析

2011～2015 年中国石化经营活动营运资金周转期（按渠道）情况，分别见表 9－22 和图 9－17。

表 9－22　　2010～2015 年中国石化经营活动营运资金周转期（按渠道）　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
采购渠道营运资金周转期	－7.72	－10.60	－11.19	－11.51	－15.51
生产渠道营运资金周转期	－4.91	－4.12	－4.84	－6.15	－8.36
营销渠道营运资金周转期	5.63	7.46	8.07	9.63	7.88
经营活动营运资金周转期（按渠道）	－7.00	－7.26	－7.95	－8.03	－16

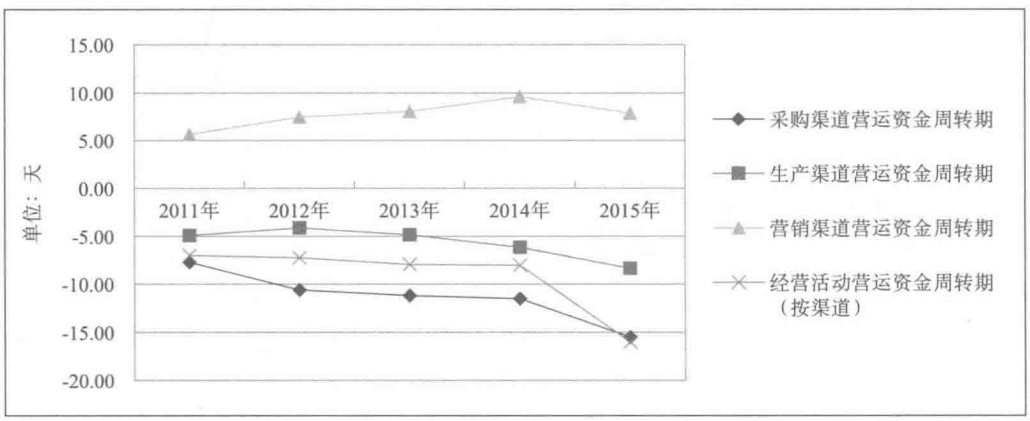


图 9－17　2010～2015 年中国石化经营活动营运资金周转期（按渠道）趋势图

从分渠道情况来看，2011～2015 年中国石化采购渠道营运资金周转期呈下降趋势，由 2011 年的 -7.72 天下降为 2015 年的 -15.51 天，周转期均为负数，说明中国石化在采购环节占用上游企业资金，采购渠道营运资金管理绩效较高，这可能是因为中国石化企业规模大，具有规模优势，随着行业影响力的提高，在采购方面更具有话语权；生产渠道营运资金周转期在 2012 年有小幅上升，随后下降，总体呈下降趋势，这可能是由于近年来石油化工行业固定资产投资持续下降，生产技术的改进滞后，生产渠道营运资金绩效管理仍有提高的潜力；营销渠道营运资金周转期在 2011～2014 年呈上升趋势，2015 年开始下降，但仍高于 2011 年，希望遏制下降的势头，加强对营销渠道的管理。

2011～2015 年中国石化经营活动营运资金周转期（按要素）情况，分别见表 9-23 和图 9-18。

表 9-23　　2011～2015 年中国石化经营活动营运资金周转期（按要素）　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
存货周转期	26.04	27.36	27.65	26.46	30.47
应收账款周转期	10.64	12.26	12.45	12.94	15.42
应付账款周转期	22.94	26.18	26.84	26.13	30.04
经营活动营运资金周转期（按要素）	13.74	13.45	13.26	13.28	15.84

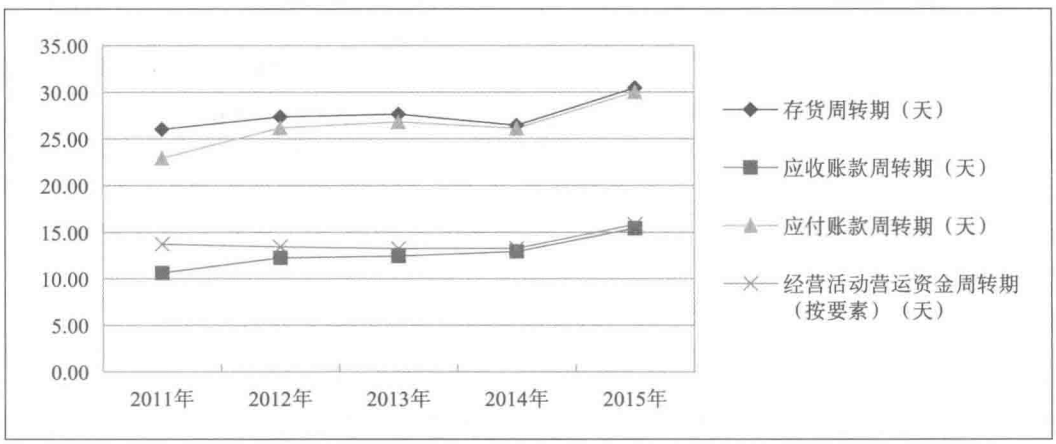


图 9-18　2011～2015 年中国石化经营活动营运资金周转期（按要素）趋势图

从要素角度来看，2011～2015 年中国石化的经营活动营运资金周转期（按要素）呈上升的趋势，管理绩效略有下降。具体到每个要素来看，存货周转期呈先上升后下降再上升趋势，在 2011～2013 年，从 26.04 天上升到 27.65 天，2014 年有所下降，下降到 26.46 天，2015 年又上升到 30.47 天，总体呈上升趋势，存货管理绩效有所改善后又有所下降，2015 年下降幅度很大，应注意改变下降势头；应收账款周转期基本呈稳定上升态势，虽上升幅度不大，但也要加强管理；应付账款周转期变化趋势同存货变化趋势完全一致，呈先上升后下降再上升趋势，2011～2013 年上升至 26.84 天，2014 年下降为 26.13 天，2015 年上升为 30.04 天，应付账款周转期近五年排名都居于中上水平，管理绩效仍有发掘潜力。

综合渠道和要素来看，采购渠道管理绩效有一定的优势，这主要是由于应付账款周转期的优势明显，并且应付账款周转绩效仍有提升的潜力；营销渠道周转期上升，也是由应收账款管理绩效下降所致；相比而言，存货周转期仍有进步的空间，存货周转期的缩短将提高营销渠道营运资金的管理绩效，仍需加强对存货和营销渠道营运资金的管理。虽然企业通过占用供应商资金，可以缩短采购渠道营运资金周转期，但是，在大量占用上游供应商资金的同时，被客户占用资金的情况也会增加，因此要提防应收账款周转期延长从而导致营销渠道周转速度减慢。

近年来，石化产业产能持续高速增长、需求下降，导致供需形势发生根本性变化，由供不应求发

展为供过于求，甚至出现严重的产能过剩问题。在分渠道层面，中国石化表现出较好的营运资金管理绩效，但生产渠道营运资金管理仍需提高；在要素层面，由于受到国内经济形势的影响，中国石化存货周转期改善幅度不大，仍需进一步提高存货管理水平。

（三）特色总结与建议

1. 拓宽原材料采购渠道，保证原材料的低成本供应

中国石化实施的物资集中采购政策，通过整合市场资源、对同类产品推行标准化采购或扩大采购规模等措施，优化供应链结构，增加供应商潜在市场份额，降低采购成本；通过与优秀供应商合作，提高物资采购质量和售后服务水平，降低后期维护保养成本。特别是在三抽产品集中采购过程中，采购管理小组借助集中采购平台，以团队的专业化能力保证了采购质量和采购效率，实现了与优秀供应商的互利共赢，促进了中国石化整体规模化、低成本和可持续发展。

2. 采用统销营销方式，实行多渠道的营销策略提升营销渠道营运资金管理绩效

首先，中石化液化气营销选择走统销之路本来就是大势所趋。这符合中石化整体营销战略规划，同时也缓解了各个炼油企业内部之间的恶性竞争，也从职能划分上保证了炼油企业和专业销售公司职权分离。其次，实行多渠道的营销策略。根据液化气的不同用途，选择不同的营销模式。无论哪一种营销渠道，力求实行扁平化的渠道策略，使得营销渠道纵向层级缩小，便于发挥渠道灵活、快捷的作用；扩展营销渠道的广度，使得每一层级的客户群都呈放射性辐射到更广的区域。统销营销模式以销定产，既降低了流通费用，也可以及时与目标客户沟通，掌握最细的市场动态，提升营销渠道营运资金管理绩效；与此同时，稳定的产品销售量保证炼化企业的正常生产，也将直接促进上游油田的稳产、增产。

3. 优化产业结构，提高营运管理效率

相比于中国石油，中国石化的最大区别在于中国石油的经营集中在上游油气勘探和生产，而中国石化的产业结构则偏向于中下游。当国际原油价格上涨或者国家进行油价调控时，中国石化的利润空间会被迅速挤压。因此中国石化必须优化产业结构，从上游获取更多的利润。同时，中国石化应该主动地采取“走出去”战略，利用国内充裕的资金支持，加强与石油产油国的合作，扩大合作范围，参与产油国的石油生产。在原有开采、勘探上加大投入力度，力求提高产油量和产油率。同时，针对现有的各项固定资产，应不断完善工艺、技术，力求提高投入产出比。在成品油气的销售环节上，应加大零售业务，加强重点区域的网络建设。

4. 加速探索新能源

日益稀缺的石油资源在经济高速发展时代不堪重负，各国也都开始积极探索研发新型能源。更清洁、可再生的新型能源取代传统非再生能源是使全球经济摆脱石油依赖的解决之道，乃能源产业未来的必然发展趋势。由于近几年来石油价格不断上涨，各国政府都出台了相应政策，鼓励发展石油替代能源。中国石化也需要发挥主观能动性，通过自主开发、技术引进、合资合作等方式努力增强在新能源领域的竞争，拓展业务范围。

九、2015 年采矿业上市公司营运资金管理调查结论与建议

（一）调查结论

1. 采矿业整体营运资金存量增加，资金主要集中在投资活动领域

从营运资金存量及其分布状况看，2015 年采矿业总体占用营运资金为 1669.20 亿元，比 2014 年增加 576.59 亿元，增幅为 53%。行业平均占用也由 2014 年的 17.07 亿元上升为 2015 年的 26.08 亿元。从营运资金配置结构看，采矿业经营活动和金融活动营运资金期末占用均为负，投资活动营运资金占用为正，说明采矿业资金占用主要投放在了投资活动领域，经营活动和金融活动并没有占用本企业的资金。具体来看，2015 年采矿业上市公司在经营活动领域提供营运资金 -1929.10 亿元，较上年增加 299.57 亿元；金融活动领域提供营运资金 14.69 亿元，比 2014 年上升 28.52%，金融活动营运资金占比由 2014 年的 -1.05% 上升为 -0.88%；而投放在投资活动领域的营运资金为 3613.00 亿元，与上年

相比增加了879.42亿元，增幅为32%。究其原因，采矿业投资活动较为活跃，经营活动营运资金成为投资活动营运资金的供给方。另外，营运资金占用增加的原因在于投资活动营运资金占用增加。从总体来看，投资活动营运资金占用增加了32%。显而易见，2015年采矿业上市公司营运资金配置向投资活动倾斜。

2. 营销渠道营运资金管理绩效持续下降

2015年采矿业经营活动营运资金周转期（按渠道）为-13.95天，比2014年缩短了64%，行业总体绩效稳中有升。横向比较各渠道营运资金管理绩效，从行业整体和大部分子行业的平均水平可知，采购渠道管理绩效好于生产渠道，而营销渠道管理绩效表现最差。营销渠道营运资金周转期于2011年后持续延长，说明营销渠道营运资金绩效持续恶化，究其原因可能存在产品囤积或应收账款逾期未收回情况。总的来说，营销渠道营运资金管理绩效的降低大大阻碍了经营活动营运资金管理绩效的改善，营销渠道管理应成为采矿业营运资金渠道管理的重中之重。因此采矿业应重塑整个产业的价值链，通过分渠道管理营运资金的手段提高资金使用效率。

3. 经营活动营运资金周转期（按要素）延长，应收账款管理绩效下降明显

2015年采矿业经营活动营运资金周转期（按要素）为12.06天，比2014年延长了16%，行业总体绩效有所下降。从行业总体来看，2015年应付账款周转期比2014年有所延长，应付账款管理绩效有所提高；存货周转期绩效有所下降；应收账款周转期延长5.3天，增长了24%，应收账款管理绩效显著降低。存货周转期在2011~2015年呈先上升后下降再上升趋势，整体来看呈上升趋势，说明该行业存货周转期有所延长，占用的资金增加，管理绩效有下降趋势；应收账款周转期呈持续呈上升趋势，应收账款收回期延长，管理绩效持续下降。从要素视角看，相比2014年，2015年采矿业存货周转绩效改善的上市公司有10家，占比16.39%，基本不变的有9家，占比14.75%，绩效降低的企业达到42家，占比68.85%，比重最大，存货管理绩效下降；应收账款管理绩效改善的企业只有13家，占比21.31%，基本不变的有9家，占14.75%，绩效降低的企业达39家，占比达63.93%，说明该行业应收账款管理水平下降，企业资金更多地被下游企业占用。

4. 经营活动资金回报率下降，投资活动资金回报率上升，成为采矿业新的经济增长点

从行业总体来看，2015年采矿业上市公司总资金回报率为4.53%，比2014年下降47%；经营活动资金回报率为4.09%，比2014年降低55%；投资活动资金回报率为7.65%，比2014年上升47%。从中位数来看，2015年总资金回报率和经营活动资金回报率都比2014年低，投资活动资金回报率比2014年高。根据以上分析，2015年采矿业上市公司投资活动资金回报率上升、经营活动资金回报率下降，我们可以得到，更多的企业将资金投入到投资活动上，投资活动领域成为新的经济增长点。

5. 采矿业财务杠杆变大，财务风险增加

2015年采矿业财务杠杆为1.40，为2014年的1.21倍，财务杠杆上升，财务风险加大。从企业层面来看，财务杠杆在［1，1.5）区间内企业家数占比比2014年降低26.56个百分点；在［1.5，2）区间内2015年企业家数占比比2014年下降6.25个百分点；在［2，3）区间内2015年企业家数占比比2014年上升1.56个百分点；在≥3比重范围内2015年企业家数占比比2014年上升7.81个百分点，说明更多的企业财务杠杆变大，2015年采矿业财务风险增加。从营运资金融资结构来看，采矿业2015年行业总体短期金融性负债的占比为275.53%，营运资本占比连续为负值，说明采矿业营运资金的来源主要是短期金融性负债，短期偿债压力较大，行业财务风险依然较大。

（二）对策建议

1. 加强对营销渠道营运资金管理，提升营运资金管理绩效水平

2015年采矿业经营活动营运资金周转期（按渠道）较2014年虽然有所缩短，但2011~2015年营销渠道营运资金管理绩效持续下降，而应收账款又是营销渠道管理中的重要项目，五年来采矿业应收账款周转期持续延长，采矿业应收账款的管理无疑成了营销渠道营运资金管理绩效改善的绊脚石。为了应对这种情况，采矿业企业应制订应收账款事前管理、事中和事后控制的动态管理策略：事前管理

可以采用提高产品的市场竞争力、选取有利的贷款结算方式和结算时间、制定科学合理的信用政策、适当增加保理业务等方式，事中和事后控制主要侧重于强化企业对应收账款的动态量化，如进行应收账款账龄分析、编制应收账款周报表等报表、及时分析企业应收账款的动态变化并及时采取应对措施。另外，企业应明确内部相关职能部门对应收账款的管理职责。

2. 加强供应链资金管理，进一步提高存货与应收账款管理水平

供应链管理作为一种新型的管理模式，为供应链企业实现成本节约、合作共赢提供了可能，而成本的节约进一步减少了企业各渠道营运资金的占用。采矿业企业应充分利用上下游企业进行供应链管理，重视采购、生产、营销等环节，加强不同部门间的合作，建立适合供应链管理的业务流程。具体来说，采购部门应制订采购计划，搞好供需平衡，对全部材料实行分类管理；生产部门应合理安排生产作业计划，促进各生产环节之间的衔接和平衡，保持生产的均衡性；销售部门应提高销售战略的质量，提高销售预测的准确性，重新选择和分析顾客和客户，密切企业与其供应商、顾客、代理商等的联系；企业应选择合适的合作伙伴，加强信用建设，建立长期的战略合作关系。

3. 优化营运资金来源结构，降低财务杠杆和短期财务风险

2015 年采矿业财务杠杆变大，营运资金来源主要以短期金融性负债为主，2015 年虽然短期金融性负债的占比为 275.53%，比 2014 年下降，但是营运资本占比持续为负，短期资本远远超过长期资本，这就说明了采矿业融资结构非常不合理，短期偿债压力较大，行业财务风险依然较大。因此，采矿业企业应审时度势，制定稳健的营运资金融资策略，优化营运资金来源结构，比如降低短期金融性负债的比重、加强对供应链中供应商和经销商的调控能力，从而降低采矿行业企业的财务风险水平。

4. 多元化经营，投资重点放在投资活动领域，提高总资金回报率

2015 年采矿业经营活动资金回报率下降，但是投资活动资金回报率上升了 92.11%，这是好的势头，投资活动成为采矿业新的经济增长点。在采矿业去库存、需求疲软，利润率不断下降的形势下，采矿业要想改变现状，就要实现多元化经营，不仅仅局限在传统的采矿业生产活动上，而是将目光放得更加长远，落脚在资金回报率高的投资活动领域，将资金盘活，为企业源源不断提供资金，更好地支持经营活动的开展。

5. 实现生产与安全、能源与环境的和谐发展

采矿业应严格遵守国家法律法规关于安全生产与环境保护的要求。对于安全生产，企业应从严制定安全生产规定，规范生产操作流程，加强安全生产监督与惩治，给员工、家庭和社会营造一个安全放心的工作环境；对于环境保护，采矿业企业有责任在生产作业中把对环境的危害降到最低程度，向标杆企业看齐，坚持“环保优先、安全第一、质量至上、以人为本”的理念，追求“零缺陷、零伤害、零污染”的目标，努力创建资源节约型、环境友好型和安全生产型企业，推动企业的可持续发展。安全与生产、能源与环境的和谐发展会减少企业用于事故赔偿、环境恢复资金的流出，有利于保障企业正常的营业活动、营运资金管理，有利于企业声誉的建立，从而最终促进企业的长远发展。

主要参考文献

1. 栗鸿源：“2014 年全球矿业和公用事业总产出趋增”，《中国矿业》，2015 年第 8 期。
2. “矿政管理重点工作该怎样布局?”，《中国矿业报》。
3. 中国石化 2015 年年报。
4. 石油石化物资采购网 http：//www. pmweb. com. cn/index. php/News/data. html? id = 769。
5. 中研网 http：//www. chinairn. com/news/20 150 313/161 717 390. shtml。
6. 赵蓓：“中石油统销模式下的营销策略分析”，《商场现代化》，2010 年第 22 期。

第十章　2015 年食品、饮料行业上市公司营运资金管理调查

【摘要】2015 年对于食品、饮料行业是充满挑战的一年。宏观经济方面，我国处于经济转型期，经济发展逐渐进入新常态，GDP 由“高速增长”转为“稳步增长”，各行业增速放缓，食品、饮料行业也不例外。2015 年 10 月 1 日起，新修订的《中华人民共和国食品安全法》正式施行，食品安全监管更加严格。本报告在前期调查研究的基础上，从营运资金存量及分布状况、经营活动营运资金管理绩效、资金回报、融资结构与财务风险等四个维度，分别以 2014 年的 89 家上市公司和 2015 年的 109 家上市公司作为调查对象，对食品、饮料行业上市公司 2015 年营运资金管理状况进行调查分析。

调查表明：在营运资金配置与来源方面，2015 年食品、饮料行业营运资金占用水平基本保持稳定，投资活动营运资金总体配置比重最高。经营活动营运资金（按渠道）配置结构中营销渠道营运资金比重大，而经营活动营运资金（按要素）配置结构中存货项目比重较大。食品、饮料行业资金来源以自有资金为主，这使得行业总体财务风险较小。在营运资金管理绩效方面，2015 年房地产行业营运资金管理绩效与 2014 年基本持平。其中采购渠道营运资金周转绩效改善较大，营销渠道和生产渠道营运资金管理绩效有所降低。

根据调查结果，本报告发布了 2015 年食品、饮料行业上市公司营运资金管理绩效排行榜，并选取本行业的典型企业进行案例分析，最后总结出食品、饮料行业营运资金调查的结论并提出相关建议。

一、食品、饮料行业上市公司营运资金基本特征

食品、饮料行业与人民的生活息息相关，主要包括农副食品加工业、食品制造业和饮料制造业，属于典型的消费品制造行业。作为制造行业，该行业上市公司普遍具有高存货的特点；作为消费品行业，该行业上市公司竞争水平较大，根据对过去五年食品、饮料行业的行业集中率（CR8）的计算：2010 年为 50.35%，2011 年 58.17%，2012 年 55.33%，2013 年 52.79%，2014 年 50.88%。此外，通过对过去五年 A 股上市公司实际控制人的统计，实际控制人为国有上市公司、国有机构、省、地区级政府的上市公司占比为 40% 左右，占比相对较高。这都对营运资金的管理产生了较大影响。

该行业的营运资金管理特点具体分析如下：

1. 生产规模大，资金充足尤为重要

食品、饮料行业对营运资金的需求情况可以通过计算经营活动营运资金与营业收入比值得出。该比值在 2010 年为 4.49%，2011 年为 2.98%，2012 年为 4.25%，2013 年为 8.85%，2014 年为 9.52%，说明食品、饮料行业对资金需求较高。这主要是由于食品、饮料行业的产品单价较低，利润率低，所以一旦上线便大批量生产。而原材料的大量采购、生鲜食品的保存与运输，都需要大量的资金支持。所以保持充足的资金对于食品、饮料上市公司十分重要。

2. 投资活动相对经营活动占用更多营运资金

根据中国上市公司营运资金数据库数据计算得到，近五年来，食品、饮料行业投资活动营运资金占用水平一直保持在 68% 以上，2012 年达到最高，为 87.02%，而经营活动营运资金占比则一直保持在 30% 左右。可以看出，投资活动的资金占用水平远远超过日常经营活动。这主要是因为，食品、饮料行业的生产线构建需要大量资金，且近年来，逐渐增多的并购重组也需要大量资金支持。故而投资活动的资金占用相对更大。

3. 营销渠道占用营运资金逐年增多

根据中国上市公司营运资金数据库数据计算，近五年来，食品、饮料行业各渠道的营运资金占用水平相对平均。但是从 2011 年之后，营销渠道占用营运资金水平逐年上升，在 2014 年达到了

61.46%。这一方面是由宏观经济环境导致，另一方面也与近年来该行业竞争逐年增强有关。

4. 各要素营运资金占用均增长，存货占用水平更高

过去五年，存货、应收项目及应付项目的营运资金占用水平均在增长。其中，存货相对其他项目占用更多营运资金。这由两部分原因造成，一方面，为了保证生产的正常进行，材料存货周转速度较慢；另一方面，由于竞争的激烈，成品存货的库存也会较多。

5. 营运资金来源多为长期资金，资金压力不大

通过计算短期金融性负债与营运资金的比值发现，过去五年的短期金融性负债一直保持在 40% 左右。说明食品、饮料行业的营运资金来源多为长期资金，短期负债并没有带来短期偿还的资金压力，所以食品、饮料行业的财务风险较低。

6. 重点关注营销渠道和存货的管理绩效

根据中国上市公司营运资金数据库数据显示，过去五年食品、饮料行业的各渠道中营销渠道营运资金周转期最长，且近几年更有恶化趋势；各要素中存货周转期最长。这主要是由于该行业的竞争相对激烈，且近几年更甚。各上市公司产品虽不断推陈出新，但产品同质化水平依然较高，消费者品牌忠诚度较低。所以食品、饮料行业上市公司会花费更多资金在营销方面。

二、2015 年食品、饮料行业上市公司营运资金管理主题词与大事件

（一）2015 年食品、饮料行业营运资金管理主题词

1. 并购重组

国内食品、饮料行业的发展仍处于转型期，既面临广泛存在的食品安全风险，又面临消费需求刚性增长、市场空间持续扩大的战略发展机遇。由于食品、饮料行业中有很多子行业的行业集中率都较低，且监管严格、门槛提高，所以具有扩张能力的行业龙头上市公司纷纷开始了并购重组的进程，且境外并购数量逐渐上升。在 2015 年，食品、饮料 A 股上市公司重点并购重组家数超过 10 家。从整个食品、饮料行业的并购来看，境内并购侧重产业链整合，出境并购侧重技术与食品安全管控，入境并购侧重稳定国内渠道的既定模式。产业链的整合有利于优化供应链管理，进而优化营运资金管理绩效；技术提升有利于提高生产效率，缩短生产渠道营运资金周转期；销售渠道的稳定则可以改善营销渠道营运资金管理绩效。

2. 供应链管理

食品、饮料行业属于典型的制造业，该行业上市公司的日常运作主要包括采购环节、生产环节以及销售环节。相应的，该行业的营运资金管理也分为采购渠道、生产渠道以及营销渠道营运资金管理。由于该行业产品同质化程度较高且竞争激烈，所以如何降低生产成本以及加快现金周转是竞争的关键。此外，近几年食品安全问题频发，引发了政府及民众的普遍关注，2015 年新修订的《中华人民共和国食品安全法》（以下简称《食品安全法》），针对食品原材料安全的管控也更加严格。供应链管理强调优化核心上市公司与供应商的关系，有利于降低采购成本并加快采购渠道营运资金周转，与此同时还能有效控制原材料的质量。所以，供应链管理在 2015 年受到了食品、饮料行业上市公司的广泛关注。

（二）2015 年食品、饮料行业营运资金管理大事件

1.《食品安全法》修订，原材料管理成为关键

2015 年 10 月 1 日起，新修订的《食品安全法》正式施行，这次修订增加了 50 个条款，突出了对特殊食品的管理，例如保健食品、特殊医学用途配方食品、婴幼儿配方食品等，加强了对农药的管理和对食用农产品的管理。由于食品、饮料上市公司的原材料都来自农副产品，针对食品安全监管的加强对该行业上市公司营运资金管理会产生较大影响。一方面监管的加强可以增强消费者的信心，更多地选购国内产品，有利于营销渠道营运资金的管理；另一方面，原材料的成本可能会有所上升，增加了采购渠道营运资金管理的困难。

2. 蒙牛获评“最佳营运资金管理奖”

在 2015 年，蒙牛获评渣打银行“最佳营运资金管理奖”，这主要是由于蒙牛集团是内蒙古自治区

唯一一家获得跨境资金管理的上市公司，并且通过几家银行为上下游合作伙伴办理了19亿元的低成本融资。蒙牛集团通过打造境内外“资金池”，使得集团能够在全球范围内合理规划资金使用，降低资金成本。此外，通过帮助上下游上市公司融资，有利于建立良好的上下游关系，增强供应链管理。

3. 新广告法禁保健食品形象代言，终止代言上市公司承受损失

2015年4月新广告法发布，9月1日正式生效，增加“保健食品禁止代言”条款，令行业震动。该举措旨在杜绝通过明星的个人体验为一项产品的保健功能佐证，引导消费者更多理性选择而非感性消费保健食品。同时，众多拥有代言人的保健食品上市公司须召回产品、将代言合约废止，这些上市公司将承受巨大损失。对于整个保健品行业而言，也必须重新思考营销手段。这为保健品上市公司的营销渠道营运资金管理带来了新的挑战。

4. 食品、饮料行业成为混合所有制改革重点行业

自2013年召开“十一届三中全会”以来，中央成立了全面改革深化小组，国企改革浪潮席卷而来。食品、饮料行业的竞争程度较大，相对于其他垄断型上市公司，该行业上市公司最接近终端消费者，良好的渠道管理和产品是竞争的关键，所以良好的公司治理及优秀的营运资金管理十分关键。但是该行业，尤其是饮料制造子行业，大多是国资控股，营运资金的管理绩效以及公司治理水平都没有达到最佳。所以食品、饮料行业的改革空间很大，在2015年，该行业也就成为混合所有制改革的重点行业。

5. 饮用水包装标签受规范，众多上市公司被迫增加投入

国家卫计委于2014年12月24日批准发布《食品安全国家标准包装饮用水》，该标准自2015年5月24日起实施，其中对包装饮用水的标签标识要求自2016年1月1日起实施。新国标中明确规定，当包装饮用水中添加食品添加剂时，应当在产品名称的邻近位置标示“添加食品添加剂用于调节口味”等类似字样；包装饮用水名称应当真实、科学，不得以水以外的一种或若干种称谓来命名包装饮用水。对于更换产品名称和包装的上市公司而言，面临着大量的资金投入，已建立的品牌效应也将受到影响。

6. 为摆脱产品同质化，上市公司纷纷追求产品创新

由于食品、饮料行业竞争激烈以及产能过剩，若仅通过营销模式创新是不够的，所以众多上市公司开始纷纷调整产品结构，加速产品创新。例如，在2015年，统一集团陆续推出如饮系列、微食刻系列、怡赏系列、小茗同学等10余款新品，其中“小茗同学”的市场反响很好。产品创新对于上市公司而言可谓是一把双刃剑。新产品在研发阶段、生产阶段以及营销阶段都需要较大的资金投入，会占用较多的营运资金，事实上增加了上市公司的财务风险。

7. 网购食品流行，O2O电商模式成为热点

近年来消费者网购食品需求逐渐增强，并且随着食品饮料行业增速下滑、消费者年轻化，各大食品品牌商也借助电商开始抢夺存量市场。目前众多食品品牌商，例如三全鲜食、洋河一号、百草味等，都开始采用O2O的电商模式。因为这种模式的物流成本更低、价格系统更稳定，有利于实现精准营销并提高消费者体验。因此采用O2O模式的上市公司，营销渠道占用的营运资金更少，并且由于采用网购模式，资金流转通过网络进行流转速度更快，故营销渠道营运资金的周转期更低，有利于上市公司营运资金管理绩效的提升。

三、2015年食品、饮料行业上市公司营运资金存量及其分布状况

（一）食品、饮料行业上市公司营运资金存量及其分布状况总体分析

食品、饮料业行业层面的分析，是从行业营运资金的配置情况、经营活动营运资金和投资活动营运资金的配置情况以及年度变化情况进行分析，透视食品、饮料业上市公司2015年营运资金管理的现状。2014～2015年食品、饮料业营运资金配置情况如表10－1、图10－1和图10－2所示。

1. 行业层面

表 10－1　　2014～2015 年食品、饮料行业营运资金存量及其分布状况

项目	营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用（亿元）		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用（亿元）		投资活动营运资金期末占比（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	2 120.04	2 525.20	710.29	850.55	33.50	33.68	－40.15	－60.51	－1.89	－2.40	1 450.12	1 735.17	68.40	68.71
行业平均	23.82	22.96	7.98	7.73	39.38	36.58	－0.45	－0.55	－0.13	－0.16	16.29	15.77	60.57	63.57
最大值	371.13	449.88	132.79	140.69	—	—	0.00	220.02	—	—	277.91	368.86	—	—
中位数	9.16	10.00	3.67	4.01	51.68	47.27	0.00	0.00	0.00	0.00	4.91	5.55	48.32	52.73
最小值	0.78	0.50	－46.21	－53.25	—	—	－39.56	－59.68	—	—	0.17	0.10	—	—
样本量	89	109	89	109	89	109	89	109	89	109	89.00	109.00	89.00	109.00

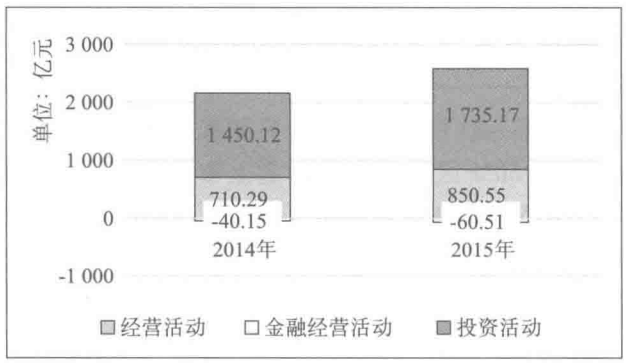


图 10－1　2014～2015 年食品、饮料行业总体营运资金存量及其分布状况

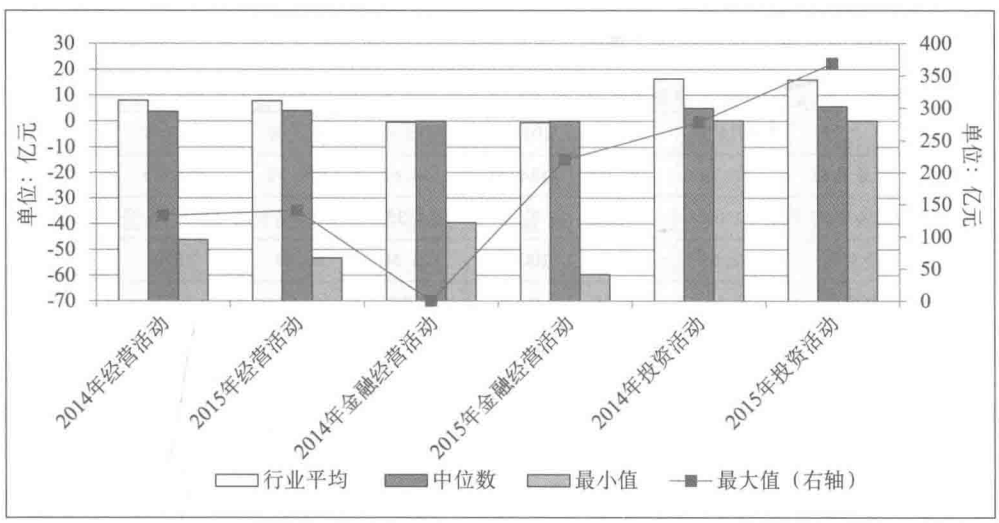


图 10－2　2014～2015 年食品、饮料行业营运资金分布统计数据

从图 10－1 可以看出，在营运资金占用结构方面，食品、饮料行业的营运资金大部分应用于投资活动，其次是经营活动，仅有少量营运资金运用于理财活动。根据表 10－1 分析可知，相比 2014 年，行业总体经营活动营运资金占比上涨 0.18%，而投资活动营运资金占比上涨 0.31%，涨幅均较小，说明食品、饮料行业发展相对平稳。根据营运资金分布统计图，从行业平均以及中位数来看，经营活动、投资活动以及金融活动的营运资金占用与 2014 年基本持平；从最大值来看，各项活动营运资金占用均比 2014 有所上涨；从最小值来看，各项活动营运资金占用相较上年均有小幅下降，这说明上市公司间营运资金占用情况差距有所增加，但行业总体营运资金占用基本保持稳定。

2. 企业层面

从企业层面分析食品、饮料行业上市公司营运资金配置变化情况及变化幅度统计如表 10 - 2 所示。

表 10 - 2　　2014 ~ 2015 年食品、饮料行业上市公司营运资金分布状况分段统计表

区间（%）	按经营活动营运资金占比区间统计				按金融经营活动营运资金占比区间统计				按投资活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	9	10.11	16	14.68	89	100.00	108	99.08	0	0.00	0	0.00
(0, 25]	15	16.85	17	15.60	0	0.00	1	0.92	14	15.73	14	12.84
(25, 50]	19	21.35	28	25.69	0	0.00	0	0.00	32	35.96	34	31.19
(50, 75]	32	35.96	34	31.19	0	0.00	0	0.00	19	21.35	27	24.77
(75, 100]	14	15.73	14	12.84	0	0.00	0	0.00	15	16.85	18	16.51
>100	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	9	10.11	16	14.68
总 计	89	100	109	100	89	100	109	100.00	89	100.00	109	100.00

从表 10 - 2 可知，2015 年食品、饮料行业上市公司共有 109 家，其中，有半数以上上市公司的经营活动营运资金占比落在 0% 至 50% 区间，半数以上上市公司投资活动营运资金占比落在 50% 至 100% 区间。与 2014 年相比，2015 年落在经营活动营运资金占比区间和投资活动营运资金占比区间的上市公司家数的变动趋势基本一致。因此，食品、饮料行业上市公司营运资金配置近两年变化不大。

（二）食品、饮料行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布状况

1. 行业层面

从采购、生产、营销三个渠道分析食品、饮料行业上市公司经营活动营运资金的配置情况，如表 10 - 3 所示。

表 10 - 3　2014 ~ 2015 年食品、饮料行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计表

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	56.79	-52.78	184.11	244.62	469.39	658.70	710.29	850.55
	行业平均	0.64	-0.16	2.07	14.35	5.27	35.39	7.98	49.58
	最大值	42.63	29.37	100.90	123.58	66.41	70.05	132.79	140.69
	中位数	0.18	-0.21	0.05	0.04	2.52	3.33	3.67	4.01
	最小值	-22.15	-26.59	-43.87	-42.19	-11.15	-12.26	-46.21	-53.25
占比（%）	行业总体	7.99	-6.21	25.92	28.76	66.08	77.44	—	—
	行业平均	12.02	-3.23	-18.96	28.94	106.94	71.38	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	9.42	-0.95	4.85	15.42	65.53	76.30	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本量（家）		89	109	89	109	89	109	89	109

从总体来看，2015 年经营活动营运资金行业总体占用为 850.55 亿元，比 2014 年增加了 19.74%，变化幅度不大。但尤为值得注意的是，采购渠道营运资金行业总体占用较 2014 年减少了 109.57 亿元，降低了将近 2 倍，下降幅度非常大。而生产渠道营运资金行业总体占用较 2014 年增加了 60.51 亿元，增幅为 32.87%，涨幅较大。营销渠道营运资金行业总体占用较 2014 年增加了 189.31 亿元，涨幅为 40.33%，涨幅较大。这说明，虽然食品、饮料行业经营活动营运资金占用水平并未发生较大变化，但各渠道营运资金占用情况变化较大。

从行业均值来看，2015 年采购渠道营运资金行业平均占用较 2014 年减少了 0.8 亿元，降幅为 125%。2015 年生产渠道营运资金行业平均占用较 2014 年增加了 12.28 亿元，增幅为 593.2%。2015 年营销渠道营运资金行业平均占用较 2014 年增加了 30.12 亿元，涨幅为 571.5%。从三个渠道的营运资金占用来看，食品、饮料行业经营活动营运资金占用主要集中在生产渠道以及营销渠道，这与食品饮料行业竞争激烈特点相关。食品、饮料行业属于快速消费品制造行业，制造业的普遍特征是生产成本较大，这导致了生产渠道营运资金占比较大。同时，该行业竞争激烈，为了增加市场占有率，营销渠道营运资金占比也较大。

从经营活动营运资金渠道配置结构来看，2015 年生产渠道行业平均占比有所上升，且生产渠道行业平均占比涨幅非常大；营销渠道和采购渠道行业平均占比有所下降，且采购渠道行业平均占比降幅很大。各渠道营运资金分布情况如图 10－3 所示。

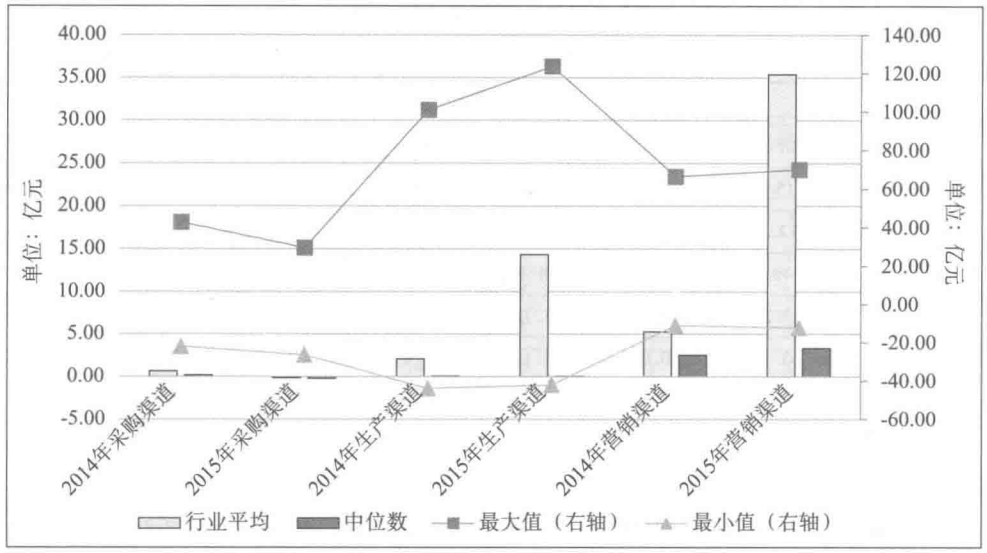


图 10－3　2014～2015 年食品、饮料行业经营活动各渠道营运资金分布统计数据

2. 企业层面

从企业层面分析食品、饮料行业经营活动营运资金在采购、生产、营销三个渠道的配置情况，如 10－4 所示。

表 10－4　2014～2015 年食品、饮料行业上市公司经营活动营运资金按渠道分布情况分段统计表

区间（%）	按采购渠道营运资金占比区间统计				按生产渠道营运资金占比区间统计				按营销活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	33	37.08	56	51.38	35	39.33	39	35.78	10	11.24	11	10.09
(0，25]	21	23.60	22	20.18	21	23.60	25	22.94	12	13.48	12	11.01
(25，50]	15	16.85	12	11.01	16	17.98	15	13.76	11	12.36	20	18.35
(50，75]	10	11.24	9	8.26	6	6.74	8	7.34	17	19.10	11	10.09
(75，100]	4	4.49	0	0.00	7	7.87	9	8.26	14	15.73	18	16.51
>100	6	6.74	10	9.17	4	4.49	13	11.93	25	28.09	37	33.94
总计	89	100	109	100	89	100	109	100	89	100	109	100

由表 10－4 可知，食品、饮料业 2015 年行业上市公司共有 109 家。其中大部分上市公司采购渠道和生产渠道的营运资金占比小于 25%，且有 51.38% 的上市公司采购渠道营运资金占比小于 0，

35.78%的上市公司生产渠道营运资金占比小于0。这说明2015年该行业大部分上市公司的采购渠道和生产渠道占用的营运资金较少。但同时又10家上市公司的采购渠道营运资金占比超过100%，以及13家上市公司生产渠道营运资金占比超过100%。这说明食品、饮料行业上市公司之间采购渠道和生产渠道占用的营运资金数额相差较大。从营销渠道营运资金占比区间来看，大部分上市公司的营销活动占用营运资金超过50%，且有33.94%的上市公司营销渠道营运资金占比超过100%，表明行业整体营销渠道占用营运资金较多。

（三）食品、饮料行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布状况

1. 行业层面

从行业层面分析食品、饮料行业在存货、应收项目、应付项目三个要素之间的配置情况，分析食品、饮料行业经营活动营运资金的管理情况。营运资金在各要素之间分配情况如表10-5以及图10-4所示。

表10-5 2014~2015年食品、饮料行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布总体统计表

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年
金额（亿元）	行业总体	1 154.24	1 292.64	718.20	1 009.96	1 162.08	1 451.94	710.36	850.66
	行业平均	12.97	11.75	8.07	9.18	13.06	13.20	7.98	7.73
	最大值	149.84	180.15	78.18	101.11	106.34	140.57	132.79	140.69
	中位数	5.39	4.33	3.78	4.03	4.78	4.79	3.67	4.01
	最小值	0.11	0.00	0.12	0.07	-0.94	0.24	-46.21	-53.25
占比（%）	行业总体	162.49	151.96	101.10	118.73	163.59	170.68	—	—
	行业平均	151.05	-5 286.42	122.43	-3 965.55	173.48	-9 351.06	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	89.54	88.27	89.48	81.20	74.51	73.81	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本数量（家）		89	109	89	109	89	109	89	109

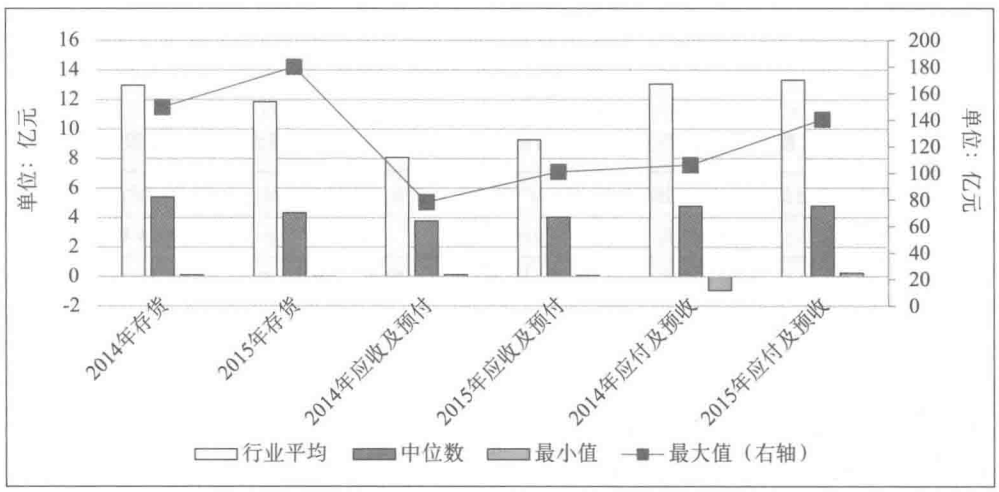


图10-4 2014~2015年食品、饮料行业经营活动各要素营运资金分布统计数据

从表10-5可以看出，食品、饮料行业整体2015年较2014年经营活动营运资金占用量增加，其要素存货、应收及预付款项、应付及预收款项均有所增加。具体来看，2015年存货行业总体占用较2014年增加了138.4亿元，增幅为11.99%；应收及预付款项行业总体占用较2014年增加了291.76亿

元，增幅为 40.62%；应付及预收款项行业总体占用较 2014 年增加了 289.96 亿元，增幅为 24.94%。由此，2015 年经营活动营运资金行业总体占用较 2014 年增加了 140.3，涨幅为 30.9%。

从图 10－4 可以看出，存货和应付及预收要素的营运资金占比较高，而应收及预付要素营运资金占比较小。这主要是与食品、饮料行业属于快消品行业，采用应收及预付模式较少有关。此外，从图中变化趋势来看，存货项目的营运资金占比有所下降，而应收及预付和应付及预收项目的营运资金占比有所增加。

2. 企业层面

从企业层面分析食品、饮料行业经营活动营运资金在存货、应收项目、应付项目三个要素之间的配置情况如表 10－6 所示。

表 10－6　　2014～2015 年食品、饮料行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布分段统计表

区间（%）	按存货占比区间统计				按应收及预付款项占比区间统计				按应付及预收款项占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	9	10.11	16	14.68	9	10.11	16	14.68	10	11.24	16	14.68
(0，25]	7	7.87	5	4.59	3	3.37	3	2.75	8	8.99	11	10.09
(25，50]	7	7.87	11	10.09	13	14.61	12	11.01	13	14.61	15	13.76
(50，75]	10	11.24	16	14.68	15	16.85	17	15.60	14	15.73	13	11.93
(75，100]	15	16.85	13	11.93	15	16.85	19	17.43	11	12.36	12	11.01
>100	41	46.07	48	44.04	34	38.20	42	38.53	33	37.08	42	38.53
总 计	89	100	109	100	89	100	109	100	89	100	109	100

由表 10－6 可知，食品、饮料行业 2015 年行业上市公司共有 109 家。其中，有 48 家上市公司存货占比集中在 >100% 区间，而超过半数上市公司的应收及预付款项占比以及应付及预收款项占比大于 50%。同时，有 16 家企业的存货、应收及预付款项、应付及预收款项的营运资金占比≤0，这说明食品、饮料行业中各要素的营运资金占比差距较大。

与 2014 年相比，2015 年存货的营运资金占比 >100% 的上市公司比重有小幅下降，而存货占比≤0 的上市公司比重有所上升。而各上市公司应收及预付款项和应付及预收款项营运资金占比的分布情况变化幅度不大。

四、2015 年食品、饮料行业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析

本部分首先从食品、饮料行业整体角度分析经营活动营运资金占用情况，并进一步从分渠道和分要素角度对该行业的经营活动营运资金管理绩效进行分析。

（一）食品、饮料行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额分析

2014～2015 年食品、饮料行业上市公司经营活动营运资金占用情况如表 10－7 所示。

表 10－7　　2014～2015 年食品、饮料行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额

项　目	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约额（亿元）
	2014 年	2015 年	
行业总体	0.12	0.14	-220.90
行业平均	0.31	0.51	—
最大值	2.23	5.90	—
中位数	0.24	0.24	—
最小值	-0.16	-0.22	—
样本量	89	109	—

注：经营活动营运资金占用水平 = 经营活动营运资金/营业收入

从表 10－7 的分析可知，食品、饮料行业 2015 年较 2014 年经营活动营运资金行业总体占用水平变化较小，变化率为 16.67%。与 2014 年相比，2015 年行业总体经营活动营运资金节约了 220.90 亿元，说明食品、饮料行业企业 2015 年经营活动营运资金占用减少。

从最值来看，2015 年经营活动营运资金占用水平的最大值大于 2014 年，而最小值小于 2014 年，因此企业间经营活动营运资金占用水平的差异进一步扩大。具体来看，2015 年经营活动营运资金占用的最大值为 590%，较 2014 年增长了 164.57%。2015 年经营活动营运资金占用的最小值为－22%，较 2014 年下降了 37.50%。

（二）食品、饮料行业上市公司分渠道的经营活动营运资金管理绩效分析

本部分将从采购、生产、营销三个渠道角度分析食品、饮料行业上市公司以及其各细分行业的经营活动营运资金的管理绩效。2014～2015 年食品、饮料行业各渠道营运资金周转期如表 10－8 所示。

1. 行业层面

根据 2015 年证监会行业细分标准，食品、饮料行业可以细分为酒、饮料和精制茶制造业、农副食品加工业和食品制造业。各细分行业的分渠道营运资金周转期数据如表 10－8 所示。

表 10－8　　2014～2015 年食品、饮料行业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

	采购渠道营运资金周转期		生产渠道营运资金周转期		营销渠道营运资金周转期		经营活动营运资金周转期（按渠道）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
酒、饮料和精制茶制造业	8.0	－0.3	32.3	50.2	21.6	47.7	61.9	97.6
农副食品加工业	7.0	4.8	6.2	4.9	23.2	30.0	36.4	39.75
食品制造业	－9.7	－8.5	－7.4	－8.8	25.3	31.1	8.2	13.79
行业整体	3.2	－0.2	10.0	14.3	23.3	35.4	36.5	49.6

各细分行业中，酒、饮料和精制茶制造业的经营活动营运资金周转期最长，食品制造业经营活动营运资金周转期最短，且二者相差较大，说明各细分行业间的营运资金管理绩效相差较大。

相比 2014 年，2015 年酒、饮料和精制茶制造业的经营活动营运资金周转期上升了 35.7 天，上升幅度较大，其中采购渠道营运资金周转期下降了 8 天，生产渠道营运资金周转期上升了 17.9 天，营销渠道营运资金周转期上升了 26.1 天。

2015 年农副食品加工业的经营活动营运资金周转期上升了 3.35 天，变动幅度不大，其该细分行业的各个渠道营运资金周转期变化幅度均不大，其中营销渠道营运资金周转期上升幅度相对较大，上升了 6 天。

相比 2014 年，2015 年食品制造业的经营活动营运资金周转期上升了 5.59 天，上升幅度为 68.17%，上升幅度较大，且各个渠道的营运资金周转期均有所恶化。但采购渠道和生产渠道的营运资金周转期仍为负，而营销渠道营运资金周转期 2015 年为 31.1 天，上升了 5.8 天，说明该细分行业营运资金的占用主要是营销渠道。

对食品、饮料行业 2011～2015 年各渠道营运资金周转期进行分析如表 10－9 所示，五年趋势分析见图 10－5。

表 10－9　　2011～2015 年食品、饮料行业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
采购渠道营运资金周转期	20	17	9	3	（0）
生产渠道营运资金周转期	19	15	19	10	14
营销渠道营运资金周转期	38	45	52	23	35
经营活动营运资金周转期（按渠道）	77	77	80	36	50

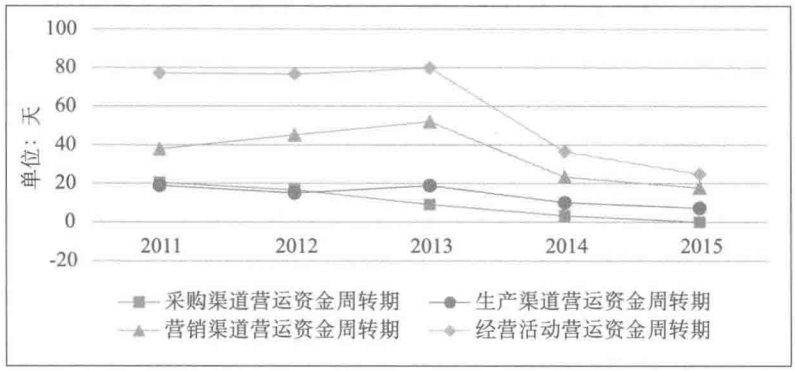


图 10－5　2011～2015 年食品、饮料行业经营活动各渠道营运资金周转期变化趋势

由表 10－9 和图 10－5 可知，在过去 5 年中，食品、饮料行业的经营活动周转期在不断波动，在 2014 年达到 5 年中最低，为 36.5 天，2015 年相对 2014 年周转期有所延长，但在 5 年中仍处于较低水平。采购渠道营运资金周转期在过去 5 年中不断下降，在 2015 年达到最低，为－0.5 天，说明采购渠道营运资金管理绩效在不断提升。生产渠道营运资金在过去 5 年中有增有减，在 2013 年和 2015 年周转期有所延长，在其余年度均有所缩短，但整体波动幅度不大。营销渠道营运资金周转期在过去 5 年中的变化幅度较大，且其波动趋势与经营活动营运资金周转期一致，此外，营销渠道营运资金周转期相对其他渠道营运资金周转期更长，说明经营活动营运资金周转期受营销渠道营运资金周转期的影响最大。

2. 企业层面

由表 10－10 可知，食品、饮料行业 2014～2015 年可比样本总数为 89 家。可比上市公司中，经营活动周转期保持不变或有所改进的有 51 家，占 57.3%，这说明从行业整体看，大部分企业的经营活动营运资金管理绩效没有发生恶化。分渠道来看，有 50.56% 的可比上市公司采购渠道营运资金周转期有所缩短，这说明大部分企业的采购渠道营运资金管理绩效有所改善；同样，有 50.56% 的可比上市公司生产渠道营运资金周转期有所缩短，这说明大部分企业的生产渠道营运资金管理绩效也有所改善；但是有 46.07% 的可比上市公司的营销渠道营运资金周转期是有所上升的，这说明将近一半的可比上市公司在 2015 年营销渠道管理绩效有所恶化，也就是说为了降低经营活动营运资金周转期，最应关注的是营销渠道营运资金管理绩效。

表 10－10　　2014～2015 年食品、饮料行业各渠道经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短，（家）	45	45	28	31
	缩短占比（%）	50.56	50.56	31.46	34.83
	基本不变（家）	11	11	20	20
	基本不变占比（%）	12.35	12.35	22.47	22.47
	延长（家）	33	33	41	38
	延长占比（%）	37.08	37.08	46.07	42.70
可比样本总数（家）		89			

（三）食品、饮料行业上市公司分要素的经营活动营运资金管理绩效分析

本部分将从存货、应收账款、应付账款三个要素角度分析食品、饮料行业上市公司及其各细分行业的经营活动营运资金的管理绩效。2014～2015 年食品、饮料行业各渠道营运资金周转期如表 10－11 所示。

1. 行业层面

表 10－11　　2014～2015 年食品、饮料行业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	存货周转期		应收账款周转期		应付账款周转期		经营活动营运资金周转期（按要素）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
酒、饮料和精制茶制造业	128	150	32	45	30	34	130	161
农副食品加工业	47	49	11	13	19	20	39	42
食品制造业	43	42	19	22	38	36	25	28
行业整体	68	77	19	25	27	28	61	73

如前文所述，2015 年较 2014 年各细分行业的经营活动营运资金周转期均有所上升，从分要素角度来分析，2015 年酒、饮料和精制茶制造业的存货周转期上升了 22 天，上升幅度为 17.19%，上升幅度并不大；应收账款周转期增加了 13 天，增长幅度为 40.63%，说明应收账款的管理绩效有较大幅度的下降；应付账款周转期上升了 4 天，说明应付账款管理绩效有所改善，但幅度不大。

2015 年农副食品加工业的各要素营运资金周转期变化幅度均较小，其中存货周转期延长了 2 天，应收账款周转期上升了 2 天，应付账款周转期上升了 1 天，说明农副食品加工行业的各要素管理绩效基本与 2014 年持平。

2015 年食品制造业的存货周转期缩短了 1 天，应收账款周转期有所上升，而应付账款周转期则有小幅下降。这说明食品制造业的各要素营运资金管理绩效有所恶化，但幅度不大。

对食品、饮料行业 2011～2015 年各要素营运资金周转期进行分析如表 10－12 所示，五年趋势分析见图 10－6。

表 10－12　　2011～2015 年食品、饮料行业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
存货周转期	97	100	105	68	76
应收账款周转期	35	33	32	19	25
应付账款周转期	34	36	41	27	28
经营活动营运资金周转期（按要素）	99	97	96	61	73

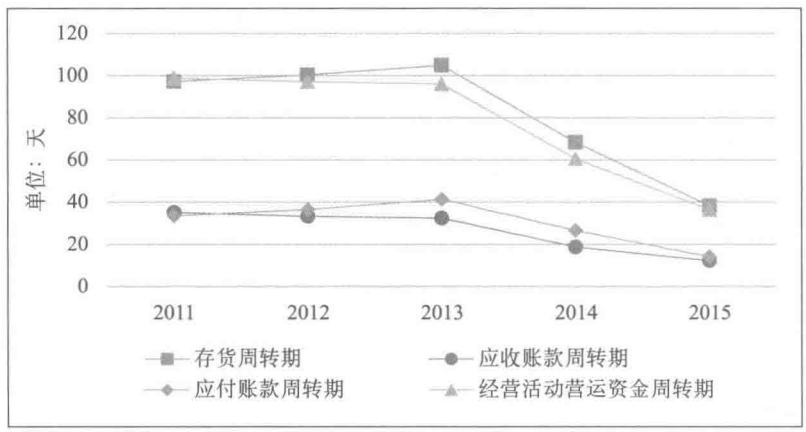


图 10－6　2011～2015 年食品、饮料行业经营活动各要素营运资金周转期变化趋势

从图 10－6 可知，在过去 5 年中，各要素的周转期变化趋势基本相同，均为在 2014 年有较大幅度下降，在其他年度均处于上升趋势。其中存货周转期相对应收账款和应付账款周转期而言较长，且与经营活动营运资金周转期的 5 年变化趋势和幅度均吻合，这说明存货周转期对经营活动周转期的影响最大。这主要是由食品、饮料行业的制造业特点造成的，为了保证生产的稳定进行，该行业的存货保有量会相对较大。但是从 5 年趋势来看，存货的管理绩效有所改善。在过去 5 年应收账款周转期变化幅度并不大，仅 2014 年变化幅度较大，为 41.96%，说明应收账款的管理绩效基本保持稳定。应付账款周转期整体处于下降的趋势，但幅度不大，这说明应付账款的管理绩效有轻微恶化趋势。应收账款和应付账款的变化趋势与该行业竞争激烈有关，为了增加市场占有率，该行业上市公司不得不更多地采用信用政策，增加应收账款，同时激烈的竞争使得该行业中的上市公司话语权相对较弱，无法取得更多的应付账款。

2. 企业层面

由表 10－13 可知，食品、饮料行业 2014～2015 年可比样本总数为 89 家。分要素来看，有将近一半的可比上市公司存货周转期基本不变，仅有 25.84% 的企业存货周转期有所延长，说明大部分上市公司的存货管理绩效有所改善或不变；有 39.33% 的企业应收账款周转期有所上升，仅有 25 家即 28.09% 的上市公司应收账款周转期有所减少，说明行业整体应收账款管理绩效有所恶化；2015 年应付账款延长、缩短以及保持不变的上市公司数量基本相同，这主要是由于食品、饮料行业内细分行业较多，且各细分行业间经营模式差别较大造成的。

表 10－13　　2014～2015 年食品、饮料行业各要素经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
周转期变化统计	缩短（家）	27	25	32	28
	缩短占比（%）	30.34	28.09	35.96	31.46
	基本不变（家）	39	29	28	28
	基本不变占比（%）	43.82	32.58	31.46	31.46
	延长（家）	23	35	29	33
	延长占比（%）	25.84	39.33	32.58	37.08
可比样本总数（家）		89			

五、2015 年食品、饮料行业上市公司资金回报分析

2014～2015 年食品、饮料行业上市公司资金回报率情况如表 10－14 及图 10－7 至图 10－10 所示。

表 10－14　　2014～2015 年食品、饮料行业上市公司资金回报率统计分析表

项目	总资金回报率（%）		经营活动资金回报率（%）		投资活动资金回报率（%）		金融经营活动资金回报率（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	16.72	15.66	24.59	21.97	2.99	3.81	－31.19	－23.77
行业平均	10.11	8.48	16.35	16.07	3.10	2.15	－38.03	－20.80
最大值	47.22	54.54	138.71	173.19	32.94	21.80	29.44	30.13
中位数	8.14	8.03	10.66	9.40	0.68	1.75	－17.67	0.00
最小值	－14.21	－41.20	－20.02	－45.72	－16.10	－111.32	－125.86	－140.46
样本量	89	109	89	109	89	109	3	6

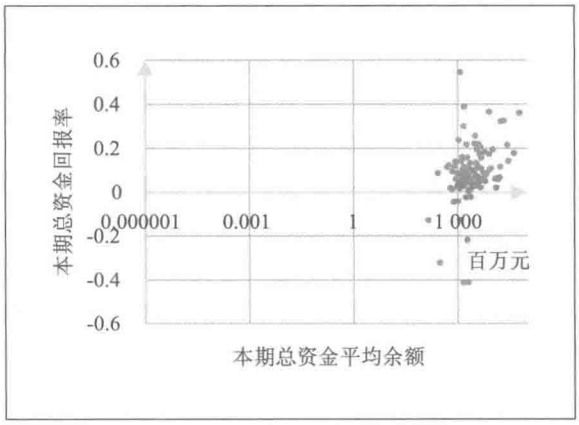


图 10－7　2015 年食品、饮料行业上市公司总资金占用与总资金回报率散点图

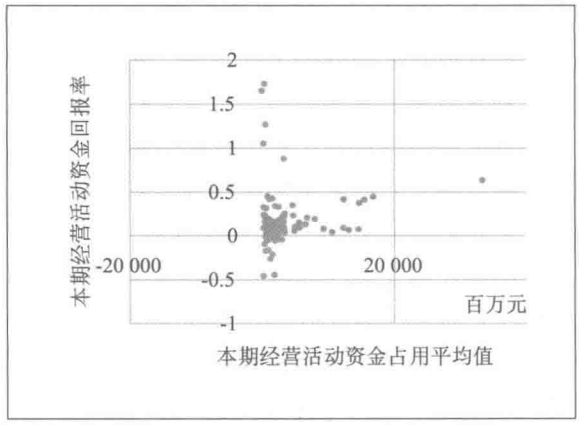


图 10－8　2015 年食品、饮料行业上市公司经营活动资金占用与经营活动资金回报率散点图

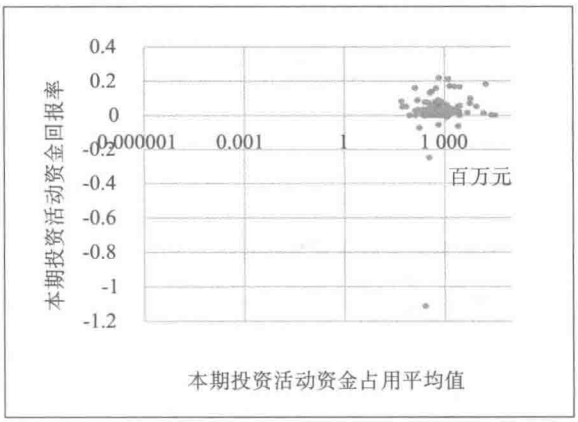


图 10－9　2015 年食品、饮料行业上市公司投资活动资金占用与投资活动资金回报率散点图

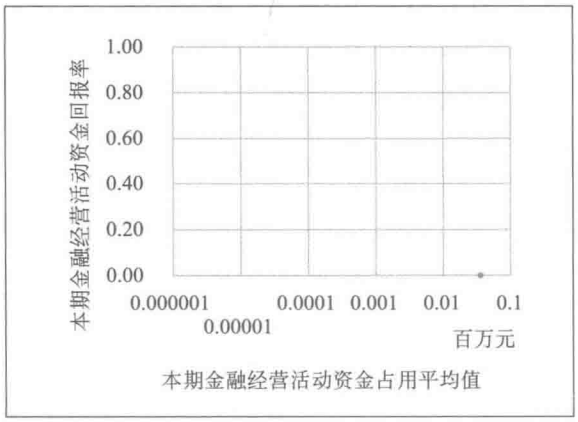


图 10－10　2015 年食品、饮料行业上市公司金融经营活动资金占用与金融经营活动资金回报率散点图

根据表 10－14 所示，行业总体及行业平均总资金回报率有所下降，但幅度不大。根据图 10－7 可见，大部分上市公司的总资金回报率集中在 0～20% 之间，但最大值为 54.54%，而最小值仅为 －41.20%，说明食品、饮料行业总资金回报率上市公司之间差距较大，且相对 2014 年差距有进一步拉大趋势。

根据表 10－14 所示，行业总体及行业平均经营活动资金回报率基本保持稳定。根据图 10－8，大部分上市公司的经营活动资金回报率集中在 0～50% 之间，仅有 4 家上市公司经营活动营运资金回报率超过 100%，而最小值则为 －45.72%，说明行业内上市公司的经营活动资金回报率差距较大。此外，从图 10－8 中可以看出，各上市公司经营活动资金占用差距很大。

根据表 10－14 所示，2015 年行业总体投资活动资金回报率较 2014 年有所上升。从图 10－9 可以看出，各上市公司投入到投资活动的资金普遍较多，且投资活动资金回报率也比较集中，绝大部分处于 0～20% 之间，最大值为 21.80%，但有 1 家企业投资活动资金回报率仅为 －111.32%，属于个别现象。

从表 10－14 可以看出，2015 年仍然仅有个别公司从事金融活动，且各上市公司间金融活动的资金回报率差距很大，最大值为 30.13%，最小值仅为 －140.46%。

六、2015 年食品、饮料行业上市公司融资结构与财务风险分析

（一）总资金融资结构与长期财务风险分析

对食品、饮料行业资金的来源进行分析，可以初探食品、饮料行业上市公司的财务风险情况。2014～2015 年食品、饮料行业营运资金来源状况如表 10－15 及图 10－11、图 10－12 所示。

1. 行业层面

表 10－15　　2014～2015 年食品、饮料行业总资金融资结构与财务杠杆统计分析表

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年末	2015 年末	2014 年末	2015 年末	2014 年末	2015 年末
行业总体	18.52	14.76	81.48	85.24	1.02	1.03
行业平均	18.29	15.76	81.71	83.33	1.27	1.44
最大值	90.65	64.30	100.00	100.00	4.07	33.16
中位数	12.12	10.37	87.88	89.63	1.04	1.02
最小值	0.00	0.00	9.35	35.70	0.41	－3.78
样本量	89	109	89	109	89	109

图 10－11　2014～2015 年食品、饮料行业上市公司总资金融资结构

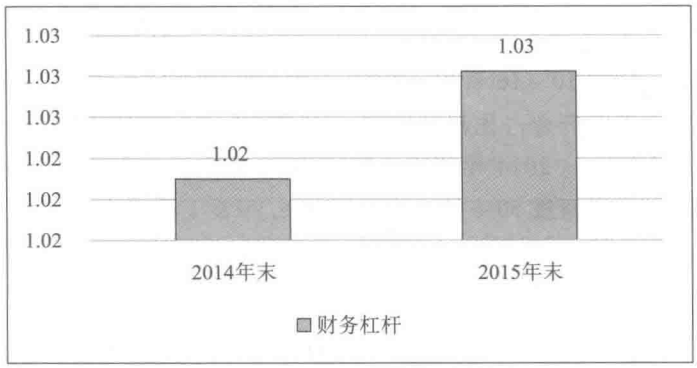


图 10－12　2014～2015 年食品、饮料行业财务杠杆

从行业总体来看，2015 年融资结构中，借入资金占比较 2014 年有小幅下降，自有资金占比较 2014 年有小幅上升，财务杠杆上升 0.01，说明食品、饮料行业资金来源基本稳定，行业整体财务风险变化不大。

从行业平均来看 2015 年食品、饮料行业资金来源中，15.76% 来自借入资金，83.33% 来自自有资金，说明食品、饮料行业的资金来源绝大部分来自长期的自有资金，故其行业的财务风险不大。从最值来看，与 2014 年相比，2015 年各上市公司间借入资金以及自有资金占比差距有所缩小。

2. 企业层面

从企业层面进一步分析食品、饮料行业资金的来源，2014～2015 年食品、饮料行业营运资金来源结构状况如表 10－16 及图 10－13 所示。

表 10－16　　2014～2015 年食品、饮料行业总资金融资结构分段统计表

比例区间（%）	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
	2014 年末		2015 年末		2014 年末		2015 年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	12	13.48	18	16.36	0	0.00	0	0.00
（0，25］	50	56.18	61	55.45	1	1.12	0	0.00
（25，50］	19	21.35	26	23.64	8	8.99	4	3.64
（50，75］	7	7.87	4	3.64	21	23.60	26	23.64
（75，100］	1	1.12	0	0.00	59	66.29	79	71.82
＞100	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
总计	89	100	109	100	89	100	109	100

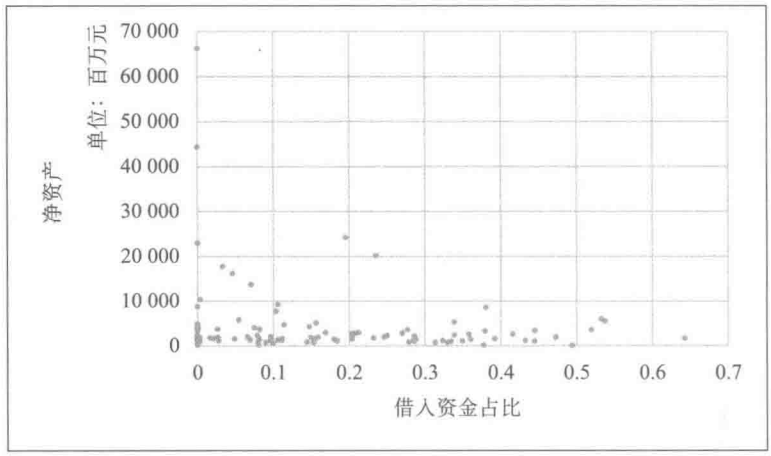


图 10－13　2014～2015 年食品、饮料行业上市公司借入资金占比与净资产散点图

从表 10－16 看出，2015 年的 109 家食品、饮料行业上市公司中，仅有 4 家，即 4% 的公司资金来源中借入资金占比超过 50%。从图 10－13 可以看出借入资金占比主要分布在 0～40% 之间，且分布较为均匀。与 2014 年相比，2015 年借入资金占比小于 0 的上市公司从 13.48% 上升为 16.36%，而借入资金占比超过 50% 的上市公司从 8.99% 下降为 3.64%，说明食品、饮料行业整体资金水平充足，财务风险较低。

2014 年至 2015 年食品、饮料行业的财务杠杆变化情况如表 10－17 及图 10－14 所示。

表 10－17　　2014～2015 年食品、饮料行业财务杠杆分段统计表

比例区间	财务杠杆			
	2014 年末		2015 年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）
[1，1.5)	37	41.57	49	44.55
[1.5，2)	7	7.87	7	6.36
[2，3)	3	3.37	2	1.82
≥3	5	5.62	4	3.64
总计	89	100	109	100

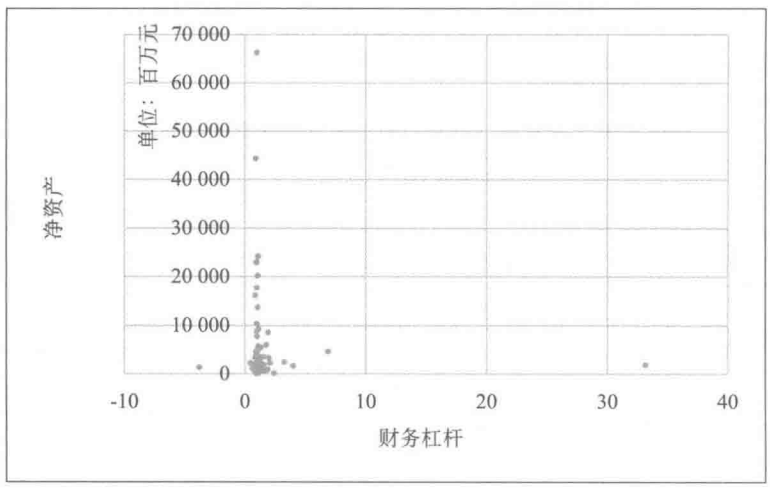


图 10－14　2015 年食品、饮料行业上市公司财务杠杆与净资产散点图

根据表 10－17，2015 年与 2014 年的财务杠杆数值分布情况基本相同，其中财务杠杆在 1～1.5 之间的企业上升了 3.38%，财务杠杆大于 3 的企业下降了 1.95%。这说明 2015 年与 2014 年食品、饮料行业的财务风险基本相同，且财务杠杆值不大，该行业的财务风险较小。

（二）营运资金融资结构与短期财务风险分析

1. 行业层面

从表 10－18 和图 10－15 来看，食品、饮料行业 2015 年短期金融性负债占比总体为 24.93%，较之 2014 年有所下降；该行业企业短期金融性负债在营运资金所占比例的平均数为 39.13%，较之 2014 年也有所下降。可以看出，食品、饮料行业的营运资金来源主要是营运资本，仅有小部分来自短期金融负债，说明该行业的财务风险相对较小。且 2015 年相对 2014 年短期金融负债占比有小幅下降，说明该行业整体风险水平基本保持稳定。

表 10－18　　2014～2015 年食品、饮料行业营运资金融资结构统计分析表　　单位：%

项目	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年末	2015 年末	2014 年末	2015 年末
行业总体	33.32	24.93	66.68	75.07
行业平均	41.29	39.13	58.71	59.96
最大值	288.62	259.81	100.00	100.00
中位数	25.96	28.36	74.04	71.64
最小值	0.00	0.00	－188.62	－159.81
样本量	89	109	89	109

图 10－15　2014～2015 年食品、饮料行业营运资金融资结构

2. 企业层面

从表 10－19 中可知，2015 年以及 2014 年，绝大部分企业的短期金融负债占比小于 75%，说明该行业的财务风险相对较低。根据图 10－16 可以看出，个别企业的短期金融负债较高，甚至超过 2.5 倍，说明该行业内部营运资金融资来源差距较大。

表 10－19　　2014～2015 年食品、饮料行业营运资金来源结构分段统计表

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年末		2015 年末		2014 年末		2015 年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	14	15.73	19	17.27	8	8.99	11	10.00
（0，25］	30	33.71	33	30.00	10	11.24	7	6.36
（25，50］	17	19.10	25	22.73	10	11.24	14	12.73

续表

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年末		2015 年末		2014 年末		2015 年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
（50，75]	10	11.24	14	12.73	17	19.10	25	22.73
（75，100]	10	11.24	7	6.36	44	49.44	52	47.27
>100	8	8.99	11	10.00	0	0.00	0	0.00
总计	89	100	109	100	89	100	109	100

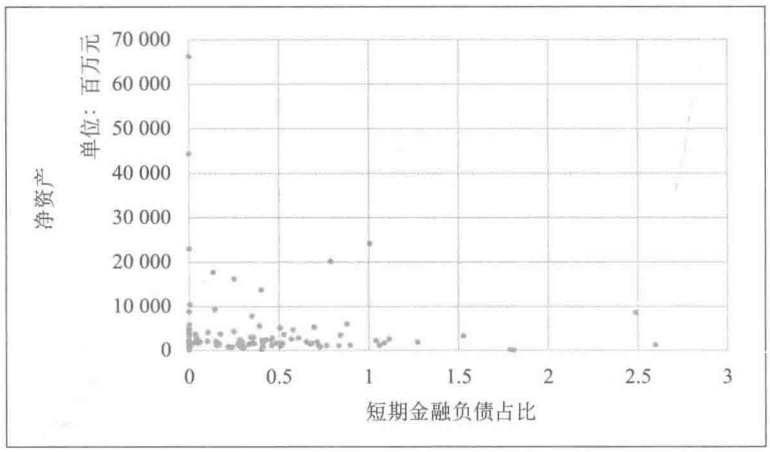


图 10－16　2015 年食品、饮料行业上市公司短期金融性负债占比与净资产散点图

七、2015 年食品、饮料行业上市公司营运资金管理绩效排行榜

本部分分别按“经营活动营运资金周转期（按要素）”和“经营活动营运资金周转期（按渠道）”进行排名，考察食品、饮料行业上市公司营运资金管理绩效。在对上市公司营运资金管理绩效进行排名时，剔除了财务数据异常的公司，详见附录一。

八、2015 年食品、饮料行业上市公司营运资金管理典型案例

（一）承德露露公司简介

河北承德露露股份有限公司，总部坐落于河北承德高新技术产业开发区。其前身是承德市罐头食品厂，始建于 1950 年。1997 年 11 月公司在深交所上市，股票代码 000848。2006 年经过国企改制，万向三农集团有限公司持有公司 42.55% 股份，成为公司第一大股东。

承德露露是中国植物蛋白饮料龙头企业，其主营业务是饮料的生产和销售，主导产品是植物蛋白饮料——“露露”牌杏仁露，曾多次在国际国内各种评选中获得金奖，连续四年在全国产品竞争力排行榜上名列国内饮料前三名，1997 年跃升为果蔬饮料第一名，1997 年 9 月被卫生部正式批准为保健食品；1998 年 10 月由中国绿色食品发展中心批准为绿色食品；1999 年 1 月国家工商总局商标局认定“露露”商标为中国驰名商标。一直以来，承德露露十分注重产品的研制开发，投资建立了大型实验室，并不断扩充已有的专业科研队伍。继露露杏仁露以后，又开发出核桃露、花生露、纯净水、矿泉水、果汁饮料、米奥渴酸奶系列等八大门类，40 多个品种规格的优质系列产品，为公司经营发展提供了新的增长点。目前公司已拥有承德本部及北京怀柔、河北廊坊、河南郑州四个生产基地。

承德露露在行业内具有质量优势，现已通过 ISO9001 质量体系认证、ISO22000 食品安全管理体系认证。公司技术中心 2006 年被评为省级技术中心，公司是 2008 年实施的杏仁露行业标准的起草者，2011 年公司参与核桃露国家标准的修订，2011 年 12 月，公司核桃露产品获得了中国饮料工业协会颁发的“Bev－Model 原辅料应用技术奖”。

经过多年的发展，承德露露先后获得“农业产业化国家重点龙头企业”、“中国饮料工业二十强企业”和“中国饮料业 30 年常青藤企业”、“河北省政府质量奖”等多项荣誉。

（二）承德露露营运资金周转绩效分析

从渠道视角看（见表 10－20），2015 年食品、饮料行业 109 家上市公司中，承德露露的经营活动营运资金周转绩效排名第 4，2014 年排名第 3，虽然 2015 年经营活动营运资金周转期排名下滑 1 位，但仍保持行业领先水平，说明承德露露的经营活动营运资金管理绩效在行业内领先。这主要是由于承德露露的营销渠道营运资金周转期远远低于行业总体水平。究其原因，主要有两个方面：承德露露属于功能饮料但却采用完全饮料型的产品操作模式；采用平台营销，与经销商战略合作。

表 10－20　　承德露露 2014～2015 年营运资金管理绩效表（按渠道）

指标	采购渠道营运资金周转期	排名	生产渠道营运资金周转期	排名	营销渠道营运资金周转期	排名	经营活动营运资金周转期（按渠道）	排名
2015 年	9.4	73	－6.2	34	－38	1	－32.9	4
2014 年	8	53	－5.5	25	－32.2	3	－30	3
2015 年行业	－0.1	—	7.2	—	17.7	—	24.8	—
2014 年行业	3.2	—	10	—	23.3	—	36.5	—

承德露露的核心产品是杏仁露。露露杏仁露属于保健饮品，并获得了国家卫生局批准的保健食品标牌。承德露露功能饮料市场操作的成功很大程度上在于它的完全饮料型的营销模式。杏仁露具有止咳、润肺、降血脂、防止动脉硬化、增强身体免疫等功能。虽然功能上所具有的独特的差异点和技术上“杏仁露”秘方的独占，似乎决定了承德露露取道“功能诉求”的成功，但承德露露没有走这条路，由于保健饮品限制了其消费人群，所以承德露露选择了饮料市场手法。由于杏仁露是一种极为传统的保健饮料，在中国有渊远的文化根基，消费者对其功能大都是耳熟能详，承德露露根本就不需要对消费者进行产品前期的功能教化和引导，这为其节约了大量的前期营销费用，其主要营销费用在于训练消费者忠诚，与此同时，露露杏仁露的市场占有率已经达到 90%，在品牌宣传方面的营销费用也大大节约。

营销渠道又称为分销渠道或销售通路，其对企业的营销渠道营运资金周转期起着重要的作用。企业通过不同的渠道模式来追求目标市场的最大覆盖率，以实现最大化的市场占有率，食品、饮料行业由于属于快速消费品行业，其市场竞争十分激烈，此时渠道对于企业产品的营销至关重要。在营销渠道方面，承德露露主要采用的是平台营销，较少采用直销，这就使得承德露露与其经销商和分销商间形成了密切的合作关系，从而使得其营销环节的资金周转相对较快。但值得指出的是，随着市场竞争日益激烈，产品多样化日益明显，包括“六个核桃”等产品的出现，对承德露露也造成了较大的冲击，在这种条件下，承德露露的营销渠道略显单一，与经销商的捆绑在一定程度上加大了承德露露的风险。

从要素视角看（见表 10－21），承德露露的现金周转期从 2014 年的第 9 名，提升到了 2015 年的第 4 名，在食品、饮料行业的 109 家企业中处于领先地位。这主要是由于其存货周转期以及应收账款周转期远远低于行业总体水平。

表 10－21　　承德露露 2014～2015 年营运资金管理绩效表（按要素）

指标	存货周转期	排名	应收账款周转期	排名	应付账款周转期	排名	经营活动营运资金周转期（按要素）	排名
2015	25	12	0.5	4	25.35	45	0.14	4
2014	37.54	2	0.52	2	23.91	31	14.15	9
2015 年行业	76.5	—	24.5	—	28.3	—	72.7	—
2014 年行业	68.3	—	18.8	—	26.5	—	60.5	—

在存货周转期方面，承德露露的主要产品为杏仁露，杏是其最主要的原材料。承德地区是野生杏仁的主产区，产量达到全国的1/4左右，同时，其周边的辽宁朝阳市、内蒙赤峰市以及河北张家口市的杏仁产量也很丰富，就地取材使得原材料的周转期大大降低，同时，由于杏仁的保存相对于其他水果而言要求不高，这可以降低存货的仓储费用。

在应收账款方面，由于承德露露在行业内属于龙头企业，其市场占有率高达90%以上，这使得承德露露在经销商面前具有较强的话语权，同时由于承德露露主要采用的是平台营销，其与经销商的长期战略性合作，也使得承德露露的应收账款周转期远远低于行业总体水平。

将分渠道的营运资金周转情况与各要素营运资金周转情况结合来看，可以发现，承德露露的营销渠道营运资金周转期排名行业第1的原因，主要是由于其与经销商的长期合作和较强的话语权，使得承德露露的应收账款的周转速度较快，同时，由于在杏仁露市场上的超高占有率使得存货中的产成品存货的周转期也相对较快。

企业的资金来源主要包括两个方面，借入资金以及自有资金。利用借入资金可以提高财务杠杆，享受利息节税作用，但同时也会提高企业财务风险，所以通过分析企业的资金来源可以在一定程度上了解企业的财务风险。

通过表10-22可以发现，在2015年食品、饮料行业的自有资金占比为85.24%，说明整个行业的资金都比较充足，财务风险较低。其中，承德露露在2014年的资金来源中自有资金占比达96.4%，已经占比很高，而在2015年其全部资金来源则均来自于自有资金，这说明承德露露的自有资金充足，财务风险很低。

表10-22　　承德露露2014~2015年融资结构

项目	2015年	行业平均值	2014年	行业平均值
借入资金占比	0	14.76	4.6	18.52
自有资金占比	100	85.24	96.40	80.08

（三）建议与总结

1. 重视产品聚焦

承德露露虽然在杏仁露细分行业中，已处于行业领先地位，且位列中国前十大饮料制造企业。但在杏仁露品类取得成功后，也曾试图在纯净水、矿泉水、果汁饮料、米奥渴酸奶等方面有所斩获，但是事与愿违，没有一个品种走出承德。这使得企业存在着较大的经营风险，当在杏仁露行业出现强有力的竞争对手时，会给企业造成致命的威胁，而企业赖以生存的稳定现金流也会受到很大的冲击。为了改善该问题，应该重视产品聚焦。

在加强品牌与文化融合的前提下，承德露露应该首先聚焦在以杏仁为原料的饮料产业，这对于公司的发展至关重要；其次再聚焦除杏仁外的植物蛋白饮料行业，寻找尚无强势品牌的饮料品类，比如在沙棘、枸杞、酸枣、白桦汁、山楂等品类中，以相对创新的产品形态杀入其中，建立地位；最后是现有的其他饮料品类，如果汁，茶饮料等。即所谓的“1+3”产品聚焦模型，必须分清主次，不能舍本求末。

2. 利用业内话语权，改善应付账款管理绩效

从表10-20可以看出，承德露露在采购渠道的营运资金周转期排名较为靠后，仅位列73，且其采购渠道周转期超过了行业平均水平。通过联系表10-21可以看出，造成采购渠道营运资金周转期较长的主要原因是应付账款周转期较短，即承德露露没有充分利用其信用政策。为了能够改善采购渠道营运资金周转期进而进一步提升经营活动营运资金周转绩效，承德露露可以更加充分利用其在行业内的话语权，改善应付账款管理绩效。

3. 增加营销创新性

承德露露在广告宣传方面也应该加大创新力度，广告宣传的作用在激烈的市场竞争中日显重要，

应该引起企业的足够重视。承德露露目前广告投入方式单调，主要是电视广告，其他媒体投入很少，投入的时间和方式等诸多方面值得仔细斟酌，产品包装相对陈旧，缺少变化。代言人自启用许晴后，到现在一直还在用，消费者早已没有了新鲜感。虽然承德露露目前营销渠道营运资金周转期较短，但目前市场竞争日益激烈，在植物蛋白饮料业内也出现了更多的竞争者，为了保证市场占有率同时避免过高的营销投入，企业可以在营销的创新性方面做出更多努力和尝试。

九、2015 年食品、饮料行业上市公司营运资金管理调查结论与建议

（一）调查结论

1. 营运资金占用水平保持稳定，企业间差距进一步扩大

2015 年经营活动、投资活动以及金融活动的营运资金占用水平与 2014 年基本持平。从最值来看，2015 营运资金占用最大值为 449.88 亿元，相对 2014 年增长了 78.75 亿元；2015 营运资金占用最小值为 0.5 亿元，比 2014 年减少了 0.28 亿元。这说明上市公司间营运资金占用情况差距有所增加，且上市公司间差距增大，但变化幅度较小，即行业整体营运资金占用基本保持稳定。

2. 资金投放结构稳定，投资活动营运资金占用较多

从营运资金的构成来看，2015 年经营活动营运资金行业总体占用为 850.55 亿元，较 2014 年上升了 0.18%，2015 年投资活动营运资金行业总体占用为 1 735.17 亿元，达 68.71%，较 2014 年增加了 2.96%。2015 年经营活动营运资金平均占用为 7.80 亿元，投资活动营运资金平均占用为 15.92 亿元。从营运资金占用结构上看，投资活动营运资金占比明显高于经营活动营运资金占比，且 2015 年投资活动营运资金占比较 2014 年有小幅上升，说明食品、饮料行业的资金投放结构比较稳定，主要侧重于投资活动。

3. 各细分行业营运资金管理绩效差距较大，酒、饮料和精制茶制造业周转期最长

食品、饮料行业可以细分为酒、饮料和精制茶制造业、农副食品加工业以及食品制造业，根据对各细分行业营运资金周转期（按渠道）的测算，各细分行业周转期差距明显，其中酒、饮料和精制茶制造业经营活动营运资金周转期为 97.6 天，而食品制造业经营活动营运资金周转期为 13.79 天。此外，各细分行业的 2015 年经营活动营运资金周转期相对 2014 年都有所上升，其中食品制造业上升幅度最大，为 68.17%。

4. 经营活动营运资金管理绩效保持稳定，采购渠道改善较为明显

2015 年经营活动营运资金管理绩效相对 2014 年基本持平。这其中，采购渠道营运资金周转期变化较为明显，从 2011 年至 2015 年处于不断下降趋势，且 2015 年较 2014 年有较大幅度下降，说明采购渠道营运资金绩效得到了比较大的改善和提高。但是生产渠道和营销渠道的营运资金周转期在过去 5 年中均不断波动，且 2015 年较 2014 年周转期均有所上升，其中营销渠道营运资金周转期最长。

5. 从要素的角度看，存货仍占重要地位

从各要素的营运资金占用来看，存货占据着绝对重要的地位，这是由食品、饮料行业属于传统制造业所决定的。食品、饮料行业企业为了保证正常的生产，通常会保留大量存货，其存货管理是食品、饮料行业营运资金管理的重点。2015 年食品、饮料行业整体存货周转期的平均值为 76.5 天，较 2014 年上升了 8.2 天，管理绩效有所下降。

6. 资金来源以自有资金为主，行业整体财务风险不高

从行业平均来看，2015 年食品、饮料行业资金来源中 15.76% 来自借入资金，83.33% 来自自有资金，说明食品、饮料行业的资金来源以自有资金为主，故其行业的财务风险不大。且 2015 年财务杠杆比 2014 年上升了 0.01，说明 2015 年相对 2014 年财务风险变化不大；从最值来看，与 2014 年相比，2015 年各上市公司间借入资金以及自有资金占比差距有所缩小。

（二）对策建议

1. 优化营销渠道营运资金管理绩效

食品、饮料行业属于快速消费品行业，该行业竞争激烈，单价较低，消费者对商品挑选缺乏专门

甚至必要的知识，受广告等营销手段的影响较大，导致食品、饮料行业的营销渠道营运资金周转期一直居高不下，且逐年上升。为了提高营销渠道营运资金管理绩效，该行业企业应该重视渠道管理。企业间可以选择渠道联合，包括纵向联合以及横向联合。同时，电商具有消费者更加广泛，现金周期更短等优势，可以为食品、饮料行业增强营销渠道营运资金管理绩效提供帮助。

2. 加强对企业存货和应收账款的有效管理

针对食品、饮料行业企业在应收账款和存货管理中存在的问题，财务部门必须采取有效的管理与控制手段，加强对企业应收账款和存货的有效管理。首先，为了实现对企业存货量的有效控制，食品、饮料行业企业一定要对市场需求进行及时的调查和科学的预测，合理安排原材料的采购和产品的物流配送。当成品存货过多时，可以对企业的销售政策和信用政策进行相应的调整，尽量将企业的存货数量控制在合理的水平，降低企业的存货成本，为企业经济效益的提高创造良好的条件。其次，要对企业营运资金管理中出现的应收账款进行科学的分析，制定科学的应收账款管理目标，提高企业应收账款的回收效率。

主要参考文献

1. 中国海洋大学企业营运资金管理研究课题组："中国上市公司营运资金管理调查：2009"，《会计研究》，2010 年第 9 期。

2. 王竹泉、王秀华、孙建强、王贞洁："上市公司营运资金管理调查：2014"，《会计研究》。

3. 王竹泉、孙莹、孙建强等：《营运资金管理发展报告 2013》，中国财政经济出版社 2013 年版。

4. 王竹泉、马广林："分销渠道控制：跨区分销企业营运资金管理的重心"，《会计研究》，2005 年第 6 版。

5. 左辉："市场营销渠道对企业产业发展的重要性——以承德露露公司为例"，《中国高新技术企业》，2014 年第 3 期。

6. 张亚楠：《承德露露基于生命周期的财务战略优化》，河北大学硕士论文，2015 年。

第十一章　2015 年纺织、服装、皮毛行业上市公司营运资金管理调查

【摘要】我国是最大的纺织、服装加工国与出口国，纺织服装业在我国国民经济中占有重要地位。纺织、服装、皮毛行业表现出原料政策依赖性大、存货和应收账款管理波动大、对外依赖性强等特征。受国内外消费市场、金融市场变化的影响，2015 年我国纺织、服装、皮毛行业并购规模爆发式增长，“互联网 +”与“生态圈”成为产业的战略主题，诸多公司纷纷涉足大规模定制，平台化、品牌化建设加速，运营模式创新亦进入新的高潮。

本章对 2015 年纺织、服装、皮毛行业的营运资金管理情况进行了调查分析，主要得到以下结论：第一，企业经营活动营运资金配置占用与占比有所降低，投资活动营运资金占用和占比有所提升；第二，在经营活动营运资金配置结构（按渠道）中，营销渠道营运资金占用与占比大幅度提升，采购渠道与生产渠道营运资金占用与占比大幅度降低；第三，在经营活动营运资金配置结构（按要素）中，存货占用有较大幅度的下降，应收及预付款项占用则有一定程度的上升，应付及预收款项则基本保持不变；第四，在营运资金管理绩效（按渠道）结构中，营销渠道管理绩效虽有较大程度的下降，但生产渠道、采购渠道均有较大程度提升，营运资金管理绩效略有提升；第五，在营运资金管理绩效（按要素）结构中，存货周转期缩短明显，应收、应付账款周转期有所延长，营运资金周转期缩短近 1/3；第六，行业资金回报率有一定程度提升，其中，经营活动资金回报率提升明显，但投资活动资金回报率有较大程度的下降；第七，行业总资金融资结构以自有资金为主，营运资金融资结构也以营运资金融资为主，行业整体财务风险可控。根据以上结论，本文认为纺织、服装、皮毛行业企业未来应当在以下三个方面做出改善：努力改善营销渠道营运资金管理，尤其是库存商品和应收账款的管理创新；加快平台化、多元化进程，加大并购力度；优化融资关系网络，为融资结构的改善做好铺垫。

一、纺织、服装、皮毛行业上市公司营运资金基本特征

我国纺织、服装、皮毛行业处于完全竞争市场，属于典型的劳动密集型产业，民营企业占据主导地位，存在产业集中度偏低、企业规模不大、外贸依存度较高、季节性波动较大、品牌化、多元化、定制化、智能化、自动化仍处于起步阶段等特征。这些综合因素都显著制约企业对资金流渠道、规模、结构、成本、时间、频率等的掌控能力，企业资金流入及结余对资金流出的覆盖程度较低。其营运资金管理特点如下：

（一）存货周转期持续偏长，去库存压力大

近五年来，纺织、服装、皮毛行业库存居高不下，存货周转期持续延长，成为企业可持续发展的重大障碍。截至 2015 年 12 月 31 日，行业 70 家上市公司库存余额为 588.82 亿元，平均库存周转期达 111.40 天。出现该状况的主要原因在于：第一，内需不振、外需疲软，产品销售不畅。近五年行业国内零售额由 24.2% 快速下降到 9.8%，出口贸易额也在 2015 年首次出现负增长[①]，需求不振通过产业渠道的层层传导，最终形成各个渠道上的库存积压局面。第二，棉花收购与进口配额政策造成棉价长期内高外低，推高国内企业的原材料采购成本，极不利于产业库存消化。第三，人工成本、环保成本持续上升，而企业品牌化、定制化、智能化、自动化水平仍然较低，使库存周转“雪上加霜”。第四，企业商业思维与模式创新不足，商业平台化与工业定制化战略前瞻性不足，未在库存积压局面形成之前成功转型升级。第五，2015 年房地产市场除一线城市外表现差强人意，库存高居不下，对涉足房地

① 相关数据来源于国家统计局与海关总署公布数据。

产经营的部分公司影响消极。

（二）应收账款周转期因子行业、销售模式与渠道位置不同而显著不同

行业内部企业应收账款周转期具有显著差异。第一，因行业差异而不同。纺织服装、服饰行业应收账款周转期明显低于纺织行业以及皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业，这不仅与各子行业在产业链中的位置相关，还与各自的商业模式有关。纺织业处于产业链中间环节，应收账款周转期受制于服装服饰行业，而皮毛行业的销售多采用批发代理商或加盟商模式，这虽然降低了营销风险，但显然不利于销售回款，该模式回款时间普遍偏长。第二，因销售模式不同而不同。纺织服装企业外销占比较高的企业比内销占比较高的企业应收账款周转期要长，网销占比较高的企业要比网销占比较低的企业要短。第三，因渠道位置差异而不同。服装企业的产品与运营重心越靠近终端消费者，应收账款周转期越短。

（三）营运资金配置以经营活动为主，且营销渠道占绝对地位

近五年来，纺织、服装、皮毛行业经营活动营运资金期末占比一直在 50% 以上，2015 年为 54.29%，这与整个行业的产业状况有关。行业处于产业始端农户与终端消费者之间，始端交易模式是先买后产，终端交易模式是先产后卖，资金在始端先付，在终端后收，使资金大量停留在原料、产品和应收账款形态，形成较高的经营活动营运资金占用水平。而且，营销渠道由于产品库存与应收账款占款较高，资金占用在经营活动中占绝对地位，占经营活动营运资金的比例在 2015 年超过 100%。

（四）营运资本为营运资金的主要来源，财务风险可控

纺织、服装、皮毛行业并不属于资金密集型行业，融资结构偏好自有资金，2015 年自有资金占比为 73.11%。日常运营也主要依托上下游产业链来融资，营运资本是企业营运资金的主要来源，2015 年行业总体水平进一步提升，达 66.63%。不论是长期融资结构，还是短期融资结构，都表明行业财务风险整体可控。

二、2015 年纺织、服装、皮毛行业经营环境变化主题词与大事件

（一）2015 年纺织、服装、皮毛行业经营环境变化主题词

1. 互联网 +

2015 年，纺织、服装、皮毛行业的“互联网 +”改革在各个渠道环节纵深推进，由单纯的网店模式向互联网平台方向发展，移动互联网、云计算、大数据、物联网等信息物理系统与技术得到快速推广和应用，营销、研发、生产、采购等各渠道迅速一体化、平台化、市场化，“中间层”得到较大幅度压缩甚至消除，信息流、资金流、物流的流转渠道由“串行”向“并行”转变，对化解资金在各渠道流转过程中的迟滞、沉淀与损耗问题产生积极影响。

2.“圈”战略

2015 年，纺织、服装、皮毛行业的投资、并购与联盟事件频发，其战略“多轮驱动”向平台生态圈转变。与之相适应，营运资金管理重点亦由单纯的经营性营运资金管理向营运资金的协同管理转变，由单一企业或价值链的有限界限向“生态圈”的无限界限拓展，由非交叉的线式渠道管理向交叉的网式渠道管理拓展，企业资金流动路径与接口的复杂程度今非昔比，资金的配置决策、协同管理与风险管控成为“圈”时代纺织、服装、皮毛行业营运资金管理的重要议题。

（二）2015 年纺织、服装、皮毛行业经营环境变化大事件

1. 并购整合 2.0

面对明显减速的行业经济，纺织、服装、皮毛企业借助资本力量纷纷谋求转型，或彻底转型，如凯瑞德全面转型互联网彩票，或采用“主业 + N”模式，如报喜鸟参股小鱼金服，或主业国际并购，如歌力思收购欧洲高端女装品牌 Laurèl，或打造品牌生态圈，如朗姿股份着力打造涵盖“时尚服装、时尚饰品、时尚医疗美容、时尚家居、时尚出行、时尚饮食”等的“泛时尚生态圈”，等等。如此宽泛的并购整合，将显著改变资金的流动结构与风险水平，使企业营运资金管理的时空范围及风险难度空前加大。

2. 大规模定制

互联网工业的发展有效解决了纺织、服装、皮毛行业顾客个性需求与规模成本之间的矛盾，形成大规模定制的新型业态。2015 年，纺织、服装、皮毛企业如报喜鸟、雅戈尔、九牧王、鲁泰 A、奥康国际等纷纷进入大规模定制领域，直接冲击行业原先的销售、研发、生产、采购等渠道运作模式，打破了原有的资金流动模式与路径，借助互联网定制平台，从终端顾客至始端供应商之间的资金流动周期明显缩短，有效降低了经济下行对行业的冲击力度。

3. 平台化

为有效抵御经济下行与产业竞争，纺织、服装、皮毛行业绝大多数企业均快速推进平台化进程。这主要体现在以下两个方面：一方面，产品与服务不论是单一品牌衍生扩展还是多品牌集合扩展，均由单一类别向集合圈方向发展，健康家居、智能家居、环保家居成为战略方向；另一方面，产品与服务旧有的顺序生产流转链条也被弯曲、打碎，各个渠道环节在平台上与终端顾客平行接触，根据终端需求自由组合产品和服务及过程，并根据各自对顾客需求满足的贡献程度与协同能力参与价值分配。这种平台化趋势使信息、物资、资金的流动更加趋于协调一致，降低了资金在渠道流转中的迟滞、沉淀风险。

4. 品牌化

我国纺织、服装、皮毛行业正在由价值创造与分配的底端向中高端转型，一些企业逐渐获得顾客与市场认可，形成特定领域的品牌优势，如海澜之家已成为国内平价男装的第一品牌。借助品牌资产优势，企业将更容易在渠道或平台中获得资金支配优势，具有更广更宽的营运资金周转空间，并进入营运资金管理的良性循环轨道，在未来具有更优、更安全的营运资金配置结构，降低甚至避免可能的市场风险冲击，而且也更容易获得外界资本关注与支持，积累更坚实的并购整合资本实力。

5. 去库存

去库存仍然是 2015 年纺织、服装、皮毛行业的重要任务。虽然存在国内外棉价差缩小、环保成本见顶等有利因素，但是，宏观经济下行、人力成本自然上升等不利影响更大，纺织、服装、皮毛行业的去库存压力并没有明显减弱。该行业的顾客需求导向非常强烈，一旦库存积压即意味着销售不畅，将直接影响整个渠道或平台的机制运转与资金流动。为防止该局面的进一步恶化，企业纷纷采取诸如网店销售、私人订制、供应商合作、辅助品牌等措施以求化解或者减轻库存压力。

6. 关店破产潮

我国纺织、服装、皮毛行业在 2015 年弱势下行并首次出现负增长，加之企业自身各种原因，出现较大规模的关店破产潮，如波司登大举关店 5 053 家、李宁、特步核心供应商雅纶制衣因逆市扩张而资金链断裂、亚洲最大的牛仔布工厂山东兰雁集团负债 25 亿破产等。这引发行业对企业营运资金管理诸多问题的思考，包括经营性与投资性营运资金的配置结构、经营性营运资金日常管理、投资性营运资金战略管理、信贷资本风控等。

三、2015 年纺织、服装、皮毛行业上市公司营运资金存量及其分布状况

（一）纺织、服装、皮毛行业上市公司营运资金存量及其分布状况总体分析

纺织、服装、皮毛行业总体营运资金存量及其分布状况与纺织、服装、皮毛行业营运资金分布统计状况，如表 11 - 1、图 11 - 1 和图 11 - 2 所示。

1. 行业层面

从表 11 - 1 可以看出，行业总体水平上，2015 年营运资金期末占用绝对额较 2014 年略有增加，这说明 2015 年行业并无显著起色，但也并不存在恶化趋势，呈现“L”型走势。但行业平均数却有所下降，这与 2015 年企业数目增加有关。2015 年占用最大值与 2014 年相比，下降明显，最小值有所上升，中位数值并无显著变化，这说明行业整体与 2014 年相比，营运资金占用呈现聚拢态势，企业间差距减少。

从资金占用结构来看，2015 年经营活动营运资金期末占用额较 2014 年降低近 80 亿元，行业平均值下降 1.57 亿元。从最大值角度分析，下降达 30.48 亿元，中位数无明显下降，但最小值也明显下降达 12.7 亿元，说明企业间经营活动营运资金聚拢态势不如总体角度明显。但经营活动整体占用下降明

表 11－1　　2014～2015 年纺织、服装、皮毛行业营运资金存量及其分布状况

项目	营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用（亿元）		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用（亿元）		投资活动营运资金期末占比（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	1 099.11	1 107.90	680.45	601.44	61.91	54.29	0.19	－0.14	0.02	－0.01	418.47	506.60	38.07	45.73
行业平均	16.40	15.83	10.16	8.59	51.71	51.99	0.00	0.00	0.00	0.00	6.25	7.24	48.29	48.02
最大值	111.92	85.07	77.28	46.80	—	—	0.20	39.94	—	—	44.38	79.46	—	—
中位数	9.96	9.93	5.16	4.92	60.21	57.25	0.00	0.00	0.00	0.00	3.62	3.81	39.79	42.75
最小值	0.51	1.18	－1.32	－14.02	—	—	－0.01	－0.14	—	—	0.10	0.52	—	—
样本量	67	70	67	70	67	70	67	70	67	70	67.00	70.00	67.00	70.00

显，这与整个行业的去库存趋势相吻合。金融活动营运资金期末占用变化幅度不大。投资活动营运资金期末占用额较 2014 年明显上升，增加 88.13 亿元，平均值变化不大，增加 0.99 亿元，中位数值与最小数值变化也不大，但最大数值变化较大，增加 35.08 亿元，离散程度增大，这说明行业部分有实力公司在当年度加大了并购整合力度，使投资活动营运资金期末占用大幅度增加。

图 11－1　2014～2015 年纺织、服装、皮毛行业总体营运资金存量及其分布状况

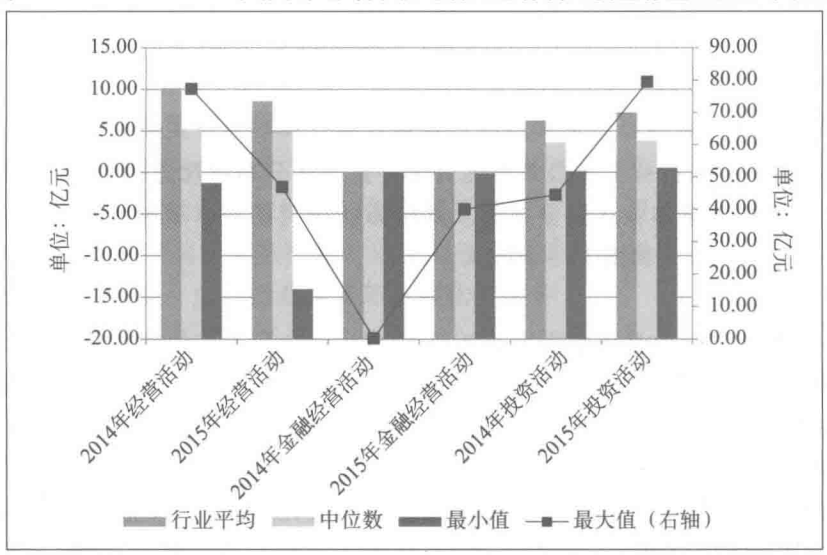


图 11－2　2014～2015 年纺织、服装、皮毛行业营运资金分布统计数据

2. 企业层面

2015 年与 2014 年纺织、服装、皮毛行业上市公司的可比样本总数是 70 家和 67 家，2014～2015 年纺织、服装、皮毛行业企业层面营运资金分布状况分段状况见表 11－2。

表 11－2　　2014～2015 年纺织、服装、皮毛行业上市公司营运资金分布状况分段统计表

区间（%）	按实体经营活动营运资金占比区间统计				按金融经营活动营运资金占比区间统计				按投资活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	1	1.49	3	4.29	66	98.51	70	100	0	0.00	0	0.00
(0，25]	8	11.94	9	12.86	1	1.49	0	0.00	18	26.87	13	18.57
(25，50]	15	22.39	10	14.29	0	0.00	0	0.00	25	37.31	35	50.00
(50，75]	25	37.31	35	50.00	0	0.00	0	0.00	15	22.39	10	14.29
(75，100]	18	26.87	13	18.57	0	0.00	0	0.00	8	11.94	9	12.86
>100	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	1	1.49	3	4.29
总 计	67	100	70	100	67	100	70	100	67	100.00	70	100

从表 11－2 中可以看出，2015 年经营活动营运资金占比在（50，75］的公司占总样本数目的 50%，与之相对应，投资活动营运资金占比在（25，50］的公司也占总样本数目的 50%。有 3 家公司经营活动营运资金占比小于 0，这比 2014 年相比有所增加，投资活动营运资金占比超过 100% 的公司超过 3 家，这说明更多的公司开始将短期资金投向长期投资活动。

（二）纺织、服装、皮毛行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布状况

1. 行业层面

从表 11－3 与图 11－3 可以看出，采购渠道营运资金占用较 2014 年下降 102.82 亿元，采购渠道营运资金占用的行业平均值为－1.65 亿元，小于中位数－0.54 亿元，说明 2015 年部分公司采购渠道营运资金占用大幅度下降到中位数以下，带动行业总体采购渠道营运资金占用大幅度下降，最大值和最小值的剧烈变化也正验证了这一结果。

表 11－3　　2014～2015 年纺织、服装、皮毛行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计表

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	－12.39	－115.21	151.77	18.69	541.07	697.96	680.45	601.44
	行业平均	－0.18	－1.65	2.27	0.27	8.08	9.97	10.16	8.59
	最大值	30.51	24.09	88.72	12.98	35.83	80.20	77.28	46.80
	中位数	－0.54	－0.54	0.19	0.02	5.43	5.84	5.16	4.92
	最小值	－10.05	－89.12	－4.06	－5.11	－3.89	－0.57	－1.32	－14.02
占比（%）	行业总体	－1.82	－19.15	22.30	3.11	79.52	116.05	—	—
	行业平均	－28.78	19.26	0.74	1.34	128.04	79.39	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	－9.76	－8.17	2.89	0.45	104.09	112.61	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本量			67	70	67	70	67	70	67

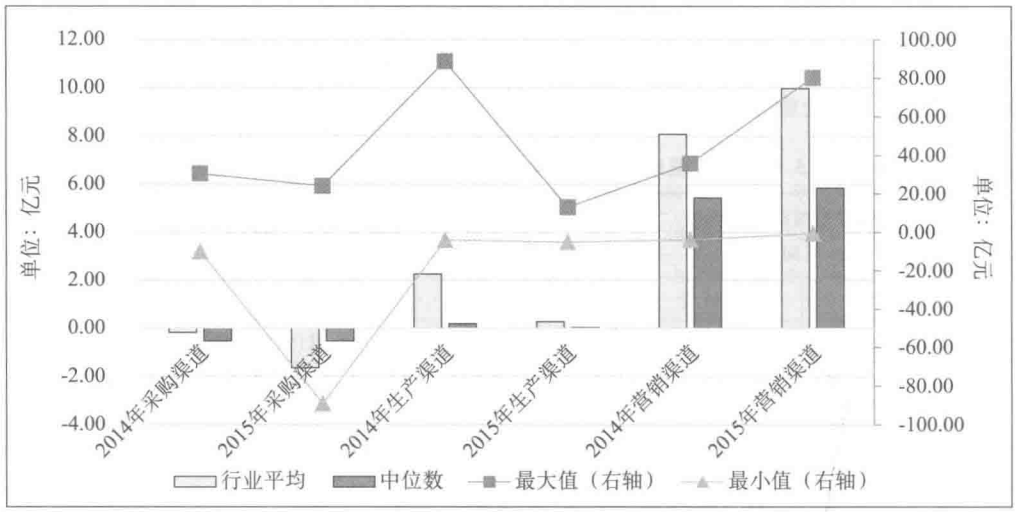


图 11－3　2014～2015 年纺织、服装、皮毛行业经营活动各渠道营运资金分布统计数据

生产渠道营运资金 2015 年行业整体占用较 2014 年也大幅度下降 133.08 亿元，行业平均值下降 2 亿元，最大值、中位值、最小值也有不同程度的下降，尤其是最大值下降 75.74 亿元，带动整个行业生产渠道营运资金占用大幅度下降，这主要是由于 2015 年将该行业标杆企业雅戈尔公司调整到房地产行业的缘故。

营销渠道营运资金占用 2015 年较 2014 年有较大幅度的上升，增加 156.89 亿元，行业平均值增加 1.89 亿元，最大值、中位值、最小值都有不同程度的增加，尤以最大值增加幅度最大，达 44.37 亿元。这说明行业整体出现库存积压局面，对 2016 年产生较大的去库存压力。

虽然营销渠道营运资金占用大幅度增加，但由于采购渠道、生产渠道营运资金占用都大幅度下降，因此经营活动营运资金整体占用大幅度下降，达 79.01 亿元。

2. 企业层面

从表 11－4 可以看出：首先，采购渠道营运资金占比小于 0 的企业占比近 60%，说明在采购渠道企业占用供应商的行为比较普遍；其次，生产渠道营运资金占比小于 0 的占比也近 50%，这可能说明越来越多的上市公司向“轻资产运营”转变；而营销渠道营运资金占比超过 100% 的公司达 45 家，占比近 65%，这说明库存压力仍然是行业营运资金管理的重中之重。

表 11－4　2014～2015 年纺织、服装、皮毛行业上市公司经营活动营运资金按渠道分布情况分段统计表

区间（%）	按采购渠道营运资金占比区间统计				按生产渠道营运资金占比区间统计				按营销渠道营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	40	59.70	41	58.57	29	43.28	33	47.14	3	4.48	4	5.71
(0，25]	17	25.37	16	22.86	22	32.84	24	34.29	0	0.00	0	0.00
(25，50]	6	8.96	7	10.00	11	16.42	8	11.43	6	8.96	3	4.29
(50，75]	2	2.99	2	2.86	2	2.99	2	2.86	9	13.43	9	12.86
(75，100]	0	0.00	0	0.00	2	2.99	2	2.86	9	13.43	9	12.86
>100	2	2.99	4	5.71	1	1.49	1	1.43	40	59.70	45	64.29
总 计	67	100	70	100	67	100	70	100	67	100	70	100

（三）纺织、服装、皮毛行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布状况

1. 行业层面

从表 11－5 可以看出，纺织、服装、皮毛行业 2015 年行业总体存货占用有较大幅度下降，下降达

111.79 亿元，行业平均数值、最大值、中位值、最小值都有不同程度的下降，尤其是最大值下降达 92.03 亿元。结合按渠道分布状况分析，可以得出该结果主要是由公司样本调整所致，雅戈尔在 2015 年报告中并没有继续留在该行业内，由于其巨额的房地产库存，导致行业整体存货水平呈现较大幅度的波动。

表 11－5　　2014～2015 年纺织、服装、皮毛行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布总体统计表

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	692.32	580.53	522.89	551.30	534.75	530.38	680.45	601.44
	行业平均	10.33	8.29	7.80	7.88	7.98	7.58	10.16	8.59
	最大值	189.44	97.41	48.09	42.26	160.08	125.16	77.28	46.80
	中位数	4.67	4.47	4.93	4.42	3.92	3.36	5.16	4.92
	最小值	0.45	0.00	0.78	0.44	0.86	0.28	－1.32	－14.02
占比（%）	行业总体	101.74	96.52	76.84	91.66	78.59	88.19	—	—
	行业平均	103.65	73.18	121.26	79.97	123.53	53.16	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	91.95	85.64	89.87	89.72	63.23	60.89	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本数量（家）			67	70	67	70	67	70	67

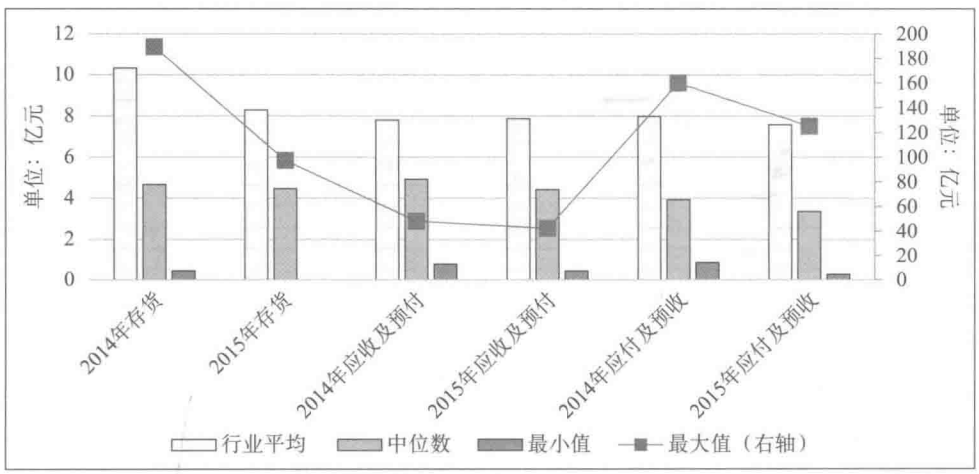


图 11－4　2014～2015 年纺织、服装、皮毛行业经营活动各要素营运资金分布统计数据

应收及预付款项有所增加，增加幅度为 5.43%，这说明行业整体赊销状况有一定程度的恶化；应付及预收款项略有下降，说明行业整体对上游供应商关系的资金利用水平并没有大幅度变化。经营活动营运资金占用从总体绝对额、平均绝对额、最大值、中位数、最小值等各角度分析都有较大幅度的下降，除雅戈尔个别因素影响外，也说明行业整体经营活动营运资金利用水平有提升趋势。

2. 企业层面

从表 11－6 可以看出，2015 年存货占比超过 50% 的公司占比下降到 81.43%，这说明 2015 年行业存货在经营活动营运资金中的占比整体呈下降趋势；2015 年应收及预付款项占比超过 50% 的公司比例下降 2.88%，结合行业层面分析，可以看出部分公司赊销比重朝有利方向变化，但在整个行业中影响较大的公司赊销状况有所恶化，导致行业整体水平有所下降；2015 年应付及预收款项占比区间在 50%

以上的公司比例有所下降，这说明对供应商资金的占用水平有所下降，结合行业层面分析，可以得出与应收及预付款项一致的结论。

表 11－6　　2014～2015 年纺织、服装、皮毛行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布分段统计表

区间（%）	按存货占比区间统计				按应收及预付款项占比区间统计				按应付及预收款项占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	1	1.49	4	5.71	1	1.49	3	4.29	1	1.49	3	4.29
(0，25]	2	2.99	3	4.29	2	2.99	1	1.43	2	2.99	6	8.57
(25，50]	5	7.46	6	8.57	6	8.96	7	10.00	23	34.33	19	27.14
(50，75]	14	20.90	17	24.29	17	25.37	16	22.86	11	16.42	13	18.57
(75，100]	19	28.36	15	21.43	15	22.39	18	25.71	5	7.46	2	2.86
>100	26	38.81	25	35.71	26	38.81	25	35.71	25	37.31	27	38.57
总 计	67	100	70	100	67	100	70	100	67	100	70	100

四、2015 年纺织、服装、皮毛行业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析

（一）纺织、服装、皮毛行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额分析

经营活动营运资金占用水平等于经营活动营运资金与营业收入之比。从表 11－7 可以看出，总体水平、平均水平、最大值、最小值等 2015 年比 2014 年有所下降，但中位数有所提升，这说明 2015 年行业整体经营活动营运资金占用水平呈集聚态势，整体而言，行业整体经营活动营运资金节约 73.52 亿元。

表 11－7　2014～2015 年纺织、服装、皮毛行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额

项　目	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约额（亿元）
	2014 年	2015 年	
行业总体	0.40	0.34	73.52
行业平均	0.42	0.40	—
最大值	1.54	1.52	—
中位数	0.31	0.36	—
最小值	－0.12	－0.09	—
样本量	67	70	—

（二）纺织、服装、皮毛行业上市公司分渠道的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

表 11－8 为纺织、服装、皮毛行业各细分行业的分渠道经营活动营运资金管理绩效。通过该表可以看出，纺织行业采购渠道、生产渠道营运资金周转期有所缩短，这主要是由于棉花等原材料价格低迷、前期高价原料库存得到进一步消化所致。但营销渠道营运资金周转期延长近 20 天，导致整体经营活动营运资金周转期延长，这说明由于下游服装、服饰行业销售不振已经对纺织行业产生了连锁反应，导致纺织行业营销渠道营运资金周转绩效下降。

纺织服装、服饰行业采购渠道营运资金周转期大幅度缩短，这说明该行业在加大对上游纺织行业的赊购行为，资金占用有所加大，这与纺织业营销渠道营运资金周转绩效下降一致。生产渠道营运资金周转期大幅度缩短，这与目前行业的平台化趋势一致，诸多公司加大了去中间业务的力度，逐渐剥离、外包生产业务，导致生产渠道营运资金周转绩效大幅度提升。但是，营销渠道营运资金周转期有所延长，表明该行业营销渠道管理绩效下降。

表11-8 2014~2015年纺织、服装、皮毛行业各渠道经营活动营运资金周转期 单位：天

项目	采购渠道营运资金周转期		生产渠道营运资金周转期		营销渠道营运资金周转期		经营活动营运资金周转期（按渠道）	
	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年
纺织业	15.17	11.54	12.63	5.13	108.49	128.04	136.29	144.71
纺织服装、服饰业	-26.80	-49.09	17.59	1.38	115.14	132.26	105.92	84.55
皮革、皮毛、羽毛及其制品和制鞋业	26.38	-4.51	52.79	34.18	160.65	165.54	239.82	195.22
行业整体	-2.52	-18.45	42.69	5.68	95.11	133.04	135.29	120.27

皮革、皮毛、羽毛及其制品和制鞋业在采购渠道的营运资金周转绩效大幅度提升，而且周转期由正转负，这说明该行业逐渐增强了对上游供应商的议价、赊购等话语权。生产渠道营运资金周转绩效也有所提升，这说明该行业平台化水平也有所提升。营销渠道营运资金周转绩效基本不变，这与该行业实体店铺的销售状况相符。

表11-9与图11-5显示了2011~2015年纺织、服装、皮毛行业各渠道营运资金周转期的变动情况。由图11-5可以清晰地看出，各渠道营运资金周转绩效近五年来大致呈下降趋势，尤其是采购渠道，这主要是前三年棉花收购政策导致棉花等原材料价格大幅度提升，使行业承担了高额的收购转嫁成本，随后价格暴跌，市场需求持续低迷，导致采购渠道产生了极大的资金占用，并进一步波及生产渠道。当然，采购渠道与生产渠道2015年绩效有所提升，这说明政策消化已接近尾声。而营销渠道在2013年大幅度提升后随之不断恶化，2015年更加严重，这说明整个行业市场需求并未复苏。

表11-9 2011~2015年纺织、服装、皮毛行业各渠道经营活动营运资金周转期 单位：天

项目	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
采购渠道营运资金周转期	-111.00	-69.00	-89.00	-2.52	-18.45
生产渠道营运资金周转期	-28.00	-13.00	-21.00	42.70	5.68
营销渠道营运资金周转期	103.00	103.00	70.00	95.12	133.04
经营活动营运资金周转期（按渠道）	-36.00	21.00	-40.00	135.30	120.27

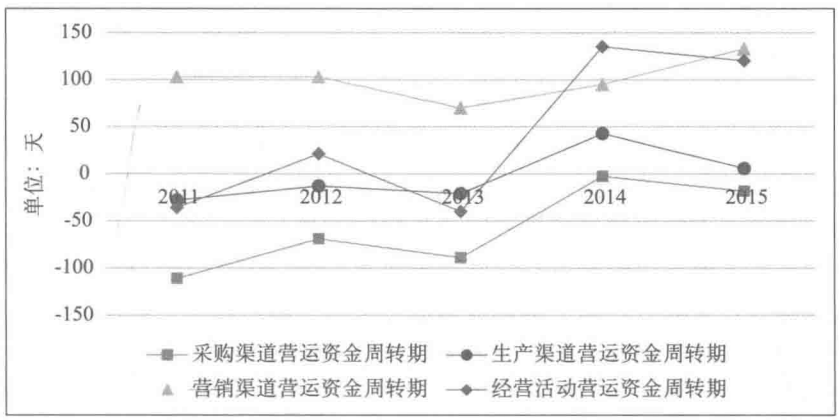


图11-5 2011~2015年纺织、服装、皮毛行业经营活动各渠道营运资金周转期变化趋势

2. 企业层面

经过匹配，2015年与2014年可比样本总数为56家（见表11-10），采购渠道营运资金周转期缩短的公司占总可比样本公司的42.86%，延长的占比为41.07%，基本不变的为16.07%，这与行业层面的变化基本保持一致。生产渠道缩短的占58.93%，基本不变的占10.71%，延长的占比30.36%，

这说明大多数公司生产渠道周转绩效在提升，这与行业层面的变动也保持一致。营销渠道缩短的仅占14.29%，延长的占比过半，这说明在2015年大部分公司营销渠道营运资金周转绩效并未得到改善，未来营销渠道的营运资金管理仍然是纺织、服装、皮毛行业的重点。

表11-10　2014~2015年纺织、服装、皮毛行业各渠道经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短（家）	24	33	8	12
	缩短占比（%）	42.86	58.93	14.29	21.43
	基本不变（家）	9	6	19	22
	基本不变占比（%）	16.07	10.71	33.93	39.29
	延长（家）	23	17	29	22
	延长占比（%）	41.07	30.36	51.79	39.29
可比样本总数（家）		56			

（三）纺织、服装、皮毛行业上市公司分要素的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

通过表11-11可以看出，纺织行业2015年存货周转期缩短3天左右，应收账款周转期延长14天左右，应付账款周转期延长5天左右，最终导致经营活动营运资金周转期延长6天左右。这说明，存货、应付账款管理绩效有所提升，但应收账款管理绩效恶化程度显然更高，最终导致整体绩效有所恶化。

表11-11　2014~2015年纺织、服装、皮毛行业各要素经营活动营运资金周转期　单位：天

项目	存货周转期		应收账款周转期		应付账款周转期		经营活动营运资金周转期（按要素）	
	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年
纺织业	111.91	108.79	47.99	62.27	46.50	51.09	113.40	119.96
纺织服装、服饰业	181.39	104.57	48.14	46.93	44.14	69.01	185.39	82.50
皮革、皮毛、羽毛及其制品和制鞋业	179.68	166.33	80.99	68.39	51.37	63.46	209.30	171.26
行业整体	147.06	111.40	49.60	55.50	45.85	60.56	150.81	106.33

纺织服装、服饰行业整体管理绩效大幅度提升，经营活动营运资金周转期由185.39天缩短至82.50天，进一步分析，这主要是由于存货管理期大幅度缩短所致，这说明存货管理绩效在2015年显著提升。结合按渠道分析结果，这主要归功于企业“去中间化”的努力，以及原材料高价库存消化也已经接近尾声、雅戈尔等个别样本调整等多种因素影响的结果。

皮革、皮毛、羽毛及其制品和制鞋业存货管理期缩短13天左右，应付账款周转期延长近8天，这说明该行业存货管理绩效稳中有升，对上游供应商的资金占用有所增加。而应收账款周转期缩短12天左右，说明该行业赊销比例有所提升，可能原因为行业为降低库存加大了赊销力度。

表11-12与图11-6是2011~2015年纺织、服装、皮毛行业各要素经营活动营运资金周转期，可以看出，该行业存货周转期在2012年、2013年低于100天以外，其他时期都在100天以上，2014年达到最高后，2015年有所缩短，这说明该行业存货的资金占用较大，这与行业经营特点相关。通常而言，该行业公司都需要提前几个季度备货，并不是按照订单进行生产，加之近年来终端消费市场不振，因此极易产生库存积压问题，因此存货周转期相对较长。应收账款周转期近5年基本上呈延长趋势，这说明企业逐渐改变销售结构与政策，信用销售逐渐增大。应付账款周转期虽不稳定，但2015年显然比2011年大幅度缩短，这说明行业对上游供应商的资金占用能力在弱化。整体而言，经营活动营

运资金周转期整体呈现上升趋势，说明近 5 年来行业营运资金管理绩效在下降。

表 11－12　　2011～2015 年纺织、服装、皮毛行业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
存货周转期	118.00	58.00	79.00	147.09	111.40
应收账款周转期	40.00	25.00	38.00	49.62	55.50
应付账款周转期	160.00	94.00	136.00	45.86	60.56
经营活动营运资金周转期（按要素）	－2.00	－11.00	－19.00	150.85	106.33

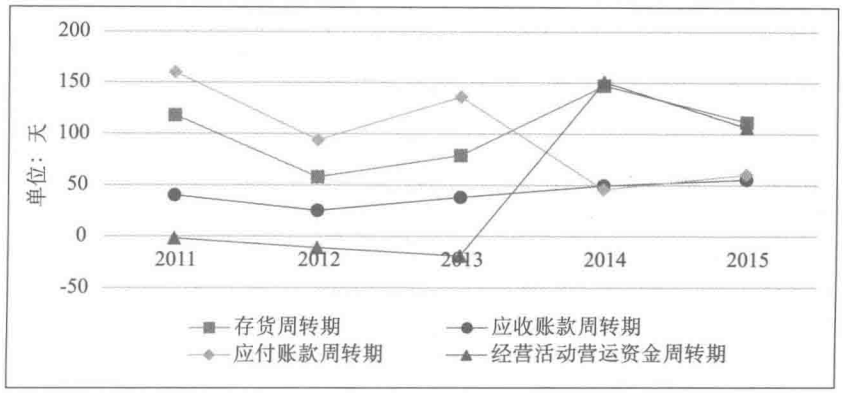


图 11－6　2011～2015 年纺织、服装、皮毛行业经营活动各要素营运资金周转期变化趋势

2. 企业层面

通过表 11－13 可以看出，2015 年纺织、服装、皮毛行业存货周转期缩短的公司家数为 10 家，占 17.86%，基本不变的为 26 家，占 46.43%，延长的为 20 家，占 35.71%，这说明大部分公司的存货管理水平并没有得到提升，但据上述分析，发现行业整体存货管理期在缩短，这说明较大规模的公司存货管理水平在提升，带动整个行业存货管理水平的提升。应收账款周转期 2015 年缩短的仅为 5 家，有一半公司在延长，这与行业应收账款管理期的整体变化保持一致。应付账款周转期缩短的仅占 21.43%，近半公司应付账款周转期在延长，这与行业整体变化保持一致。经营活动营运资金周转期缩短的仅为 11 家，但整体水平在缩短，这说明存货管理能力在该行业营运资金管理中是最重要的影响因子。

表 11－13　　2014～2015 年纺织、服装、皮毛行业各要素经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
周转期变化统计	缩短（家）	10	5	12	11
	缩短占比（%）	17.86	8.93	21.43	19.64
	基本不变（家）	26	23	21	22
	基本不变占比（%）	46.43	41.07	37.50	39.29
	延长（家）	20	28	23	23
	延长占比（%）	35.71	50.00	41.07	41.07
可比样本总数		56			

五、2015 年纺织、服装、皮毛行业上市公司资金回报分析

表 11－14 和图 11－7 至图 11－10 为 2014～2015 年纺织、服装、皮毛行业上市公司资金回报率统计状况，可以看出，2015 年总资金回报率在中位值并没有太大变化的情况下，行业总体水平、平均

数、最大值、最小值都有不同程度的提升，说明行业整体的资金回报率在提升。具体而言，经营活动资金回报率显著提升，行业总体回报率增长50%左右，平均水平增长100%以上，最大值、最小值也都增长100%左右。投资活动有较大幅度的下降，这主要是由于2015年资本市场的剧烈动荡所致。金融经营活动资金回报率回落较大，行业总体回报率由18.52%下降到10.65%，不论是平均水平还是最大值、中位数、最小值等都有较大幅度的下降。当然，由于行业运营仍然聚焦于经营活动，因此，虽然投资活动资金回报率有所下降，在经营活动资金回报率显著提升的支撑下，2015年行业总资金回报率得到一定程度的提升。

表11-14　　2014~2015年纺织、服装、皮毛行业上市公司资金回报率统计分析表　　单位:%

项目	总资金回报率		经营活动资金回报率		投资活动资金回报率		金融经营活动资金回报率	
	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年
行业总体	8.56	9.49	8.74	12.93	8.16	2.02	18.52	10.65
行业平均	5.53	8.66	5.05	12.46	4.85	2.27	13.25	3.60
最大值	24.65	57.46	71.04	162.29	121.56	15.10	25.89	10.79
中位数	6.54	6.96	6.76	8.13	1.03	0.66	13.86	0.00
最小值	-106.54	-11.11	-226.04	-119.76	-1.90	-3.60	0.00	0.00
样本量	67	70	67	70	67	70	3	3

注：金融经营活动资金回报率统计样本以本行业内金融经营活动资金不为0的企业家数为准

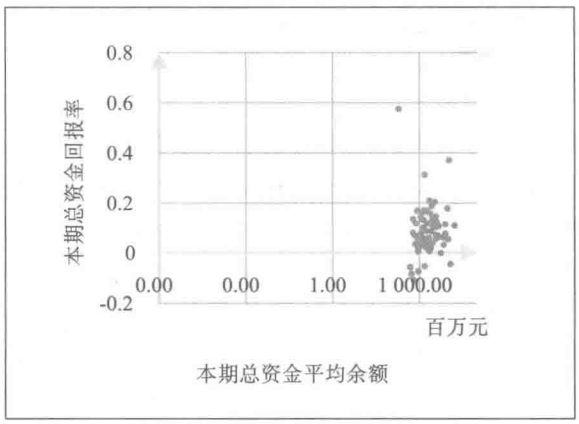


图11-7　2015年纺织、服装、皮毛行业上市公司总资金占用与总资金回报率散点图

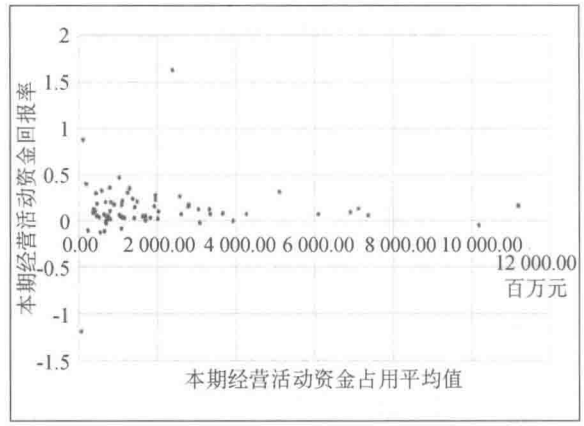


图11-8　2015年织、服装、皮毛行业上市公司经营活动资金占用与经营活动资金回报率散点图

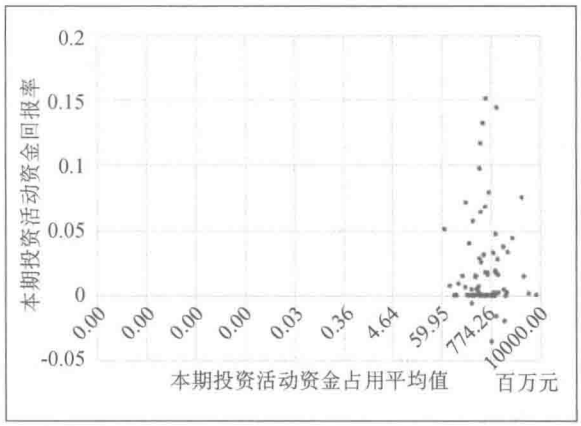


图11-9　2015年纺织、服装、皮毛行业上市公司投资活动资金占用与投资活动资金回报率散点图

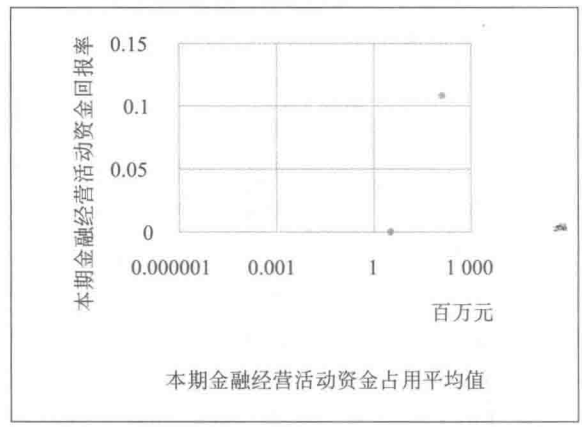


图11-10　2015年纺织、服装、皮毛行业上市公司金融经营活动资金占用与金融经营活动资金回报率散点图

六、2015 年纺织、服装、皮毛行业上市公司融资结构与财务风险分析

（一）总资金融资结构与长期财务风险分析

1. 行业层面

通过表 11 - 15、图 11 - 11 和图 11 - 12 可以看出，2015 年行业自由资金占比（所有者权益/总资金）有所提升，财务杠杆有所下降，股权资本市场在行业资金利用中主导地位进一步巩固，这与 2015 年上半年股市繁荣有关，资本市场输血功能得到一定程度的恢复，对外借款比重有所降低，带动财务杠杆［（利润总和 + 利息费用）/利润总额］产生一定程度的下降。

表 11 - 15　　2014 ~ 2015 年纺织、服装、皮毛行业总资金融资结构与财务杠杆统计分析表

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年末	2015 年末	2014 年末	2015 年末	2014 年	2015 年
行业总体	29.24	26.89	70.76	73.11	1.21	1.12
行业平均	41.10	20.49	53.43	79.51	1.23	1.16
最大值	1 237.19	68.42	99.42	100.00	8.44	5.18
中位数	19.58	17.30	76.25	82.70	1.09	1.05
最小值	0.00	0.00	-1 312.61	31.58	-29.58	-5.39
样本量	67	70	67	70	67	70

图 11 - 11　2014 ~ 2015 年纺织、服装、皮毛行业上市公司总资金融资结构

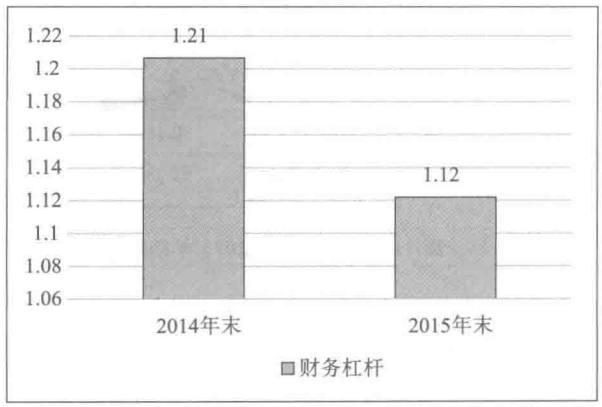


图 11 - 12　2014 ~ 2015 年纺织、服装、皮毛行业上市公司财务杠杆

2. 企业层面

通过表 11 - 16 与图 11 - 13 可以看出，行业 54.29% 的公司借入资金占比区间在（0，25］内，在（25，50］区间内的公司占比为 30%，行业绝大多数上市公司的资金来源主要以自有资金为主，行业整体负债率偏低，这与行业运营状况有关。行业本身并不是资金密集型行业，无需大量资金，尤其是处于消费链条前端的服装、服饰产业，甚至会利用加盟费、特许权使用费等形式形成大量的资金沉淀，日常运转无需大量借款来维持。

表 11－16　　2014～2015 年纺织、服装、皮毛行业总资金融资结构分段统计表

比例区间（%）	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
	2014 年末		2015 年末		2014 年末		2015 年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	6	8.96	6	8.57	1	1.49	0	0.00
(0，25]	33	49.25	38	54.29	0	0.00	0	0.00
(25，50]	20	29.85	21	30.00	10	14.93	5	7.14
(50，75]	7	10.45	5	7.14	20	29.85	21	30.00
(75，100]	0	0.00	0	0.00	36	53.73	44	62.86
>100	1	1.49	0	0.00	0	0.00	0	0.00
总计	67	100	70	100	67	100	70	100

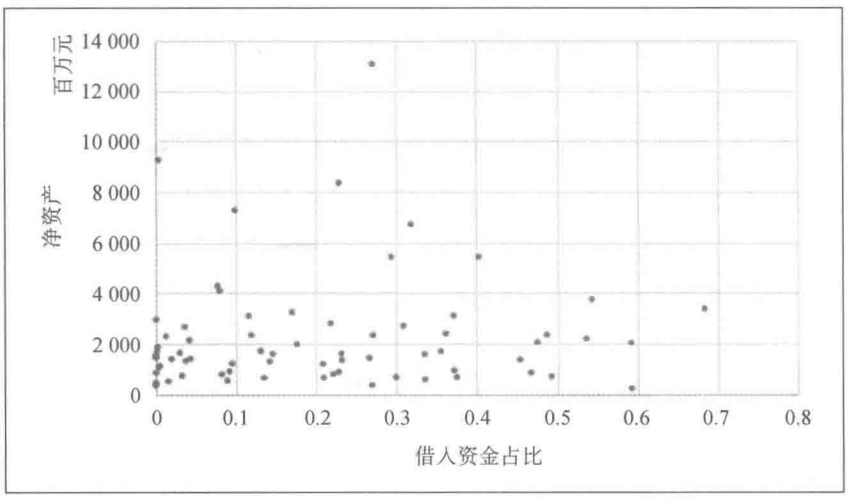


图 11－13　2014～2015 年纺织、服装、皮毛行业上市公司借入资金占比与净资产散点图

通过表 11－17 与图 11－14 可以看出，纺织、服装、皮毛行业 2015 年财务杠杆超过 1.5 倍的公司家数仅为 13 家，占总样本公司的 18.57%。这与上述借入资金占比统计相一致，该行业资金需求量相对偏低，利息费用支出偏少，该行业财务风险整体可控。

表 11－17　　2014～2015 年纺织、服装、皮毛行业财务杠杆分段统计表

比例区间	财务杠杆			
	2014 年末		2015 年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）
[1，1.5)	27	40.30	28	40.00
[1.5，2)	5	7.46	7	10.00
[2，3)	6	8.96	5	7.14
≥3	7	10.45	1	1.43
总计	67	100	70	100

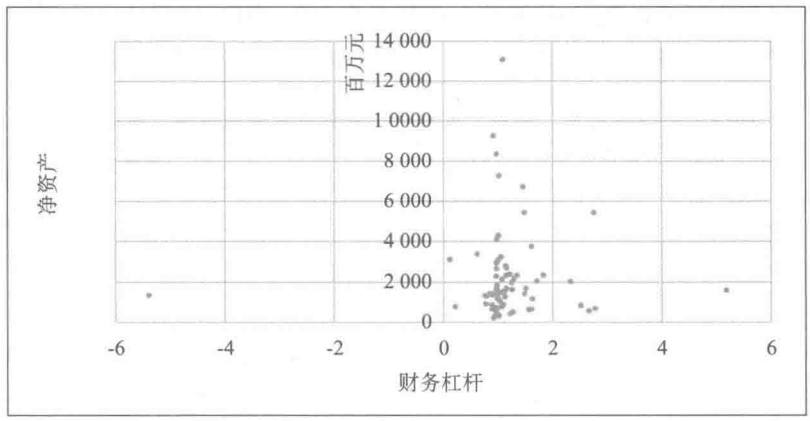


图 11－14　2014～2015 年纺织、服装、皮毛行业上市公司财务杠杆与净资产散点图

（二）营运资金融资结构与短期财务风险分析

1. 行业层面

通过表 11－18 和图 11－15，就行业总体来说，2015 年短期金融性负债占比较 2014 年降低 11 个百分点，营运资本占比相应提高了 11 个百分点，行业总体财务风险有所降低，营运资金由长期资本补充的部分在增加。从行业平均来看，短期金融性负债占比也大幅降低，最大值也出现较大幅度的回落，说明行业短期金融性负债占比的离散化程度在降低，趋于更加平衡的状态。当然，平均值依然大于中位数，说明存在短期金融性负债占比较大的个别企业。

表 11－18　　2014～2015 年纺织、服装、皮毛行业营运资金融资结构统计分析表 单位：%

项目	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年末	2015 年末	2014 年末	2015 年末
行业总体	44.37	33.37	55.63	66.63
行业平均	53.34	35.36	46.66	64.64
最大值	648.66	179.33	100.00	100.00
中位数	27.89	24.02	72.11	75.98
最小值	0.00	0.00	－548.66	－79.33
样本量	67	70	67	70

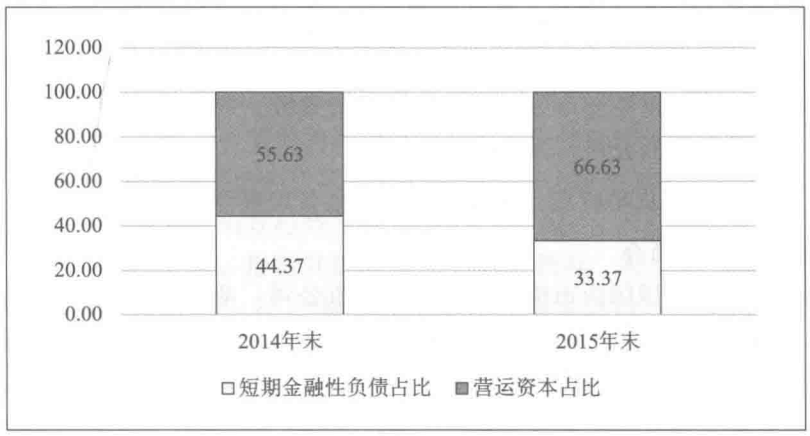


图 11－15　2014～2015 年纺织、服装、皮毛行业营运资金融资结构

2. 企业层面

通过表 11－19 和图 11－16 可以看到，纺织、服装、皮毛行业 2015 年短期金融性负债占比在 50%

以上的企业比2014年有所降低，超过60%的企业分布在（0，50］区间内，这更加说明该行业企业的营运资金来源中，大部分企业的营运资本占比占很大比重，说明大部分企业的财务风险相对较低。

表11－19　　2014～2015年纺织、服装、皮毛行业营运资金来源结构分段统计表

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014年末		2015年末		2014年末		2015年末	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	6	8.96	9	12.86	8	11.94	6	8.57
(0，25]	24	35.82	27	38.57	6	8.96	5	7.14
(25，50]	14	20.90	17	24.29	9	13.43	6	8.57
(50，75]	9	13.43	6	8.57	14	20.90	17	24.29
(75，100]	6	8.96	5	7.14	30	44.78	36	51.43
>100	8	11.94	6	8.57	0	0.00	0	0.00
总计	67	100	70	100	67	100	70	100

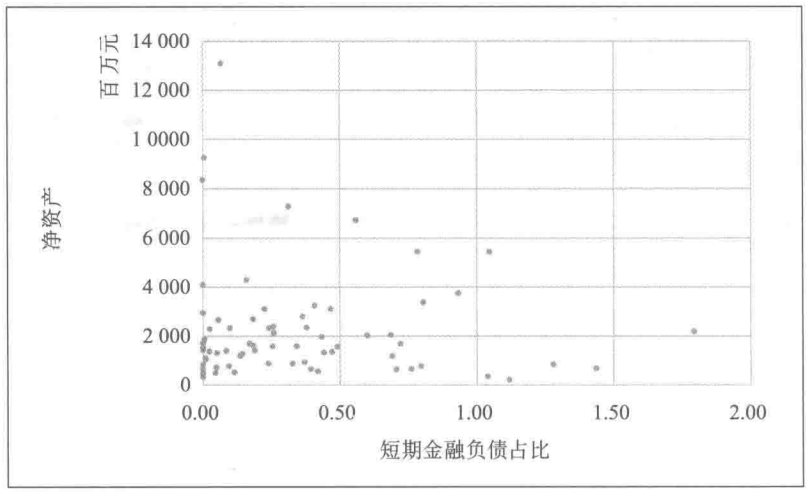


图11－16　2015年纺织、服装、皮毛行业上市公司短期金融性负债占比与净资产散点图

七、2015年纺织、服装、皮毛行业上市公司营运资金管理绩效排行榜

本部分分别按“经营活动营运资金周转期（按要素）”和“经营活动营运资金周转期（按渠道）”进行排名，考察纺织、服装、皮毛上市公司营运资金管理绩效。在对上市公司营运资金管理绩效进行排名时，剔除了财务数据异常的公司，详见附录一。

八、2015年纺织、服装、皮毛行业上市公司营运资金管理典型案例

（一）海澜之家基本情况简介

海澜之家（600398）是我国国内市值最高的服装上市公司，业务涵盖品牌服装的经营以及高档精纺呢绒、高档西服、职业服的生产和销售。公司拥有“海澜之家”、“爱居兔”、“百衣百顺”、“圣凯诺”等多个服装品牌，立足于品牌和平台的双重运作模式，努力为每一位客户提供优质的产品和服务，通过建立产业链战略联盟，建立统一的营销网络。

公司近年来通过对加盟店的类直营管理，实现了门店统一形象和快速扩张；通过以共赢的理念整合服装产业链资源，带动整个产业链经营的良性循环，产业链各方承担有限风险，有效化解经营风险，最大化地创造价值。目前公司已形成独具特色与竞争优势的“总部品牌管理－生产外包－总库物流－连锁销售”运营管理模式，在行业整体低迷形势下实现了持续逆势快速发展。

2015 年，公司延续了良好的增长态势，全年实现营业收入 158.30 亿元，比上年同期增加 28.30%，归属于上市公司股东的净利润 29.53 亿元，比上年同期增长 24.35%。截至 2015 年 12 月 31 日，公司拥有门店 3 990 家，其中“海澜之家”门店 3 517 家，“爱居兔”门店 306 家，“百衣百顺”门店 167 家。

（二）海澜之家营运资金管理绩效分析

1. 2015 年营运资金管理绩效分析

2015 年海澜之家营运资金管理绩效如果按渠道分析在全行业排名第二，按要素分析在全行业排名第四，表 11 -20 与表 11 -21 分别为按渠道分析与按要素分析的营运资金周转期。

表 11 -20　　2015 年海澜之家及行业平均营运资金周转期（按渠道）　　单位：天

项 目	采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期
海澜之家	-166.49	-10.56	146.80	-30.24
行业平均	-18.45	5.68	133.04	120.27

表 11 -21　　2015 年海澜之家及行业平均营运资金周转期（按要素）　　单位：天

项 目	存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	现金周转期
海澜之家	180.53	13.67	183.01	11.18
行业平均	111.40	55.50	60.56	106.33

通过表 11 -20 可以看出，海澜之家采购、生产渠道营运资金管理绩效明显高于行业平均水平，这是因为海澜之家凭借其在产业链中的地位与信誉，采取了新型的采购模式，不再采取传统的压价采购模式，而是以高价采购政策为依托，与供应商签订根据销售量进行款项结算、滞销商品可退货的采购合同，如此，若商品滞销，海澜之家将不承担库存积压风险，而供应商因高价采购也愿意承担一定比例范围内的退货。由于海澜之家往往提前几个季度进行备货采购，采购款于是长期挂账，应付账款周转期因此明显比行业平均水平要长。而海澜之家将除高档服装业务以外的生产业务全部外包，原材料、在产品库存非常少，因此采购渠道、生产渠道营运资金周转期均明显低于行业平均水平。

在营销渠道上，公司不再采取传统的加盟授权关系，而采取共同经营、合作分成的合作经营模式，加盟商拥有加盟店的所有权，店铺租购、水电物业、装修费用、人员薪资、运费、税费等由加盟方负责，而海澜之家拥有加盟店的经营权与商品所有权，统一管理形象策划、供货调度、价格制定、服务规范等，最终根据业绩进行分成并对加盟商进行利润保底。如此，海澜之家能够直接掌控销售回款，进而提高应收账款周转率，因此应收账款周转期明显短于行业平均水平，但由于拥有各加盟店的库存所有权，无疑使公司存货高企，降低了存货周转率，增加了存货跌价风险。但由于公司与供应商签订滞销商品可退货的采购合同，因此，公司实际将存货跌价风险转嫁给了供应商，公司存货必然“虚高”，使得存货周转期偏长。当然，存货跌价风险不可能毫无限制地转嫁给供应商，因此，海澜之家开设“百依百顺”等品牌，对滞销商品进行二次销售，尽最大努力维持整个产业链条的稳定。

2. 2012 ~2015 年营运资金管理绩效趋势分析

由于海澜之家 2013 年借壳上市，根据其披露的相关财务数据，可以从 2012 年进行营运资金管理绩效的指标计算。表 11 -22 与表 11 -23 分别是按渠道与按要素进行计算的海澜之家趋势分析数据，可以看到海澜之家按渠道分析的 2015 年采购渠道营运资金周转期比 2012 年延长近 50%，并于 2015 年有所缩短，这与应付账款周转期的变化保持高度一致。生产渠道营运资金周转期近四年持续缩短。由于海澜之家直接面向终端消费者，绝大多数生产业务外包，因此应收账款比例并不高，存货主要以库存商品为主，营销渠道营运资金周转期的变化也主要随存货周转期的变化而变化，通过趋势分析可以看到公司存货周转期持续缩短，但在 2015 年有所延长，这与营销渠道营运资金周转期的变化保持一致。但应当注意，虽然公司应收账款周转期偏短，2015 年应收账款周转期与 2012 年相比却明显延长，这说明海澜之家的销售结构存在一定的变化，赊销比例有所提升。综合分析，海澜之家营运资金周转期（按渠道）持续

缩短，由 -9.44 天缩短至 -30.24 天，从趋势变动角度分析，海澜之家在行业内也名列前茅。

表 11-22　　2012~2015 年海澜之家营运资金周转期（按渠道）　　单位：天

年 份	采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期
2012	-318.64	-5.50	314.71	-9.44
2013	-209.50	-5.00	207.34	-7.16
2014	-141.33	-7.81	129.73	-19.41
2015	-166.49	-10.56	146.80	-30.24

表 11-23　　2012~2015 年海澜之家营运资金周转期（按要素）　　单位：天

年 份	存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	现金周转期
2012	331.33	4.57	336.04	-0.13
2013	226.39	5.27	227.57	4.10
2014	155.57	9.83	157.23	8.16
2015	180.53	13.67	183.01	11.18

（三）海澜之家营运资金管理特色总结

1. 构建合作共赢的产业链利益相关者联盟

海澜之家在保持业绩逆势增长的同时能够获得良好的营运资金管理绩效，这主要归功于公司与供应商、加盟商构建的合作共赢、协调运作的利益相关者联盟关系。通过支付较高的采购价格来赢得供应商对滞销商品退货的支持，通过滞销商品兜底以及保底利润承诺获得对营销渠道的绝对控制权，通过运营模式的创新实现了对供应商资金的大规模利用，大幅度降低了公司实际的存货管理风险，同时也能够直接面向终端消费市场，根据市场需求变化灵活采用营销政策，推动营运资金的有序良性运转。

2. 加强品牌建设

海澜之家利益共同体的构建、运转是以其良好的品牌溢价支撑的，公司通过产业链利益相关者联盟实现了逆势扩张与良好的营运资金管理绩效，但无疑是在较高销售价格和采购价格的基础之上的，否则模式对供应商造成的退货损失将超过高价采购利润，供应商将退出联盟，公司也就失去了补贴营销渠道加盟商的物质基础。而高价则是公司品牌溢价能力的体现，只有良好的品牌影响力，才能获得市场对高价的认可，也才能为产业链利益联盟奠定坚实的基础。

九、2015 年纺织、服装、皮毛行业上市公司营运资金管理调查结论与建议

（一）结论

通过对 2015 年纺织、服装、皮毛行业上市公司营运资金管理情况的调查分析，主要得出以下结论：

1. 经营活动营运资金配置比例下降，融资结构以自有资金为主，财务风险可控

纺织、服装、皮毛行业经营活动营运资金配置比例由 2014 年的 61.91% 下降到 2015 年的 54.29%，投资活动营运资金配置比例则由 38.07% 上升到 45.73%，这说明该行业 2015 年的并购投资规模与 2014 年相比有较大程度增加，使投资活动营运资金占用有所增加。行业 2015 年融资结构中自有资金比例进一步提升，由 70.76% 上升至 73.11%，超过 60% 的公司自有资金比例超过 75%，2015 年营运资本占比也有较大程度的提升，达 66.63%，因此，纺织、服装、皮毛行业财务风险较低。

2. 营运资金管理绩效显著提升，但内部结构变化差异明显

2015 年纺织、服装、皮毛行业经营活动营运资金周转期（按渠道）比 2014 年缩短 10% 以上，其中，采购渠道营运资金周转期缩短 16 天，生产渠道营运资金周转期缩短 38 天，但营销渠道营运资金周转期延长 38 天，这说明营销渠道营运资金管理有恶化趋势，但由于其他渠道管理能力的提升，从而实现了营运资金管理绩效的提升。营运资金管理期（按要素）缩短近 1/3，这主要是存货管理期的缩短与应付账款周转期的延长所致，应收账款周转期有所延长。从细分行业来看，不论是按渠道还是按

要素分析，纺织业管理绩效有所下降，而纺织服装、服饰业、皮革、皮毛、羽毛及其制品和制鞋业均有不同程度的提升。

3. 经营活动资金回报与投资活动资金回报“冰火两重天”

纺织、服装、皮毛行业 2015 年总资金回报率比 2014 年上升近一个百分点，经营活动资金回报率由 8.74% 上升至 12.93%，而投资活动资金回报率则由 18.52% 下降至 10.65%，这可能与投资活动资金投入加大有关，新投资无法短期内产生收益致使投资活动资金回报有所下降，而经营活动资金回报的上升则表明行业内公司经营管理效益有所上升。

（二）建议

针对纺织、服装、皮毛行业在营运资金管理方面表现出的问题，提出以下建议：

1. 加快营销渠道资金周转

从前面的分析可以看出，纺织、服装、皮毛行业存在营销渠道营运资金占比高、营销渠道营运资金周转速度慢的情况。库存商品和应收账款是营销渠道资金占用的重要部分，因此，对纺织、服装、皮毛行业来说，应加强库存商品和应收账款的管理。由于服装业的季节性特征非常明显，因此，企业在设计产品的时候，应该有针对性地设计适销对路的产品并加快设计周期，从源头遏制库存积压情况的发生。另外，应当积极开辟新的销售渠道，加强网络销售渠道建设，同时采用线上网上销售、线下传统实体店销售以及手机移动销售相结合的方式，降低库存积压现象发生的概率。对于应收账款，企业可以加快金融创新步伐，如应收账款保理等，或改变赊销模式，加快资金回笼。

2. 加大并购力度，加快平台化、多元化转型发展

纺织、服装、皮毛行业市场竞争日趋激烈，单一模式、单一类别已经无法保证企业在竞争中胜出，在当前情况下，并购将是快速提升竞争力的便捷通道。纺织、服装、皮毛行业 2015 年的并购规模明显增大，众多企业或为拓展产品链条收购其他品牌，通过品牌联动实现叠加效应，构建品牌统一平台，提升企业价值；或为增强产业链控制能力、降低产业链协作成本，收购上下游企业，打造全产业链运营模式；或为降低经营风险进行跨界收购，以求多轮驱动价值创造等。

3 优化融资关系网络，改善融资结构

从前面的分析来看，纺织、服装、皮毛行业筹资渠道以自有资金为主，2015 年自有资金比例高达 73.11%，这与行业以往的竞争态势及运营模式密切相关，行业并不属于资金密集型产业，企业规模也偏小，往往无需借助大量银行借款便足以保障长期运营，但是，随着企业多元化、平台化进程的加速，仅仅依靠自有资金往往很难平衡发展需求和大股东控股地位诉求，因此，企业应当着手多渠道优质融资关系网络的建设，为融资结构改善奠定基础。

主要参考文献

1. 王竹泉、马广林：“分销渠道控制：跨区分销企业营运资金管理的重心”，《会计研究》，2005 年第 6 期。

2. 王竹泉、逄咏梅、孙建强：“国内外营运资金管理研究的回顾与展望”，《会计研究》，2007 年第 2 期。

3. 王竹泉等：“利益相关者与企业价值增值创造与分享”，《中国会计研究与教育》，2006 年第 1 期。

4. 王竹泉等：“中国上市公司营运资金管理调查：2012”，《会计研究》，2013 年第 12 期。

5. 王竹泉等：“中国上市公司营运资金管理调查：2013”，《会计研究》，2014 年第 12 期。

6. 孙莹等：“中国上市公司营运资金管理调查：2014”，《会计研究》，2015 年第 12 期。

7. 王竹泉等：“利益相关者视角的企业形成逻辑与企业边界分析”，《中国工业经济》，2012 年第 3 期。

8. “男装品牌海澜之家‘借壳’今闯关，独有模式引发四大争议”，http：//news. efu. com. cn。

9. “海澜之家股份有限公司关于 2014 年年报事后审核意见函的回复公告”，上海证券交易所。

第十二章　2015 年木材、家具行业上市公司营运资金管理调查

【摘要】2015 年木材、家具业由高速转向中高速发展，东北林木停伐政策和外国限制木材出口等政策的影响，加上木材、家具业面临高库存等问题，生存与转型具有一定的挑战性，因而对营运资金管理水平提升的需求更加迫切。本报告分别以 2015 年 16 家、2014 年 14 家公司作为主要研究对象，从营运资金的占用金额和来源、各渠道和各要素的营运资金管理绩效等方面对木材、家具业上市公司 2015 年营运资金管理状况进行了全面调查和透视。由此得出结论：营运资金行业总体占用水平上升、行业平均占用水平下降；经营活动营运资金占用额下降，采购和营销渠道营运资金占用额降低是主因。经营活动营运资金占用水平有所节约，按要素经营活动营运资金管理绩效有所下降，按渠道经营活动营运资金管理绩效有所上升；总资金回报率略微上升；总资金融资结构以自有资金为主，资金较多来源于营运资本，财务风险较低。

一、木材、家具行业上市公司营运资金基本特征

木材、家具行业整体特点为上市公司家数少、总市值小、行业集中度低，中小企业偏多、缺乏领导品牌。该行业营运资金特征如下：

1. 营运资金占用增多，资金多投入于经营活动

营运资金占用水平逐年上升，2011 ~ 2015 年营运资金平均占用 149.58 亿元；经营活动营运资金期末占比呈逐年上升趋势，自 2013 年起经营活动营运资金占比超出 50%，而 2015 年经营活动营运资金占比有所下降。

2. 营销渠道营运资金占用较多，应付及预收款项占用较多

木材、家具行业总体营运资金配置中营销渠道营运资金占比最多。家具折旧期限相对较长，而人们的审美观却在不断变化，因此导致家具积压、占用大量的营运资金。同时，我国家具行业的知名品牌较少，无法满足中高层对家居产品的要求，而中低品牌家具因市场消费能力有限而供大于求。从要素角度来看，该行业应付及预收款项占比最多，说明与供应商以及客户关系良好。

3. 营运资金财务风险较高

木材、家具行业营运资金来源于短期金融性负债的比例越来越高，2011 ~ 2014 年超过 50% 的营运资金均来源于短期金融性负债，木材、家具行业营运资金财务风险较高；2015 年营运资金来源于短期金融性负债的比例下降至 50% 以下，该行业营运资金财务风险有所降低。

4. 行业营运资金周转期较长

2011 ~ 2015 年，木材、家具行业经营活动营运资金周转期（按渠道）均在 100 天以上，并逐年上涨；现金周转期除 2013 年，其他年份均约为 102 天。受木材家具行业本身特征和房地产调控政策影响，该行业营运资金周转期较长。

5. 原材料成本占业务成本份额较大

木材、家具行业属于原料密集型产业，直接材料对主营业务成本的影响较大（例如，好莱客在其招股说明书中披露，2011 ~ 2013 年及 2014 年 1 ~ 9 月，直接材料占主营业务成本的比例分别达 82.07%、78.70%、80.29% 及 80.69%）。

6. 生产经营季节性特点较为明显

从国内市场来看，受商品房购置、改善性装修需求等因素影响，木材、家具行业生产经营存在一定的季节性。由于中国传统风俗以及消费习惯，下半年受国庆长假促销以及房地产销售、婚庆消费影

响，进入销售旺季。

二、2015 年木材、家具行业经营环境变化主题词与大事件

（一）2015 年木材、家具行业经营环境变化主题词

1. 行业由高速发展向中高速发展转变

该行业一定程度上受宏观经济景气程度影响，相关度为中等水平。我国已经进入经济新常态，木材、家具业的发展步伐与全国的经济形势一致，由高速发展向中高速发展转变。

2. 东北国有林区商品林停伐政策和国外限制木材出口政策

2015 年 4 月 1 日，黑龙江重点国有林区天然林商业性采伐全面停止后，我国大径优质木材主要依靠进口。国外主要木材生产国频频出台木材出口严控政策，目前已有 86 个国家禁止和限制原木出口，美欧出台了针对制成品木材合法性的验证制度，《濒危野生动植物种国际贸易公约》又新列了 140 个严格限制交易的木材树种。这些政策导致了严峻的木材供应形势，造成了木材进口价格不断增长。

3. 房地产调控政策

木材、家具业与房地产行业有一定的相关性。为抑制房地产市场过热，遏制投资需求，国家先后出台了一系列房地产调控政策。2013 年 2 月，国务院颁布“国五条”，明确提出继续抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应。这会使消费者对房价持观望态度，不利于房地产的销售，从而影响木材、家具的销售。

4. 新营销模式

网络购物已成为较为普遍的消费方式，电商对线下传统营销模式产生了极大的冲击。对于木材、家具行业，经销商不仅要应对线上的价格冲击，还要承受卖场租金上涨的压力。2015 年有多起商铺歇业抗议管理费或租金上涨事件，整个销售市场环境低沉，销售量下降。木材、家具行业是体验性产品，卖场的存在必不可少，但是电商的缺陷也日益凸显，巨大的交易额背后退货比例较大。

5. 高库存

库存居高不下已成为木材、家具行业的一大问题，一些企业因资金链断裂而倒闭。工厂的生产周期过长容易产生库存堆积，定制家具的企业，一般库存周转较快，而多数普通的企业一年只能更换二三次。在减少库存、改善营销渠道营运资金占有量方面，除了要缩短生产周期外，还要转变原来的库存模式，多储存半成品库存，减缓企业的库存压力。

（二）2015 年木材、家具行业经营环境变化大事件

1.《环境保护法》实施，企业的生产成本提高

最新环保法 2015 年 1 月 1 日施行。2015 年 7 月 1 日起，《木制家具制造业大气污染排放标准》开始实施，根据规定，2017 年后，北京的家具制造行业将全面禁止使用油性涂料即油漆喷涂［溶剂型涂料产生的挥发性有机物排放（VOC）对雾霾有影响］，改用环保水性漆喷涂。尽管政府出台了相关优惠政策，但增加了企业的生产成本，对多数企业来说仍然是一大挑战。

2. 家具定制盛行，实现成本优化、加速存货周转

在个性化需求盛行的时代，定制家具在国内发展历程仅十余年，其发展的势头越来越猛，其中索菲亚、好莱客、欧派等领先品牌在较长的行业积淀中，凭借良好的融资渠道，摸索出高效规范的生产销售流程，将实现快速扩张。而定制家具企业的信息技术也正循序渐进地改良中，在定制化生产中，信息技术水平是企业实现成本优化、服务优化的关键环节。以尚品宅配为例，其信息化系统将生产能力提高了 10 倍，出错率从原 20% 降至 1% 以下，材料利用率从原 85% 提升至 90% 以上，交货周期由原 30 天缩短到 10 天左右。

3. 品牌设计急需，加速存货周转

如今，“从中国制造到中国创造”已从国家层面下达到各行各业。至于木材、家具行业，同质化日益严重、产品设计前瞻性不够、无标志性产品等现象较为严重。国内家具企业开始越来越重视原创设计，家具行业原创设计蔚然成风。消费者注重点不再仅限于产品价格、质量、功能和售后服务，也

越来越关注企业品牌的知名度与美誉度。现已有众多家具企业与家具自主设计品牌置身原创设计之路，木材、家具行业将面临更加激烈的竞争，这也会影响该行业的营运资金周转期以及营销渠道营运资金占比。

4. “倒闭潮”出现，冲击现有商业模式

近几年来，在经济不景气的大环境下，木材、家具行业内的一些企业也纷纷倒闭破产，屡有企业在市场洗牌中关厂歇业，这“倒闭潮”其实是产业发展的必然结果，也是产业升级自然选择、优胜劣汰的结果。传统木材、家具企业尤其是中小企业，以原材料和劳动力为核心竞争力，近年来，这种模式显然不符合时代发展，智能家居的兴起、消费者对家具的定制需求、“互联网 + 家居”的盛行，对类似的制造企业造成了冲击。企业应当寻求新的商业模式以应对冲击，防止资金链的断裂。

5. 高管离职风潮突现，增加运行成本

2015 年，木材、家具行业“高管离职”事件让人引起注意，仅 6 月和 7 月，家具行业离职高管达 10 多位，居然之家、好莱客、喜临门等知名企业均涉及在内。纵观高管离职原因，除了行业大环境低迷、企业自身经营存在问题之外，行业的转型升级是造成这种现象的深层原因。受国家政策和互联网的影响，企业纷纷面临艰难的转型之路，木材、家具行业动荡不安，人员流动更为频繁，提高了木材、家具的人工成本，进而增加了企业的运行成本。

6. “互联网 +”概念兴起，行业提速转型

2015 年，“互联网 +”一词兴起。“互联网 +”时代，木材、家具行业不仅要在营销模式上有创新和变革，关于产品本身也要有互联网化的改造。大数据对消费需求分析得更加明确，家具产品要通过设计个性化、体验交互化等改造适应互联网这个渠道。这将推动传统企业组织架构、商业模式、客户管理等巨大变革。木材、家具行业应借助“互联网 +”这一东风，提速转型。

7. 智能家具开发，培育新型生产方式

2015 年互联网多次被写进国家重要文件，上半年开始，国家和地方政府在政策措施、重大工程项目等方面加大智能制造推进力度，推动制造业大众创业、万众创新。2015 年 5 月 19 日国务院印发《中国制造 2025》，明确了智能制造是建设制造强国的主攻方向，提出以推进信息化和工业化深度融合为主线，着力发展智能装备和智能产品，推进生产过程智能化，培育新型生产方式，全面提升企业研发、生产、管理和服务的智能化水平。木材家具行业也要适应潮流，开发智能产品，加速存货周转。

8. 上市热潮到来，凸显营运资金管理重要性

2015 年家居行业纷纷上市，进入资本市场。广州好莱客之后，全筑装饰、曲美家具、富得利、南兴家具、巴伦斯家具、多喜爱家纺、红星美凯龙等 8 家家居企业接踵上市。与此同时，顾家家居、尚品宅配等家居企业已经公布了 IPO 预披露，酝酿上市计划，预计将继续迎来家居企业上市热潮。一年之内 8 家企业接踵上市，家具企业正进入充满机遇与挑战的资本市场，这也会给木材、家具行业研究营运资金管理方面提供一些数据和参考，更有利于优化企业的营运资金管理。

三、2015 年木材、家具行业上市公司营运资金存量及其分布状况

（一）木材、家具行业上市公司营运资金存量及其分布状况总体分析

1. 行业层面

首先从行业整体层面看一下营运资金配置现状。2014 ~ 2015 年木材、家具业营运资金配置，如表 12 - 1 和图 12 - 1、图 12 - 2 所示。

由表 12 - 1 可知，2015 年底木材、家具行业营运资金占用总量 208.61 亿元，同比增加了 15.23 亿元，上升幅度为 7.88%。其中经营活动营运资金占用为 85.76 亿元，投资活动营运资金占用为 122.84 亿元。结合图 12 - 1 可以看出，2014 年经营活动营运资金占比超过一半，而 2015 年行业总体投资活动营运资金占比明显超过经营活动营运资金。

表 12 - 1　　2014 ~ 2015 年木材、家具行业营运资金存量及其分布状况

项目	营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用（亿元）		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用（亿元）		投资活动营运资金期末占比（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	193. 38	208. 61	112. 88	85. 76	58. 37	41. 11	0	0	0	0	80. 50	122. 84	41. 63	58. 89
行业平均	13. 81	13. 04	8. 06	5. 36	77. 54	- 84. 65	0	0	0	0	5. 75	7. 68	22. 46	184. 65
最大值	46. 96	56. 50	24. 76	22. 25	—	—	0	0	—	—	22. 21	34. 26	—	—
中位数	10. 24	8. 69	5. 23	3. 50	63. 87	52. 53	0	0	0	0	3. 34	5. 88	36. 13	47. 47
最小值	- 0. 66	0. 10	- 2. 23	- 3. 70	—	—	0	0	—	—	1. 02	0. 80	—	—
样本量	14	16	14	16	14	16	14	16	14	16	14	16	14	16

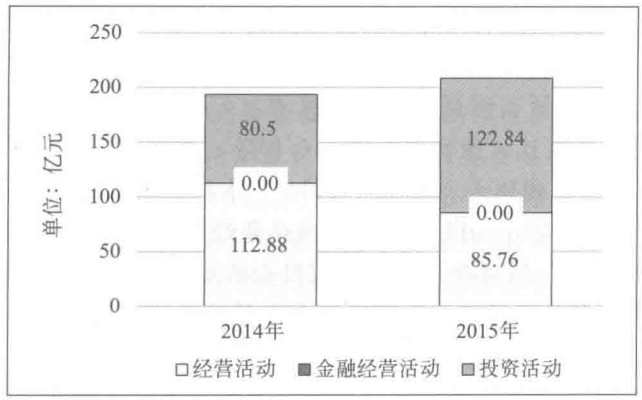


图 12 - 1　木材、家具行业总体营运资金分布图

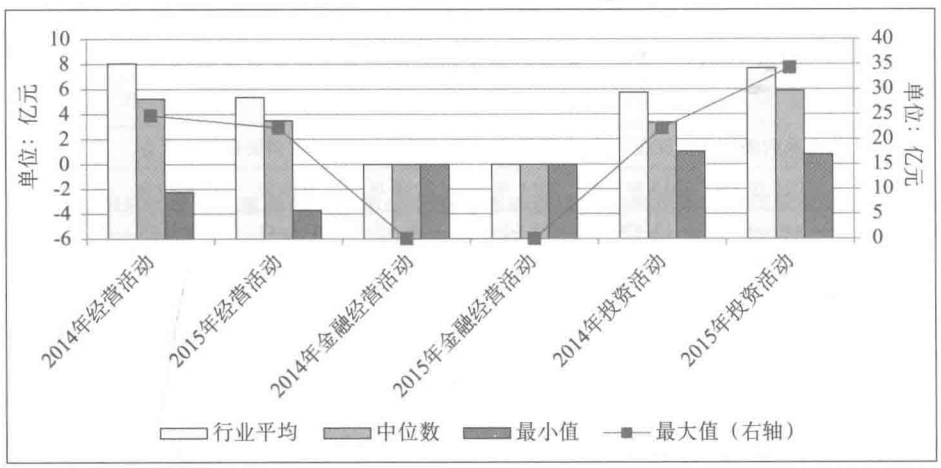


图 12 - 2　2014 ~ 2015 年木材、家具行业营运资金分布统计图

结合表 12 - 1 和图 12 - 2 可知，2015 年经营活动营运资金期末占用减少了 27. 12 亿元，而投资活动营运资金期末占用则上升了 42. 34 亿元。2015 年行业平均营运资金期末占用相比于 2014 年则有所下降，经营活动营运资金期末占比行业总体和行业平均与上年相比均有所下降，而投资活动营运资金期末占比行业总体和行业平均却均有所上升，且上升的变化幅度略大于经营活动营运资金期末占比。从行业总体来看，2015 年木材、家具业经营活动营运资金占比下降而投资活动营运资金占比上升。

2. 企业层面

从企业层面的角度进一步分析木材、家具业上市公司营运资金配置情况，如表 12 - 2 所示。

表 12－2　　2014～2015 年木材、家具行业上市公司营运资金分布状况分段统计表

区间（%）	按经营活动营运资金占比区间统计				按金融经营活动营运资金占比区间统计				按投资活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	1	7.14	5	31.25	14	100	16	100	1	7.14	0	0
(0，25]	1	7.14	0	0.00	0	0	0	0	3	21.43	2	12.50
(25，50]	1	7.14	2	12.50	0	0	0	0	7	50	7	43.75
(50，75]	7	50	7	43.75	0	0	0	0	1	7.14	2	12.50
(75，100]	3	21.43	2	12.50	0	0	0	0	1	7.14	0	0.00
>100	1	7.14	0	0	0	0	0	0	1	7.14	5	31.25
总 计	14	100	16	100	14	100	16	100	14	100	16	100

由表 12－2 可知，2015 年经营活动营运资金占比位于（50%，75%］区间的企业有 7 家，与 2014 年企业数相同，但占比却由 50% 下降为 43.75%；另有 31.25% 的企业经营活动营运资金占比小于等于 0，比重上升了 24.11%。从投资活动营运资金占比来看，43.75% 的企业投资活动营运资金占比处于 25% 至 50% 区间内，与 2014 年相比，该比重下降了 6.25%；另有 31.25% 的企业投资活动营运资金占比大于 1，比重上升了 24.11%。相比于 2014 年，2015 年木材、家具行业对于经营活动和投资活动营运资金的配置比例较为集中。这说明 2015 年有更多的企业经营活动营运资金管理水平上升；而更多的企业投资活动营运资金占比变多，值得企业管理者对投资活动营运资金的配置进行关注。

（二）木材、家具行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布状况

1. 行业层面

了解了木材、家具业整体营运资金存量及分布情况之后，下面分别从采购渠道、生产渠道、营销渠道分渠道分析营运资金分布情况。从行业层面来看，2014～2015 年木材、家具业经营活动营运资金分渠道配置结构，如表 12－3 和图 12－3 所示。

表 12－3　　2014～2015 年木材、家具行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计表

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	－8.60	－19.83	15.01	16.15	106.47	89.45	112.88	85.76
	行业平均	－0.61	－1.24	1.07	1.01	7.61	5.59	8.06	5.36
	最大值	4.54	3.93	6.17	8.21	23.44	21.62	24.76	22.25
	中位数	－0.07	－0.47	0.51	0.04	3.97	3.96	5.23	3.50
	最小值	－8.77	－8.35	－3.63	－3.87	0.19	－0.78	－2.23	－3.70
占比（%）	行业总体	－7.62	－23.12	13.30	18.83	94.32	104.30	—	—
	行业平均	－29.28	18.95	39.23	26.35	90.04	54.69	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	－7.18	5.57	24.31	10.61	85.88	61.69	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本量		14	16	14	16	14	16	14	16

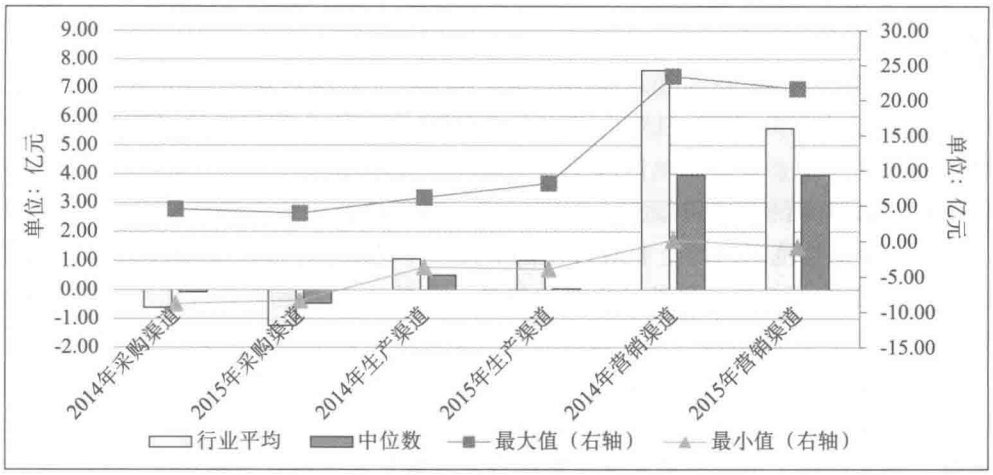


图 12－3　木材、家具行业各渠道营运资金分布统计图

结合表 12－3 和图 12－3 所反映的营运资金按渠道分布的情况来看，由行业总体数据变化可知，2015 年木材、家具业采购渠道的营运资金占用量和营销渠道营运资金的占用量均有所下降，生产渠道营运资金占用量却有所上升。这表明 2015 年木材、家具业行业总体经营活动营运资金占用量有所下降主要是由于采购渠道的营运资金和营销渠道营运资金的下降导致的。而由行业平均数据来看，行业平均经营活动营运资金下降，各个渠道的营运资金行业平均数据相比于 2014 年也都表现出下降，表明 2015 年木材、家具行业分渠道管理的营运资金占用减少，绩效有所提高。而由该行业的经营活动营运资金按渠道分布占比情况来看，行业总体采购渠道营运资金占比为负值，为企业融通了部分资金；营销渠道营运资金占比明显高于生产渠道，甚至超过了 100%，表明该行业营运资金主要被营销渠道占用。从行业总体来看，生产渠道营运资金占比和营销渠道营运资金占比相比 2014 年均有所上升；而从行业平均来看，采购渠道营运资金占比上升而生产和营销渠道营运资金占比下降。

2. 企业层面

从企业层面来看，2014～2015 年木材、家具业上市公司经营活动营运资金分渠道分布情况，如表 12－4 所示。

表 12－4　2014～2015 年木材、家具行业上市公司经营活动营运资金按渠道分布情况分段统计表

区间（%）	按采购渠道营运资金占比区间统计				按生产渠道营运资金占比区间统计				按营销活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	9	64.29	7	43.75	3	21.43	5	31.25	2	14.29	4	25.00
(0，25]	5	35.71	4	25.00	5	35.71	4	25.00	0	0	1	6.25
(25，50]	0	0	2	12.50	2	14.29	4	25.00	1	7.14	1	6.25
(50，75]	0	0	1	6.25	2	14.29	0	0.00	2	14.29	3	18.75
(75，100]	0	0	0	0.00	0	0	1	6.25	4	28.57	2	12.50
>100	0	0	2	12.50	2	14.29	2	12.50	5	35.71	5	31.25
总 计	14	100	16	100	14	100	16	100	14	100	16	100

由表 12－4 可知，2014 年木材家具行业企业的采购渠道营运资金占比全都集中于不超过 25% 的区间内，而 2015 年位于该区间的比重降为 68.75%。2015 年木材、家具业采购渠道营运资金占比小于等于 0 的企业数目为 7 家，所占比重与 2014 年相比下降了 20.54%；而采购渠道营运资金占比在（0，25%］区间的企业数目为 4 家，也比 2014 年下降了 10.71%。对比可知，该行业在 2015 年对采购渠道

营运资金的占用上分化加剧了，而且有12.50%的企业采购渠道营运资金占比大于1，有不少企业在采购渠道上的资金占比变多。

2015年木材、家具业生产渠道营运资金占比小于等于0的企业比重上升9.82%，在（25%，50%］范围内的企业比重上升了10.71%，占比大于100%的比重下降。对比可知，这说明大部分企业生产渠道的资金占比变少。

2015年木材、家具业营销活动营运资金占比大于100%的企业比例略有降低，营销活动营运资金占比处于（75%，100%］范围内的企业所占比例下降了16.07%。营销活动营运资金占比在（50%，75%］范围的企业比例有所上升，另外值得注意的是，营销活动营运资金占比不超过0的企业比例上升了12.38%。

结合前面分析来看，有部分企业在采购渠道上的营运资金占比增多，生产渠道营运资金占比整体表现为下降，营销渠道营运资金占比少的企业变多了。

（三）木材、家具行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布状况

1. 行业层面

从行业层面对2014～2015年木材、家具业上市公司经营活动营运资金分要素的情况进行分析，如表12－5和图12－4所示。

表12－5　　2014～2015年木材、家具行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布总体统计表

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年
金额（亿元）	行业总体	97.56	108.18	102.63	98.30	87.31	120.72	112.88	85.76
	行业平均	6.97	6.76	7.33	6.14	6.24	7.54	8.06	5.36
	最大值	24.41	19.85	24.40	19.80	21.24	32.37	24.76	22.25
	中位数	4.46	4.11	4.26	3.58	4.02	4.41	5.23	3.50
	最小值	0	0.37	1.74	0.30	1.97	1.41	-2.23	-3.70
占比（%）	行业总体	86.42	126.14	90.92	114.62	77.35	140.76	—	—
	行业平均	72.57	8.54	79.68	17.11	52.25	-74.35	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	71.60	64.03	69.43	58.61	53.14	38.53	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本数量		14	16	14	16	14	16	14	16

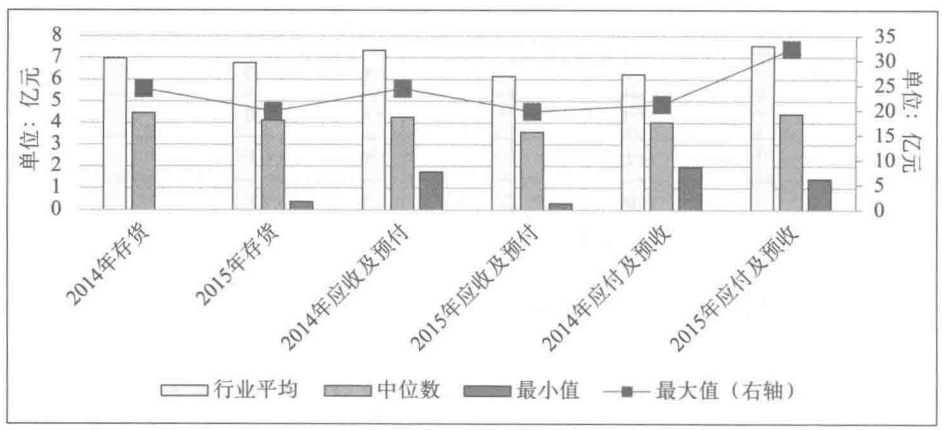


图12－4　2014～2015年木材、家具行业各要素营运资金分布统计图

结合表 12 - 5 和图 12 - 4 可知，2015 年木材、家具业存货营运资金占用行业总体水平有所上升，行业总体存货营运资金占用量上升 10.62 亿元，上升幅度为 10.89%，而行业平均水平则略下降。应收及预付款项营运资金占用量的总体水平、行业均值有所下降，应付及预收款项对资金占用量的总体水平、行业均值都有所上升。行业总体应收及预付款项下降了 4.33 亿元，下降幅度为 4.22%。

从行业总体占比的情况来看，存货和应收及预付款项占用的营运资金上升，应付及预收款项占经营活动营运资金的比值也同样上升，表明木材、家具行业在营运资金分要素管理上，对于应付及预收款项的营运资金占用管理有较好的效果。

2. 企业层面

从企业层面对木材、家具业上市公司经营活动营运资金分要素的配置结构分析，如表 12 - 6 所示。

表 12 - 6　2014 ~ 2015 年木材、家具行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布分段统计表

区间（%）	按存货占比				按应收及预付款项				按应付及预收款项			
	区间统计				占比区间统计				占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	2	14.29	5	31.25	2	14.29	5	31.25	2	14.29	5	31.25
（0，25］	0	0	0	0.00	0	0	0	0.00	1	7.14	3	18.75
（25，50］	3	21.43	1	6.25	1	7.14	2	12.50	4	28.57	0	0.00
（50，75］	3	21.43	3	18.75	6	42.86	4	25.00	3	21.43	2	12.50
（75，100］	2	14.29	3	18.75	2	14.29	2	12.50	1	7.14	3	18.75
>100	4	28.57	4	25.00	3	21.43	3	18.75	3	21.43	3	18.75
总 计	14	100	16	100	14	100	16	100	14	100	16	100

由表 12 - 6 可知，2015 年木材、家具业存货占比区间小于等于零的企业增多了 3 家，比重增加 16.96%；存货占比区间在（25%，50%］范围内的企业有所减少，其他范围内的企业变化基本不大，说明相比于 2014 年，2015 年该行业存货占比小的企业增多。2015 年木材、家具业应收及预付款项占比区间小于零的企业增加了 3 家，比重增加了 16.96%，另外在（50%，75%］范围内的企业比重比 2014 年下降了 17.86%，其他范围内的企业数量基本没有发生变化，说明 2015 年该行业应收及预付款项占比小的企业变多。而从应付及预收款项占比情况，与 2014 年相比，虽然比例在（75%，100%］以及大于 100% 区间内的企业比重增加了 11.61%，但是值得关注的是多了 16.96% 的企业应付及预收款项比例小于零。

总体来说，2015 年更多木材、家具业的企业在占用上游供应商的资金，有部分企业需要重视应付及预收款项营运资金占用管理。

四、2015 年木材、家具行业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析

（一）木材、家具行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额分析

由表 12 - 7 可知，2015 年木材、家具业经营活动营运资金占用水平行业总体减少了 11%，行业平均减少 11%。而 2015 年与 2014 年相比，经营活动营运资金节约额为 10.07 亿元，管理成效有所提高。

表 12 - 7　　2014 ~ 2015 年木材、家具行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额

项　目	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约 额（亿元）
	2014 年	2015 年	
行业总体	0.36	0.25	10.07
行业平均	0.39	0.28	—
最大值	0.95	1.17	—
中位数	0.41	0.28	—
最小值	-0.26	-0.53	—
样本量	14	16	—

注：经营活动营运资金占用水平 = 经营活动营运资金/营业收入

（二）木材、家具行业上市公司分渠道的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

如表 12－8 所示，2015 年样本企业采购渠道营运资金周转期行业整体为－17.3 天，2014 年为－11.8 天，减少了 5.5 天，采购渠道营运资金管理绩效有所改善。生产渠道营运资金周转期 2014 年为 16.9 天，2015 年为 20.1 天，加长了 3.2 天，生产渠道营运资金管理绩效有所下降。营销渠道营运资金周转期 2014 年为 113.8 天，2015 年减少了 8.4 天，营销渠道营运资金管理效率改善。

表 12－8　　2014～2015 年木材、家具行业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	采购渠道营运资金周转期		生产渠道营运资金周转期		营销渠道营运资金周转期		经营活动营运资金周转期（按渠道）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	－10.3	－20.8	18.2	36.2	116.3	101.2	124.2	116.5
家具制造业	－13.5	－14.1	15.3	5.0	111.1	109.4	113.0	100.30
行业整体	－11.8	－17.3	16.9	20.1	113.8	105.4	118.8	108.1

从细分行业来看，木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业和家具制造业的采购渠道营运资金周转期、营销渠道营运资金周转期都有所下降，但木、竹、藤、棕、草制品业生产渠道营运资金周转期上升较明显，说明该细分行业生产渠道营运资金管理绩效有所下降。

2011～2015 年木材、家具行业各渠道经营活动营运资金周转期情况如表 12－9 和图 12－5 所示。

表 12－9　　2011～2015 年木材、家具行业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
采购渠道营运资金周转期	－6	－14	－16	－12	－17
生产渠道营运资金周转期	22	20	18	17	20
营销渠道营运资金周转期	87	101	106	114	105
经营活动营运资金周转期（按渠道）	103	107	108	119	108

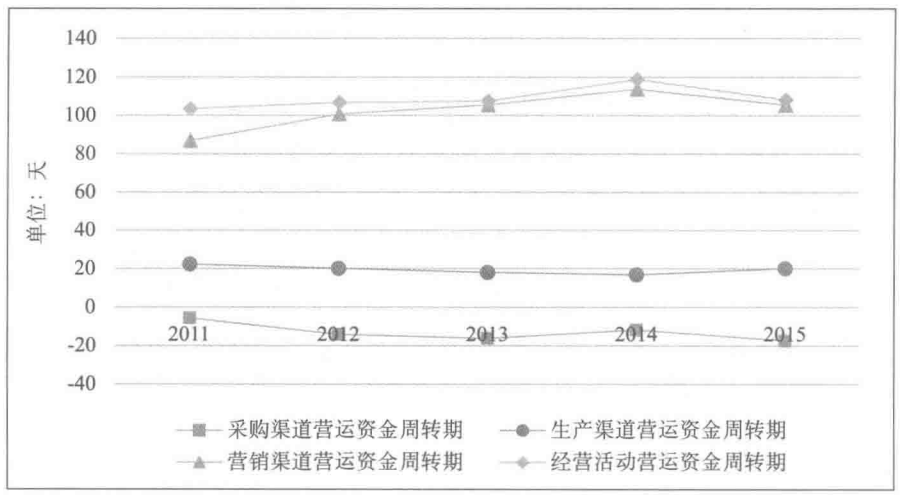


图 12－5　2014～2015 年木材、家具行业分渠道周转期分析

如表 12－9 和图 12－5 所示，2011～2014 年木材、家具业上市公司经营活动营运资金周转期呈现稳中上升的趋势，2011～2013 年缓慢上升，2014 年上升明显。这表明 2014 年木材、家具行业按渠道的营运资金管理绩效呈下降趋势。而 2015 年经营活动营运资金周转期下降，与 2014 年相比，营运资

金管理绩效有所改善。具体从各个渠道分析如下：

2011 ~ 2013 木材、家具业上市公司采购渠道营运资金周转期，呈稳步缩短趋势，2012 年明显缩短到 - 14. 11 天，2013 年继续缩短，这表明采购渠道营运资金管理绩效得到显著改善，但是 2014 年木材、家具业上市公司采购渠道营运资金周转期有所上升，而 2015 年采购渠道营运资金周转期下降，说明 2015 年采购渠道营运资金管理改善效果明显。

2011 ~ 2014 年木材、家具业上市公司生产渠道营运资金周转期基本保持平稳，2013 年和 2014 年突破 20 天，2014 年下降到 17 天。生产渠道营运资金周转期缩短，管理效率提高。而 2015 年生产渠道营运资金周转期变长，说明生产渠道营运资金管理效率仍有改善空间。

2011 ~ 2014 年木材、家具业上市公司营销渠道营运资金周转期呈现稳步上升的态势，表明营销渠道营运资金周转期一直在上涨，营运资金管理效率下降。2015 年营销渠道营运资金周转期则变短，说明营销渠道营运资金管理绩效有所改善。

2. 企业层面

2014 ~ 2015 年木材、家具行业各渠道经营活动营运资金管理绩效变化情况如表 12 - 10 所示。

表 12 - 10　　2014 ~ 2015 年木材、家具行业各渠道经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短（家）	7	8	3	6
	缩短占比（%）	53. 85	61. 54	23. 08	46. 15
	基本不变（家）	2	4	3	3
	基本不变占比（%）	15. 38	30. 77	23. 08	23. 08
	延长（家）	4	1	7	4
	延长占比（%）	30. 77	7. 69	53. 85	30. 77
可比样本总数（家）		13			

如表 12 - 10 所示，2015 年木材、家具业上市公司采购渠道营运资金管理绩效有所改善的有 7 家，占比 53. 85%；但管理绩效降低的有 4 家，占比 30. 77%。另有 15. 38% 的企业采购渠道营运资金周转期基本保持稳定。

2015 年木材、家具业上市公司生产渠道营运资金周转期改善的有 8 家，占比 61. 54%；降低的有 1 家，占比 7. 69%；基本稳定的有 4 家企业。总体看来，2014 年生产渠道营运资金周转期变短，管理绩效有所提升。

2015 年木材、家具业上市公司营销渠道营运资金管理绩效下降较为显著。改善的有 3 家，占比 23. 08%；管理绩效降低的有 7 家，占比 53. 85%；基本稳定的有 3 家。

从整个经营活动看，2015 年木材、家具业上市公司营运资金管理绩效改善的样本企业有 6 家，占比 46. 15%，降低的有 4 家，占比 30. 77%，表明 2015 年部分企业经营活动营运资金管理绩效提升或保持稳定，但也有少数企业营运资金管理绩效下降。

（三）木材、家具行业上市公司分要素的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

如表 12 - 11 所示，与 2014 年相比，2015 年木材、家具业整体及细分行业的存货周转期和应收账款周转期均有所延长，管理绩效下降；行业整体及细分行业的应付账款周转期也延长，管理绩效提高；但是应付账款周转期延长幅度明显小于存货和应收账款周转期，从而导致经营活动营运资金周转期（按要素）延长，管理绩效降低。

表 12－11　　2014～2015 年木材、家具行业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	存货周转期		应收账款周转期		应付账款周转期		经营活动营运资金周转期（按要素）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	113.6	128.4	48.5	51.1	54.2	59.5	107.8	120.0
家具制造业	95.6	99.9	61.5	64.2	61.2	62.2	95.8	101.9
行业整体	105.0	113.7	54.7	57.9	57.6	60.9	102.1	110.6

2011～2015 年木材、家具行业各要素经营活动营运资金周转期如表 12－12 和图 12－6 所示。

表 12－12　　2011～2015 年木材、家具行业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
存货周转期	108.37	112.09	104.9	105.0	113.7
应收账款周转期	55.59	59.58	54	54.7	57.9
应付账款周转期	61.32	69.21	63.9	57.6	60.9
经营活动营运资金周转期（按要素）	102.65	102.46	95	102.1	110.6

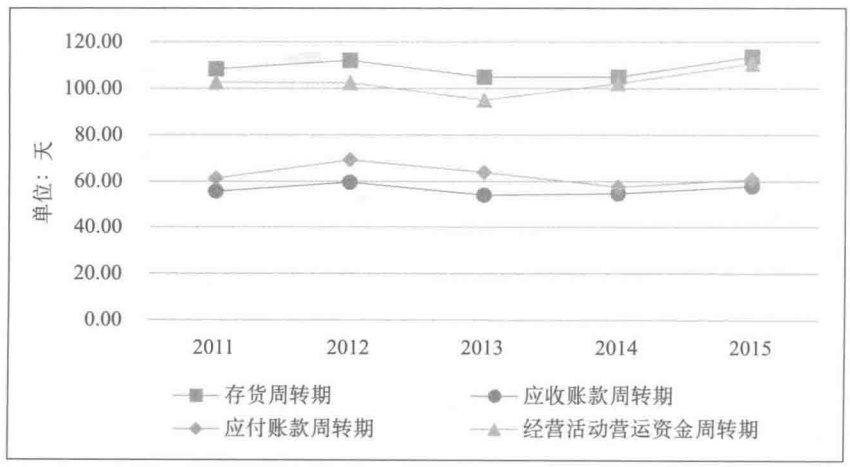


图 12－6　2014 年－2015 年木材、家具行业按要素周转期分析

如表 12－12 和图 12－6 所示，2011～2013 年木材、家具业上市公司经营活动营运资金周转期（按要素）下降，在 2014 年又上升到 2011 年水平，增加了约 7 天，增幅 7.3%。2015 年继续上升，周期增加了约 8 天。这表明近三年木材、家具业上市公司现金管理绩效有下降的趋势。

2 013－2015 年木材、家具业上市公司存货周转期呈不断上升趋势，2012 年较 2011 年存货周转期上升幅度较大，2013 年、2014 年回落，基本保持平稳，2015 年又有所延长。2013～2015 年应收账款周转期呈现上升趋势，但幅度不大基本保持平稳。2011～2012 年木材、家具业上市公司应付账款周转期变长，2012～2014 年呈下降趋势，2014 年应付账款周转期跌破 60，下降到 58，减少了 6 天。而 2015 年应付账款周转期有所上升，说明应付账款管理绩效有所改善。

2. 企业层面

如表 12－13 所示，与 2014 年相比，2015 年木材、家具业上市公司存货管理绩效改善的企业有 2 家，占可比样本企业的 15.38%，绩效降低的企业有 7 家，占可比样本企业的 53.85%；13 家样本企业中有 4 家企业的周转期变化处于基本稳定的状态，说明较多企业存货周转期变长。

表 12－13　　2014～2015 年木材、家具行业各要素经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
周转期变化统计	缩短（家）	2	3	3	4
	缩短占比（%）	15.38	23.08	23.08	30.77
	基本不变（家）	4	2	2	1
	基本不变占比（%）	30.77	15.38	15.38	7.69
	延长（家）	7	8	8	8
	延长占比（%）	53.85	61.54	61.54	61.54
可比样本总数（家）		13			

与 2014 年相比，2015 年木材、家具业上市公司应收账款管理绩效改善的企业有 3 家，占可比样本企业的 23.08%，绩效降低的有 8 家，占可比样本企业的 61.54%；绩效变化基本稳定状态的有 2 家。较多企业应收账款周转期表现为上升，与上述行业层面数据所显示的结果一致。

与 2014 年相比，2015 年木材、家具业上市公司应付账款管理绩效改善的企业有 8 家，占可比样本企业的 61.54%；绩效降低的有 3 家，占可比样本企业的 23.08%；绩效处于基本稳定状态的有 2 家企业。与上期相比较多企业应付账款周转期表现为变长，应付账款管理绩效提高。

从整个企业经营活动看，与 2014 年相比，2015 年木材、家具业上市公司经营活动营运资金管理绩效改善的企业有 4 家，绩效降低的有 8 家，绩效变化处于基本稳定状态的有 1 家企业。这表明 2015 年木材、家具业上市公司较多企业经营活动营运资金管理绩效与 2014 年相比有下降，与上述行业层面数据所显示的结果是一致的。

五、2015 年木材、家具行业上市公司资金回报分析

2014～2015 年木材、家具行业上市公司资金回报率统计情况如表 12－14 和图 12－7 至图 12－10 所示。

表 12－14　　2014～2015 年木材、家具行业上市公司资金回报率统计分析表

项目	总资金回报率（%）		经营活动资金回报率（%）		金融经营活动资金回报率（%）		投资活动资金回报率（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	9.08	9.40	9.92	10.83	35.08	24.48	5.38	5.32
行业平均	12.17	10.22	19.62	15.30	35.08	24.48	4.66	3.91
最大值	66.53	28.22	141.89	70.28	35.08	24.48	36.19	36.23
中位数	8.46	10.83	9.90	13.50	35.08	24.48	0	0.80
最小值	1.67	－6.91	－0.11	－7.55	35.08	24.48	－3.14	－0.15
样本量	14	16	14	16	1	1	14	16

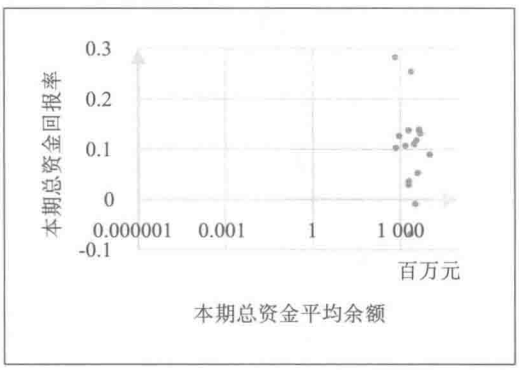


图 12－7　木材、家具行业 2015 年总资金占用与总资金报酬率散点图

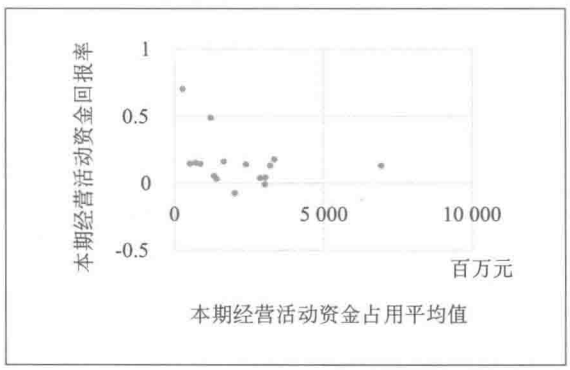


图 12－8　木材、家具行业 2015 年经营活动资金占用与经营活动资金报酬率散点图

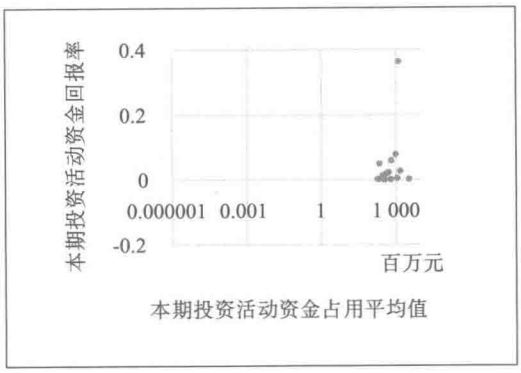


图 12－9　木材、家具行业 2015 年投资活动资金占用与投资活动资金报酬率散点图

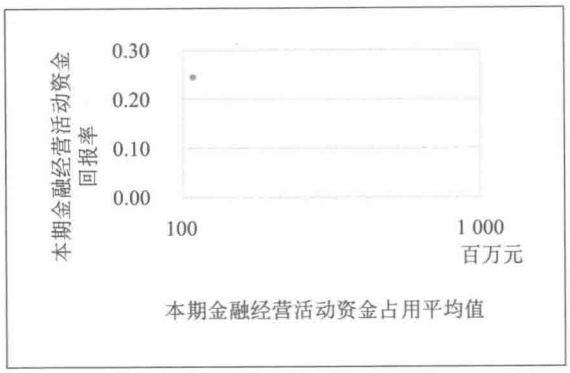


图 12－10　木材、家具行业 2015 年年金融经营活动资金占用与投资活动资金报酬率散点图

从表 12－14 以及图 12－7 至图 12－10 中可以看出，与 2014 年相比，2015 年木材、家具行业总体的总资金回报率有所上升，行业平均的总资金回报率却有所下降。具体来说，2015 年行业总体的经营活动资金回报率上升，但行业平均的经营活动资金回报率下降；行业总体投资回报率和行业平均投资活动回报率均表现为下降。

六、2015 年木材、家具行业上市公司融资结构与财务风险分析

（一）总资金融资结构与长期财务风险分析

1. 行业层面

从表 12－15 和图 12－11、图 12－12 中可以看出，2015 年木材、家具行业的总资金融资结构仍以自有资金为主。相比于 2014 年，2015 年木材、家具行业总体借入资金占比为 29.1%，比 2014 年略有提高；自有资金占比为 70.90%，略低于 2014 年比例。而就行业平均来看，自有资金占比 75.45%，低于 2014 年的比例。该行业以自有资金融资为主，但是 2015 年自有资金比例有下降趋势。

表 12－15　　2014～2015 年木材、家具行业总资金融资结构与财务杠杆统计分析表

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年末	2015 年末	2014 年末	2015 年末	2014 年末	2015 年末
行业总体	27.77	29.10	72.23	70.90	1.23	1.19
行业平均	21.05	24.55	78.95	75.45	2.56	1.54
最大值	58.20	63.76	100.00	100.00	8.11	7.05
中位数	18.10	22.61	81.90	77.39	1.08	1.06
最小值	0.00	0.00	41.80	36.24	0.89	0.53
样本量	14	16	14	16	14	16

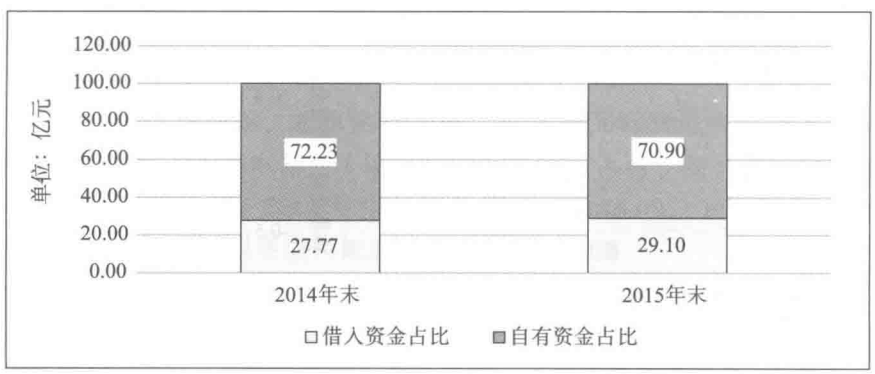


图 12－11　木材、家具行业 2014～2015 年总资金融资结构图

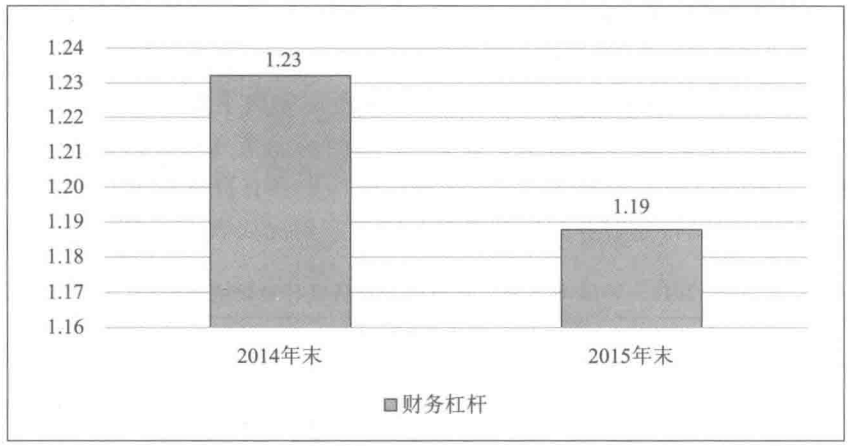


图 12－12　木材、家具行业 2014～2015 年财务杠杆图

2015 年该行业总体财务杠杆为 1.19，略低于 2014 年财务杠杆 1.23，行业平均财务杠杆与 2014 年相比也有下降，财务风险有所降低。

2. 企业层面

2014～2015 年木材、家具行业总资金融资结构情况如表 12－16 和图 12－13 所示。

表 12－16　　2014～2015 年木材、家具行业总资金融资结构分段统计表

比例区间（%）	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
	2014 年末		2015 年末		2014 年末		2015 年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	1	7.14	1	6.25	0	0.00	0	0
(0，25]	7	50	8	50	0	0.00	0	0
(25，50]	5	35.71	5	31.25	1	7.14	2	12.50
(50，75]	1	7.14	2	12.50	5	35.71	5	31.25
(75，100]	0	0	0	0	8	57.14	9	56.25
>100	0	0	0	0	0	0.00	0	0
总计	14	100	16	100	14	100	16	100

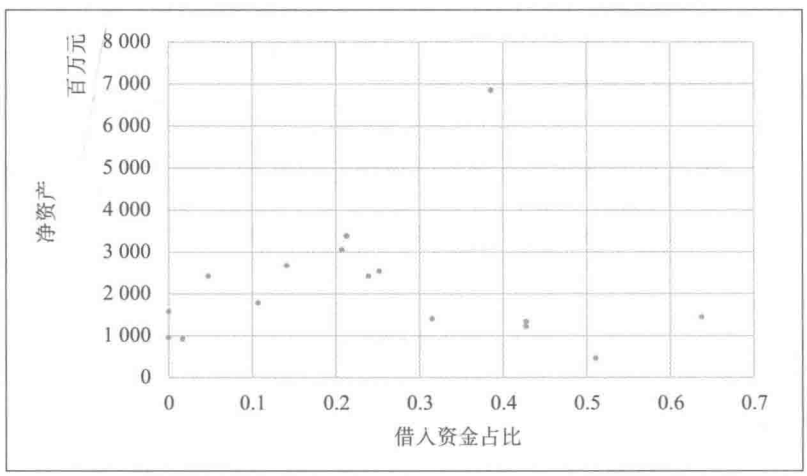


图 12－13　木材、家具行业借入资金占比与净资产散点图

从企业层面来看，2015 年该行业自有资金占比集中于 25% 到 100% 的区间内，而借入资金比例均不超过 75%。56.25% 的企业自由资金占比在（75%，100%］范围内，31.25% 的企业自有资金占比在（50%，75%］范围内，比 2014 年处于该区间的企业占比略微下降；有 50% 的企业借入资金占比处于（0，25%］区间内，比 2014 年多 1 家，有 31.25% 的企业借入资金占比在（25%，50%］区间内。总体来看，木材、家具行业大部分企业总资金融资结构中自有资金占主要比例，财务风险较小。

2014 ~ 2015 年木材、家具行业财务杠杆分段及与净资产情况如表 12 - 17 和图 12 - 14 所示。

表 12 - 17　　2014 ~ 2015 年木材、家具行业财务杠杆分段统计表

比例区间	财务杠杆			
	2014 年末		2015 年末	
	家数（家）	比重（%）	家数（家）	比重（%）
[1，1.5）	3	21.43	6	37.50
[1.5，2）	1	7.14	1	6.25
[2，3）	0	0	1	6.25
≥3	4	28.57	1	6.25
总计	14	100	16	100

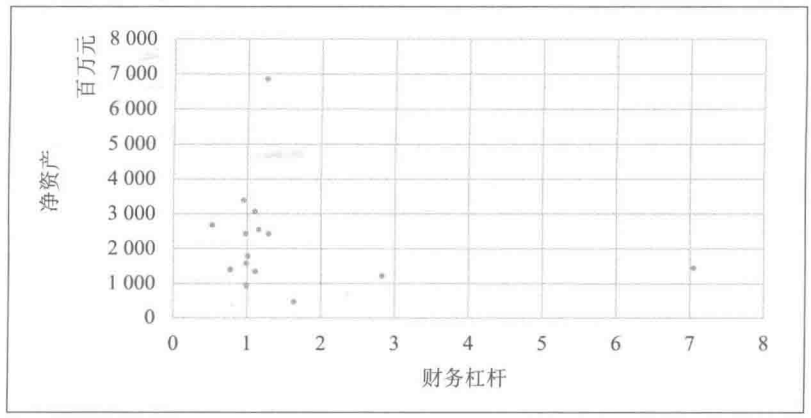


图 12 - 14　木材、家具行业财务杠杆与净资产散点图

从表 12 - 17 和图 12 - 14 可知，2014 年该行业财务杠杆分布较为极端，有 21.43% 的企业财务杠杆在［1，1.5）区间内，财务风险较低；同时有 28.57% 的企业财务杠杆大于等于 3，财务风险较高。2015 年该行业大部分企业财务杠杆处于［1，1.5）区间内，有效地降低了财务风险。

（二）营运资金融资结构与短期财务风险分析

1. 行业层面

2014 ~ 2015 年木材、家具行业营运资金融资结构情况如表 12 - 18 和图 12 - 15 所示。

表 12 - 18　　2014 ~ 2015 年木材、家具行业营运资金融资结构统计分析表　　单位：%

项目	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年末	2015 年末	2014 年末	2015 年末
行业总体	51.89	45.19	48.11	54.81
行业平均	49.91	347.07	50.09	-247.07
最大值	224.21	4 864.16	100	100.00
中位数	43.49	41.39	56.51	58.61
最小值	0	0.00	-124.21	-4 764.16
样本量	14	16	14	16

图 12－15　木材、家具行业营运资金融资结构图

从表 12－18 和图 12－15 可以看出，2014 年木材、家具业从行业整体来看营运资金来源于营运资本的少于来源于短期金融性负债的；行业平均来看，营运资本为营运资金提供了 50.09% 的资金，略高于短期性金融负债占比。而 2015 年，行业总体来源于营运资本的占比为 54.81%，高于短期金融性负债占比。从中位数来看，营运资本占比 58.61%，高于短期金融性负债的占比；这说明 2015 年该行业略偏重于长期资本融资。这种融资结构会增加企业资本成本，但很好地降低了财务风险。2015 年与 2014 年相比财务风险减小。

2. 企业层面

2014～2015 年木材、家具行业营运资金来源结构分段情况如表 12－19 和图 12－16 所示。

表 12－19　　2014～2015 年木材、家具行业营运资金来源结构分段统计表

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年末		2015 年末		2014 年末		2015 年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	1	7.14	1	6.25	1	7.14	3	18.75
(0，25]	5	35.71	5	31.25	2	14.29	2	12.50
(25，50]	1	7.14	3	18.75	4	28.57	2	12.50
(50，75]	4	28.57	2	12.50	1	7.14	3	18.75
(75，100]	2	14.29	2	12.50	6	42.86	6	37.50
>100	1	7.14	3	18.75	0	0	0	0
总计	14	100	16	100	14	100	16	100

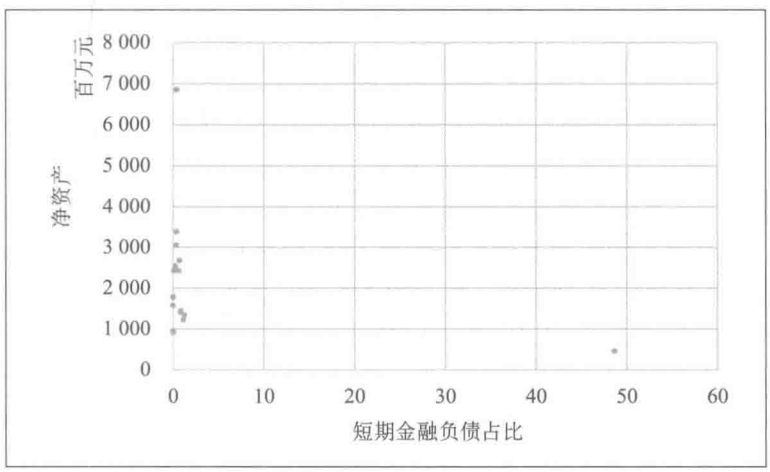


图 12－16　木材、家具行业短期金融负债占比与净资产图

由表 12－19 和图 12－16 可知，从企业层面来看，所有企业在 2014 年和 2015 年均依靠外部融资为企业提供营运资金，营业活动未能结余出资金来替代企业融资。相比于 2014 年，2015 年木材、家具业行业短期金融性负债占比大于 100% 的企业增加了 2 家，说明这 2 家企业增加了来源于短期金融性负债的资金。

营运资本占比小于 0 的增加了 2 家，更多利用营运资本为营运资金提供支持。在（25%，50%］范围内的减少了 2 家，在（50%，75%］范围内的增加了 2 家，说明该行业有不少企业增加了来源于营运资本的资金使用。总体上看，该行业资金来源结构更加均衡，没有过分依赖于某一种方式。

七、2015 年木材、家具行业上市公司营运资金管理绩效排行榜

本部分分别按“经营活动营运资金周转期（按要素）”和“经营活动营运资金周转期（按渠道）”进行排名，考察家具木材行业上市公司营运资金管理绩效。在对上市公司营运资金管理绩效进行排名时，剔除了财务数据异常的公司，详见附录一。

八、2015 年木材、家具行业上市公司营运资金管理典型案例

（一）索菲亚家居股份有限公司简介

索菲亚家居股份有限公司设立于 2003 年，是一家主要经营定制衣柜及其配套定制家具的研发、生产和销售的股份有限公司（已上市，证券代码：002572）。公司于 2003 年 7 月起开始生产、销售“索菲亚”品牌定制衣柜，凭借量身定做的定制衣柜和壁柜门相结合的崭新产品概念，在成功把定制衣柜推向市场并获得中国顾客认同的同时，主导了壁柜移门行业向定制衣柜行业的根本转变，一举改变行业竞争的格局。通过多年经营，公司旗下的“索菲亚”品牌先后被评为“读者最喜爱的建材品牌”、“消费者信赖的建材品牌”、“中国衣柜行业十年影响力品牌”、“2011 年度消费者最喜爱品牌”等。

2009 年 6 月，公司整体变更为股份有限公司。2009 年 11 月，引入战略投资者，同时将公司类型变更为合资公司。公司于 2011 年成为定制衣柜行业首家上市公司。凭借资本市场筹集所得资金，公司陆续收购了四川宁基建筑材料有限公司［现更名为索菲亚家居（成都）有限公司］，成立了全资子公司索菲亚家居（浙江）有限公司、索菲亚家居（廊坊）有限公司和索菲亚家居湖北有限公司，完成公司对西部生产中心、华东生产中心、华北生产中心和华中生产中心的整体布局。公司自 2014 年开始实施“定制家·索菲亚”大家居战略，与法国 SALM S. A. S 达成合作协议，以“SCHMIDT·司米”橱柜品牌，进军中国国内橱柜市场。

公司利用自身制造优势和信息化优势，及时满足消费者对设计、安装等专业服务的要求，提高服务质量，使得公司在与其他品牌的竞争上脱颖而出，市场占有率不断提高。

（二）索菲亚家居股份有限公司营运资金管理绩效分析

1. 分渠道的营运资金管理绩效分析

2014～2015 年索菲亚各渠道营运资金周转期及行业平均值，如表 12－20 所示。

表 12－20　　索菲亚 2014～2015 年营运资金管理绩效表（按渠道）　　单位：天

项目	采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
2015 年	－3.82	－11.52	5.53	－9.81
2014 年	5.43	－12.21	0.66	－6.11
2015 年行业平均	－17.33	20.05	105.42	108.14
2014 年行业平均	－12	17	114	119

如表 12－20 所示，2014 年、2015 年索菲亚生产渠道、营销渠道营运资金周转期都要明显低于 2014 年、2015 年木材、家具业上市公司生产渠道、营销渠道营运资金周转期的行业平均值，这表明 2015 年和 2014 年索菲亚生产渠道和营销渠道营运资金管理绩效都高于行业平均水平。索菲亚采购渠道营运资金周转期略高于当年行业平均周转期。整体看来，2014 年、2015 年索菲亚经营活动营运资金周

转期明显低于当年木材、家具业经营活动营运资金周转期行业平均值，这表明 2014 年、2015 年索菲亚按渠道的经营活动营运资金管理绩效都明显高于行业平均水平，就整体而言，在经营活动营运资金管理方面，索菲亚处于优势地位。2015 年采购渠道营运资金周转期较 2014 年有所缩短，营销渠道和生产渠道营运资金周转期较 2014 年略微上升，但按渠道经营活动营运资金周转期由 -6.11 天降至 -9.81 天，这表明，整体来看，索菲亚经营活动营运资金管理绩效显著提高。

2. 分要素的营运资金管理绩效分析

2014 ~ 2015 年索菲亚各要素营运资金周转期及行业平均值，如表 12 -21 所示。

表 12 -21　　索菲亚 2014 ~ 2015 年营运资金管理绩效表（按要素）　　单位：天

项目	存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
2015 年	20	10	21	9
2014 年	22	11	17	15
2015 年行业平均	114	58	61	111
2014 年行业平均	105	55	58	102

如表 12 -21 所示，2014 年、2015 年索菲亚存货周转期、应收账款周转期均明显低于 2014 年、2015 年木材、家具业上市公司存货周转期、应收账款周转期的行业平均值，这表明 2014 年、2015 年索菲亚存货以及应收账款管理绩效要显著高于行业水平。索菲亚 2014 和 2015 年应付账款周转期低于 2014 年、2015 年的行业平均值。从整体来看，索菲亚经营活动营运资金周转期明显低于相应年份经营活动营运资金周转期的行业平均值，表明该企业按要素经营活动营运资金管理绩效水平显著高于行业平均水平。就 2014 年与 2015 年索菲亚各要素营运资金周转期来看，2015 年索菲亚存货周转期低于 2014 年，2015 年应收账款周转期也低于 2014 年，虽然应付账款周转期低于行业平均水平，但是 2015 年应付账款周转期比 2014 年有所延长；2015 年索菲亚经营活动营运资金周转期也低于 2014 年，说明整体来说，索菲亚 2015 年营运资金管理绩效较好。

（三）索菲亚家居股份有限公司营运资金占用分析

1. 分渠道的营运资金占用分析

2014 ~ 2015 年索菲亚各渠道营运资金占用及行业平均值，如表 12 -22 所示。

表 12 -22　　索菲亚 2014 ~ 2015 年营运资金占用表（按渠道）　　单位：亿元

项目	采购渠道占用	生产渠道占用	营销渠道占用	经营活动营运资金（按渠道）占用
2015 年	0.68	-1.12	2.42	0.80
2014 年	-0.002	0.87	0.19	0.69
2015 年行业平均	-1.24	1.01	5.59	5.36
2014 年行业平均	-0.61	1.07	7.6	8.06

如表 12 -22 所示，2015 年索菲亚生产渠道、营销渠道营运资金占用金额均低于相应年份行业平均值，而采购渠道营运资金占用略高于行业平均值，表明资金管理效率较高。同时，2015 年索菲亚生产渠道营运资金占用金额低于 2014 年，这表明 2015 年索菲亚生产渠道营运资金投入量低于 2014 年生产渠道营运资金投入量。从整个经营活动营运资金占用来看，2015 年索菲亚经营活动营运资金占用高于 2014 年经营活动营运资金占用。

2. 分要素的营运资金占用分析

2014 ~ 2015 年索菲亚各要素营运资金占用及行业平均值，如表 12 -23 所示。

表 12－23　　索菲亚 2014～2015 年营运资金占用表（按要素）　　单位：亿元

项目	存货占用	应收及预付款项占用	应付及预收款项占用	经营活动营运资金（按要素）占用
2015 年	2.06	0.81	2.27	－1.06
2014 年	1.45	0.90	1.39	－0.69
2015 年行业平均	6.76	6.14	7.54	5.36
2014 年行业平均	6.97	7.33	6.24	8.06

如表 12－23 所示，2015 年索菲亚存货、应收及预付款项营运资金占用明显低于行业平均值，而应付及预收款项营运资金占用也低于行业平均值，按要素经营活动营运资金占用低于行业平均值，表明 2015 年索菲亚按要素营运资金的投入量明显低于行业平均水平。2014 年索菲亚存货、应收及预付款项、应付及预收款项营运资金占用明显低于行业平均值，表明 2014 年索菲亚存货、应收及预付款项、应付及预收款项营运资金的投入量也明显低于行业平均水平。与 2014 年相比，2015 年索菲亚存货营运资金占用上升、应收及预付款项下降和应付及预收款项营运资金占用上升，经营活动营运资金占用有所下降。

（四）索菲亚家居股份有限公司营运资金管理特色总结

从以上数据分析可以看出，无论按渠道还是按要素分析，整体来说索菲亚的营运资金管理绩效都高于行业平均水平。随着我国中产阶级的数量急剧增加，中高端消费群体逐渐涌现。国内越来越多的消费群体开始关注居家的整体生活艺术，旧式的成品家具已不能满足消费者对个性化生活的追求。家具行业正处在定制家具大规模取代传统成品家具的变革时期，传统上家具行业通过机械化生产标准家具产品来实现规模效应，随着定制家具行业快速发展，非标准件的比例不断提高，以个性化、大批量为特点的柔性化生产正是实现大规模定制生产的关键技术。目前，我国定制家具行业正处于行业快速成长期，随着新进入者的不断加入，国内定制衣柜企业的竞争也日渐激烈。由于定制家具行业中低端产品同质化竞争严重，产品结构升级及模仿速度加快，行业企业的竞争焦点将逐步由产品本身转入企业创新能力和品牌影响力的竞争阶段。因此，在这一关键时刻家具业企业只有及时转型，适应消费者的消费需求，加强企业在营运资金方面的管理，才能实现企业在转型阶段的平稳过渡。而索菲亚作为行业的领先品牌，有很多值得借鉴的地方。

在生产渠道建设上，索菲亚采用“大规模定制”的生产模式，将同一板材花色的一定数量订单，通过柔性化生产工艺，拆分成独立的各种部件，利用信息技术系统生成领料指令、二维码信息指令、加工指令、包装指令等一系列生产指令并进行排产，实现个性化家具产品的多订单混合生产。因而有效减少了生产渠道营运资金周转期，加快了家具的生产及资金周转。

在营销渠道方面，2013 年以来索菲亚根据行业内逐步向全屋家具定制发展的趋势，提出了“定制家·索菲亚”的全新战略，产品品类和系列不断拓宽，并且出资成立了司米橱柜有限公司，正式进军橱柜领域。索菲亚把定制衣柜及其他配套家具做精、做大、做强，并加快推进橱柜业务，不断深化公司“定制家”的战略，成为国内领先的“大家居解决方案提供者”。家具的个性化定制突破了传统家具的营销模式，另外，索菲亚采用以经销商为主、以直营专卖店和大宗用户业务为辅的复合营销模式，其中经销商模式占公司定制衣柜及其配件销售收入的 90% 以上。因而营销渠道资金周转相对较快，显著高于行业平均水平。

在存货管理方面，由于索菲亚的全新战略重在定制，满足消费者独特的需求，因而存货堆积较少，因需求而快速定制，保质保量的同时个性化制造，缩短了存货周转期，有效地提高了营运资金的管理绩效。

在应收账款管理方面，索菲亚利用其良好的品牌形象及区域行业领先地位的优势，建立良好的企业信誉。索菲亚品牌目前销售网络已覆盖全国一、二线城市和东部沿海地区三、四线城市，是定制家具行业的龙头品牌。应收账款周转期明显低于行业平均水平，资金周转较为及时。

九、2015 年木材、家具行业上市公司营运资金管理调查结论与建议

（一）调查结论

通过对 2015 年木材、家具行业上市公司营运资金管理状况进行全方位的调查与分析，本报告得出以下研究结论：

1. 行业总体营运资金占用水平上升，行业平均营运资金占用水平略微下降

2015 年底木材、家具行业营运资金占用总量 208.61 亿元，同比增加了 15.23 亿元，上升幅度为 7.88%。2015 年木材、家具业上市公司行业总体营运资金占用水平上升，而行业平均营运资金占用水平略微下降。营运资金具体配置表现为经营活动营运资金占比下降而投资活动营运资金占比上升。

2. 经营活动营运资金占用额下降，采购和营销渠道营运资金占用额降低是主因

2015 年木材、家具业采购渠道的营运资金占用量和营销渠道营运资金的占用量均有所下降，生产渠道营运资金占用量却有所上升。这表明 2015 年木材、家具业行业总体经营活动营运资金占用量有所下降主要由于采购渠道的营运资金和营销渠道营运资金的下降导致的。分渠道来看，营销渠道营运资金占用超过 100%，明显高于生产渠道，表明该行业营运资金主要被营销渠道占用。存货营运资金占用行业总体水平有所上升，而行业平均水平则略下降。应收及预付款项营运资金占用量的总体水平、行业均值有所下降，应付及预收款项对资金占用量的总体水平、行业均值都有所上升。

3. 经营活动营运资金占用水平有所节约，按要素经营活动营运资金管理绩效有所下降，按渠道经营活动营运资金管理绩效有所上升

2015 年木材、家具业经营活动营运资金占用水平行业总体减少了 11%，行业平均减少 11%。经营活动营运资金节约额 10.07 亿元，管理成效有所提高。

2015 年木材、家具业行业整体上市公司经营活动营运资金（按渠道）周转期为 108.1 天，同比减少 10.7 天，降低幅度为 8.48%。行业整体经营活动营运资金周转期（按要素）上升，经营活动营运资金活动管理绩效下降。

4. 总资金回报率略微上升，经营活动资金回报率上升是主因

2015 年木材、家具行业总体的经营活动资金回报率为 9.4%，比 2014 年稍微上升，主要原因在于经营活动资金回报率相比于 2014 年有所上升，上升了 9.17%。

5. 总资金融资结构以自有资金为主，资金较多来源于营运资本，财务风险较低

相比于 2014 年，2015 年木材、家具行业总体借入资金占比为 29.1%，比 2014 年略有提高；自有资金占比为 70.9%，略低于 2014 年比例。2015 年，行业总体来源于营运资本的占比为 54.81%，高于短期金融性负债占比。因而该行业整体财务杠杆较低，财务风险相对较小。

（二）对策建议

1. 减少生产渠道资金占用，加速生产渠道营运资金周转，提升营运资金整体管理绩效

从上述数据分析中可以看出，2015 年木材、家具业上市公司经营活动营运资金生产渠道营运资金占用较多，且生产渠道营运资金周转期变长，管理绩效有所下降。随着居民收入水平的提高，以及对居住环境的逐步重视，消费者对家具的个性化需求日益增加。对于木材、家具行业的企业应该转变公司战略，向定制家具方向发展。定制家具凭借对家居空间的高效利用、能充分体现消费者的个性化消费需要、现代感强等特点，成为近年来家具消费领域中新的快速增长点。企业应借助现代化信息技术及柔性化生产工艺，为消费者量身定制满足消费者个性化需求的板式家具。与传统的成品家具相比，定制家具因需要满足消费者的个性化需求，必须解决个性化产品大规模机械化生产的难题。随着现代化信息技术的提升，部分家具生产厂商借助信息系统、自动加工系统等，将数字控制加工设备转变为能根据加工指令智能操作的自动化机械制造系统，实现了柔性化生产。通过这些措施可以有效解决生产渠道营运资金占用较多以及营运资金周转期较长等问题。

2. 重视技术创新，加强客户管理，提高存货及应收账款管理绩效

2015 年，木材、家具业存货渠道和应收账款管理绩效下降明显。企业应重视技术创新，积极提升

客户体验，加强客户管理，以优化存货和应收账款的管理。木材、家具行业下游面向国内购买商品住房和旧房二次装修的消费者，以及推出精装修商品住房的房地产企业。虽然本行业下游行业——房地产行业受国家宏观调控影响较大，有较强的周期性，但房地产企业交房的速度比较平稳，另外旧房二次装修比例也在持续上升，尤其是在一线重点城市，二手房和二次装修比例已经占30%以上，并呈逐年上升的趋势。木材、家具行业应抓住契机，加强与下游客户的沟通交流，加速应收账款的周转，进而提升整个营运资金管理的绩效。

主要参考文献

1. 王竹泉、孙莹、王秀华、孙建强、王贞洁："中国上市公司营运资金管理调查：2010"，《会计研究》，2011 年第 12 期。

2. 王竹泉、孙莹、王秀华、张先敏、王贞洁："中国上市公司营运资金管理调查：2011"，《会计研究》，2012 年第 12 期。

3. 王竹泉、孙莹、王秀华、张先敏、杜媛："中国上市公司营运资金管理调查：2012"，《会计研究》，2013 年第 12 期。

4. 王竹泉、孙莹、张先敏、杜媛、王秀华："中国上市公司营运资金管理调查：2013"，《会计研究》，2014 年第 12 期。

5. 孙莹、王竹泉、张先敏、杜瑞、程六兵："中国上市公司营运资金管理调查：2014"，《会计研究》，2015 年第 12 期。

6. 王亮：《基于全球价值链视角的中国家具业转型升级研究》，浙江大学硕士学位论文，2015 年。

7. 田新元、廖肇青、刘雅静："九大平台助力家具产业升级"，《中国改革报》，2015 年 6 月 5 日。

8. 阎建芳："转型求发展，家具业机遇与挑战并存"，《政府采购信息报》，2015 年 1 月 13 日。

9. 丁洪美、温雅莉："木材家具行业走向智能制造"，《中国绿色时报》，2015 年 2 月 27 日。

10. 侯方森、庄季乔："《欧盟木材法案》对中国木制家具出口欧盟的影响分析"，《西安财经学院学报》，2015 年第 5 期。

第十三章　2015 年造纸、印刷行业上市公司营运资金管理调查

【摘要】造纸、印刷行业在我国国民经济发展中具有重要地位，是国民经济发展的重要基础产业之一。造纸、印刷行业属于资金和技术密集型行业，具有资金需求量大、规模经济性显著的特点。其对资金的需求决定了造纸、印刷行业在营运资金占用及管理方面的特点，包括对资金和原材料的需求量大、营运资金周转缓慢等。2015 年我国经济转型、环保升级等带来了很多不确定因素，这给造纸、印刷行业带来了极大的风险和挑战，与此同时，受宏观经济下行的影响，我国造纸、印刷行业目前还面临国内外原材料价格波动的影响以及产能过剩等问题带来的挑战。

本报告主要从营运资金存量及分布、营运资金管理绩效分析、资金回报分析、融资结构和财务风险分析四大方面，对 2015 年造纸、印刷行业的 46 家上市公司营运资金管理数据进行分析，得到以下结论：造纸、印刷行业总体营运资金占用增加，行业平均营运资金占用略有减少，企业间差距较大；行业总体及行业平均经营活动营运资金占用减少，投资活动营运资金占用增加；营销渠道营运资金占用显著增加，采购及营销渠道营运资金占用小幅上升；行业总体短期金融性负债占比上升，部分企业财务风险较大；经营活动营运资金周转期较上年略有减少，但是仍处于高位；行业总资金回报率、经营活动回报率大幅上升，投资活动回报率下降。为此，本报告提出的造纸、印刷行业的营运资金管理对策包括：实现林浆纸一体化；严格商业信用政策，提高应收账款回收速度；加强渠道建设，促进产销结合；拓宽融资渠道，控制财务风险。

一、造纸、印刷行业上市公司营运资金基本特征

造纸、印刷行业是我国的传统轻工产业，分为造纸业和印刷业。造纸业是指纸浆、新闻纸、包装纸板、文化用纸、生活用纸等产品的生产部门的总称；而印刷业是指书刊印刷、装潢印刷和印刷材料等轻工业生产的总和，从上下游的关系来看，造纸业是印刷业的上游行业。造纸、印刷行业具有产业关联度强、市场容量大、资金技术密集、规模效益显著的特点，是拉动林业、农业、印刷、包装、机械制造等产业发展的重要力量，其营运资金管理特点归纳如下：

1. 资金密集型行业，集体企业、小型企业占比高

造纸、印刷行业属于资金和技术密集型行业，其经营活动营运资金占用水平为 30% 左右，远高于我国上市公司总体的 10%；造纸行业设备投资约占项目总投资额的 60%，自动化程度高于一般制造业；由于设备投资大，固定成本高，因此行业具有规模效益。造纸行业规模以上企业国有及国有控股企业占 2.26%，“三资”企业占 11.21%，集体及其他企业占 86.53%，企业性质以国有为主；按照我国大中小型企业划分标准，大中型企业占 20% 左右，小型企业占 80% 左右，以小型企业为主，但值得注意的是由于规模效益的存在，大中型企业的主营业务收入占 60% 以上。

2. 经营活动营运资金占比高，传统制造业特征明显

造纸、印刷行业营运资金配置以经营活动为主，近五年经营活动和投资活动营运资金占比分别为 58.46% 和 41.54%，与之相较，全国所有行业的这一比值为 36.61% 和 63.39%，是全部 21 个行业中仅有的 7 个营运资金配置以经营活动为主的行业之一。造纸、印刷行业属于传统制造业，近年来受到互联网和数字化的影响，行业需求持续疲软，存货周转较慢，应收账款回收期长，因此经营活动营运资金占用高于全行业平均水平。

3. 经营活动营运资金主要配置在营销渠道，应收及预付款在要素中占比最高

根据中国企业营运资金数据库显示，近五年营销渠道营运资金占比最大，为 104.09%，采购渠道

占比最低，达到 -22.54%，生产渠道营运资金占比居中，为 18.45%。采购渠道为营运资金节省了部分资金，体现了造纸、印刷行业企业可以利用供应商信用，占用产业链资金；营销渠道占用了大量营运资金，表明行业受下游需求疲软、滞销严重、产能过剩等问题的影响，从而导致营销渠道资金占用情况严重。

根据中国企业营运资金数据库显示，以要素视角来看，近五年应收及预付款要素营运资金占比最高，为 116.90%，存货要素营运资金占比最低，为 78.19%，应付及预收款要素营运资金占比居中，为 95.10%。造纸、印刷行业应收及预付款占用绝大部分营运资金，可见由于经济形势的持续下行，下游企业资金困难，导致应收账款无法及时收回。总体来看各要素之间占比各年变化不大，存货要素营运资金占比有较为明显的逐年降低的趋势，体现了造纸、印刷行业减少库存、淘汰落后产能的行业趋势。

4. 行业整体财务稳健，营运资金周转期长

造纸、印刷行业资金来源以短期来源为主，但较为稳健。从近五年统计数据来看，行业短期来源占 56.26%，营运资本占 43.74%，与全国所有行业的平均资金来源中短期来源占 68.99% 相比，风险较小，较为稳健，融资成本相对较高，但是符合行业不确定因素较高、竞争较为激烈、处罚成本较高的特征。造纸、印刷行业营运资金周转期较长，远远长于全国所有行业 34 天的平均水平。近五年的造纸、印刷行业平均周转期为 113 天，近五年经营活动营运资金周转期有较明显的增长，体现了造纸、印刷行业资金运转存在问题，特别是经济环境的下行，导致应收账款无法及时回收，从而导致整个行业的资金运转的紧张，行业营运资金管理水平有待提高。

二、2015 年造纸、印刷行业经营环境变化主题词与大事件

（一）2015 年造纸、印刷行业经营环境变化主题词

“十三五”。2015 年是“十二五”的收官之年，也是规划“十三五”的关键之年。中央经济会议明确了去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板五大任务，这将导致造纸、印刷行业进一步降低设备投资，减少存货，通过技术改进降低生产成本，并且持续减少金融性负债的数量，增加营运资金充足程度，减少财务风险，从而减缓行业由于需求疲软而持续增大现金流的压力，变“两高一资”的污染型行业为环境友好型行业，增加废料利用程度，提高生产的可持续性，缩小行业短板，挖掘行业潜能。

环保升级。2015 年，“绿色”成为“五大发展理念”之一，随着“水十条”、《挥发性有机物排污收费试点办法》等条例的颁布和施行，造纸、印刷行业不断加强环保技术研发和投资，特别是在挥发性气体排污收费办法实施之后，造纸、印刷行业的企业必须对生产过程中排放的气体缴纳一定比例的费用，这将导致新的营运资金占用，使本就紧张的现金流雪上加霜。在这种新政策带来的影响下，企业势必将加强应收账款的按时回收，并继续利用供应商信用占用产业链更多的资金以保障企业现金流；中小型造纸、印刷企业将因为技术的落后在严标准的环保政策中更加难以为继，过剩的低端产能将进一步被淘汰，从而提供一定的市场空间。

新常态。2015 年我国 GDP 增速为 6.9%，经济形势下行压力较大，行业与上年同期相比产量持平、利润走高，产量持平是指 1～8 月份行业增速是 0.07%，但是利润增长了 5.49%。在这样的宏观经济形势下，行业中纸种出现分化，未涂布印刷书写纸、新闻纸等出现负增长，一枝独秀的是箱纸板正增长 14.55%；行业效益出现分化，全行业利润正增长，但亏损企业数量进一步扩大，2014 年是 337 家企业亏损，2015 年 8 月份是 379 家企业亏损，亏损的企业增多，亏损企业的亏损额增速扩大。这说明盈利企业的盈利水平更高了，造纸行业出现效益两极分化。

互联网 +。2015 年 3 月 5 日，李克强总理在政府工作报告中首次提出“互联网 +”行动计划。2015 年更多造纸、印刷企业涉及互联网行业，结合数字化和信息化趋势，不断促进造纸、印刷行业的转型升级。造纸、印刷行业的数字化、信息化和“触网”化，有助于企业在产业链上下游延伸，并有效地解决应收账款回收的问题，显著减少库存积压，减少储存成本，降低存货对营运资金的占用，减缓营运资金压力；同时可以挖掘新需求，针对需求及时调整生产，从而扩大销量，增加盈利能力。互

联网 + 造纸印刷的出现将注定引起造纸、印刷行业营运资金管理的模式创新和企业管理能力的升级。

（二）2015 年造纸、印刷行业经营环境变化大事件

1.《挥发性有机物排污收费试点办法》施行，推高企业营运成本

2015 年 6 月 18 日，财政部、国家发展改革委、环境保护部联合发布《关于印发〈挥发性有机物排污收费试点办法〉的通知》，该办法自 2015 年 10 月 1 日起在全国范围内施行，包装印刷业作为试点行业之一。按照差别化标准征收的规定，单位产量下减少排放量将较大程度减少挥发气体的费用支出，因此企业将势必继续增大研发投入以获得这部分成本优势。办法的出台，将对本来利润较为微薄且需求较为疲软的造纸、印刷行业带来新的营运资金占用，导致造纸、印刷行业现金流较为紧张，如何在紧张的现金流和迫切的研发需要中进行权衡，如何获得新的营运资金来满足新的费用的出现，是对造纸、印刷行业营运资金管理的新的挑战。

2. 废纸、甘蔗渣和秸秆造纸企业获增值税返点，绿色造纸迎来发展新动力

2015 年 6 月 11 日，财政部、国家税务总局联合下发《关于印发〈资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录〉的通知》，该通知自 2015 年 7 月 1 日起执行。根据通知，利用废纸、甘蔗渣和秸秆造纸企业将获得 50% ~70% 的增值税返点。行业绿色化迎来新契机，利用废纸、废渣造纸的企业将在增值税上节约大量开支，从而获得相对同行业更高的利润，必将引起行业研发绿色造纸技术的新风向，以期减少增值税开支，减轻企业现金压力，更好地运用营运资金为企业带来效益。

3. 合版印刷，探寻业务创新模式

面对互联网时代市场的变化，面对全球性经济危机和中国宏观经济的不景气给印刷企业带来的巨大压力，合版印刷模式的发展为造纸、印刷行业提供了一个降本增效、合乎趋势的方法，提供了一个适合企业转型升级的新商业模式。合版印刷，是一种结合网络和印刷的服务模式，合版印刷与网络印刷相连，是印刷业结合“互联网 +”思想最有效的变革之一，低费用、高效率，减损耗，是极其符合当下印刷业环保、高效要求的一种创新模式。而合版印刷对印速和服务的高要求也对企业的现金流的充足程度提出了新的要求，企业必须扩大营运资金来源，减少应收账款和存货对营运资金的占用，从而使企业保存充足的营运资金，为合版印刷的创新模式提供保障，更好地探索这一业务创新模式。

4.“竹纤维制备关键技术及功能化应用”获奖，技术创新引领管理升级

2015 年 1 月 9 日，2014 年度国家科学技术奖励大会在北京召开，由福建农林大学等机构联合研究的“竹纤维制备关键技术及功能化应用”项目荣获 2014 年度国家科技进步奖二等奖。该技术在全国重点竹产区推广后，近三年新增销售额 98 亿元，新增利润 7.2 亿元，新增税收 6.2 亿元，废水排放远低于国标（GB3544 -2008）要求值，取得显著经济、生态和社会效益。该技术的应用是竹浆及其系列产品的重要创新，将有利于造纸、印刷行业降低生产成本，节约环保开支，挖掘需求，扩大销量，从而改善现金流的紧张程度，促进对营运资金的更好利用和管理。

5. 逐鹿“新三板”，拓宽融资渠道

2015 年，在中国资本市场震荡波动的大背景下，新三板成了造纸、印刷行业关注的焦点，众多造纸、印刷企业在新三板挂牌上市。造纸、印刷行业多以中小微企业为主，企业现金流十分紧张，而融资又十分困难，导致企业发展受限。对于初创期科技含量较高、自主创新能力较强的非上市印刷包装企业而言，新三板挂牌上市有利于拓宽公司融资渠道、完善公司资本构成、引导公司规范运行，有利于提高公司股份流动性、为公司带来积极的财富效应，有利于为企业提供较为充足的现金流，保证企业营运资金的充足程度。

6.《水污染防治行动计划》印发，增强废水处理能力，淘汰落后产能

2015 年 4 月 16 日，国务院印发《水污染防治行动计划》（“水十条”）。行动计划中的 238 项具体治理措施中，重点提出了 90 项改革创新措施。涉及造纸行业的有取缔不符合国家产业政策的小型造纸、专项整治、城区污染较重造纸企业搬迁改造或依法关闭、废水深度处理回用等多项内容。“水十条”的印发使对造纸、印刷行业的环保要求进一步升级，中小型造纸印刷厂的环境将进一步恶化甚至

逐渐被关停；行业利润进一步减少，环保开支又将占据一部分营运资金，对管理者的要求进一步增大。

7. 混合印刷，智能制造，引领产业转型新思路

2015 年，数字化、信息化的趋势使印刷企业需要谋求数字化转型，然而鉴于实际情况，绝大多数的印刷企业仍以传统印刷为主，因此能够让传统印刷和数字印刷和谐共处的混合印刷是行业走向数字化的首选。利用混合印刷，可以实现快速高效生产、节约成本和利润提升，减少营运资金在存货和应收账款上的无效占用，增加企业现金流动效率，缩短企业经营活动周转期。同时，利用混合印刷，可以利用传统印刷和数字印刷的优点，实现印刷品增值和生产流程整合，强大的混合工作流程可以实现与企业内部 MIS 的整合，优化流程，缩短处理时间，增加企业有效资源的流动效率，缩短生产周期，增加企业营运资金的利用效率和活力。

8.《制浆造纸行业清洁生产评价指标体系》发布，清洁生产引领行业新风向

2015 年 4 月 15 日，国家发展改革委、环境保护部、工业和信息化部联合发布整合修编的《制浆造纸行业清洁生产评价指标体系》，进一步形成统一、系统、规范的清洁生产技术支撑文件，指导和推动企业依法实施清洁生产。该指标体系的发布引领造纸、印刷行业继续转型升级，从高耗能高污染行业转变成环保可持续发展的行业，行业整体的改变有助于改善行业的公众形象，从而有助于向银行借款融资，扩大金融性负债的规模；但是与此同时，清洁生产的推广将一定程度上增加企业的生产成本，减少行业利润。

9. “一带一路”，开拓新兴海外市场

2015 年，饱受“产能过剩”与“结构转型”双重困苦的中国造纸、印刷行业，坚定地加大了迈向国际市场的脚步。造纸、印刷行业已有众多企业选择在“一带一路”沿线国家进行投资，一方面化解原料的瓶颈、降低生产成本；另一方面也是消化过剩的产能、开发新兴市场，创造新的利润增长点。开拓新兴市场将挖掘较大需求，缓解存货对营运资金的大量占用，缩短经营活动周转期，加速营运资金利用；与此同时，开拓新兴市场将有较大的法律、政策风险，因此行业营运资金管理应注意适当缩小杠杆，降低财务风险。

10.《制浆造纸单位产品能源消耗限额》出台，能耗控制进一步加强

2015 年 6 月 30 日，国家质量监督检验检疫总局、国家标准化管理委员会批准发布了《制浆造纸单位产品能源消耗限额》强制性国家标准，将于 2016 年 7 月 1 日起正式实施，重点规定了纸浆、机制纸和纸板主要生产系统单位产品能源消耗限额的技术要求、能耗统计范围、计算方法等。该标准的出台标志着造纸、印刷行业的能耗控制进入一个标准化的新阶段，标准化能耗控制的计算将使产品成本进一步精确，营运资金的管理也将进入精确化时代，从而对企业管理能力有着更高的要求。

三、2015 年造纸、印刷行业上市公司营运资金存量及其分布状况

（一）造纸、印刷行业上市公司营运资金存量及其分布状况总体分析

1. 行业层面

表 13 - 1 为 2014 ~ 2015 年造纸、印刷行业营运资金存量及其分布状况分析表，图 13 - 1 和图 13 - 2 分别展示了营运资金存量分布状况及相关统计数据。从行业总体来看，2014 年营运资金占用额为 567.22 亿元，2015 年营运资金占用额为 701.94 亿元，2015 年比 2014 年增加了 134.72 亿元，增幅为 23.75%。其中 2015 年经营活动营运资金期末占用比上年增加了 26.67 亿元，增幅为 7.98%；投资活动营运资金期末占用比上年增加 108.05 亿元，增幅为 46.34%；金融经营活动两年均未出现营运资金占用，说明造纸、印刷行业企业均还未涉及金融经营。总而言之，2015 年营运资金占用与 2014 年相比有较大幅度的上升，特别是投资活动营运资金占用增幅较大。

从营运资金占用结构来看，2015 年经营活动营运资金期末占比为 51.39%，投资活动营运资金占比为 48.61%，相比上年经营活动营运资金占比下降，投资活动营运资金占比上升，但变化不大，占用比重基本稳定。

从行业平均来看，2015 年营运资金平均期末占用额比 2014 年下降了 2 亿元，降幅为 11%。其中

2015 年经营活动营运资金行业平均期末占用比上年下降了 2 亿元，降幅为 20%，投资活动营运资金行业平均期末占用比上年增加 0.3 亿元，增幅 4%，行业平均营运资金期末占用呈下降趋势，其中经营活动呈明显下降趋势，投资活动略有上升。

从最值来看，2015 年与 2014 年相比营运资金期末占用额最大值最小值和极差变化较小，但经营活动营运资金期末占用额极差明显缩小，投资活动极差明显增大，说明造纸、印刷行业间企业投资活动营运资金占用水平差异增大，经营活动占用水平差异缩小，逐渐趋同。

表 13－1　　2014～2015 年造纸、印刷行业营运资金存量及其分布状况

项目	营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用（亿元）		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用（亿元）		投资活动营运资金期末占比（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	567.22	701.94	334.05	360.72	58.89	51.39	0.00	-0.01	0.00	0.00	233.17	341.22	41.11	48.61
行业平均	17.19	15.26	10.12	7.84	85.71	48.79	0.00	0.00	0.00	0.00	7.07	7.42	14.29	51.21
最大值	174.65	172.72	111.23	53.95	—	—	0.00	14.10	—	—	63.41	118.77	—	—
中位数	7.24	9.16	5.12	4.66	63.69	51.97	0.00	0.00	0.00	0.00	3.11	3.87	36.31	48.03
最小值	-2.11	-2.87	-10.65	-3.00	—	—	0.00	-0.01	—	—	0.07	0.01	—	—
样本量	33	46	33	46	33	46	33	46	33	46	33.00	46.00	33.00	46.00

图 13－1　2014～2015 年造纸、印刷行业总体营运资金存量及其分布状况

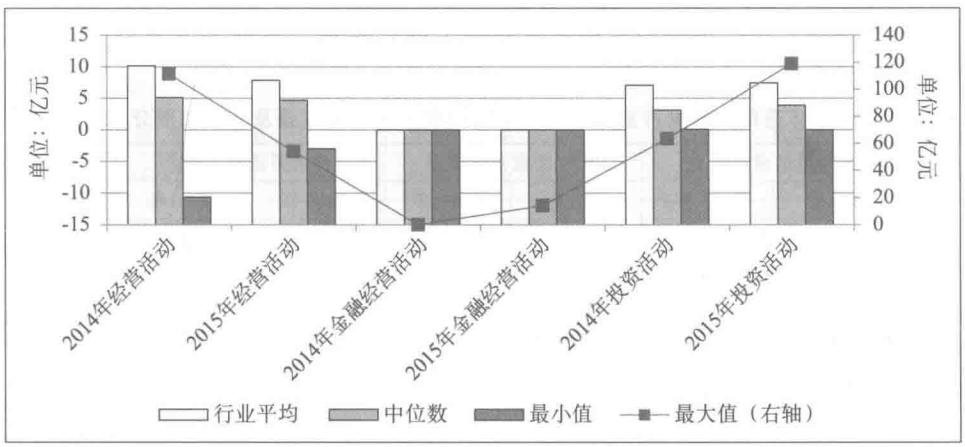


图 13－2　2014～2015 年造纸、印刷行业营运资金分布统计数据

综上所述，我们清楚看到，造纸、印刷行业总体营运资金占用增加，主要原因为行业总体投资活动营运资金占用增大，行业部分企业在 2015 年投资活动营运资金占用明显增加，行业内部企业营运资金占用量和结构差异较大，企业存在发展不均的状况。

2. 企业层面

表 13 - 2 是 2014 ~ 2015 年造纸、印刷行业上市公司营运资金分布状况分段统计表。由表可知，2015 年与 2014 年相比，实体经营活动营运资金占比区间小于 50% 的比重由原来的 24% 增加到 40% 左右，增幅较大，占比最大的区间为（50%，75%］；投资活动营运资金占比区间小于 50% 的比例由 75% 下降到 60% 左右，占比最大的区间为（25%，50%］。

可见 2015 年造纸、印刷行业实体经营活动营运资金占比落在低位区间的数量有所增加，投资活动营运资金占比落在高位的数量有所增加，说明过去年度行业积累的过剩产能一定程度上得到了减少，也反映了行业实体经济的下行。值得注意的是，造纸、印刷行业 2015 年出现了一家金融经营活动占比非零的企业，说明了行业产融结合的发展处于初期起步阶段。

表 13 - 2　　2014 ~ 2015 年造纸、印刷行业上市公司营运资金分布状况分段统计表

区间（%）	按实体经营活动营运资金占比区间统计				按金融经营活动营运资金占比区间统计				按投资活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	0	0.00	2	4.35	33	100.00	45	97.83	2	6.06	1	2.17
(0, 25]	2	6.06	5	10.87	0	0.00	1	2.17	7	21.21	8	17.39
(25, 50]	6	18.18	11	23.91	0	0.00	0	0.00	16	48.48	19	41.30
(50, 75]	16	48.48	19	41.30	0	0.00	0	0.00	6	18.18	11	23.91
(75, 100]	7	21.21	8	17.39	0	0.00	0	0.00	2	6.06	5	10.87
>100	2	6.06	1	2.17	0	0.00	0	0.00	0	0.00	2	4.35
总 计	33	100	46	100	33	100	46	100.00	33	100.00	46	100.00

（二）造纸、印刷行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布状况

1. 行业层面

表 13 - 3 为 2014 ~ 2015 年造纸、印刷行业上市公司经营活动营运资金的渠道配置结构情况表，图 13 - 3 为 2014 ~ 2015 年造纸、印刷行业经营活动各渠道营运资金分布统计数据图。从行业总体来看，2015 年经营活动营运资金占用总额有小幅上升，上升了 26.66 亿元，增幅 8% 左右。其中采购渠道营运资金占用下降 26.14 亿元，生产渠道营运资金占用下降了 9 亿元，经营活动营运资金占用的上升主要由于营销渠道营运资金的大幅上升，上升了 44.85 亿元，增幅 12%。2015 年营销渠道的营运资金占比进一步上升，采购渠道、生产渠道的营运资金占比下降，这在一定程度上反映了造纸、印刷行业原材料价格的下降及市场竞争的进一步加剧。

表 13 - 3　　2014 ~ 2015 年造纸、印刷行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计表

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	-88.05	-114.19	52.80	61.75	369.31	413.16	334.05	360.72
	行业平均	-2.67	-2.48	1.60	1.34	11.19	8.98	10.12	7.84
	最大值	1.56	2.08	31.13	27.26	98.75	69.97	111.23	53.95
	中位数	-0.75	-0.98	0.02	-0.03	6.53	5.31	5.12	4.66
	最小值	-18.96	-33.29	-2.62	-2.86	0.11	-1.71	-10.65	-3.00
占比（%）	行业总体	-26.36	-31.66	15.80	17.12	110.55	114.54	—	—
	行业平均	-55.13	-596.92	16.66	2.29	138.48	694.63	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	-7.23	-22.70	0.37	0.50	103.56	111.05	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本量		33	46	33	46	33	46	33	46

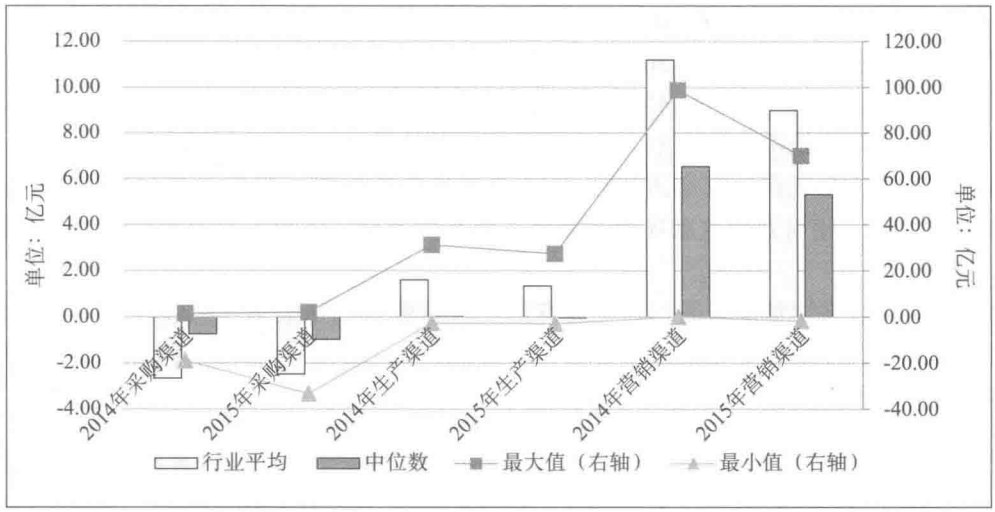


图 13－3　2014～2015 年造纸、印刷行业经营活动各渠道营运资金分布统计数据

从行业平均来看，经营活动行业平均营运资金占用额有所下降，采购、生产、营销三个渠道行业平均值均有所下降。这与行业 2015 年样本量由 2014 年的 33 家上升到 46 家有关，反映了行业竞争激烈程度继续加剧，因此各企业对营运资金占用的管理都有所增强，导致行业平均有所下降。

从最值方面来看，2015 年经营活动营运资金占用额极差与 2014 年相比有所缩小，体现在最大值减少了 58 亿元上，这也与行业竞争激烈程度加剧有关。从各渠道来看，营销渠道营运资金极差明显缩小，采购渠道极差有所增大，主要体现在最小值变小上，生产渠道极差变化较小，反映了行业营运资金占用水平差异减小。

2. 企业层面

表 13－4 为 2014～2015 年造纸、印刷行业上市公司经营活动营运资金按渠道分布情况分段统计表。通过对比分析可知，2015 年各渠道营运资金配置情况基本与上年一致。具体来看，采购渠道和生产渠道 2015 年企业向低位区间分布倾斜，营销渠道则向高位区间倾斜，特别值得注意的是营销渠道分布企业家数最多的区间为＞100 这个区间，且家数增加了 10 家，反映了造纸、印刷行业由于市场环境和实体经济的下行造成了营销渠道营运资金占用进一步增大。

表 13－4　2014～2015 年造纸、印刷行业上市公司经营活动营运资金按渠道分布情况分段统计表

区间（%）	按采购渠道营运资金占比区间统计				按生产渠道营运资金占比区间统计				按营销渠道营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	22	66.67	29	63.04	13	39.39	22	47.83	2	6.06	4	8.70
(0，25]	7	21.21	12	26.09	13	39.39	10	21.74	1	3.03	1	2.17
(25，50]	3	9.09	3	6.52	2	6.06	6	13.04	1	3.03	2	4.35
(50，75]	0	0.00	0	0.00	1	3.03	1	2.17	1	3.03	5	10.87
(75，100]	0	0.00	0	0.00	1	3.03	1	2.17	9	27.27	5	10.87
＞100	1	3.03	2	4.35	3	9.09	6	13.04	19	57.58	29	63.04
总 计	33	100	46	100	33	100	46	100	33	100	46	100

（三）造纸、印刷行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布状况

1. 行业层面

表 13－5 为 2014～2015 年造纸、印刷行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布总体统

计表，图 13－4 为 2014～2015 年造纸、印刷行业经营活动各要素营运资金分布统计数据图。从行业总体来看，2015 年存货要素营运资金占用较 2014 年上升了 54.04 亿元，增幅为 21.63%；应收及预付款项较上年增加 154.43 亿元，增幅 39.45%；应付及预收款项较上年增加 181.8 亿元，增幅为 59.18%。造成这种变化的原因可能是由于行业中上市公司数目增多有关。

从行业平均来看，存货营运资金占用较 2014 年相比有所下降，应收及预付款项营运资金占用较 2014 年相比基本持平，应付及预收款项营运资金占用有所上升，体现了行业经营活动营运资金整体的绩效提升。

从各要素营运资金占用情况来看，存货经营活动营运资金占比最少，应收及预付款项营运资金占比最多。这说明造纸、印刷行业存在由于市场竞争激烈，给予下游企业较大的商业信用，导致应收及预付款项占用较大的营运资金。

表 13－5　2014～2015 年造纸、印刷行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布总体统计表

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	249.82	303.86	391.43	545.86	307.19	488.99	334.05	360.72
	行业平均	7.57	6.61	11.86	11.87	9.31	10.63	10.12	7.84
	最大值	54.26	52.11	120.73	184.41	63.75	182.57	111.23	53.95
	中位数	3.73	3.70	5.57	5.56	3.96	4.40	5.12	4.66
	最小值	0.44	0.06	0.87	0.06	0.69	0.18	－10.65	－3.00
占比（%）	行业总体	74.78	84.24	117.18	151.32	91.96	135.56	—	—
	行业平均	85.62	356.28	136.81	694.73	122.43	951.01	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	66.83	59.28	105.81	110.80	72.12	80.71	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本数量			33	46	33	46	33	46	33

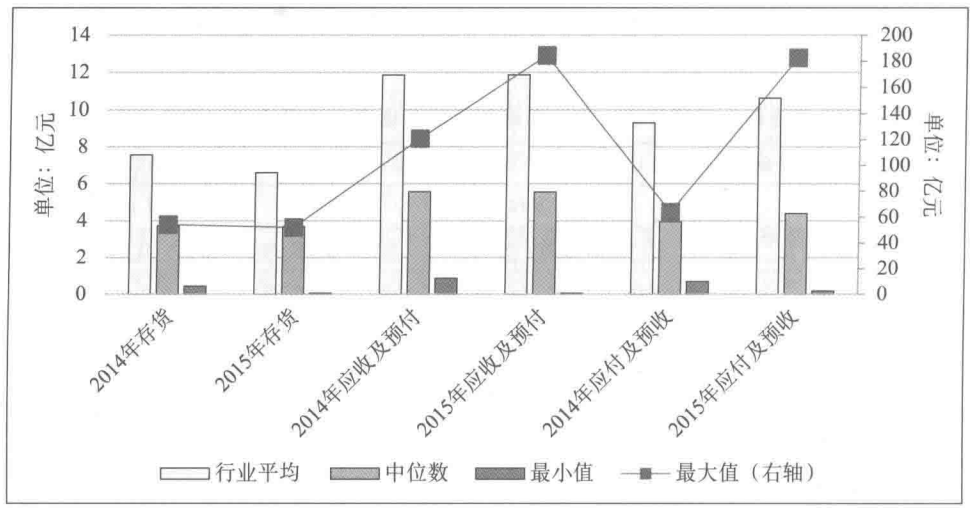


图 13－4　2014～2015 年造纸、印刷行业经营活动各要素营运资金分布统计数据

2. 企业层面

表 13－6 为 2014～2015 年造纸、印刷行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布分段统计表。从可比的企业统计数据可以看出，2015 年造纸、印刷行业企业分布与上年差异不大，比重基本持平，在各要素层面造纸、印刷行业的营运资金管理绩效较为稳定。

表 13 - 6　2014 ~ 2015 年造纸、印刷行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布分段统计表

区间（%）	按存货占比区间统计				按应收及预付款项占比区间统计				按应付及预收款项占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	2	6.06	3	6.52	2	6.06	3	6.52	2	6.06	3	6.52
(0, 25]	2	6.06	3	6.52	0	0.00	0	0.00	4	12.12	5	10.87
(25, 50]	7	21.21	12	26.09	0	0.00	3	6.52	3	9.09	6	13.04
(50, 75]	7	21.21	9	19.57	2	6.06	3	6.52	9	27.27	6	13.04
(75, 100]	6	18.18	6	13.04	11	33.33	11	23.91	3	9.09	8	17.39
>100	9	27.27	13	28.26	18	54.55	26	56.52	12	36.36	18	39.13
总 计	33	100	46	100	33	100	46	100	33	100	46	100

四、2015 年造纸、印刷行业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析

（一）造纸、印刷行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额分析

表 13 - 7 为 2014 ~ 2015 年造纸、印刷行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额表，从表可知，行业总体、行业平均、中位数均没有较大的变化，基本与上年持平。但是 2015 年经营活动营运资金占用水平上最大值比上年增加 0.5，最小值比上年减少 0.17，经营活动营运资金占用水平的极差逐渐增大，体现出造纸、印刷行业 2015 年随着竞争的加剧，营运资金管理效率差异正在逐渐加大。从节约额角度来看，2015 年经营活动营运资金占用节约额为 41.08 亿元，表明 2015 年造纸、印刷行业营运资金占用减少，资金利用效益有所提高。

表 13 - 7　2014 ~ 2015 年造纸、印刷行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额

项　目	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约额（亿元）
	2014 年	2015 年	
行业总体	0.34	0.30	41.08
行业平均	0.34	0.34	—
最大值	0.99	1.50	—
中位数	0.35	0.27	—
最小值	-0.37	-0.54	—
样本量	33	46	—

注：经营活动营运资金占用水平 = 经营活动营运资金/营业收入

（二）造纸、印刷行业上市公司分渠道的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

表 13 - 8 为 2014 ~ 2015 年造纸、印刷行业各渠道经营活动营运资金周转期表。纵向总体来看，2015 年造纸、印刷行业经营活动周转期为 111 天，相较上年缩短 13 天，降幅 10.48%。按照行业细分的角度看，造纸、印刷行业内的三个细分行业中，经营活动营运资金周转期基本持平，其中印刷和记录媒介复制业经营活动营运资金周转期增长，造纸及纸制品业及文教、工美、体育和娱乐用品制造业营运资金均缩短。这反映了造纸、印刷行业整体经营活动营运资金管理绩效的提升，以及在细分行业中印刷和记录媒介复制业这一细分行业管理绩效降低。

从采购渠道来看，2015 年造纸、印刷行业采购渠道周转期为 -32 天，比上年缩短 5 天。造纸及纸制品业和印刷和记录媒介复制业在 2015 年周转期均缩短，文教、工美、体育和娱乐用品制造业周转期增长，反映了这一行业在采购渠道中原材料较另外两个细分行业有差异，且原材料采购的商业信用有所减小。

从生产渠道来看，2015 年造纸、印刷行业生产渠道周转期为 19 天，比上年缩短 3 天。文教、工美、体育和娱乐用品制造业和印刷和记录媒介复制业在 2015 年周转期均增长，造纸及纸制品业周转期略有缩短，值得注意的是印刷和记录媒介复制业在生产渠道周转期增加了 32 天，增幅达到 246%，反映了这一子行业在生产渠道中营运资金管理绩效出现了较大的波动，从而导致了该子行业经营活动周转期的延长。

从营销渠道来看，2015 年造纸、印刷行业营销渠道周转期为 125 天，较上年缩短 5 天。造纸及纸制品业，文教、工美、体育和娱乐用品制造业与印刷和记录媒介复制业三个行业在 2015 年周转期均缩短，值得注意的是文教、工美、体育和娱乐用品制造业在营销渠道周转期缩短了 37 天，营销渠道周转绩效有大幅提高，反映了这一子行业在造纸、印刷大行业中具有较好市场及客户关系，直接带动了该行业的经营活动营运资金周转期的缩短。

综合来看，三个细分行业都是采购渠道营运资金周转期最短，都为负值，生产渠道营运资金周转期较长，营销渠道营运资金周转区最长，具有一定的相似性，说明该行业在利用上游供应商给予企业的商业信用，同时营销渠道周转期较长，市场存在一定的问题。总体来看，行业经营活动周转期有所提高，细分行业周转期的差异减小。

表 13－8　　2014～2015 年造纸、印刷行业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	采购渠道营运资金周转期		生产渠道营运资金周转期		营销渠道营运资金周转期		经营活动营运资金周转期（按渠道）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
造纸及纸制品业	－24	－33	23	21	128	122	127	110
印刷和记录媒介复制业	－61	－75	13	45	147	136	100	106
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	－27	－14	8	10	145	108	126	104
行业整体	－27	－32	22	19	130	125	124	111

表 13－9 为 2011～2015 年造纸、印刷行业各渠道经营活动营运资金周转期表，图 13－5 为 2011～2015 年造纸、印刷行业经营活动各渠道营运资金周转期变化趋势图。从图表中可以看出，2011～2015 年这五年间，造纸、印刷行业经营活动营运资金周转期整体呈现增长趋势，五年累计延长 32 天，体现了该行业五年来营运资金管理绩效的下降。造纸、印刷行业经营活动营运资金周转期在 2014 年达到最高值 124 天，2015 年下降至 111 天，基本与 2013 年持平，体现了 2015 年营运资金管理绩效的一定程度的提升。

表 13－9　　2011～2015 年造纸、印刷行业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
采购渠道营运资金周转期	－20	－23	－22	－27	－32
生产渠道营运资金周转期	3	14	23	22	19
营销渠道营运资金周转期	96	111	112	129	125
经营活动营运资金周转期（按渠道）	79	103	113	124	111

按渠道分析，2015 年造纸、印刷行业采购渠道营运资金周转期有较大缩短，五年来呈现持续缩短的趋势，体现了该行业采购渠道营运资金管理绩效的提升；在生产渠道，五年来周转期呈现上升又下降的趋势，五年累计延长 16 天，反映了该行业在 2013 年和 2014 年生产渠道营运资金周转期受行业宏观环境影响造成延长，降低了营运资金管理绩效；在营销渠道，行业营运资金周转期呈现明显上升又波动的趋势，五年累计延长 29 天。

综上所述，五年来行业经营活动营运资金周转期呈现整体增长的趋势，其中生产渠道和营销渠道

增长幅度较大，采购渠道有所缩短，企业应注意营销渠道和生产渠道的营运资金管理，特别是营销渠道增幅较大，应改变传统从采购到生产再销售的经营模式，加快生产及营销渠道营运资金周转，从而提高经营活动营运资金管理绩效。

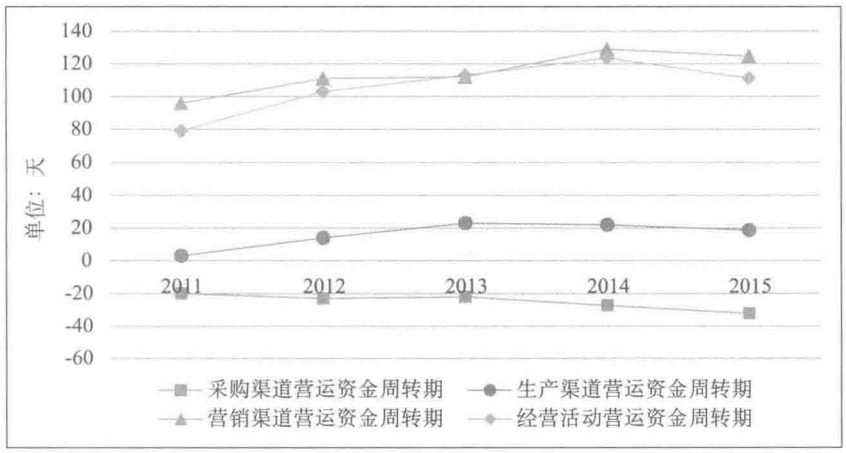


图 13－5　2011～2015 年造纸、印刷行业经营活动各渠道营运资金周转期变化趋势

2. 企业层面

如表 13－10 所示，与 2014 年相比，2015 年造纸、印刷行业上市公司采购渠道营运资金管理绩效改善的企业有 12 家，占可比样本企业的 36.36%；生产渠道管理绩效改善的企业有 20 家，占可比样本企业的 60.61%；营销渠道营运资金降低的企业有 11 家，占可比样本企业的 33.33%。这表明与 2014 年相比，2015 年造纸、印刷行业上市公司中大部分企业生产渠道营运资金管理绩效都有所改善；采购渠道营运资金管理绩效提升与降低的基本持平，行业内差异较大；营销渠道营运资金管理绩效基本持平，这与上述行业层面数据显示的结果基本一致。

表 13－10　　2014～2015 年造纸、印刷行业各渠道经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短（家）	12	20	11	14
	缩短占比（%）	36.36	60.61	33.33	42.42
	基本不变（家）	10	2	12	8
	基本不变占比（%）	30.30	6.06	36.36	24.24
	延长（家）	11	11	10	11
	延长占比（%）	33.33	33.33	30.30	33.33
可比样本总数（家）		33			

从整个经营活动营运资金周转期来看，除了绩效变化处于基本稳定状态的 8 家企业外，有 14 家企业绩效得到提升，11 家企业绩效恶化。这表明 2015 年造纸、印刷行业上市公司中大部分企业经营活动营运资金管理绩效有所上升，这与上述行业层面的数据所显示的结果是一致的。

（三）造纸、印刷行业上市公司分要素的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

如表 13－11 所示，2015 年造纸、印刷行业上市公司存货周转期为 91 天，较上年稍稍缩短长，处于基本稳定状态。从细分行业来看，造纸及纸制品业存货周转期相对比较稳定，印刷和记录媒介复制业存货周转期延长了 60 天，存货管理出现了较大的问题，文教、工美、体育和娱乐用品制造业存货周转期缩短 26 天，存货管理绩效有所提升，细分行业间存在较大差异。

表 13－11　　2014～2015 年造纸、印刷行业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	存货周转期		应收账款周转期		应付账款周转期		经营活动营运资金周转期（按要素）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
造纸及纸制品业	93	89	103	105	78	80	118	114
印刷和记录媒介复制业	92	152	92	99	85	97	99	154
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	99	73	38	56	70	45	67	84
行业整体	93	91	101	98	78	75	116	113

2015 年造纸、印刷行业上市公司应收账款周转期为 98 天，同比缩短 3 天，处于基本稳定状态。细分行业中造纸及纸制品业和印刷和记录媒介复制业没有较大变化，基本保持稳定，文教、工美、体育和娱乐用品制造业有所延长，但应收账款周转期仍明显低于另外两个细分行业。

2015 年造纸、印刷行业上市公司应付账款周转期为 75 天，同比缩短 3 天，细分行业中造纸及纸制品业和印刷和记录媒介复制业略有延长，但基本保持稳定，文教、工美、体育和娱乐用品制造业有较大幅度的缩短，缩短了 25 天，应付账款周转期明显低于另外两个细分行业，这说明该细分行业利用供应商信用补充营运资本的能力下降。

如表 13－12 和图 13－6 所示，2011～2015 年的五年中，造纸、印刷行业上市公司营运资金周转期呈现逐年上升的趋势，这表明造纸、印刷行业上市公司现金管理绩效有所下降。

从表 13－12 和图 13－6 可以看出，造纸、印刷行业上市公司存货周转期五年中整体呈上升趋势，五年累计增长 12 天，说明存货管理绩效略有下降，但变动不大。

从表 13－12 和图 13－6 可以看出，近五年造纸、印刷行业上市公司应收账款周转期也呈现上升趋势，这表明应收账款管理绩效有下降趋势，为提高应收账款的管理效率，应收账款周转期的管理需引起相关企业管理者的重视。

造纸、印刷行业上市公司近五年应付账款周转期基本持平，五年累计增长仅 1 天，这表明应付账款管理绩效水平较为稳定。

表 13－12　　2011～2015 年造纸、印刷行业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
存货周转期	79	93	89	93	91
应收账款周转期	81	85	89	100	98
应付账款周转期	74	74	70	78	75
经营活动营运资金周转期（按要素）	86	104	109	115	113

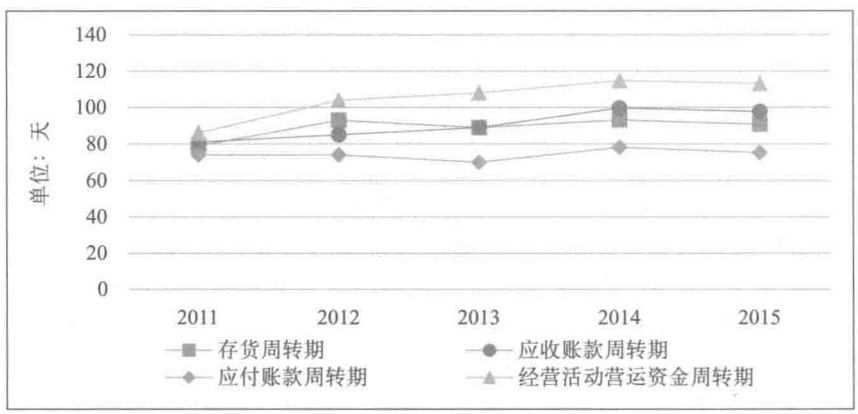


图 13－6　2011～2015 年造纸、印刷行业经营活动各要素营运资金周转期变化趋势

2. 企业层面

如表 13 - 13 所示，与 2014 年相比，2015 年造纸、印刷行业上市公司存货管理绩效改善的企业有 11 家，占可比样本企业的 33.33%，管理绩效降低的企业有 6 家，占可比样本企业的 18.18%，这表明 2014 年造纸、印刷行业上市公司中大部分企业存货管理绩效水平都有所提升或持平。

与 2014 年相比，2015 年造纸、印刷行业上市公司应收账款管理绩效改善的企业有 6 家，占可比样本企业的 18.18%，管理绩效降低的有 10 家，占可比样本企业的 30.30%，这表明 2015 年造纸、印刷行业上市公司中的大部分企业应收账款管理绩效基本不变。

从表 13 - 13 可以看出，与 2014 年相比，2015 年造纸、印刷行业上市公司应付账款管理绩效改善的企业有 10 家，占可比样本企业的 30.30%，管理绩效降低的有 9 家，占可比样本企业的 27.27%，这表明 2015 年造纸、印刷行业上市公司应付账款管理绩效基本持平。

从整个行业的经营活动营运资金管理来看，与 2014 年相比，2015 年造纸、印刷行业上市公司经营活动营运资金管理绩效改善的企业有 10 家，占可比样本企业的 30.30%，管理绩效降低的企业有 12 家，占可比样本企业的 36.36%，这表明 2015 年造纸、印刷行业上市公司中大部分企业经营活动营运资金管理绩效降低。

表 13 - 13　　2014 ~ 2015 年造纸、印刷行业各要素经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
周转期变化统计	缩短（家）	11	6	10	10
	缩短占比（%）	33.33	18.18	30.30	30.30
	基本不变（家）	16	17	14	11
	基本不变占比（%）	48.48	51.52	42.42	33.33
	延长（家）	6	10	9	12
	延长占比（%）	18.18	30.30	27.27	36.36
可比样本总数（家）		33			

五、2015 年造纸、印刷行业上市公司资金回报分析

从表 13 - 14 可以看出，行业总资金回报率 2015 年较 2014 年有所提高，行业总体上升了 2.4 个百分点，行业平均上升了 9.46 个百分点，体现了行业总体回报率的提升。从图 13 - 7 可以看出，大多数企业总资金平均余额集中在 1 亿元与 100 亿元之间，资金回报率集中在 0 ~ 20% 之间，密集程度较大。

从经营活动资金回报率看，2015 年行业总体和行业平均较 2014 年有所增加，从图 13 - 8 可以看出，2015 年造纸、印刷行业企业经营活动资金回报率集中在 40% 以下，而且可以看出，并不是经营活动资金占用越高的企业其经营活动回报率越高，随着经营活动营运资金占用的增加，经营活动回报率较为集中在 20% 以下。结合前面对于营运资金占用的分析可知，2015 年行业经营活动营运资金占比下降，投资活动占比上升，可见在本年的资本配置决策中，出现了一定程度增量资本错配。

从投资活动资金回报率看，2015 年行业总体和行业平均回报率均较 2014 年有所减少，从图 13 - 9 可以看出，投资活动回报率均在 20% 以下，低于经营活动资金回报率。结合上述分析，该行业企业在 2015 年对于投资活动加大投入，但是投资回报效率并不高。

由表 3 - 14 和图 13 - 10 可知，2015 年造纸、印刷行业只出现 1 家存在金融经营活动的公司，故对金融经营活动不作分析。

表 13－14　　2014～2015 年造纸、印刷行业上市公司资金回报率统计分析表

项目	总资金回报率（%）		经营活动资金回报率（%）		金融经营活动资金回报率（%）		投资活动资金回报率（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	4.55	6.95	4.84	7.97	0.00	0.00	2.93	2.31
行业平均	0.36	9.82	0.74	11.96	0.00	0.00	3.55	2.82
最大值	29.04	103.39	37.29	122.75	0.00	0.00	47.44	15.93
中位数	4.28	5.95	4.69	7.57	0.00	0.00	0.34	0.88
最小值	－130.86	－9.83	－138.91	－21.15	0.00	0.00	－5.70	－8.88
样本量	33	46	33	46	1	3	33	46

注：金融经营活动资金回报率统计样本以本行业内金融经营活动资金不为 0 的企业家数为准。

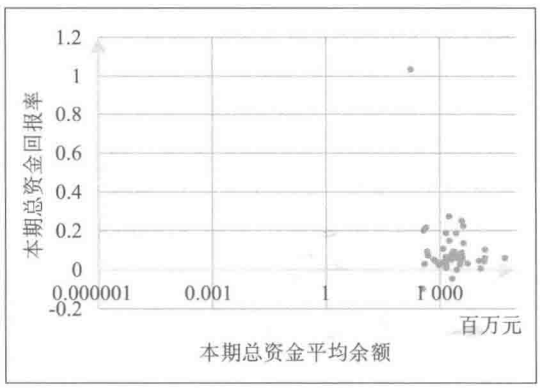


图 13－7　2015 年造纸、印刷行业上市公司总资金占用与总资金回报率散点图

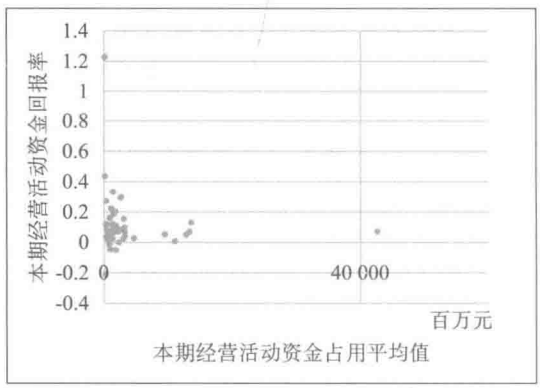


图 13－8　2015 年造纸、印刷行业上市公司经营活动资金占用与经营活动资金回报率散点图

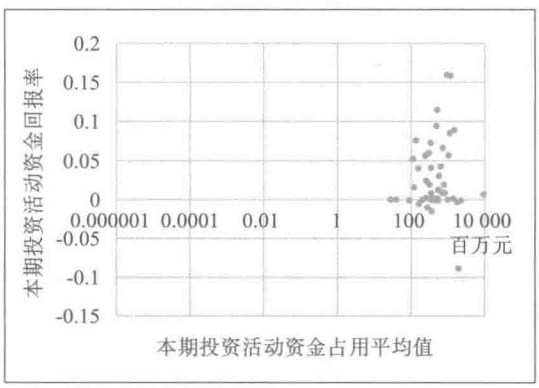


图 13－9　2015 年造纸、印刷行业上市公司投资活动资金占用与投资活动资金回报率散点图

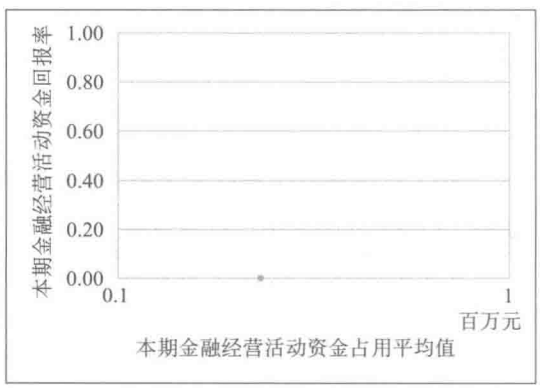


图 13－10　2015 年造纸、印刷行业上市公司金融经营活动资金占用与金融经营活动资金回报率散点图

六、2015 年造纸、印刷行业上市公司融资结构与财务风险分析

（一）总资金融资结构与长期财务风险分析

1. 行业层面

由表 13－15、图 13－11 和图 13－12 可得，2015 年与上年相比，造纸、印刷行业总体、行业平均和中位数均没有较大变化，借入资金略有下降，自有资金有所上升。在行业总体方面，借入资金和自有资金之比大致为 1∶1 的比例，在行业平均方面，借入资金和自有资金之比约为 1∶3，与全行业借入资金占 68.99% 相比，属于较为稳健的财务政策。在财务杠杆方面，行业总体较 2014 年均有所下降，

行业平均与上年相比略有上升。

表 13－15　　2014～2015 年造纸、印刷行业总资金融资结构与财务杠杆统计分析表

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末	2014 年	2015 年
行业总体	52.55	45.68	47.45	54.32	2.75	1.60
行业平均	38.23	24.47	61.77	75.53	3.15	3.23
最大值	224.86	69.24	100.00	100.00	23.17	79.09
中位数	29.88	20.64	70.12	79.36	1.18	1.09
最小值	0.00	0.00	－124.86	30.76	－1.72	－0.17
样本量	33	46	33	46	33	46

图 13－11　2014～2015 年造纸、印刷行业上市公司总资金融资结构

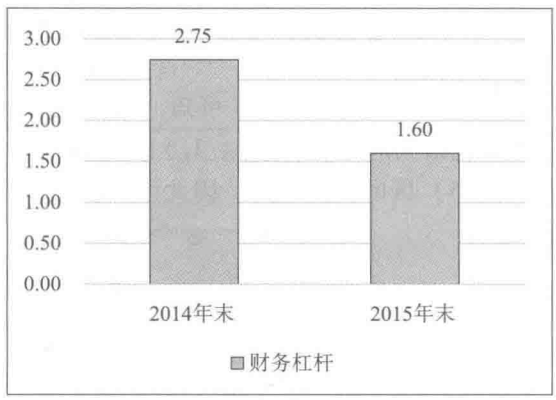


图 13－12　2014～2015 年造纸、印刷行业财务杠杆

2. 企业层面

由表 13－16 可以明显看出，借入资金占比区间明显向低比例区间倾斜分布，大多数企业集中于［0，25%］区间，占 43.48%；自有资金占比明显向高比例区间倾斜分布，占比最多的区间为（75%，100%］，比例达到了 54.35%。这体现了在行业经济下行时期，大多数企业的对财务风险进行控制的意识，防止大量借入资金为企业经营带来过多的压力。

由图 13－13 可知，企业借入资金占比的差异较大，在 0～70% 之间均有分布，结合企业净资产分析来看，净资产较少的企业由于经营活动不确定性和企业性质差异较大等原因，借入资金占比差异较大。

表 13－16　　2014～2015 年造纸、印刷行业总资金融资结构分段统计表

比例区间（%）	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	2	6.06	5	10.87	1	3.03	0	0.00
（0，25］	14	42.42	20	43.48	1	3.03	0	0.00
（25，50］	7	21.21	13	28.26	8	24.24	8	17.39
（50，75］	8	24.24	8	17.39	7	21.21	13	28.26
（75，100］	1	3.03	0	0.00	16	48.48	25	54.35
＞100	1	3.03	0	0.00	0	0.00	0	0.00
总计	33	100	46	100	33	100	46	100

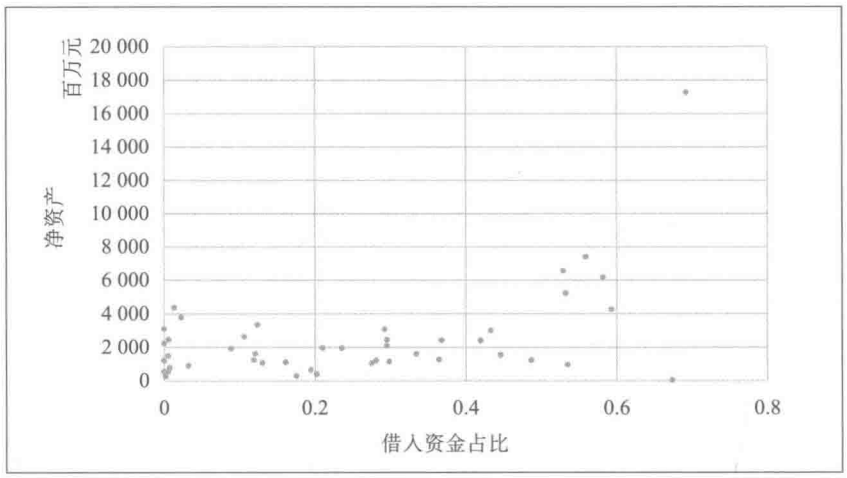


图 13－13　2014～2015 年造纸、印刷行业上市公司借入资金占比与净资产散点图

由表 13－17 和图 13－14 可知，2015 年造纸、印刷行业企业的财务杠杆分部区间向低比例区间倾斜，占比重最大的区间为［1，1.5），比重为 39.13%。与上年相比，≥3 这一区间的比重明显下降，而［1，1.5）区间比重上升。因此可以看出，造纸、印刷行业企业在 2015 年控制财务杠杆，从而控制财务风险。

表 13－17　　2014～2015 年造纸、印刷行业财务杠杆分段统计表

比例区间	财务杠杆			
	2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）
［1，1.5）	10	30.30	18	39.13
［1.5，2）	3	9.09	5	10.87
［2，3）	2	6.06	3	6.52
≥3	7	21.21	5	10.87
总计	33	100	46	100

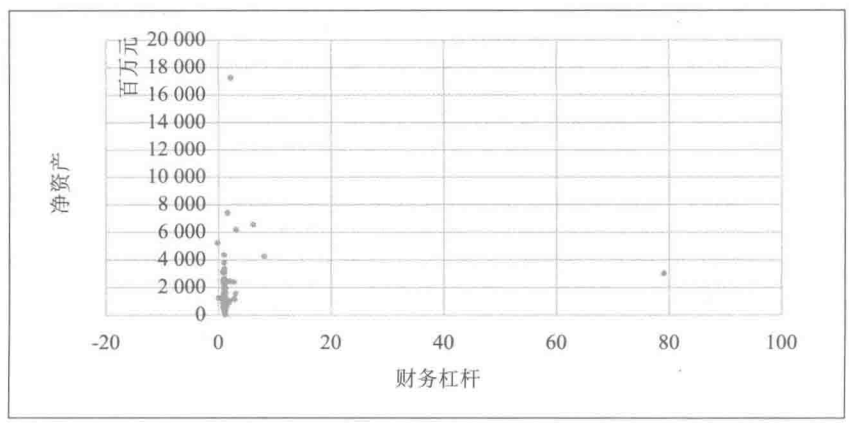


图 13－14　2015 年造纸、印刷行业上市公司财务杠杆与净资产散点图

（二）营运资金融资结构与短期财务风险分析

1. 行业层面

短期金融负债占比与营运资本占比分别指的是短期金融负债及营运资本为营运资金提供的资金数量，存在下列关系：短期金融性负债占比＋营运资本占比＝1。因此一般来说，前者比例越高，表明短

期金融性负债为营运资金提供的资金比例越高，则说明企业采用激进的营运资金融资方式，融资成本低，但是企业短期还本付息的压力较大，相应的财务风险也就越大。表 13－18 为 2014～2015 年造纸、印刷行业营运资金融资结构统计分析表，图 13－15 为 2014～2015 年造纸、印刷行业营运资金融资结构图。由图表可知，造纸、印刷行业营运资金来源以短期金融负债为主体，该行业营运资金融资策略激进，短期财务风险高。从最大值和最小值来看，行业内企业的营运资金来源差异性较大，进而反映出行业内企业间财务风险差别较大。

表 13－18　　2014～2015 年造纸、印刷行业营运资金融资结构统计分析表　　单位：%

项目	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
行业总体	106.52	97.72	－6.52	2.28
行业平均	32.85	49.36	67.15	50.64
最大值	277.87	204.72	1 155.79	111.14
中位数	49.54	35.27	50.46	64.73
最小值	－1 055.79	－11.14	－177.87	－104.72
样本量	33	46	33	46

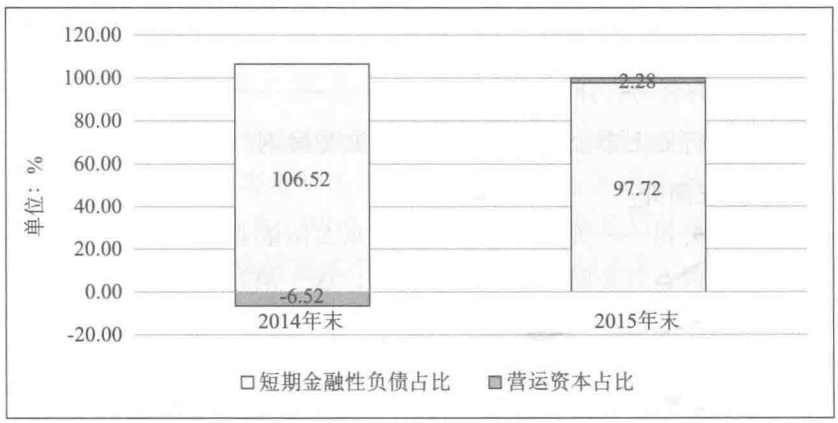


图 13－15　2014～2015 年造纸、印刷行业营运资金融资结构

2. 企业层面

从企业层面来看，如表 13－19 和图 13－16，总体上来看，2015 年有 63% 左右的企业营运资本占比达 50% 以上，大部分企业均主要通过营运资本为企业提供营运资金。2015 年短期金融性负债占比最大的区间为（0，25%］，占比 28.26%，与上年相比整体呈现向低占比区间倾斜的趋势；营运资本占比最大的区间为（75%，100%］，占比达 41.3%，与上年相比整体向高占比区间倾斜。由分析可知，造纸、印刷行业大多数企业的融资策略较为稳健，行业短期财务风险较低。

表 13－19　　2014～2015 年造纸、印刷行业营运资金来源结构分段统计表

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	5	15.15	7	15.22	8	24.24	9	19.57
（0，25］	7	21.21	13	28.26	1	3.03	5	10.87
（25，50］	5	15.15	9	19.57	7	21.21	3	6.52
（50，75］	7	21.21	3	6.52	5	15.15	9	19.57
（75，100］	1	3.03	5	10.87	10	30.30	19	41.30
>100	8	24.24	9	19.57	2	6.06	1	2.17
总计	33	100	46	100	33	100	46	100

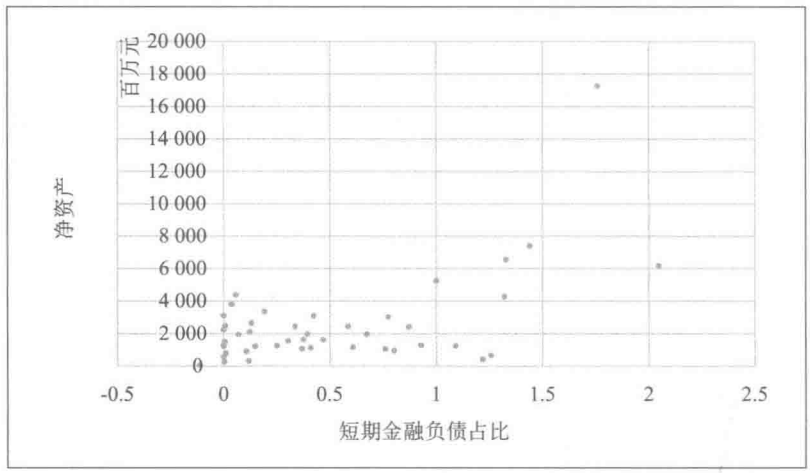


图 13－16　2015 年造纸、印刷行业上市公司短期金融性负债占比与净资产散点图

七、2015 年造纸、印刷行业上市公司营运资金管理绩效排行榜

本部分分别按“经营活动营运资金周转期（按要素）”和“经营活动营运资金周转期（按渠道）”进行排名，考察造纸、印刷行业上市公司营运资金管理绩效。在对上市公司营运资金管理绩效进行排名时，剔除了财务数据异常的公司，详见附录一。

八、2015 年造纸、印刷行业上市公司营运资金管理典型案例

（一）太阳纸业基本情况简介

2015 年，全球最大纸业公司——美国国际纸业向山东太阳纸业有限公司出售其在双方合资的 3 家企业中分别所持有的 55% 股权，宣布黯淡退出中国市场，这一消息震动了我国造纸、印刷行业，引起广泛关注。而作为国际纸业这一纸业巨头在中国的合作伙伴，太阳纸业则是中国最大的民营造纸企业，拥有多个全球范围内技术领先的合作项目，积极运用高新技术推动行业转型升级。在 2015 年，太阳纸业进行多个“大手笔”项目运作，营业收入和净利润均较上年有大幅度提升。因此，分析太阳纸业在 2015 年的营运资金管理特点，总结其营运资金管理经验，具有较重要的意义。

山东太阳纸业股份有限公司（简称太阳纸业，股票代码为 002078）成立于 1982 年，公司总部位于山东省兖州市，公司业务涉及造纸、化工、外贸、电力、科研、林纸、酒店、投资、纺织、食品等多个领域，拥有资产总额 230 亿元，年浆纸产能 400 万吨，员工 1 万余人。经过 30 年的发展，太阳纸业已发展成为一家全球先进的跨国造纸集团和林浆纸一体化企业，是中国最大的民营造纸企业、中国 500 强企业之一，并位列世界造纸百强行列。2006 年，太阳纸业在深圳证券交易所成功上市。2008 年 2 月，10 万吨化机浆项目建成投产，开创了自制木浆的先河。2008 年 6 月，太阳纸业老挝有限公司成立，在老挝建设公司林浆基地，成为民营造纸企业第一家。2008 年 8 月，年产 40 万吨液体包装纸项目投产，产品填补亚洲空白。2012 年 12 月 2 日，公司销售收入突破 300 亿元。2013 年 3 月，公司成功从溶解浆水中提取出木糖产品，填补了世界空白。2015 年 11 月，太阳纸业宣布赴美投产 13.6 亿美元项目，预计将建成全球最大、最先进、效率最高的单线绒毛浆生产线。

太阳纸业坚持用高新技术改造提升传统产业，推动造纸产业的转型升级，在行业内率先通过了质量管理、环境管理、能源管理、职业健康、食品安全、森林监管链六大体系认证。主导产品有高档涂布包装纸板、高级美术铜版纸、高级文化办公用纸、特种纤维溶解浆四大系列。集团拥有金太阳、华夏太阳、天阳、威尔、乐考、酷印等主要品牌，其中，“金太阳”商标为中国驰名商标。

针对中国人多地少、森林资源匮乏的现状，太阳纸业实施“走出去”战略，利用东南亚丰富的自然资源，在老挝建立浆纸林原料基地和制浆基地，在中国建立世界级的有竞争力的绿色生产基地。太阳纸业实施的国际化战略，不仅仅是解决中国造纸原料的问题，而是要拉开跨国造纸集团框架，开拓

新的发展格局和空间，建设世界级的林浆一体化企业，打造主业突出、多元发展、绿色环保、管理规范、持续发展的知名跨国造纸企业。

面对经济发展的“新常态”，太阳股份以科技为支撑，以创新为驱动，以环保为重点，以提高发展质量和效益为中心，继续走内涵式绿色发展之路，主动适应经济发展的“新常态”，加快战略结构调整，向生物质精炼新材料、生物质食品添加剂和快速消费品领域转型，实现“四三三”发展战略，进一步增强企业综合竞争力和可持续发展能力。

（二）太阳纸业营运资金周转绩效数据分析

1. 太阳纸业与行业平均水平对比分析

根据中国企业营运资金管理研究中心对太阳纸业 2015 年营运资金管理绩效的调查结果，得到 2015 年太阳纸业及造纸、印刷行业平均营运资金周转期指标，具体如表 13 - 20、表 13 - 21 所示。

表 13 - 20　　2015 年太阳纸业及行业平均营运资金周转期（按渠道）指标　　单位：天

项目	采购渠道营运资金周转期		生产渠道营运资金周转期		营销渠道营运资金周转期		经营活动营运资金周转期（按渠道）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
太阳纸业	- 31	- 42	9	12	81	101	58	70
行业平均	- 27	- 32	22	19	130	125	124	111
行业排名	14	17	23	33	3	14	6	14

如表 13 - 20 所示，2015 年太阳纸业采购渠道、生产渠道、营销渠道营运资金周转期均低于行业平均值，这表明 2015 年太阳纸业采购渠道、生产渠道和营销渠道营运资金管理绩效要优于行业平均水平。从经营活动营运资金周转绩效来看，2015 年经营活动营运资金周转期低于行业平均值 111 天，表明 2015 年太阳纸业经营活动营运资金管理水平显著优于行业平均水平。

表 13 - 21　　2015 年太阳纸业及行业平均营运资金周转期（按要素）指标　　单位：天

项目	存货周转期		应收账款周转期		应付账款周转期		经营活动营运资金周转期（按要素）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
太阳纸业	43	42	66	86	55	66	54	62
行业平均	93	91	101	98	78	75	116	113
行业排名	2	4	10	21	24	23	6	13

如表 13 - 21 所示，太阳纸业 2015 年存货、应收账款、应付账款周转期均低于行业平均值，特别是存货周转期，低于行业平均值 49 天，这表明 2015 年太阳纸业存货管理和应收账款管理绩效优于行业平均水平，应付账款管理不及行业平均水平。从经营活动营运资金管理周转期来看，2015 年太阳纸业经营活动营运资金周转期低于行业平均值，表明 2015 年太阳纸业经营活动营运资金管理水平高于行业平均水平，这与存货的较快周转有很大的关系。

横向来看，2015 年太阳纸业经营活动营运资金周转期有所增长，其中除了存货周转期与上年基本持平之外，应收账款周转期和应付账款周转期均有增长，这说明应收账款的管理绩效有所下降，而应付账款的管理绩效有所提高。结合 2015 年太阳纸业和行业经营现状，太阳纸业由于现金及财务状况压力较大，为了提高销量，扩大销售，给予客户较多的商业信用，导致应收账款周转期增长，而随着诸多行业新规的颁布，造纸、印刷行业逐渐淘汰落后过剩产能，太阳纸业以其较高的技术水平和环保的生产流程，赢得了更多供应商信用，从而改善了其应付账款的管理绩效。

2. 太阳纸业 2011 ~ 2015 年度变化趋势分析

（1）渠道分析

2011 ~ 2015 年太阳纸业营运资金周转期（按渠道）指标及变动趋势如表 13 - 22、图 13 - 17 所示。

表 13－22　　2011～2015 年太阳纸业营运资金周转期（按渠道）指标　　单位：天

年份	采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
2011	－21	2	90	71
2012	－33	8	85	59
2013	－30	10	86	65
2014	－31	9	81	58
2015	－43	12	101	70

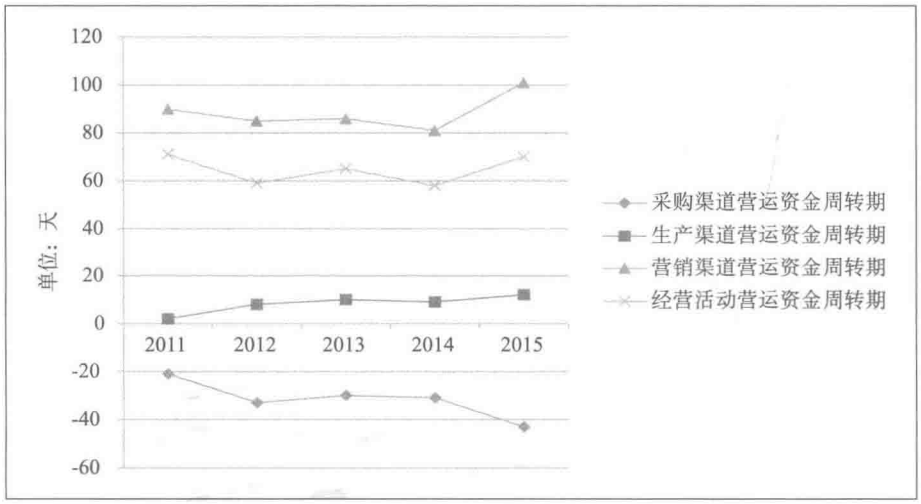


图 13－17　2011～2015 年太阳纸业营运资金周转期（按渠道）

2011～2015 年太阳纸业经营活动营运资金周转期整体呈现在 65 天附近波动变化的趋势，2015 年周转期有一定上升，达到了与 2011 年接近的高点，但变化幅度不大。这说明太阳纸业经营活动营运资金管理绩效较为稳定，能够在市场环境有所变化时保持稳定的管理绩效，说明营运资金管理受到管理层的一定重视。

从各渠道来看，采购渠道营运资金周转期五年一直为负数，且处于下降的趋势，2015 年下降幅度较大，下降了 12 天，这说明 2011～2015 年五年，太阳纸业在采购渠道上能够始终占用供应商提供的商业信用为企业融通资金，说明企业在采购渠道的管理能力较好。在生产渠道上，太阳纸业营运资金周转期整体呈上升趋势，但都为正值，这说明生产渠道需要占用一部分企业的营运资金，五年内变动幅度在 10 天左右，说明生产渠道营运资金管理较为稳定。在营销渠道，太阳纸业与造纸、印刷行业诸多企业类似，具有较高的营销渠道营运资金周转期，这可能与行业经营模式、产品特征有关，五年内营销渠道营运资金周转期处于上升趋势，2015 年有较大上升。企业应关注营销渠道营运资金周转期的管理，随着行业竞争的进一步加剧，如果能较好地管理营销渠道营运资金，必将为企业减少较多的财务压力，在行业内获得竞争优势。

（2）要素分析

2011～2015 年太阳纸业营运资金周转期（按要素）指标及变动趋势如表 13－23、图 13－18 所示。

表 13－23　　2011～2015 年太阳纸业营运资金周转期（按要素）指标　　单位：天

年份	存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	现金周转期
2011	43	72	73	42
2012	45	69	69	45
2013	44	67	52	59
2014	43	66	55	54
2015	42	86	66	62

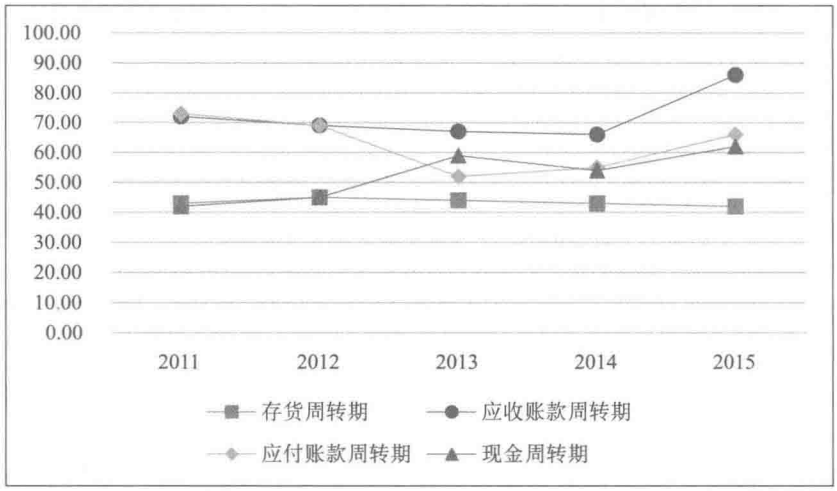


图 13－18　2011～2015 年太阳纸业营运资金周转期（按要素）

由图 13－18 我们可以看出，2011～2015 年这五年间，太阳纸业现金周转期呈现波动上升的趋势，2015 年达到五年来最高点 62 天，这体现了太阳纸业受行业环境和经营状况变动影响导致营运资金管理中出现问题。从图中我们可以较为清晰地对各个要素周转期的变化进行分析。2011～2015 年这五年间，太阳纸业的存货周转期保持在 42～45 天之间，处于较为稳定的状态，说明太阳纸业对存货有较为严格和成熟的管理模式，能够保证存货稳定周转；在应收账款周转期方面，2011～2014 年都在 70 天左右呈现稳定状态，2015 年突然增长至 86 天，比上年增长 20 天，结合前文分析，这体现了 2015 年造纸、印刷行业整体下行，太阳纸业为了拓宽销路而放宽企业原有较严格的应收账款管理制度，导致周转期有所上升；五年间变动最大的为应付账款周转期，在 2013 年达到最低值 52 天后，随着 2014 年和 2015 年两年的增长，又回到了 66 天的位置，说明太阳纸业近两年在应付账款的管理上有所改进，能够重新获得一定的供应商提供的商业信用，以抵消应收账款周转期延长对企业的财务压力。

（三）太阳纸业营运资金管理特色总结及改进建议

1. 太阳纸业营运资金管理特色

太阳纸业将“传承华夏造纸祖业，标领世界纸业文明”作为发展使命，汇集了中国领先的技术团队，行业内最具竞争力的技术优势，立足中国，布局全球，运用“走出去”的战略，不断在东南亚、美洲等原材料产地进行战略投资布局，从而占领技术优势和综合成本优势，在行业中占据较大优势。2015 年太阳纸业在营运资金管理方面保持了以往的较高水平，随着行业内竞争的逐步升级和企业的财务压力，进一步积累了营运资金的管理经验，发扬其管理特色。

（1）太阳纸业面临行业宏观经济的下行，积极推行“走出去”战略，寻找新的盈利增长点。一直以来，太阳纸业始终是造纸、印刷行业里“走出去”的代表企业。2015 年，太阳纸业在美国投资 13.6 亿美元绒毛浆项目，项目建成后，可年产绒毛浆 70 万吨，实现销售收入 5 亿美元，这让太阳纸业进一步实现原料国际化，拉长产业链条，并输出部分产能。通过这一战略，能够保证原材料来源多样，从而稳定采购渠道营运资金管理绩效，同时通过国内紧缺的“绒毛浆”等项目的生产，拓宽市场，缓解营销渠道营运资金管理的压力。

（2）太阳纸业注重管理过程中渠道的建设。2014 年公司对 ERP 系统平台进行升级并全面上线，建立起企业大数据基础数据库，打通供应链业务流程，实现流程闭环，同意了物料编码体系、会计集中核算体系，增加流程执行状态透明性和时效性，实现了 ERP 系统由点到面、由半手工向网络化、信息化的过渡，为企业实现全面分析管理，提高决策效率、规避风险、加强内部控制奠定了基础。

（3）太阳纸业注重科技创新和环境治理，为企业创造较好的社会环境。企业技术团队人员比例占到公司员工总数的 10% 以上。公司通过持续的工艺技术创新和对先进设备的消化系数，使企业逐步走上了创新驱动、内生增长的科学道路，占据了行业竞争优势，从而能逐步在供应链中占据主导地位，

获得营运资金的优势。同时，太阳纸业注重环保，2015 年 7 月，太阳纸业收到当地政府环保及水利方面的奖金共计人民币 2 007.67 万元。随着 2015 年诸多环保新标的出台，太阳纸业将赢得更多的竞争优势。

2. 太阳纸业营运资金管理建议

通过对近五年的数据分析表明，太阳纸业对营运资金的管理水平明显优于行业平均水平。但是通过分析可以发现近几年太阳纸业的存货、应收账款、预付账款等流动资产的增长速度过快，应收账款增速远远高于销售收入的增速，这是由于随着产能的集中释放，太阳纸业库存增加，为了减少库存压力普遍采用赊销的方式进行销售，从而造成应收账款的快速增长。这样一来需要加强应收账款、存货等资产项目的管理。同时，太阳纸业在未来应根据经营发展的需要，进行合理的融资规划，灵活运用银行融资、资本市场融资等方式，调整公司财务结构，使之更加合理，以保证公司未来发展所需的资金。公司可以采取有效措施保证资金供应。

（1）保证产品研发投入，增加企业竞争力。随着互联网的发展和电子媒体的高速发展，传统造纸、印刷行业受到强烈冲击，需求下降，产能过剩。为了应对其冲击，太阳纸业应继续加大产品研发力度，寻找行业中的蓝海，从而为企业带来更多经营增长点。

（2）加强应收账款的日常管理，确立合理的收款期限，建立定期的对账制度。在激烈竞争的市场中，适度运用赊销政策可以为企业减少库存压力，保证销量，但是若不能建立起合理的赊销审批政策和正确的应收账款管理对策，造成大量坏账的形成，对企业的资金链也是巨大的打击。

（3）灵活运用金融工具，拓宽融资渠道。企业可以充分利用二级市场融资、信贷融资等措施筹集资金，通过公司在香港等地的分公司降低融资成本。

（4）太阳纸业应以市场为导向，重视研发力度、设备更新及先进技术的引进的同时，采用直销和代销相结合的方式，建立强大的营销网络，增加营销的宽度与广度，形成信息化市场营销。只要质优产品不滞销同时严格信用政策，经营活动营运资金管理绩效就会大幅改善。同时应注意的是，营运资金的管理不再单纯是三大要素的孤立管理，企业应将业务、财务一体化，将要素融入渠道，加强渠道管理和渠道建设，这将对业务流程的再造、资金利用效益的提高大有裨益。

九、2015 年造纸、印刷行业上市公司营运资金管理调查结论与建议

（一）调查结论

通过对 2015 年造纸、印刷行业上市公司营运资金管理状况进行全方位的调查与分析，我们初步得到以下结论：

1. 营销渠道营运资金占用大幅增加，造成行业经营活动营运资金管理绩效恶化

从渠道层面来看，2015 年造纸、印刷行业经营活动营运资金占用的上升主要由于营销渠道营运资金的大幅上升，上升了 44.85 亿元，增幅 12%。2015 年营销渠道的营运资金占比进一步上升，采购渠道、生产渠道的营运资金占比下降，这在一定程度上反映了造纸、印刷行业原材料价格的下降及市场竞争的进一步加剧。造纸、印刷行业各上市公司应从营销渠道入手，重视该渠道的营运资金占用，严格赊销政策，及时收回应收账款，保证企业营运资金的正常运转。

2. 要素层面周转期均有所缩短，应收账款周转期处于高位

从要素层面看，2015 年存货、应收与预付款项与应付及预收款项周转期均略有下降，造成经营活动营运资金周转期较高的仍然是应收账款周转期。各要素占用资金都呈上升趋势，其中应收与预付款项资金占用上升的比例最大，行业总体来看本年比上年有上升趋势。企业应以宏观角度管理企业营运资金，各上市公司应该加强对存货、应收账款和现金的管理力度，寻求各自最佳持有量，加速营运资金周转。

3. 行业平均短期金融负债占比持续上升，财务风险进一步加大

2015 年造纸、印刷行业上市公司行业平均营运资金中短期金融负债占比 49.36%，同比增加 16 个百分点，增幅较大，达到近几年的最高点。这表明与 2014 年相比，2015 年造纸、印刷行业上市公司行

业平均营运资金中短期金融负债占比上升，营运资本占比下降。这说明随着竞争的不断加剧，企业不断增加短期金融负债的比例以降低资金成本，这为行业带来较高的财务风险。

4. 行业总资金回报率、经营活动回报率大幅上升，投资活动回报率下降

2015 年造纸、印刷行业上市公司总资金回报率、经营活动资金回报率的行业总体、行业平均值均大幅上升，投资活动资金回报率略有下降。结合对营运资金占用的分析，即 2015 年行业经营活动营运资金占比下降，投资活动占比上升，可知在本年的资本配置决策中，出现了一定程度增量资本错配。由企业的回报率分析可知，投资活动回报率均低于 20%，而经营活动回报率大部分企业在 10% ~30% 附近，而企业经营活动总资金和投资活动总资金占比为 1∶1 左右，因此，造纸、印刷行业存在较为明显的存量资本错配。综上所述，造纸、印刷行业资金配置效率存在较大的提升空间。

（二）对策建议

2015 年造纸、印刷行业面临的不确定性因素很多，宏观经济持续处于“新常态”，环保规定为行业带来前所未有的风险因素，互联网的冲击仍在继续。目前行业面临上游成本居高不下，下游需求增长乏力的局面，结构性产能过剩和周期性产能过剩使得该行业依然处于“供过于求”的状态，营运资金管理绩效仍然存在很大的提升空间。

1. 实现林浆纸一体化，拓宽原材料渠道

造纸、印刷行业占用上游企业资金能力有限，同时原材料价格存在上涨趋势，企业有必要且必须加强供应链管理，建立供应链联盟，实现林纸一体化，拓宽原材料渠道，降低原材料风险。同时吸收零库存理念，利用信息技术、信息共享实现与供应商合作共赢。林浆纸一体化的实现可以提高资源的利用效率，有利于企业应对原材料价格上涨的风险。行业应注意应付账款的管理，企业应争取更长的信用期限而非拖延付款，延期付款会引起企业的信誉恶化。

2. 严格商业信用政策，提高应收账款回收速度

造纸、印刷行业面临供过于求的状态，可能会通过降价及延长下游企业的信用期限来提高销售收入。从前面的分析可以看出，造纸、印刷行业应收及预付款项周转期达到了 98 天的高位，这时企业需谨慎客户信用的评价，严格信用政策，加强客户信用评价机制建设，到期账款应及时催收。

3. 加强渠道建设，促进产销结合

通过渠道营运资金管理绩效分析我们发现，造纸、印刷行业生产渠道营运资金周转期的延长及较长的营销渠道周转期使得经营活动营运资金管理绩效降低。由于造纸、印刷行业面对的客户众多，企业应做好市场细分工作，以市场和客户为导向，促进企业供、产、销流程的运转。优化销售流程，充分利用互联网和电子商务平台，重视信息化平台的建设，提高营销水平。根据销售的情况制订企业的生产计划，将生产渠道与销售渠道有机结合起来，提高营运资金管理绩效。

4. 拓宽融资渠道，控制财务风险

营运资金来源不同，企业财务风险大小也就存在很大差异，相比长期负债和企业自有资金融资，短期金融性负债融资带来的财务风险更大，造纸、印刷行业 2015 年短期金融性负债占营运资金之比有大幅度的上升，行业内诸多企业面临着非常大的财务风险，需要合理优化营运资金融资结构，适度控制短期金融性负债比例，以降低财务风险。造纸、印刷行业应当继续拓宽融资渠道，利用银行信用缓解财务压力，同时在降低融资成本的同时应注意控制财务风险在适度的范围内，以应对行业变动、经营风险等不确定因素带来的财务压力。

主要参考文献

1. 王竹泉、孙莹等：《营运资金管理发展报告 2015》，中国财政经济出版社 2015 年版。

2. 《国家发展改革委办公厅关于切实做好全国碳排放权交易市场启动重点工作的通知》。

3. “人民币升值预期渐增五大板块有喜有忧”，《证券日报》，2010 年 3 月 13 日。

4. “我国造纸行业产能过剩严重，纸浆市场对外依存度升高”，《中国绿色时报》，2014 年 6 月

3 日。

5. “2015 年中国造纸工业十大新闻”，《中国造纸杂志社》，2016 年 2 月 22 日。

6. 《2015 年度印刷行业十大热点事件》，科印网：http：//www. keyin. cn/news/sczc/201602/04 - 1091888. shtml。

7. 《2015 年印刷业科印网年度十大关键词》，科印网：http：//www. keyin. cn/news/sczc/201602/04 - 1091885. shtml。

8. “2015 年度国内外纸业巨头赢利状况”，包装地带。

9. 中国电子商务研究中心：《造纸业借力电子商务快速前进分析》。

10. 《太阳纸业 2015 年净赚超 6 亿，同比增长超 40%》，太阳纸业官网：http：//www. sunpaperg-roup. com/。

11. “太阳纸业与美国矿物技术公司再签一合作项目”，《中华纸业》。

12. “经营状况不佳太阳纸业出售 3 家合作公司”，《华印纸箱》。

13. 中国造纸协会：《中国造纸工业 2015 年度报告》。

14. 王竹泉：“重新认识营业活动和营运资金”，《财务与会计》（理财版），2013 年第 4 期。

15. 王竹泉：“企业营运资金管理该向何处去?”，《财务与会计》（理财版），2011 年第 2 期。

16. 太阳纸业 2015 年年报。

17. 中国纸业网，太阳纸业官网，科印网，中国造纸业协会网站，中国造纸信息网等网站。

第十四章　2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司营运资金管理调查

【摘要】受经济下行影响，2015 年我国石油、化学、塑料、塑胶行业产能过剩问题依旧突出，面临严重的结构性矛盾，转型升级压力巨大。行业成本高位运行，高附加值产品领域引领增长。本章以石油、化学、塑料、塑胶行业 2015 年 284 家上市公司、2014 年 265 家上市公司、2015 年与 2014 年可比样本 256 家上市公司为调查样本，对 2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司营运资金管理状况进行了调查分析。调查得出以下结论：（1）该行业营运资金配置总体偏向投资活动，营销渠道是占用经营活动营运资金的主要渠道，应付及预收款项行业总体绝对额最大；（2）该行业经营活动营运资金管理绩效略有下降，采购、营销渠道营运资金管理绩效反向变动，应付账款管理绩效大幅提升；（3）该行业近五年经营活动营运资金管理绩效稳定，采购渠道、营销渠道营运资金管理绩效呈反向变化趋势，三要素中应付账款管理绩效改善趋势最为显著；（4）该行业随资金规模投入增大，经营活动、投资活动资金回报率呈降低趋势，企业间资金回报率差异缩小；（5）行业总体总资金融资结构合理，长期财务风险水平合理，短期金融性负债占比较大，短期财务风险偏高。在调查结论基础上，建议该行业通过以下对策改善营运资金管理状况：（1）促进产业转型升级，加强营销渠道营运资金管理；（2）淘汰落后产能，提升总体资金回报率；（3）调低短期金融性负债占比，降低短期财务风险。

一、石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司营运资金基本特征

1. 经营活动营运资金管理绩效稳定，同时下游资金压力不断向上游传递

石油、化学、塑料、塑胶业经营活动营运资金占销售收入比近五年保持在 11% 左右，经营活动营运资金管理绩效较为稳定。同时，营销渠道营运资金周转期逐年延长，2015 年营销渠道营运资金周转期为 78 天，较 2011 年延长 30 天，管理绩效不断下降；生产渠道营运资金周转期近五年维持在 -1 天左右，水平平稳；采购渠道营运资金周转期逐年缩短，2015 年采购渠道周转期为 -42 天，较 2011 年缩短 32 天，管理绩效不断提升。近五年该行业下游资金压力不断向上游传递。

2. 投资活动营运资金比重略高于经营活动营运资金，货币资金比重高

石油、化学、塑料、塑胶行业营运资金占总资金比重在 25% 左右，固定资产投入比重较大。2011 年至 2015 年该行业投资活动营运资金占总营运资金之比依次为 56%、56%、51%、61%、65%，五年均值为 58%，投资活动营运资金占比高于经营活动营运资金占比，该行业营运资金配置更偏向于投资活动。近两年数据显示货币资金占投资活动营运资金之比达 99%，是投资活动营运资金的主要组成部分。

3. 短期金融性负债占营运资金之比居高不下，短期财务风险巨大

石油、化学、塑料、塑胶行业总资金融资结构相对稳定、合理，2014 年、2015 年两年借入资金占总资金之比依次为 40%、46%，长期财务风险较为可控。然而短期金融性负债占营运资金之比居高不下，2011 年至 2015 年该行业短期金融性负债占比依次为 80%、96%、106%、119%、94%，五年均值为 99%，并且部分年度短期金融性负债占比超过 1，存在短借长投的现象，该行业短期财务风险巨大。

4. 企业客户关系复杂，行业发展受宏观经济形势影响显著

石油、化学、塑料、塑胶行业上游企业行业跨度小，下游企业行业跨度大。客户关系复杂，应收账款回收期长，客户信用管理至关重要。宏观经济形势对产业发展影响较大，行业产能过剩问题突出，资金链吃紧。对进口原油依赖度高，原材料成本受国际原油市场影响大。

二、2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业经营环境变化主题词与大事件

（一）2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业经营环境变化主题词

1. 转型升级压力巨大

石油、化学、塑料、塑胶行业面临严重的结构性矛盾，转型升级压力巨大。当前我国传统大宗石化产品总产能明显超过国内市场需求，资源环境制约日益突出；与此同时，资源类产品和高端石油化工产品短缺突出，行业进出口却整体处于贸易逆差状态。数据显示，截至 2015 年底，我国炼油行业原油加工能力约为 7.5 亿吨，但每年实际原油加工量只有 5 亿多吨，炼油产能过剩矛盾突出，而炼厂平均规模尚不及世界平均水平一半。与此同时，国内年生产原油约 2 亿吨，加工原油大量依靠进口。受产能过剩影响，2015 年，通用树脂年均价格跌幅超过 10%，烧碱、电石、甲醇价格跌幅分别达 8%、12% 和 20%；氮肥、氯碱等出现行业性亏损；无机盐、甲醇、轮胎制造等行业利润连续两三年下降。与此同时，化工行业出口主要是基础化学原料等传统产品，而进口则是精细化学品、合成材料等中高端产品，化工产品进出口总额处于逆差。行业结构转型升级非常迫切。

2. 成本高位运行

2015 年以来，石油、化学、塑料、塑胶行业用工成本、融资成本、物流成本、环保成本、用电成本等呈上升趋势，虽然原材料等成本下降，但不足以阻挡总成本上升。数据显示，2015 年 1～11 月，全行业 100 元主营收入成本为 84.26 元，自 8 月份以来，累计主营收入成本一直在 84.30 元上下波动，处于历史同期最高位。其中，化学工业 100 元主营收入成本达 87.29 元，高出全国规模工业平均 100 元主营收入成本 1.32 元。2015 年 1～11 月，全行业财务费用同比增长 5.2%，同期全国规模工业财务费用增幅仅为 0.9%。

3. 高附加值产品领域引领增长

2015 年，石油、化工行业在转型升级、创新发展等方面还是取得了长足的进步，高附加值行业引领增长。特别是化学工业中，合成材料、专用化学品、精细化学品等附加值较高的行业引领增长。全年合成材料制造业增加值增幅达 11.5%，专用化学品制造业增长 11.2%，涂（颜）料制造业增长 9.5%，增速明显高于其他行业。从主要化学品产量增长看，合成材料、精细化学品等保持较快增长，基础化学原料增速明显放缓。2015 年，无机化学原料产量增幅只有约 2.3%，但精细化学品增速达到 7.5%，合成材料增幅近 9.0%。

（二）2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业经营环境变化大事件

1. 煤化工技术首获国家技术发明一等奖，预计将大幅拉动投资、增产

1 月 9 日，中共中央、国务院在北京人民大会堂隆重举行国家科学技术奖励大会。煤化工领域大连化物所甲醇制取低碳烯烃（DMTO）技术项目获得技术发明一等奖。这是煤化工项目首次获此殊荣。DMTO 技术开发及工业化应用的成功，在国际上实现了该项技术零的突破，贯通了煤化工与石油化工的主要通道。截至 2014 年底，DMTO 技术累计实现技术实施许可 20 套大型工业装置（含第二代技术），合计烯烃总产能为 1 126 万吨/年，这些装置的建设预计可拉动上下游投资 2 500 亿元，新增产值 1 200 亿元。

2. 石油和化工固定资产投资 10 年首降，对未来行业回升产生严重影响

“十二五”收官之年，石油和化工行业经济下行压力加大。2015 年前 10 个月，行业主要经济指标除增加值继续增长以外，主营收入、利润总额、出口总额全部下降。石油和化工行业固定资产投资自 2004 年以来首次下降，低于同期全国工业投资增幅 8.6 个百分点。化学工业投资保持小幅增长，炼油业降幅继续扩大。化学工业中，涂（颜）料和化肥等投资增速领先，橡胶制品、农药和合成材料等下降。投资持续下滑，可能对未来行业经济回升产生严重影响。

3. 国家发布化肥农药零增长行动方案，敦促化肥农药产业创新增效

2015 年 2 月 17 日，农业部发布《化肥使用量零增长行动方案》和《农药使用量零增长行动方案》，提出到 2020 年全国化肥农药用量实现零增长。此后，工信部明确不再新增农药生产企业备案。

业界普遍认为，在用量增长放缓的新常态下，农药、化肥产业正在告别单纯依靠产能扩张的粗放式发展阶段。化肥、农药产业要适应新常态，就要主动进行战略调整，从追求数量增长转向追求质量增长，向创新产品和服务要效益。

4. 原油使用权、进口权逐步向民企放开，进一步推进国内原油价格市场化

2015 年 2 月 9 日，国家发改委下发通知，准许符合条件并履行相应义务的原油加工企业使用进口原油，进口原油使用权正式向民营炼油企业开放。7 月 23 日，商务部下发通知，原油非国营贸易进口资格也向民营炼油企业开放。2015 年 13 家企业获得进口原油配额 5 518.88 万吨/年，其中 7 家企业同时具有原油非国营贸易进口资质。由于油源不再受限，国内原油市场化改革进一步推进，为我国原油期货的推出创造良好环境。

5. 智慧化工园区试点工作启动

2015 年 9 月 8 日，工信部原材料司和中国石化联合会共同举办智慧化工园区试点工作启动会，标志着石油和化工行业以“互联网 +”为基础的智能化、信息化建设迈出新步伐。由工信部组织编写的促进化工园区规范发展的指导意见很快会出台，将进一步明确鼓励开展智慧化工园区的试点工作，并会对园区建设提出一些具体量化指标。中央政府已经明确将城市人口密集区的危化品企业搬迁改造工程列为稳增长促投资措施中的首个要务，并将出台实质性的资金支持政策。危化品企业的搬迁改造工程与化工园区的升级改造密不可分，化工园区要积极行动起来，抓住这个历史机遇，实现智能化转型升级。

6. 环境保护立法工作明显提速，石化塑胶行业在压力中转型

自 2015 年 1 月 1 日起被称为史上最严新《环保法》正式实施，新法在管理、监督、处罚方面都有所突破，新法实施后各地巨额罚单频现。4 月，国务院常务会议发布加强版清洁油品实施路线图。5 月，国家发展改革委等七部门联合印发《加快成品油质量升级工作方案》。8 月，全国人民代表大会常务委员会审议通过修订后的《大气法》。12 月，中国在巴黎签署《巴黎协定》，向世界郑重承诺将为全球气候治理作出贡献，并将应对气候变化融入了国家经济社会发展的中长期规划。同时政府首次以党内规章的形式明确了“党政同责”，要求党政领导干部“同有职责”。2015 年我国环境保护立法工作明显提速。石化塑胶行业将在炼化、储存、运输、零售等多个环节面对更严格的控制性要求，承担更多环境成本。

7. 天津滨海新区危化品仓库爆炸

2015 年 8 月 12 日 23 时 30 分左右，天津滨海新区瑞海国际物流有限公司危险品仓库发生爆炸事故，导致 165 人死亡。事故发生后，党中央、国务院高度重视。中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平对天津滨海新区危险品仓库爆炸作出重要指示，要求尽快控制消除火情，全力救治伤员，确保人民生命财产安全。此事故引发全社会对石油和化工行业安全生产的广泛关注。随后，国务院安全生产委员会立即要求在全国范围开展危化品专项治理，各地迅速开展了针对危化品储存、运输、生产、经营、使用等的专项检查。

8. 国际油价创金融危机新低，行业原材料成本下降

2015 年国际油价持续低迷，12 月 22 日布伦特油价达到 36.11 美元/桶，创 2008 年金融危机以来历史新低。世界石油市场发生新世纪以来最严重的供应过剩，全年供大于需达 170 万桶/日。沙特和欧佩克一次次不减产的表态屡次拉低油价。在一定程度上说，这次油价下跌是沙特等欧佩克国家打压以美国页岩油为代表的较高成本的石油生产，捍卫市场份额导致的。受国际油价影响，炼化企业原材料成本下降。

9. 美国对华轮胎“双反”影响巨大，轮胎出口下滑严重

2015 年 8 月 5 日，美国商务部发布对华乘用及轻卡轮胎反倾销和反补贴税令，并于 8 月 10 日正式生效。合并执行“双反”保证金率分别是：佳通 52.1%，赛轮 30.61%，固铂 31.85%，倾销分别税率企业 39.33%，中国全国税率企业 107.07%，永盛公司 192.79%。美国是中国轮胎出口最大的目标

国，该裁决对中国轮胎行业影响巨大。据中国海关统计，2015 年 1～11 月，中国乘用胎出口 157.2 万吨，下降 9.3%；卡客车胎出口 284.0 万吨，下降 1.4%。其中，出口美国乘用胎 28.8 万吨，下降 44.6%；卡客车胎 54.3 万吨，下降 9.7%。

三、2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司营运资金存量及其分布状况

（一）石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司营运资金存量及其分布状况总体分析

1. 行业层面

对石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司行业层面营运资金存量及其分布状况进行分析。如表 14－1、图 14－1 所示，2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司营运资金行业总体规模、行业平均水平较 2014 年有所增长。从营运资金在三大营业活动的配置结构分析，该行业投资活动营运资金占总营运资金规模比重最高，2015 年投资活动营运资金期末占比较 2014 年提升近 4%，比重进一步扩大；该行业 2015 年经营活动营运资金期末占比较 2014 年降低近 3%，比重进一步缩小；该行业金融经营活动营运资金占比始终处于低位，对营运资金规模影响甚微，2015 年较 2014 年金融经营活动营运资金规模进一步减少，并变为负值。如图 14－2 所示，该行业营运资金及三大营业活动营运资金行业中位数与行业平均值两个指标数额都较为接近，并且近两年变化不大，说明该行业各企业营运资金及三大营业活动营运资金占用额相对于行业平均水平分布较为对称，且行业平均水平较为稳定。

表 14－1　　2014～2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业营运资金存量及其分布状况

项目	营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用（亿元）		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用（亿元）		投资活动营运资金期末占比（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	2 697.50	3 350.60	1 031.18	1 190.84	38.23	35.54	0.31	－14.98	0.01	－0.45	1 653.87	2 174.74	61.31	64.91
行业平均	10.18	11.80	3.89	4.19	－7.31	35.57	0.00	－0.05	0.00	0.01	6.24	7.66	81.97	34.14
最大值	112.79	120.59	74.26	83.03	—	—	0.30	42.09	—	—	78.69	100.87	—	—
中位数	6.81	7.10	3.34	3.30	57.35	50.43	0.00	0.00	0.00	0.00	3.30	3.31	42.65	49.57
最小值	－18.90	－26.36	－48.25	－55.33	—	—	－0.01	－16.31	—	—	0.07	0.10	—	—
样本量	265	284	265	284	265	284	265	284	265	284	265.00	284.00	265.00	284.00

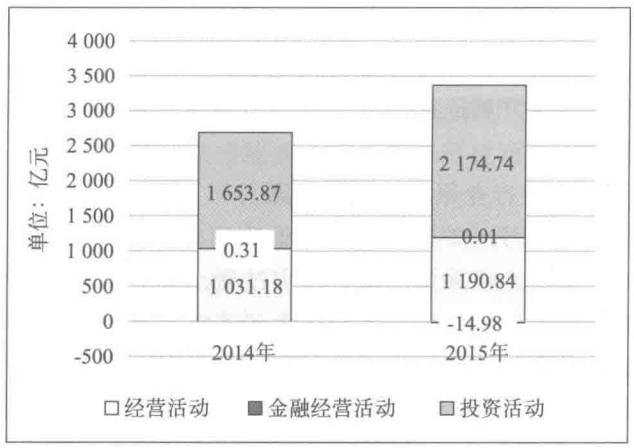


图 14－1　2014～2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业总体营运资金存量及其分布状况

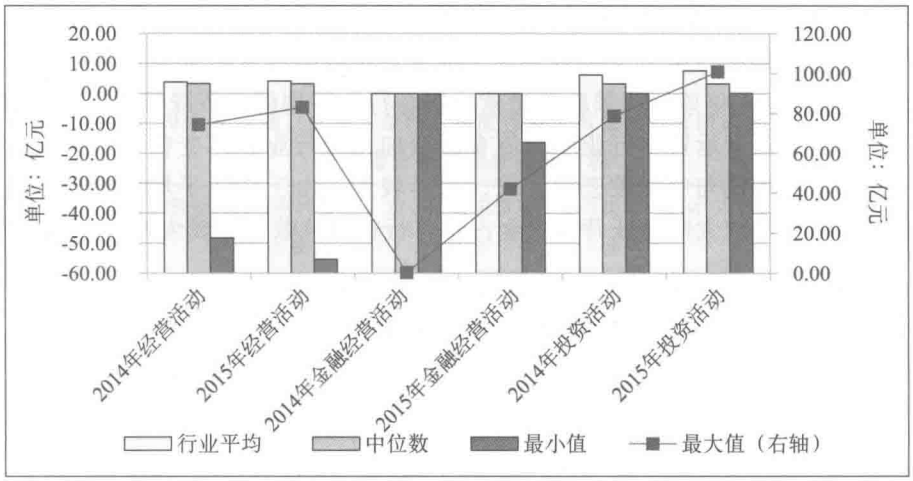


图 14－2　2014～2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业营运资金分布统计数据

2. 企业层面

对石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司企业层面营运资金分布状况进行分析。如表 14－2 所示，该行业经营活动营运资金占比处于（50%，75%］区间的企业家数最多，约占样本总数的 1/3，2015 年较 2014 年该区间样本数比重有所减少；该行业有 99% 的企业金融经营活动营运资金占比处于≤0 的区间，绝大多数企业金融经营活动营运资金占用都很少；该行业投资活动营运资金占比处于（25%，50%］区间的企业家数最多，约占样本总数的 1/3，2015 年较 2014 年该区间样本数比重有所减少。虽然行业总体层面数据显示该行业营运资金配置偏重投资活动，但在企业层面，经营活动营运资金占比超过 50% 的企业家数多于投资活动营运资金占比超过 50% 的企业家数。

表 14－2　　2014～2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司营运资金分布状况分段统计表

区间（%）	按实体经营活动营运资金占比区间统计				按金融经营活动营运资金占比区间统计				按投资活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年					
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	36	13.58	37	13.03	262	98.87	280	98.59	20	7.55	13	4.58
(0，25]	20	7.55	29	10.21	3	1.13	4	1.41	41	15.47	44	15.49
(25，50]	47	17.74	72	25.35	0	0.00	0	0.00	101	38.11	89	31.34
(50，75]	101	38.11	89	31.34	0	0.00	0	0.00	48	18.11	71	25.00
(75，100]	41	15.47	44	15.49	0	0.00	0	0.00	19	7.17	30	10.56
>100	20	7.55	13	4.58	0	0.00	0	0.00	36	13.58	37	13.03
总 计	265	100	284	100	265	100	284	100.00	265	100.00	284	100.00

（二）石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布状况

1. 行业层面

对石油、化学、塑料、塑胶行业经营活动营运资金存量及按渠道分布状况行业层面进行分析。如表 14－2 所示，该行业经营活动营运资金行业总体规模、行业平均值 2015 年较 2014 年都有所上升。2015 年该行业采购渠道营运资金行业总体占用额为－1 308.57 亿元，绝对额较大，在三个渠道中资金占比最低，不但不占用企业资金，还能通过采购活动为企业融通资金，2015 年较 2014 年融资额度有所增加；该行业生产渠道营运资金行业总体占用额为 39.01 亿元，绝对值在三个渠道中最低，2015 年较 2014 年生产渠道营运资金行业总体占用由负变正，资金占用增大；该行业 2015 年营销渠道营运资金行

业总体占用为2 460.41亿元，占比达206.61%，在三个渠道中营运资金占用额最大，营销渠道是该行业经营活动占用营运资金的主要渠道。如图14-3所示，对各渠道营运资金占用行业平均值近两年数据进行比较，2015年较2014年该行业采购渠道营运资金行业平均值有所降低，生产渠道营运资金行业平均值有所增加，营销渠道营运资金行业平均值有所增加，与行业总体变化基本一致。将相同年份各渠道营运资金占用行业平均值与中位数进行比较，差异较大，由于行业平均值是加权平均数，表明各渠道营运资金占用额绝对值较大的企业营运资金占用与行业中位数存在较大差异。

表14-3　　2014~2015年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计表

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年
金额（亿元）	行业总体	-1 171.54	-1 308.57	-44.21	39.01	2 246.94	2 460.41	1 031.18	1 190.84
	行业平均	-4.42	-4.61	-0.17	0.14	8.48	8.66	3.89	4.19
	最大值	24.52	15.02	27.93	38.75	117.36	151.70	74.26	83.03
	中位数	-1.54	-1.48	-0.06	-0.07	5.21	5.42	3.34	3.30
	最小值	-75.96	-110.02	-43.21	-42.97	-9.77	-18.79	-48.25	-55.33
占比（%）	行业总体	-113.61	-109.89	-4.29	3.28	217.90	206.61	—	—
	行业平均	-10.39	23.50	42.78	-1.68	67.61	78.18	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	-13.89	-17.16	0.28	-0.19	111.83	115.20	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本量		265	284	265	284	265	284	265	284

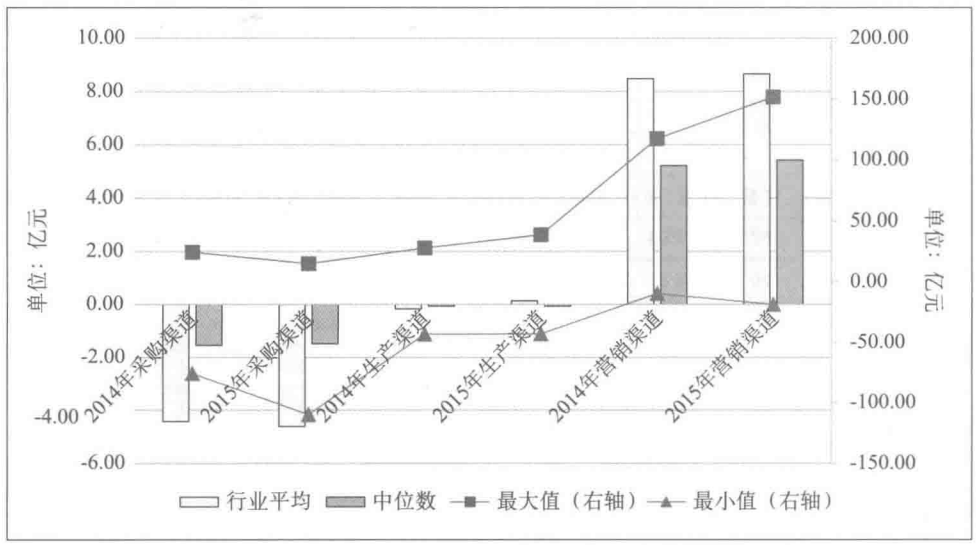


图14-3　2014~2015年石油、化学、塑料、塑胶行业经营活动各渠道营运资金分布统计数据

2. 企业层面

对石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司经营活动营运资金按渠道分布状况企业层面进行分析。如表14-4所示，2015年该行业采购渠道营运资金占比在各区间分布中≤0的企业家数最多，达到68.31%，较2014年该区间企业家数占比增加近7%，表明2015年约2/3的企业通过采购渠道为企业融得了营运资金；2015年该行业生产渠道营运资金占比有半数企业处于≤0的区间，有33.45%的企业生产渠道营运资金比重处于（0，25%］区间，绝大多数企业该渠道营运资金占比较低；2015年有

64.44%的企业营销渠道营运资金占比 >100%，较 2014 年这一比重有所上升，2015 年约有 80%的企业营销渠道营运资金占比超过 50%，绝大多数企业营销渠道营运资金比重较高。

表 14 -4　　2014 ~ 2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司经营活动营运资金按渠道分布情况分段统计表

区间（%）	按采购渠道营运资金占比区间统计				按生产渠道营运资金占比区间统计				按营销渠道营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	163	61.51	194	68.31	128	48.30	143	50.35	55	20.75	48	16.90
(0, 25]	41	15.47	30	10.56	84	31.70	95	33.45	0	0.00	5	1.76
(25, 50]	9	3.40	9	3.17	24	9.06	19	6.69	4	1.51	3	1.06
(50, 75]	6	2.26	4	1.41	8	3.02	8	2.82	12	4.53	10	3.52
(75, 100]	4	1.51	6	2.11	2	0.75	5	1.76	40	15.09	35	12.32
>100	42	15.85	41	14.44	19	7.17	14	4.93	154	58.11	183	64.44
总 计	265	100	284	100	265	100	284	100	265	100	284	100

（三）石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布状况

1. 行业层面

对石油、化学、塑料、塑胶行业经营活动各要素营运资金分布行业层面进行分析。如表 14 -5 所示，2015 年该行业存货行业总体资金占用为 1 604.84 亿元，较 2014 年有所下降，在三个要素中存货资金占比最低；2015 年该行业应收及预付款项行业总体资金占用为 2 982.26 亿元，较 2014 年有所上升，在三个要素中应收及预付款项资金占比处于中位；2015 年该行业应付及预收款项资金行业总体占用为 3 396.26 亿元，较 2014 年有所上升，在三个要素中应付及预收款项资金占比最高。如图 14 -4 所示，对各要素行业平均值两年数据进行比较，2015 年较 2014 年存货行业平均值有所下降，应收及预付款项行业平均值有所上升，应付及预收款项略有上升，与行业总体变化基本一致。将相同年份各要素营运资金占用行业平均值与中位数进行比较，差异较大，由于行业平均值是加权平均数，表明各要素营运资金占用额绝对值较大的企业营运资金占用与行业中位数存在较大差异。

表 14 -5　　2014 ~ 2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布总体统计表

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	1 630.27	1 604.84	2 561.70	2 982.26	3 148.66	3 396.26	1 043.31	1 190.84
	行业平均	6.15	5.65	9.67	10.50	11.88	11.96	3.94	4.19
	最大值	148.71	104.67	91.83	151.08	206.43	257.04	74.26	83.03
	中位数	2.88	2.62	5.52	5.85	4.66	4.56	3.34	3.30
	最小值	0.07	0.01	0.08	0.12	0.16	0.22	-48.25	-55.33
占比（%）	行业总体	156.26	134.77	245.54	250.43	301.79	285.20	—	—
	行业平均	11.78	7.07	57.75	69.92	-30.47	-23.02	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	48.71	47.81	108.28	115.49	58.05	71.04	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本数量		265	284	265	284	265	284	265	284

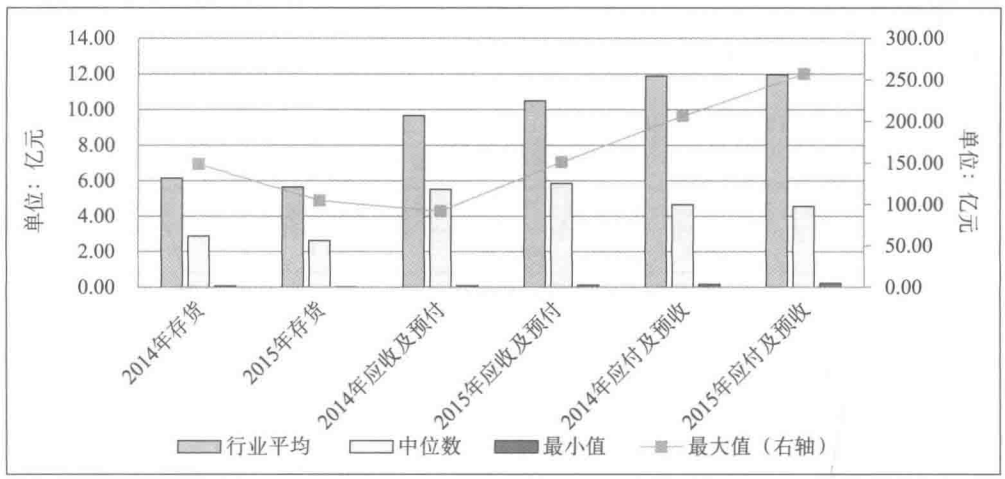


图 14－4　2014～2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业经营活动各要素营运资金分布统计数据

2. 企业层面

对石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司营运资金按要素分布企业层面进行分析。如表 14－6 所示，2015 年该行业 17.61% 的企业存货占比≤0，由于存货资金占用不可能为负数，表明有 17.6% 的企业经营活动营运资金为负值，可以通过经营活动融得营运资金，2015 年较 2014 年经营活动营运资金为负值的企业家数有所减少；2015 年该行业存货占比处于 >100% 的区间内企业家数最多，占比达 25.35%，表明约有 1/4 的企业利用商业信用净占用了企业外部单位或个人的营运资金；2015 年该行业应收及预付款项占比位于 >100% 区间的企业家数占比达 63.73%，表明有近 2/3 的企业通过应收及预付款项净节约的营运资金绝对额超过了本企业存货资金占用额；2015 年该行业应付及预收款项占比处于 >100% 区间的企业家数最多，占比达 39.44%，表明这部分企业通过应付及预收款项节约的营运资金超过了本企业存货和应收及预付款项资金占用额之和的一半，与此同时，有 17.61% 的企业经营活动营运资金为负数，表明这部分企业通过应付及预收款项节约的营运资金超过了本企业存货和应收及预付款项资金占用额之和。

表 14－6　　2014～2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布分段统计表

区间（%）	按存货占比区间统计				按应收及预付款项占比区间统计				按应付及预收款项占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	56	21.13	50	17.61	56	21.13	50	17.61	56	21.13	50	17.61
(0，25]	18	6.79	40	14.08	0	0.00	0	0.00	19	7.17	21	7.39
(25，50]	60	22.64	56	19.72	4	1.51	2	0.70	41	15.47	45	15.85
(50，75]	48	18.11	33	11.62	17	6.42	10	3.52	38	14.34	32	11.27
(75，100]	21	7.92	33	11.62	40	15.09	41	14.44	26	9.81	24	8.45
>100	62	23.40	72	25.35	148	55.85	181	63.73	85	32.08	112	39.44
总 计	265	100	284	100	265	100	284	100	265	100	284	100

四、2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析

（一）石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额分析

对石油、化学、塑料、塑胶行业经营活动营运资金占用水平及节约额进行分析。如表 14－7 所示，2015 年经营活动营运资金占营业收入之比行业总体值为 0.11，较 2014 年有所上升，表明行业总体经

营活动营运资金管理绩效有所下降。2015 年较 2014 年经营活动营运资金节约额为 -18.91 亿，即以 2014 年经营活动营运资金占用水平为基准进行比较，2015 年较 2014 年经营活动营运资金多占用了 18.91 亿元。2015 年该行业经营活动营运资金占用水平行业平均值为 0.24，较 2014 年有所上升，表明该行业中经营活动营运资金管理绩效有所下降的企业与经营活动营运资金管理绩效上升的企业相比，或企业数量较多，或管理绩效下降幅度更大。

表 14-7　　2014~2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额

项　目	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约额（亿元）
	2014 年	2015 年	
行业总体	0.09	0.11	-18.91
行业平均	0.20	0.24	—
最大值	1.39	3.09	—
中位数	0.20	0.22	—
最小值	-0.92	-2.57	—
样本量	265	284	—

（二）石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司分渠道的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

对石油、化学、塑料、塑胶行业分渠道的经营活动营运资金管理绩效行业层面进行分析。如表 14-8 所示，2015 年该行业整体经营活动营运资金周转期为 37.5 天，较 2014 年略有延长，2015 年该行业采购渠道营运资金周转期为 -41.7 天，较 2014 年缩短 11 天，生产渠道营运资金周转期为 1 天，较 2014 年延长 3 天，营销渠道营运资金周转期为 78.2 天，较 2014 年延长 8 天。对各子行业进行分析，石油加工、炼焦及核燃料加工业 2015 年经营活动营运资金周转期为 -3.6 天，较 2014 年缩短 8 天，在各子行业中整体管理绩效最好，该子行业采购渠道营运资金管理绩效大幅改善是其经营活动营运资金管理绩效改善的主要原因；化学原料及化学制品制造业 2015 年经营活动营运资金周转期为 38.4 天，较 2014 年延长不足 1 天，该子行业 2015 年采购渠道营运资金管理绩效大幅提升，而生产渠道、营销渠道营运资金管理绩效均有所下降；橡胶和塑料制品业 2015 年经营活动营运资金周转期为 99.5 天，较 2014 年缩短约 1 天，在各子行业中整体管理绩效最差，该子行业 2015 年采购渠道营运资金管理绩效有所改善，营销渠道营运资金管理绩效有所下降；化学纤维制造业 2015 年经营活动营运资金周转期为 21 天，较 2014 年缩短 2 天，该子行业 2015 年采购渠道、营销渠道营运资金管理绩效有所提升，而生产渠道营运资金管理绩效有所下降。

表 14-8　　2014~2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	采购渠道营运资金周转期		生产渠道营运资金周转期		营销渠道营运资金周转期		经营活动营运资金周转期（按渠道）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
石油加工、炼焦及核燃料加工业	-23.4	-42.0	-2.4	-2.6	30.2	41.0	4.4	-3.6
化学原料及化学制品制造业	-32.4	-42.1	-2.6	1.0	72.6	79.5	37.6	38.44
橡胶和塑料制品业	-26.9	-32.4	0.7	0.8	127.1	131.1	100.9	99.48
化学纤维制造业	-40.1	-42.0	-3.1	-0.7	66.2	63.7	23.0	21.0
行业整体（家）	-31.0	-41.7	-2.3	1.0	70.2	78.2	36.9	37.5

对 2011 年至 2015 年近五年期间石油、化学、塑料、塑胶行业经营活动各渠道营运资金管理绩效变化趋势进行分析。如表 14-9、图 14-5 所示，该行业近五年期间，经营活动营运资金周转期在 40

天上下小幅波动，整体管理绩效变化较为稳定。对各渠道营运资金管理绩效变化趋势进行分析，该行业营销渠道营运资金周转期逐年延长，2015 年较 2011 年延长约 31 天，营销渠道营运资金管理绩效不断恶化；同时采购渠道营运资金周转期不断缩短，2015 年较 2014 年缩短约 32 天，采购渠道营运资金管理绩效不断提升；生产渠道营运资金周转期在 -1 天左右波动，生产渠道营运资金管理绩效五年来变化不大。

表 14-9　　2011~2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
采购渠道营运资金周转期	-9.6	-11.9	-18.8	-31.0	-41.7
生产渠道营运资金周转期	0.1	-1.2	-2.8	-2.3	1.0
营销渠道营运资金周转期	47.6	56.3	61.7	70.2	78.2
经营活动营运资金周转期（按渠道）	38.1	43.1	40.1	36.9	37.5

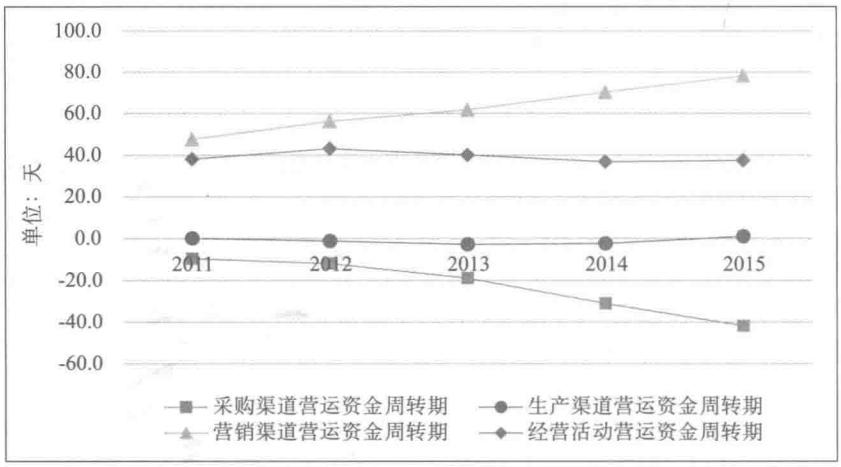


图 14-5　2011~2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业经营活动各渠道营运资金周转期变化趋势

2. 企业层面

对石油、化学、塑料、塑胶行业经营活动营运资金及各渠道营运资金管理绩效企业层面进行分析。如表 14-10 所示，2015 年较 2014 年该行业经营活动营运资金周转期缩短和延长的企业家数量接近，各占 40% 左右，表明该行业经营活动营运资金管理绩效有所改善和有所下降的企业家数各占 40%。对各渠道营运资金管理绩效变化进行分析，接近 2/3 的企业采购渠道营运资金周转期缩短，管理绩效有所提升，接近半数的企业生产渠道营运资金周转期缩短，管理绩效有所提升，超过半数的企业营销渠道营运资金周转期有所延长，管理绩效有所恶化。

表 14-10　2014~2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业各渠道经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短（家）	160	123	50	103
	缩短占比（%）	62.50	48.05	19.53	40.23
	基本不变（家）	43	34	62	44
	基本不变占比（%）	16.80	13.28	24.22	17.19
	延长（家）	53	99	144	109
	延长占比（%）	20.70	38.67	56.25	42.58
可比样本总数（家）		256			

（三）石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司分要素的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

对石油、化学、塑料、塑胶行业各要素经营活动营运资金管理绩效进行分析。如表 14－11 所示，2015 年该行业整体按要素的经营活动营运资金周转期为 40.2 天，管理绩效水平与 2014 年接近。三要素资金周转期 2015 年较 2014 年均有所延长，其中应付账款周转期 2015 年较 2014 年延长天数最长，达 10 天，管理绩效提升幅度较大，应收账款周转期延长约 6 天，管理绩效恶化明显。对各子行业 2015 年经营活动营运资金管理绩效变化进行分析，石油加工、炼焦及核燃料加工业经营活动营运资金周转期为 2.9 天，较 2014 年缩短 10 天，在各子行业中整体管理绩效最佳，应付账款周转期大幅延长是其经营活动营运资金管理绩效改善的主要原因；化学原料及化学制品制造业经营活动营运资金周转期为 42.8 天，较 2014 年延长 1 天，其存货及应收账款管理绩效有所恶化，应付账款周转期管理绩效有所提升；橡胶和塑料制品业经营活动营运资金周转期为 99.1 天，较 2014 年延长不足 1 天，在各子行业中整体管理绩效最差，该子行业各要素周转期较 2014 年均有所延长；化学纤维制造业经营活动营运资金周转期为 5.5 天，较 2014 年缩短近 10 天，该行业应收账款、应付账款管理绩效较 2014 年均有所提升。

表 14－11　　2014～2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	存货周转期		应收账款周转期		应付账款周转期		经营活动营运资金周转期（按要素）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
石油加工、炼焦及核燃料加工业	34.9	37.5	26.6	36.0	48.3	70.6	13.2	2.9
化学原料及化学制品制造业	55.2	57.1	54.8	60.1	68.6	74.4	41.4	42.8
橡胶和塑料制品业	63.7	65.6	94.0	97.3	59.2	63.8	98.5	99.1
化学纤维制造业	38.3	39.1	45.2	37.5	67.2	71.1	16.2	5.5
行业整体	50.3	54.4	53.0	58.8	63.6	73.1	39.6	40.2

对 2011 年至 2015 年近五年石油、化学、塑料、塑胶行业经营活动各要素营运资金管理绩效变化趋势进行分析。如表 14－12、图 14－6 所示，该行业近五年按要素经营活动营运资金周转期在 41 天左右小幅波动，经营活动营运资金管理绩效较为稳定。对各要素管理绩效变化趋势进行分析，存货周转期较其他两个要素周转期较短，近三年呈现逐年上升的趋势，存货管理绩效有所恶化；应收账款周转期近五年逐年上升，应收账款管理绩效呈现不断恶化趋势；应付账款周转期较其他两个要素周转期较长，且逐年延长，应付账款管理绩效呈不断改善趋势。

表 14－12　　2011～2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
存货周转期	48.00	50.90	47.90	50.3	54.4
应收账款周转期	40.90	48.30	48.80	53.0	58.8
应付账款周转期	48.40	54.50	54.80	63.6	73.1
经营活动营运资金周转期（按要素）	40.50	44.70	41.90	39.6	40.2

2. 企业层面

对石油、化学、塑料、塑胶行业经营活动各要素营运资金管理绩效变化企业层面进行分析。如表 14－13 所示，2015 年该行业有 44.14% 的企业经营活动营运资金周转期较 2014 年有所延长，经营活动营运资金管理绩效有所下降。对存货、应收账款、应付账款周转期变化进行具体分析，2015 年该行业存货周转期基本不变的企业数与有所延长的企业数各占 40% 左右，该行业存货管理绩效恶化的企业家数最多；超过半数的企业应收账款周转期有所延长，应收账款管理绩效有所下降，接近 1/3 的应收账款管理绩效保持不变；超过半数的企业应付账款周转期有所延长，应付账款管理绩效有所提升，同时 29% 的企业应付账款管理绩效保持不变。

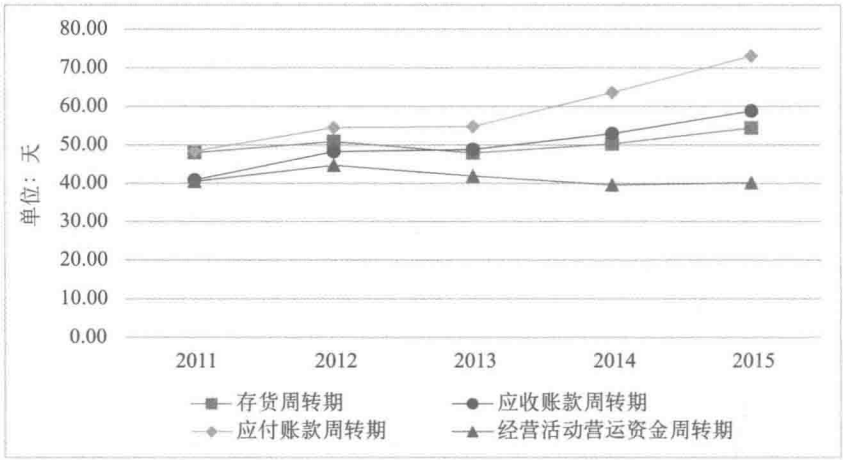


图 14－6　2011～2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业经营活动各要素营运资金周转期变化趋势

表 14－13　　2014～2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业各要素经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
周转期变化统计	缩短（家）	52	39	48	83
	缩短占比（%）	20.31	15.23	18.75	32.42
	基本不变（家）	100	78	74	60
	基本不变占比（%）	39.06	30.47	28.91	23.44
	延长（家）	104	139	134	113
	延长占比（%）	40.63	54.30	52.34	44.14
可比样本总数（家）		256			

五、2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司资金回报分析

对石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司资金回报进行分析。如表 14－14 所示，2015 年该行业总资金回报率行业总体为 5.92%，较 2014 年资金回报率有所上升，行业总资金回报率行业平均值为 5.59%，较 2014 年有所上升，行业整体总资金回报效益有所提升。对各营业活动资金回报率进行分析，2015 年金融经营活动资金回报率行业总体为 82.11%，较 2014 年的 13.65% 有较大幅度提升，在三类经营活动中资金回报率最高；2015 年经营活动营运资金回报率行业总体为 5.98%，近两年行业整体投资回报率较为稳定；2015 年投资活动资金回报率行业总体为 5.65%，较 2014 年提高 1.63 个百分点，虽然行业整体投资活动资金回报率有一定提升，与经营活动资金回报率差距缩小，但在三类活动中资金回报率仍然是最低水平。

表 14－14　　2014～2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司资金回报率统计分析表

项目	总资金回报率（%）		经营活动资金回报率（%）		金融经营活动资金回报率（%）		投资活动资金回报率（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	5.63	5.92	6.00	5.98	13.65	82.11	4.02	5.65
行业平均	5.13	5.59	－15.30	1.24	6.82	4.83	5.64	5.24
最大值	34.64	64.97	248.61	864.52	24.68	25.53	513.70	211.84
中位数	6.09	6.19	6.72	6.52	0.00	0.00	0.33	0.64
最小值	－172.80	－170.14	－5 770.70	－2 466.77	0.00	－13.64	－69.07	－83.87
样本量	265	284	265	284	10	16	265	284

注：金融经营活动资金回报率统计样本以本行业内金融经营活动资金不为 0 的企业家数为准。

将石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司总资金回报率与总资金投入进行对比分析。如图 14 - 7 所示，该行业企业总资金投入规模主要集中在 5 亿元至 100 亿元之间，企业个体资金规模差异较大，企业总资金回报率主要集中在 - 10% 到 25% 之间，相同规模企业资金回报率差异较大，其中资金规模为 10 亿元上下企业间总资金回报率差异最大，随企业资金规模投入增大，资金回报率逐渐降低，且企业间投资回报率差异缩小。

对该行业上市公司经营活动资金回报率与经营活动资金投入进行对比分析。如图 14 - 8 所示，该行业企业经营活动资金投入绝大多数集中在 0 至 60 亿元之间，经营活动资金投入规模越低的企业资金回报率个体差异越大，且资金回报率平均值较高，随经营活动资金投入规模增大，企业资金回报率反而越低，同时企业经营活动资金回报率个体间差异缩小。

对该行业上市公司投资活动回报率与投资活动资金投入进行对比分析，如图 14 - 9 所示，该行业企业投资活动资金投入主要集中在 1 亿元至 10 亿元之间，企业投资活动资金投入规模在 10 亿元至 100 亿元之间分布更为分散，资金投入 1 亿元至 10 亿元之间的企业投资活动资金回报率相对较高，且企业间差异较大。随投入资金规模的缩小或增加，企业投资活动资金回报率企业间差异缩小。

对该行业上市公司金融经营活动资金回报率与金融经营活动资金投入进行对比分析，如图 14 - 10 所示，该行业从事金融经营活动的企业不足 15 家，最大资金投入为 2 亿元，企业数量较少且资金规模较小，资金投入规模各企业相对分散，该行业金融经营活动资金回报率主要分散在 - 10% 到 25% 之间。

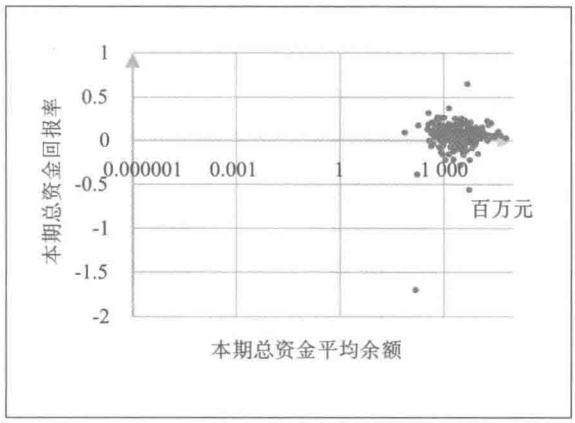


图 14 - 7　2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司总资金占用与总资金报酬率散点图

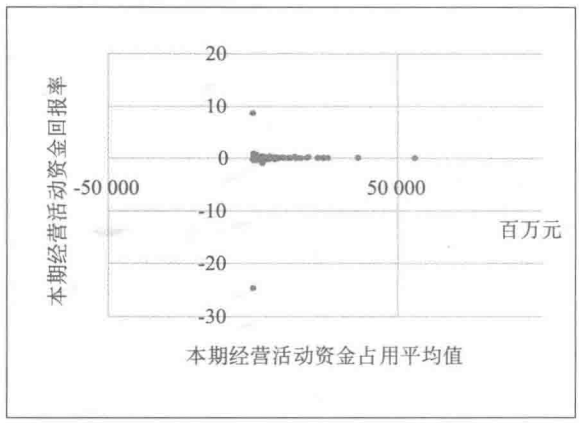


图 14 - 8　2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司经营活动资金占用与经营活动资金报酬率散点图

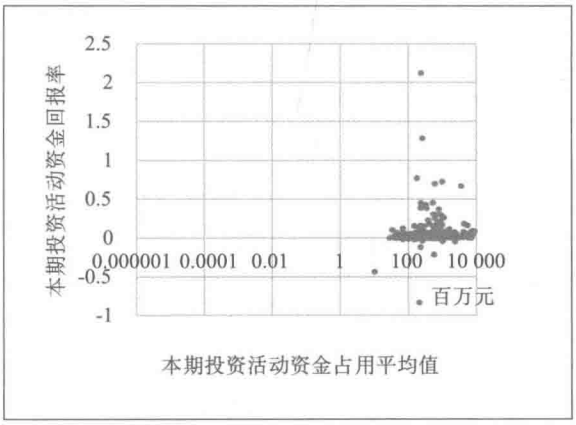


图 14 - 9　2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司投资活动资金占用与投资活动资金报酬率散点图

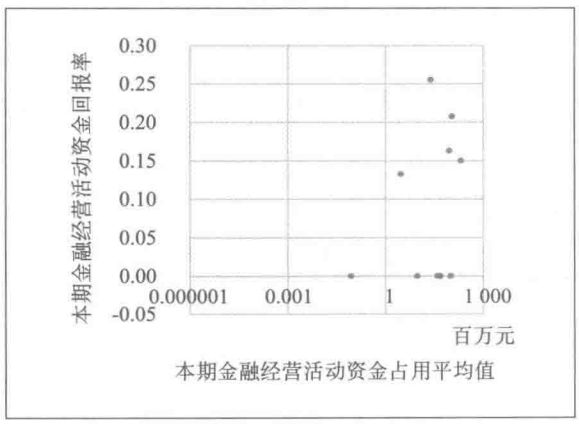


图 14 - 10　2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司金融经营活动资金占用与投资活动资金报酬率散点图

六、2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司融资结构与财务风险分析

（一）总资金融资结构与长期财务风险分析

1. 行业层面

对石油、化学、塑料、塑胶行业总资金融资结构及财务风险进行分析。如表 14－15 所示，2015 年该行业借入资金占比行业总体为 39.94%，较 2014 年下降约 6 个百分点，2015 年借入资金占比行业平均值仅为 26.05%，长期财务风险有所降低。如图 14－11、图 14－12 所示，该行业总资金融资主要依靠自有资金，2015 年行业总体财务杠杆为 1.59，较 2014 年下降 0.19，2015 年财务杠杆行业平均值仅为 0.64，总体而言，该行业长期财务风险较为可控。

表 14－15　2014～2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业总资金融资结构与财务杠杆统计分析表

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末	2014 年	2015 年
行业总体	45.73	39.94	54.27	60.06	1.78	1.59
行业平均	30.89	26.05	69.11	73.95	0.47	0.64
最大值	425.07	164.70	100.00	102.16	16.62	25.34
中位数	26.31	22.16	73.69	77.84	1.16	1.07
最小值	0.00	－2.16	－325.07	－64.70	－171.03	－214.29
样本量	265	284	265	284	265	284

图 14－11　2014～2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司总资金融资结构

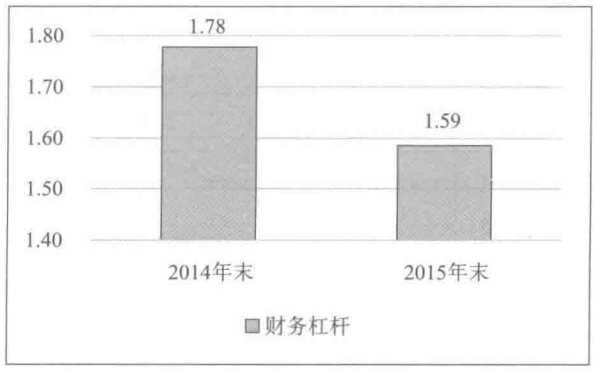


图 14－12　2014～2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业财务杠杆

2. 企业层面

对石油、化学、塑料、塑胶行业总资金融资结构企业层面进行分析。如表 14－16 所示，2015 年该行业借入资金占比位于（0，25%］的企业家数最多，占比为 42.96%，有 73% 的企业借入资金占比位于（0，50%］区间之内，这表明该行业超过 2/3 的企业资金负债率不足 1/2，绝大多数企业长期财务风险比较可控。

表 14－16　2014～2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业总资金融资结构分段统计表

比例区间（%）	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	19	7.17	33	11.62	3	1.13	2	0.70
（0，25］	109	41.13	122	42.96	9	3.40	10	3.52
（25，50］	81	30.57	84	29.58	52	19.62	43	15.14

续表

比例区间（%）	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
(50，75]	47	17.74	37	13.03	87	32.83	88	30.99
(75，100]	7	2.64	6	2.11	114	43.02	140	49.30
>100	2	0.75	2	0.70	0	0.00	1	0.35
总计	265	100	284	100	265	100	284	100

将 2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司借入资金占比与净资产进行对比分析。如图 14－13 所示，该行业绝大多数企业借入资金占比在 50% 以下，净资产规模在 50 亿元以下。观察散点图发现，与净资产规模在 50 亿元以上的企业相比，资产规模在 50 亿元以下的企业借入资金占比低于 50% 的企业比重更高，企业分布更为密集，表明净资产规模越低的公司更倾向保持较低借入资金占比，长期财务风险相对更低。

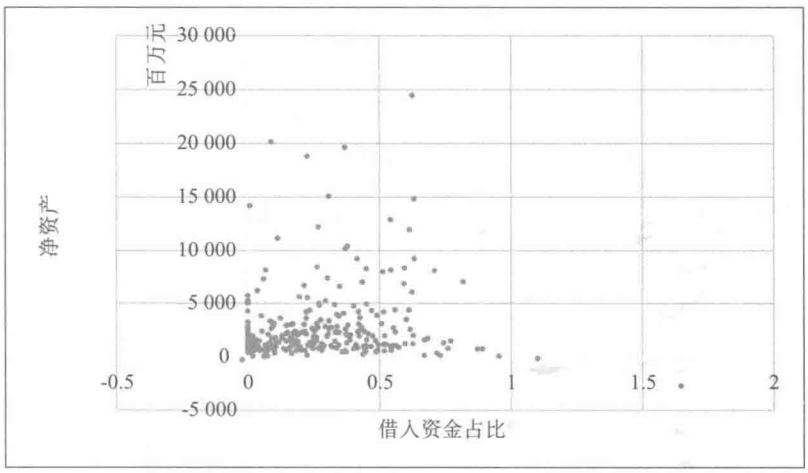


图 14－13　2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司借入资金占比与净资产散点图

对石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司财务杠杆公司层面进行分析。如表 14－17 所示，2015 年该行业企业财务杠杆处于［1，1.5）区间的企业家数最多，占比为 39.79%，较 2014 年略有上升，企业财务杠杆大于 1.5 的企业家数占比仅为 22% 左右，总体而言该行业企业层面财务杠杆水平较低，财务风险较低。对该行业财务杠杆与净资产进行对比分析，如图 14－14 所示，该行业企业绝大多数聚集在净资产规模在 50 亿元以下，财务杠杆在 1.5 倍以下的区间，并且净资产越低、财务杠杆越低的区域企业数量越集中，表明净资产规模越小的企业财务风险更可能会较低。

表 14－17　　2014～2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业财务杠杆分段统计表

比例区间	财务杠杆			
	2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）
[1，1.5)	102	38.49	113	39.79
[1.5，2)	28	10.57	22	7.75
[2，3)	29	10.94	21	7.39
≥3	23	8.68	20	7.04
总计	265	100	284	100

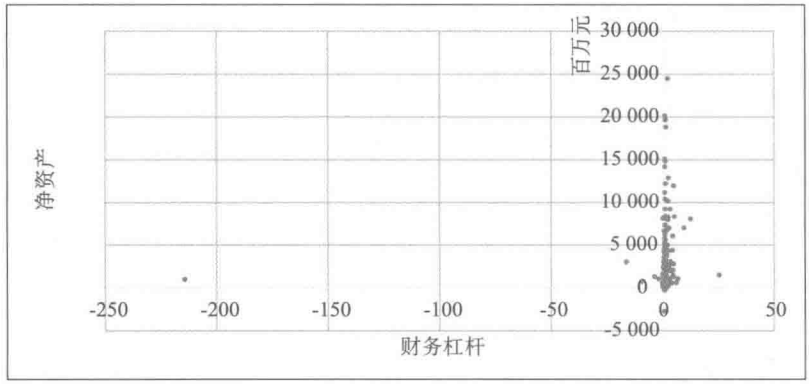


图 14－14　2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司财务杠杆与净资产散点图

（二）营运资金融资结构与短期财务风险分析

1. 行业层面

对石油、化学、塑料、塑胶行业营运资金融资结构及短期财务风险行业层面进行分析。如表 14－18、图 14－15 所示，2015 年该行业短期金融性负债占比行业总体为 93.58%，虽然较 2014 年的 119.65% 有所降低，但仍处于高位，该行业整体短期财务风险很高。该行业 2015 年短期金融性负债占比行业均值为 62.94%、中位数为 34.87%，均低于行业总体水平，表明营运资金规模较大的企业短期财务风险更高。

表 14－18　　2014～2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业营运资金融资结构统计分析表　　单位：%

项目	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
行业总体	119.65	93.58	－19.65	6.42
行业平均	224.51	62.94	－124.51	37.06
最大值	26 149.53	2 564.60	5 306.06	4 643.50
中位数	41.39	34.87	58.61	65.13
最小值	－5 206.06	－4 543.50	－26 049.53	－2 464.60
样本量	265	284	265	284

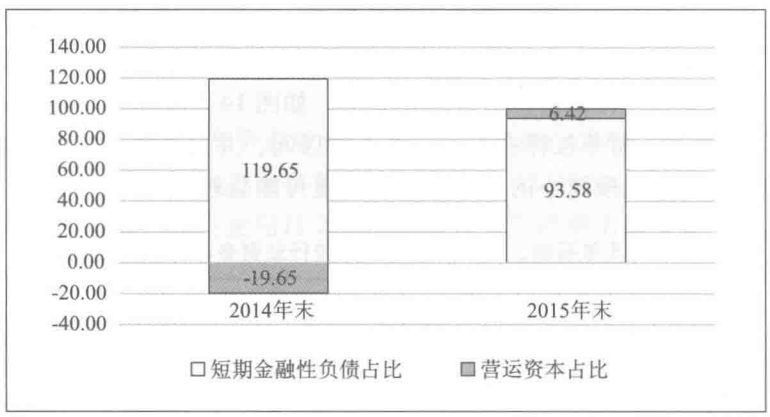


图 14－15　2014～2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业营运资金融资结构

2. 企业层面

对石油、化学、塑料、塑胶行业短期金融性负债占比企业层面进行分析，如表 14－19 所示，2015 年有 1/4 的企业短期金融性负债大于 100%，表明这些企业短期金融性负债不仅用于短期资金需求，同

时有一部分用到了长期资金中，短期资金融资结构十分不合理，面临极高的短期财务风险。此外，2015 年该行业有 16.9% 的企业短期金融性负债占比小于 0，表明这些企业在营运资金为负数的情况下仍然举借短期借款，将金融性短期借款与营业活动融得的短期经营性借款同时用于长期资金中，此类企业面临的财务风险比短期金融性负债大于 1 的企业还要大。2015 年本行业仅有 1/3 的企业短期金融性负债占比在（0，50%］区间内，此部分企业短期财务风险较低。总体而言，该行业超过半数的企业短期金融性负债占比过高，面临极大的财务风险。

表 14－19　　2014～2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业营运资金来源结构分段统计表

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	39	14.72	48	16.90	75	28.30	74	26.06
（0，25］	63	23.77	72	25.35	18	6.79	16	5.63
（25，50］	44	16.60	52	18.31	26	9.81	22	7.75
（50，75］	26	9.81	22	7.75	44	16.60	52	18.31
（75，100］	18	6.79	16	5.63	82	30.94	108	38.03
>100	75	28.30	74	26.06	20	7.55	12	4.23
总计	265	100	284	100	265	100	284	100

将石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司短期金融性负债占比与净资产进行对比分析，如图 14－16 所示，在净资产规模在 50 亿元以下、短期金融性负债占比小于 100% 的区间内企业数更为集中，表明绝大多数净资产规模小于 50 亿元的企业短期财务风险还处于可控范围之内。净资产规模在 50 亿元以上的企业短期金融性负债占比的数值分布更为分散。

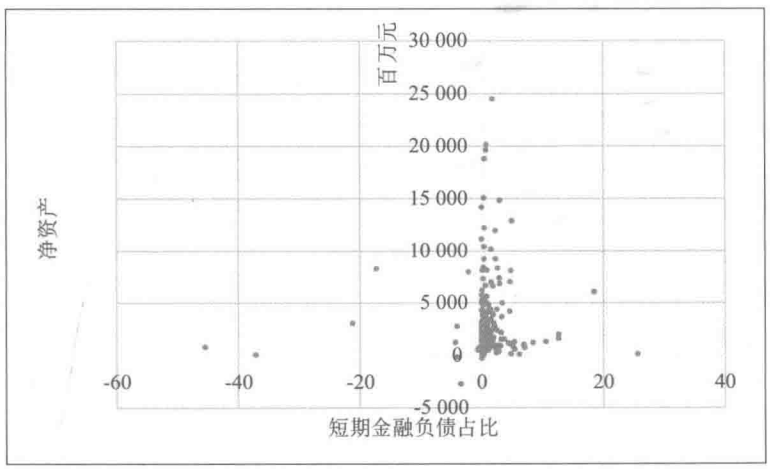


图 14－16　2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司短期金融性负债占比与净资产散点图

七、2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司营运资金管理绩效排行榜

本部分分别按“经营活动营运资金周转期（按要素）”和“经营活动营运资金周转期（按渠道）”进行排名，考察石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司营运资金管理绩效。在对上市公司营运资金管理绩效进行排名时，剔除了财务数据异常的公司，详见附录一。

八、2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司营运资金管理典型案例

（一）青岛金王基本情况介绍

青岛金王应用化学股份有限公司位于山东青岛市，是一家化学原料及化学制品制造业上市公司，

主营业务主要包括化妆品业务、新材料蜡烛及工艺制品、油品贸易业务三个板块。青岛金王2015年末总资产19.18亿元，所有者权益合计7.62亿元，2015年全年实现营业收入14.77亿元，净利润9 057万元。青岛金王2015年基本营业情况如下：化妆品业务实现营业收入1.70亿元，占总营业收入11.57%，毛利率为83.07%；新材料蜡烛及工艺制品业务实现营业收入5.53亿元，占公司营业收入37.50%，毛利率为28.42%；油品贸易实现营业收入7.50亿元，占公司营业收入50.93%，毛利率为2.14%。青岛金王2015年在境外市场实现营业收入5.40亿元，占公司营业收入36.65%，毛利率为27.34%；境内市场实现营业收入9.37亿元，占总营业收入63.35%，毛利率为17.89%。青岛金王2015年总资金回报率达13.34%，高于行业整体平均水平5.92%，公司整体表现出较强的盈利能力，与此同时，该公司化妆品业务毛利率最高，但营业收入占比最低，境外市场业务毛利率高于境内市场业务，但境外营业收入占比低于境内市场业务，该公司在产品结构、市场布局等方面仍需进一步调整。

（二）青岛金王营运资金管理状况分析

1. 营运资金存量及分布状况分析

对青岛金王营运资金存量及分布状况进行分析。如表14－20所示，2015年末该公司营运资金期末占用额为7.84亿元，占总资金比重达52.48%，营运资金是该公司资金管理的重点。其中，2015年经营活动营运资金占营运资金总额之比为41.87%，投资活动营运资金占营运资金之比为58.13%，营运资金配置偏向于投资活动。对该公司财务年报数据进一步分析发现，该公司2015年末货币资金为4.56亿元，其投资活动营运资金全部由其货币资金构成，同时，2015年末该公司短期借款为4.40亿，与货币资金数额基本持平，这表明该公司在存在大量闲置货币资金的同时，又举借了几乎同样多的短期借款，短期借款利用效率不高。

表14－20　　2014～2015年青岛金王营运资金存量及分布状况

年度	营运资金期末占用（元）	经营活动营运资金期末占用（元）	经营活动营运资金期末占比（%）	投资活动营运资金期末占用（元）	投资活动营运资金期末占比（%）
2015年末	784 047 376.53	328 315 188.4	41.87	455 732 188.1	58.13
2014年末	526 460 539.40	359 640 541.4	68.31	166 819 998	31.69

对经营活动营运资金配置结构做进一步分析。从各渠道经营活动营运资金分布来看，如表14－21所示，该公司营销渠道营运资金占经营活动营运资金比重最高，2015年营销渠道营运资金占用额达3.8亿元。从各要素经营活动营运资金分布来看，如表14－22所示，该公司存货及应收款项占经营活动营运资金比重都较高，2015年末该公司存货资金占用达2.19亿元，应收款项资金占用达2.86亿元。

2. 经营活动营运资金管理绩效分析

对青岛金王各渠道营运资金管理绩效进行分析。如表14－21所示，2015年青岛金王经营活动营运资金周转期为84天，经营活动营运资金管理绩效在石油、化学、塑料、塑胶行业284家上市公司中排名第149名，处于行业中游水平，相比于2014年106天的周转期缩短22天，经营活动营运资金管理绩效有所改善。在三个渠道营运资金管理绩效表现中，虽然营销渠道营运资金周转期行业排名在三个渠道中最为靠前，但其周转期长度相比于其他两个渠道有较大差距，在三个渠道中应作为管理的重点；采购渠道营运资金周转期虽然为负值，但在行业排名中比较落后，表明存在于该渠道的商业信用仍有进一步挖掘的潜力。2015年相比于2014年，三个渠道营运资金管理绩效均有所改善，该公司经营活动营运资金管理表现出良好的发展趋势。

对青岛金王各要素营运资金管理绩效进行分析。如表14－22所示，2015年青岛金王现金周转期为69天，在石油、化学、塑料、塑胶行业284家上市公司中排第127位，位于中游水平，相比2014年缩短16天。对存货、应收款项、应付款项管理绩效进行对比分析，虽然应收款项周转期在行业排名中最为靠前，但相比于存货、应付款项周转期，周转期更长，应收款项在三个要素中应是管理的重点；应付款项周转期排名相对落后，存在进一步改善的空间；存货周转期2015年较2014年缩短13天，管理

绩效提升显著。

表 14－21　　2014～2015 年青岛金王经营活动营运资金按渠道配置结构及管理绩效

年度	项目	采购渠道营运资金	生产渠道营运资金	营销渠道营运资金	经营活动营运资金（按渠道）
2015 年	营运资金占用额（元）	－32 833 221.51	－3 865 285.918	380 676 372.3	343 977 864.9
	营运资金周转期（天）	－8	－1	93	84
	周转期行业排名（位次/行业公司数）	217/284	148/284	102/284	149/284
2014 年	营运资金占用额（元）	－15 115 111.88	33 180 630.84	343 566 017.3	361 631 536.3
	营运资金周转期（天）	－4	10	101	106
	周转期行业排名（位次/行业公司数）	202/265	209/265	132/265	172/265

表 14－22　　2014～2015 年青岛金王经营活动营运资金按要素配置结构及管理绩效

年度	项目	存货	应收款项	应付款项	经营活动营运资金（按要素）
2015 年末	营运资金占用额（元）	219 300 566.1	286 088 704.7	223 924 111.1	343 977 864.9
	营运资金周转期（天）	53	70	55	69
	周转期行业排名（位次/行业公司数）	130/284	116/284	163/284	127/284
2014 年末	营运资金占用额（元）	222 872 927.7	241 409 138.4	176 426 190.5	361 631 536.3
	营运资金周转期（天）	66	71	52	85
	周转期行业排名（位次/行业公司数）	176/265	138/265	116/265	155/265

3. 融资结构与财务风险分析

对青岛金王融资结构与财务风险进行分析。如表 14－23 所示，2015 年末青岛金王短期金融性负债占营运资金之比为 56.27%，较 2014 年末有所上升，但指标相对合理，短期财务风险适度。2015 年末青岛金王借入资金占总资金之比为 44.18%，较 2014 年有所上升，但该指标仍处于相对合理水平，长期财务风险适度。该公司 2015 年末财务杠杆系数为 1.20，存在一定的财务风险，但风险水平合理。总体而言，青岛金王营运资金及总资金融资结构合理，财务风险适度。

表 14－23　　青岛金王融资结构与财务风险

年度	短期金融性负债占比	借入资金占比	财务杠杆系数
2015 年末	56.27%	44.18%	1.20
2014 年末	38.09%	37.77%	1.37

（三）营运资金管理改善建议

青岛金王在石油、化学、塑料、塑胶行业中是一家盈利能力较强的上市公司，其总资金回报率、经营活动资金回报率均显著高于行业平均水平。近年来，该公司在保持其新材料蜡烛及工艺品业务行业龙头地位之外，大力拓展具有更高盈利能力的化妆品业务，产品结构得到进一步完善，境内、外市场布局不断优化调整，取得了良好的发展势头。但其营运资金管理绩效水平仍处于行业中游偏下位置，存在较大提升空间，建议其进行以下改革：

1. 提升货币资金管理集中度

青岛金王2014年、2015年财务年报数据显示其存在货币资金与短期借款双高的现象。可以通过提升货币资金管理集中度，将各子公司、分公司、经营分部货币资金进行适度的集中管理，采用内部资金池，货币资金收、支两条线、货币资金由总部或上级单位统一调配等方式，先充分利用集团内部货币资金充足的单位的剩余货币资金来补充资金缺乏的单位。当集团整体货币资金不足时，再统一向外借款。由此，来提升货币资金、短期借款的利用效率。

2. 逐步搭建销售网络平台，提高议价能力

青岛金王虽然具有较高的盈利能力，但经营活动营运资金周转效率较低。2015年青岛金王前五名客户合计销售金额占年度销售总额比例为54.03%，前五名供应商合计采购金额占年度采购总额比例为26.52%，其采购、销售集中度相对较高，但在采购渠道商业信用利用不足，营销渠道账款回收期相对较长。与此同时，2015年其前五名应收账款欠款方所欠应收账款额度占总应收账款比例高达76.31%，应收账款较为集中，库存商品居高不下。青岛金王在重要的供应商、客户面前商业信用议价能力不足，归根结底是由其市场资源不足决定的。因此，青岛金王应积极探索商业模式创新途径，优化市场销售网络布局，搭建销售平台，以提高市场地位。

3. 灵活运用金融工具，调整产品结构，降低原材料占用

石蜡及相关工艺品的原料为石油加工副产品石蜡，因此青岛金王原材料受国际原油价格波动影响较大。国际原油价波动频繁对其营业成本影响巨大，该公司存在巨大经营风险。青岛金王已通过开展油品贸易业务等方式以求降低原材料成本价格波动的影响。与此同时，青岛金王可尝试运用金融衍生工具，通过对原材料进行套期保值，以求控制原材料价格波动风险。另一方面，青岛金王应继续进行产品结构调整，降低石蜡价格波动对公司营业成本的影响，以期降低原材料资金占用，改善存货管理绩效。

九、2015年石油、化学、塑料、塑胶行业上市公司营运资金管理调查结论与建议

（一）调查结论

1. 营运资金配置行业总体偏向投资活动，营销渠道是占用经营活动营运资金的主要渠道，应付及预收款项行业总体绝对额最大

2015年石油、化学、塑料、塑胶行业投资活动营运资金行业总体占比为64.91%，较2014年有所提升，营运资金配置行业总体更偏向投资活动，但在企业层面超过半数企业经营活动营运资金占比超过投资活动营运资金占比。营销渠道是占用该行业经营活动营运资金的主要渠道，采购渠道营运资金行业总体为负值，且绝对额较大，是融通营运资金的主要渠道。应付及预收款项行业总体资金融通额大于存货、应收及预付款项的资金占用额，是三个要素中对经营活动营运资金占用影响最大的要素。

2. 经营活动营运资金管理绩效略有下降，采购、营销渠道营运资金管理绩效反向变动，应付账款管理绩效大幅提升

2015年石油、化学、塑料、塑胶行业经营活动营运资金占用水平行业总体较2014年下降2个百分点，经营活动营运资金管理水平略有下降。该行业整体采购渠道营运资金周转期、营销渠道营运资金周转期分别缩短、延长10天左右，采购渠道营运资金管理绩效有所提升，营销渠道营运资金管理绩效有所下降。2015年该行业虽然存货、应收账款周转期行业整体均有所延长，但应付账款周转期延长10天，使该行业2015年现金周转期保持在2014年水平，经营活动营运资金管理绩效没有恶化。

3. 近五年经营活动营运资金管理绩效稳定，采购渠道、营销渠道营运资金管理绩效呈反向变化趋势，三要素中应付账款管理绩效改善趋势最为显著

石油、化学、塑料、塑胶行业近五年经营活动营运资金周转期（按渠道）2011年至2015年期间维持在39天上下波动，经营活动营运资金管理绩效近五年表现稳定。2011年至2015年该行业采购渠道营运资金周转期逐年下降，缩短30天左右，采购渠道营运资金管理绩效持续改善，营销渠道营运资金周转期逐年上升，延长30天左右，营销渠道管理绩效持续恶化。各要素管理绩效，近五年期间该行业应付账款周转期延长最为显著，管理绩效提升最为显著。

4. 随资金规模投入增大，经营活动、投资活动资金回报率呈降低趋势，企业间资金回报率差异缩小

对石油、化学、塑料、塑胶行业资金回报率与资金投入散点图观察发现，该行业总资金回报率、经营活动资金回报率、投资活动资金回报率随企业规模的增大，均呈现出降低的趋势，并且随资金投入规模的增加，企业间投资回报率差异缩小。

5. 行业总体总资金融资结构合理，长期财务风险水平合理，短期金融性负债占比较大，短期财务风险偏高

石油、化学、塑料、塑胶行业行业总体借入资金占总资金比例保持在 40% 左右，超过 2/3 的企业借入资金占比不足 1/2，并且经营资金规模越低的企业却倾向于保持较低的借入资金占比，表明该行业总资金融资结构合理，长期财务风险水平合理。但该行业短期金融性负债占比近五年来多次超过 100%，虽然 2015 年有所降低，但依然高达 94%，在企业层面 2015 年有 42% 企业短期金融性负债占比大于 1 或小于 0，面临极高的短期财务风险。仅有 1/3 多的企业短期金融性负债占比在（0，50%］区间内，将短期财务风险控制在较低水平。但总体而言该行业短期财务风险偏高。

（二）对策建议

1. 促进产业转型升级，加强营销渠道营运资金管理

2015 年石油、化学、塑料、塑胶行业面临严重的结构性矛盾。一方面低附加值大宗石化塑胶产品产能过剩，买方市场占主导地位，导致营销渠道资金周转放缓；另一方面资源类、高端石化塑胶产品、高附加值石化塑胶产品引领行业增长。因此，加大产品研发投入，优化产品结构，推进供给侧改革，促进产业转型升级，是提升行业营销渠道营运资金管理绩效的根本途径。

2. 淘汰落后产能，提升总体资金回报率

随着我国经济进入新常态，石油、化学、塑料、塑胶行业承受巨大产能过剩压力，总资金回报率呈下降趋势。并且该行业上市公司随资金规模增大回报率呈下降趋势，大型企业承受更大的行业转型压力。企业只有通过技术创新、提升生产工艺，调整产品结构，逐渐淘汰落后产能，才能提升资金回报率，最终实现涅槃重生。

3. 调低短期金融性负债占比，降低短期财务风险

石油、化学、塑料、塑胶行业近五年短期金融性负债占比行业整体不断攀升，许多企业面临极高的短期财务风险。在行业产能过剩、结构性矛盾突出的大背景下，企业面临的经营风险也不断提升。经营风险与短期财务风险双高，使企业总体营业风险不断加剧。石化塑胶企业应保持足够的警觉，降低短期金融性负债占比，控制短期财务风险，以确保企业总体风险保持在合理水平。

主要参考文献

1. 国务院办公厅：《关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》（国办发〔2016〕57 号）。

2. 王竹泉，孙莹，孙建强等：《营运资金管理发展报告 2015》，中国财政经济出版社 2015 年版。

3. 中国企业营运资金管理研究中心：中国上市公司营运资金管理数据库 http：//bwcmdatabase. ouc. edu. cn/bwcm/index. php/Public/login。

4. 青岛金王应用化学股份有限公司 2015 年年度财务报告。

5. 青岛金王应用化学股份有限公司 2014 年年度财务报告。

第十五章　2015 年医药、生物制品行业上市公司营运资金管理调查

【摘要】医药、生物制品行业的营运资金管理具有行业市场竞争激烈，上游研发和下游市场开发方面资金投入量较大，资金密集，新药开发周期长，风险较大，受国家政策、自然环境影响较大等特点。本报告以医药、生物制品行业 2015 年的 152 家上市公司和 2014 年的 142 家上市公司样本，对医药、生物制品行业上市公司营运资金管理进行全面透视，从行业和企业两个层面对医药、生物制品行业上市公司营运资金存量及分布状况、经营活动营运资金管理绩效、资金回报分析、融资结构及财务风险四个维度对 2015 年医药、生物制品行业上市公司营运资金管理状况进行调查和分析。我们发现：第一，营运资金配置结构较为稳定。第二，从渠道视角来看，经营活动营运资金主要配置给营销渠道，采购渠道能为经营活动筹措资金。第三，从要素视角看，经营活动营运资金主要配置给应收及预付款项。第四，该行业的财务风险较低。第五，该行业营运资金管理绩效呈逐渐降低的趋势。第六，该行业基于要素的营运资金管理水平好于基于渠道的营运资金管理水平。针对上述分析结果，我们提出以下建议：第一，加强分销渠道管理，降低应收账款和营销渠道营运资金占用；第二，树立价值链管理理念，建立供应链联盟机制；第三，加强信息化建设，对企业流程实施精细化管理。

一、医药、生物制品行业上市公司营运资金基本特征

（一）技术密集型产业，进入壁垒较高，行业内竞争激烈

医药、生物制品行业如果按照制药的方法和原料分，主要可以分为化学制药行业、生物制药行业和中成药制药行业三个子行业，其中生物医药产业是一种知识密集、技术含量高、多学科高度综合和相互渗透的新兴产业，其所需的高投入、高技术及其所具有的高风险特性使该行业具有较高的进入壁垒。当前我国化学制药行业的重复建设较为严重，导致行业内竞争激烈，药厂之间竞相压价导致企业利润率降低，为扩大市场占有量，企业的许多业务以赊销方式进行，应收账款较多，营运资金周转效率较低，2011 年应收账款周转期为 78 天，2015 年为 92 天，对应收账款的管理效果不尽人意；相对而言，生物制药由于其资本投入要求高形成一定的进入壁垒，承担的销售压力也较小，营销渠道营运资金周转较快，但由于属于资金密集的子行业，2015 年行业总体营运资金周转期为 97 天，总体的营运资金周转也较慢。中成药往往由于其配方多为专有技术，也形成了一定的进入壁垒，所以生物制药和中成药具有相对较高的利润率。

（二）属于资金密集型行业

医药、生物制品行业属于知识和资本密集型的高技术产业，技术与研发能力是企业核心竞争要素之一。自主知识产权多，研发实力强的企业更易获得政策倾斜和支持，在竞争中获得更大优势。医药制造业产品在进入成熟期后，其销售增速将趋于放缓甚至负增长。企业在技术创新和技术改造上的能力越强，新产品对销售收入的贡献就越大。但新药研发存在高投入、高回报、高风险和长周期等特征，企业新药研发存在较大不确定性，也使该行业总体营运资金周转期较长，资金筹措也较困难。

（三）投资活动营运资金占用额较高

鉴于医药制造业是技术密集型行业，因此研发技术水平和研发成本是各企业需要考虑的重要因素。由于涉及到安全问题，药品技术附加值非常高，研发能力的高低从根本上决定了医药制造企业的市场竞争力和行业地位。因此，我国政策鼓励医药制造企业加大医药研发投入，并赋予拥有自主知识产权的产品单独定价的特权，具有较强研发能力的企业将获得更多的政策支持。目前世界上每种药物从开发到上市平均需要花费 15 年的时间，耗费 8 亿 ~ 10 亿美元，因此，医药上市公司产品研发周期较长。

2015 年该行业经营活动营运资金期末占用量为 1 224 亿元，投资活动营运资金期末占用量为 1 480 亿元，因此投资活动营运资金占用额较高。

（四）行业资金来源短期化，风险较大

在分析资本结构时，需衡量企业负债结构及负债程度（财务杠杆）。2015 年医药、生物制品行业借入资金占比为 20%，其中短期金融性占比为 30%。我国医药制造企业的债务结构一般会呈现短期化特征，融资主要通过流动负债来解决。过高的流动负债对企业生产经营的连续性和企业财务的流动性产生很高的要求。由于资金筹措以短期负债的形式进行，因此要求行业内的营运资金周转较快才可以及时偿还债务，资金链不断裂。

二、2015 年医药、生物制品行业经营环境变化主题词与大事件

（一）2015 年医药、生物制品行业经营环境变化主题词

1. 外延式扩张

对于医药、生物制品行业而言，外延式扩张是医药制造企业快速成长的必经之路，一是新产品研发周期长，企业很难依靠自身的力量完成所有品种的研发，外延式收购是企业快速成长和培育竞争力的重要途径；二是不同领域研发技术差异大，外延式收购也是企业实现跨界发展的重要途径。行业的集中度提升将会催生行业龙头，从各行业看，目前医药制造业上市公司加速外延式扩张，也使上市公司资金链更流畅，营运资金周转效率有效提升。

2. 运营成本上升

据统计，近 2 年来由于药店运营成本上升，全国已经有约 4 万家药店关门转行[①]。以目前 43 万家药店的数量，在药店以租金（伴随房价）上涨和员工（各地劳动法执行强化）、GSP 要求运营成本上升的趋势，是整个药店行业不可逆转的大趋势。与此同时，连续近十几年的营业额药品部分年增两位数速度，在 2015 年第 2 季度起出现一位数增长，营业额在增长，利润率下降正成了药店的经营“新常态”，营运资金周转效率也因此不尽如人意。

（二）2015 年医药、生物制品行业经营环境变化大事件

1. 政府正式放开药品定价

发改委会同国家卫生计生委、人力资源社会保障部等部门联合发出《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，决定从 2015 年 6 月 1 日起取消绝大部分药品政府定价，完善药品采购机制，发挥医保控费作用，药品实际交易价格主要由市场竞争形成。取消绝大部分药品政府定价，上市公司可以根据药品的成本合理制定价格，提高议价能力，减小产品的销售压力，减少产品积压，提高产品的市场份额，紧缩信用政策，注重应收转款的数量和质量，有利于行业整体营运资金效率的提升。

2. 国务院正式发文支持，“互联网医疗”将成下一个风口

2015 年 7 月国务院关于积极推进“互联网”行动的指导意见正式公布，指导意见提出，大力发展以互联网为载体、线上线下互动的新兴消费，加快发展基于互联网的医疗、健康、养老、社会保障等新兴服务；鼓励医药行业利用电子商务平台优化采购、分销体系，增加药品销售渠道，使行业内的上市公司更具竞争力，从而提升企业经营效率和营运周转效率。

3. 药品上市许可人制度试点和化药注册分类改革

11 月 CFDA 公布〔2015〕第 220 号文，立即引发行业内的热烈讨论，上市许可人制度作为一个国际较为流行的制度，鼓励创新的意味浓厚，并可从源头上抑制制药企业的低水平重复，进而推进我国医药产业的快速发展。但同时也意味着许可人及监管人员的责任将进一步加大，在当前药品安全事件频发的局面下如何避免行业鱼龙混杂，是下一步需要考虑的重点。化学药品注册分类改革中颠覆性的变化出乎了人们的意料，因为沿用了多年的药物分类，让无数钟情于 3 类新药的企业赢得了数不清的红利。此次改革力图与国际接轨，由“中国新”变为“全球新”以及改良型新药要求的“具有明显临

① 资料来源：中国医药物资协会行业发展报告

床优势”的规定，将伪创新排除在新药以及一系列政策优惠之外，让真正具有创新精神的人或企业放下包袱大胆前行。而对于3至5类划归仿制药类别后，其申报要求也有所提高，特别指定参比制剂须为原研或国际公认的药品，以保证研发出来的产品在质量和疗效上与参比制剂一致。

4. 屠呦呦获得诺贝尔生理学或医学奖

2015年10月8日，中国女药学家屠呦呦荣获2015年诺贝尔生理学或医学奖，成为第一个获得诺贝尔自然学奖的中国人。屠呦呦获诺贝尔奖，是中国科技繁荣进步的体现，是中医药对人类健康事业作出巨大贡献的体现，同时充分展现了我国综合国力和国际影响力的不断提升。对于我国来说，屠呦呦获奖可以将我国的医疗事业推向国际，为上市公司争取更多的发展机会，缓解由于国内激烈竞争导致的巨大销售压力，从而减少一定数量的应收账款，提高应收账款管理绩效。

5. “三剑客”融资，行业发展迭代速度加快

连续的8月、9月、10月，春雨医生、丁香园和挂号网连续获得5 000万美元、7 000万美元和1亿美元的融资。没错，这就是互联网医疗真正的爆点，也是持续火热的起点。这“三剑客”的融资，最大的意义在于：互联网医疗成为一个显性的行业，并且一开始就带着浓厚的资本属性，之后才是产业链、政府的跟进。在那一个阶段，体量最为轻盈、最为互联网化的春雨医生占据了主要的舆论焦点。另一个影响是，随着明星公司的出现，地下潜伏着的许多做在线问诊的创业公司也失去了发展的机会，不得不另找机会转型，行业的发展和迭代速度明显加快，许多效益不佳的公司也不必苟延残喘，行业的营运资金整体绩效提升。

6. “一带一路”拓展海外市场窗口

在过去2年，中国医药物资协会（及分会）先后带领协会核心成员企业去了俄罗斯、美国、日本、新西兰、澳洲、泰国、欧盟数国同当地医药企业交流、互动。正如中国医药物资协会执行会长兼秘书长刘忠良同志在11月第十届成长论坛所说：近年来，中国医药物资协会以国家的整体发展步调为指导，打造的“大产业、大融合、大繁荣”平台上，许多会员企业已实现“走出去”的海外战略目标，完成一系列海外并购、控股、基地建设等。“服务贸易和健康服务业是当前中医药在国内和海外发展的两大主旋律，而借助此次会议，可以让国际友人们充分了解一批杰出的中医药企业代表，包括在17日隆重举办的中国医药企业家祭黄大典上深刻感觉中医药文化的精髓与魅力，为今后国际的交流与合作铺就一条人文之路。“走出去”的海外战略会将中医药这一我国的精粹传递至世界各地，中成药制药这一子行业的发展也将不再局限在国内，销售范围也更加广泛，周转效率也会随之上升。

7. 股市大起大落对医药上市企业的影响

2015年股市的涨跌幅度可谓惊心动魄，上市公司与股民的经历同样令人难忘。但是对于医药股而言却是风景这边独好，2015年至今，医药股相对上证指数走势而言持续跑赢大盘，银河证券研究部数据显示，截至2015年11月17日，医药行业整体涨幅为50.27%，远远高于2014年全年涨幅的13.84%，特别是医疗服务、医疗器械、生物制品等板块表现亮眼。分涨幅区间来看，2015年初至今涨幅超过50%的医药股达115支，数量占比全部医药股为56%；涨幅超过200%的有17支，超过100%的有50支。其中涨幅超过400%的企业有广生堂、万孚生物、博济医药、迦南科技、山河药辅料和龙津药业。医药股股价的提升，标志着资本市场对医药企业估值的高度认可，上市药企可以通过定向增发等手段获得更多资金用于新产品开发和新业务拓展，从而有利于整个行业逐渐摆脱低水平重复，营造积极开拓的创新氛围。

三、2015年医药、生物制品行业上市公司营运资金存量及其分布状况

（一）医药、生物制品行业上市公司营运资金存量及其分布状况总体分析

1. 行业层面

从行业层面来看，2014~2015年医药、生物制品行业营运资金存量及其分布状况，如表15-1所示。2015年我国医药、生物制品行业的上市公司共有152家，2014年142家，增加了10家。2015年医药、生物制品行业总体营运资金占用额为2 703.74亿元，比2014年增加464.61亿元；2015年医

药、生物制品行业平均营运资金占用额为 17.79 亿元，比 2014 年增加 2.02 亿元。2015 年医药、生物制品行业的上市公司中，营运资金期末占用额最大的是 206.23 亿元，最小占用额是 0.36 亿元，由此可见同行业中的上市公司间期末营运资金占用额水平差异显著。

如图 15－1、图 15－2 所示，2015 年生物、医药制品行业的上市公司营运资金期末占用量全部集中在经营活动和投资活动中，其中经营活动营运资金期末占比 45.27%，投资活动占比 54.73%，没有上市公司存在金融经营活动的营运资金占用量；2014 年生物、医药制品行业的上市公司营运资金期末占用量同样主要集中在经营和投资活动，只有西藏的奇正藏药公司期末存在金融经营活动营运资金占用额 0.02 亿元。因此，我们可以看出在医药、生物制品行业中涉及金融经营活动的公司很少，大部分公司的期末营运资金占用量集中在经营和投资活动，且两者比例相差不大。

表 15－1　　2014～2015 年医药、生物制品行业营运资金存量及其分布状况

项目	营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用（亿元）		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用（亿元）		投资活动营运资金期末占比（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	2 239.13	2 703.74	1 061.10	1 224.04	47.39	45.27	0.02	0.00	0.00	0.00	1 178.01	1 479.70	52.61	54.73
行业平均	15.77	17.79	7.47	8.05	41.01	44.43	0.00	0.00	0.00	0.00	8.30	9.73	58.98	55.57
最大值	162.10	206.23	78.35	67.19	—	—	0.02	0.00	—	—	99.90	158.48	—	—
中位数	10.12	11.76	4.16	4.90	50.48	46.24	0.00	0.00	0.00	0.00	4.80	5.39	49.52	53.76
最小值	-8.77	0.36	-13.01	-12.82	—	—	0.00	0.00	—	—	0.07	0.07	—	—
样本量	142	152	142	152	142	152	142	152	142	152	142	152	142	152

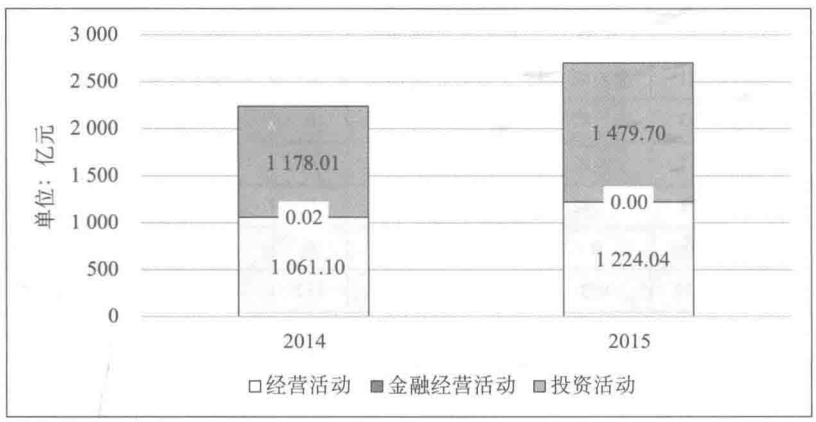


图 15－1　2014～2015 年医药、生物制品行业总体营运资金存量及其分布状况

2. 企业层面

从企业层面来看，2014～2015 年医药、生物制品行业上市公司的营运资金分布，如表 15－2 所示。

由表 15－2 可见，2015 年医药、生物制品行业实体经营活动营运资金占比最大的区间为（25%，50%］，对应的上市公司家数分别是 53 家，占 2015 年该行业上市公司总数量的 34.87%。2014 年该行业实体经营活动营运资金占比的最大区间为（50%，75%］，且位于此区间的上市公司有 50 家，占上市公司总家数的 35.2%。由此可见，无论 2014 年还是 2015 年，医药、生物制品行业中大部分的上市公司将营运资金较大比重投入实体经营活动。2014 年金融经营活动只有 1 家有营运资金占用，且占用比例很低，2015 年无上市公司将营运资金用于金融经营活动。2014 年行业中有 50 家企业投资活动期末营运资金占比位于区间（25%，50%］，2015 年有 53 家企业投资活动期末营运资金占比在（50%，75%］之间，而经营活动营运资金占比有 53 家位于（25%，50%］的区间，因此，投资活动也是医

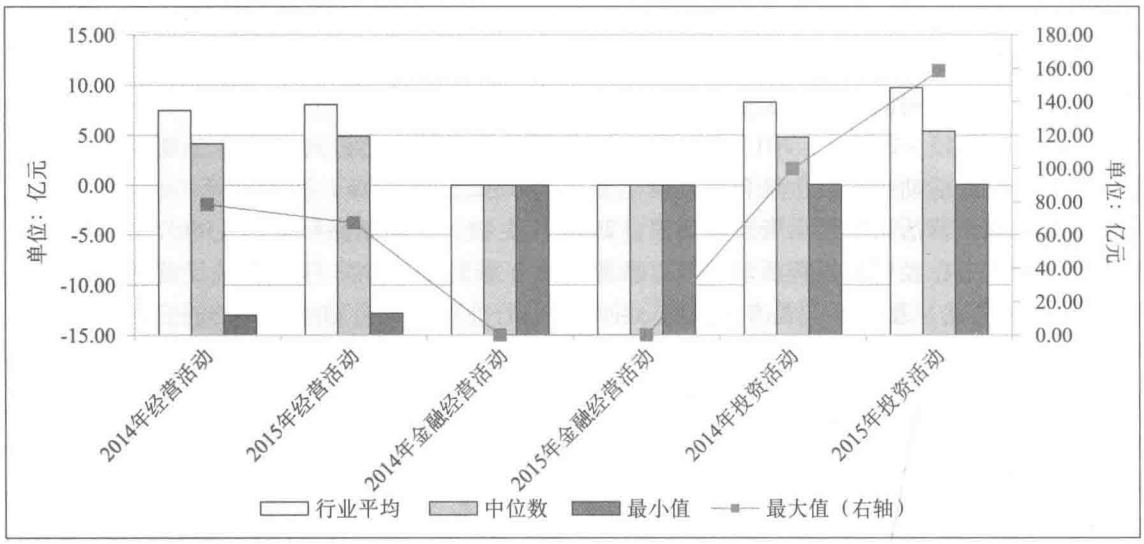


图 15－2　2014～2015 年医药、生物、制品行业营运资金分布统计数据

药、生物制品行业营运资金的一个重要投入活动，且 2015 年更倾向于投资活动。

表 15－2　　2014～2015 年医药、生物制品行业上市公司营运资金分布状况分段统计表

区间（%）	按实体经营活动营运资金占比区间统计				按金融经营活动营运资金占比区间统计				按投资活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	7	4.93	10	6.58	141	99.30	152	100	1	0.70	0	0
(0，25]	17	11.97	21	13.82	1	0.70	0	0	22	15.49	21	13.82
(25，50]	45	31.69	53	34.87	0	0	0	0	50	35.21	47	30.92
(50，75]	50	35.21	47	30.92	0	0	0	0	45	31.69	53	34.87
(75，100]	22	15.49	21	13.82	0	0	0	0	17	11.97	21	13.82
>100	1	0.70	0	0	0	0	0	0	7	4.93	10	6.58
总 计	142	100	152	100	142	100	152	100	142	100	152	100

（二）医药、生物制品行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布状况

1. 行业层面

从行业层面来看，2014～2015 年医药、生物制品行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布，如表 15－3 和图 15－3 所示。

表 15－3　　2014～2015 年医药、生物制品行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计表

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	－285.17	－300.47	14.59	16.66	1 331.67	1 507.85	1 061.10	1 224.04
	行业平均	－2.01	－1.98	0.10	0.11	9.38	9.92	7.47	8.05
	最大值	8.46	7.22	35.33	52.66	71.97	81.91	78.35	67.19
	中位数	－0.38	－0.33	－0.04	－0.12	5.37	5.56	4.16	4.90
	最小值	－34.38	－36.78	－16.47	－16.17	－0.89	－0.36	－13.01	－12.82

续表

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
占比（%）	行业总体	-26.87	-24.55	1.37	1.36	125.50	123.19	—	—
	行业平均	-15.32	-13.35	6.82	1.65	108.49	111.70	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	-6.50	-5.50	1.50	-1.09	106.74	109.09	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本量		142	152	142	152	142	152	142	152

由表 15 -3 可见，2015 年医药、生物制品行业总体占用经营活动营运资金 1 224.04 亿元，比 2014 年增加 162.94 亿元；其中，采购渠道营运资金占用额为 -300.47 亿元、减少 14.83 亿元，生产渠道营运资金占用额为 16.66 亿元、增加 2.07 亿元，营销渠道营运资金占用额为 1 507.85 亿元、增加 176.18 亿元。2015 年该行业平均占用经营活动营运资金 8.05 亿元，比 2014 年增加 0.58 亿元；其中，采购渠道营运资金占用的平均值为 -1.98 亿元、增加 0.03 亿元，生产渠道营运资金占用的平均值为 0.11 亿元、增加 0.01 亿元，营销渠道营运资金占用的平均值为 9.92 亿元、增加 0.54 亿元。这说明，与 2014 年相比，2015 年医药、生物制品行业经营活动总体营运资金需求有所增加，最主要是因为营销渠道营运资金占用增加所致。

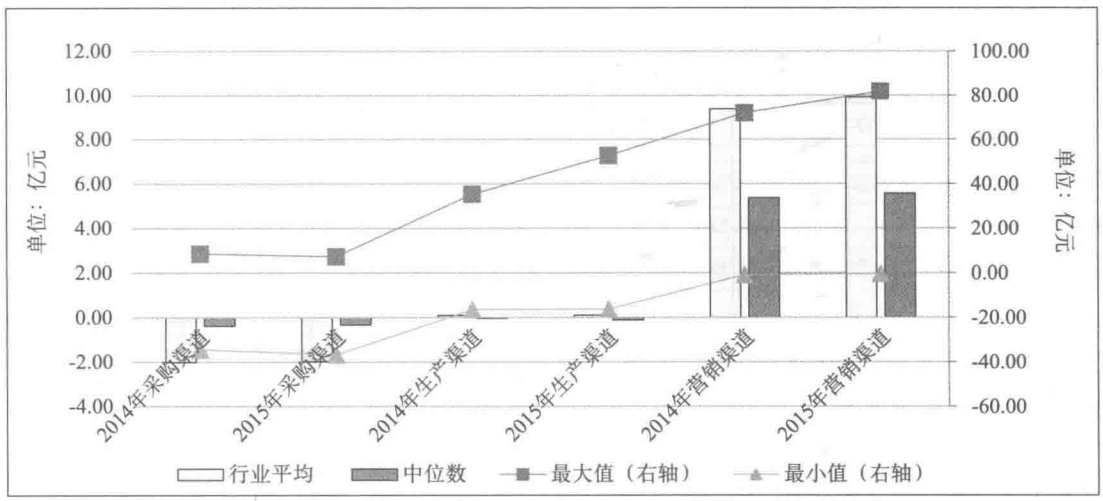


图 15 -3　2014 ~ 2015 年医药、生物制品行业经营活动各渠道营运资金分布统计数据

结合图 15 -3，对比各渠道，营销渠道占用营运资金最多，生产渠道占用营运资金较少，采购渠道为经营活动筹措资金。这可能是因为该行业生产流程复杂，对生产辅料的大量需求以及供大于求的市场环境使得行业内的上市公司能够充分利用上层供应商的资金，使其自身不仅没有融资需求，还可以作为融资平台为其他渠道资金需求提供资金支持。

2. 企业层面

从企业层面来看，2014 ~ 2015 年医药、生物制品行业上市公司经营活动营运资金按渠道分布情况，如表 15 -4 所示。

由表 15 -4 可见，2014 年和 2015 年该行业均有超过总体公司数量 60% 的上市公司采购渠道营运资金占比为负数，对应的公司数量分别是 91 家和 92 家，说明行业内大部分企业采购渠道能为生产经营活动提供资金支持。与采购渠道相似，大部分企业生产渠道营运资金占比位于≤0 和（0，25%］这两个区间内。营销渠道营运资金占比与采购渠道和生产渠道相反，有 60% 左右的企业其营销渠道营运

资金占比达到100%以上，20%左右的企业位于（75%，100%］这个区间。

表15-4　2014~2015年医药、生物制品行业上市公司经营活动营运资金按渠道分布情况分段统计表

区间（%）	按采购渠道营运资金占比区间统计				按生产渠道营运资金占比区间统计				按营销渠道营运资金占比区间统计			
	2014年		2015年		2014年		2015年		2014年		2015年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	91	64.08	92	60.53	67	47.18	82	53.95	10	7.04	9	5.92
(0，25]	35	24.65	39	25.66	49	34.51	45	29.61	0	0.00	4	2.63
(25，50]	5	3.52	10	6.58	12	8.45	10	6.58	9	6.34	12	7.89
(50，75]	4	2.82	4	2.63	5	3.52	4	2.63	8	5.63	6	3.95
(75，100]	2	1.41	1	0.66	1	0.70	2	1.32	31	21.83	27	17.76
>100	5	3.52	6	3.95	8	5.63	9	5.92	84	59.15	94	61.84
总计	142	100	152	100	142	100	152	100	142	100	152	100

（三）医药、生物制品行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布状况

1. 行业层面

从行业层面来看，2014~2015年医药、生物制品行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布，如表15-5和图15-4所示。

表15-5　2014~2015年医药、生物制品行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布总体统计表

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年
金额（亿元）	行业总体	861.69	976.74	1 397.36	1 615.69	1 197.95	1 368.39	1 061.10	1 224.04
	行业平均	6.07	6.43	9.84	10.63	8.44	9.00	7.47	8.05
	最大值	73.79	98.10	67.06	71.73	65.59	89.73	78.35	67.19
	中位数	2.83	2.72	5.82	5.99	3.83	3.80	4.16	4.90
	最小值	0.00	0.00	0.24	0.34	0.16	0.25	-13.01	-12.82
占比（%）	行业总体	81.21	79.80	131.69	132.00	112.90	111.79	—	—
	行业平均	69.05	42.57	114.58	121.02	83.63	63.58	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	64.22	58.70	119.09	118.83	73.08	63.37	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本数量		142	152	142	152	142	152	142	152

由表15-5可见，2015年医药、生物制品行业总体占用经营活动营运资金为1 224.04亿元，比2014年增加162.94亿元；其中，存货占用额为976.74亿元、增加115.05亿元，应收及预付款占用为1 615.69亿元、增加218.33亿元，应付及预收款项占用总额为1 368.39亿元、增加170.44亿元。2015年医药、生物制品行业平均占用经营活动营运资金为8.05亿元，较2014年上升了0.58亿元；其中，存货占用平均值为6.43亿元、增加0.36亿元，应收及预付款项占用平均值为10.63亿元、增加0.79亿元，应付及预收款项占用平均值为9亿元、增加0.56亿元。因此可以看出，2015年经营活动总体及各要素的营运资金需求量均有所上升，这主要是由于该行业生产材料需求大，以及销售压力大的特点所致。

结合图15-4，还可以看出在各要素中，应收及预付款项在2014年和2015年占经营活动营运资金

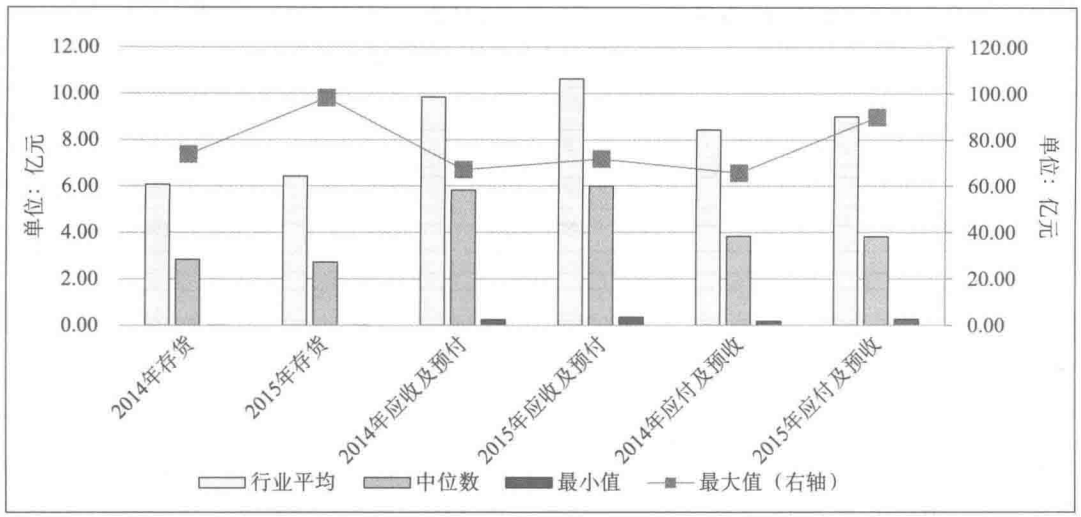


图 15－4　2014～2015 年医药、生物制品行业经营活动各要素营运资金分布统计数据

的比重均是最大的，说明行业内普遍存在应收账款回收不够及时，信用政策制定不恰当这种现象，使应收和预付账款占用过多的营运资金。

2. 企业层面

从企业层面来看，2014～2015 年医药、生物制品行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布，如表 15－6 所示。

表 15－6　　2014～2015 年医药、生物制品行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布分段统计表

区间（%）	按存货占比区间统计				按应收及预付款项占比区间统计				按应付及预收款项占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	8	5.63	10	6.58	8	5.63	10	6.58	8	5.63	10	6.58
(0，25]	19	13.38	29	19.08	1	0.70	1	0.66	17	11.97	20	13.16
(25，50]	30	21.13	29	19.08	8	5.63	8	5.26	24	16.90	29	19.08
(50，75]	34	23.94	24	15.79	13	9.15	13	8.55	23	16.20	22	14.47
(75，100]	18	12.68	23	15.13	21	14.79	21	13.82	19	13.38	14	9.21
>100	33	23.24	37	24.34	91	64.08	99	65.13	51	35.92	57	37.50
总计	142	100	152	100	142	100	152	100	142	100	152	100

由表 15－6 可见，2015 年医药、生物制品行业存货占比区间中企业数量最多的是≥100% 的区间，有 37 家企业位于这个区间；2014 年行业内存货占比位于（50%，75%］这个区间的企业数量有 34 家，占企业总数的比重最大。2014 年和 2015 年应收及预付款项占比企业数最大的区间相同，为≥100% 的区间，分别有 91 家和 99 家，占行业内上市公司总数的 64.08% 和 65.13%。应付及预收款项占比企业数最大的区间仍然是≥100% 的区间，2014 年和 2015 年分别有 51 家和 57 家，占行业内上市公司总数的 35.92% 和 37.5%。

四、2015 年医药、生物制品行业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析

（一）医药、生物制品行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额分析

2014～2015 年医药、生物制品行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额，如表 15－7 所示。

表 15-7　2014~2015 年医药、生物制品行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额

项　目	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约额（亿元）
	2014 年	2015 年	
行业总体	0.28	0.29	-37.38
行业平均	0.40	0.42	—
最大值	2.07	1.43	—
中位数	0.32	0.37	—
最小值	-0.75	-0.23	—
样本量	142	152	—

由表 15-7 可见，2015 年行业总体经营活动营运资金占营业收入的比重为 29%，比 2014 年的 28% 增加了 1%，2015 年比 2014 年期末经营活动多占用营运资金 37.38 亿元，说明 2015 年经营活动中对营运资金的管控力度不够，可能是上市公司没有很好地利用对供应商的商业信用或者应收账款回收不及时、积压过多存货等原因造成的。进一步来看，2015 年相比 2014 年，经营活动营运资金占用水平的行业平均值变化不大，但行业内的最大值由 2014 年的 2.07 亿元变为 2015 年的 1.43 亿元，最小值由 -0.75 亿元变为 -0.23 亿元，最大值和最小值的差异变小，说明行业内上市公司经营活动营运资金占用水平差距缩小，且占用水平较高的上市公司在采取措施减少经营活动营运资金的占用量，提高营运资金管理水平。

（二）医药、生物制品行业上市公司分渠道的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

从行业层面来看，2014~2015 年医药、生物制品行业各渠道经营活动营运资金周转期，如表 15-8 所示。

表 15-8　　2014~2015 年医药、生物制品行业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	采购渠道营运资金周转期		生产渠道营运资金周转期		营销渠道营运资金周转期		经营活动营运资金周转期（按渠道）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
医药制造业	-22.4	-24.0	0.0	0.0	116.7	120.9	94.2	96.9
有色金属冶炼和压延加工业	0.0	-24.7	0.0	334.8	0.0	70.5	0.0	380.62
批发业	-36.8	-74.5	-1.2	-13.1	91.7	140.1	53.7	52.46
行业整体	-22.5	-25.1	-0.1	1.1	116.5	121.1	94.0	97.1

由表 15-8 可见，医药、生物制品行业经营活动营运资金周转期（按渠道）从 2014 年的 94 天上升到 2015 年的 97.1 天，说明该行业的整体营运资金管理绩效有所下降，对营运资金管理的结果不尽如人意。在各渠道中，2015 年该行业采购渠道营运资金周转期为 -25.1 天，比 2014 年下降 2.6 天，表明对采购这一渠道的营运资金控制还比较到位，节约了营运资金的占用。除了采购渠道外，生产渠道和营销渠道的营运资金周转期都呈上升的表现，其中生产渠道上升 1.2 天，营销渠道上升 4.6 天。生产渠道上升的幅度过大主要是因为 2014 年证监会的行业细分中医药、生物制品行业中对应的细分行业没有有色金属冶炼和压延加工业，而 2015 年的细分结果中将上海鼎立股份划为该细分行业，并且其生产渠道的营运资金周转期很长，为 334.8 天。

2011~2015 年医药、生物制品行业各渠道经营活动营运资金周转期及趋势，如表 15-9、图 15-5 所示。

表 15－9　　2011～2015 年医药、生物制品行业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
采购渠道营运资金周转期	－22	－24	－16	－23	－25
生产渠道营运资金周转期	3	0	0	0	1
营销渠道营运资金周转期	100	103	107	117	121
经营活动营运资金周转期（按渠道）	81	79	91	94	97

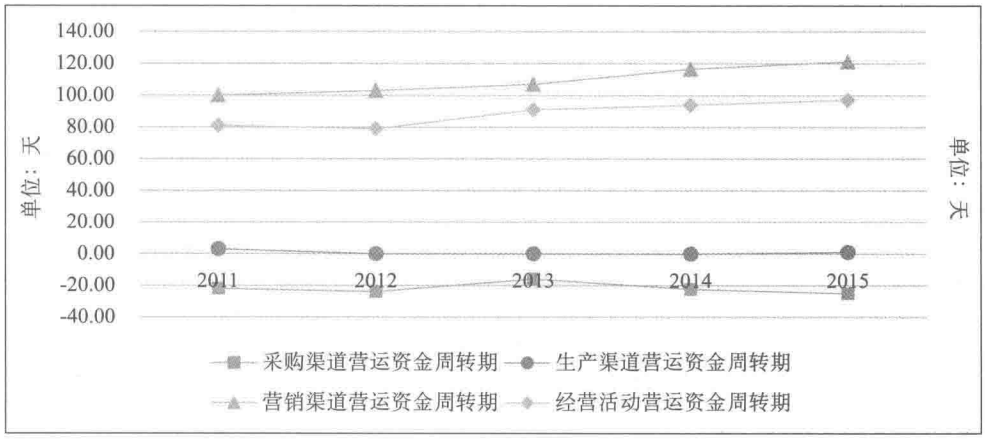


图 15－5　2011～2015 年医药、生物制品行业经营活动各渠道营运资金周转期变化趋势

由表 15－9、图 15－5 可见，医药、生物制品行业经营活动营运资金周转期（按渠道）除了在 2012 年稍微有所下降，其他年份的周转期呈上升趋势，行业总体营运资金管理水平不高。在各个渠道中，该行业营销渠道的周转期连续五年持续上升，已经从 2011 年的 100 天上升到 2015 年的 121 天，上升幅度 21%，这些数据说明医药、生物制品行业内各上市公司利用赊销的方式销售商品，但是应收账款不能及时收回，或者在批准客户的赊销信用额时没有尽职调查客户的信用状况，造成过多的坏账无法收回，使营销渠道的营运资金占用过多，资金运用不灵活。采购渠道周转期一直处于波动状态，波动幅度的较大年份是 2012～2013 年上升 8 天以及 2013～2014 年下降 6.5 天。生产渠道周转期 2011～2012 年下降到 0，后面连续 3 年保持稳定，2015 年又大幅度上升。2011～2012 年下降的原因，一方面医药、生物制品行业的生产技术不断提高；另一方面由于我国的 GDP 不断增长，且人口老龄化逐渐严重，造成对医药的需求不断升高，促进了医药、生物制品业生产速度的加快。

2. 企业层面

从企业层面来看，2014～2015 年医药、生物制品行业各渠道经营活动营运资金管理绩效变化，如表 15－10 所示。

表 15－10　　2014～2015 年医药、生物制品行业各渠道经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短（家）	70	75	30	40
	缩短占比（%）	51.85	55.56	22.22	29.63
	基本不变（家）	23	15	43	27
	基本不变占比（%）	17.04	11.11	31.85	20
	延长（家）	41	44	61	67
	延长占比（%）	30.37	32.59	45.19	49.63
可比样本总数（家）		135			

由表 15－10 可见，2015 年生物、医药制品行业经营活动营运资金周转期（按渠道）缩短的上市公司有 40 家，占该行业上市公司总数量的 29.63%，基本不变的有 27 家、占比 20%，延长的有 67 家、占比 49.63%。该行业内有接近一半的上市公司其经营活动营运资金周转期（按渠道）延长了，各上市公司对经营活动各渠道的营运资金管控不合理或者不严格，造成大量资金占用，影响管理绩效。2015 年生物、医药制品行业有 61 家上市公司的营销渠道周转期延长、占比 45.19%，而采购渠道和生产渠道都有超过 50% 的企业其周转期缩短了。这说明 2015 年生物、医药制品行业上市公司在采购渠道和生产渠道营运资金的管理水平有了提升，但是由于营销渠道营运资金管理绩效的下降幅度较大，导致经营活动营运资金的总体绩效下降。

（三）医药、生物制品行业上市公司分要素的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

医药、生物制品各要素经营活动营运资金周转期的情况见表 15－11。按要素的总体经营活动营运资金周转期从 2014 年的 111 天变为 2015 年的 117 天，稍有延长，但幅度很小，仅为 5% 左右。在各要素中，存货、应收账款和应付账款的周转期均是上升的表现，说明行业内存货流转、应收账款回收管理的效率不高，针对具体情况，各上市公司应该分别制定措施改善现状。

表 15－11　　2014～2015 年医药、生物制品行业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	存货周转期		应收账款周转期		应付账款周转期		经营活动营运资金周转期（按要素）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
医药制造业	74	77	89	92	52	52	111	117
有色金属冶炼和压延加工业	0	484	0	29	0	206	0	307
批发业	30	52	78	100	45	86	62	65
行业整体	74	78	88	92	52	53	111	117

表 15－2 和图 15－6 是 2011～2015 年医药、生物制品行业各要素的经营活动营运资金周转期变化。从图表中可以得出的信息是 2011～2012 年各要素营运资金周转期都比较稳定，2012 年以后按要素计算的经营活动营运资金周转期开始逐渐上升，由 2012 年的 90 天延长为 2015 年的 117 天，延长幅度为 30%。具体到各要素，应付账款周转期在 2012～2013 年稍稍缩短，表明上市公司对供应商付款时没有充分运用信用政策，或者供应商缩短了上市公司的付款期限。2013～2015 年应付账款周转期都是延长趋势，是乐观的信号，上市公司充分利用了供应商的赊销付款期限。存货和应收账款周转期在 2011～2015 年呈稳步延长趋势，虽然延长幅度都不大，但是行业内的各上市公司还是要尽可能采取措施降低存货和应收账款的营运资金管理周期，降低营运资金的占用。

表 15－12　　2011～2015 年医药、生物制品行业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
存货周转期	64.00	64.00	70.00	74.1	77.7
应收账款周转期	78.00	78.00	85.00	88.4	92.0
应付账款周转期	50.00	52.00	48.00	51.9	53.0
经营活动营运资金周转期（按要素）	92.00	90.00	107.00	110.7	116.6

2. 企业层面

从企业层面来看，2014～2015 年医药、生物制品行业各要素经营活动营运资金管理绩效变化，如表 15－13 所示。

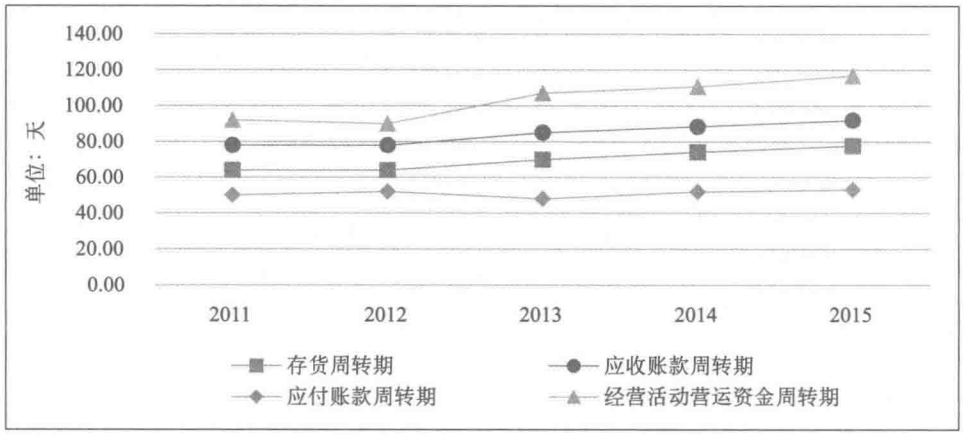


图 15－6　2011～2015 年医药、生物制品行业经营活动各要素营运资金周转期变化趋势

表 15－13　　2014～2015 年医药、生物制品行业各要素经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
周转期变化统计	缩短（家）	24	21	32	29
	缩短占比（%）	17.78	15.56	23.70	21.48
	基本不变（家）	55	58	44	48
	基本不变占比（%）	40.74	42.96	32.59	35.56
	延长（家）	55	55	58	57
	延长占比（%）	40.74	40.74	42.96	42.22
可比样本总数（家）		135			

由表 15－13 可见，与 2014 年相比，2015 年医药、生物制品行业经营活动总体营运资金周转期（按要素）延长的上市公司有 57 家、占比 42.22%，保持基本不变的有 48 家、占比 35.56%，缩短的有 29 家、占比 21.48%。在各要素中，存货和应收账款周转期上升的均为 55 家，占总数的 40.74%，说明行业内 40% 以上的上市公司在 2015 年的存货和应收账款周转绩效不理想，营运资金周转较慢。2015 年有 58 家应付账款周转期延长，占总数的 42% 左右，表明行业内很多企业在 2015 年应付账款的付款期延长了，为企业节约了营运资金的占用金额。

五、2015 年医药、生物制品行业上市公司资金回报分析

从行业层面来看，2014～2015 年医药、生物制品行业上市公司资金回报率，如表 15－14 所示。

表 15－14　　2014～2015 年医药、生物制品行业上市公司资金回报率统计分析表　　单位：%

项目	总资金回报率		经营活动资金回报率		投资活动资金回报率		金融经营活动资金回报率	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	12.47	12.22	16.27	15.26	4.85	6.05	17.59	9.79
行业平均	12.88	11.95	17.04	16.47	3.84	3.08	9.50	8.07
最大值	106.26	36.77	74.09	113.11	101.31	35.04	19.78	14.10
中位数	11.08	11.41	14.09	13.93	0.65	1.03	9.34	9.08
最小值	－18.61	－13.85	－22.77	－57.77	－5.46	－8.70	0	0
样本量	142	152	142	152	142	152	5	4

注：金融经营活动资金回报率统计样本以本行业内金融经营活动资金不为 0 的企业家数为准。

由表 15－14 可见，2015 年行业总体的总资金回报率为 12.22%，经营活动资金回报率为 15.26%，

金融经营活动资金回报率为9.79%，相比2014年的12.47%、16.27%、17.59%均有不同程度的下降，2015年的投资活动资金回报率为6.05%，相比2014年的4.85%上升了1.2个百分点。而2015年行业平均总资金回报率为11.95%，行业平均经营活动资金回报率为16.47%，投资活动资金回报率为3.08%，金融经营活动资金回报率为8.07%，相比2014年的12.88%、17.04%、3.84%、9.50%，均有所下降。

图15-7具体呈现了行业内样本企业的总资金平均余额情况及其对应的总资金回报率。从图中可以看到，大部分企业的总资金平均余额都远大于1亿元，而其资金回报率处于0到40%的区间内，且多数企业的总资金回报率小于20%，仅有一家企业的总资金回报率达到了36.77%。

由以上数据可以看出，2015年医药、生物制造业总体的经营活动资金管理绩效有所下降，但行业内部分企业的经营活动资金管理绩效差异变大，最大值为113.1%，最小值为-57.77%。从图18-8可以看到，医药、生物制造行业大部分企业的本期经营活动资金占用平均值处于50亿元以内，资金回报率多处于50%的区间范围内。

从图15-9可以看出，2015年医药、生物制造企业的投资活动资金占用平均值多位于1亿元到100亿元的区间内，而资金回报率多处于0到10%的范围内。此外，将投资活动与经营活动的资金回报率进行对比可以发现，目前医药、生物制造业的经营活动资金回报率远高于投资活动，可见该行业经营活动的营运资金管理绩效高于投资活动。

从图15-10中可以看出，存在金融经营活动的医药、生物制造行业企业数量较少，仅有4家，因而容易造成样本数据的大幅波动。从2015年的数据来看，有2家企业的资金回报率大于12%，1家企业的资金回报率均处于6%附近，另有1家企业的资金回报率为0。

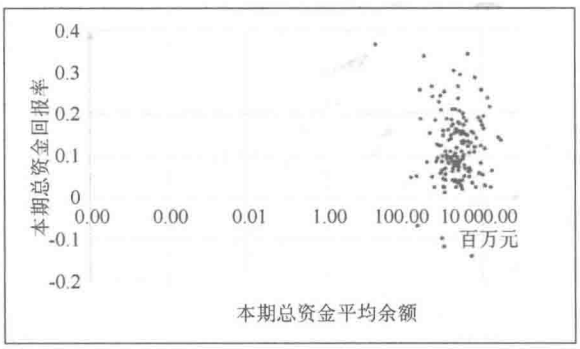


图15-7 2015年医药、生物制品行业上市公司总资金占用与总资金回报率散点图

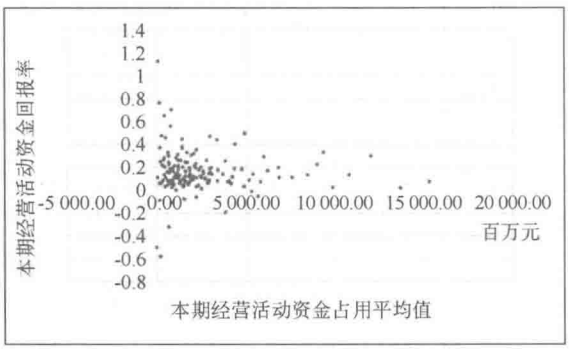


图15-8 2015年医药、生物制品行业上市公司经营活动资金占用与经营活动回报率散点图

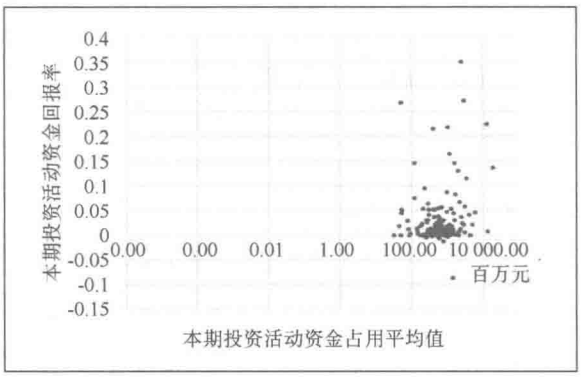


图15-9 2015年医药、生物制品行业上市公司投资活动资金占用与投资活动资金回报率散点图

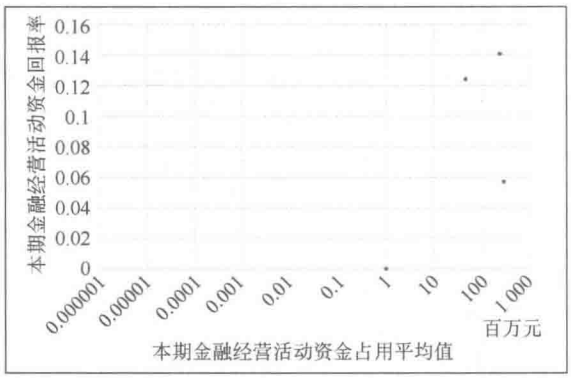


图15-10 2015年医药、生物制品行业上市公司经营金融活动资金占用与经营金融活动资金回报率散点图

六、2015 年医药、生物制品行业上市公司融资结构与财务风险分析

（一）总资金融资结构与长期财务风险分析

1. 行业层面

从行业层面来看，2014～2015 年医药、生物制品行业总资金融资结构与财务杠杆，如表 15－15、图 15－11 和图 15－12 所示。

表 15－15　　2014～2015 年医药、生物制品行业总资金融资结构与财务杠杆统计分析表

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末	2014 年	2015 年
行业总体	20.89	20.84	79.11	79.16	1.08	1.07
行业平均	17.41	16.30	82.59	83.70	1.24	1.12
最大值	68.03	72.05	100	100	10.27	4.43
中位数	13.09	8.97	86.91	91.03	1.03	1.01
最小值	0	0	31.97	27.95	－3.12	－7.64
样本量	142	152	142	152	142	152

由表 15－15 可见，2015 年医药、生物制品行业总体借入资金占比 20.84%，相比 2014 年有所下降，2015 年医药、生物制品行业借入资金平均占比 16.30%，相比 2014 年的 17.41% 下降 6.4 个百分点，由此可见，该行业大部分营运资金需求通过营运资本筹资予以满足，总体财务风险较低，并且企业的资金来源相比 2014 年更加稳健，财务风险逐渐降低。在 152 家上市公司中，2015 年的借入资金占比最大值为 72.05%，其总资金大多来自借款，偿债压力大，财务风险大，最小值为 0，其资金全部来自自有资金，无偿债压力，企业运营比较稳定。自有资金占比最大值为 91.03%，最小值为 27.95%，上述差异体现了医药制造业内各企业资金来源存在很大的不同，面临的财务风险也相差很大。

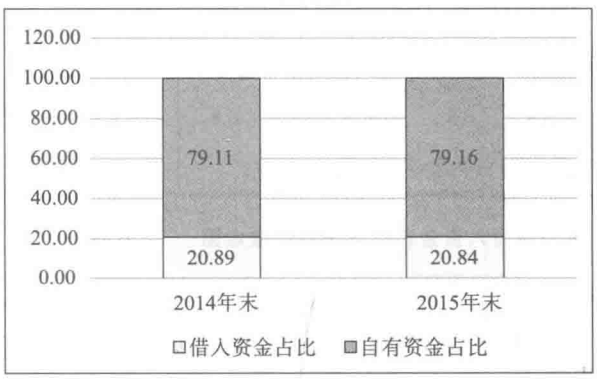


图 15－11　2014～2015 年医药、生物制品行业上市公司总资金融资结构

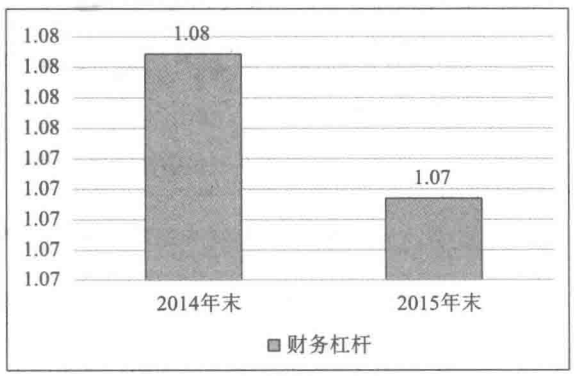


图 15－12　2014～2015 年医药、生物制品行业上市公司财务杠杆

2015 年行业总体自有资金占比 79.16%，比 2014 年的 79.11% 有所上升。相比 2014 年，营运资金部分由借入资金转为自有资金提供，财务风险下降，但是变动比例不大，行业总体财务风险仍较小。

2015 年财务杠杆为 1.07，相比 2014 年的财务杠杆 1.08 有所下降，说明财务费用占利润总额的比例下降，财务风险变小。

2. 企业层面

从企业层面来看，2014～2015 年医药、生物制品行业总资金融资结构，如表 15－16 所示。

由表 15－16 可见，与 2014 年相比，2015 年借入资金占比和自有资金占比各区间企业数变化并不十分明显，借入资金占比（25%，50%］的家数有所下降，占比 50% 到 75% 相应上升，表明该行业的企业营运资金来源较为稳定，并且借入资金总体占比比上一年下降。从整体上看，该行业的大部分企

表 15－16　　2014～2015 年医药、生物制品行业总资金融资结构分段统计表

比例区间（%）	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	20	14.08	20	13.16	0	0	0	0
(0，25]	79	55.63	91	59.87	0	0	0	0
(25，50]	35	24.65	31	20.39	8	5.63	10	6.58
(50，75]	8	5.63	10	6.58	35	24.65	31	20.39
(75，100]	0	0	0	0	99	69.72	111	73.03
>100	0	0	0	0	0	0	0	0
总计	142	100	152	100	142	100	152	100

业（2014 年和 2015 年自有资金占比超过 50% 的企业分别占企业总数的 94.37% 和 93.42%）都使用较高的自有资金为企业筹集资金，较少使用财务风险较高的借入资金为企业筹集资金，因此，该行业整体财务风险较低。

2014～2015 年医药、生物制品行业上市公司借入资金占比与净资产散点图，如图 15－13 所示。

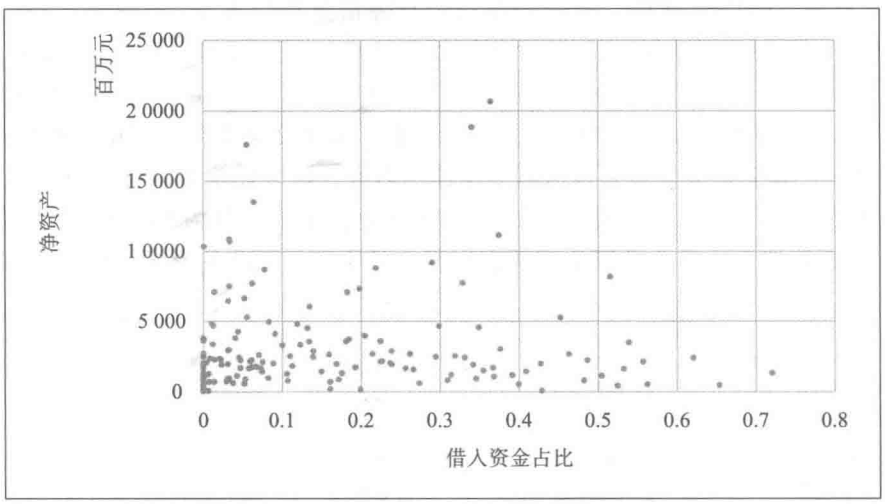


图 15－13　2015 年医药、生物制品行业上市公司借入资金占比与净资产散点图

由图 15－13 可见，2015 年医药、生物制品行业上市公司借入资金占比分布在 0～75%，净资产为 0～210 亿元。散点相对集中在借入资金占比 0～10%，净资产为 0～50 亿元的范围，借入资金占比较低，财务风险较小。

从企业层面来看，2014～2015 年医药、生物制品行业财务杠杆，如表 15－17 所示。

表 15－17　　2014～2015 年医药、生物制品行业财务杠杆分段统计表

比例区间	财务杠杆			
	2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）
[1，1.5)	66	46.48	68	44.74
[1.5，2)	10	7.04	7	4.61
[2，3)	5	3.52	1	0.66
≥3	3	2.11	6	3.95
总计	142	100	152	100

由表 15－17 可见，与 2014 年相比，2015 年财务杠杆各区间企业数变化并不十分明显，财务杠杆为［2，3）的家数由 3.53% 下降到 0.66%，财务杠杆在［1，1.5）和［1.5，2）区间的比重都相应下降，财务杠杆≥3 的比重增加，2015 年的财务杠杆整体有所上升，财务风险增大。从整体上看，该行业的大部分企业［2014 年和 2015 年财务杠杆在［1，1.5）的企业分别占企业总数的 46.48% 和 44.74%］财务杠杆较低，较少企业财务杠杆≥3，因此，该行业整体财务风险较低。

2015 年医药、生物制品行业上市公司财务杠杆与净资产散点图，如图 15－14 所示。

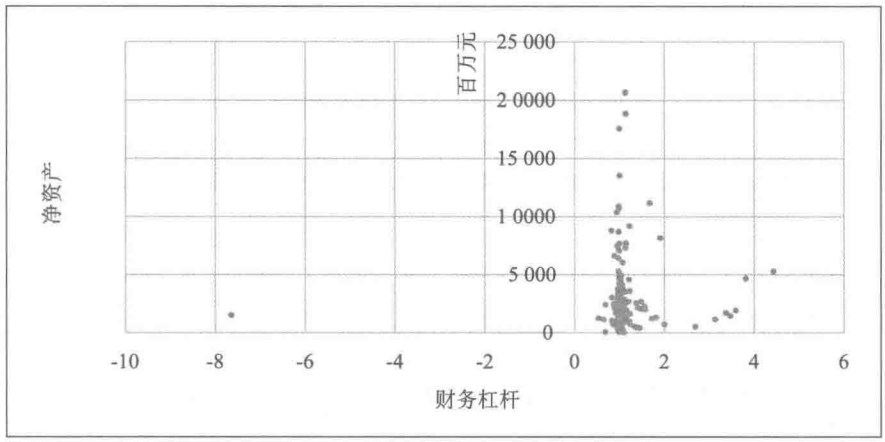


图 15－14　2015 年医药、生物制品行业上市公司财务杠杆与净资产散点图

由图 15－14 可见，2015 年医药、生物制品行业上市公司财务杠杆分布在 0～5 之间，净资产为 0～210 亿元。散点相对集中在财务杠杆为 1～2 之间，净资产为 0～50 亿元的范围，财务杠杆比较小，财务风险较小。

（二）营运资金融资结构与短期财务风险分析

1. 行业层面

从行业层面来看，2014～2015 年医药、生物制品行业营运资金融资结构，如表 15－18 和图 15－15 所示。

表 15－18　　2014～2015 年医药、生物制品行业营运资金融资结构统计分析表　　单位：%

项目	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
行业总体	29.55	30.73	70.45	69.27
行业平均	38.73	35.91	61.27	64.09
最大值	667.18	306.60	179.14	100
中位数	16.49	14.79	83.51	85.21
最小值	－79.14	0	－567.18	－206.60
样本量	142	152	142	152

由表 15－18 可见，2015 年医药、生物制品行业短期金融性负债行业平均占比 35.91%，相比 2014 年的 38.73% 下降 7.3 个百分点，由此可见，该行业大部分营运资金需求通过营运资本筹资予以满足，总体财务风险较低。在 152 家上市公司中，2015 年的短期金融负债占比最大值为 306.60%，最小值为 0，营运资本占比最大值为 100%，最小值为 －206.60%，上述差异体现了医药制造业内各企业资金来源存在很大的不同，面临的财务风险也相差很大。

由图 15－15 可见，2015 年该行业总体短期金融负债占比 30.73%，比 2014 年的 29.55% 上升 3.4 个百分点。2015 年行业总体营运资本占比 69.27%，比 2014 年的 70.45% 有所降低。相比 2014 年，营运资金部分由营运资本转为短期金融负债提供，财务风险上升，但是变动比例不大，行业总体财务风

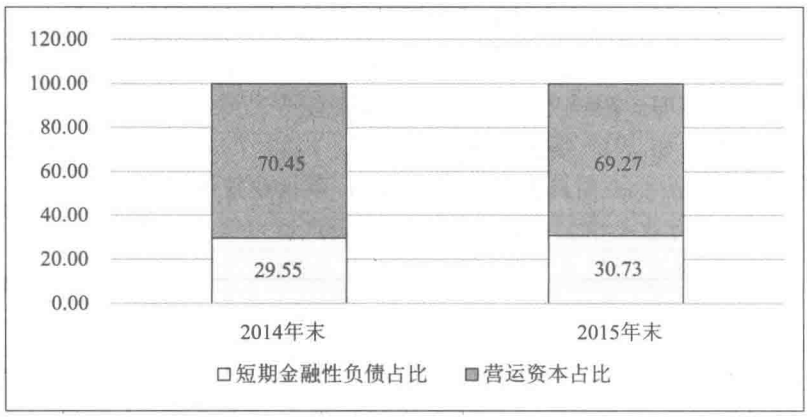


图 15－15　2014～2015 年医药、生物制品行业营运资金融资结构

险仍较小。

2. 企业层面

从企业层面来看，2014～2015 年医药、生物制品行业营运资金来源结构，如表 15－19 和图 15－16 所示。

表 15－19　　2014～2015 年医药、生物制品行业营运资金来源结构分段统计表

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	23	16.20	25	16.45	16	11.27	18	11.84
(0，25]	60	42.25	65	42.76	12	8.45	6	3.95
(25，50]	25	17.61	23	15.13	6	4.23	15	9.87
(50，75]	6	4.23	15	9.87	25	17.61	23	15.13
(75，100]	12	8.45	6	3.95	82	57.75	90	59.21
>100	16	11.27	18	11.84	1	0.70	0	0.00
总计	142	100	152	100	142	100	152	100

由表 15－19 可见，与 2014 年相比，2015 年医药、生物制品行业短期金融性负债占比和营运资本占比各区间企业数变化并不十分明显，表明该行业的企业营运资金来源较为稳定。从整体上看，该行业的大部分企业（2014 年和 2015 年营运资本占比超过 50% 的企业分别占企业总数的 76.06% 和 74.34%）都使用较高的营运资本为企业筹集资金，较少使用财务风险较高的短期金融性负债为企业筹集资金，因此，该行业整体财务风险较低。

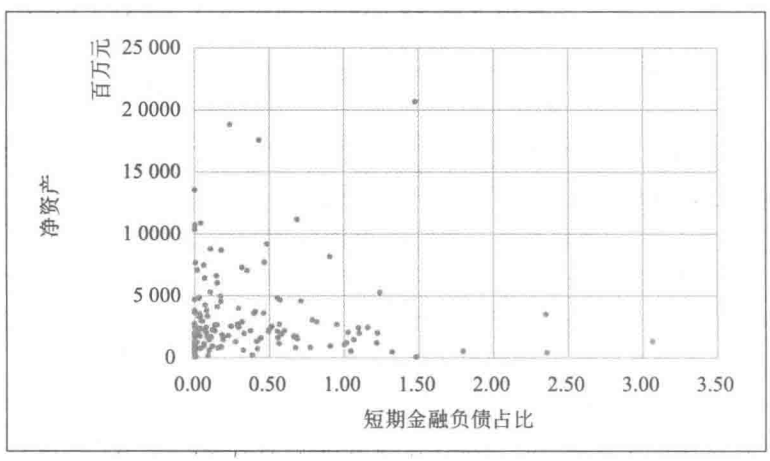


图 15－16　2015 年医药、生物制品行业上市公司短期金融性负债占比与净资产散点图

由图 15－16 可见，2015 年医药、生物制品行业上市公司短期金融性负债占比大多数在（0，75%］之间，净资产大多数在（0，100］亿元之间，而从 6－22 的散点图上看，企业多集中在短期金融性负责占比 0～25% 之间，净资产在 0～50 亿元之间，财务风险较小，企业靠营运资本筹资即可获得大部分营运资金。

七、2015 年医药、生物制品行业上市公司营运资金管理绩效排行榜

本部分分别按“经营活动营运资金周转期（按要素）”和“经营活动营运资金周转期（按渠道）”进行排名，考察医药、生物制品行业上市公司营运资金管理绩效。在对上市公司营运资金管理绩效进行排名时，剔除了财务数据异常的公司，详见附录一。

八、2015 年医药、生物制品行业上市公司营运资金管理典型案例

（一）云南白药基本情况简介

云南白药集团股份有限公司是云南省十户重点大型企业、云南省百强企业，也是首批国家创新型企业，云南白药商标被评为中国驰名商标，是公众喜爱的中华老字号品牌。云南白药（集团）股份有限公司之前身云南白药厂成立于 20 世纪 70 年代初，于 1993 年 12 月深圳证券交易所挂牌上市（简称“云南白药”，股票代码 000538），成为云南省第一家 A 股上市公司。公司现有业务涵盖中药资源、中西药原料/制剂、个人护理产品、原生药材、商业流通等，产品以云南白药系列、天然药物系列及健康护理系列为主，共 19 个剂型、300 余个品种，是拥有两个国家一级中药保护品种（云南白药散剂、云南白药胶囊）、拥有发明专利 101 项、实用新型 26 项、外观设计 284 项的大型现代化制药集团，产品畅销国内市场及东南亚一带，并逐渐进入日本、欧美等发达国家市场。

（二）云南白药的品牌发展战略

公司以“新白药，大健康”战略为指引，关注个人健康需求，把握治病为导向的未来市场机遇，致力于打造医药全产业链，充实并发展云南白药百年来“配方独特、质量上乘、工艺精湛、功效卓著”的品牌内涵。公司通过深挖独家核心品种价值并提升产品品质，引领中医健康文化发展；同时，对个人健康护理及原生中医药资源产业持续投入，实现了以云南白药系列、三七系列和云南民族特色药品系列为基石，日化、养生、健康管理服务产品为两翼的战略转型升级。云南白药本着“传承文化、超越自我、济世为民”的企业价值观，以弘扬中华医药文化为目标，以中医药为特色，以救治病患奉献健康为目的，不断缔造着跨时代的医药传奇。公司通过积极调整产业结构，优化整合资源，深化改革创新，核心竞争力得到了显著提升。公司充分挖掘“云南白药”金字招牌的品牌潜力和内涵，奉行“继承品牌、锤炼品牌、发展品牌”的品牌建设方针，坚持“现代化、国际化”的发展目标，将品牌建设纳入企业总体发展战略，在确立品牌核心价值及定位的前提下，规范品牌系统，明确品牌定位，打造多品牌发展体系，形成了独特的品牌文化，品牌的知名度、美誉度、影响力和核心价值逐年上升。

（三）云南白药营运资金周转绩效数据分析

从表 15－20 的渠道视角看，2015 年云南白药采购渠道营运资金周转期（按渠道）为－20 天，排名第 58 位，高于行业平均－25 天；生产渠道营运资金周转期（按渠道）为 13 天，排名第 114 位，高于行业平均 1 天；营销渠道营运资金周转期（按渠道）为 134 天，排名第 76 位，高于行业平均 121 天；经营活动营运资金周转期 126 天，排名第 84 位，高于行业 97 天。云南白药的整体营运资金管理绩效都低于行业平均水平，这可能是品牌规模过大导致其各渠道的资金周转都较慢。纵向比较 2015 年、2014 年、2013 年的数据，采购、生产、营销和经营活动营运资金周转期都呈下降趋势，说明其组成的产业链条运转不畅，没有很好地整合医药业的相关资源，所以总体上营运资金周转绩效不佳。

表 15－20　　云南白药 2013～2015 年营运资金管理绩效表（按渠道）　　单位：天

指标	采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期
2015 年	－20（58）	13（114）	134（76）	126（84）
2014 年	－17（55）	19（106）	125（74）	127（86）

续表

指标	采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期
2013 年	-20（39）	-1（63）	126（86）	105（66）
2015 年行业	-25	1	121	97

从要素视角进一步分析，经营活动营运资金周转期相对于行业内较长，排名靠后。从表 15 - 21 中可以看出，云南白药 2013 年应收账款周转期（按要素）为 65 天，排名第 30；2014 年应收账款周转期（按要素）为 72 天，排名第 42；2015 年应收账款周转期（按要素）为 78 天，排名第 57，周转期逐年增长，但是仍低于行业平均水平。2015 年存货周转期（按要素）为 93 天，排名第 110，高于行业 78 天；应付账款周转期（按要素）为 52 天，排名第 98，与行业 53 天相近；现金周转期（按要素）为 119 天，排名第 72，略高于行业 117 天。这说明云南白药在基于要素的营运资金管理方面，其整体绩效下降，主要由于存货的管理绩效不高，但存货周转期在逐年缩短。而应收账款的管理绩效可以提升总体绩效水平，但逐年在下降。

表 15 - 21　　云南白药 2013 ~ 2015 年经营活动营运资金管理绩效表（按要素）　　单位：天

指标	存华周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	现金周转期
2015 年	93（110）	78（57）	52（98）	119（72）
2014 年	94（104）	72（42）	49（93）	116（69）
2013 年	105（104）	65（30）	54（100）	117（67）
2015 年行业	78	92	53	117

（四）云南白药营运资金管理特色总结

1. 实行上游供应商一体化战略

云南白药作为品牌中药的龙头企业，其对抗风险和创造价值最大的资本就是其品牌优势，在全国“涨声”一片的环境下，药材价格也在疯涨，这个时候就需要从成本控制方面和产品提价方面下功夫。一是对上游企业原材料的控制并建立属于自己的主要中草药种植基地；二是将独家产品定价权牢牢掌握在自己手中，以对抗成本上升的风险。面对不断疯涨的原材料价格，云南白药通过统一预算，利用联合采购的方式来使成本降到最低。除原材料问题基本解决外，云南白药和其他中药企业一样，也面临着定价权的问题。随着医保产品范围逐年扩大，据统计，云南白药特色产品 114 种，其中 9 种进入了医保目录，对于自己的独家产品，云南白药保留自己的定价权，这样便弱化了产品价格降低的风险。同时，拥有定价权，当材料价格上涨时，便可以通过提价消化风险。

2. 联合下游客户建立科学应收账款信用政策

应收账款产生于价值链的销售过程，是企业价值链管理的重要环节。企业一方面希望通过它来促进销售、增加收入和增强竞争力；另一方面也希望尽量避免应收账款收款期过长给企业资金流带来威胁，还有增加坏账准备的弊端。应收账款管理的目标就是要制定适合企业且科学的应收账款信用政策，当然，企业需要在这个政策所带来的销售收入和这个政策所负担的成本之间进行权衡。云南白药执行的是谨慎的收款信用政策，一般采取先款后货和现款现货的方式，赊销较少，所以应收账款管理绩效始终处于行业领先水平。

3. 加强营运资金管理制度建设

制度是管理的保障，云南白药在管理实践中建立健全资金管理制度，通过各种有效管理措施，一方面保证资金的安全性和企业生产经营活动的需要；另一方面要减少资金在各个环节的沉淀，加速资金周转，提高营运资金管理绩效，将企业的流动资金统筹规划权交给财务部门，强化资金管理责任制，采用谁用谁管理的原则，责任由各相关部门承担。此外，良好的资金战略可以使企业资金长期均衡有效地流转和配置，云南白药拥有有效资金战略；加强对现金流出控制，调整资金资源配置；在稳定原

有现金流的基础上，适当扩大投资，通过兼并和增发股票扩大市场规模和营运资金从而达到规模经济，进而也能整体降低采购成本。

九、2015 年医药、生物制品行业上市公司营运资金管理调查结论与建议

（一）调查结论

1. 该行业营运资金总体配置、渠道视角的配置和要素视角的配置均较为稳定

从经营活动营运资金占有水平上看，2015 年医药制造业经营活动营运资金占有水平为 45.27%，2014 年为 47.39%，基本保持稳定。从渠道视角看，采购渠道营运资金占用均为负数，生产渠道营运资金占用金额较小，营销渠道营运资金占用是经营活动营运资金占用的主要构成部分。从要素视角看，应付及预收款项随应收及预付款项占用的增加而增加，且应收及预付款项占用金额最多。由此可见，该行业营运资金总体配置、渠道视角的配置和要素视角的配置均较为稳定。

2. 从渠道视角看，经营活动营运资金主要配置给营销渠道，采购渠道能为经营活动筹措资金

医药制造业上市公司 2015 年行业总体的经营活动营运资金占用总额为 2 703.74 亿元，其中采购渠道营运资金占用额为 -300.47 亿元，占经营活动营运资金的 11.11%；生产渠道营运资金的占用为 16.66 亿元，占经营活动营运资金的 0.62%；营销渠道营运资金占用总额为 1 507.85 亿元，占经营活动营运资金的 55.77%。由此可见，该行业经营活动营运资金主要配置给营销渠道。相反，采购渠道能为经营活动筹措资金。

3. 从要素视角看，经营活动营运资金主要配置给应收及预付款项

医药制造业 2015 年经营活动营运资金总额为 1 224.04 亿元，其中存货占用额为 976.74 亿元，应收及预付款项占用为 1 615.69 亿元，应付及预收款项占用总额为 1 368.39 亿元。该行业经营活动营运资金占用平均值在 2015 年达到约 8.05 亿元，其中存货平均占用值为 6.43 亿元，应收及预付款项平均占用为 10.63 亿元，应付及预收款项占用的平均值为 9.00 亿元。由此可见，该行业经营活动营运资金主要配置给应收及预付款项。

4. 该行业的财务风险较低

2015 年该行业总体短期金融负债平均占比 30.73%，比 2014 年有小幅上升，2015 年行业总体营运资本占比 69.27%，比 2014 年的有所降低。由此可见，该行业大部分营运资金需求通过营运资本筹资予以满足，且年度之间变动不大，总体财务风险较低。与 2014 年相比，2015 年短期金融性负债占比和营运资本占比各区间企业数变化并不十分明显，表明该行业的企业营运资金来源结构较为稳定。且从整体上看，该行业的大部分企业（2014 年和 2015 年营运资本占比超过 50% 的企业分别占企业总数的 76.06% 和 74.34%）都使用较高的营运资本为企业筹集资金，较少使用财务风险较高的短期金融性负债为企业筹集资金，因此，该行业整体财务风险较低。

5. 该行业营运资金管理绩效呈逐渐降低的趋势

从渠道视角看，经营活动营运资金（按渠道）周转期除 2012 年有所下降外，其他年份一直处于上升趋势，采购渠道营运资金周转期一直处于波动之中，不过从整体来看，波动幅度不大，整体基本稳定。生产渠道营运资金周转期保持平衡，从 2011 年的 3 天下降到 2012 年的 0 天，且 2013 ~ 2014 年一直保持 0 天，2015 年上升到 1 天。营销渠道营运资金周转期自 2011 年至 2015 年一直保持增长趋势。经营活动营运资金周转期先呈下降趋势，在 2013 年继续上升，表明近五年来经营活动营运资金的管理绩效呈总体上升趋势，且 2015 年的周转期最长。

从要素视角看，近五年来存货周转期呈逐渐增加的趋势，2015 年比 2011 年增加 13.7 天。2011 ~ 2012 年应收账款周转期基本保持稳定，但 2013 年之后出现大幅度增加。可见，近年来的应收账款管理绩效下降。近五年来应付账款周转期变化趋势小幅波动，2012 年上升到 52 天，2013 年回落到 48 天，之后呈上升趋势。近五年现金周转期除 2012 年有小幅度回落外，其余各年均有所增加，即管理绩效呈现总体下降的趋势。

6. 该行业基于要素的营运资金管理水平好于基于渠道的营运资金管理水平

从采购渠道营运资金周转期变化幅度来看，有 70 家企业改善显著，占 51.85%；有 23 家企业基本不变，占 17.04%；有 41 家企业显著降低，占 30.37%，两极分化的趋势比较明显，整体呈现不规则的“W 型”分布。从生产渠道营运资金周转期变化幅度来看，改善显著的有 75 家，占 55.56%；基本稳定的有 15 家，占 11.11%；降低显著的有 44 家，占 32.59%，总体呈不规则的“W 型”分布。从营销渠道营运资金周转期变化幅度来看，基本稳定的有 43 家，占 31.85%；有所降低的有 61 家，占 45.19%；有所改善的有 30 家，占 22.22%，表明大部分企业的营销渠道营运资金管理绩效变化幅度并不大。

与渠道分析的结论不同，从要素视角来看，存货周转绩效保持基本稳定的有 55 家，占 40.74%；有所下降的有 55 家，占 40.74%；有所改善的有 24 家，占 17.78%，整体呈标准正态分布。从应收账款周转期的变化幅度来看，有 58 家企业基本保持稳定，占 42.96%；有 55 家企业有所降低，占 40.74%；有 21 家企业有所改善，占 15.56%，即大部分企业的应收账款管理绩效相比于 2014 年并没有发生大幅度变化，整体呈正态分布。从应付账款周转周期的变化来看，有 44 家企业保持基本稳定，占 32.59%；有 32 家企业有所改善，占 23.70%；有 58 家企业有所降低，占 42.96%，整体呈正态分布。从基于要素的经营活动营运资金周转绩效的变化幅度来看，有 48 家企业保持基本稳定，占 35.56%，有 29 家企业有所改善，占 21.48%，有 57 家企业有所降低，占 42.22%.

根据上述分析可知，医药、生物制品行业基于要素的营运资金管理水平比基于渠道的营运资金水平更为成熟、稳定。

（二）对策建议

1. 加强分销渠道管理，降低营销渠道营运资金占用

国家发改委对部分药品进行了价格限制，使企业营业收入降低，并且医药生物制品业竞争激烈，行业集中度较低，下游分销商对行业的制约较大，应收账款、营销渠道占用大量营运资金，使其管理绩效不断恶化。因此，对于实力较强的企业而言，建立和完善分销渠道，打造完整的产业链条，是企业未来得以生存发展的方向。在企业经营活动中，医药、生物制品业公司应针对不同的客户制定合理的信用政策，以加强应收账款管理，并且随着经营环境的变化，企业要不断调整自身的信用政策并加强应收账款的持续跟踪管理，以降低应收账款和营销渠道营运资金管理绩效。

2. 树立价值链管理思想，建立供应链联盟机制

价值链管理思想是一种集成管理思想，通过对业务流程、资金流程、组织机构的优化或改造，将企业的资金流、信息流和业务流进行融合，提高企业整体运行效率，增强企业的整体竞争力。我们发现，通过优化价值链才能保证企业内的价值活动相互协调、共同发展，为营运资金管理打下良好的基础。比如云南白药在“稳中央，突两翼”的战略指导下，创造了一次又一次的辉煌，云南白药的介入改变了创可贴和日化用品市场价值链，也改变了创可贴产品和日化用品的传统竞争模式。通过价值链的延展，云南白药经营业绩大幅提升，是医药、生物制品行业可以借鉴的良好经验。医药、生物制品行业可以继续努力研发和开拓，寻找更多的价值活动来优化价值链。

3. 加强信息化建设，对企业流程实施精细化管理

医药行业要建立企业价值链并进行价值链管理，就需要收集各部门的关键数据，在这些数据的基础上做出科学决策，且只有方便快捷地获取这些数据，才能针对经营环境快速做出决策，将企业的资金流、信息流、工作流集成起来，加快企业内部信息交换速度。由于医药、生物制品行业销售环节占用营运资金较多，因此建议该行业通过构建财务业务一体化信息系统，形成及时有效的信息流，提升销售渠道的反应能力，降低库存积压造成的资金沉淀，从总体上降低企业的运营资本。

主要参考文献

1. 云南白药 2015 年年报。
2. 云南白药 2014 年年报。

3. 中国海洋大学企业营运资金管理研究课题组："中国上市公司营运资金管理调查：2012"，《会计研究》，2013 年第 12 期。

4. 王竹泉、马广林："分销渠道控制：跨区分销企业营运资金管理的中心"，《会计研究》，2005 年第 6 期。

5. 王竹泉、刘文静、王兴河："中国上市公司营运资金管理调查：2007～2008"，《会计研究》，2007 年第 9 期。

6. 王竹泉、刘文静、高芳："中国上市公司营运资金管理调查：1997～2006"，《会计研究》，2007 年第 12 期。

7. 王竹泉、逄咏梅、孙建强："国内外营运资金管理研究的回顾与展望"，《会计研究》，2007 年第 2 期。

8. 国家发展和改革委员会网站：http：//gys. ndrc. gov. cn/gyfz/default. htm。

第十六章　2015 年金属、非金属行业上市公司营运资金管理调查

【摘要】金属、非金属行业包含范围较为广泛，其发展受到各领域人士的关注。金属、非金属行业属于资金密集型，其营运资金配置结构具有明显的行业特色，2015 年，该行业营运资金管理绩效提升较大。但是，金属工业在调结构和转型升级方面任务依然较重，有色金属市场需求低迷，我国有色金属工业长期积累的结构性产能过剩、市场供求失衡等深层次矛盾和问题进一步显现。在当下中国工业 4.0 规划下，工业机器成为潮流，这对于金属、非金属行业既是机遇，又是挑战。

本报告对金属、非金属行业 199 家上市公司 2015 年的营运资金管理数据进行整理分析，从行业层面及企业层面分别分析了营运资金管理的情况。2015 年营运资金占用总量下降，其中投资活动占比上升；营销渠道的营运资金管理绩效显著提高，而生产渠道的营运资金周转期还有待缩减；从要素角度看，应付及预收款项配置占比最高，而存货项目和应收及预付款项的行业总体数额占总经营活动营运资金的比例大致稳定。金属、非金属行业现存在营销活动持续占用过多营运资金且比例上升等问题，据此提出要建立完善的营运资金周转管理制度、降低对外部资金的依赖、减小财务杠杆、树立良好的环保理念的建议。

一、金属、非金属行业上市公司营运资金基本特征

金属、非金属行业的生产工艺较为复杂，且产品品种多，因而成本核算难度较大。该类企业多是人员数量庞大的集团企业，管理网络横向、纵向延伸皆过长，出现了较为严重的信息不对称等现象，进而引发了库存和资金调配混乱、应收与预付账款失控等问题，使得营运资金管理难度增大，复杂程度增加。同时，企业规模的扩张导致了市场的进一步扩大，使得企业的采购、生产、营销、配送及结算等工作时常要跨越广阔地域，并要求做好远程监控工作，建立起科学有效的管理机制，这对营运资金的管理提出了更高的要求。该行业与采掘业和建筑业等形成完整的产业链，因此营运资金管理必须具有很强的产业关联性，将资金流与信息流、物流结合起来，从各个渠道出发全面管理，提升效益。

1. 营运资金需求量高，属于资金密集型行业

金属、非金属行业自身的特点决定其营运资金需求大。一方面，该行业所主要包括的黑色金属冶炼及压延加工业、非金属矿物制品业等，这类产业的经营活动生产流程较长，从采矿、选矿、烧结到炼制、成品等需要经历较长的时间，因而在前期投入的资金量较大，短期内难以收回资金，导致大量资金占用。另一方面，金属、非金属行业的机械化、自动化、信息化程度高，对于生产流程中的机器设备的购置和更新换代的要求较高，该类设备均为大型固定资产，初期投入及周期性维修费用高昂，是营运资金需求的另一来源。

2. 投资活动营运资金占比逐年上升

在金属、非金属行业中，经营活动营运资金占比和投资活动营运资金占比基本平分秋色，投资活动营运资金占比略胜一筹，并且保持着逐年攀升的趋势。这主要是依赖于近五年来，我国黑色金属冶炼及压延加工类企业用于投资活动的营运资金数额的增长，随着我国政府支持力度的增大，该类行业的发展前景较好，企业对于生产阶段的高级仪器设备投入逐年增多。而经营活动运作稳定，营运资金占比波动不大。

3. 营销渠道营运资金占比较高，且逐年增加

从营运资金在各渠道配置的角度来看，波动较大，特别表现为营销渠道营运资金占比最高，且近五年来持续增长，增长率也逐年升高，更是从 2013 年的 134% 增加到 2015 年的 207%。而采购渠道营

运资金的分配常年为负，且逐年减少。这与金属、非金属企业在产业链中的位置相对应，该类企业处于上下游的中间位置，向上与采掘业相联系，向下与建筑业紧密结合，由于生产周期长，耗资巨大，因而表现为在采购渠道的负营运资金数额，应付账款占比较高；向下连接的建筑业同样是资金回收慢的产业，表现为应收账款占比较高。

4. 各要素配置结构较为均衡

从营运资金在各个要素配置的角度来看，各个要素分配额较为平均，但相比之下，应付及预收款项的营运资金占比较高，近五年来平均为 378.63%。金属、非金属行业处于产业链的中游，其与建筑业、采掘业上下相连，以按订单生产的特点，通过供应商和客户的资金转移来实现自身的生产经营活动。

5. 不同企业间的风险差异大，行业整体面临高财务风险

金属、非金属行业从短期金融性负债和营运资本获得营运资金的比例相差较大，主要是通过短期金融性负债获得的，短期金融性负债占比近五年来平均为 147%，且比例一直持续攀升，而营运资本占比则一直处于负的状态。行业内各企业的两者之比差异较大，但从行业整体的角度来看，营运资金来源过度依赖于短期金融性负债，融资结构不合理，财务风险过大。

6. 营运资金管理绩效逐渐提升，进步空间较大

金属、非金属行业营运资金周转期近五年来一直处于较稳定的状态。从渠道的角度来看，均稳定在 31 天左右，2011 年为 25 天，2012 年为 21 天，2013 年为 35 天，2014 年为 27.7 天，2015 年 24.9 天，其中 2013 年的周转期最长，营运资金管理绩效最差。从要素的角度来看，该行业周转期波动较明显，2011 年为 48 天，2012 年为 51 天，2013 年为 46 天，2014 年为 44 天，2015 年 41.6 天。从整体趋势可以看出，该行业内各企业对于营运资金管理的重视程度逐年升高，取得有效成果使得周转期逐渐缩短。

二、2015 年金属、非金属行业营运环境变化主题词与大事件

（一）2015 年金属、非金属行业营运资金管理主题词

中国制造 2025。即中国版的“工业 4.0”规划，成为我国实施制造强国战略第一个十年的行动纲领，提出了通过“三步走”实现制造强国的战略目标，到 2025 年迈入制造强国行列，第二步到 2035 年，我国的制造业整体达到世界制造强国阵营中等水平，最后到新中国成立 100 年时，我国制造业大国地位更加巩固，综合实力进入世界制造强国前列。该规划指出了包括金属、非金属行业在内的十大重点领域：新一代信息技术产业、高档数控机床和机器人、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车、电力装备、农机装备、新材料、生物医药及高性能医疗器械等。并且明确了五项重大工程：国家制造业创新中心建设、智能制造、工业强基、绿色制造、高端装备创新等。政府大力支持的政策使得该行业各企业更加重视营运资金的管理绩效，提高管理效率才能有效达成产业发展，实现目标。

工业机器人时代。“人机协作”似乎已成为新时代的关键词，艾波比集团公司发布的 YuMi® 双臂机器人，KUKA 首款 7 轴轻型灵敏机器人 LBR iiwa。中国制造 2025 更是将工业机器人列为十大重点领域之一，金融加工业将作为主干力量支持发展。2015 年，安川机器人作为“四大家族”之一与美的联手涉足家电产业，ABB、KUKA 也接连在华南地区抢占一席之地，我国的工业机器人将迎来历史上最灿烂的春天。随着市场的扩张，需求量将持续激增，营运资金的管理结构也要做出及时的调整，应对新局面。

产能过剩。目前，我国主要非金属矿种均存在产能过剩情况。近两年，非金属矿产品实际开工率约为 50% 左右，同时，矿行业普遍存在超规模开采现象，采矿许可证开采能力和规模偏小，但实际产能较大，部分实际产能可达许可证规模的 3～5 倍。而国家及有关地方政府加大对环保整治力度，企业在安全环保方面投入不断加大，生产工人用工逐步走向规范，矿山出现用工短缺，工资上涨，因此企业生产成本不断增加。该行业在生产渠道的营运资金投入应进行重新调整来应对成本增加等问题的出

现，利用其他渠道的营运资金的节省来均衡整体的收支结构。

（二）2015 年金属、非金属行业经营环境变化大事件

1. “中国制造 2025”将给有色金属行业带来新机遇

中国有色金属行业现处于严重的“双挤压、三约束”的局面，就是指价格上不去、成本下不来的双重压力和产能过剩的约束、技术水平的约束以及生态环保的约束。要想走出困境，就要瞄准“低品位”矿山开发、扩大有色金属应用等技术需求，持之以恒开展技术联合攻关。在实现“中国制造 2025”目标的过程中，我国经济将持续增长，结构走向合理，现代化建设的优越性很快会从中国有色金属需求量上体现出来。面临着需求量的大幅增加，营运资金管理也要调整结构，提供充足的资金保证营销渠道的增量，降低周转期。

2. 中国钢材出口量首破 1 亿吨

2015 年 1 ~ 11 月，中国累计出口钢材 10 174 万吨，同比大幅增长 21.7%。我国钢材产品在国际具有很强的竞争力，价格低、质量优和服务好，能很好地满足客户的需要。但是中国钢材出口总量大的同时，中国钢材净出口折合粗钢产量仅为中国钢产量的 14.5% 左右，所以这表明，中国钢铁生产依然是主要满足国内消费。针对于国内的主要市场，为满足巨大的需求量，应保证采购渠道的营运资金供应，准备好该类金属原材料为生产环节做好充好的准备，降低采购渠道的周转期进而提高营运资金管理绩效。

3. 全球钢材消费量自 2010 年以来迎来首降

全球经济复苏依然面临很多不确定因素，各类潜在风险相互交织，全球经济难以摆脱深度调整压力，钢材需求疲软；新兴市场经济体，尤其是中国经济增速下滑，钢材消费出现了近 20 年来首次下降，导致全球钢材消费量下降，亚洲钢材消费量同比下降 3%；乌克兰危机拖累独联体钢材总消费量下降 12.9%；非洲地区经济增速较快，钢材消费量增长 5.2%；南美洲、中东地区钢材消费量小幅增长。2015 年，全球钢材表观消费量为 15 亿吨，低于 2014 年的 15.5 亿吨，为近 5 年来首次下降。而 2015 年全球钢材人均表观消费量为 208.2 千克，与 2014 年的 217.1 千克相比略有下降，这也是全球钢材人均表观消费量连续第二年下降。虽然增量减少，但钢材消费量仍然处于增加的状态，依然要分渠道进行迎合市场的营运资金管理调整。

4. 铁矿石市场价格持续“探底”

铁矿石价格尽管在中间出现上升的现象，但整体趋势仍然下跌，这是由供需关系所决定的。中国钢铁消耗量出现首降，而拥有矿山的企业不断地努力开凿，导致了严重的供大于求的局面。我国直接进口铁矿石（62% 品位干基粉矿）到岸价从年初的 70.74 美元/吨降至 12 月 15 日的 38.68 美元/吨，跌破了 40 美元/吨大关，降幅高达 45.3%，创 10 年来新低。低价使得利润有所降低，这有可能影响到资金的周转，因而在营运资金管理上要适当控制营销渠道的营运资金占比，保证采购、生产渠道的占比，保证整个资金链的完整性，提高产业链的稳定性。

5. 矿产、煤炭业编制“十三五”发展规划

2015 年底，国土部、国家发展改革委、财政部、工信部、环保部、商务部等多部委，共同开展“十三五”矿产资源规划编制工作。正在编制的“十三五”矿产资源规划将涵盖八大任务，包括：加强公益性地质调查与服务、优化能源矿产开发利用结构、提高金属矿产保障能力、推进非金属矿产合理开发利用、保障战略性新兴产业所需矿产供应、加快矿业创新发展和绿色转型、积极参与矿业国际合作、深化矿产资源管理改革等。

6. 中国财政部取消钢铁颗粒粉末、稀土、钨、钼等产品的出口关税

2014 年 8 月 WTO 稀土案败诉之后，中国承诺将取消稀土、钨、钼相关产品的出口关税及配额。2015 年 1 月份，商务部宣布取消稀土出口配额管理，并保留出口关税到 5 月。财政部下发的通知使得关税取消正式落地，符合市场预期。制定出口关税及配额是为了保护我国金属资源及自然环境，促进产业升级。但在牛市氛围下，即使取消关税是败诉之后的应对举措，市场情绪仍将被点燃。短期金属

价格将受提振，长期仍看需求变化。2014 年中国铝材出口 360 万吨，占比为 7.6%；稀土出口 2.8 万吨，占比为 25%，钨钼、稀土与海外价格差与关税相差不大，在 15% ~25% 之间。实施零关税有利于增加国内相关金属出口量，输出过剩产能，短期对金属价格有一定提振作用，但由于全球金属需求仍较为疲弱，价格的持续反弹依然较难实现。

7. 钢铁原料产业借助“互联网 +”突围

2015 年，“互联网 +”之风劲吹，铁矿、煤炭行业随之步入电子商务时代。在新一轮铁矿山蜕变发展中，“互联网 +”与矿山行业深度融合，实施转型升级。海南矿业打造铁矿石电子商务平台，旨在为相关钢铁企业提供原料供应、物流配送以及融资等服务，从而能够为用户提供原料采购的一揽子解决方案。同时，全国各个煤炭交易中心都在抢占互联网平台的新市场。在 2015 年底举办的内蒙古煤炭交易中心上线交易启动仪式上，多家银行提供了总计 420 亿元的 2016 年度供应链金融服务。与此同时，包括神华集团在内的几大上游重点客户也签订合约，2016 年度拟上线双边交易总量 2.16 亿吨，交易总额达到 280 亿元。在“互联网 +”的新模式下，铁矿、煤炭电商的发展是大势所趋。上述企业要想从这片方兴未艾的市场热土中崛起，还须加快“触电”步伐。

8. 中国矿石运输开启“大船时代”

2015 年 7 月 2 日，交通部、国家发展改革委联合发布《关于港口接靠 40 万吨矿石船有关问题的通知》，明确我国港口接靠 40 万吨矿石船相关政策，对现阶段 40 万吨矿石码头做出布局，全国 4 个港口的 7 个泊位可接靠 40 万吨矿石船。2015 年 7 月 4 日，中国矿运有限公司旗下的世界级 40 万吨“远卓海”轮在青岛港董家口港区靠泊作业，青岛港成为国内率先具备 40 万吨散货船直靠能力的码头。此次 40 万吨船舶的国内首航，标志着中国码头等级从 30 万吨提升至 40 万吨，开启了中国港口干散货作业的“大船时代”。

三、2015 年金属、非金属行业上市公司营运资金存量及其分布状况

（一）金属、非金属行业上市公司营运资金存量及其分布状况总体分析

1. 行业层面

金属、非金属行业层面的分析，是从该行业营运资金的配置情况、经营活动营运资金、投资活动营运资金以及金融经营活动营运资金的配置情况和年度变化情况进行分析，透视上市公司 2015 年营运资金管理的现状。2014 ~2015 年金属、非金属行业营运资金配置情况如表 16 -1 所示，2014 ~2015 年金属、非金属行业总体营运资金存量及其分布状况如图 16 -1 所示，2014 ~2015 年金属、非金属行业营运资金分布统计数据状况如图 16 -2 所示。

根据表 16 -1 和图 16 -1、图 16 -2 的分析可知，金属、非金属行业 2015 年较 2014 年营运资金占用水平总体下降。与 2014 年相比，营运资金期末占用额减少了 507.08 亿元，降低幅度为 10.99%。其中，经营活动营运资金占用量减少了 353 亿元，比例降低了 4.56 个百分点，变化较大；金融经营活动营运资金期末占用减少了 12.41 亿元，占比增加 0.57 个百分点；投资活动营运资金占用额减少了 141.97 亿元，占比却增加了 5.13 个百分点。由此说明金属、非金属行业的企业在这一年将资金更多地投入投资活动当中。

从营运资金占用结构上看，经营活动营运资金、金融经营活动营运资金和投资活动营运资金在营运资金中的占用结构整体稳定，其中，2015 年投资活动营运资金占营运资金总额的比重为 74.66%，而 2014 年这一比例为 69.53%，在营运资金占用总额减少的情况下，该部分的占比依然增长了 5.13%，说明金属、非金属行业十分注重投资活动，在该方向投入较多，其营运资金占比一直远超其他两部分。

从行业均值来看，2015 年平均每家企业的营运资金占用额较 2014 年减少了 3.9 亿元，从营运资金的构成来看，平均每家企业的经营活动营运资金占用额减少 2.21 亿元，占比增加 11.65%。每家企业的金融经营活动营运资金占用额和比例基本稳定，变化不大。而投资活动营运资金占比减少 10.81%。

表 16－1　　2014～2015 年金属、非金属行业营运资金存量及其分布状况

项目	营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用（亿元）		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用（亿元）		投资活动营运资金期末占比（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	4 610.63	4 103.55	1 506.51	1 153.51	32.67	28.11	-101.34	-113.75	-2.20	-2.77	3 205.76	3 063.79	69.53	74.66
行业平均	24.52	20.62	8.01	5.80	53.68	65.33	-0.54	-0.57	-0.37	-1.23	17.05	15.40	46.71	35.90
最大值	489.69	463.85	246.60	280.05	—	—	1.53	100.39	—	—	243.09	225.48	—	—
中位数	11.30	11.25	5.31	5.99	64.18	62.82	0.00	0.00	0.00	0.00	5.15	4.43	35.54	37.18
最小值	-140.22	-171.02	-203.10	-337.82	—	—	-75.47	-81.99	—	—	-6.23	-6.37	—	—
样本量	188	199	188	199	188	199	188	199	188	199	188.00	199.00	188.00	199.00

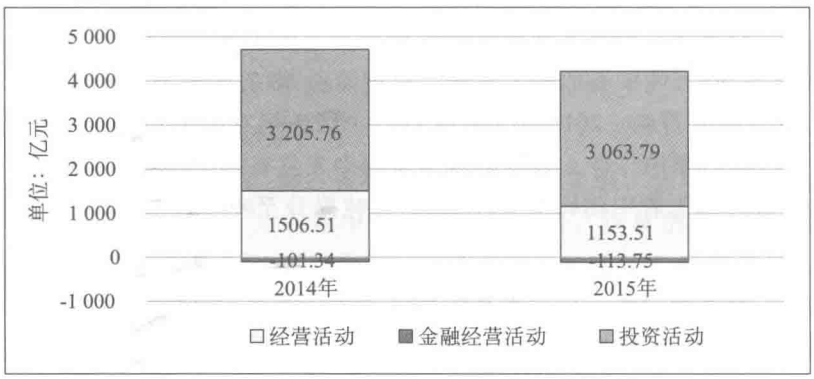


图 16－1　2014～2015 年金属、非金属行业总体营运资金存量及其分布状况

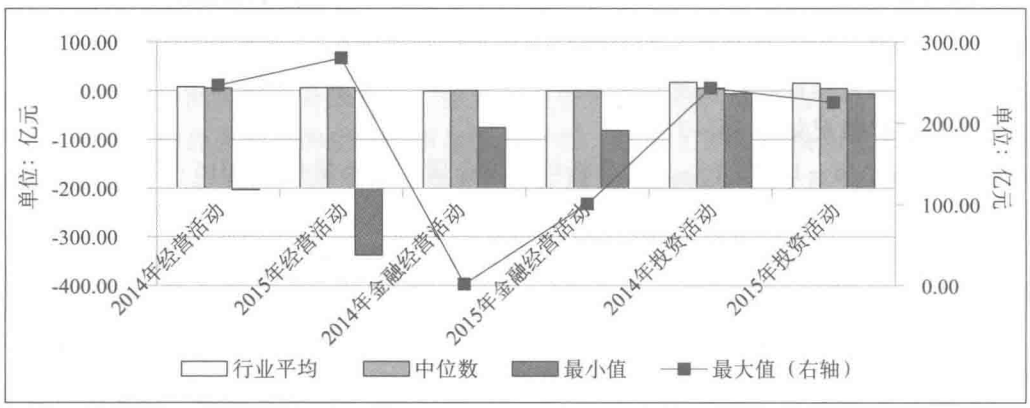


图 16－2　2014～2015 年金属、非金属行业营运资金分布统计数据

2. 企业层面

表 16－2 从企业层面展示了 2014～2015 年金属、非金属行业上市公司营运资金配置结构情况和结构变化。从表中可以清晰地看出，2014 年及 2015 年该行业经营活动营运资金占比量在 50%～75% 的区间内公司数量最多，分别为 61 家和 68 家。在金融经营活动营运资金占比方面，金属、非金属行业的公司均处于 0%～25% 的区间内，表明公司并没有十分侧重于金融经营活动。投资活动营运资金占比区间与前两者略有不同，2014 年和 2015 年在 25%～50% 区间内的企业家数最多，分别为 59 家和 68 家。

表 16－2　　2014～2015 年金属、非金属行业上市公司营运资金分布状况分段统计表

区间（%）	按经营活动营运资金占比区间统计				按金融经营活动营运资金占比区间统计				按投资活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	17	9.04	23	11.62	184	97.87	191	96.46	21	11.17	16	8.08
(0，25]	18	9.57	7	3.54	4	2.13	7	3.54	44	23.40	47	23.74
(25，50]	27	14.36	37	18.69	0	0.00	0	0.00	59	31.38	68	34.34
(50，75]	61	32.45	68	34.34	0	0.00	0	0.00	28	14.89	36	18.18
(75，100]	44	23.40	47	23.74	0	0.00	0	0.00	19	10.11	7	3.54
>100	21	11.17	16	8.08	0	0.00	0	0.00	17	9.04	24	12.12
总 计	188	100	198	100	188	100	198	100.00	188	100.00	198	100.00

（二）金属、非金属行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布状况

1. 行业层面

如表 16－3 和图 16－3 所示，按渠道对金属、非金属业上市公司的经营活动营运资金的占用情况进行分析，2014 年行业总体的经营活动营运资金占用总额为 1 506.51 亿元，其中采购渠道营运资金占用额为－2 654.10 亿元，占经营活动营运资金的－176.18%；生产渠道营运资金的占用为 1 053.17 亿元，占经营活动营运资金的 70%；营销渠道营运资金占用总额为 3 107.44 亿元，占经营活动营运资金的 206.27%。而在 2015 年，经营活动营运资金有了小幅度的减少，为 1 153.51 亿元，生产渠道和营销渠道占比均有所提升，分别为 87.36% 和 241.12%，而采购渠道占比下降至－228.49%。

金属、非金属业经营活动营运资金占用平均值在 2015 年大幅下降，从 8.01 亿元降至 5.8 亿元，其中采购渠道营运资金的平均占用值为－13.24 亿元；生产渠道营运资金平均占用为 5.06 亿元；营销渠道营运资金占用的平均值为 13.98 亿元。行业总体的最大值为 280.05 亿元，最小值为－337.82 亿元。从渠道资金占比上看，采购渠道资金占用的平均值从 8.66% 上升到 27.70%，生产渠道资金占用的平均值相反从 53.86% 下降到 6.45%，而营销渠道的资金占用水平也上升近 30%。

综合来看，与 2014 年相比，金属、非金属业营销渠道营运资金占用额行业总体有较大幅度下降，采购渠道、生产渠道营运资金占用额行业总体变化不大。

表 16－3　　2014～2015 年金属、非金属行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计表

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	－2 654.10	－2 635.65	1 053.17	1 007.76	3 107.44	2 781.40	1 506.51	1 153.51
	行业平均	－14.12	－13.24	5.60	5.06	16.53	13.98	8.01	5.80
	最大值	17.31	19.64	353.76	410.63	222.65	207.35	246.60	280.05
	中位数	－2.17	－1.55	0.61	0.38	8.06	7.59	5.31	5.99
	最小值	－304.86	－424.50	－46.96	－42.37	－104.79	－84.75	－203.10	－337.82
占比（%）	行业总体	－176.18	－228.49	69.91	87.36	206.27	241.12	—	—
	行业平均	8.66	27.70	53.86	6.45	37.48	65.35	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	－10.16	－8.30	13.07	7.04	97.88	95.36	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本量		188	199	188	199	188	199	188	199

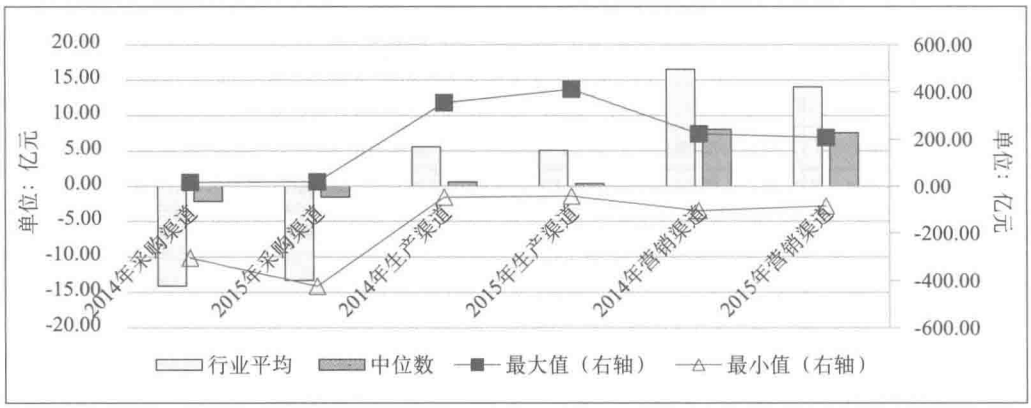


图 16－3　2014～2015 年金属、非金属行业经营活动各渠道营运资金分布统计数据

2. 企业层面

表 16－4 从企业层面展示了 2014～2015 年金属、非金属行业上市公司经营活动营运资金渠道配置结构及其变化情况。由表可见，2014 年和 2015 年金属、非金属行业采购渠道营运资金占比最大的区间相同，均处于≤0 的区间，分别有 113 家和 117 家，占总数的 60.11% 和 59.09%。生产渠道营运资金占比最大的区间也相同，为（0，25%］区间，分别有 78 家和 90 家，占总数的 41.49% 和 45.45%。营销渠道营运资金占比最大的区间都为 >100%，都有 92 家，占总数的 48.94% 和 46.46%。整体来看，与 2014 年相比，2015 年该行业各渠道营运资金配置结构基本一致，没有较大变化。

表 16－4　2014～2015 年金属、非金属行业上市公司经营活动营运资金按渠道分布情况分段统计表

区间（%）	按采购渠道营运资金占比区间统计				按生产渠道营运资金占比区间统计				按营销活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	113	60.11	117	59.09	47	25.00	60	30.30	37	19.68	34	17.17
（0，25］	27	14.36	35	17.68	78	41.49	90	45.45	3	1.60	7	3.54
（25，50］	10	5.32	8	4.04	35	18.62	23	11.62	10	5.32	8	4.04
（50，75］	3	1.60	4	2.02	13	6.91	11	5.56	17	9.04	18	9.09
（75，100］	4	2.13	7	3.54	6	3.19	6	3.03	29	15.43	39	19.70
>100	31	16.49	27	13.64	9	4.79	8	4.04	92	48.94	92	46.46
总 计	188	100	198	100	188	100	198	100	188	100	198	100

（三）金属、非金属行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布状况

1. 行业层面

从整体来看（见表 16－5 和图 16－4），2015 年较 2014 年经营活动营运资金占用量减少，其要素存货、应收及预付款项、应付及预收款项均有所降低。具体来看，2015 年存货行业总体占用较 2014 年减少了 824.05 亿元，幅度为 17.79%，存货行业平均占用较 2014 年减少了 5.5 亿元，幅度为 22.32%；应收及预付款项行业总体占用较 2014 年减少了 459.39 亿元，幅度为 9.96%，应收及预付款项行业平均占用较 2014 年减少了 3.66 亿元，幅度为 14.93%；应付及预收款项行业总体占用较 2014 年减少了 930.72 亿元，幅度为 12.03%，应付及预收款项行业平均占用较 2014 年减少了 6.95 亿元，降幅为 16.89%。由此，2015 年经营活动营运资金行业总体占用降低了 23.41%，行业平均占用降低了 27.59%。

表 16－5　　2014～2015 年金属、非金属行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布总体统计表

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	4 632.03	3 807.98	4 608.59	4 149.20	7 734.40	6 803.68	1 506.21	1 153.51
	行业平均	24.64	19.14	24.51	20.85	41.14	34.19	8.01	5.80
	最大值	489.89	543.82	283.29	311.80	643.11	721.00	246.60	280.05
	中位数	6.24	5.27	8.88	9.11	8.70	7.70	5.31	5.99
	最小值	0.31	0.04	0.50	0.38	0.32	0.21	－203.10	－337.82
占比（%）	行业总体	307.53	330.12	305.97	359.70	513.50	589.82	—	—
	行业平均	75.42	29.31	54.94	35.31	30.36	－34.87	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	61.81	56.01	96.63	99.82	61.28	57.36	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本数量		188	199	188	199	188	199	188	199

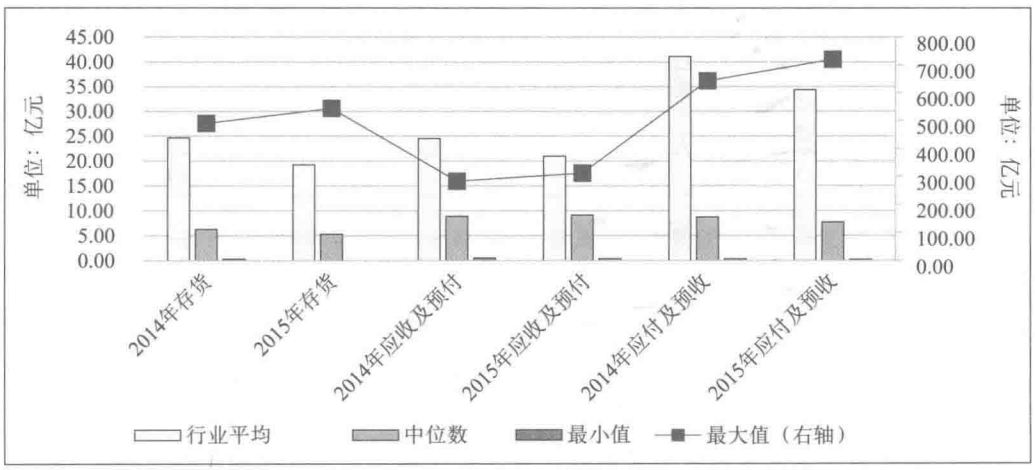


图 16－4　2014～2015 年金属、非金属行业经营活动各要素营运资金分布统计数据

从各要素的配置结构来看，应付及预收款项配置占比最高，这与金属、非金属行业生产材料的采购和开发链有关。2015 年应付及预收款项行业平均占比为 589.82%，较 2014 年增长了 76.32%。存货项目和应收及预付款项的行业总体数额占总经营活动营运资金的比例则大致稳定。

2. 企业层面

由表 16－6 可知，金属、非金属行业在 2015 年的上市公司总共有 198 家，其中，在存货方面，在各个区间的分布数量相对较均匀，且与 2014 年的分布结构没有较大的区别。而在应收及预付款项中，有 50% 的企业处于 >100% 区间，这一区间的占比较 2014 年有所提高。应付及预收款项大部分处于 >100% 区间内，剩余企业在其他区间内分布较为均匀。整体来看，2015 年金属、非金属行业的上市公司较 2014 年相比，其经营活动营运资金要素配置结构变化不大。

表 16－6　2014～2015 年金属、非金属行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布分段统计表

区间（%）	按存货占比				按应收及预付款项				按应付及预收款项			
	区间统计				占比区间统计				占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	37	19.68	37	18.69	37	19.68	37	18.69	37	19.68	37	18.69
(0，25]	9	4.79	17	8.59	0	0.00	0	0.00	20	10.64	25	12.63
(25，50]	30	15.96	35	17.68	7	3.72	8	4.04	23	12.23	24	12.12
(50，75]	36	19.15	39	19.70	20	10.64	22	11.11	31	16.49	33	16.67
(75，100]	28	14.89	28	14.14	34	18.09	32	16.16	14	7.45	17	8.59
>100	48	25.53	42	21.21	90	47.87	99	50.00	63	33.51	62	31.31
总 计	188	100	198	100	188	100	198	100	188	100	198	100

四、2015 年金属、非金属行业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析

（一）金属、非金属行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额分析

金属、非金属行业的上市公司经营活动营运资金占用水平在 2015 年和 2014 年持平，但 2015 年比 2014 年在经营活动营运资金的投入上节省了 143.19 亿元，这表明该行业整体在经营活动营运资金管理水平方面有了很大的提升，使得投入更少的资金可以获得更高的回报。行业平均占用水平从 2014 年的 0.27 升高至 2015 年的 0.29。

表 16－7　2014～2015 年金属、非金属行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额

项　目	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约额（亿元）
	2014 年	2015 年	
行业总体	0.06	0.06	143.19
行业平均	0.27	0.29	—
最大值	1.21	1.53	—
中位数	0.24	0.28	—
最小值	-0.69	-1.17	—
样本量	188	199	—

（二）金属、非金属行业上市公司分渠道的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

表 16－8 呈现出 2014～2015 年金属、非金属行业从渠道的角度经营活动营运资金周转期的变化，2015 年行业整体采购渠道营运资金周转期为 -47 天，较上一年同期降低 11 天，变化率为 30.02%，该行业整体采购渠道营运资金管理绩效大幅改进。从次类行业来看，2015 年各子行业采购渠道营运资金周转期与 2014 年相比都有了一定的改善，尤其是黑色金属冶炼及压延加工业的采购渠道周转期是由 -52 天缩减到 -73 天，变化率达到 40.47%。金属制品业和非金属矿物制品业的管理绩效接近行业平均水平，有色金属冶炼及压延加工业的采购渠道营运资金管理绩效有待加强，远低于行业平均水平。

2015 年行业整体生产渠道营运资金周转期为 19.7 天，相比 2014 年增长了 3 天，生产渠道营运资金的管理绩效保持在一个相对稳定的水平。从次类行业来看，2015 年非金属矿物制品业生产渠道营运资金周转期均长于行业平均水平，为 46.5 天。黑色金属冶炼和压延加工业的生产渠道周转期远远低于行业平均水平，是四个细分行业中管理绩效最强的行业。金属制品业和有色金属冶炼和压延加工业生产渠道周转期与行业平均水平相近，并稍长于平均水平，且与 2014 年相比周转期皆有所增加，营运资金管理水平降低。行业内的细分行业的周转期有增有降，使行业整体保持在相对稳定的状态。

表 16－8　　2014～2015 年金属、非金属行业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	采购渠道营运资金周转期		生产渠道营运资金周转期		营销渠道营运资金周转期		经营活动营运资金周转期（按渠道）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
非金属矿物制品业	－34.32	－48.0	38.15	46.5	78.23	70.6	82.05	69.1
金属制品业	－35.44	－37.6	13.49	27.0	102.05	104.5	80.10	93.88
有色金属冶炼和压延加工业	－3.77	－10.1	17.99	24.4	30.36	31.9	44.58	46.13
黑色金属冶炼及压延加工业	－51.97	－73.0	5.33	6.6	40.78	46.2	－5.87	－20.2
行业整体	－36.07	－46.9	15.89	19.7	50.54	52.1	30.36	24.9

2015 年营销渠道营运资金周转期为 52.1 天，与 2014 年的 50.54 天相比没有较大波动，营销渠道营运资金管理绩效保持不变。从次类行业来看，各子行业营销渠道营运资金周转期普遍为正，且数值较大，说明在此过程中企业被其他企业占用的资金收回难度较大，因而变现效率更低。其中，金属制品业在 2015 年营销渠道营运资金周转期超过行业平均水平一倍，且较 2014 年延长了 2 天。2015 年黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业营销渠道营运资金周转期较 2014 年均有所增加，且稍低于行业平均水平。而 2015 年非金属矿物制品业的周转期较 2014 年降低了 8 天。

从渠道角度来看整体的经营活动营运资金周转期，2015 年黑色金属冶炼和压延加工业行业经营活动营运资金管理绩效相对于 2014 年改善最为明显，主要是因为采购渠道资金管理绩效的大幅度上升。相较而言，非金属矿物制品业经营活动营运资金管理绩效也有所提升，但金属制品业和有色金属冶炼及压延加工业经营活动营运资金管理绩效则有所下降。而 2015 年行业整体的经营活动营运资金管理绩效在一定程度上有所提升。

表 16－9　　2011～2015 年金属、非金属行业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
采购渠道营运资金周转期	29	32	35	－32.5	－46.9
生产渠道营运资金周转期	－5	－3	－14	14.3	19.7
营销渠道营运资金周转期	9	14	14	45.8	52.1
经营活动营运资金周转期（按渠道）	25	21	35	27.7	24.9

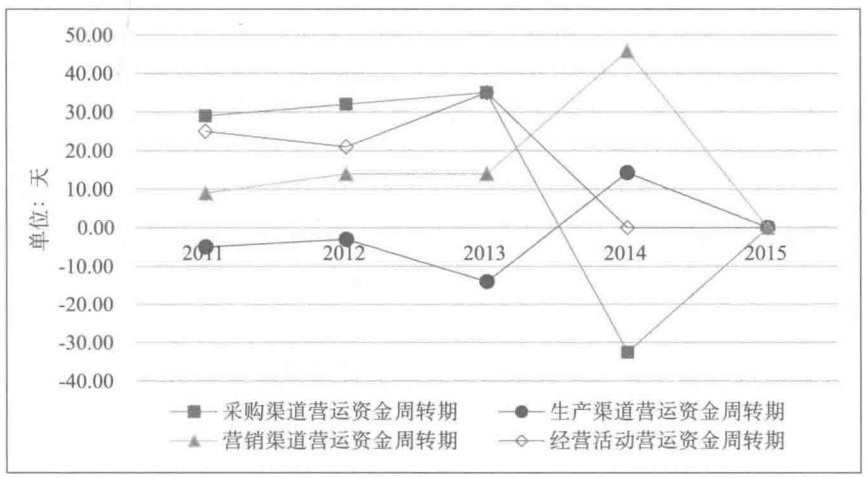


图 16－5　2011～2015 年金属、非金属行业经营活动各渠道营运资金周转期变化趋势

2011～2015 年经营活动营运资金周转期（按渠道）波动较小，整体呈现较为稳定的状态，2013 年到 2015 年略有下降。2011 年经营活动营运资金管理绩效是五年中最差的一年。可以看出，在 2008 年金融危机后，其经营活动营运资金管理绩效一直表现不佳，特别是营销渠道的营运资金一直处在较高的水平，是导致经营活动营运资金管理绩效表现不佳的主要原因。由于近年来行业的市场需求降低，销路不畅，营销渠道的周转期逐年增加，且增幅越来越大。行业竞争加剧，导致市场销售不顺畅，营销渠道的管理绩效恶化。金属、非金属行业采购渠道的营运资金周转期在 2011 年到 2013 年呈现上升状态，但在 2014 年开始骤然大幅降低，营运资金管理绩效显著提高，从正转负。而生产渠道营运资金周转期整体总走势呈现上升，但在 2013 年骤然降低，说明生产渠道的营运资金管理绩效有很大的提升空间，需要进一步改善。

从图 16－5 中可以明显看出，要想提高整体经营活动营运资金管理绩效，需主要从生产渠道和营销渠道进行改善，这两个渠道的提升空间较大，稍有改善就可大幅降低整体的营运资金周转期。

2. 企业层面

在企业层面，本部分将以 2014～2015 年可比样本为研究对象，分析金属、非金属行业上市公司 2015 年营运资金分渠道管理水平的稳定程度。本部分中，剔除掉 2014 年度或 2015 年度数据缺失的公司，得到 2014～2015 两年间可比样本为 85 家，如表 16－10 所示。

表 16－10　　2014～2015 年金属、非金属行业各渠道经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短（家）	55	31	20	26
	缩短占比（%）	64.71	36.47	23.53	30.59
	基本不变（家）	15	9	17	21
	基本不变占比（%）	17.65	10.59	20	24.71
	延长（家）	15	45	48	38
	延长占比（%）	17.65	52.94	56.47	44.71
可比样本总数		85			

在 85 家可比企业中，与 2014 年相比采购渠道营运资金管理绩效改善的有 55 家，占 64.17%；绩效降低的上市公司有 15 家，占 17.65%；基本不变的公司有 15 家，占总样本的 17.64%，说明行业采购渠道营运资金周转期整体缩短，各企业之间管理绩效差别较大。

生产渠道绩效改善的企业有 31 家，占总样本的 36.47%；绩效降低的上市公司有 45 家，占 52.94%；基本稳定的企业数量最少，为 9 家，占总样本的 10.58%，说明行业企业生产渠道营运资金管理呈现两极分化的现象，企业之间差别较大。

2015 年金属、非金属行业中有 20 有家上市公司的营销渠道营运资金管理绩效比上年有所改善，占可比样本的 23.53%，管理绩效降低的企业有 48 家，占可比样本的 56.47%，超过总样本的半数。营销渠道整体呈现周转期延长的趋势。

在三个渠道中，营销渠道绩效改善的企业数量最少，为 20 家，同时营销渠道管理绩效降低的企业数量也最多，为 48 家。而 2015 年经营活动营运资金周转期（按渠道）延长的企业数量最多，占 44.71%，说明 2015 年行业内企业营运资金的管理绩效低下的主要原因是营销渠道营运资金管理不得当。

（三）金属、非金属行业上市公司分要素的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

如表 16－11 所示，2015 年行业整体的经营活动营运资金周转期由 39.9 天减少至 41.7 天，各行业中除金属制品业的周转期有所增加，其他三个子行业的周转期皆减少，尤其是非金属矿物制品业大幅

降低，减少了 27 天，黑色金属冶炼及压延加工业的经营活动营运资金管理绩效远远高于行业平均水平。

表 16－11　　2014～2015 年金属、非金属行业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	存货周转期		应收账款周转期		应付账款周转期		经营活动营运资金周转期（按要素）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
非金属矿物制品业	142.0	118.5	107.0	89.4	95.0	80.3	154.0	127.7
金属制品业	76.0	85.7	91.0	87.0	89.0	79.3	78.0	93.4
有色金属冶炼和压延加工业	75	67.2	27.0	23.8	39.0	46.5	47.0	44.5
黑色金属冶炼及压延加工业	71.0	68.4	44.0	44.7	103.0	114.0	12.0	－1.0
行业整体	75	77.2	48.0	49.8	79	85.4	39.9	41.7

从各要素看，行业整体 2015 年存货周转期为 77.2 天，与 2014 年相比延长了 2 天，行业整体存货管理绩效有一定幅度的下降。从细分子行业来看，2015 年非金属矿物制品业、金属制品业存货管理绩效低于行业平均水平，其中非金属矿物制品业的存货周转期最长，与行业平均水平相比相差 41 天。与 2014 年相比，非金属矿物制品、有色金属冶炼和压延加工业和黑色金属冶炼和压延加工业的存货周转期小幅度减少，存货管理绩效有所改善。而金属制品业存货周转期有所增加，存货管理水平下滑。

从应收账款周转期角度看，行业整体在 2014 年和 2015 年持平，几乎不存在变化，应收账款管理绩效稳定。从细分子行业来看，各个子行业的营运资金管理绩效均有小幅度的提升，但变化提升幅度不明显。其中，非金属矿物制品业和金属制品业的周转期均高于行业整体水平，而黑色金属冶炼及压延加工业的周转期与行业水平持平，有色金属冶炼及压延加工业显著低于行业水平，其管理绩效水平最高。

2015 年应付账款周转期由 79 天延长到 85.4 天，变化幅度不大，应付账款管理绩效有所下降。从细分子行业来看，2015 年非金属矿物制品业和金属制品业的周转期较 2014 年相比有较小的降低，有色金属冶炼及压延加工业及黑色金属冶炼及压延加工业的应付账款管理绩效水平上升。

从要素角度来看，2015 年金属、非金属行业经营活动营运资金（按要素）管理绩效下降的原因主要是存货和应收账款管理绩效水平的下降。

由表 16－12 和图 16－6 可知，总体来看，2011～2015 年应付账款周转期整体呈现上升的现象，逐年增加，从 2011 年的 45 天增加到 85.4 天。存货周转期只在 2013 年出现小幅度的下降，其余每年均表现为上升。而应收账款的周转期每年也呈现出不同幅度的增加。该行业经营活动营运资金周转期整体水平从 2013 年起有小幅度的改善，这得益于存货周转期在 2013 年营运资金管理绩效的提升。由此可见，金属、非金属行业 2015 年要素视角营运资金绩效稳定中略有改善。

表 16－12　　2011～2015 年金属、非金属行业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
存货周转期	63.00	69.00	67.00	75.0	77.2
应收账款周转期	30.00	36.00	39.00	48.0	49.8
应付账款周转期	45.00	54.00	60.00	79.0	85.4
经营活动营运资金周转期（按要素）	48.00	51.00	46.00	44.0	41.6

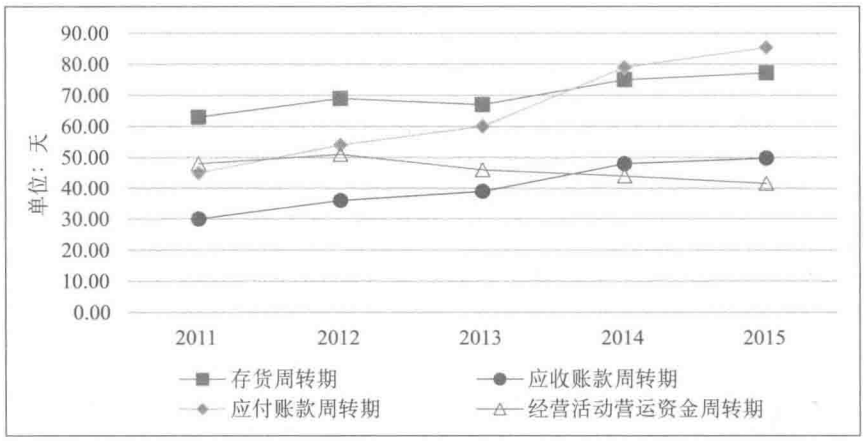


图 16－6　2011～2015 年金属、非金属行业经营活动各要素营运资金周转期变化趋势

2. 企业层面

从表 16－13 可以看出，2015 年金属、非金属行业存货周转绩效改善的上市公司有 13 家，占 15.29%；绩效降低的企业数量最多，达到 39 家，占可比样本的 45.88%；基本稳定的企业有 33 家，说明存货周转期整体是增加的。

表 16－13　　2014～2015 年金属、非金属行业各要素经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
周转期变化统计	缩短（家）	13	13	11	27
	缩短占比（%）	15.29	15.29	12.94	31.76
	基本不变（家）	33	23	25	20
	基本不变占比（%）	38.82	27.06	29.41	23.53
	延长（家）	39	49	49	38
	延长占比（%）	45.88	57.65	57.65	44.71
可比样本总数（家）		85			

2015 年应收账款管理绩效改善的企业有 13 家，占总数的 15.29%；绩效降低的企业达到 49 家，占可比样本的 57.65%；基本稳定的企业有 23 家，占比 27.06%。2015 年应收账款周转期也是整体增加，企业间差距较大。

2015 年应付账款管理绩效改善的企业有 11 家，占可比总样本的 12.94%；绩效降低的企业达到 49 家，占可比样本的 57.65%；基本稳定的企业有 25 家，占总样本 85 的 29.41%。

从行业经营活动营运资金（按要素）的管理绩效来看，2015 年金属、非金属业部分上市公司管理绩效相对于 2014 年有一定程度的改善，但整体是下降的，周转期延长的企业数量多达 38 家，占总数的 44.71%，高比例决定了营运资金管理整体水平的下降。

五、2015 年金属、非金属行业上市公司资金回报分析

从表 16－14 可以看出，金属、非金属行业 2015 年总资金回报率与 2014 年相比下降明显，从 4.61%降至 1.63%。行业均值与总体保持一直，从 7.04%降至 4.14%。其中，最大值变动较大，2014 年为 190.38%，而 2015 年只有 24.69%。经营活动资金的回报率 2015 年为 1.12%，较 2014 年下降 77.68%，行业平均值由 7.69%降至 1.85%。投资活动资金回报率 2015 年较 2014 年相比由 2.6%上升至 3.61%，行业平均值也保持上升。金融经营活动资金回报率同样有所提高。整体来看，总资金回报率的下降主要来自于经营活动资金回报率的降低。

表 16 - 14　　2014 ~ 2015 年金属、非金属行业上市公司资金回报率统计分析表

项目	总资金回报率（%）		经营活动资金回报率（%）		投资活动资金回报率（%）		金融经营活动资金回报率（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	4.61	1.63	5.02	1.12	2.60	3.61	-3.15	-8.05
行业平均	7.04	4.14	7.96	1.86	1.66	4.69	1.77	3.89
最大值	190.38	24.69	165.00	34.61	94.89	605.17	16.90	50.43
中位数	5.23	4.76	6.13	4.66	0.55	0.44	0.00	0.00
最小值	-13.54	-25.48	-31.89	-521.98	-265.85	-95.53	-4.29	-5.02
样本量	188	199	188	199	188	199	13	21

注：金融经营活动资金回报率统计样本以本行业内金融经营活动资金不为 0 的企业家数为准。

根据图 16 - 7、图 16 - 8、图 16 - 9、图 16 - 10 可以发现，2015 年金属、非金属行业总资金占用与资金报酬率的关系呈现不均匀分布，大部分公司均处于中等水平，只有少部分公司在投入过多的资金后依然获得了较低的报酬率，甚至存在少部分公司在投入大量资金后获得了负的报酬率。

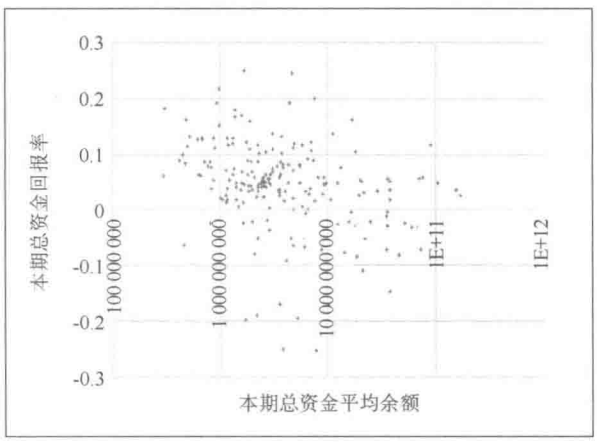


图 16 - 7　2015 年金属、非金属行业上市公司总资金占用

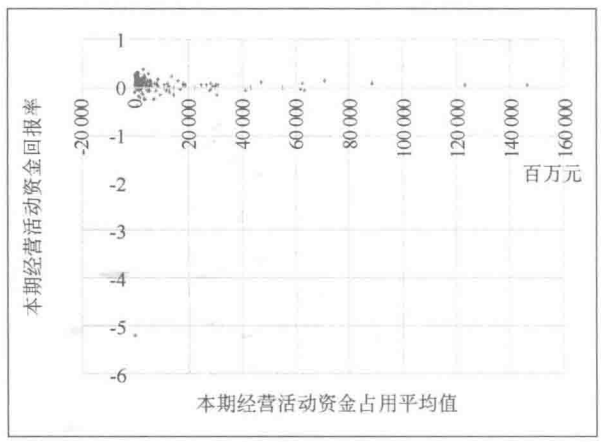


图 16 - 8　2015 年金属、非金属行业上市公司经营活动资金占用

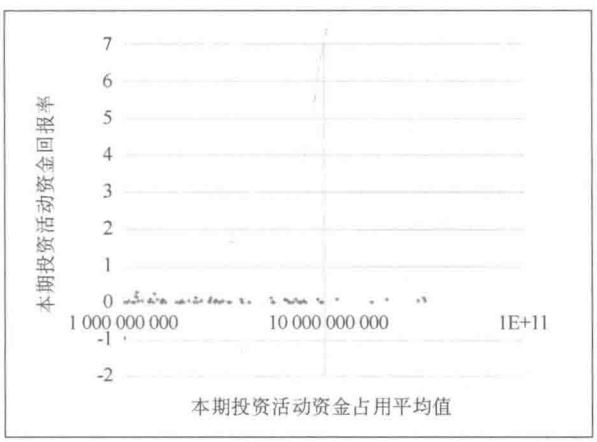


图 16 - 9　2015 年金属、非金属行业上市公司投资活动资金占用与投资活动资金回报率散点图

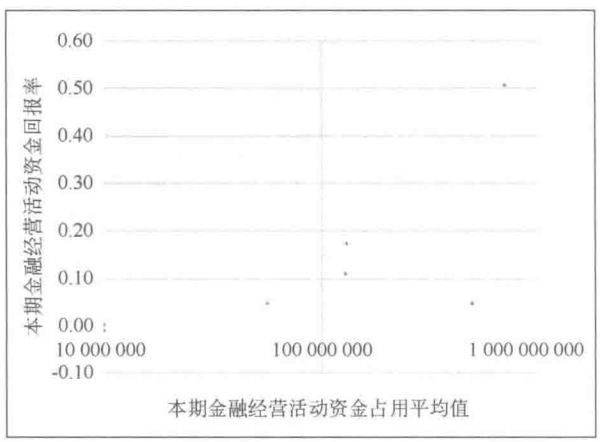


图 16 - 10　2015 年金属、非金属行业上市公司金融经营活动资金占用与经营金融活动资金回报率散点

六、2015 年金属、非金属行业上市公司融资结构与财务风险分析

（一）总资金融资结构与长期财务风险分析

1. 行业层面

从表 16－15 和图 16－11、图 16－12 可以看出，2015 年较 2014 年相比，金属、非金属行业的持有资金结构中，借入资金有小程度的降低，而自有资金占比从 51.73% 上升至 52.54%。从数字的角度来看，虽然变化十分小，但是反映在行业中，使得财务杠杆由正转负，大大减小了财务杠杆，一定程度上提升了行业内融资的安全系数。但是行业平均的财务杠杆却明显提升，说明各个企业间在总资金融资结构上存在显著的差异。

表 16－15　　2014～2015 年金属、行业总资金融资结构与财务杠杆统计分析表

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
行业总体	48.27	47.46	51.73	52.54	2.13	－1.14
行业平均	35.02	33.20	64.98	65.81	2.33	17.33
最大值	104.47	111.76	100.37	100.00	39.30	2 402.77
中位数	34.74	31.11	65.26	68.30	1.24	1.07
最小值	0.00	0.00	－4.47	－11.76	－7.48	－1.74
样本量	188	326	188	326	188	326

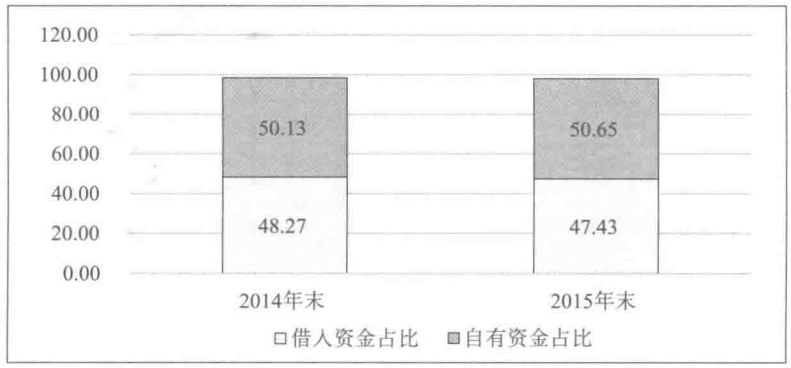


图 16－11　2014～2015 年金属、非金属行业上市公司总资金融资结构

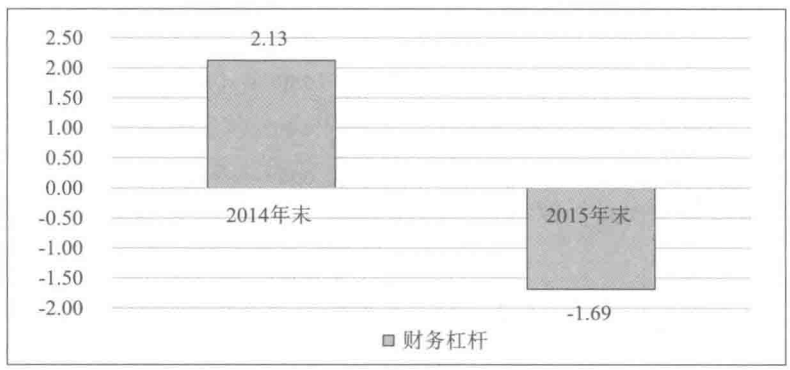


图 16－12　2014～2015 年金属、非金属行业财务杠杆

2. 企业层面

根据表 16－16 和图 16－13 可以得出，2015 年金属、非金属行业中采取短期融资方式的企业在 0～25% 区间内数量最多，有 73 家，总数量的 36.88%，比例较 2014 年增加。其次为 25%～50% 区间

内，为 62 家，占比 31.16%，比例较 2014 年略微下降。所以，超过半数的企业将借入资金占比控制在 0～50% 区间内。而 2015 年该行业采取长期融资方式的企业在 75%～100% 区间内数量最多，为 74 家，占比 37.19%，较 2014 年有所增加。其次为 50%～75% 区间内，为 67 家，占比 33.67%。从整体上看，越来越多的公司开始加大长期融资的比例，依靠增加自有资金的比例来降低公司的财务风险。

表 16－16　　2014～2015 年金属、非金属行业总资金融资结构分段统计表

比例区间（%）	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	7	3.72	12	6.03	3	1.60	1	0.50
(0，25]	62	32.98	73	36.68	8	4.26	8	4.02
(25，50]	69	36.70	62	31.16	49	26.06	48	24.12
(50，75]	44	23.40	42	21.11	65	34.57	67	33.67
(75，100]	5	2.66	8	4.02	62	32.98	74	37.19
>100	1	0.53	1	0.50	1	0.53	0	0.00
总计	188	100	199	100	188	100	199	100

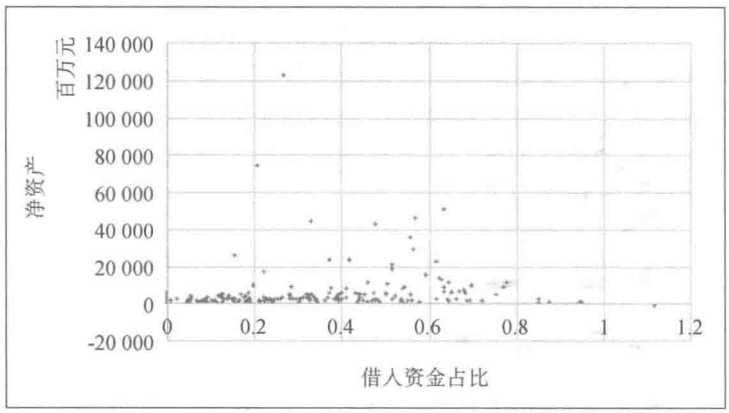


图 16－13　2014～2015 年金属、非金属行业上市公司借入资金占比与净资产散点图

从表 16－17 和图 16－14 中可知，2015 年财务杠杆比例在 1～1.5 区间内的企业数量最多，为 64 家，占比 32.16%，较 2014 年相比降低了 7.73%。其次处于 3 以上的区间内企业数为 23 家，占比 11.56%，较 2014 年相比降低了 6.53%。整体来看，大部分企业将财务杠杆比例维持在较低的水平内，来降低自身的财务风险，但依然存在部分公司偏好高风险高收益的路线，因而各个企业间财务杠杆偏好差异较大。

表 16－17　　2014～2015 年金属、非金属行业财务杠杆分段统计表

比例区间	财务杠杆			
	2014 年年末		2015 年年末	
	家数（家）	比重（%）	家数（家）	比重（%）
[1，1.5)	75	39.89	64	32.16
[1.5，2)	18	9.57	17	8.54
[2，3)	18	9.57	12	6.03
≥3	34	18.09	23	11.56
总计	188	100	199	100

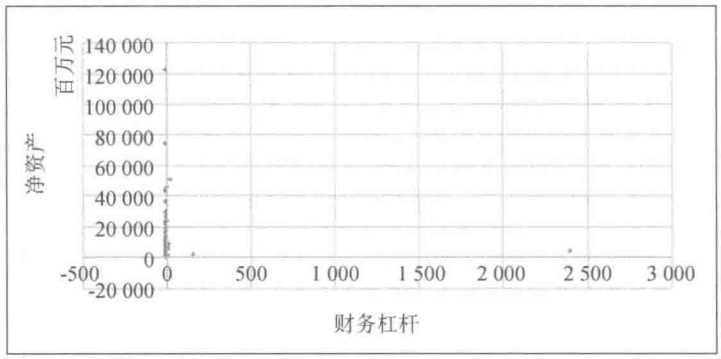


图 16－14　2015 年金属、非金属行业上市公司财务杠杆与净资产散点图

（二）营运资金融资结构与短期财务风险分析

1. 行业层面

从行业整体来看，2015 年较 2014 年，金属、非金属行业营运资金的来源基本稳定，短期金融性负债占比上升 6 个百分点，营运资本占比小幅下降，表明行业整体财务风险变化不大。

从行业平均来看，2015 年短期金融性负债的占比为 35.42%，营运资本占比为 64.08%，说明金属、非金属行业营运资金来源主要来自源于长期负债、低财务风险的营运资本，故其行业的财务风险不大。从最值来看，与 2014 年相比，2015 年短期金融性负债占比具有更大的区间幅度，同样营运资本占比的最值之间的差距显著扩大。最值太高的占比表明其营运资金来源过度依赖两者之一，融资结构极不合理，面临的财务风险过大。最值太低的占比表明该企业营业活动不仅没有融资需求，还作为融资平台为企业其他资金需求提供融资支持。上述差异也反映了金属、非金属业内各企业资金来源存在很大不同，所面临的财务风险也相差很大。

表 16－18　　2014～2015 年金属、非金属行业营运资金融资结构统计分析表　　单位：%

项目	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
行业总体	161.49	167.49	－61.49	－67.49
行业平均	46.94	35.42	53.06	64.08
最大值	8 517.63	3 617.41	6 474.46	16 890.54
中位数	45.92	48.66	54.08	51.34
最小值	－6 374.46	－16 790.54	－8 417.63	－3 517.41
样本量	188	199	188	199

图 16－15　2014～2015 年金属、非金属行业营运资金融资结构

2. 企业层面

由表 16－19 和图 16－16 可知，在 2014～2015 年可比的企业中，金属、非金属行业营运资金的来源在企业间的变化较为稳定。

表 16－19　　2014～2015 年金属、非金属行业营运资金来源结构分段统计表

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	27	14.36	26	13.07	50	26.60	54	27.14
（0，25］	39	20.74	34	17.09	15	7.98	14	7.04
（25，50］	32	17.02	40	20.10	25	13.30	30	15.08
（50，75］	25	13.30	30	15.08	32	17.02	40	20.10
（75，100］	15	7.98	14	7.04	46	24.47	46	23.12
>100	50	26.60	54	27.14	20	10.64	14	7.04
总计	188	100	199	100	188	100	199	100

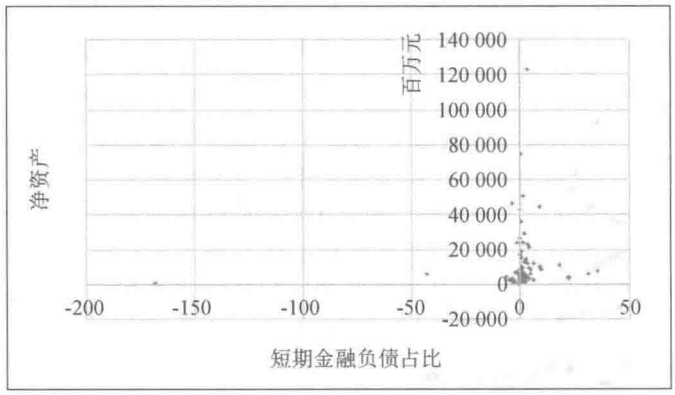


图 16－16　2015 年金属、非金属行业上市公司短期金融性负债占比与净资产散点图

2015 年金属、非金属行业的企业短期金融性负债占比均主要集中在 100% 以上的区间，占比 27.14%。短期金融性负债占比高于 50% 的企业 2015 年有 98 家，几乎超过半数，较 2014 年的 90 家小幅增加，这些企业面临的财务风险较大，应注意调整营运资金融资策略，减少对短期融资的依赖，降低财务风险。另外，短期金融性负债占比处于 0% 以下的企业有 26 家，占比 13.07%，较 2014 年相比有所下降，这些企业应该注意财务风险的扩大。

从总体来看，金属、非金属行业的企业营运资金来源于短期金融性负债的比例偏高，过半数企业的短期金融性负债都超过营运资金的 40%，但也有少数企业短期金融性负债比例极低，说明行业内各企业间财务风险水平参差不齐，但行业多数企业财务风险较高。

七、2015 年金属、非金属行业上市公司营运资金管理绩效排行榜

本部分分别按“经营活动营运资金周转期（按要素）”和“经营活动营运资金周转期（按渠道）”进行排名，考察金属、非金属行业上市公司营运资金管理绩效。在对上市公司营运资金管理绩效进行排名时，剔除了财务数据异常的公司，详见附录一。

八、2015 年金属、非金属行业上市公司营运资金管理典型案例

（一）西宁特钢基本情况简介

西宁特殊钢股份有限公司是我国西北地区最大的特殊钢生产基地，1997 年 10 月 15 日在上海证券交易所挂牌交易。公司牢固树立科学发展观，依托青海及周边省区丰富的矿产资源，致力于多元化发

展并成功实施“产业链纵向一体化”发展战略，建立起上下衔接紧密、相辅相成的纵向一体化产业链，发展成为集“钢铁制造、铁多金属、煤炭焦化、地产开发”四大产业为一体的资源综合开发型钢铁企业，是国家级创新型企业、国家军工产品配套企业。公司目前拥有5个全资子公司，4个控股子公司，拥有铁、钒、铜、铅、锌、焦煤、石灰石等矿产资源。现具有年产铁210万吨、钢210万吨、钢材200万吨、焦煤120万吨、焦炭78万吨、铁精粉170万吨的综合生产能力。特钢产品广泛应用于汽车、铁路、船舶、石油化工、矿山机械、兵器装备及航空航天等行业。公司先后进入国家大型一档企业、国家二级企业和512家重点企业行列，是青海省“财政支柱企业”和“利税贡献大户企业”，曾荣获全国“五一”劳动奖状、全国优秀诚信企业、全国质量管理先进企业、青海省十大诚信企业、青海省招商引资先进单位等70多个省部级以上荣誉称号，产品先后获得“青海省质量奖”、“冶金产品实物质量金杯奖”、“冶金行业品质卓越产品”荣誉称号。

（二）西宁特钢公司战略与发展目标

西宁特钢实施五大发展战略，分别为实施人才战略，夯实企业发展基础；实施科技发展战略，全面提升企业核心竞争力；实施清洁化生产战略，实现企业可持续发展；实施资源综合开发战略，拓宽企业发展空间；实施扩大对外合作战略，构建西钢发展新平台。同时，以打造中国西部资源型百万吨特钢精品基地作为自己的发展目标。

（三）西宁特钢营运资金周转绩效数据分析

表16-20反映了从渠道的角度来看，西宁特钢采购渠道营运资金周转期从2014年的-63天缩减到-336天，始终短于各年的行业平均水平；生产渠道营运资金周转期从2014年的140天减少到-46天，从远远落后于行业平均到大幅度超过行业平均水平；营销渠道营运资金周转期则从224天减少至34天，从远远落后于平均水平到略微超过行业平均水平。三个渠道营运资金绩效的共同提高使得经营活动营运资金周转期从301天缩减至-348天，以-215%的比例缩短，从第183名上升至第1名的主要原因。2014~2015年，三个渠道的营运资金周转期在整个行业内的排名均稳步提高。经营活动营运资金周转期不仅仅是位于第1名，并且远远超过第2名的59天，具有极大的优势。

表16-20　　西宁特钢2014~2015年营运资金管理绩效表（按渠道）　　单位：天

项目	2014年	排名	2014年行业平均	2015年	排名	2015年行业平均
采购渠道营运资金周转期	-63	49	-32.5	-336	1	-46.9
生产渠道营运资金周转期	140	181	14.3	-46	4	19.7
营销渠道营运资金周转期	224	163	45.8	34	34	52.1
经营活动营运资金周转期	301	183	27.7	-348	1	24.9

从表16-21中的数据分析可以得出：从要素的角度来看，2014年到2015年，西宁特钢的现金周转期缩短了501天，缩幅175%，排名也从第182名一举上升到第17名。而具体到各个要素来看，存货周转期缩短，排名提升7位；应收账款周转期减少，排名提高103位；应付账款周转期延长299天，排名从138第9跃为第1，应付账款、应收账款营运资金管理绩效的大幅提升是西宁特钢营运资金管理绩效显著提升的主要原因。

表16-21　　西宁特钢2013~2014年营运资金周转期（按要素）　　单位：天

项目	2014年	排名	2014年行业平均	2015年	排名	2015年行业平均
存货周转期	189	174	75.0	136	167	77.2
应收账款周转期	201	171	48.0	52	68	49.8
应付账款周转期	104	9	79.0	403	1	85.4
现金周转期	286	182	44.0	-215	17	41.7

（四）西宁特钢营运资金管理特色总结

1. 调整结构，延伸产业链，提高营运资金管理绩效

西钢坚持创新发展，走新型工业化道路，大力推进产业结构、产品结构、技术结构、装备结构、人才结构优化升级。在全面推进结构调整工作中，充分发挥集团的整体优势，优化集团内部的工艺装备、科技人才、生产结构等资源配置，增加产品的科技含量和附加值，形成强势产品。同时进一步延伸产业链条，在调优调高产品结构上提升企业竞争力。将上下游部分需要外部合作内容内化，从而减少成本的支出，将更多的可用资金转移到企业经营活动中来，有效地降低了各个渠道的经营活动营运资金周转期。

2. 节能减排，树立了良好企业形象

节能减排是钢铁工业紧迫的历史使命，西宁特钢抓好结构节能减排和技术节能减排，立足当前，把工艺结构调整作为节能减排的主要突破口，加快推进节能减排技术进步。节能减排工作是实现企业环境友好、维护生态环境的首要工作，西宁特钢严格按照国家相关要求，把节能减排目标的完成情况作为检验经济发展成效的重要标准，努力实现速度、质量、效益相协调，实现可持续发展，达到企业与社会的和谐发展，推进企业发展方式由传统粗放型向资源环保型转变，塑造更易获取社会公众及政府支持的企业形象，不仅提高了企业信用，更易获得银行贷款，同时促进了销售环节，加快营销渠道的资金运转，提高了营运资金管理的绩效。

3. 技术转型，提质降耗

降低消耗是西宁特钢实现“低投入、高产出”的重要保障。通过进一步对技术进行改革创新，降低消耗，其目的就是降低生产成本，最大限度地减少能源和原材料消耗，同时以发展循环经济体系为契机，进一步通过降低单位产品能耗、物耗来降低能源消耗，并且实现资源再生，重复利用，最终能够有效地减少生产渠道的营运资金投入，缩短生产渠道整体的营运资金周转期。产品质量是企业市场竞争力直观体现，也是企业赢得用户认可和拥有市场的基础，西钢持续将提高质量作为企业健康发展的基本前提和基本的工作要求。高质量产品可以提高市场购买力，促进营销渠道经营活动的开展，进而提高营销渠道经营活动营运资金绩效水平。

九、2015 年金属、非金属行业上市公司营运资金管理调查结论与建议

（一）调查结论

1. 营运资金总体配置结构由经营活动向投资活动转移

2015 年金属、非金属行业经营活动营运资金占比由 2014 年的 32.67% 降低至 28.11%，而投资活动营运资金占比从 2014 年的 69.53% 上升至 74.66%。这说明在 2015 年，金属、非金属行业的上市公司越来越注重多方向发展，将更多的资金用于投资活动，在获取利润的同时，也为企业自身经营活动赢得更多的可用资金。

2. 营销活动持续占用过多营运资金且比例上升

从金属、非金属行业总体的角度来看 2015 年的经营活动营运资金使用情况，发现 2014 年和 2015 年的经营活动营运资金占用总额几乎不变，但是营销渠道的营运资金占比有小幅度上升，从 206.27% 增加至 241.12%，且是三个渠道中所占比例最高的。采购渠道营运资金占比也从 -176.18% 减少至 -228.49%，生产渠道营运资金占比从 69.91% 上升至 87.36%，且是占用情况最少的渠道。并且生产渠道营运资金最大值为 410.64 亿元，甚至远远超过了经营活动营运资金的最大值占用额 280.05 亿元。营销渠道营运资金最大值为 207.35 亿元，也几乎要超过经营活动营运资金的最大值。可见金属、非金属行业因为该行业生产流程复杂，生产辅料的大量需求以及供大于求的市场环境使得生产渠道和营销渠道占用了过多营运资金。而随着市场的竞争越来越激烈，公司在市场营销方面投入更多的资金来保证市场份额，从而使得营销渠道营运资金的占比持续攀升。

3. 经营活动营运资金管理绩效提升

金属、非金属行业 2015 年经营活动营运资金占用额较 2014 年相比节省了 143.19 亿元，表现出

2015 年营运资金管理绩效的提升。从数据上看，经营活动营运资金周转期从 2014 年的 30.36 天缩短至 24.9 天。生产渠道营运资金周转期从 15.89 天延长至 19.7 天，而营销渠道营运资金周转期从 50.54 天延长至 52.1 天，在这样的情况下，总周转期的缩短主要得益于采购渠道营运资金周转期的大幅度缩短，从 -36.07 天减少到 -46.9 天。金属、非金属行业的公司在 2015 年更加注重了与上游产业链的结合，减少了材料采购上的资金支出，降低成本，进而减少了采购渠道营运资金的占比，提高了该渠道的营运资金的管理绩效，最终缩短了整体经营活动营运资金的周转期。

（二）对策建议

1. 建立完善的营运资金周转管理制度

完善的制度不仅包括对存货的管理，对应收账款的管理，还包括对营运资金实时细节的监控。只有管理落实到了每一步，营运资金的周转绩效才能有条不紊地持续提高。管理制度中可加入奖惩制度，分别按照分要素和分渠道两个方面，再细分进行管理。其中，经营活动营运资金周转期和现金周转期就成为两个重要的评价指标。在企业内部对管理人员采取激励政策，管理绩效与薪资水平直接挂钩，才能保证管理水平和管理绩效的提高。

2. 降低对外部资金的依赖，减小财务杠杆

金属、非金属行业 2015 年营运资金融资结构存在一定问题，从短期金融性负债和营运资本获得营运资金的比例相差较大，主要是通过短期金融性负债获得的，短期金融性负债占比为 167.49%，较 2014 年上升，而营运资本占比则一直处于负的状态。行业内各企业的两者之比皆差异较大。营运资金来源过度依赖于短期金融性负债，融资结构不合理，财务风险过大不利于企业的生存与发展。因而，应该继续注重投资活动，从而获取更多的可用资金为经营活动提供充足的营运资金。

3. 树立良好的环保理念

清洁生产、绿色生产不仅是国家、社会对金属、非金属行业的要求，而且是每个企业的美好愿景。金属、非金属行业企业作为社会一员，要自觉地融入持续、稳定、健康社会发展中，并主动承担起清洁生产的责任和使命。企业发展既要考虑当前发展的需要，也要考虑未来发展的需要，决不能以牺牲环境为代价，以牺牲后期的利益为代价，来换取现在的发展，满足现在的利益。所以，应该综合利用资源综合，保证环境质量，在绿色生产的前提下稳步提升效益，确保社会进步与企业发展的和谐统一。这同时也是企业提高营运资金管理绩效的一条新路线。

主要参考文献

1.《西宁特钢年度报告》，2014 年。

2.《西宁特钢年度报告》，2015 年。

3. 温素彬：“基于企业社会责任视角的营运资金管理”，《“2012 营运资金管理高峰论坛”论文集》，2012 年。

4. 梁振国、尹良求、张文龙、齐兴亮：“西宁特钢实践循环经济原则的发展之路”，《中国冶金》，2013 年第 11 期。

5. 刑丹：“客户—供应商关系与商业信用的实证分析——以金属非金属行业为例”，《产业经济》，2015 年第 25 期。

6. 何小钢、王自力：“能源偏向型技术进步与绿色增长转型——基于中国 33 个行业的实证考察”，《产业经济》，2015 年第 2 期。

7. 王赵梦：“‘一带一路’战略与‘互联网 +’下新疆企业的机遇与挑战”，《区域经济》，2016 年第 6 期。

8. 李鹏飞、王元月：“营运资金管理策略选择研究”，《财务成本管理》，2016 年第 14 期。

9. “2015 年上半年国内非金属矿行业产能过剩，不容乐观”，中国粉体技术网。

10. “2015 年钢铁原料市场十件大事”，《中国冶金报》。

11. 张月玲、洪慧林、邢小培、陈莉、陈露：“我国企业营运资金管理研究现状及展望”，《会计之友》，2012 年第 11 期。

12. 王秀华、王竹泉、秦书亚：“供应链核心企业营运资金管理绩效的情境研究”，《财会月刊》，2013 年第 7 期。

13. 闪辉、王岚：“新形势下企业强化营运资金管理的探索”，《改革与战略》，2012 年第 12 期。

14. 张霞、孙树华：“基于价值链的企业营运资金管理”，《财会通讯》，2009 年第 23 期。

15. 张俊蕾：“企业营运资金管理中存在的问题分析”，《金融经济》，2011 年第 22 期。

第十七章　2015 年机械、设备、仪表业上市公司营运资金管理调查

【摘要】本报告分别以机械、设备、仪表业 2015 年 567 家上市公司、2014 年 515 家上市公司、2014～2015 年 486 家可比上市公司为研究样本，分别从营运资金存量及其分布状况、分渠道及分要素的营运资金管理绩效、资金回报分析、融资结构和财务风险等方面对该行业上市公司 2015 年营运资金管理状况进行了全面调查和透视。调查发现：（1）该行业投资活动营运资金占比较大，2015 年投资活动营运资金、经营活动营运资金和 2014 年变化不大，金融经营活动营运资金为负，体现了融通资金的作用；经营活动营运资金按渠道分析，营销渠道营运资金占用最高，其次为生产渠道营运资金，采购渠道营运资金为负，体现了本行业利用采购融通资金；各要素中应付及预收款项占用金额最高，应收及预付次之，体现了为企业融通资金，存货占用金额最低，2015 年各要素行业总体营运资金占用均有不同程度增加。（2）该行业三个渠道营运资金而言，采购渠道营运资金绩效有所提升，生产渠道营运资金绩效恶化明显，营销渠道营运资金绩效稍稍下降，整体处于稳定状态；从要素分析，存货周转期、应收账款周转期呈上升趋势，应付账款周转期不断增长，与渠道分析相契合。（3）从资金回报率分析，总资金回报率和经营活动资金回报率都呈现下降趋势，投资活动资金回报率有所上升；（4）该行业企业总资金融资结构以自有资金为主，借入资金约占 1/3 且呈下降趋势，体现了企业谨慎态度和风险意识；营运资金来源以营运资本为主，短期金融性负债为辅，融资策略较为稳健，财务风险较低。

一、机械、设备、仪表业上市公司营运资金基本特征

1. 处于供应链上游地位，议价优势明显

机械、设备、仪表业处于供应链的上游，有较强的议价优势。进而使得该行业的应付账款周转期较长，近 5 年逐年增加，从 2010 年的 84 天已增加至 174 天，应付账款周转期的增加能够延长企业筹资时间，提高营运资金运用效率。分渠道进行分析，经营活动占用的绝大多数营运资金都配置于营销渠道，采购渠道营运资金为负，体现了行业中企业在供应链中的地位，企业利用供应商融通资金。

2. 营运资金占用水平及配置情况

从经营活动营运资金占用水平来看，行业总体近几年在 10.7% 左右，全国总体为 10.14%，属于资金密集型企业。从营运资金配置结构来看，就行业总体而言，超过 2/3 的营运金用于投资活动，而从行业平均水平而言，投入到投资活动和经营活动中的营运资金无很大差别，行业内营运资金配置差异较大。

3. 经营活动营运资金周转绩效情况

由于行业生产方面呈现出的离散为主流程为辅的特点，注定了其多环节、多步骤的生产特点，加之其较高的技术含量和复杂多变的非重复工艺流程，导致存货在营运资金中占比较高，并且周转期较长，且一直居高不下，在 70 天上下浮动。除此之外，存货还受房地产和基建投资放缓的影响，市场需求不振，而由于上几年的刺激政策导致产能过剩。同时，行业企业市场上保有量过高，也抑制了该行业新增产能的销售，都使得存货周转加长。

行业整体的经营活动营运资金周转期从 2010 年以后逐年上升，近几年稳定在 30 余天。具体细分行业之间存在较大差异性，细分行业不同年度之间也存在较大差异性，从三个渠道来看，营销渠道营运资金周转期在三个渠道中最长。

4. 资金结构及风险水平情况

从营运资金来源来看，行业短期金融性负债占比的行业总体水平、平均水平和中位数都小于营运资本占比，说明该行业营运资金以营运资本为主，短期金融负债为辅，金融策略比较稳定，但是也比

较保守，风险虽然较小但其融资成本较高。

二、2015 年机械、设备、仪表业经营环境变化主题词与大事件

（一）2015 年机械、设备、仪表业经营环境变化主题词

1. 中国制造 2025

与世界先进水平相比，我国制造业仍然大而不强，在自主创新能力、资源利用效率、产业结构水平、信息化程度、质量效益等方面差距明显，转型升级和跨越发展的任务紧迫而艰巨，加之目前不太乐观的经济形势，为了应对，提出中国制造 2025 计划，从绿色制造、创新制造、智能制造、工业强基、高端装备制造入手，实现制造业升级，而产业升级再造势必然涉及资金投入，这对营运资金管理提出了挑战，同时助力行业走出低迷瓶颈，从源头上缓解了营运资金压力。

2. 经济下行压力

2015 年中国经济放缓，由于前几年的刺激政策，企业纷纷大规模扩张产能，进而导致目前市场保有量巨大，加之我国工程机械行业仍大而不强，低端产能过剩，行业增长放缓，七成产品产量下降三成增长，企业间竞争激烈，导致了该行业库存大、应收账期拉长，给营运资金管理带来了挑战。

3. 产业结构调整

在经济下行压力不断加大的背景下，“十二五”期间，机械企业主动适应市场变化的能力不断提升、内生发展动力持续增强，产业结构调整持续推进。自主研发成果频现、三基领域发展持续推进、创新助力发展、协同创新步伐加快、民营企业对行业发展的贡献不断加大、地区结构继续向预期方向调整、外延扩张趋缓，投资结构改善、对外贸易结构优化、积极探索转型发展新路径。新业态、新模式不断出现，传统企业向制造服务业的转型持续推进。机械工业积极调整、主动适应，在新常态中努力探索创新发展的道路。

（二）2015 年机械、设备、仪表业经营环境变化大事件

1.《中国制造 2025》出台，机械设备仪表业获多项支持

2015 年，我国实施制造强国战略的第一个十年行动纲领《中国制造 2025》公布，提出了九大任务、十大重点领域和五项重大工程。在其重点支持的十大重点领域中，抢险救灾用特种机器人、汽车起重机、混凝土泵车、混凝土搅拌车及沥青洒布车等分别在高档数控机床和机器人、节能与新能源汽车等领域涉及。同时，《中国制造 2025》倡导的创新驱动、智能转型、强化基础、绿色发展的方向将给工程机械行业的发展带来新活力，同时将工程机械作为装备制造业领域“走出去”的优势产业，这给机械行设备仪表业带来了新的生机，对于营运资金管理而言，既是机遇也是挑战。

2. 行业内企业持续在后市场进行转型实践

2015 年，无论是在连锁维修、二手机、电商、拍卖、租赁还是再制造等后市场领域，工程机械企业纷纷展开了大范围的试水行动。徐工积极打造二手机销售及租赁业务平台；柳工启动全球范围内的经营性租赁、融资租赁；三一再制造项目落户浏阳。另外，二手机交易市场也如火如荼，拍卖此起彼伏。P2P 互联网金融业务开始试水工程机械后市场。代理商积极尝试后市场的多种业务组合模式并向海外探寻出路。由增量市场向存量市场转型、后市场成为零部件及整机制造企业、代理商、技术服务商转型升级的重要方向。

3. 行业内企业试水“互联网 +”，探寻业务新模式

当前，社会对于“互联网 +”作为加速提升产业发展水平、增强各行业创新能力、构筑经济社会发展新优势和新动能的重要举措，已经形成共识。2015 年 7 月 4 日，国务院印发《关于积极推进“互联网 +”行动的指导意见》，推动互联网由消费领域向生产领域拓展。在此大势下，工程机械行业企业开始加快推进与“互联网 +”的融合与深化，动作频繁。徐工推出了“路之家”，三一重工“V8 城镇先锋混凝土成套设备”试水，中联重科网上商城正式“开门营业”。通过与互联网的结合，有效提升了产业水平，优化了业务流程管理，对营运资金提升起到了促进作用。

4. 技术创新，智能制造助力资金管理

工信部 18 日公布《关于开展 2015 年智能制造试点示范专项行动的通知》，提出 2015 年启动超过 30 个智能制造试点示范项目。智能制造是以智能工厂为载体，以关键制造环节智能化为核心，通过网络互联支撑的一种制造方式，可有效缩短产品研制周期、降低运营成本、提升产品质量、降低资源能源消耗。试点示范项目目标是要实现运营成本降低 20%，产品研制周期缩短 20%，生产效率提高 20%，产品不良品率降低 10%，能源利用率提高 4%，这将大大减少营运资本，降低库存，提高营运资金管理水平。

5. 金融创新，众筹等新手段推动机械设备仪表业创新

2015 年上半年，金融众筹商业模式以其普惠金融、直连消费者的特性，为制造业企业构建并行融合产品研发、资金获取与价值挖掘的创业创新孵化生态环境。广大创业者通过在金融众筹平台与潜在用户进行双向互动，实现产品设计随用户反馈进行及时调整，以提高市场匹配率。金融众筹凭借其低融资门槛、灵活融资方式、快速迭代创新的平台定位，推动中小创业企业以低成本、高效率方式快速累积创业资本。

6. 多项国家战略提振工程机械，行业发展迎来新常态下的新机遇

2015 年 5 月 16 日，国务院印发《关于推进国际产能和装备制造合作的指导意见》，成为当前及今后一个时期推进国际产能和装备制造合作的重要指导性文件，该意见将工程机械行业列为重点行业之一。不仅如此，2015 年在党和国家领导人讲话中以及多个文件里均历史性地提到了“工程机械”。同时，一带一路、城镇化建设、长江经济带、京津冀协同发展等几大利好政策的出台和推进，为机械、设备、仪表业发展迎来新常态下的新机遇。

7. 政策鼓励，金融助力机械设备仪表业发展

《关于推进国际产能和装备制造合作的指导意见》提出要发挥政策性银行和开发性金融机构的积极作用，通过银团贷款、出口信贷、项目融资等多种方式，加大对国际产能和装备制造合作的融资支持力度。鼓励金融机构开展 PPP 项目贷款业务；鼓励国内金融机构提高对境外资产或权益的处置能力，支持“走出去”企业以境外资产和股权、矿权等权益为抵押获得贷款；支持符合条件的企业和金融机构通过发行股票、债券、资产证券化产品在境内外市场募集资金；充分发挥丝路基金、中非基金、东盟基金、中投海外直接投资公司等作用，以股权投资、债务融资等方式，积极支持国际产能和装备制造合作项目；鼓励境内私募股权基金管理机构“走出去”，充分发挥其支持企业“走出去”开展绿地投资、并购投资等的作用。

8. 股权转让，产业转型新突破

以奇瑞重工 24 亿股权转让，据了解，奇瑞重工业务涉及农业机械和工程机械，农业机械是该公司核心业务，在所有业务中占比较大。针对此次股权转让的动机，国有资本的作用就在于孵化产业，通过培育重点企业来带动上下游产业集群，在企业步入正常的发展轨道之后，国有资本适时退出，吸引新的投资者进入。同时此次股权转让，在有利于企业市场化的前提下，也实现了国有资产的保值增值。奇瑞控股在股权转让后，将更加专注于主业。此次股权转让将是中国机械装备行业通过体制、机制创新，实现跨越式发展的开始。通过混合所有制改革，进行产业转型和新突破。

三、2015 年机械、设备、仪表业上市公司营运资金存量及其分布状况

（一）机械、设备、仪表业上市公司营运资金存量及其分布状况总体分析

本报告选取机械、设备、仪表业的 2014 年 515 个样本、2015 年 567 个样本、2014～2015 年 486 个可比样本进行分析，数据来源于中国企业营运资金管理数据库（http：//bwcmdatabase. ouc. edu. cn）、CSMAR 数据库及巨潮资讯网。

1. 行业层面

如表 17－1 所示，从行业整体来看，机械、设备、仪表业上市公司 2015 年同 2014 年相比营运资金期末占用、经营活动营运资金期末占用和投资活动营运资金期末占用均略有增长，但金融经营活动的营运资金处于负数，而且有进一步减小的趋势，说明金融经营活动融通资金的作用进一步凸显，但

整体而言，四种三种活动的营运资金占用水平变化幅度不大。就行业平均而言，营运资金期末占用、经营活动营运资金期末占用、金融经营活动营运资金期末占用均有所降低，投资活动营运资金期末占用有所增加；就中位数而言，营运资金期末占用中位数有所增长之外，经营活动营运资金期末占用和投资活动营运资金期末占用都有所下降。营运资金配置结构无论是行业总体、行业平均水平 2015 年较 2014 年变化幅度不大。由此可见，机械、设备、仪表行业营运资金配置结构比较稳定。

就营运资金配置而言，如表 17－1 所示，行业总体配置状况 2014 年和 2015 年差异较大，总体向投资活动倾斜，而行业平均配置状况差异不大，这表明中小型企业营运资金配置较为稳定。从最大值

表 17－1　　2014～2015 年机械、设备、仪表业营运资金存量及其分布状况

项目	营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用（亿元）		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用（亿元）		投资活动营运资金期末占比（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	12 106.89	13 255.62	3 316.37	3 499.19	27.39	26.40	－448.32	－687.62	－3.70	－5.19	8 922.32	10 444.05	73.70	78.79
行业平均	23.51	23.38	6.44	6.17	22.93	21.94	－0.87	－1.21	－0.04	－0.47	17.32	18.42	16.91	14.69
最大值	812.73	814.70	216.23	224.11	—	—	34.86	458.10	—	—	1 053.29	1 050.80	—	—
中位数	9.21	10.03	4.66	4.51	58.11	55.82	0.00	0.00	0.00	0.00	4.19	4.25	41.62	44.18
最小值	－22.78	－19.20	－439.74	－714.10	—	—	－447.58	－678.14	—	—	0.06	0.16	—	—
样本量	515	567	515	567	515	567	515	567	515	567	515.00	567.00	515.00	567.00

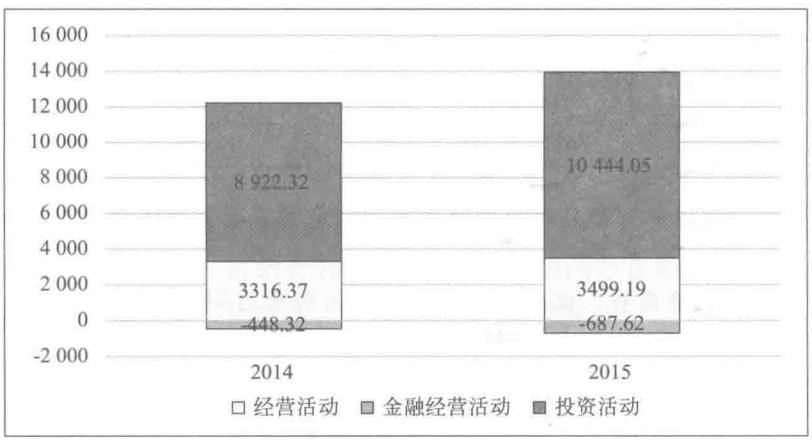


图 17－1　2014～2015 年机械设备仪表行业总体营运资金存量及其分布状况

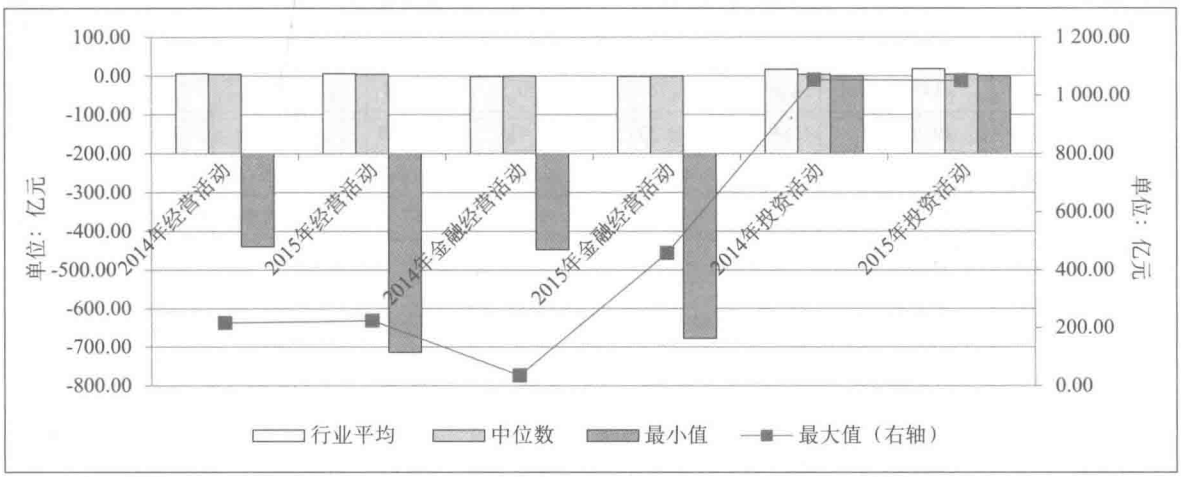


图 17－2　2014～2015 年机械设备仪表行业营运资金分布统计数据

最小值的角度而言，如表 17－1 所示，2015 年两者之间差异进一步增大，不论营运资金期末占用还是经营活动营运资金期末占用均是如此，说明行业内企业活动侧重点选择差距进一步扩大。

从图 17－2 也可以看出，经营活动、投资活动和经营活动营运资金占用的总体、行业平均、中位数均没有较大差异，最大值和最小值差异较大。

2. 企业层面

由表 17－2 可见，2014 年和 2015 年实体经营活动营运资金占比超过 50% 的企业稳定在 2/3 左右，2015 年较 2014 年略微下降，两年经营活动营运资金占比主要集中于 25% ～75% 之间。就投资活动营运资金占比而言，2015 年投资活动营运资金占比超过 50% 的企业较 2014 年有显著增加，尤其集中于 50% ～75% 之间。更多的企业选择将资金应用于投资活动，体现了实体经济下行压力。值得一提的是，在机械行业增加了 7 家企业增加了金融经营活动，体现了产融结合在机械、设备、仪表业的发展。

表 17－2　　2014～2015 年机械、设备、仪表业上市公司营运资金分布状况分段统计表

区间（%）	按实体经营活动营运资金占比区间统计				按金融经营活动营运资金占比区间统计				按投资活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	41	7.96	45	7.94	511	99.22	556	98.06	7	1.36	8	1.41
(0，25]	51	9.90	50	8.82	4	0.78	11	1.94	100	19.42	97	17.11
(25，50]	106	20.58	142	25.04	0	0.00	0	0.00	210	40.78	225	39.68
(50，75]	211	40.97	225	39.68	0	0.00	0	0.00	106	20.58	142	25.04
(75，100]	99	19.22	97	17.11	0	0.00	0	0.00	51	9.90	50	8.82
>100	7	1.36	8	1.41	0	0.00	0	0.00	41	7.96	45	7.94
总 计	515	100	567	100	515	100	567	100.00	515	100.00	567	100.00

（二）机械、设备、仪表业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布状况

1. 行业层面

如表 17－3 所示，从总体来看，该行业经营活动营运资金占用均有所增加，行业平均和中位数有所减少，最大值跟最小值之间差距增大，说明了企业发展不均衡加剧。

表 17－3　　2014～2015 年机械、设备、仪表业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计表

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	－7 210.74	－8 464.85	908.12	1 360.15	9 619.00	10 603.89	3 316.37	3 499.19
	行业平均	－14.00	－14.93	1.76	2.40	18.68	18.70	6.44	6.17
	最大值	10.69	14.11	199.33	278.41	736.88	1 163.57	216.23	224.11
	中位数	－2.19	－2.14	0.45	0.29	6.91	7.12	4.66	4.51
	最小值	－462.87	－878.73	－350.42	－399.94	－66.46	－410.99	－439.74	－714.10
占比（%）	行业总体	－217.43	－241.91	27.38	38.87	290.05	303.04	—	—
	行业平均	－371.93	－458.06	－26.71	211.11	498.64	346.95	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	－30.25	－29.76	10.56	9.45	116.50	116.90	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本量		515	567	515	567	515	567	515	567

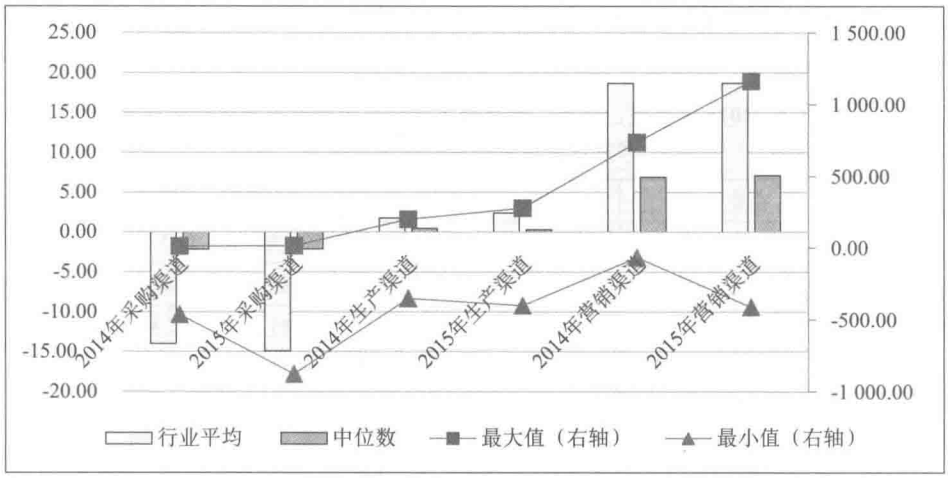


图 17－3　2014～2015 年机械、设备、仪表业经营活动各渠道营运资金分布统计数据

从营运资金分渠道配置结构而言，如表 17－3 所示，2015 年采购渠道营运资金为负且进一步降低，生产渠道营运资金和营销渠道营运资金的总体和行业平均均有所增加，说明企业投入更多营运资金用于生产活动和销售活动，表明了 2015 年机械、设备、仪表业经营活动营运资金占用量增加主要是由于生产渠道和营销渠道营运资金的增加引起的。通过对三种渠道营运资金的分析，采购渠道营运资金为负数，说明企业利用采购为企业融通部分资金，营销渠道的营运资金明显高于生产渠道营运资金，说明该行业的营运资金大部分被营销渠道占用；而且采购渠道营运资金进一步减少，说明采购渠道融通资金能力进一步加强，而生产活动和销售活动营运资金进一步增加，说明企业去库存压力较大，整个行业所处经济形势不景气。

2. 企业层面

由表 17－4 可见，采购渠道营运资金占比超过 3/4，均为负值，说明行业内多数企业从供货商处融得资金；2015 年较 2014 年生产渠道营运资金而言，为负值的企业由 1/5 上升为 1/4，体现了整个行业企业生产渠道营运资金管理的增长，再结合表 17－3，说明极值的存在影响到了生产渠道营运资金的总体与平均值；营销渠道营运资金占比而言，没有发生较大的变化。

表 17－4　2014～2015 年机械、设备、仪表业上市公司经营活动营运资金按渠道分布情况分段统计表

区间（%）	按采购渠道营运资金占比区间统计				按生产渠道营运资金占比区间统计				按营销渠道营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	397	77.09	442	77.95	107	20.78	146	25.75	47	9.13	53	9.35
(0, 25]	65	12.62	64	11.29	262	50.87	249	43.92	5	0.97	6	1.06
(25, 50]	7	1.36	13	2.29	79	15.34	87	15.34	7	1.36	15	2.65
(50, 75]	3	0.58	0	0.00	24	4.66	21	3.70	36	6.99	45	7.94
(75, 100]	6	1.17	5	0.88	11	2.14	20	3.53	94	18.25	82	14.46
>100	37	7.18	43	7.58	32	6.21	44	7.76	326	63.30	366	64.55
总 计	515	100	567	100	515	100	567	100	515	100	567	100

（三）机械、设备、仪表业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布状况

1. 行业层面

从行业分要素的资金配置角度分析，如表 17－5 所示，总体而言，存货、应收及预付款、应付及预收款项、以及经营活动营运资金 2015 年较 2014 年金额都有所增加，但三个要素的平均值却呈下降趋势，说明受极值影响较大；从最大值而言，2015 年各要素资金占用比 2014 年有较大的提高。从占比

分析，就行业总体和行业平均而言，应收及预付款项、应付及预收款项占营运资金之比较大，对营运资金影响较大。

表 17－5　　2014～2015 年机械、设备、仪表业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布总体统计表

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	6 797.35	6 943.36	13 744.13	14 939.32	16 908.58	18 383.49	3 632.90	3 499.19
	行业平均	13.20	12.25	26.69	26.35	32.83	32.42	7.05	6.17
	最大值	427.15	579.98	945.78	1 287.08	1 425.34	1 792.85	216.23	224.11
	中位数	3.83	3.66	7.50	8.21	5.52	5.81	4.67	4.51
	最小值	0.06	0.04	0.12	0.12	0.08	0.07	－361.50	－714.10
占比（%）	行业总体	187.11	198.43	378.32	426.94	465.43	525.36	—	—
	行业平均	255.11	545.87	495.92	1 139.61	651.03	1 585.48	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	57.83	56.14	122.39	122.23	76.38	80.19	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本数量		515	567	515	567	515	567	515	567

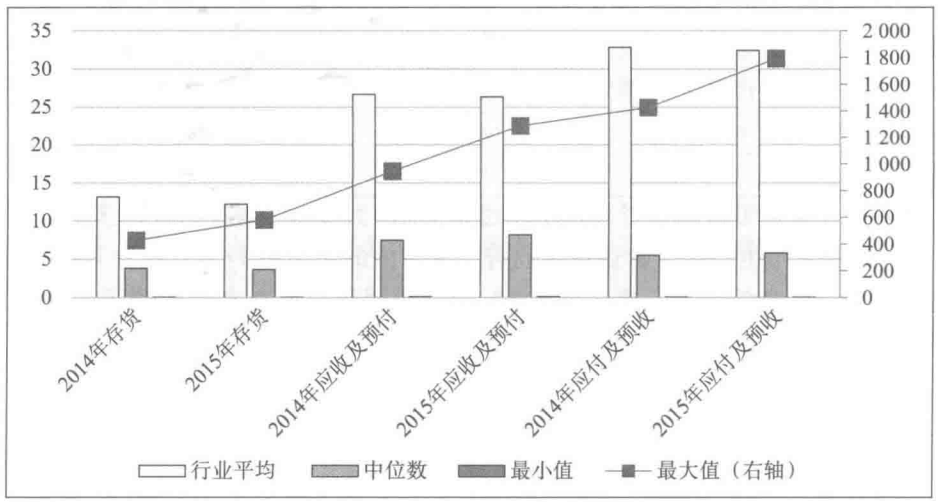


图 17－4　2014～2015 年机械、设备、仪表业经营活动各要素营运资金分布统计数据

2. 企业层面

如表 17－6 所示，结合 2014 年企业数量的增加，存货占比较高的企业数没有太大变化，应收及预付账款占比整体而言变化也不大，应付及预收账款占比较高的企业数有所减少也契合了渠道分析中采购渠道营运资金为负数并进一步减小的趋势，为企业营运资金融通资金。

表 17－6　　2014～2015 年机械、设备、仪表业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布分段统计表

区间（%）	按存货占比区间统计				按应收及预付款项占比区间统计				按应付及预收款项占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	48	9.32	53	9.35	48	9.32	53	9.35	48	9.32	53	9.35
(0，25]	26	5.05	42	7.41	0	0.00	0	0.00	23	4.47	34	6.00

续表

区间（%）	按存货占比区间统计				按应收及预付款项占比区间统计				按应付及预收款项占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
(25, 50]	146	28.35	151	26.63	3	0.58	3	0.53	98	19.03	101	17.81
(50, 75]	116	22.52	130	22.93	35	6.80	37	6.53	84	16.31	85	14.99
(75, 100]	57	11.07	73	12.87	82	15.92	78	13.76	48	9.32	68	11.99
>100	122	23.69	118	20.81	347	67.38	396	69.84	214	41.55	226	39.86
总 计	515	100	567	100	515	100	567	100	515	100	567	100

四、2015 年机械、设备、仪表业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析

（一）机械、设备、仪表业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额分析

如表 17－7 所示，经营活动营运资金占用水平的行业总体、平均值、最大值和中位数均没有较大变化，在行业总体一致的情况下，行业平均和中位数略微增加，体现了整个行业企业利用营运资金的能力有所下降。从节约额而言，2015 年较 2014 年经营活动营运资金有所增加，平均值增加较少、总体值没有变动，主要由于 2015 年该行业上市公司数目的增加导致。

表 17－7　2014～2015 年机械、设备、仪表业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额

项　目	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约额（亿元）
	2014 年	2015 年	
行业总体	0.10	0.10	－0.80
行业平均	0.46	0.50	—
最大值	2.15	2.00	—
中位数	0.41	0.44	—
最小值	－0.82	－2.15	—
样本量	515	567	—

注：经营活动营运资金占用水平＝经营活动营运资金/营业收入

（二）机械、设备、仪表业上市公司分渠道的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

2014～2015 年机械、设备、仪表业各渠道营运资金周转期，如表 17－8 所示。

如表 17－8 所示，2015 年机械、设备、仪表业上市公司采购渠道营运资金周转期为－80.2 天，同比降低 8.2 天，降幅达 11.4%，表明和 2014 年相比采购渠道营运资金管理绩效有所改善，这从分渠道分析及分要素的营运资金分析中均可以体现。从细分行业来看，除了医药制造业和专用设备制造业采购渠道营运资金有所增长以外，其余细分行业营运资金周转期都有所降低，这表明 2015 年机械、设备、仪表业上市公司中大部分企业采购渠道营运资金管理绩效都有所改善。

表 17－8　　2014～2015 年机械、设备、仪表业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	采购渠道营运资金周转期		生产渠道营运资金周转期		营销渠道营运资金周转期		经营活动营运资金周转期（按渠道）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
电气机械及器材制造业	－71.7	－83.0	1.8	2.3	108.6	119.9	38.7	39.2
建筑装饰和其他建筑业	0.0	－71.1	0.0	173.2	0.0	33.0	0.0	135.11
其他	0.0	－94.9	0.0	27.3	0.0	190.9	0.0	123.36

续表

项目	采购渠道营运资金周转期		生产渠道营运资金周转期		营销渠道营运资金周转期		经营活动营运资金周转期（按渠道）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
汽车制造业	-62.2	-73.4	-11.6	-12.1	73.4	84.6	-0.5	-0.9
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	-92.3	-92.9	40.1	68.7	63.3	59.2	11.1	35.0
通用设备制造业	-86.2	-94.6	50.9	60.6	112.9	101.3	77.7	67.4
土木工程建筑业	-124.6	-143.3	229.8	283.9	298.6	93.3	403.8	233.8
医药制造业	0.6	6.4	8.6	-2.6	81.2	110.8	90.5	114.6
仪器仪表制造业	-67.8	-82.3	6.7	4.9	203.2	212.1	142.0	134.7
有色金属冶炼和压延加工业	77.6	10.7	35.2	211.4	264.3	221.6	377.1	443.7
专用设备制造业	-74.1	-70.0	33.3	45.8	204.3	196.5	163.4	172.3
行业整体	-72.0	-80.2	9.1	14.1	98.2	101.4	35.3	35.3

2015 年机械、设备、仪表业上市公司生产渠道营运资金周转期为 14.1 天，比 2014 年降低 5 天，涨幅达 54.9%，体现了生产渠道营运资金绩效的恶化。从细分领域分析，大多数细分领域的生产渠道周转期都有所增长，有色金属冶炼和压延加工业更是增长了 5 倍，但也有细分行业生产渠道绩效有所提升，如医药制造业、仪表仪器制造业、汽车制造业等，这也说明了 2015 年本行业内各细分行业间生产渠道营运资金绩效存在较大差异。

2015 年机械、设备、仪表业上市公司营销渠道营运资金周转期为 101.4 天，同比增加 3.2 天，略有增长，这表明从整个机械、设备、仪表业来看，整个行业营销渠道的营运资金管理绩效有所降低。从细分行业来看，除了铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业、通用设备制造业、土木工程建筑业、专用设备制造业之外，其他细分行业的营销渠道营运资金周转期都有所增长，但整个细分行业间差异较大。

从整个经营活动来看，2015 年机械、设备、仪表业上市公司经营活动营运资金周转期为 35.3 天，与去年持平。就本年度三个渠道营运资金而言，采购渠道营运资金绩效有所提升，生产渠道营运资金绩效恶化明显，营销渠道营运资金绩效稍稍下降，整体处于稳定状态，这也与采购渠道和营销渠道营运资金占用较高，生产渠道营运资金占用较低相关，即生产渠道营运资金绩效的明显恶化不会对总体营运资金绩效产生非常大的影响。但是从细分行业而言，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业绩效下降最为明显，周转期为 2014 年的 3 倍，土木工程建筑业营运资金绩效提升明显，其余细分行业没有太大变化。从绝对值而言，各个细分行业之间差异较大。

如表 17-9 所示，2011 年以后的 5 年，机械、设备、仪表业上市公司采购渠道营运资金周转期都有所缩减，2012 年较 2011 年缩减 7 天，2013 年较 2012 年缩短 3 天，2014 年较 2013 年缩短 8 天，2015 年较 2014 年缩短 8.2 天，这表明近 5 年机械、设备、仪表业上市公司采购渠道营运资金管理绩效有改善的趋势。

从表 17-9 可以看出，2011~2015 年 5 年生产渠道营运资金周转期相对比较稳定，2011 年到 2014 年有下降趋势，但 2015 年恶化明显，恢复到 2011 年和 2012 年水平，表明机械、设备、仪表业上市公司生产渠道营运资金管理绩效额恶化明显。

如表 17-9 所示，2011~2015 年机械、设备、仪表业上市公司营销渠道营运资金周转期有明显的上升趋势，这表明近几年营销渠道营运资金管理绩效水平有较明显的下降势头。就整个 5 年而言，增长近 1 倍，说明整个环境给营销渠道带来较大影响。

表 17 - 9　　2011 ~ 2015 年机械、设备、仪表业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
采购渠道营运资金周转期	- 54.00	- 61.00	- 64.00	- 72.0	- 80.2
生产渠道营运资金周转期	15.00	15.00	11.00	9.1	14.1
营销渠道营运资金周转期	62.00	81.00	89.00	98.2	101.4
经营活动营运资金周转期（按渠道）	22.00	34.00	36.00	35.3	35.3

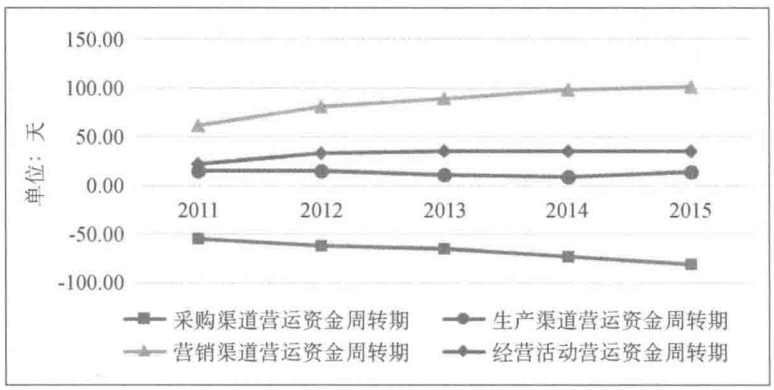


图 17 - 5　2011 ~ 2015 年机械、设备、仪表业经营活动各渠道营运资金周转期变化趋势

从整个经营活动营运资金管理来看，2011 年以后机械、设备、仪表业上市公司营运资金周转期有较明显的上升势头，尤其是 2011 ~ 2012 年周转期增长较大，近几年增长相对稳定，这表明机械、设备、仪表业上市公司经营活动营运资金管理绩效有下降趋势，为提高经营活动营运资金运用效率，这点需要引起相关企业的财务经理等管理者的足够重视。

2. 企业层面

如表 17 - 10 所示，与 2014 年相比，2015 年机械、设备、仪表业上市公司采购渠道营运资金管理绩效改善的企业有 266 家，占可比样本企业的 54.73%；生产渠道管理绩效改善的企业有 220 家，占可比样本企业的 45.27%；经营活动营运资金降低的企业有 135 家，占可比样本企业的 27.78%。这表明与 2014 年相比，2015 年机械、设备、仪表业上市公司中大部分企业采购渠道营运资金管理绩效都有所改善；生产渠道营运资金管理绩效提升与降低的基本持平，行业内差异较大；营销渠道营运资金管理绩效有所降低，这与上述行业层面数据显示的结果是一致的。

表 17 - 10　　2014 ~ 2015 年机械、设备、仪表业各渠道经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短（家）	266	220	92	135
	缩短占比（%）	54.73	45.27	18.93	27.78
	基本不变（家）	111	80	143	132
	基本不变占比（%）	22.84	16.46	29.42	27.16
	延长（家）	109	186	251	219
	延长占比（%）	22.43	38.27	51.65	45.06
可比样本总数		486			

从整个经营活动营运资金周转期来看，除了绩效变化处于基本稳定状态的 132 家企业外，有 135 家企业绩效得到提升，219 家企业绩效恶化。这表明 2015 年机械、设备、仪表业上市公司中较大部分企业经营活动营运资金管理绩效有所下降，这与上述行业层面的数据所显示的结果是一致的。

（三）机械、设备、仪表业上市公司分要素的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

如表 17－11 所示，2015 年机械、设备、仪表业上市公司存货周转期为 70.9 天，较去年稍稍增长，处于基本稳定状态。从细分行业来看，各个存货周转期相对比较稳定，增长和下降幅度均较小，表明存货管理绩效没有显著变化，细分行业间存在较大差异。

表 17－11　　2014～2015 年机械、设备、仪表业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	存货周转期		应收账款周转期		应付账款周转期		经营活动营运资金周转期（按要素）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
电气机械及器材制造业	52.7	55.3	116.7	122.5	92.3	102.3	77.0	75.5
建筑装饰和其他建筑业	0.0	175.7	0.0	48.2	0.0	75.2	0.0	148.7
其他	0.0	99.0	0.0	175.3	0.0	120.0	0.0	154.4
汽车制造业	32.5	33.4	62.9	70.7	78.4	86.8	17.0	17.3
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	126.6	138.7	110.6	114.1	150.6	158.0	86.6	94.8
通用设备制造业	138.7	136.1	171.3	174.7	140.2	142.5	169.8	168.3
土木工程建筑业	336.0	301.9	236.9	117.5	179.6	153.7	393.4	265.6
医药制造业	21.8	21.2	87.1	119.4	12.1	16.2	96.8	124.4
仪器仪表制造业	83.0	86.7	169.9	179.5	100.6	114.1	152.4	152.1
有色金属冶炼和压延加工业	66.9	59.7	200.3	185.0	81.8	99.1	185.4	145.6
专用设备制造业	125.5	132.2	192.7	187.6	129.8	126.5	188.4	193.3
行业整体	69.5	70.9	106.3	109.2	102.4	108.7	73.4	71.4

2015 年机械、设备、仪表业上市公司应收账款周转期为 109.2 天，同比增长 3 天，处于基本稳定状态。细分行业中土木工程建筑业和医药制造业变化明显，其余均没有较大变化，细分行业间存在较大差异。

2015 年机械、设备、仪表业上市公司应付账款周转期为 108.7 天，同比增长 6.3，除土木工程建筑业和专用设备制造业应付账款周转期有所降低，其余各个细分行业应付账款周转期都有增长，这说明能充分利用供应商货款来补充营运资本，企业在应付账款方面管理绩效有很大改善。

从整个经营活动营运资金管理来看，2015 年机械、设备、仪表业上市公司经营活动营运资金周转期为 71.4 天，同比降低 2 天，变化不大，这表明 2015 年机械、设备、仪表业上市公司经营活动营运资金管理绩效比较稳定，细分行业的数据也同样说明了这一点。

如表 17－12 所示，2012 年以后近 4 年，机械、设备、仪表业上市公司营运资金周转期呈现降低趋势，这表明机械、设备、仪表业上上市公司现金管理绩效在近几年呈现上升趋势。

从表 17－12 可以看出，机械、设备、仪表业上市公司存货周转期在 2013 年以后的近 3 年内，存货周转期呈上升趋势，说明存货管理绩效有所下降，这在生产渠道营运资金中得到印证。

从表 17－12 可以看出，近 5 年机械、设备、仪表业上市公司应收账款周转期有明显的上升趋势，这表明应收账款管理绩效有明显的下降趋势，为提高应收账款的管理效率，应收账款周转期的管理需引起相关企业管理者的足够重视，在销售渠道营运资金周转中也得到印证。

机械、设备、仪表业上市公司近 5 年应付账款周转期有不断增长的趋势，这表明应付账款管理绩效水平得到了不断提高，与应付账款周转期上市公司改善数量较多的现象相对应。

表 17 - 12　　2011 ~ 2015 年机械、设备、仪表业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
存货周转期	71.00	76.00	69.00	69.5	70.9
应收账款周转期	84.00	98.00	103.00	106.3	109.2
应付账款周转期	91.00	98.00	98.00	102.4	108.7
经营活动营运资金周转期（按要素）	64.00	76.00	74.00	73.4	71.4

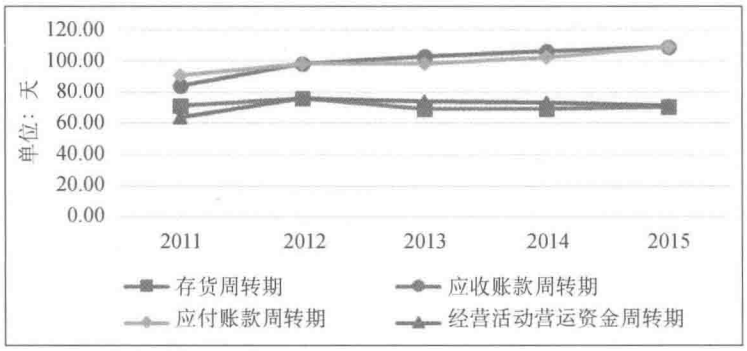


图 17 - 6　2011 ~ 2015 年机械、设备、仪表业经营活动各要素营运资金周转期变化趋势

2. 企业层面

如表 17 - 13 所示，与 2014 年相比，2015 年机械、设备、仪表业上市公司存货管理绩效改善的企业有 110 家，占可比样本企业的 22.63%，管理绩效降低的企业有 185 家，占可比样本企业的 38.07%，这表明 2014 年机械、设备、仪表业上市公司中大部分企业存货管理绩效水平都有所降低。

表 17 - 13　　2014 ~ 2015 年机械、设备、仪表业各要素经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
周转期变化统计	缩短（家）	110	65	83	119
	缩短占比（%）	22.63	13.37	17.08	24.49
	基本不变（家）	191	185	172	151
	基本不变占比（%）	39.30	38.07	35.39	31.07
	延长（家）	185	236	231	216
	延长占比（%）	38.07	48.56	47.53	44.44
可比样本总数		486			

与 2014 年相比，2015 年机械、设备、仪表业上市公司应收账款管理绩效改善的企业有 65 家，占可比样本企业的 13.37%，管理绩效降低的有 236 家，占可比样本企业的 48.56%，这表明 2014 年机械、设备、仪表业上市公司中的绝大部分企业应收账款管理绩效都有所降低。

从表 17 - 13 可以看出，与 2014 年相比，2015 年机械、设备、仪表业上市公司应付账款管理绩效改善的企业有 83 家，占可比样本企业的 17.08%，管理绩效降低的有 231 家，占可比样本企业的 47.53%，这表明 2014 年机械、设备、仪表业上市公司应付账款管理绩效有所改善。

从整个行业的经营活动营运资金管理来看，与 2014 年相比，2015 年机械、设备、仪表业上市公司经营活动营运资金管理绩效改善的企业有 119 家，占可比样本企业的 24.49%，管理绩效降低的企业有 216 家，占可比样本企业的 44.44%，这表明 2015 年机械、设备、仪表业上市公司中大部分企业经营活动营运资金管理绩效都有所下降。

五、2015 年机械、设备、仪表业上市公司资金回报分析

从表 17 - 14 可以看出，行业总资金回报率 2015 年较 2014 年有所降低，结合平均值与中位数，说

明资金回报率更为集中，两端极值变少。从图 17－7 可以看出，大多数企业总自己平均余额集中在 1 亿元与 100 亿元之间，资金回报率集中在 0～20% 之间，密集程度较大。

表 17－14　　2014～2015 年机械、设备、仪表业上市公司资金回报率统计分析表　　单位：%

项目	总资金回报率		经营活动资金回报率		金融经营活动资金回报率		投资活动资金回报率	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	10.61	10.27	12.66	11.61	－51.93	－92.82	7.18	7.34
行业平均	8.02	7.74	9.23	10.84	3.54	－20.09	2.74	3.01
最大值	62.88	69.03	102.48	251.00	55.26	36.08	53.61	141.56
中位数	6.89	6.98	9.03	8.50	0.00	0.00	0.57	0.79
最小值	－68.48	－29.32	－604.07	－73.34	－50.03	－557.81	－17.27	－55.53
样本量	515	567	515	567	26	29	515	567

注：金融经营活动资金回报率统计样本以本行业内金融经营活动资金不为 0 的企业家数为准。

从经营活动资金回报率而言，2015 年总体较 2014 年有所降低，但行业平均值、中位数有所增加，说明经营活动资金回报率更加集中，从图 17－8 可以看出，经营活动资金回报率集中在 30% 以下，而且可以看出，并不是经营活动资金占用越高的企业其经营活动回报率越高。

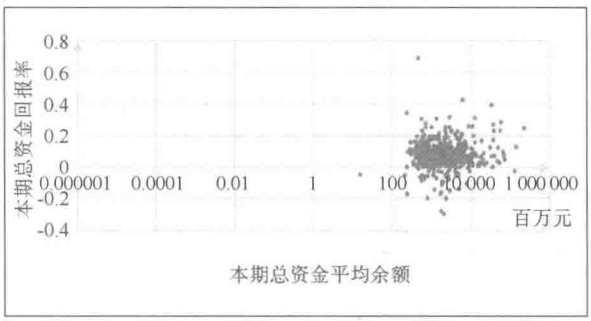


图 17－7　2015 年机械设备仪表行业上市公司总资金占用与总资金回报率散点图

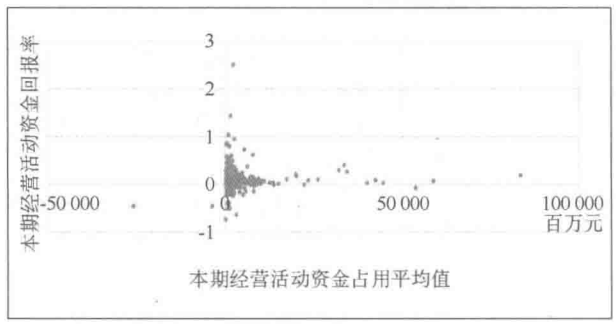


图 17－8　2015 年机械设备仪表行业上市公司经营占用与经营活动资金回报率散点图活动资金

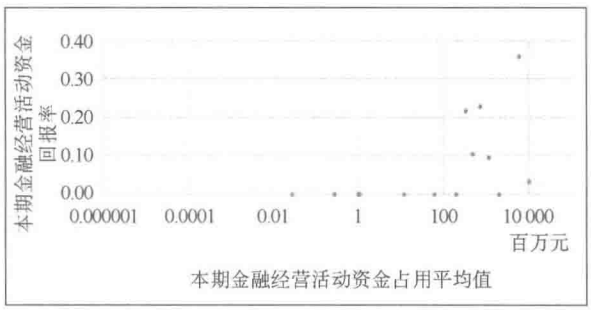


图 17－9　2015 年机械设备仪表行业上市公司经营金融活动资金占用与经营金融活动资金回报率散点图

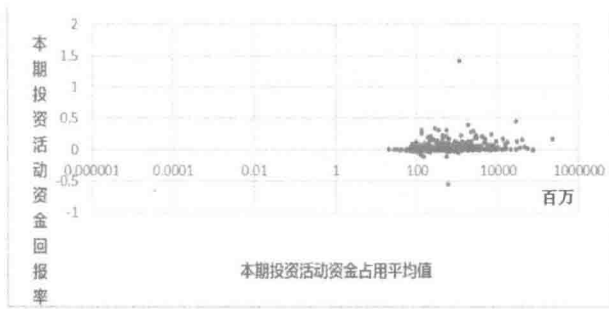


图 17－10　2015 年机械设备仪表行业上市公司投资活动资金占用与投资活动资金回报率散点图

从金融经营活动回报率而言，2015 年较 2014 年从行业总体、行业平均值而言，都有所下降，说明企业产融结合有待加强，但从图 17－9 可看出，报酬比较分散，而且金融经营活动资金占用差异也比较大，说明存在产融结合的企业之间差异较大。

从投资活动报酬率而言，2015 年较 2014 年在行业总体行业平均和中位数上均有所增加，说明企业投资活动回报率呈上升趋势。

六、2015 年机械、设备、仪表业上市公司融资结构与财务风险分析

（一）总资金融资结构与长期财务风险分析

1. 行业层面

由表 17－15、图 17－11 和图 17－12 可得，2015 年和 2014 年相比，行业总体、行业平均和中位数均没有较大变化，借入资金略有下降，自由资金有所上升。从行业总体而言，借入资金和自有资金之比约为 1∶3，从行业平均而言，借入资金和自有资金之比约为 1∶4，结合 2015 年较 2014 年的变化趋势，企业更倾向用自由资金而非借入资金；就财务杠杆而言，行业总体和行业平均较 2014 年均有所下降，企业外债减少，体现了经济新常态下企业的财务风险意识。

表 17－15　　2014～2015 年机械、设备、仪表业总资金融资结构与财务杠杆统计分析表

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末	2014 年	2015 年
行业总体	26.37	24.89	73.63	75.11	1.10	1.07
行业平均	19.51	17.62	80.49	82.38	1.31	1.39
最大值	189.24	83.56	100.00	100.00	28.45	60.65
中位数	14.78	13.41	85.22	86.59	1.05	1.03
最小值	0.00	0.00	－89.24	16.44	－52.29	－8.14
样本量	515	567	515	567	515	567

图 17－11　2014～2015 年机械设备仪表行业上市公司总资金融资结构

图 17－12　2014～2015 年机械设备仪表行业财务杠杆

2. 企业层面

由表 17－16 和图 17－14 可以看出，借入资金占比超过 50% 的企业有所降低，大多数企业集中于 0～25% 之间，且 2015 年较 2014 年有所增长；就自有资金占比而言，占比超过 50% 的企业有所增加。与行业层面的分析相一致，体现了企业的财务风险意识。由图 17－13 可得，企业借入资金占比的变化较大，结合企业借入资金占比中位数为 13%，大多数企业借入资金占比集中于 20% 以下。

表 17－16　　2014～2015 年机械、设备、仪表业总资金融资结构分段统计表

比例区间（%）	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	58	11.26	71	12.52	1	0.19	1	0.18
（0，25］	284	55.15	329	58.02	8	1.55	3	0.53
（25，50］	143	27.77	140	24.69	39	7.57	37	6.53
（50，75］	27	5.24	26	4.59	153	29.71	162	28.57
（75，100］	2	0.39	1	0.18	314	60.97	364	64.20
＞100	1	0.19	0	0.00	0	0.00	0	0.00
总计	515	100	567	100	515	100	567	100

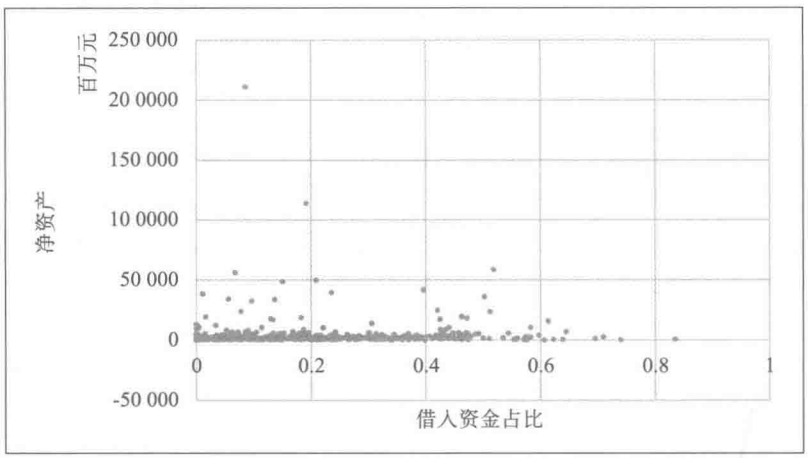


图 17－13　2014～2015 年机械、设备、仪表业上市公司借入资金占比与净资产散点图

由表 17－17 和图 17－14 可以看出，企业财务杠杆集中在 1～1.5 之间，超过 1.5 的企业家数在 2015 年有下降趋势，说明企业财务风险意识的加强。

表 17－17　　2014～2015 年机械、设备、仪表业财务杠杆分段统计表

比例区间	财务杠杆			
	2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）
[1，1.5)	212	41.17	239	42.15
[1.5，2)	46	8.93	34	6.00
[2，3)	29	5.63	24	4.23
≥3	27	5.24	25	4.41
总计	515	100	567	100

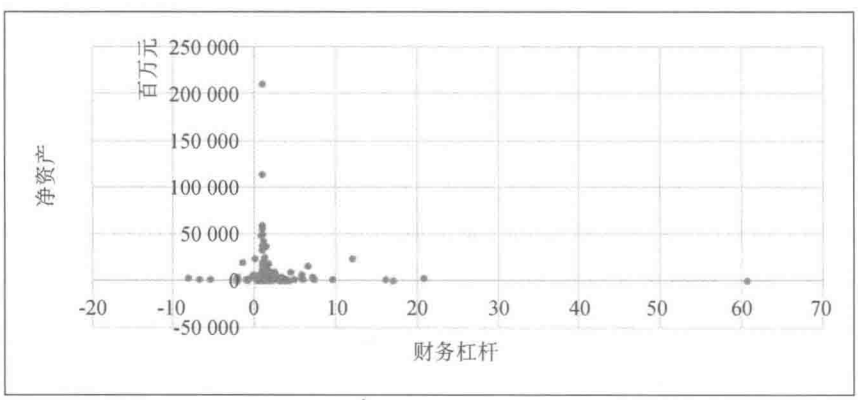


图 17－14　2015 年机械、设备、仪表业上市公司财务杠杆与净资产散点图

（二）营运资金融资结构与短期财务风险分析

1. 行业层面

短期金融负债占比与营运资本占比分别指的是短期金融负债及营运资本为营运资金提供的资金数量，存在下列关系：短期金融性负债占比＋营运资本占比＝1。因此一般来说，前者比例越高，表明短期金融性负债为营运资金提供的资金比例越高，则说明企业采用激进的营运资金融资方式，融资成本低，但是企业短期还本付息的压力较大，相应的财务风险也就越大。

如表 17－18 所示，2014 年、2015 年两年机械、设备、仪表的短期金融性负债占比的行业总体水

平、行业平均水平和中位数都小于营运资本占比，说明了该行业营运资金来源以营运资本为主，短期金融负债为辅，该行业营运资金融资策略比较稳定，更倾向于保守策略，融资成本较高，财务风险较低。相比于2013 年，2014 年短期金融性负债占比略有下降，但变化不大。从最大值和最小值来看，行业内企业的营运资金来源差异性较大，虽较 2014 年有所缩小，但是仍然有很大差异，进而反映出行业内企业间财务风险差别较大。

表 17－18　　2014～2015 年机械、设备、仪表业营运资金融资结构统计分析表　　单位：%

项目	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
行业总体	36.72	35.94	63.28	64.06
行业平均	13.66	16.59	86.34	83.41
最大值	384.57	539.43	10 484.71	6 109.91
中位数	21.64	18.38	78.36	81.62
最小值	－10 384.71	－6 009.91	－284.57	－439.43
样本量	515	567	515	567

图 17－15　2014～2015 年机械、设备、仪表业营运资金融资结构

2. 企业层面

从企业层面来看，如表 17－19 和图 17－16 所示，2014 年有 80% 的企业营运资本占比达 50% 以上，大部分企业均通过营运资本为企业提供营运资金，只有 20% 的企业短期金融性负债占比达 50% 以上，金融性负债大多起到一个辅助作用，由此可见，机械、设备、仪表业大多数企业的融资策略较为稳健，行业短期财务风险较低。

表 17－19　　2014～2015 年机械、设备、仪表业营运资金来源结构分段统计表

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	74	14.37	85	14.99	36	6.99	30	5.29
（0，25］	203	39.42	241	42.50	24	4.66	22	3.88
（25，50］	114	22.14	125	22.05	64	12.43	64	11.29
（50，75］	64	12.43	64	11.29	114	22.14	125	22.05
（75，100］	24	4.66	22	3.88	271	52.62	319	56.26
＞100	36	6.99	30	5.29	6	1.17	7	1.23
总计	515	100	567	100	515	100	567	100

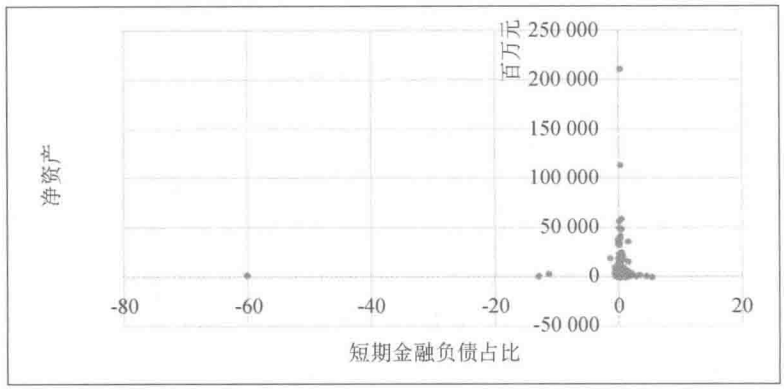


图 17－16　2015 年机械、设备、仪表业上市公司短期金融性负债占比与净资产散点图

七、2015 年机械、设备、仪表业上市公司营运资金管理绩效排行榜

本部分分别按“经营活动营运资金周转期（按要素）”和“经营活动营运资金周转期（按渠道）”进行排名，考察机械设备仪表业上市公司营运资金管理绩效。在对上市公司营运资金管理绩效进行排名时，剔除了财务数据异常的公司，详见附录一。

八、2015 年机械、设备、仪表业上市公司营运资金管理典型案例

（一）潍柴重机

1. 潍柴重机股份有限公司基本情况简介

潍柴重机股份有限公司（以下简称潍柴重机，SZ000880，原山东巨力股份有限公司）于 1998 年在深圳证券交易所上市。但由于行业竞争激烈和管理不善，2000 年以后，公司经营业绩呈逐年下滑之势，并自 2003 年起陷入连年亏损的境地，面临退市的危险。

2006 年，潍坊柴油机厂以其所属的中速柴油机和发电设备制造等优良的经营性资产，置入潍柴重机，成为本公司的控股股东。更为重要的是，迅速扭转了企业连年亏损的局面，实现了公司经营范围和战略方向的重大转变，为保证公司尽快摆脱困境、实现持续快速健康发展奠定了基础。

潍柴重机导入 5S 管理方法，强抓精益生产工作，不断提升现场管理水平，实现生产组织的全过程控制。公司建有遍布全国的营销网络和维修服务、配件供应中心，经过多年的不懈努力，形成了强大的品牌美誉度和用户忠诚度。中速柴油机占有国内船舶动力市场 80% 的市场份额，是中国最普及和成熟的船用柴油机产品，并大批量出口越南、印尼、菲律宾等国，在当地享有极高的品牌声誉；柴油发电设备占据国内市场的半壁江山，是中国最大的柴油发电设备生产商。

潍柴重机建有完善的质量保证体系，秉承全员参与、持续改进的质量方针打造潍柴驰名品牌。公司于 1996 年在国内同行业率先通过了 ISO9001 质量管理体系认证。公司的柴油发电机组 2004 年通过了国家通信专用发电机组认证，2005 年通过了国家内燃机发电机组质量监督检验中心的高原认证和德国莱茵中心的 CE 认证。公司 2011 年获得装备承制单位资格认证、GB/T24001、GB/T28001 环境/职业健康安全管理体系认证，2012 年获得“质量信得过企业”荣誉称号[①]。

公司拥有优秀的上游供应商资源和全球终端客户资源。公司通过与 ELWOOD、WOODWARD 等全球知名的发动机零部件制造商建立长期供应合作关系，保证了产品及动力总成配件的可靠性。公司与中国海监总队、中国海洋石油总公司、中国长江航运（集团）总公司等终端客户建立了长期合作关系，保持产品市场的稳定性和长期性。

2015 年，潍柴重机实现营业收入 2 435 210 479.21 元，同比下降 20.84%；实现归属于上市公司股东净利润 29 927 610.33 亿元，同比下降 35.38%。基本每股收益为 0.11 元/股。

① 潍柴重机股份有限公司官网，www.weichaihm.com。

2. 潍柴重机股份有限公司营运资金周转绩效分析

依据表 17 - 20，潍柴重机按渠道的经营活动营运资金周转期近 3 年波动较大，2014 年经营活动营运资金周转期下滑最为严重。3 年期间，经过 2014 年营运资金绩效下滑，潍柴动力能够及时调整，并在 2015 年重回绩效排行榜的前列。虽然 2014 年出现较大下滑，但就其绝对值而言，2013 年、2014 年及 2015 年绝对值均优于 2015 年行业总体值。

表 17 - 20　　潍柴重机股份有限公司 2013 ~ 2015 年经营活动营运资金管理绩效表（按渠道）　　单位：天

指标	采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
2013 年	- 165（13）	- 8（66）	6（12）	- 167（1）
2014 年	- 95（137）	- 15（40）	114（116）	4（50）
2015 年	- 196（22）	- 39（17）	47（27）	- 188（4）
2015 年行业总体	- 80. 2	14. 1	101. 4	35. 2

注：括号内数字为上市公司该项指标当年在行业内的排名，其余单位为天。

从表 17 - 21 可以看出，潍柴重机按要素的经营活动营运资金周转期近三年一直保持在行业领先水平，与分渠道的分析一致，2014 年营运资金绩效明显恶化，经过调整，2015 年营运资金绩效恢复到之前较高水平。从存货周转期而言，2015 年存货周转期高于行业平均值，排名在中间位置，应收账款周转期明显优于行业平均，应付账款周转期远高于行业平均，经营活动营运资金绩效排名第二的原因主要由应收账款周转期和应付账款周转期绩效较高，但仍需要关注存货周转期绩效的提升。

表 17 - 21　　潍柴重机股份有限公司 2013 ~ 2015 年经营活动营运资金管理绩效表（按要素）　　单位：天

指标	存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
2013 年	62（141）	6（2）	201（468）	- 133（1）
2014 年	49（87）	98（134）	106（291）	41（65）
2015 年	81（253）	37（15）	226（535）	- 107（2）
2015 年行业平均	70. 9	109. 2	108. 7	71. 4

注：括号内数字为上市公司该项指标当年在行业内的排名，其余单位为天。

3. 潍柴重机股份有限公司营运资金占用分析

从表 17 - 22 中可以看出，潍柴重机 2015 年生产渠道、营销渠道营运资金占用量均低于行业平均值，采购渠道营运资金占用量略高于行业平均值。2014 年营销渠道资金占用非常高，这与营运资金周转绩效分析和应收账款周转期分析相契合，在营销渠道管理上出现巨大漏洞，但是通过改进，2015 年重新回到较高水平。结合 2013 年和 2015 年分析，潍柴动力 2014 年为营运资金绩效最差年份。

表 17 - 22　　潍柴重机股份有限公司 2013 ~ 2015 年经营活动营运资金（按渠道）占用情况　　单位：亿元

指标	采购渠道占用	生产渠道占用	营销渠道占用	经营活动营运资金（按渠道）占用
2013 年	- 10. 7	- 0. 48	0. 41	- 10. 75
2014 年	- 13. 27	- 33. 80	254. 38	10. 04
2015 年	- 13. 25	- 2. 65	3. 17	- 12. 73
2015 年行业平均	- 14. 93	2. 40	18. 70	6. 17

从表17－23中可以看出，2015年潍柴重机存货、应收账款、应付账款营运资金占用量均低于行业平均值，从经营活动整体来看，经营活动营运资金（按要素）占用量为－12.73亿元，远远低于行业平均的金额6.17亿元。潍柴重机经营活动营运资金（按要素）占用金额除2014年之外均为负值，说明企业资金管理效率较高。2014年营运资金管理绩效恶化，与宏观经济环境有密不可分的关系。

表17－23　　潍柴重机股份有限公司2013～2015年经营活动营运资金（按要素）占用情况　　单位：亿元

指标	存货占用	应收账款占用	应付账款占用	经营活动营运资金（按要素）占用
2013年	4.01	0.39	12.99	－10.75
2014年	109.10	217.80	234.74	10.04
2015年	5.51	2.57	15.34	－12.73
2015年行业平均	12.25	26.35	32.42	6.17

4. 潍柴重机股份有限公司营运资金管理特色总结

从以上分析数据可以看出，无论按渠道还是按要素分析，2015年潍柴重机营运资金管理绩效均处于行业领先水平，2014年处于低谷水平，营运资金管理绩效较差，存货占用、应收账款占用资金较多的，营销渠道周转期绩效较差。主要原因是受国内经济发展面临持续下行压力，行业市场复苏依旧乏力，PMI、BDI指数持续走低，长江集装箱、干散货综合运价指数仍在低位盘整，航运市场“运力过剩”，造船业“产能过剩”，船舶企业盈利难，融资难问题依然严峻。同时船舶工业结构调整促进转型升级将导致产业生；另外原油价格大幅下跌的深层次影响或将凸显，2014年全球原油价格持续走跌，海工装备类订单持续下降，都导致了存货周转较慢，营销渠道绩效下降。

2015年潍柴重机营运资金管理有如下特点：

（1）营运资金管理绩效仍保持高水平，处于行业领先地位。

潍柴重机积极改善企业管理流程，全面导入精益管理理念。全员积极参与，通过优化生产流程、强化现场管理，公司运营成本得到有效控制，产品实物质量进一步提升，进一步优化公司财务状况，增强抗风险能力。近几年，公司深入推进目标管理，降本增效效果明显。公司通过方针目标管理的实施，员工工作效率明显提高，全员劳动生产率显著提升。各项成本费用指标逐步细化，各业务方面均取得不同程度的降本成果。潍柴重机内部管理水平的提高，促进潍柴重机营运资金管理绩效处于高水平。

（2）利用品牌影响力，供应链中优势进一步加强。

通过近几年采购渠道营运资金周转绩效的提升，应付账款周转期的延长可以反映出来，尤其在绩效最差的2014年，应付账款为企业营运资金绩效作出了巨大贡献。潍柴重机凭借良好的产品质量及品牌形象，利用上下游企业进行供应链管理，提高了营运资金管理绩效。一方面，潍柴重机积极拓展下游市场，对下游市场形成了较强的影响力，使其在应收账款上的营运资金占用得到有效控制；另一方面，面对上游供应商，潍柴重机凭借良好的品牌形象，可以有效运用商业信用，减少采购环节的营运资金占用，加快采购渠道营运资金周转，提高采购渠道营运资金周转绩效。

（3）创新产品销售模式，助力营运资金绩效提升。

创新产品销售模式，助推产业升级。2015年，公司致力于产业链价值的提升，探索尝试“动力打包”销售新模式。通过从单一柴油机销售到整体推进系统销售、从发动机配套到电站总包销售，不断拓展公司的业务范围，为公司纵向一体化发展奠定基础，新的业务模式也为2015年绩效的全面提升奠定了基础。把传统的单一柴油机销售到纵向一体化，加快了存货周转和应收账款周转，全面提升了经营活动绩效。

（二）格力电器

1. 珠海格力电器股份有限公司基本情况简介

珠海格力电器股份有限公司（以下简称格力电器）成立于 1991 年，是目前全球最大的集研发、生产、销售、服务于一体的国有控股专业化空调企业，连续 12 年上榜美国《财富》杂志“中国上市公司 100 强”。

格力空调，是中国空调业唯一的“世界名牌”产品，业务遍及全球 100 多个国家和地区。作为一家专注于空调产品的大型电器制造商，格力电器致力于为全球消费者提供技术领先、品质卓越的空调产品。在全球拥有珠海、重庆、合肥、郑州、武汉、石家庄、芜湖、巴西、巴基斯坦等 9 大生产基地，7 万多名员工，至今已开发出包括家用空调、商用空调在内的 20 大类、400 个系列、12 700 多个品种规格的产品，能充分满足不同消费群体的各种需求；累计申请技术专利 12 000 多项，其中申请发明专利近 4 000 项，自主研发的超低温数码多联机组、永磁同步变频离心式冷水机组、多功能地暖户式中央空调、1 赫兹变频空调、R290 环保冷媒空调、无稀土变频压缩机、双级变频压缩机、光伏直驱变频离心机系统等一系列“国际领先”产品，填补了行业空白，改写了空调业百年历史①。

2015 年营业总收入 1 005 亿元，净利润 14.9 亿元，较去年有所下降。2015 年，国内经济结构调整深入，宏观经济增速有所放缓，在家电行业景气度下降的情况，格力电器实现了营业收入、净利润的逆势增长，营运资金绩效进一步提升，经营活动应援尽周转期排行本行业第二。

格力电器表示，这主要得益于创新，围绕产品竞争力提升，着力开展技术工艺创新、自动化生产、信息化建设工作；并深化内部管理，严控成本费用；同时，受益于原材料价格持续低位，公司盈利能力继续提升。

2. 珠海格力电器股份有限公司营运资金周转绩效分析

从表 17 - 24 中可以看出，格力电器 2013 年、2014 年、2015 年采购、生产、营销渠道营运资金周转期均低于行业平均水平，表明格力电器 2013 年、2014 年、2015 年各渠道营运资金管理绩效均高于行业平均水平。与 2014 年相比，2015 年格力电器采购渠道营运资金周转期和生产渠道营运资金周转期都进一步减少，绩效有所提高；营销渠道应援尽周转期较 2014 年也进一步缩短。总体而言，经营活动营运资金周转期进一步缩短，由 - 85 天缩短为 - 198 天，绩效提升明显，连续几年营运资金绩效都有显著提高。

表 17 - 24　　格力电器 2013 ~ 2015 年经营活动营运资金管理绩效表（按渠道）　　单位：天

指标	采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
2013 年	- 79（138）	- 14（46）	23（23）	- 70（8）
2014 年	- 75（195）	- 8（68）	- 2（12）	- 85（8）
2015 年	- 104（152）	- 9（87）	- 85（4）	- 198（2）
2013 年行业平均	- 65	12	89	36
2014 年行业平均	- 72	9	94	31
2015 年行业平均	- 80.2	14.1	101.4	35.3

注：括号内数字为上市公司该项指标当年在行业内的排名，其余单位为天。

从表 17 - 25 可以看出，格力电器 2013 年、2014 年、2015 年存货周转期均低于行业平均值，应收账款周转期高于行业平均值，应付账款周转期 2013 年和 2015 年均高于平均值，2014 年低于平均值。总体而言，2015 年按要素营运资金周转期较 2014 年有所降低，表明 2015 年格力电器按要素营运资金管理绩效有大幅提高，尤其是应付账款周转期在 2015 年延长明显。

① 珠海格力电器股份有限公司官网，http：//www. gree. com. cn/.

表 17－25　　格力电器 2013～2015 年经营活动营运资金管理绩效表（按要素）　　单位：天

指标	存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
2013 年	46（67）	128（222）	101（283）	73
2014 年	29（28）	133（241）	91（237）	71
2015 年	34（72）	132（232）	121（356）	45
2013 年行业平均	69	103	98	74
2014 年行业平均	69	106	102	73
2015 年行业平均	70.9	109.2	108.7	71.4

注：括号内数字为上市公司该项指标当年在行业内的排名，其余单位为天。

3. 珠海格力电器股份有限公司营运资金占用分析

从表 17－26 可以看出，格力电器 2013 年、2014 年采购、生产渠道营运资金占用额均低于行业平均值，营销渠道营运资金占用额 2013 年高于行业平均值，但 2014 年却远低于行业平均值，2015 年三个渠道营运资金占用均低于平均值，营销渠道占用降低明显。就三个渠道而言，2013～2015 年采购渠道营运资金占用比较稳定，说明与供应商关系稳定；2014 年和 2015 年生产渠道资金占用有所增加，说明该渠道营运资金占用有所增加；销售渠道逐年呈下降趋势，尤其是 2015 年下降明显，说明企业产品销售状况非常好。

表 17－26　　格力电器 2013～2015 年经营活动营运资金（按渠道）占用情况　　单位：亿元

指标	采购渠道占用	生产渠道占用	营销渠道占用	经营活动营运资金（按渠道）占用
2013 年	－260.48	－45.30	75.77	－230.01
2014 年	－287.57	－31.60	－6.27	－325.4
2015 年	－281.54	－25.33	－230.94	－537.8
2013 年行业平均	－11.08	1.91	15.26	6.09
2014 年行业平均	－12.81	1.62	16.75	5.57
2015 年行业平均	－14.93	2.40	18.70	6.17

从表 17－27 可以看出，格力电器 2013 年、2014 年、2015 年存货占用营运资金额均高于行业平均值，但与平均值之间的差距在逐年减少；2013 年、2014 年和 2015 年应收账款占用远高于平均值，与平均值之间的差距也在逐年减少；应付账款占用远高于行业平均值，说明格力电器在供应链中的地位较高；总体而言，经营活动营运资金在各年均远低于平均值，且与平均值之间的差距越来越大，说明企业营运资金管理绩效的不断提升。

表 17－27　　格力电器 2013～2015 年经营活动营运资金（按要素）占用情况　　单位：亿元

指标	存货占用	应收账款占用	应付账款占用	经营活动营运资金（按要素）占用
2013 年	153.20	420.89	331.57	－230.01
2014 年	110.10	509.72	346.66	－325.43
2015 年	91.75	359.52	329.44	－537.80
2013 年行业平均	11.83	17.67	16.78	6.09
2014 年行业平均	12.37	18.92	18.23	6.10
2015 年行业平均	70.9	109.2	108.7	71.4

同比而言，存货占用逐年下降，与按渠道分析中销售渠道营运资金占用明显下降吻合；应收账款

占用方面，2015 年较 2014 年下降明显，说明企业销售政策合理；应付账款占用在 3 年间比较稳定；总体而言，经营活动营运资金占用呈逐年减少的趋势，说明绩效不断改善。

4. 珠海格力电器股份有限公司营运资金管理特色总结

（1）营销渠道营运资金管理绩效显著提高，是改革还是风险。

格力电器大力推进营销渠道建设。在渠道管理上，格力采取了产权式渠道关系管理策略，透过参股打入渠道企业，影响左右渠道企业运作，使渠道销售行为更符合格力的销售意图。通过向渠道成员受让格力股份，实现交叉持股，进一步巩固和强化格力与渠道企业的产权关系，增强信任。“以控价为主线，坚持区域自治原则，确保各级经销商合理利润”。这样更加有利于经销商因地制宜的管理当地的格力空调市场。同时，格力电器推行营销渠道的全面升级，在全国各地设立了升级版的品牌旗舰店，为用户提供从选型、设计、安装到维护、保养等全过程立体化服务，销售额、利润、市场占有率稳步上升，营销渠道营运资金管理绩效进一步提高。

但是格力最大的风险在于经销商压货，虽然 2015 年第三季度报表中没提库存水平，但实际上经销商的库存压力一直很大。过去几年每年 200 亿元销售额的增长透支了大量市场需求，经销商压货已经逼近极限。外界估计格力库存水平仍有 400 亿元。格力最近一年大举降价，包括去年年底的工厂巡展也是为了帮经销商出货，因此存货减少和销售渠道营运资金绩效提升到底能维持多久还很难说。

（2）采购渠道营运资金占用都为负数，营运资金管理效果良好。

格力电器利用其品牌影响力，格力电器与供应商保持良好的合作关系。一方面，对供应商严格筛选、产品严格检测、严把供货质量关，形成自己独特的采购控制模式；另一方面，与供应商保持良好的战略合作关系，给予供应商相应的扶持，促进供应商与格力电器共同发展，不断壮大，与供应商实现“双赢”。同时，格力电器良好的品牌形象可以有效的利用商业信用，减少采购渠道营运资金的占用，加快采购渠道营运资金周转，提高营运资金管理绩效。

（3）多元化经营，分散风险，提升营运资金绩效。

中国面临经济新常态，疲软乏力，需求不足，对白电的需求也没有之前强烈，加之前几年对市场的过度透支导致的目前市场空间不足，只能通过降价促销等策略铺货，这也是销售额和利润较 2014 年下降的原因之一。格力电器积极向其他领域拓展，目前有智能手机、新能源等领域，已推出格力智能手机、收购新能源大型公司银隆新能源有限公司，战略布局的改变有利于格力电器的战略布局，解决目前产品单一、市场饱和的问题，全面提高企业盈余资金管理绩效。

九、2015 年机械、设备、仪表业上市公司营运资金管理调查结论与建议

（一）调查结论

通过对 2015 年机械、设备、仪表业上市公司营运资金管理状况进行全方位的调查与分析，本报告得出以下研究结论：

（1）从行业整体来看，机械、设备、仪表业上市公司 2015 年同 2014 年相比营运资金期末占用、经营活动营运资金期末占用和投资活动营运资金期末占用均略有增长，但金融经营活动的营运资金处于负数，而且有进一步减小的趋势，说明金融经营活动融通资金的作用进一步凸显。

（2）2015 年采购渠道营运资金为负且进一步降低，生产渠道营运资金和营销渠道营运资金的总体和行业平均均有所增加，说明企业投入更多营运资金用于生产活动和销售活动，表明了 2015 年机械、设备、仪表业经营活动营运资金占用量增加主要是由于生产渠道和营销渠道营运资金的增加引起的。三种渠道营运资金分析，采购渠道营运资金为负数，说明企业利用采购为企业融通部分资金，营销渠道的营运资金明显高于生产渠道营运资金，说明该行业的营运资金大部分被营销渠道占用；而且采购渠道营运资金进一步减少，说明采购渠道融通资金能力进一步加强，而生产活动和销售活动营运资金进一步增加，说明企业去库存压力较大，整个行业所处经济形势不景气。

（3）从行业分要素的资金配置角度分析，存货、应收及预付款、应付及预收款项、以及经营活动营运资金 2015 年较 2014 年金额都有所增加，但 3 个要素的平均值却呈下降趋势，说明受极值影响较

大；从最大值而言，2015 年各要素资金占用比 2014 年有较大的提高。从占比分析，就行业总体和行业平均而言，应收及预付款项、应付及预收款项占营运资金之比较大，对营运资金影响较大。

（4）行业总资金回报率 2015 年较 2014 年有所降低，结合平均值与中位数，说明资金回报率更为集中，两端极值变少。从经营活动资金回报率而言，2015 年总体较 2014 年有所降低，但行业平均值、中位数有所增加，说明经营活动资金回报率更加集中；从投资活动报酬率而言，行业总体、行业平均及中位数均有所增长，体现了该行业良好的投资趋势；就金融经营活动报酬率而言，不同企业资金回报率之间差异较大，且行业总体、平均及中位数均有所下降，体现了企业产融结合效果较去年有所下降。

（5）就财务风险而言，从行业总体借入资金和自有资金之比约为 1∶3，从行业平均而言，借入资金和自有资金之比约为 1∶4，结合 2015 年较 2014 年的变化趋势，企业更倾向用自由资金而非借入资金；就财务杠杆而言，行业总体和行业平均较 2014 年均有所下降，企业外债减少，体现了经济新常态下企业的财务风险意识。

（6）该行业营运资金来源以营运资本为主，短期金融性负债为辅，融资策略较为稳健，财务风险较低，融资成本相对较高。

（7）该行业各渠道中，2015 年较 2014 年采购渠道营运资金管理绩效有所改善，生产渠道营运资金管理绩效各细分行业差异较大，营销渠道营运资金管理绩效有所下降，按渠道的经营活动营运资金周转期基本不变；该行业各要素中，2015 年较 2014 年存货管理绩效有所下降，应收账款管理绩效有所下降，应付账款管理绩效有所改善。

（二）对策建议

1. 紧跟“一带一路”，提升营运资金绩效

近年机械工业面临一些不利因素，包括宏观经济仍有下行压力、对外贸易风险和不确定性增强以及人力、环境、资源等要素成本上升，使得订单增长乏力，而盲目加大销售渠道的营运资金占用不能从本质上解决问题，应当抓住“一带一路”的重要国家战略，在更大范围内拓展新市场，打开新的销售局面，有利于减少销售渠道营运资金占用，并通过输出消化过剩产能，缩短营运资金的周转期，提高营运资金配置效率。

2. 紧跟《中国制造 2015》，实现工业转型升级

依靠创新驱动，夯实基础，努力向高端升级，优化产业结构，发展绿色制造和服务型制造；以信息化和工业化的深度融合为主线，坚持转型升级、提质增效；以改革开放开路，坚持以人为本，努力实现中高速、中高端发展，加速推进行业“由大变强”、“由制到创”的转变，从本质上减少企业生产渠道对营运资金的占用，扩大销路减少库存，减少销售渠道对营运资金的占用，有利于营运资金管理绩效的提升。

3. 结合“互联网 +”，探寻业务新模式

当前，社会对于“互联网 +”作为加速提升产业发展水平、增强各行业创新能力、构筑经济社会发展新优势和新动能的重要举措，已经形成共识。2015 年 7 月 4 日，国务院印发《关于积极推进“互联网 +”行动的指导意见》，推动互联网由消费领域向生产领域拓展。工程机械行业企业开始加快推进与“互联网 +”的融合与深化，动作频繁。徐工推出了“路之家”，三一重工“V8 城镇先锋混凝土成套设备”试水，中联重科网上商城正式“开门营业”。通过与互联网的结合，有效提升了产业水平，优化了业务流程管理，开拓了销售路径，促进存货周转，对营运资金提升起到了促进作用，但是行业内大多数企业仍然以传统业务模式为主，业务模式滞后。

主要参考文献

1. 王竹泉、刘文静、王兴河、张欣怡、杨丽霏：“中国上市公司营运资金管理调查：2007 ~ 2008”，《会计研究》，2009 年第 9 期。

2. 中国海洋大学企业营运资金管理研究课题组：“中国上市公司营运资金管理调查：2009”，《会计研究》，2010 年第 9 期。

3. 王竹泉、孙莹、王秀华、孙建强、王贞洁：“中国上市公司营运资金管理调查：2010”，《会计研究》，2011 年第 12 期。

4. 王竹泉、孙莹、王秀华、张先敏、王贞洁：“中国上市公司营运资金管理调查：2011”，《会计研究》，2012 年第 12 期。

5. 王竹泉、孙莹、王秀华、张先敏、杜媛：“中国上市公司营运资金管理调查：2012”，2013 年第 12 期。

6. 杨森：“财务困境及其应对策略——以三一重工为例”，《会计之友》，2013 年第 23 期。

7. 中国报告大厅网站、中国机械行业协会网站、中国行业研究网、新浪财经网、证券时报网、潍柴动力官网、珠海格力电器股份有限公司官网。

第十八章　2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司营运资金管理调查

【摘要】计算机、通信和其他电子设备制造业归属于我国统计局划分的第二产业中制造业的范畴，主要指生产集成电路、新型元器件，计算机和通信设备等电子产品的工业企业。在新的环境条件下，计算机、通信和其他电子设备制造业营运资金管理呈现出新的特点：经营与投资活动营运资金配置逐渐均衡；采购、生产渠道营运资金管理水平高，营销渠道营运资金管理是其管理重点和难点；整体财务风险较低等。

本报告从渠道和要素两个视角对计算机、通信和其他电子设备制造业上市公司 2015 年营运资金管理状况进行了全面调查和透视。得出如下结论：该行业总体上经营活动和投资活动营运资金配置较为平稳，有向投资活动倾斜的趋势；经营活动营运资金（按渠道）主要配置在营销渠道；经营活动营运资金（按要素）主要配置给应收及预付账款，且有增加趋势；经营活动营运资金占用水平总体上升；经营活动营运资金（按渠道）管理绩效总体略有上升，通信设备制造业与其他设备制造业改善明显；经营活动营运资金（按要素）管理绩效总体略有上升，计算机设备制造业需要关注；总资金回报率略有下降，经营活动资金回报率远高于投资活动资金回报率；总资金融资结构以自有资金为主，财务风险较低且平稳；营运资金融资结构仍以营运资本融资为主，整体财务风险较低。对此，计算机、通信和其他电子设备制造业应加强营销渠道建设，提高业务－财务一体化水平；加强供应链营运资金管理，提高应收及预付款项管理水平；保持营运资金融资结构的合理优化，控制企业财务风险。

一、计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司营运资金基本特征

1. 经营活动营运资金占用水平高，资金需求量大

通过经营活动营运资金比营业收入的比值，可比较不同企业间的经营活动营运资金占用水平。其比值越大，表明经营活动所需的经流动资金越多。计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司在 2012～2015 年的总体经营活动营运资金占用水平分别为 20%、29%、23%、20%，表现出波动性变化趋势，高于全部行业总体经营活动营运资金占用水平，属于资金密集型企业，经营活动营运资金占用高：计算机、通信及其他电子设备制造业企业具有较多客户，客户需求不容易掌握、插单频繁、产品种类多、批量小，使计算机、通信及其他电子设备制造业企业在经营活动中占用资金较多；计算机、通信及其他电子设备制造业是高技术性行业，产品的技术含量决定了企业产品的竞争力，计算机、通信及其他电子设备制造业企业在设计产品研发方面的投入比例较大，导致计算机、通信及其他电子设备制造业资金需求的提高。

2. 经营活动营运资金占用水平上升，营运资金配置逐渐均衡

在 2010～2012 年间，计算机、通信及其他电子设备制造业投放在投资活动领域的营运资金均占营运资金总额的 60% 以上，说明计算机、通信及其他电子设备制造业将大部分的营运资金配置到投资活动方面；2013 年计算机、通信及其他电子设备制造业经营活动与投资活动营运资金期末占比分别为 51.43% 和 48.57%，2014 年计算机、通信及其他电子设备制造业经营活动与投资活动营运资金期末占比分别为 43.71% 和 56.29%，改变了以往投资活动占用大部分营运资金的现象，将营运资金较为均衡地配置到经营活动和投资活动中；2015 年，将企业的营业活动分为经营活动、金融经营活动及投资活动，其营运资金期末占比分别为 40.47%、－0.13% 及 59.67%，金融经营活动并未占用营运资金，且营运资金较为均衡地分配到经营活动与投资活动中。

3. 应收及预付款项占用资金较高

按要素分析计算机、通信及其他电子设备制造业经营活动营运资金的配置结构，在 2010～2015 年间，该行业能够较好地控制存货的资金占用水平，应收及预付款项是该行业经营活动营运资金（按要素）的主体，虽然应付及预收款项的增幅较大，但其并不能满足应收项目增加带来的资金需求。

4. 营销渠道占用营运资金最多且呈总体上升趋势

从分渠道的角度来看，计算机、通信及其他电子设备制造业在采购渠道与生产渠道均为负营运资金运行，反映出该行业与充分利用上层供应商资金为其他资金需求提供融资支持，并反映出其生产流程优化，在产品、半成品等积压较少；在营销渠道上垫支的营运资金最多且呈总体上升趋势，说明企业应强化客户关系，加强对营销渠道营运资金的管理。

5. 营运资金短期来源占比较低，财务风险水平稳定

营运资金来源不同，企业的财务风险大小也存在很大差异。相比长期负债和企业自有资金融资，短期金融性负债融资带来的财务风险更大。近几年，计算机、通信及其他电子设备制造业营运资金来源状况变化程度较小，从 2011～2015 年，计算机、通信及其他电子设备制造业短期金融性负债占营运资金比重分别为 37.50%、32.90%、33.29%、33.81%、32.87%，说明计算机、通信及其他电子设备制造业企业更多依靠长期资本维持生产经营，总体财务风险水平较低且基本保持稳定。

6. 营运资金周转水平趋于平稳，受营销渠道影响较大

计算机、通信及其他电子设备制造业经营活动营运资金周转期（按渠道）在 2010～2015 年间具有不同程度的波动，但整体趋势较为平稳；其中，采购渠道与生产渠道营运资金周转期无明显变化，营销渠道营运资金周转期有明显波动，呈整体上升趋势，营运资金周转期受营销渠道影响较大。

计算机、通信及其他电子设备制造业经营活动营运资金周转期（按要素）在 2010～2015 年间持续增长，但增长幅度很小。其中，存货周转期基本稳定，无明显变化；应收账款周转期由 2010 年的 85 天逐步增长至 2015 年的 103 天；应付账款周转期由 2010 年 70 天增长至 2014 年 83 天，变化幅度相比应收账款周转期较小，因此导致行业经营活动营运资金周转期（按要素）增长。

二、2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业经营环境变化主题词与大事件

（一）2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业经营环境变化主题词

1. 开发成本高

计算机、通信及其他电子设备制造业是高技术性行业，产品的技术含量决定了企业产品的竞争力，技术创新成为企业发展的重要基础。同时，国务院在 2015 年颁布了《中国制造 2025》等重大部署与行动纲领，对制造业企业的自主创新能力、科学技术水平提出了更高的要求；且长期对进口商品的依赖为我国计算机、通信及其他电子设备制造业的发展带来的诸多不便。因此，2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业不断提高开发成本，研发高质量的国产软硬件并不断提升技术水平，以提高企业乃至我国计算机、通信及其他电子设备制造业的市场竞争力。

2. 采购渠道压力降低

在 2015 年，我国数家计算机、通信及其他电子设备制造业企业研发出国产核心电子产品，打破对进口产品的依赖；液晶面板等产品出货量有望冲击全球第一；全球半导体业主要厂商大部分聚在中国建厂；部分信息通信技术产品、半导体及其生产设备等科技水平较高的产品将在 3－5 年内实现零关税。这些变化都将减轻计算机、通信及其他电子设备制造业企业在采购渠道的压力，上游供货商的供货渠道更为便利，供货能力更为充足，这也将帮助企业更加顺利地开展后续生产、营销活动。

（二）2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业经营环境变化大事件

1. 国务院发布《中国制造 2025》，推进实施制造强国战略

2015 年 5 月 19 日，国务院正式发布了《中国制造 2025》，这是党中央、国务院实施制造强国战略的重大部署，是我国实施制造强国战略第一个十年的行动纲领。为推进实施制造强国战略，国务院还组建了国家制造强国建设领导小组和战略咨询委员会；国家制造强国建设战略咨询委员会发布《〈中

国制造 2025〉重点领域技术路线图（2015 年版）》。这对制造业企业的自主创新能力、资源利用效率、科学技术水平提出了新的要求，计算机、通信及其他电子设备制造业作为技术密集型行业，将投入更多至开发成本，以提高企业乃至中国计算机、通信及其他电子设备制造业的竞争力。

2. 国务院实施“互联网 +”行动，互联网与工业加速融合

2015 年 7 月 4 日，国务院发布了《关于积极推进“互联网 +”行动的指导意见》。12 月，工信部发布了《工业和信息化部关于贯彻落实〈国务院关于积极推进“互联网 +”行动的指导意见〉的行动计划》，重点实施“互联网 +”制造业和“互联网 +”小微企业。2015 年，互联网与工业融合创新加快推进，工信部新增 100 家企业开展互联网与工业融合创新试点，网络众包、个性化定制等新业态、新模式不断涌现。“互联网 +”与工业融合将对计算机、通信及其他电子设备制造业的生产流程及各渠道对营运资金的占用产生一定影响。

3. 全球半导体并购规模庞大，中国大基金积极战略布局

2015 年，全球在半导体领域的并购案涉及交易资金超过 1 000 亿美元，是过去 3 年总和的两倍，无论并购交易金额还是并购案的数量，都前所未有。2015 年，国家集成电路产业投资基金运作良好，实际出资超过 240 亿元，带动社会投融资超过 1 000 亿元，涉及长电科技等 20 多个项目。

4. 我国再掀高世代液晶面板建设热潮，出货量有望冲击全球第一

2015 年，中国大陆掀起了高世代液晶面板生产线投资建设热潮，量产将达到 8 条。华星光电深圳二期 8.5 代线、京东方重庆 8.5 代线以及中电熊猫南京 8.5 代线量产。惠科集团启动了 8.5 代液晶面板生产线建设，京东方在福建省福州市启动第 8.5 代线建设。京东方投建的全球首条第 10.5 代薄膜晶体管液晶显示器件生产线项目动工。中国大陆液晶面板出货量未来有望超越韩国，正式成为全球第一名。这将打破对液晶面板的进口依赖，使得中国计算机、通信及其他电子设备制造业企业在供应链上占据主动地位。

5. 智能终端向高端突围

2015 年，我国智能手机产业向高端突围，2 000 元以上的份额迅速增长，3 000 ~4 000 元的国产品牌占 75% 以上。智能硬件增速达到 33%。互联网电视用户数量迅猛增长，覆盖用户月均增长速度超过 100%，年用户总量超过 4 000 万。互联网电视产业链的新模式吸引着运营商、制造商等多方力量角逐，互联网电视新品牌采用低价超低价手段搅局电视市场。国产品牌不断扩大市场与客户量，通信、电子设备制造业的企业规模与供应商、客户规模也不断增大，营运资金管理也面临着新的挑战。

6. ITA 扩围谈判达成

2015 年，《信息技术协定》（ITA）扩围谈判结束，新增 201 项免税产品，包括信息通信技术产品、半导体及其生产设备等科技水平较高的产品。我国是信息技术产品最大的生产国和消费国，对 ITA 扩围的达成作出了重大贡献，大部分产品将在 3 ~5 年内实现零关税。成本的降低一定程度上也会带来价格的下降，从而拉动我国内需，并有利于我国电子产业优化利用外资的结构，提高利用外资的层次。

7. 英特尔大连建新型存储器厂引入新技术

英特尔公司 2015 年 10 月 21 日正式对外宣布，将其与美光合资开发的最新非易失性存储技术引入中国，并在辽宁大连投资 55 亿美元，升级原有的英特尔大连工厂以生产非易失性存储设备，项目将于 2016 年年底实现正式投产。英特尔在 2007 年宣布投资建造大连工厂，并于 2010 年正式投产，成为其在亚洲唯一的晶圆制造工厂。此次投资计划是英特尔迄今在中国的最大一笔投资。随着全球半导体业主要厂商几乎都聚在中国建厂，本土制造企业面临着挑战。

8. 芯片制程工艺进入量产，较少对进口依赖

2015 年，我国计算机、通信及其他电子设备制造业“缺心少魂”的局面进一步改观。28 纳米芯片制程工艺进入量产，全面进入产业化阶段。北斗移动通信一体化芯片进入手机应用。这些都将减轻我国计算机、通信及其他电子设备制造业企业对进口电子元件的依赖，在采购渠道争取更多便利。

三、2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司营运资金存量及其分布状况

（一）计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司营运资金存量及其分布状况总体分析

1. 行业层面

如表 18－1 所示，2015 年，计算机、通信和其他电子设备制造业整体营运资金占用额为 5 234.42 亿元，较 2014 年增长 13.95%；上市公司平均营运资金占用为 25.05 亿元，同比上升约 9.63%；2015 年该行业营运资金占用最大值为 531.65，中位数为 10.88，最小值为 0.39，与 2014 年相比皆有一定上升，表明计算机、通信和其他电子设备制造业整体营运资金占用需求有小幅度增大，但是行业内各企业的占用水平又有着显著的差异，这种差异也逐渐扩大。

从营运资金配置结构看，2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业将约 40.47%（2 118.16 亿元）的营运资金投放在经营活动领域，与 2014 年相比有所下降；投放在金融经营活动的营运资金占－13%（6.98 亿元），说明金融经营活动具有向经营活动、投资活动提供营运资金的能力；而投放在投资活动的营运资金约占总额的 59.67%（3 123.24 亿元），与 2014 年相比有所上升。图 18－1 中更为直观地体现出该行业在 2014～2015 年的营运资金配置结构。在计算这一指标的行业平均值时，我们采用先对比再平均的方法以消除不同个体营运资金规模差异的影响，从行业平均值来看，2015 年经营活动、金融经营活动与投资活动营运资金的占用量分别为 39.38%、－0.23%、55.31%（见图 18－2）。由此可见，不论是从行业总体还是平均水平来看，计算机、通信和其他电子设备制造业企业将营运资金更多地配置到投资活动中，但投入至经营活动与投资活动的营运资金占比差异并不悬殊；金融经营活动起到提供营运资金的作用。

表 18－1　　2014～2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业营运资金存量及其分布状况

项目	营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用（亿元）		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用（亿元）		投资活动营运资金期末占比（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	4 593.64	5 234.42	2 006.86	2 118.16	43.69	40.47	－3.28	－6.98	－0.07	－0.13	2 588.42	3 123.24	56.35	59.67
行业平均	22.85	25.05	9.98	10.13	37.97	39.38	－0.02	－0.03	0.02	－0.23	12.88	14.94	59.98	55.11
最大值	428.73	531.65	222.37	251.50	—	—	2.19	67.50	—	—	404.48	390.61	—	—
中位数	8.76	10.88	4.38	5.34	51.64	51.51	0.00	0.00	0.00	0.00	4.42	4.95	48.36	48.49
最小值	－0.40	0.39	－7.85	－23.54	—	—	－4.00	－3.78	—	—	0.02	0.12	—	—
样本量	201	209	201	209	201	209	201	209	201	209	201.00	209.00	201.00	209.00

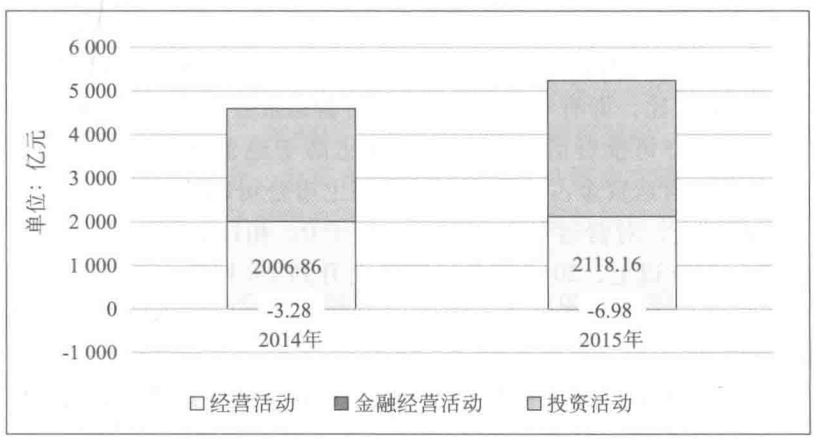


图 18－1　2014～2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业总体营运资金存量及其分布状况

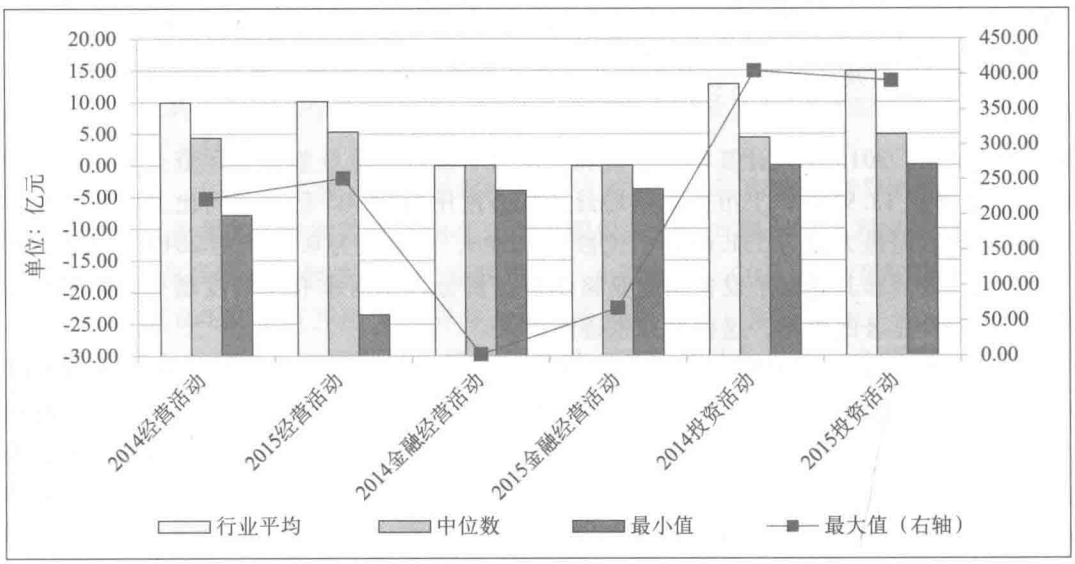


图 18－2　2014～2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业营运资金分布统计数据

2. 企业层面

为了更加清晰准确地对 2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司营运资金配置结构进行比较分析，我们对单个样本营运资金占比区间进行分段统计，展示不同营业活动营运资金占比区间内的上市公司数量及比重。统计数据如表 18－2 所示。

表 18－2　2014～2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司营运资金分布状况分段统计表

区间（%）	按经营活动营运资金占比区间统计				按金融经营活动营运资金占比区间统计				按投资活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	9	4.48	9	4.31	199	99.00	208	99.52	1	0.50	0	0.00
(0，25]	27	13.43	31	14.83	2	1.00	1	0.48	26	12.94	19	9.09
(25，50]	62	30.85	55	26.32	0	0.00	0	0.00	76	37.81	95	45.45
(50，75]	76	37.81	95	45.45	0	0.00	0	0.00	63	31.34	55	26.32
(75，100]	26	12.94	19	9.09	0	0.00	0	0.00	26	12.94	31	14.83
>100	1	0.50	0	0.00	0	0.00	0	0.00	9	4.48	9	4.31
总 计	201	100	209	100	201	100	209	100	201	10	209	100

根据表 18－2 中的数据，在 2014 年调查的 201 家上市公司中，有 98 家公司的投资活动营运资金占比高于经营活动营运资金占比，即有 48.76% 的公司将营运资金主要运用到投资领域；而在 2015 年，仅有 45.45%（95 家）上市公司投资活动营运资金占比高于经营活动营运资金占比，其余 54.55%（114 家）上市公司经营活动营运资金占比较高。除个别上市公司以外，绝大部分上市公司的金融经营活动都能够实现提供营运资金，对营运资金占用小于等于 0。相比较 2014 年，有 17.42% 的上市公司经营活动营运资金配置在 75% 以上，2015 年公司数量上升到 19.14%，也证明了在计算机、通信和其他电子设备制造业中投资活动占用了更多营运资金，企业在注重日常产品经营的同时更加注重对营运资金在投资活动中的运作。

（二）计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布状况

1. 行业层面

2014～2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业上市公司经营活动营运资金按渠道分布情况如表 18－3 所示。

表 18 - 3　2014 ~ 2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计表

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	-1 529.96	-1 983.59	-117.96	-219.95	3 654.78	4 321.70	2 006.86	2 118.16
	行业平均	-7.61	-9.49	-0.59	-1.05	18.18	20.68	9.98	10.13
	最大值	10.55	4.95	41.45	15.39	546.92	583.91	222.37	251.50
	中位数	-1.84	-2.57	0.18	0.21	5.95	8.32	4.38	5.34
	最小值	-259.19	-278.64	-72.91	-101.99	-0.03	0.31	-7.85	-23.54
占比（%）	行业总体	-76.24	-93.65	-5.88	-10.38	182.11	204.03	—	—
	行业平均	-110.88	-14.09	16.75	-2.01	194.13	116.09	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	-35.28	-37.59	5.84	4.03	127.61	136.99	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本量		201	209	201	209	201	209	201	209

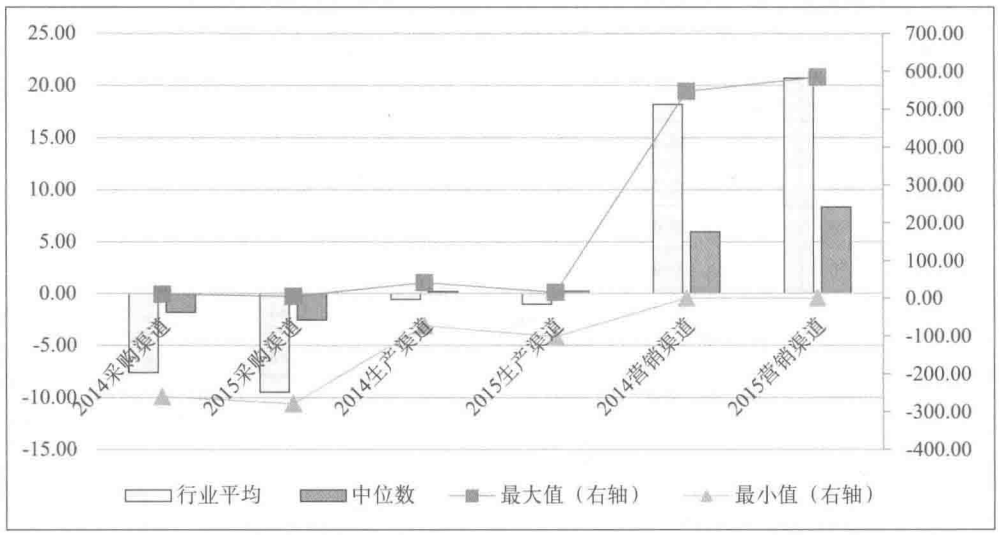


图 18 - 3　2014 ~ 2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业经营活动各渠道营运资金分布统计数据

如表 18 - 3 所示，从经营活动营运资金的渠道配置来看，2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业采购渠道营运资金总量为 -1 983.59 亿元，占经营活动营运资金的 -93.65%，与 2014 年的 -76.24% 相比，占比的绝对值增加 17.41 个百分点；采购渠道平均营运资金为 -9.49 亿元，行业平均经营活动营运资金占比为的 -14.09%，但与上一年相比，占比绝对值大幅度减小。这表明采购渠道不仅没有占用营运资金，还通过占用供应商的资金，为其自身经营活动提供资金支持，但与上游供应商的这种融资平台作用有所减弱，上市公司应充分利用自身信用额度，加强与供应商的合作关系，增强该渠道的融资作用。

2015 年，计算机、通信和其他电子设备制造业垫支在生产渠道上的营运资金总量为 -219.95 亿元，占经营活动营运资金的 -10.38%，与 2014 年的 -5.88% 相比，绝对值明显提高；行业平均值为 -1.05 亿元，行业平均占比由 2014 年的 16.75% 变化至 -2.01%。由此，生产渠道也是负营运资金运行，且行业平均占比由正数变为负数，反映出该行业整体生产流程不断优化，在产品、半成品等积压情况不断得到缓解与提升，实现了能够为自身经营活动提供一部分资金支持。

2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业垫支在营销渠道上的营运资金总量为 4 321.70 亿元，

占经营活动营运资金总量的204.03%，与上一年相比有较为明显的上升；行业平均占用20.68亿元，配置率同上一年相比有显著下降。这说明经营活动营运资金主要配置在营销渠道，行业整体配置略有上升但行业平均配置率明显下降，说明该行业大部分上市公司加强了对营销渠道营运资金的管理，并减少了其对经营活动营运资金的占用，但由于少数企业营销渠道营运资金占用水平极高，导致了行业整体营销渠道营运资金占用的上升。

从表18-3及图18-3中还可以看出，各渠道营运资金最大值和最小值存在较大差异，并且这种差异存在扩大的趋势，这表明行业内不同企业各渠道流动资金的净需求有很大差别，财务业务一体化管理水平也存在差异。有些企业各渠道营运资金小于零，财务业务一体化管理水平较高，经营活动不仅没有融资需求，还可以作为融资平台为其他资金需求提供融资支持；而有些企业各渠道需要财务上提供大量的融资支持。

2. 企业层面

为了更加清晰准确地比较分析2015年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司经营活动营运资金按渠道分布情况，表18-4对单个样本各渠道营运资金占比区间进行分段统计。

表18-4　　2014~2015年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司经营活动营运资金按渠道分布情况分段统计表

区间（%）	按采购渠道营运资金占比区间统计				按生产渠道营运资金占比区间统计				按营销活动营运资金占比区间统计			
	2014年		2015年		2014年		2015年		2014年		2015年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	164	81.59	184	88.04	58	28.86	75	35.89	9	4.48	9	4.31
(0, 25]	21	10.45	13	6.22	101	50.25	96	45.93	1	0.50	1	0.48
(25, 50]	8	3.98	0	0.00	25	12.44	22	10.53	4	1.99	0	0.00
(50, 75]	1	0.50	4	1.91	7	3.48	6	2.87	11	5.47	7	3.35
(75, 100]	0	0.00	0	0.00	3	1.49	3	1.44	30	14.93	18	8.61
>100	7	3.48	8	3.83	7	3.48	7	3.35	146	72.64	174	83.25
总计	201	100	209	100	201	100	209	100	201	100	209	100

从表18-4中可以看出，2015年有88.04%的上市公司采购渠道营运资金占比小于等于0，与上一年相比有小幅度增长，说明该行业有更多上市公司实现采购渠道负营运资金；在其他不同区间内，该行业本年上市公司数量比重有增有减；但从整体来看，该行业采购渠道的融资作用与上一年相比有所提升。2015年该行业有35.89%的上市公司生产渠道营运资金占比小于等于0，较2014年的28.86%略有提升；除此以外，该行业在其余各个区间内的上市公司比重皆小于上一年，说明该行业整体生产渠道营运资金占用下降。该行业营销渠道营运资金的配置比例依然很高，在75%以上的两个区间内集中了超过90%的上市公司，说明对于该行业大部分上市公司而言，营销渠道占用了大部分营运资金。总体而言，上市公司的营运资金结构没有太大变化，采购渠道甚至生产渠道为公司提供一部分资金支持，营销渠道则占用大部分营运资金。

（三）计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布状况

1. 行业层面

2014~2015年计算机、通信和其他电子设备制造业上市公司经营活动营运资金按要素分布情况如表18-5所示。

根据表18-5，2015年计算机、通信和其他电子设备制造业经营活动营运资金比上一年增长5.46%。其中，存货占用营运资金总额为1 885.01亿元，行业总体占比由2014年的78.88%上升至88.99%；存货占用营运资金平均额为9.02亿元，行业平均占比由2014年的82.69%下降至50.41%。数据表明，随着经营活动营运资金总额的总体上升，存货占用营运资金的总额及平均额也有所上升，

行业平均占比下降说明该行业大部分上市公司能够更好地控制存货的资金占用，降低库存，但行业总体受到极端值影响导致行业总体占比上升。

表 18－5　2014～2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布总体统计表

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	1 584.36	1 885.01	3 647.75	4 320.40	3 223.61	4 082.87	2 008.50	2 118.16
	行业平均	7.88	9.02	18.15	20.67	16.04	19.54	9.99	10.13
	最大值	215.76	222.12	485.94	532.47	479.32	498.70	222.37	251.50
	中位数	2.75	3.46	6.45	8.32	4.63	5.70	4.38	5.34
	最小值	0.00	0.00	0.08	0.36	0.12	0.16	－7.85	－23.54
占比（%）	行业总体	78.88	88.99	181.62	203.97	160.50	192.76	—	—
	行业平均	82.69	50.41	193.65	95.50	176.33	45.90	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	55.93	59.56	129.77	136.02	80.72	98.77	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本数量		201	209	201	209	201	209	201	209

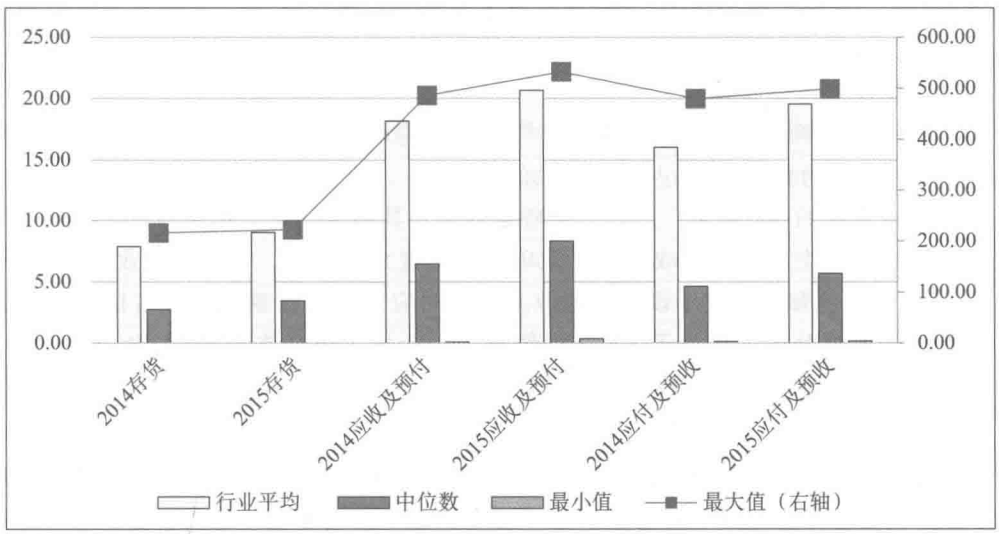


图 18－4　2014～2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业经营活动各要素营运资金分布统计数据

2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业应收及预付款项营运资金占用额为 4 320.40 亿元，较上一年有所增加行业总体占比由 181.62% 上升至 203.97%；应收及预付账款营运资金平均占用约为 8.32 亿元，行业平均占比由 2014 年的 193.65% 下降至 95.50%，下降幅度十分明显。说明该行业上市公司加强了对应收及预付账款的管理，及时收回资金，减少应收及预付款项的营运资金占用，降低坏账的发生，但同时受到极端值影响，导致行业总体占比上升。

2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业应付及预收款项占用额为 4 082.87 亿元，较上一年有所增加，行业总体占比由 160.50% 上升至 192.76%；应付及预收款项平均资金占用约为 19.54 亿元，行业平均占比由 176.33% 下降至 45.90%。数据说明，该行业上市公司对上游供应商的商业信用降低，利用应付及预收款项为经营活动提供资金支持的作用减弱。

由图 18－4 可更加直观地看出，2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业上市公司各要素营运资金占用水平悬殊较大，表现在最大值远远高于中位数，中位数与平均数差异较大，导致行业总体水

平受极端值影响较大，与行业平均水平变化方向不一致。

2. 企业层面

2014～2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业上市公司经营活动营运资金按要素分布分段统计情况如表 18－6 所示。

表 18－6　2014～2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布分段统计表

区间（%）	按存货占比区间统计				按应收及预付款项占比区间统计				按应付及预收款项占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	10	4.98	10	4.78	10	4.98	9	4.31	10	4.98	9	4.31
(0，25]	15	7.46	17	8.13	1	0.50	0	0.00	16	7.96	12	5.74
(25，50]	56	27.86	50	23.92	1	0.50	1	0.48	27	13.43	32	15.31
(50，75]	50	24.88	60	28.71	5	2.49	2	0.96	40	19.90	32	15.31
(75，100]	30	14.93	32	15.31	33	16.42	29	13.88	25	12.44	20	9.57
>100	40	19.90	40	19.14	151	75.12	168	80.38	83	41.29	104	49.76
总 计	201	100	209	100	201	100	209	100	201	100	209	100

2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业上市公司存货占比多在 25% 以上，其中在 25%～50% 范围内的有 50 家，在 50%～75% 范围内有 60 家，在 75%～100% 范围内有 32 家，并有 40 家上市公司存货占比高于 100%，这一水平与 2014 年相比没有太大差异。由此可见，该行业上市公司存货资金占比情况较为分散，即各公司按不同要素对营运资金的配置结构相差较大；但就整个行业而言，该行业上市公司存货占比情况基本保持稳定。

2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业上市公司应收及预付款项资金占比多在 75% 以上，其中在 75%～100% 范围内的有 29 家，占样本总量的 13.88%，比上一年略有减少；在 100% 以上范围内的有 168 家，占样本总量的 80.38%，比上一年略有增加；其他区间内，本年与上一年的分布情况大致相同。由此可见，该行业上市公司应收及预付款项资金配置大多较高，行业内企业差别较小。

2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业上市公司应付及预收款项资金占比情况较为分散，其中有接近一半数量的上市公司占比高于 100%，数量为 104 家，占样本总量的 49.76%，较 2014 年有所增加；其他区间内，本年与上一年的分布情况大致相同。由此可见，该行业上市公司应付及预收款项占比较高，且行业内各公司配置比例差别较大。

四、2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析

（一）计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额分析

计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额分析情况如表 18－7 所示。

表 18－7　2014～2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额

项　目	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约额（亿元）
	2014 年	2015 年	
行业总体	0.23	0.20	108.76
行业平均	0.41	0.40	—
最大值	1.68	1.63	—
中位数	0.35	0.35	—
最小值	－3.97	－0.61	—
样本量	201	209	—

注：经营活动营运资金占用水平＝经营活动营运资金/营业收入。

在经营活动营运资金占用水平方面，我们用经营活动营运资金比营业收入的比值，消除不同企业间的规模差异，来比较该行业不同上市公司间经营活动营运资金占用水平。经营活动营运资金比营业收入的比值越大，表明经营活动所需的净流动资金越多，反之，经营活动所需的净流动资金越少。从表 18 -7 中可以看出，2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业行业总体经营活动营运资金占用水平约为 20%，与 2014 年相比有所降低，表明 2015 年比 2014 年经营活动所需的净流动资金减少。2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业上市公司经营活动营运资金比营业收入的比值最大值为 163%，而最小值仅为 -61%。可见，行业内各上市公司经营活动流动资金的净需求有很大差别，财务业务一体化管理水平也存在差异。有些企业营运资金小于零，财务业务一体化管理水平较高，经营活动不仅没有融资需求，还可以作为融资平台为长期资金需求提供融资支持；而有些企业的营业活动需要财务上提供大量的融资支持。

在经营活动营运资金节约额方面，我们用过去一年经营活动营运资金占用水平与本年营业收入的乘积与本年经营活动营运资金占用额的差额来表示经营活动营运资金节约额。从表中数据可以看出，2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业行业总体经营活动营运资金节约额为 108.76 亿元，表明 2015 年比 2014 年经营活动所占用的净流动资金减少，资金运作水平有所提高。

（二）计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司分渠道的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

如表 18 -8 所示，从行业整体的经营活动营运资金周转期（按渠道）来看，行业整体采购渠道与生产渠道营运资金周转期皆有缩短，虽然营销渠道营运资金周转期延长但延长幅度不如采购渠道与生产渠道的缩短幅度，因此 2015 年经营活动营运资金周转期（按渠道）缩短 3.8 天（与上一年相比缩短 5.11%），经营活动营运资金管理绩效有所提升。

表 18 -8　2014 ~ 2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	采购渠道营运资金周转期		生产渠道营运资金周转期		营销渠道营运资金周转期		经营活动营运资金周转期（按渠道）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
计算机设备制造业	-44.9	-43.4	-7.6	-10.2	81.7	83.6	29.2	30.0
通信设备制造业	-83.5	-83.8	-7.9	-3.4	209.3	192.4	117.8	105.30
电子设备制造业	-50.3	-57.3	-2.3	-2.2	146.1	153.7	93.5	94.15
其他设备制造业	-59.5	-64.2	-5.2	-9.1	122.4	118.4	57.7	45.0
行业整体	-58.2	-61.7	-5.3	-5.9	137.9	138.2	74.4	70.6

从采购渠道营运资金周转期来看，2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业上市公司行业整体采购渠道营运资金周转期为 -61.7 天，相比 2014 年缩短 3.5 天（与上一年相比缩短 6.01%），说明该行业采购渠道营运资金管理能力有所改善与提高。其中，电子设备制造业与其他设备制造业变动比较明显，采购渠道营运资金周转期有一定的缩短，说明其采购渠道营运资金管理水平有一定程度上升。

从生产渠道营运资金周转期来看，2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业上市公司行业整体生产渠道营运资金周转期与去年相比变化幅度较小，缩短 0.6 天，没有明显地改善与提高。其中，除电子设备制造业以外，其余行业生产渠道营运资金周转期皆有较为明显的缩短或延长，不同行业表现出不同的生产渠道营运资金管理水平。

从营销渠道营运资金周转期来看，2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业上市公司行业整体营销渠道营运资金周转期为 138.2 天，与上一年相比增加 0.3 天，变化幅度较小。其中，计算机设备制造业与电子设备制造业营销渠道营运资金周转期小幅度延长，通信设备制造业与其他设备制造业营销渠道营运资金周转期小幅度缩短。

从行业细分角度来看，通信设备制造业以及其他设备制造业经营活动营运资金周转期有一定幅度

缩短，经营活动营运资金管理能力有一定增强；计算机设备制造业以及电子设备制造业有很小幅度延长，需继续加强对经营活动营运资金的监管。由此可见，该行业的经营活动营运资金周转水平（按渠道）是由各行业细分在各个渠道的营运资金管理水平所共同决定的，若要改善提高行业整体经营活动营运资金周转水平，则需将不同行业细分及各个渠道作为出发点，寻找问题解决问题，提高经营活动营运资金管理绩效。

从表 18－9 及图 18－5 中可以看出，2011 年至 2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业上市公司采购渠道营运资金周转期大体上呈下降趋势，由－41 天逐渐变为－62 天。2011 年以来，计算机、通信和其他电子设备制造业上市公司生产渠道营运资金周转期一直呈现比较稳定的趋势，自 2012～2014 年的周转期均为－5 天，2015 年有小幅度波动，变为－6 天。从 2011 年起营销渠道营运资金周转期不断增长，其中 2013 年增长最为明显，较 2012 年增长了 21.49%，这表明营销渠道营运资金管理绩效存在变差的趋势，2014 年与 2015 年周转期为 138 天，较 2013 年下降了 9 天，说明该行业营销渠道的营运资金管理绩效有所改善但依然是后续营运资金管理的重中之重。从整个经营活动营运资金管理来看，计算机、通信和其他电子设备制造业行业上市公司营运资金周转期呈现波动变化的趋势，2015 年该行业经营活动营运资金管理绩效总体上略有好转趋势，但仍有一定提升空间，企业应当重点关注营销渠道的营运资金管理。

表 18－9　2011～2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
采购渠道营运资金周转期	－41	－48	－59	－58	－62
生产渠道营运资金周转期	－4	－5	－5	－5	－6
营销渠道营运资金周转期	116	121	147	138	138
经营活动营运资金周转期（按渠道）	71	68	83	74	71

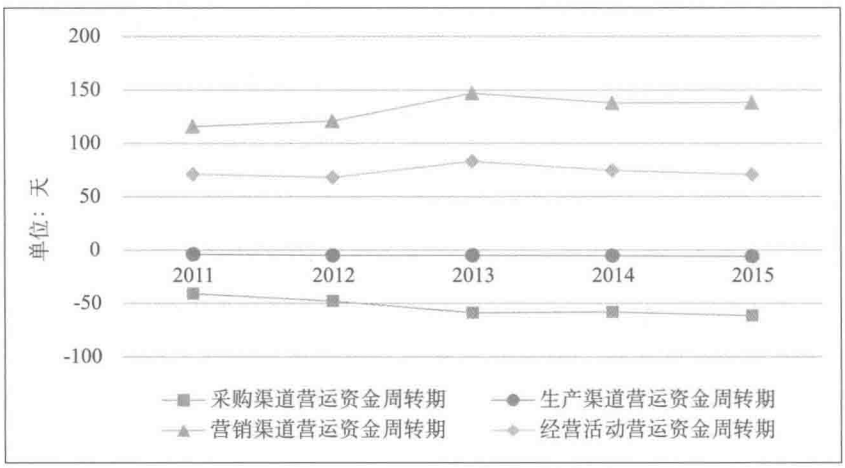


图 18－5　2011～2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业经营活动各渠道营运资金周转期变化趋势

2. 企业层面

表 18－10 中在对 2014～2015 年企业层面营运资金管理绩效变化进行分析时，为了更好地说明上市公司营运资金管理绩效的变化情况，本书将周转天数变化率划分为三个区间：缩短（变化率≤－10%）、基本稳定（－10% ＜变化率＜10%）、延长（变化率≥10%）。

2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业上市公司采购渠道营运资金绩效改善的企业总数最多，占可比公司总数的 47.87%，这表明计算机、通信和其他电子设备制造业上市公司采购渠道营运资金管理绩效从企业层面上看总体是提高的。对于另外 98 家采购渠道营运资金基本不变或延长的上市公司，应加强采购渠道营运资金管理，不断降低延长数量，并不断增加缩短数量。

表 18－10　　2014～2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业各渠道经营活动营运资金管理绩效变化统计表　　单位：天

项目		采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短（家）	90	88	35	67
	缩短占比（%）	47.87	46.81	18.62	35.64
	基本不变（家）	57	27	74	45
	基本不变占比（%）	30.32	14.36	39.36	23.94
	延长（家）	41	73	79	76
	延长占比（%）	21.81	38.83	42.02	40.43
可比样本总数		188			

2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业上市公司生产渠道营运资金管理绩效呈“高－低－高”趋势，其中生产渠道营运资金周转期缩短的企业有 88 家（46.81%），延长的企业有 73 家（38.83%），其余的基本不变，说明计算机、通信和其他电子设备制造业应继续加强生产渠道营运资金绩效管理，在实现部分企业绩效提升的同时，对降低的企业应采取及时、有效的措施提高行业整体生产渠道营运资金的管理绩效。

2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业上市公司营销渠道营运资金管理绩效有所下降，有 79 家（42.02%）上市公司营销渠道营运资金周转期延长，35 家（18.62%）缩短，周转期延长的上市公司数量明显高于周转期缩短的上市公司，基本不变的上市公司数量也较多，因此应不断加强对营销渠道营运资金的管理。

从总体来看，尽管采购、生产渠道的营运资金管理绩效略有提高，但是由于营销渠道下降明显，经营活动营运资金周转期（按渠道）延长的企业仍然多于缩短的企业，因此，应该重视对营销渠道营运资金的管理，采取有效的措施提高营销渠道的管理绩效，以实现经营活动营运资金管理绩效的提升。

（三）计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司分要素的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

如表 18－11 所示，2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业行业上市公司行业整体存货周转期没有变化、应收账款周转期有细微缩短、应付账款周转期有小幅度延长，经营活动营运资金周转期（按要素）有小幅度缩短，说明管理绩效有所提高。

表 18－11　　2014～2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	存货周转期		应收账款周转期		应付账款周转期		经营活动营运资金周转期（按要素）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
计算机设备制造业	49.5	51.2	68.1	73.7	66.8	65.8	50.9	59.1
通信设备制造业	86.8	88.0	143.9	128.2	109.0	107.6	121.8	108.5
电子设备制造业	57.1	59.4	111.4	114.6	74.4	80.9	94.0	93.1
其他设备制造业	54.7	49.3	94.4	91.3	78.1	81.2	71.1	59.4
行业整体	60.5	60.5	103.7	103.1	80.5	83.3	83.7	80.3

行业整体存货周转期未发生变化，但其中，除其他设备制造业之外，其他行业细分存货周转期都有小幅度延长，应加强对存货的管理，以缩短行业整体存货周转期。

行业整体应收账款周转期缩短 0.6 天，幅度微小，应收账款管理水平没有显著提升。其中，通信设备制造业与其他设备制造业的应收账款周转期缩短，其余行业细分应收账款周转期延长，应加强对

应收及预付款项的管理，减少其对营运资金的占用，实现应收账款管理绩效的提升。

行业整体应付账款周转期延长 2.8 天（延长幅度 3.48%），说明应付账款管理绩效有所提高。其中，计算机设备制造业、通信设备制造业应付账款周转期有微小的缩短趋势，电子设备制造业与其他设备制造业应付账款周转期有所延长。

从行业细分角度来看，除计算机设备制造业以外，其他行业细分经营活动营运资金周转期（按要素）都有缩短，表现出较好的营运资金管理水平。

从表 18－12 及图 18－6 中可以看出，2011～2015 年，计算机、通信和其他电子设备制造业上市公司各要素周转期变化趋势不尽相同。其中，存货周转期基本稳定，在一定范围内进行微小波动；应收账款周转期呈总体上升趋势，由 2011 年的 91 天增长为 2015 年的 103 天，但自 2013 年以后基本保持稳定；应付账款周转期也呈整体上升趋势，应付账款周转期由 2011 年 71 天增长至 2015 年的 83 天，其中在 2014 年出现小幅度波动。现金周转期有小幅波动，在 2014 年之前不断上升，由 81 天增加至 84 天，本年减少至 80 天，按要素的营运资金管理绩效提高。

表 18－12　2011～2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
存货周转期	61	60	62	60	61
应收账款周转期	91	97	103	104	103
应付账款周转期	71	75	83	80	83
经营活动营运资金周转期（按要素）	81	82	82	84	80

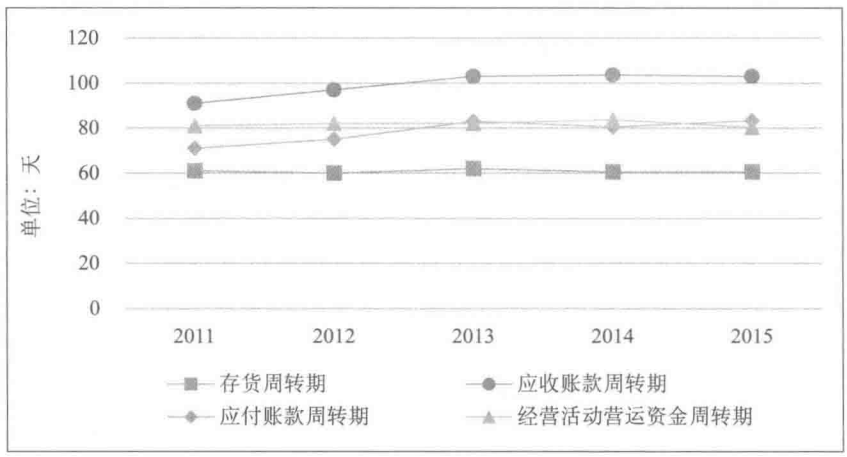


图 18－6　2011～2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业经营活动各要素营运资金周转期变化趋势

2. 企业层面

如表 18－13 所示，与 2014 年相比，2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业行业上市公司存货周转期缩短的只有 46 家，占可比样本总数的 24.47%，存货周转期延长的上市公司有 62 家，占样本总数 32.98%，超过缩短比例。存货周转期稳定及延长的上市公司阻碍了行业整体存货周转期缩短的进程，需要加强对企业存货的管理和控制。

应收账款周转期缩短的企业只有 35 家，占可比样本企业的 18.62%，延长的有 70 家，占可比样本企业的 37.23%，说明行业整体应收账款管理绩效不理想，应加强对应收账款的管理，减少其对营运资金的占用，提高应收账款管理绩效。

应付账款周转期延长企业有 72 家，占 38.30%，远高于缩短企业数量，应付账款管理绩效有所提升。

表 18 - 13　　2014 ~ 2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业各要素经营活动营运资金管理绩效变化统计表　　单位：家

项目		存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
转期变化统计	缩短（家）	46	35	44	51
	缩短占比（%）	24.47	18.62	23.40	27.13
	基本不变（家）	80	83	72	61
	基本不变占比（%）	42.55	44.15	38.30	32.45
	延长（家）	62	70	72	76
	延长占比（%）	32.98	37.23	38.30	40.43
可比样本总数		188			

从整个行业的经营活动营运资金周转期（按要素）管理来看，与2014 年相比，计算机、通信和其他电子设备制造业上市公司中经营活动营运资金管理绩效提高的企业比重小于降低的比重，因此应该加强企业分要素的营运资金的管理和控制。

五、2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司资金回报分析

表 18 - 14 反映了计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司在 2014 ~ 2015 年间资金回报率情况。

表 18 - 14　　2014 ~ 2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司资金回报率统计分析表

项目	总资金回报率（%）		经营活动资金回报率（%）		金融经营活动资金回报率（%）		投资活动资金回报率（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	8.62	7.76	11.68	10.16	-153.72	-316.29	3.09	3.30
行业平均	8.89	7.39	12.03	14.09	-5.89	-8.10	5.48	3.06
最大值	227.32	66.72	187.85	489.11	12.38	13.91	546.80	56.20
中位数	6.65	7.11	8.64	8.74	0.00	0.00	0.52	0.56
最小值	-12.21	-41.44	-84.82	-86.60	-53.58	-78.70	-5.30	-4.05
样本量	201	209	201	209	7	8	201	209

注：金融经营活动资金回报率统计样本以本行业内金融经营活动资金不为 0 的企业家数为准。

如表 18 - 14 所示，计算机、通信及其他电子设备制造业行业总体经营活动资金回报率较去年有所下降，由 2014 年 11.68% 下降至 10.16%；行业平均经营活动资金回报率较去年有所上升，由 12.03% 增长至 14.09%，说明大部分企业加强了对经营活动资金的管理水平，提高了经营活动资金的增值能力；经营活动资金回报率最大值较去年有很大幅度提高，拉大了不同企业间经营活动资金回报率的悬殊差异，也造成了行业总体与行业平均经营活动资金回报率不同的变化方向。

计算机、通信及其他电子设备制造业在 2014 ~ 2015 年行业总体金融经营活动资金回报率较为异常，主要原因为样本的金融经营活动资金占用值有正有负，在计算行业总体时，所有样本的金融经营活动资金占用值相加，使总和的绝对值较小，导致行业总体金融经营活动资金回报率数据较为异常。同时，在金融经营活动资金回报率统计样本中，只有两家企业的金融经营活动资金回报率不为 0，分别为最大值及最小值。

该行业在 2015 年行业总体投资活动资金回报率较 2014 年有小幅度上升，由 3.09% 提高至 3.30%；但行业平均值由 5.48% 下降至 3.06%，大部分企业的投资活动资金管理水平呈下降趋势。最大值相比去年有极大幅度减小，行业内不同企业间投资活动资金回报水平差距缩小。

该行业总资金回报率有所下降，行业总体总资金回报率由8.62%下降至7.76%，行业平均总资金回报率由8.89%下降至7.79%，说明该行业整体资金运作能力下降，企业需加强对不同营业活动资金的管理水平，并结合不同营业活动的资金回报率，调整资金配置结构，将更多的资金投入至回报率高的营业活动中，实现各类营业活动资金回报率及总资金回报率的提升。

从横向来看，该行业经营活动资金回报率远高于投资活动资金回报率，将资金投入至经营活动能够实现更多的资金增值，企业应不断加强投资活动资金的运作能力，并合理调整资金配置结构，从多方面入手提高行业总资金回报水平。

图18-7、图18-8、图18-9、图18-10 4幅散点图分别描绘了计算机、通信及其他电子设备制造业各家上市公司的总资金回报率、经营活动资金回报率、金融经营活动资金回报率及投资活动资金回报率水平。

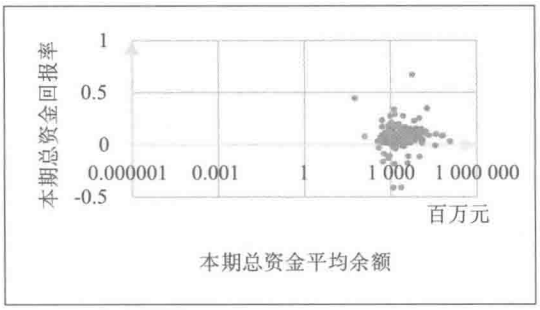


图18-7 2015年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司总资金占用与总资金回报率散点图

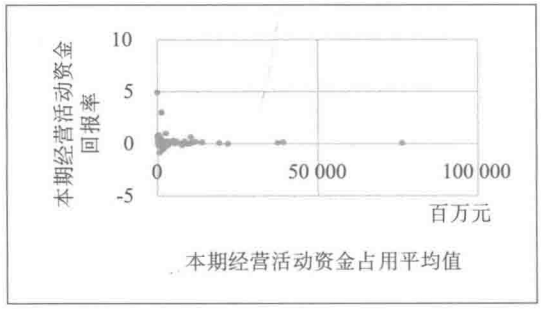


图18-8 2015年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司经营活动资金占用与经营活动资金回报率散点图

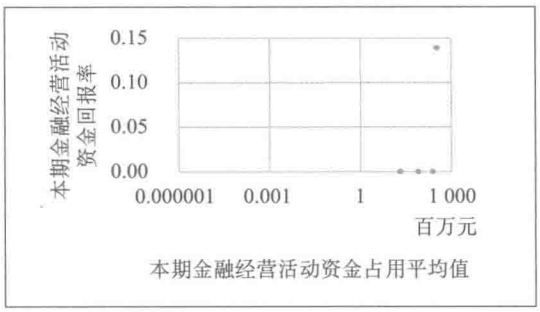


图18-9 2015年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司经营金融活动资金占用与经营金融活动资金回报率散点图

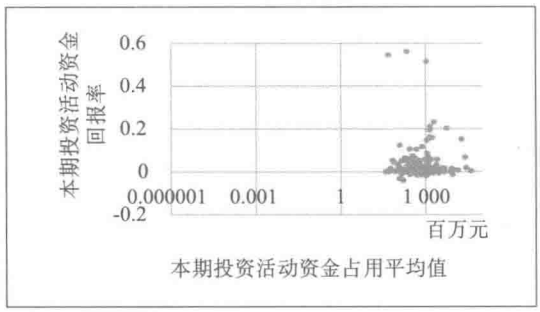


图18-10 2015年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司投资活动资金占用与投资活动资金回报率散点图

六、2015年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司融资结构与财务风险分析

（一）总资金融资结构与长期财务风险分析

1. 行业层面

表18-15及图18-11、图18-12反映了计算机、通信及其他电子设备制造业2014~2015年总资金融资结构与财务杠杆情况。

表18-15 2014~2015年计算机、通信及其他电子设备制造业总资金融资结构与财务杠杆统计分析表

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014年年末	2015年年末	2014年年末	2015年年末	2014年年末	2015年年末
行业总体	29.71	28.38	70.29	71.62	1.17	1.20
行业平均	16.71	17.66	83.29	82.34	1.27	1.10

续表

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
最大值	70.26	66.64	100.00	100.00	38.99	18.39
中位数	11.96	13.54	88.04	86.46	1.04	1.01
最小值	0.00	0.00	29.74	33.36	-18.43	-12.95
样本量	201	209	201	209	201	209

图 18-11　2014~2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司总资金融资结构

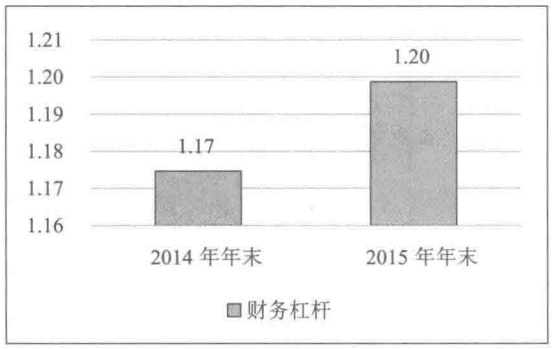


图 18-12　2014~2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业财务杠杆

从表 18-15 可以看出，计算机、通信及其他电子设备制造业总资金的主要来源是自有资金，融资结构在 2014~2015 年间比较稳定，没出现太大波动。其中，该行业 2015 年借入资金占比的行业总体及平均值分别为 28.33%、17.66%，与 2014 年的 29.71%、16.71% 相比变化程度较小。相应的，该行业 2015 年自有资金占比行业总体及平均值分别为 71.62%、82.34%，2014 年为 70.29%、83.29%，该行业财务风险水平较为稳定。与 2014 年相比，该行业 2015 年借入资金及自有资金的最大值、最小值间差异减小，说明各企业间融资结构差异略有缩小。

该行业总体财务杠杆由 1.17 提高至 1.20，行业平均财务杠杆由 1.27 下降至 1.10，都呈现轻微波动。该行业本年财务杠杆最大值与最小值之间的差距减小，各企业融资结构差异略有缩小。

2. 企业层面

计算机、通信及其他电子设备制造业总资金融资结构分段情况如表 18-16 所示。

表 18-16　　2014~2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业总资金融资结构分段统计表

比例区间（%）	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	22	10.95	27	12.92	0	0.00	0	0.00
(0，25]	123	61.19	117	55.98	0	0.00	0	0.00
(25，50]	46	22.89	54	25.84	10	4.98	11	5.26
(50，75]	10	4.98	11	5.26	46	22.89	54	25.84
(75，100]	0	0.00	0	0.00	145	72.14	144	68.90
>100	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
总计	201	100	209	100	201	100	209	100

从表 18-16 中可以看出，在 2014~2015 年间该行业借入资金占比分布状况大致相同，都未出现借入资金占比超过总资金 75% 以上的企业，大部分企业借入资金占总资金比例在 0~25% 之间。本年，

借入资金占比小于等于0的企业占12.92%（27家），较上一年有小幅度增长；借入资金占比在0~25%之间的企业有55.98%（117）家，较上一年有小幅度减少；借入资金占比在25%~50%以及50%~75%区间内的企业皆比上一年有小幅度增长。自有资金占比区间分布与借入资金相对应，68.90%（144家）企业自有资金占总资金75%以上，较上一年有微小下降。

该行业2015年各企业借入资金占比散点分布情况如图18-13所示。

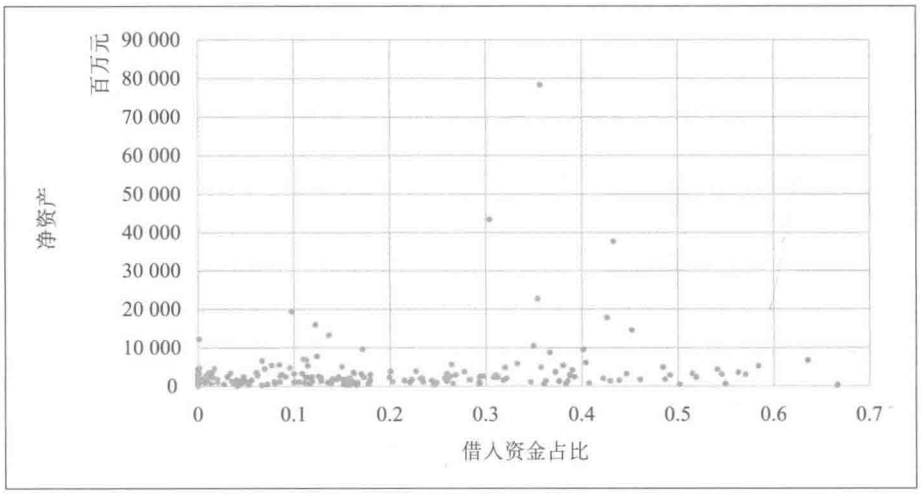


图18-13 2014~2015年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司借入资金占比与净资产散点图

计算机、通信及其他电子设备制造业财务杠杆分段情况如表18-17所示。

表18-17 2014~2015年计算机、通信及其他电子设备制造业财务杠杆分段统计表

比例区间	财务杠杆			
	2014年年末		2015年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）
[1，1.5）	85	42.29	83	39.71
[1.5，2）	14	6.97	14	6.70
[2，3）	6	2.99	5	2.39
≥3	10	4.98	5	2.39
总计	201	100	209	100

在财务杠杆系数大于等于1的企业中，有39.71%（83家）企业的财务杠杆系数在1~1.5之间，比上一年比重略有下降，财务杠杆系数在其余区间的企业数量或比重也较上一年有减少；同时，财务杠杆系数小于1的企业数量及比重增加，这些企业虽降低了财务风险，但也不能享受债权融资带来的好处。

该行业2015年各企业财务杠杆系数散点分布情况如图18-14所示。

（二）营运资金融资结构与短期财务风险分析

1. 行业层面

营运资本（流动资产-流动负债）可以被视为一个筹资来源，即用长期资本（长期负债与所有者权益之和）来满足经营性融资需求；与之相对应的概念是营业活动资金净融资需求，即新定义的营运资金（营运资本+短期金融性负债）。因此通过计算短期金融性负债和营运资本各自与营运资金的比值，就可以分析出企业营运资金来源或融资结构，即企业的营运资金（营业活动流动资金净需求）有多少通过短期金融性负债来融通的，而有多少是通过长期资本来融通的。

营运资金来源不同，企业财务风险大小也就存在很大差异。相比长期负债和企业自有资金（所有

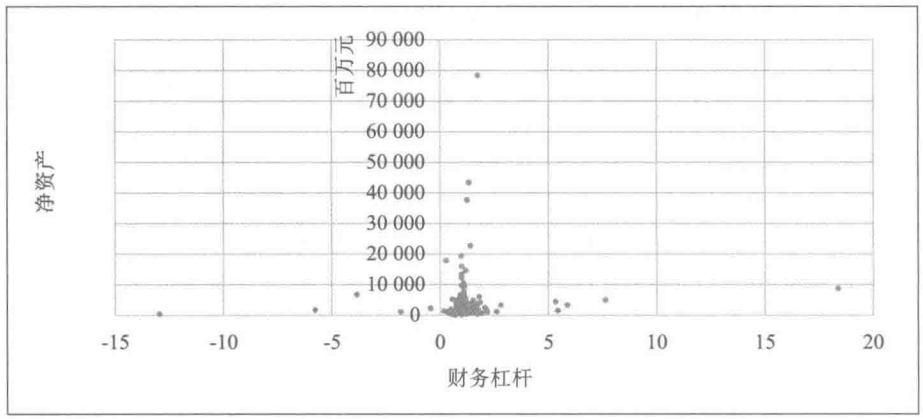


图 18－14　2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司财务杠杆与净资产散点图

者权益）融资，短期金融性负债融资带来的财务风险更大。因此短期金融性负债占营运资金之比越高，财务风险越大；特别地，如果短期金融性负债比例小于 0，表明企业营运资金小于 0，即企业营业活动不仅没有流动资本融资需求，还作为融资平台为企业其他资金需求提供融资支持。

2014～2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业营运资金来源状况如表 18－18 及图 18－15 所示。

表 18－18　　2014～2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业营运资金融资结构统计分析表　　单位：%

项目	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
行业总体	33.90	32.87	66.10	67.13
行业平均	41.55	34.77	58.45	65.23
最大值	2 294.58	496.13	174.72	100.00
中位数	16.27	20.42	83.73	79.58
最小值	－74.72	0.00	－2 194.58	－396.13
样本量	201	209	201	209

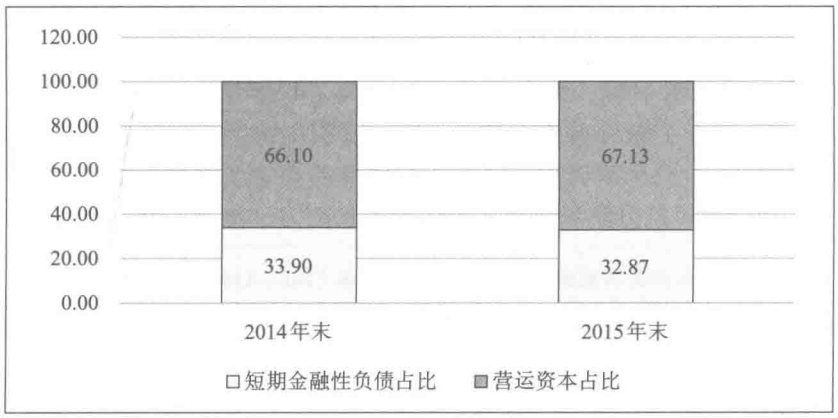


图 18－15　2014～2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业营运资金融资结构

从表 18－18 中可以看出，2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业营运资本占营运资金之比的行业总体及平均值分别为 67.13%、65.23%，是企业营运资金的主要来源，且行业平均占比较上一年有较明显提高；与之对应，短期金融性负债占营运资金之比的行业总体及平均值分别为 32.87%、34.77%，行业平均占比较上一年有较明显下降，行业面临的短期财务风险降低；2015 年计算机、通

信和其他电子设备制造业短期金融性负债占比的最大值高达 496.13%，表明其过度依赖短期金融性负债，融资结构不太合理，面临的财务风险较高；而最小值为 0，表明本年该行业没有营运资金为负的情况。虽然与 2014 年相比，最大值与最小值之间的差异已很大程度缩小，但依然反映了计算机、通信和其他电子设备制造业各企业营运资金融资策略存在很大不同，面临的财务风险也各有差异。

2. 企业层面

2014～2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业上市公司营运资金来源结构分段统计情况如表 18－19 所示。

表 18－19　2014～2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业营运资金来源结构分段统计表

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	31	15.42	29	13.88	12	5.97	12	5.74
（0，25］	87	43.28	82	39.23	5	2.49	11	5.26
（25，50］	37	18.41	53	25.36	29	14.43	22	10.53
（50，75］	29	14.43	22	10.53	37	18.41	53	25.36
（75，100］	5	2.49	11	5.26	117	58.21	111	53.11
>100	12	5.97	12	5.74	1	0.50	0	0.00
总计	201	100	209	100	201	100	209	100

从表 18－19 可以看出，2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业上市公司中，超过 50%（111 家）的企业短期金融性负债占营运资金之比低于 25%，有 25.36%（53 家）企业的短期金融性负债占营运资金之比在 25%～50% 区间内，相比 2014 年，分布于这些区间的企业数有所增加，表明大多数营运资金融资结构比较合理，企业面临的财务风险较小，且比上一年有所改善；而值得注意的是，仍有 12 家企业短期金融性负债占营运资金之比大于 100%，与上一年数量相同，这些企业面临着非常大的财务风险，应注意调整营运资金融资策略，减少对短期金融性负债的依赖，有效降低财务风险。

该行业 2015 年各企业短期金融性负债占营运资金比重散点分布情况如图 18－16 所示。

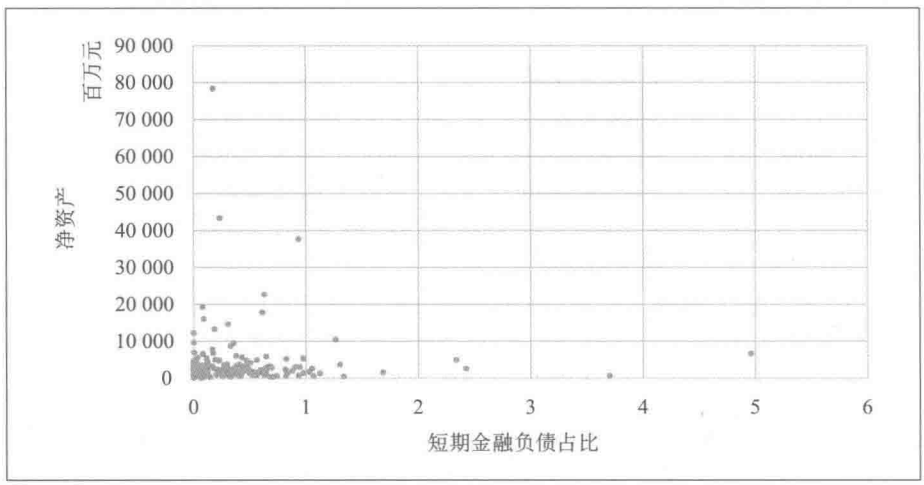


图 18－16　2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司短期金融性负债占比与净资产散点图

七、2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司营运资金管理绩效排行榜

本部分分别按“经营活动营运资金周转期（按要素）”和“经营活动营运资金周转期（按渠道）”

进行排名，考察计算机、通信和其他电子设备制造业上市公司营运资金管理绩效。在对上市公司营运资金管理绩效进行排名时，剔除了财务数据异常的公司，详见附录一。

八、2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司营运资金管理典型案例

营运资金是企业日常活动的血液，营运资金管理越来越受到企业的重视，如今融资难问题逐渐突出，更加凸显了营运资金管理的重要地位，营运资金管理受到了空前的关注。相关的研究重点由以要素为基础的营运资金管理向以渠道为基础的营运资金管理转移。王竹泉教授将营运资金按照渠道进行了重新分类，将营运资金与供应链管理、渠道管理和客户管理相结合，并在营运资金绩效评价体系的指标设计上提出将渠道、供应链管理对营运资金管理的影响体现出来。通过本章分析，从渠道管理方面分析，计算机、通信和其他电子设备制造业从分行业来看，计算机设备制造业和电子设备制造业这两个分行业的营运资金管理绩效最优。

（一）京东方基本情况简介

京东方科技集团股份有限公司（京东方 A：000 725；京东方 B：200725）创立于 1993 年 4 月，是一家半导体显示技术、产品与服务的提供商。2015 年，京东方全球首发产品覆盖率 39%，年新增专利申请量 6 156 件，累计可使用专利超过 40 000 件，位居全球业内前列。公司核心业务包括：显示器件业务、智慧系统产品业务和智慧健康服务。截至 2015 年 11 月 15 日，京东方注册资本 351.53 亿元，归属于上市公司股东的净资产 780 亿元，总资产 1 467 亿元。在北京、四川成都、安徽合肥、内蒙古鄂尔多斯、重庆、河北固安、江苏苏州、福建厦门等地拥有多个制造基地，营销和服务体系覆盖欧、美、亚等全球主要地区。

随着营运资金管理研究的发展，与其相关的研究重点由以单一要素为基础的营运资金管理向以渠道为基础的营运资金管理转移。将供应链管理、渠道关系管理和客户关系管理等现代管理的理念与方法融入到营运资金管理中去。本课题希望通过现有数据资料总结，利用新的营运资金绩效评价的方法原理，分析京东方营运资金管理绩效的优劣，吸取其营运资金管理的经验，提出进一步的建议。

（二）京东方营运资金管理绩效指标分析

1. 基于渠道营运资金管理绩效指标的分析

从表 18－20、表 18－21 可以看出，除 2011 年和 2013 年京东方的营运资金小于零，其他的年份京东方的经营活动营运资金都大于零，且 2015 年经营活动营运资金有明显上升，主要由于营销渠道营运资金的大幅度上升；各渠道营运资金绝对值也呈整体上升趋势，其中采购渠道以负营运资金运行，代表与上游供应商保持着较好的合作，充分利用上层供应商的资金，使其自身采购渠道不仅没有融资需求，还可以作为融资平台为其他资金需求提供融资支持；生产渠道也是负营运资金运行，反映出其生产流程优化，在产品、半成品等积压较少；而在营销渠道方面，每年营销渠道资金占用都有所增加。在周转期方面，京东方可以很好的代表计算机、通信、其他设备制造业的整体特点：采购和生产渠道管理绩效较好，营销渠道占经营活动营运资金的绝大多数。周转期呈整体上升趋势，主要由于不断上升的营销渠道营运资金周转期，但是采购渠道和生产渠道的周转期仍然为负，在一定范围内上下波动。

表 18－20　　京东方 2011～2015 年经营活动营运资金各渠道资金占用　　单位：亿元

项目	采购渠道营运资金	生产渠道营运资金	营销渠道营运资金	经营活动营运资金
2011 年	－20.46	－25.95	30.69	－15.72
2012 年	－33.95	－26.24	62.36	2.18
2013 年	－44.08	－42.52	81.79	－4.81
2014 年	－49.98	－65.29	118.07	2.81
2015 年	－65.99	－79.08	180.44	35.37

表 18－21　　京东方 2011～2015 年经营活动营运资金周转期（按渠道）　　单位：天

项目	采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）	行业整体经营活动营运资金周转期
2011 年	－58	－73	87	－44	71
2012 年	－47	－37	87	3	68
2013 年	－47	－45	87	－5	83
2014 年	－49	－64	115	3	74
2015 年	－49	－59	134	26	71

2. 基于要素营运资金管理绩效指标的分析

从表 18－22、表 18－23 可以看出，京东方各要素营运资金占用水平在 2011～2015 年间都呈上升趋势，经营活动营运资金也有明显上升。对周转期而言，各要素在 2011～2015 年间呈整体下降趋势，同时有小范围波动，现金周转期也远远低于行业整体现金周转期水平。这说明，企业的资金流动相比同行业其他企业来说流动速度较快，并且 5 年的营运资金各渠道各要素绩效稳定增加，企业的总体绩效也稳定增长。企业精益管理效果明显，对存货、应收账款的管理水平较高，但也要不断加强对应付账款的管理。

表 18－22　　京东方经营活动营运资金占用水平（按要素）　　单位：亿元

项目	存货	应收及预付款项	应付及预收款项	经营活动营运资金
2011 年	21.95	22.87	29.81	－15.72
2012 年	28.68	44.94	45.81	2.18
2013 年	32.44	57.53	56.54	－4.81
2014 年	41.78	63.05	63.76	2.81
2015 年	62.52	78.91	85.72	35.37

表 18－23　　海信电器经营活动营运资金周转期（按要素）　　单位：天

项目	存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	现金周转期	行业整体现金周转期
2011 年	62	65	84	42	81
2012 年	40	63	64	39	82
2013 年	35	61	60	36	82
2014 年	41	62	62	40	84
2015 年	46	58	63	41	80

（三）京东方营运资金管理的建议

由数据分析可以看出，京东方在采购和生产渠道方面虽然仍然保持较高的周转绩效，但是每年的绩效有所下滑，因此应该学习和借鉴这方面做得好的企业的经验，在保持现有采购和生产管理水平的前提下，争取更大的发展。

1. “零库存”模式，降低生产渠道和存货周转期

零库存要求企业以严密的计划，科学的采购达到生产资料的最佳衔接，要求资金高效率运转，原材料、生产成本在标准时间内发挥较好的作用与小姨，达到库存最少的目的。但是“零库存”模式对市场提出更高的要求，要求企业对市场需求特别了解，以销定产、以产定购，将产品更快的投向市场。这一模式对企业的生产管理提出了较高的要求，但是可以大大降低生产渠道的周转期，提高生产渠道的绩效水平。丰田集团在此方面有领先的经验可以借鉴。

2. VMI 供应商管理

VMI（Vendor Managed Inventory）是一种以用户和供应商双方都获得最低成本为目的，在一个共同的协议下由供应商管理库存，并不断监督协议执行情况和修正协议内容，使库存管理得到持续地改进的合作性策略。这种库存管理策略打破了传统的各自为政的库存管理模式，体现了供应链的集成化管理思想。海尔集团对供应商的管理经验被许多企业学习效仿，能够很好的利用供应商的资金用于自我的经营活动。此外海尔利用 VMI 管理，真正实现原材料的零库存，做到看单拉料，使供应商与海尔供应链协同。这一管理模式可以大大的降低库存，提高采购渠道和生产渠道的周转率。

3. 成立资金结算和财务中心

成立结算中心的好处是：可以加速资金周转，提高资金使用效益。罗福凯在《公司营运资本日常管理的改进——来自海信集团的管理实践和经验》中提出，海信集团建立的资金结算中心，使包括海信电器在内的集团内各企业资金由分散运作，改成集团公司统借统还、统一调度，有效避免了资金使用上的浪费，优化了资源配置、盘活了存量资本。在同等规模下，对银行信贷需求减少了，财务费用降低了，甚至结合富余资金理财，还产生了负的财务费用。

九、2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司营运资金管理调查结论与建议

（一）调查结论

1. 行业总体上经营活动和投资活动营运资金配置较为平稳，有向投资活动倾斜的趋势

在行业层面，2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业上市公司营运资金平均占用 25.05 亿元，同比上升约 9.63%，营业活动的流动资金净需求比较平稳，并没有较大幅度的增加；上市公司将约 59.67%（3 123.24 亿元）的营运资金投放在投资活动领域，较上一年有小幅度提升，表明 2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业较 2014 年营运资金配置向投资活动倾斜，但总体而言营运资金还是较为均衡地配置到经营活动和投资活动中。在企业层面，2014 年计算机、通信及其他电子设备制造业上市公司 95 家（45.45%）投资活动营运资金占比高于经营活动，较 2014 年基本稳定，但其中有 19.14% 的上市公司投资活动营运资金配置比例在 75% 以上，表明 2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业的营运资金正逐步向投资活动转移。

2. 经营活动营运资金（按渠道）主要配置在营销渠道

从经营活动营运资金的渠道配置来看，2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业采购渠道营运资金占用总量为 -1 983.59 亿元，占经营活动营运资金的 -93.65%，这表明该采购渠道不仅没有占用营运资金，还通过占用供应商的资金，为其自身经营活动提供了更多的资金支持。2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业垫支在生产渠道上的营运资金总量为 -219.95 亿元，占经营活动营运资金的 -10.38%，表明生产渠道也是负营运资金运行，反映出其生产流程优化，在产品、半成品等积压较少，能够为自身经营活动提供一部分资金支持。2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业垫支在营销渠道上的营运资金总量为 4 321.70 亿元，占经营活动营运资金总量的 204.03%，这说明经营活动营运资金主要配置在营销渠道，该行业上市公司应继续加强对营销渠道营运资金的管理，以减少营销渠道营运资金的占用。

3. 经营活动营运资金（按要素）主要配置给应收及预付账款，且有增加趋势

2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业经营活动营运资金（按要素）占用总额比 2014 年略有增加。2015 年存货资金总额为 1 885.01 亿元，与 2014 年相比配置率增加了 10.11 个百分点；2015 年应收及预付款项营运资金占用额为 4 320.40 亿元，与 2014 年相比配置率增加了 22.35 个百分点；2015 年应付及预收款项占用额为 4 082.87 亿元，与 2014 年相比配置率增加 32.26 个百分点。总体来看，应付及预收款项的利用为经营活动提供了资金支持。从行业平均来看，2015 年存货平均资金占用约为 9.02 亿元，比 2014 年增加 1.14 亿元；2015 年应收及预付账款平均资金占用约为 20.67 亿元，比 2014 年增加 2.52 亿元；2015 年应付及预收款项平均资金占用约为 19.54 亿元，比 2014 年增加 3.5 亿元。应付及预收账款的增加并不能满足存货及应收项目增加带来的资金需求，因此，企业应加强对应收及预付账款的管理，降低其资金占用水平。

4. 经营活动营运资金占用水平总体上升

2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业行业总体经营活动营运资金占用水平为 0.20，相比 2014 年的略有减少，表明 2015 年比 2014 年经营活动所需的净流动资金较少。2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业上市公司经营活动营运资金比营业收入的比值最大值为 1.63，而最小值仅为 -0.61。可见，行业内各企业营业活动流动资金的净需求有很大差别，财务业务一体化管理水平也存在差异。有些企业营运资金小于零，财务业务一体化管理水平较高，营业活动不仅没有融资需求，还可以作为融资平台为长期资金需求提供融资支持；而有些企业的营业活动需要财务上提供大量的融资支持。

5. 经营活动营运资金（按渠道）管理绩效总体略有上升，通信设备制造业与其他设备制造业改善明显

从整个经营活动营运资金周转期（按渠道）来看，2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业营运资金管理绩效略有提升。由 2014 年的 74.4 天减少到 2015 年的 70.6 天。主要是因为采购渠道与生产渠道营运资金周转期的下降，使行业整体营运资金管理绩效略有上升。从分行业角度看，通信设备制造业经营活动营运资金周转期随着营销渠道的营运资金的周转期的大幅下降而下降；其他设备制造业各渠道周转期都有下降趋势，表现了其在各个渠道营运资金管理绩效的提升；计算机设备制造业与电子设备制造业经营活动营运资金的周转期随着营销渠道营运资金周转期的增加而略有增加。

6. 经营活动营运资金（按要素）管理绩效总体略有上升，计算机设备制造业需要关注

2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业行业平均经营活动营运资金周转期为 80.3 天，较 2014 年有所下降，主要原因为应付账款周转期的延长，表明 2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业经营活动营运资金管理绩效略有上升，应付账款管理水平有所提高。从分行业数据来看，通信设备制造业与其他设备制造业现金周转期有明显缩短，计算机设备制造业需要加强各要素营运资金管理。

7. 总资金回报率略有下降，经营活动资金回报率远高于投资活动资金回报率

2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业总资金回报率为 7.76%，与 2014 年 8.62% 相比有所下降，资金运作水平需要提高。经营活动资金回报率远高于投资活动，将资金投入经营活动会得到更高的资金增值，对资金配置结构起到一定指导作用。资金回报率的最大、最小值差异悬殊，说明行业内各企业资金运作水平有很大差异。

8. 总资金融资结构以自有资金为主，财务风险较低且平稳

2015 年计算机、通信及其他电子设备制造业总资金的主要来源是自有资金，自有资金占总资金行业平均值为 82.34%，融资结构在 2014 ~ 2015 年间比较稳定，没出现太大波动，财务杠杆系数也较为稳定，财务风险较低且比较平稳；最大值、最小值间差异较大，说明各企业间融资决策有明显差别。

9. 营运资金融资结构仍以营运资本融资为主，整体财务风险较低

2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业营运资本占营运资金之比的行业均值为 65.23%，比上一年有所上升，是企业营运资金的主要来源，表明总体财务风险较低。企业层面上，2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业上市公司中，超过 50% 的企业短期金融性负债占营运资金之比低于 25%，表明大多数营运资金融资结构比较合理，企业面临的财务风险较小。

（二）对策建议

1. 加强营销渠道建设，提高业务——财务一体化水平

2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业在营销渠道上垫支的营运资金最多，依然是该行业营运资金管理的重点和难点。企业应当及时转变营运资金管理理念，重视营销渠道的营运资金管理，建立和完善分渠道的营运资金管理模式；充分利用电子商务技术，加快库存商品的销售，带动生产、采购环节，提高企业资金周转速度；加强营销渠道建设，加速产品的销售；通过提升营销渠道的渠道影响力和控制力，维系良好的客户关系，以保持对市场的敏感度，从而减少产成品库存和应收账款，提高营销渠道营运资金管理绩效。

2. 加强供应链营运资金管理，提高应收及预付款项管理水平

根据调查结论，应收及预付款项是计算机、通信和其他电子设备制造业经营活动营运资金（按要素）占用的绝对主体，提高应收及预付款项管理水平是计算机、通信和其他电子设备制造业亟需解决的重要问题。对此，应充分利用上下游企业进行供应链管理，形成较完善的应收账款管理系统；将应收账款的管理与客户信用等级相结合，建立集中化的订单管理模式；进行供应链金融创新，开展应收账款保理业务，安全、快速地将应收账款变现，减少资金短缺。企业要盘活资金，提高资金使用效率，把其作为提高自身核心竞争力的不可或缺的管理手段，同时，企业要制定好经营管理战略与策略，采取切实可行的措施，使资产既能保值和，又能增值，只有这样，企业才能有效的进行生产经营，不断发展壮大。

3. 保持营运资金融资结构的合理优化，控制企业财务风险

营运资金来源不同，企业财务风险大小也就存在很大差异，相比长期负债和企业自有资金（所有者权益）融资，短期金融性负债融资带来的财务风险更大。从上述分析可以看出，2015 年计算机、通信和其他电子设备制造业大多数营运资金融资结构比较合理，企业面临的财务风险较小；但是行业平均财务风险有所增加，且部分企业财务风险较大，因此，高风险企业需要合理优化营运资金融资结构，适度控制短期金融性负债融资比例，以降低财务风险。

主要参考文献

1. 王竹泉、王秀华：“业务流程与经营性营运资金管理绩效：影响机理与案例”，《财会通讯》，2012 年第 3 期。

2. 王竹泉，孙莹等：《营运资金管理发展报告 2015》，中国财政经济出版社 2015 年版。

3. 彭家钧：《营运资金管理创新——基于海尔集团的案例研究》，《营运资金管理发展报告 2012》，中国财政经济出版社 2012 年版。

4. 中国行业研究网、巨潮资讯网、电子信息产业网。

第十九章　2015 年其他制造业上市公司营运资金管理调查

【摘要】2015 年，全球经济急速分化明显，以美国为主的一些发达国家经济体采取强力的量化宽松政策使得经济出现一定复苏迹象，而部分新兴国家由于经济基础相对较差，加上国际资本流出，经济状况不容乐观。2015 年作为“十二五规划”的收官之年，中国经济运行遭遇到不少冲击与挑战，经济下行压力持续增大。面对复杂严峻的形势，对其他制造业营运资金管理也带来了相应的挑战。我们对来自于 2015 年其他制造业企业的 17 家单位进行调查分析，调查发现，2015 年其他制造业企业经营活动营运资金数量有较大幅度的提升，同时，企业获得一单位营业收入所需的经营活动营运资金投资也在提高，这说明行业总体营运资金利用效率不高。另外，从分渠道和分要素两个视角来看，其他制造业营运资金管理绩效表现相对于 2014 年也不佳，特别是渠道中的营销渠道和要素中的应收及预付项目要素表现不容乐观。但值得注意的是，2015 年生产渠道和采购渠道营运资金管理绩效表现为近几年最佳，并且其他制造业企业在 2015 年实现了营运资本全大于零的状态。

一、其他制造业上市公司营运资金基本特征

其他制造业涉及珠宝首饰、眼镜制造、遮阳节能、蜡烛、拉链等生活耐用消费品以及热冷缩材料、复合材料等新材料和磁卡、锂电池等高新技术产业，还包括废弃资源的综合利用等行业。其他制造业涉及范围广，经营跨度大。其营运资金管理特点归纳概括如下：

1. 经营业务专一化，主攻主营业务

其他制造业虽然涉及珠宝加工、生活消费、新材料等多个行业，但大部分企业都坚持专业化发展战略，以做精做强其主营业务为出发点，少有跨行业经营现象，各企业在市场上都具有一定的市场竞争力。

2. 新的营销手段与电子商务在其他制造业中逐步展开

计算机技术的进步和电子商务的发展推动基于互联网平台进行产品销售的企业的和个人的出现。据统计，仅在淘宝建立的 B2C 珠宝电商就有上万家。电子商务在其他制造业的应用将会拓宽营销渠道，提高营销效益和效率，降低营销渠道营运资金周转期；还会减少中间环节，降低经营成本，缩短生产周期，降低库存，从而降低存货周转期，这些都会带来营运资金管理绩效的提升。

3. 初始投资成本高，资金需求量大

其他制造类企业多数属于投入巨大的资金密集型企业。珠宝首饰加工与销售企业需要投入大量的资金购买价值较高的黄金、铂金、翡翠原石等原材料，同时对于采用自营销售企业还需要大量的产品进行铺货，资金需求量较大。以新材料为代表的高新技术企业需要雄厚的研发资金作为支持，研发费用的投入占据全部投入很大的比例，需要投入大量的人力、物力、财力以用于新产品的研发和生产。单位营业收入的实现需要大量营运资金的占用。

4. 营运资金主要配置给企业的经营活动

纵观五年数据，发现经营活动占营运资金比例约 60% 左右，投资活动占营运资金 30% 左右，且两者分配比例较为稳定。与行业平均水平较为一致。从要素的视角来看，营运资金的大部分被存货占用，这也符合其他制造业特征。从渠道的视角来看，营销渠道占据营运资金的绝大部分，这为优化营运资金配置指明了方向。

5. 营运资本占据营运资金的大部分，属于风险规避行业

按照筹集资金的来源来分，营运资金主要来源于营运资本和短期金融性负债两个方面。在其他制造业中，主要以营运资本为主要来源。行业总体的营运资本占筹资来源的 60% 左右。短期金融负债虽

然筹资速度快、成本低、易取得，但是筹资风险高，若企业资金安排不当，难免会陷入财务危机。由此看来，其他制造类企业倾向于保守的营运资金筹资政策，资本成本虽然较高，但财务风险较低。

6. 营销渠道营运资金周转期拉长了营运资金周转期

纵观近 5 年营运资金绩效数据，从渠道的视角来看，经营活动营运资金周转期呈波动上升的状态，管理绩效仍有待改善。由 2011 年的 47.97 天波动上升至 2015 年的 96.4 天，具体化到每个渠道，采购渠道盈余资金周转期始终较低，维持在 6 天以下；生产渠道营运资金周转期呈波动下降趋势，由 2011 年的 5.23 天下降至 2015 年的 0.5 天，有较大程度的改善；营销渠道营运资金周转期是三个渠道中表现最差的一个，近年始终维持在 55 天以上，2015 年更是达到 95.5 天，这也是促使整个周转期延长的主要因素。这主要由于珠宝首饰类企业销售模式目前大多属于直营模式，实体门店的迅速扩张和人员的聘用带来大量资金的占用；而高新技术产业销售模式也是直销，与厂家直接交易，客户厂商较多，管理面宽，客户关系复杂。

二、2015 年其他制造业经营环境变化主题词与大事件

（一）2015 年其他制造业经营环境变化主题词

1. 经济下行

2015 年我国宏观经济下行压力持续增大，伴随着出口下滑、投资增速的持续回落和有效需求的不足使得经济增长出现超过预期的下滑。中国企业绩效指标持续恶化，企业利润步入“负增长时期”。其中工业企业利润大幅度下降的表现更为突出。另外，资金运转速度也出现下滑，社会融资和银行贷款出现内生性收缩，资金链条出现变异。纵观上年度经济形势和有关财政政策与货币政策，可见，对营运资金管理提出了更大的挑战，营运资金周转期受到影响，尤其对于出口占有重要比例的其他制造业。

2. 去库存

其他制造业中，以珠宝首饰行业为例，目前面临最突出的是过剩问题。据相关人员估算，我国珠宝产业中，珠宝成品的市场库存量总价值有数万亿元，按照目前市场的消费能力，十年都不一定能够销售完。再加上大大小小数千家的珠宝加工企业，四、五十万人的玉石雕刻和加工人员源源不断地生产。另外，我国白玉、翡翠市场上虽然顶级原料较少，但存量总价值也有数万亿元。同时，还有很多新玉种不断得以开发。因此加强对存货营运资金管理显得尤为重要，若处理好这个问题，将会有利于营运资金整体绩效的改善。

3. 新型销售渠道

在销售渠道方面，其他制造业企业，特别是珠宝首饰销售目前在国内主要有两种销售方式：大型商场商家联营以及开珠宝首饰专卖店。实体销售渠道资金投入大、专业要求高、资金周转速度慢。除了以上两种销售方式外，还有一些新兴的营销渠道，比如电视购物和网络销售，也在逐步发展和创立。传统珠宝龙头如周大福、潮宏基、周生生等已经开始通过自建线上旗舰店、B2C 平台以及线上线下融合（O2O）模式逐步在电商渠道发力。通过网络平台进行推销、促销，将能充分发挥购物的随意性和有关产品的诱惑性等优势，有助于满足不同群体的消费需求，拓展销售渠道，实现薄利多销。这些新兴的营销渠道将在未来逐步蚕食目前主流的商场和专卖店的销售份额并且有可能成为未来的珠宝首饰销售的主流渠道。新兴销售渠道的开展将对改善营销渠道营运资金管理绩效发挥重要作用。

（二）2015 年其他制造业营运资金管理大事件

1. 国家设立 400 亿元创投基金，满足新兴产业融资需求

2015 年初，国务院总理李克强在主持召开国务院常务会议中决定设立总规模达 400 亿元的国家新兴产业创业投资引导基金，重点投资新兴产业早中期、初创期的创新企业。该基金的运作将实现促进技术与市场的融合，创新与产业对接，孵化和培育面向未来的新兴产业并助力创业创新和产业升级。创新型中小企业往往因其涉及面广、周期长、风险高的特点，往往处于融资难的困局。随着基金的逐步运作，节能环保、新兴信息产业、生物产业、新能源、新能源汽车、高端装备制造业和新材料领域的创新型中小企业营运资金来源得到了一定程度保障，迎来难得的发展机遇期。

2. “一带一路”概念的提出，为产业发展与转型升级带来了新机遇

“一带一路”共建所形成的庞大产品需求、投资需求与经济合作，对国内产业发展将产生重大而深远的影响。在“质”上，将推动国内产业的转型升级。沿线国家建设既看重建设的技术含量，还看重建设的环保标准，强调绿色低碳化建设和运营管理。其建设与经济发展需要新兴产业与高新技术产业的支持与合作。这将会优化营运资金管理配置。在“量”上，将会扩大国内产业的需求规模。“一带一路”战略的实施将给上海黄金交易所及国内黄金市场带来重大机会，黄金交易有可能成为中国与沿线国家商贸交易的重要契合点，将会给我国的黄金产业带来长足发展，这些都给国内其他制造业带来了重大发展机遇。

3. 国务院发布《关于发展众创空间推进大众创新创业的指导意见》

2015 年 3 月 11 日，国务院办公厅发布《关于发展众创空间推进大众创新创业的指导意见》，以加快实施创新驱动发展战略，适应和引领经济发展新常态，顺应网络时代大众创业、万众创新的新趋势，打造经济发展新引擎。指导意见中特别强调，要通过中小企业发展专项资金，运用阶段参股、风险补助和投资保障等方式，引导创业投资机构投资于初创期科技型中小企业。这对保障营运资金正常运用流转，降低企业财务风险起到一定作用。指导意见的发表降低了其他制造业创业门槛，提供了相应的政策扶持，将会孵化培育一大批创新型小微企业，并从中成长出能够引领未来经济发展的骨干企业，对形成新的产业业态和经济增长点的起着重大作用。

4. 六部委联合下发《关于支持新产业新业态发展促进大众创业万众创新用地的意见》

2015 年 9 月 18 日，国土资源部、发改委、科技部、工信部、住建部、商务部六部委下发《关于支持新产业新业态发展促进大众创业万众创新用地的意见》，提出集中释放用地政策红利，从加大新供用地保障力度、鼓励盘活利用现有用地、引导新产业集聚发展、完善新产业用地监管四个方面采取措施，支持培育发展新产业、新业态。这对新兴战略产业的发展提供了用地支持的便利，减少营运资金在长期资产中的运用，降低企业的财务风险。

5. 多举措支持电商发展

2015 年 5 月 7 日，国务院发布《关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》，10 月 31 日，国务院发布《关于促进农村电子商务加快发展的指导意见》。意见的出台，为加速电子商务与制造业的融合，推动产业结构转型升级，催生新兴业态，进一步发挥电子商务在培育经济新动力的作用提供了条件与机遇。这将减少营运资金的占用，对营运资金的整体绩效提高有着重要的作用。

6. 国家高新技术产业开发区成为区域经济重要发展动力

从 20 世纪 80 年代后期起，中国开始学习发达国家的经验开始建设高新技术产业园区，到 2015 年，国家高新区总数已达 129 家。2014 年实现营业收入 22.9 万亿元人民币，同比增长 14.5%，研发投入、发明专利授权量、新产品销售均占全国 1/3。移动互联网、物联网、新能源、文化创意、研发外包等新兴产业在高新区迅速成长。有 35 家高新区 GDP 占所在城市比重超过 20%，其中 3 家超过 50%，成为带动区域经济增长的重要力量。国家高新区进一步营造了良好创新创业生态，成为大众创新创业的示范高地，为其他制造业发展提供了良好的环境。

7. 爱迪尔珠宝于深圳证券交易所敲钟上市

2015 年 1 月 22 日，国内知名珠宝品牌爱迪尔珠宝，在政府、金融、媒体以及万达院线等三家上市公司代表共近 300 人的共同见证下，在深圳证券交易所敲钟上市，登陆 A 股成功挂牌上市。作为深圳第一家 IPO 珠宝企业，爱迪尔珠宝的上市成为业内在 2015 年最受瞩目的事件之一，上市后的爱迪尔珠宝插上了资本的翅膀，品牌知名度、美誉度将得到进一步提升，公司的管理制度也将更加科学完善，这必将促进企业更加注重营运资金的管理。

8. 满足客户个性化需求，推出定制产品

目前其他制造业在业务模式方面也进行了创新，为满足客户个性化特定的需求所采取独特的，行之有效的产品或者服务提供方式，从而构成企业竞争优势的核心。以周大福珠宝为例，它围绕着时尚、新潮等消费心理，推出了适合中国消费者的系列产品组合，定位合理，层次分明。在其具体的产品中，

既有端庄朴实大众化的精品，也有设计新潮、前卫的年轻系列，更有雍容华贵的高档饰品。珠宝首饰的市场需求往往会跟随流行时尚而变化，这也将对珠宝企业产品的时尚创新提出更高的要求。

三、2015 年其他制造业上市公司营运资金存量及其分布状况

（一）其他制造业上市公司营运资金存量及其分布状况总体分析

1. 行业层面

表 19－1、图 19－1、图 19－2 的样本来源于其他制造业 2015 年的 17 家和 2014 年的 15 家公司。从图 19－2 直观地看，2015 年行业总体各项目营运资金占用量较上年度都有较大幅度的提高，特别是经营经营活动营运资金量。如图 19－1，2015 年行业总体营运资金占用量为 434.13 亿元，较 2014 年年末的 319.53 亿增加了 35.87%，经营活动和投资活动均增长明显；如表 19－1 所示，2015 年营运资金行业平均占用量为 25.54 亿元，较 2014 年年末的 14.52 亿元增长了 75.9%。在总体资金有一定程度增加的背景下，再加之行业数量的减少，这就导致了行业平均营运资金占用增长率高于行业总体营运资金增长率。另外，行业内部各企业营运资金占用水平差距也很大，样本企业中最高营运资金占用量达到 72.97 亿元，而最少的仅有 2.55 亿元。从企业对营运资金运用角度来看，2015 年行业平均用于经营活动的营运资金由 2014 年的 9.36 亿元增长至 17.83 亿元，增长额大，但是从营运资金内部结构配置的角度分析，2015 年行业平均有 66.27% 的营运资金投放至经营活动中，这一比例较 2014 年仅提高了 1.07 个百分点。2015 年投资活动营运资金占用量由 14 年的 5.17 亿元增加至 7.71 亿元，这一数字虽有增加，但是从营运资金配置结构角度分析，2015 年用于投资活动的营运资金占总资金的比例却略有减少。上述现象绝对额的增加主要系 2015 年营运资金总额增加所致，但经营活动和投资活动所占用营运资金的比例结构较 2014 年基本没有发生变化，其他制造业企业主要以从事经营活动为主，从事投资活动为辅，目前还没有其他制造业企业从事金融经营活动。

表 19－1　　2014～2015 年其他制造业营运资金存量及其分布状况

项目	营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用（亿元）		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用（亿元）		投资活动营运资金期末占比（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	319.53	434.13	205.84	303.07	64.42	69.81	0.00	0.00	0.00	0.00	113.69	131.06	35.58	30.19
行业平均	14.52	25.54	9.36	17.83	65.20	66.27	0.00	0.00	0.00	0.00	5.17	7.71	34.80	33.73
最大值	64.81	72.97	27.87	57.45	—	—	0.00	19.01	—	—	47.13	48.40	—	—
中位数	6.32	6.76	3.24	5.83	66.65	67.48	0.00	0.00	0.00	0.00	2.01	1.84	33.35	32.52
最小值	2.06	2.55	0.53	－0.26	—	—	0.00	0.00	—	—	－3.05	－9.49	—	—
样本量	22	17	22	17	22	17	22	17	22	17	22	17	22	17

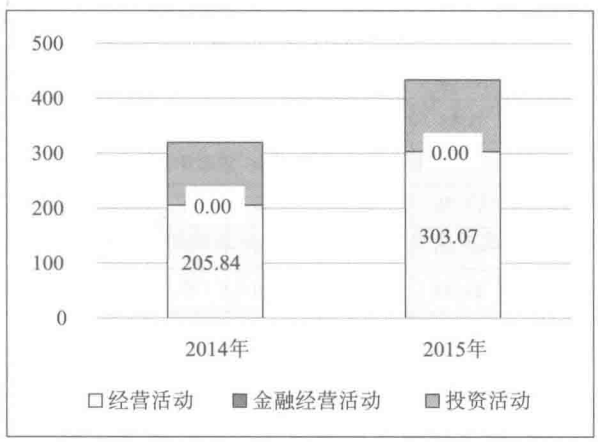


图 19－1　2014～2015 年其他制造业行业总体营运资金存量及其分布状况

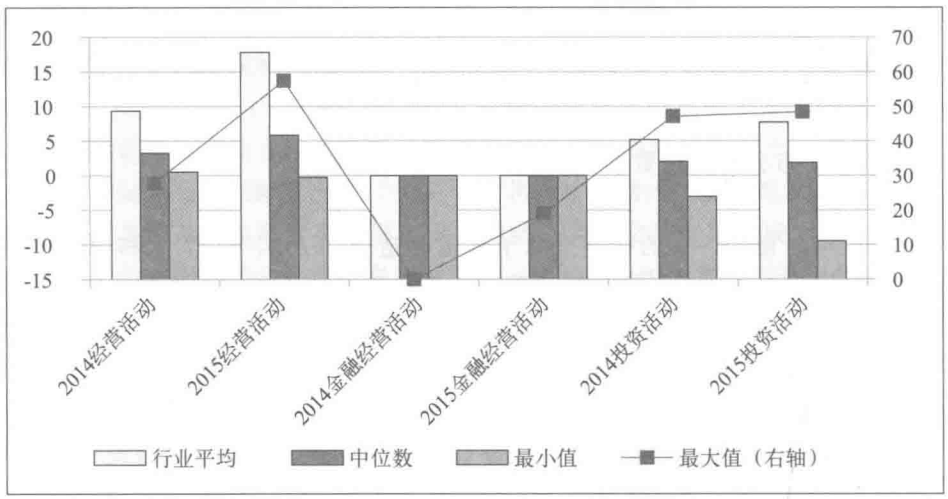


图 19－2　2014～2015 年其他制造业行业营运资金分布统计数据

2. 企业层面

如表 19－2 所示，从企业角度对其他制造业营运资金配置结构进行分析。

（1）实体经营活动营运资金占比区间分布状况：2015 年实体经营活动营运资金占比在区间（50%，75%］的企业数量最多，一共有 8 家，约占总企业数量的 47.06%。其次是在区间（75%，100%］的企业数量有 4 家，占比达到 23.53%。实体经营活动营运资金占比超过 100% 的企业有 2 家，占比为 11.76%，这意味着有 11.76% 的企业经营活动占用的营运资金有一部分来源于投资活动的营运资金。另外，有 1 家企业（友邦吊顶）的实体经营活动营运资金占比小于 0，这表明该企业经营活动营运资金为负，经营活动流动资产所需要的资金小于经营活动流动负债提供的资金，经营活动为投资活动提供了资金。

（2）投资活动营运资金占比区间分布状况：2015 年投资活动营运资金占比在区间（25%，50%］的企业数量最多，有 8 家，约占 47.06%。其次是占比在（0，25%］的企业有 4 家，占 23.53%。另外，有 1 家公司的投资活动营运资金占比超过 100%，通过上述分析表明，该企业投资活动营运资金有一部分来源于经营活动为其所提供的。事实上，经营活动所占用资金的比例与投资活动占用资金的比例为此消彼长的关系，企业数量在两者之间呈对称分布。

（3）由于其他制造业企业在 2015 年尚未开展金融经营活动，故对此不予分析。

表 19－2　　2014～2015 年其他制造业上市公司营运资金分布状况分段统计表

区间（%）	按实体经营活动营运资金占比区间统计				按金融经营活动营运资金占比区间统计				按投资活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	0	0.00	1	5.88	22	100.00	17	100.00	3	13.64	2	11.76
(0，25]	2	9.09	0	0.00	0	0.00	0	0.00	5	22.73	4	23.53
(25，50]	4	18.18	2	11.76	0	0.00	0	0.00	8	36.36	8	47.06
(50，75]	8	36.36	8	47.06	0	0.00	0	0.00	4	18.18	2	11.76
(75，100]	5	22.73	4	23.53	0	0.00	0	0.00	2	9.09	0	0.00
>100	3	13.64	2	11.76	0	0.00	0	0.00	0	0.00	1	5.88
总 计	22	100	17	100	22	100	17	100.00	22	100.00	17	100.00

（二）其他制造业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布状况

1. 行业层面

从表 19 - 3 和图 19 - 3 可以看出，其他制造业分渠道营运资金管理有以下特点：首先是采购渠道营运资金占用量持续降低。2015 年行业总体采购渠道营运资金由 2014 年的 6.56 亿元降至 1.89 亿元，降幅达到 71.19 亿元；行业平均由原来的 0.3 亿元降至 0.11 亿元，降幅达到 6.33%。行业最小值达到负值，为 12.29 亿元。采购渠道营运资金占用表现良好，由 2014 年的 6.56 亿元降低为 1.89 亿元，表明其他制造业企业大多与上游供应商建立了良好的供应关系。其次，生产渠道营运资金占用量降低明显，2015 年行业总体生产渠道营运资金占用由 2014 年的 7.69 亿元降低至 3.34 亿元；行业平均占用资金额由 2014 年的 0.35 亿元降低至 0.2 亿元，降幅额也很大。最后，营销渠道营运资金增幅明显，2015 年行业总体营销渠道营运资金为 297.83 亿元，相比 2014 年增长了 55.45%；行业平均营销渠道营运资金占用为 17.52 亿元，较 2014 年的 8.71 亿元增长了 101.15%。营销渠道营运资金占总营运资金的比重较 2014 年有了进一步的扩大，达到了 98.27%。样本行业中，营销渠道营运资金占用最大值为 51.5 亿元，最小值仅有 0.02 亿元，极差明显。

表 19 - 3　2014 ~ 2015 年其他制造业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计表

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	6.56	1.89	7.69	3.34	191.59	297.83	205.84	303.07
	行业平均	0.30	0.11	0.35	0.20	8.71	17.52	9.36	17.83
	最大值	11.13	12.15	8.42	3.22	31.53	51.50	27.87	57.45
	中位数	0.15	-0.27	0.13	0.18	4.30	6.92	3.24	5.83
	最小值	-13.48	-12.29	-9.86	-2.06	0.73	0.02	0.53	-0.26
占比（%）	行业总体	3.19	0.62	3.74	1.10	93.08	98.27	—	—
	行业平均	-9.97	-10.36	0.33	10.21	109.64	100.15	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	1.08	-3.29	6.22	5.53	88.98	93.25	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本量		22	17	22	17	22	17	22	17

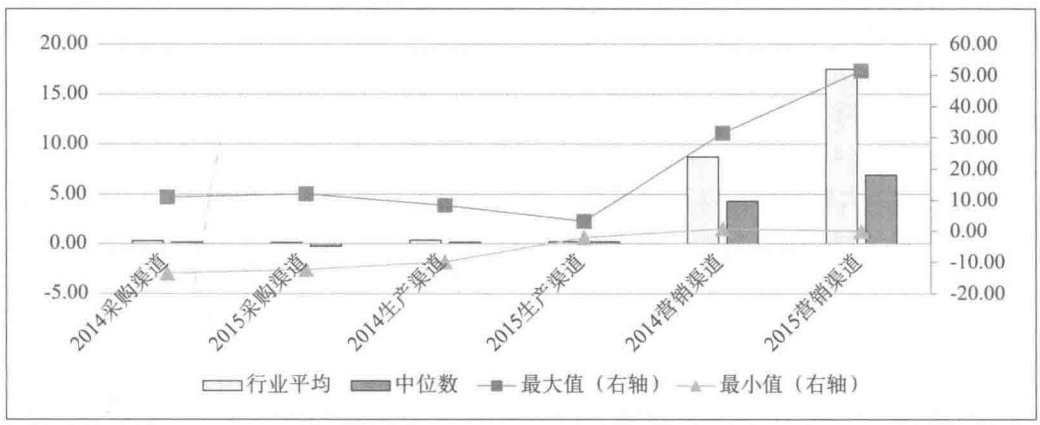


图 19 - 3　2014 ~ 2015 年其他制造业行业经营活动各渠道营运资金分布统计数据

2. 企业层面

表 19 - 4 提供了 2014 ~ 2015 年其他制造业上市公司经营活动营运资金按渠道分布情况的分段统计数据。

（1）采购渠道营运资金分布：2015 年有超过 50% 企业的采购渠道营运资金为负值，这一比例与 2014 年基本持平，这意味着有超过 50% 企业采购渠道为其他渠道提供了营运资金。采购渠道营运资金

占经营活动营运资金比重位于（0，25%］区间的有6家，占样本企业数量比重为35.29%；位于（25%，50%］和（50%，75%］区间的各有1家，分别占据5.88%。

（2）生产渠道营运资金分布：2015年生产渠道营运资金占比小于0的企业有7家，占比41.18%，这意味着有41.18%的企业生产渠道为其他渠道提供了营运资金，事实上，主要是为营销渠道提供营运资金。生产渠道营运资金占经营活动营运资金比重位于（0，25%］区间的有6家，占样本企业数量比为35.29%；位于（25%，50%］区间的有3家，占比为17.65%；位于（50%，75%］区间的有1家，占比为5.88%。

（3）营销渠道营运资金分布：2015年营销渠道营运资金占比集中分布在大于100%的区间，共有8家企业，约样本企业总数的47.06%，这一比重较2014年有一定程度的上升。营销渠道营运资金占经营活动营运资金比重位于（75%，100%］和（，0］区间的各有1家，分别占样本企业总数的5.88%。

表19-4　2014~2015年其他制造业上市公司经营活动营运资金按渠道分布情况分段统计表

区间（%）	按采购渠道营运资金占比区间统计				按生产渠道营运资金占比区间统计				按营销渠道营运资金占比区间统计			
	2014年		2015年		2014年		2015年		2014年		2015年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	11	50.00	9	52.94	8	36.36	7	41.18	0	0.00	1	5.88
(0，25]	7	31.82	6	35.29	12	54.55	6	35.29	0	0.00	0	0.00
(25，50]	4	18.18	1	5.88	2	9.09	3	17.65	2	9.09	0	0.00
(50，75]	0	0.00	1	5.88	0	0.00	1	5.88	4	18.18	1	5.88
(75，100]	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	8	36.36	7	41.18
>100	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	8	36.36	8	47.06
总计	22	100	17	100	22	100	17	100	22	100	17	100

（三）其他制造业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布状况

1. 行业层面

如表19-5和图19-4所示，从行业总体来看，2015年存货金额为231.86亿元，较2014年的213.9亿元增长8.4%；应收及预付款项为193.15亿元，较2014年的118.57亿元增长62.9%；应付及预收款项为121.94亿元，较2014年的126.63亿元有所减少，减少3.85%。尽管应付及预付账款较2014年有一定程度的下降，但是其下降的幅度难以弥补存货与应收及预付账款增长幅度，这就导致了经营活动营运资金较2014年有较大程度的上升。从行业平均角度来看，经营活动各要素变动趋势与行业总体各要素变动趋势大致相同。以存货为例，样本企业中存货金额平均数为13.74亿元，中位数为2.49亿元，而最大值达到57.03亿元，不难看出，行业中有个别规模较大的企业整体提升了存货占用水平，这一现象同样的出现在另外两个要素上面，这表明行业经营活动营运资金整体占用量水平提升与个别规模较大企业要素占用水平较高有着直接关系。

表19-5　2014~2015年其他制造业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布总体统计表

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年
金额（亿元）	行业总体	213.90	231.86	118.57	193.15	126.63	121.94	205.84	303.07
	行业平均	9.72	13.64	5.39	11.36	5.76	7.17	9.36	17.83
	最大值	51.46	57.03	18.35	42.97	38.01	31.22	27.87	57.45
	中位数	2.38	2.49	3.49	5.88	2.51	3.93	3.24	5.83
	最小值	0.22	0.26	0.88	0.17	0.09	0.69	0.53	-0.26

续表

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
占比（%）	行业总体	103.92	76.51	57.60	63.73	61.52	40.24	—	—
	行业平均	91.63	62.35	88.00	79.17	79.62	41.52	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	75.64	63.55	72.81	83.27	42.66	48.85	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本数量		22	17	22	17	22	17	22	17

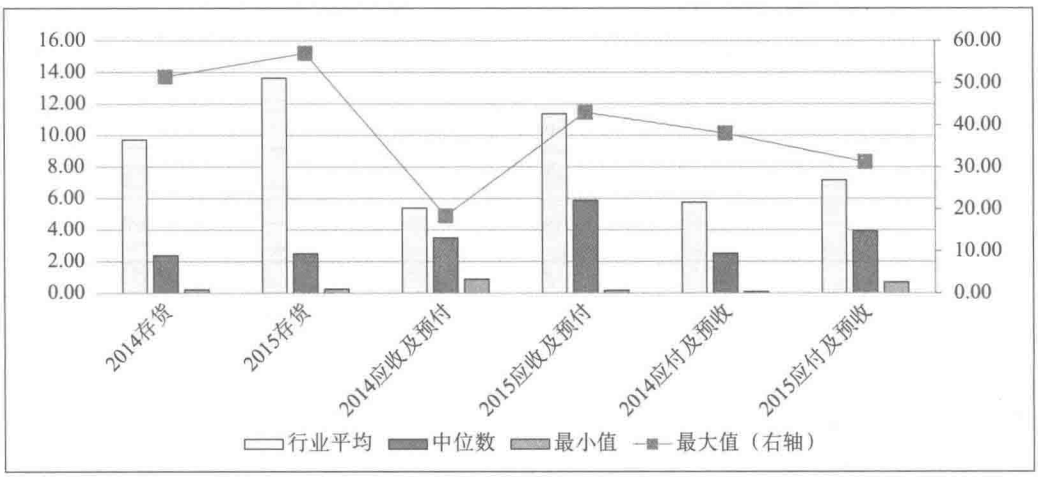


图 19－4　2014～2015 年其他制造业行业经营活动各要素营运资金分布统计数据

2. 企业层面

由表 19－6 可以看出，存货占比在（50%，75%］区间的企业数量最多，一共有 6 家，占样本企业数量的 35.29%，其次是位于（25%，50%］区间的企业数量有 4 家，占样本企业数量的 23.53%，位于（75%，100%］区间企业的数量有 3 家，占样本企业数量的 17.65%，大于 100% 企业数量有 2 家，占比 11.76%，位于≤0 和（0，25%］区间的企业数量各有 1 家，各占 5.88%。应收及预付账款占比在 50% 以上的企业数量达到 13 家，占比为 76.47%，这表明其他制造业企业中垫支资金现象较为普遍。应付及预收款项占比在（25%，50%］区间的企业数量最多，一共有 5 家，占比达到 29.41%，其次是位于（50%，75%］和［100%，）的区间企业，各有 4 家，分别占比 23.53%。另外，注意到 2015 年存货、应收及预付款项和应付及预收款项占比指标均小于 0 的企业有 1 家，由于该企业总的经营活动营运资金为负值，导致了这三个要素占比为负，说明该企业信用筹资额度大。

表 19－6　2014～2015 年其他制造业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布分段统计表

区间（%）	按存货占比区间统计				按应收及预付款项占比区间统计				按应付及预收款项占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	0	0.00	1	5.88	0	0.00	1	5.88	0	0.00	1	5.88
(0，25]	1	4.55	1	5.88	4	18.18	1	5.88	6	27.27	3	17.65
(25，50]	6	27.27	4	23.53	2	9.09	2	11.76	7	31.82	5	29.41
(50，75]	4	18.18	6	35.29	5	22.73	4	23.53	1	4.55	4	23.53
(75，100]	6	27.27	3	17.65	4	18.18	3	17.65	3	13.64	0	0.00
>100	5	22.73	2	11.76	7	31.82	6	35.29	5	22.73	4	23.53
总 计	22	100	17	100	22	100	17	100	22	100	17	100

四、2015 年其他制造业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析

（一）其他制造业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额分析

经营活动营运资金占用水平指标可以很好地反映每一单位营业收入所需的经营活动营运资金量。如表 19 -7 所示，行业总体每一单位营业收入的经营活动营运资金占用水平上升，总的经营活动营运资金节约额为 -37.06 亿元。无论是从行业总体还是行业平均水平来看，经营活动营运资金占用水平都有一定程度的提高，这表明在其他制造业中，企业获得营业收入所需的经营活动营运资金投资提高，利用效率降低。

表 19 -7　　2014 ~ 2015 年其他制造业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额

项　目	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约额（亿元）
	2014 年	2015 年	
行业总体	0.24	0.34	-37.06
行业平均	0.42	0.43	—
最大值	0.78	0.78	—
中位数	0.45	0.46	—
最小值	0.03	-0.06	—
样本量	22	17	—

（二）其他制造业上市公司分渠道的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

其他制造业细分为其他制造业和废弃资源综合利用业，下面从这两个细分行业并结合表 19 -8 来分析各渠道营运资金管理绩效。

（1）其他制造业：其他制造业 2015 年采购渠道营运资金周转期较 2014 年有所下降，由 2014 年的 0.2 天降低为 2015 年的 -3.6 天，之所以采购渠道营运资金周转期会出现负值，主要原因系其他制造业采购渠道营运资金占用量为负；生产渠道营运资金周转期也由 2014 年的 6.4 天降低为 0.1 天；而营销渠道营运资金周转期由 2014 年的 68.4 天上升至 2015 年的 91.4 天，增加了 33.63%，主要系营销渠道营运资金占用量较 2014 年有大幅度提升。营销渠道营运资金周转期的大幅度提升，从而带来了经营活动营运资金周转期由 2014 年的 75 天上升至 87.9 天。可以看出，其他制造业中，采购渠道和生产渠道营运资金管理绩效得到了提升与改进，但营销渠道营运资金管理绩效表现不佳。

（2）废弃资源综合利用业：按照证监会 2015 年 4 季度上市公司行业分类结果的标准，属于废弃资源综合利用业这一其他制造业细分行业的上市公司只有格林美（002340）一家。从各渠道营运资金周转期来看，2015 年格林美（002340）的采购渠道与生产渠道营运资金周转期较 2014 年均有不同程度的下降，特别是生产渠道营运资金周转期由 2014 年的 31.6 天降低至 7 天，下降了 351.43%。然而营销渠道营运资金由 2014 年的 119.1 天上升为 165 天，上升幅度达 38.54%，这也直接导致经营活动营运资金周转期由 2014 年的 219.5 天上升至 237.97 天。

通过对两个细分行业的分析不难看出，2015 年无论是其他制造业，还是废弃资源综合利用业，采购渠道和生产渠道营运资金周转期都有不同程度的下降，两渠道营运资金管理绩效有了进一步的提升，但是营销渠道营运资金周转期表现依然不容乐观，营销渠道营运资金管理绩效有待进一步改善。

表 19 -8　　2014 ~ 2015 年其他制造业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	采购渠道营运资金周转期		生产渠道营运资金周转期		营销渠道营运资金周转期		经营活动营运资金周转期（按渠道）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
其他制造业	0.2	-3.6	6.4	0.1	68.4	91.4	75.0	87.9
废弃资源综合利用业	68.9	66.0	31.6	7.0	119.1	165.0	219.5	237.97
行业整体	3.4	0.4	7.5	0.5	70.7	95.5	81.6	96.4

从近 5 年的数据来看，如表 19 - 9 和图 19 - 5 所示，其他制造业 2015 年采购渠道营运资金周转期较 2013 年和 2014 年有所下降，周转效率进一步得到了提升，但相对于 2011 年和 2012 年数据，采购渠道营运资金周转期仍然具有缩短的空间。2015 年生产渠道营运资金周转期为 0.5 天，创下了近 5 年的新低，这表明生产渠道营运资金管理绩效得到了大幅度提升，这主要与其他制造业加工流程相对较为简单，企业在产品存货也相对较少有一定关系。与生产渠道营运资金管理表现良好相反，2015 年营销渠道营运资金周转期达到 95.5 天，也是近 5 年的最高值，相比 2014 年延长了 35.08%，相比 2013 年延长了 63.84%，主要系营销渠道营运资金占用的增加所致。营销渠道营运资金周转期的延长，直接导致经营活动营运资金周转期的延长。整体来看，近 3 年按渠道计算的经营活动营运资金周转期呈逐年缓慢增长的趋势，该行业仍然面临着严峻的营运资金管理压力。

表 19 - 9　　2011 ~ 2015 年其他制造业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
采购渠道营运资金周转期	-39.31	-2.13	5.91	3.4	0.4
生产渠道营运资金周转期	5.23	13.91	12.83	7.5	0.5
营销渠道营运资金周转期	81.81	81.61	58.29	70.7	95.5
经营活动营运资金周转期（按渠道）	47.97	93.39	79.68	81.6	96.4

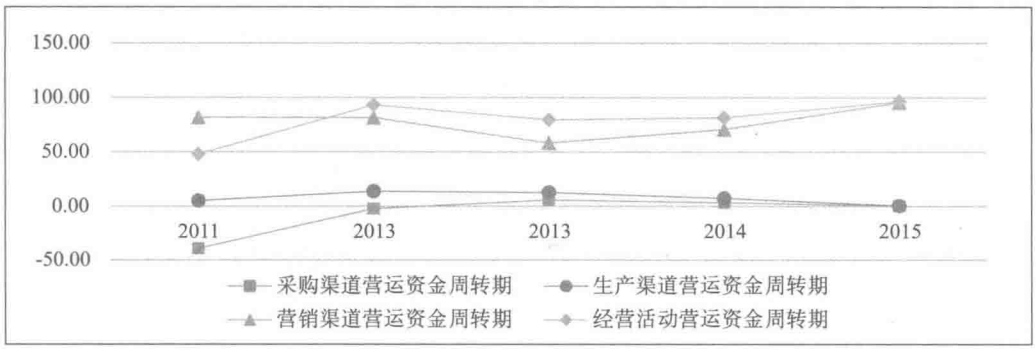


图 19 - 5　2011 ~ 2015 年其他制造业行业经营活动各渠道营运资金周转期变化趋势

2. 企业层面

在对 2014 ~ 2015 年企业层面营运资金管理绩效变化进行分析时，为了更好地说明上市公司营运资金管理绩效的变化情况，本书将周转天数变化率划分为三个区间：缩短（变化率 ≤ -10%）、基本稳定（-10% < 变化率 < 10%）、延长（变化率 ≥ 10%）。下面结合表 19 - 10，对其他制造业中可比的 16 家上市公司进行分析。2015 年采购渠道营运资金周转期进一步缩短的上市公司数量有 8 家，占比 50%，基本保持不变的公司数量有 4 家，占比 25%，两者合计超过 75%，另有 4 家上市公司采购渠道营运资金周转期有所延长。但从总体来看，采购渠道营运资金管理绩效稳中有升，整体向好。2015 年生产渠道营运资金周转期缩短的上市公司数量有 9 家，占总数量的 56.25%，基本不变的有一家，占比 6.25%，有所延长的有 6 家，延长的比例有 37.5%，这在某种程度上表明上述得出生产渠道营运资金周转期表现良好的现象可能会掩盖了一部分上市公司生产渠道营运资金周转期延长的事实。2015 年营销渠道营运资金周转期缩短的仅有 3 家，占比仅有 18.75%，有近 82% 的上市公司营运资金周转期基本保持不变或有超过 10% 的延长。

总体来看，2015 年有 31.25% 的上市公司经营活动营运资金周转期缩短，有 43.75% 的比例基本保持不变，当然我们相信，基本保持不变的企业中有相当一部分企业是有小于 10% 的延长的，另外，有 25% 的上市公司经营活动营运资金有超过 10% 的延长。

表 19－10　　2014～2015 年其他制造业各渠道经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短（家）	8	9	3	5
	缩短占比（%）	50.00	56.25	18.75	31.25
	基本不变（家）	4	1	7	7
	基本不变占比（%）	25	6.25	43.75	43.75
	延长（家）	4	6	6	4
	延长占比（%）	25.00	37.50	37.50	25.00
可比样本总数		16			

（三）其他制造业上市公司分要素的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

其他制造业细分为其他制造业和废弃资源综合利用业，下从这两个细分行业，并结合表 19－11 分析各要素的经营活动营运资金管理绩效。

（1）其他制造业：其他制造业存货周转期由 2014 年的 81.5 天降至 2015 年的 78.8 天，降幅 3.43%，应收账款周转期由 2014 年的 23.7 天延长至 30.5 天，上升 28.69%，这可能表明其他制造业企业在 2015 年采取了较为宽松的信用政策，赊销比例进一步加大，应付账款周转期由 2014 年的 18.8 天延长至 20.6 天，上升 9.57%，表明其他制造业企业与上游供应商关系合作日益密切，一定程度上运用了商业信用。由于应收账款周转期的增长导致了 2015 年经营活动营运资金周转期较 2014 年也有小幅度的增加，由 86.5 天增长至 88.6 天，增长比例为 2.43%，属于合理增长范围。

（2）废弃资源综合利用业：废弃资源综合利用业仅包括格林美（002340）一家企业。格林美（002340）2015 年存货周转期为 178.1 天，与 2014 年存货周转期基本保持不变，应收账款周转期为 107.5 天，相较于 2014 年的 87.6 天进一步延长，这表明应收账款的收回存在较大程度的不确定性，企业应该加强对应收账款的管理，应付账款的周转期为 63 天，较 2014 年的 58.2 天也有一定程度的延长，延长率约为 8.25%。总体经营活动营运资金周转期由 2014 年的 207.9 天延长至 222.7 天，延长 7.12%。不难发现，格林美（002340）各要素周转期都较长，这可能与行业性质有着密切关系，由于该企业从事主要是废弃资源综合利用，企业存货储量大，而且企业应收账款与应付账款数额都很大，企业需要注意合理运用商业信用，并且可能需要制定更为严格的赊销政策以保证资金收回的安全性。

从行业总体上来看，2015 年经营活动营运资金周转期为 96.2 天，较 2014 年的 92 天，延长了 4.2 天，延长 4.57%，也可视为属于合理增长范围之内。

表 19－11　　2014～2015 年其他制造业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	存货周转期		应收账款周转期		应付账款周转期		经营活动营运资金周转期（按要素）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
其他制造业	81.5	78.8	23.7	30.5	18.8	20.6	86.5	88.6
废弃资源综合利用业	178.5	178.1	87.6	107.5	58.2	63.0	207.9	222.7
行业整体	85.9	84.4	26.7	34.9	20.6	23.0	92.0	96.2

通过表 19－12 和图 19－6 可以看出，存货周转期自 2012 年以来均有不同程度的下降，由 2012 年的 104.6 天下降至 2015 年的 84.4 天，缩短了 19.31%。2015 年应收账款周转期为 34.9 天，相比前两年有一定程度延长，比 2013 年的 16.07 天延长了 117.17%，比 2014 年的 26.7 天延长了 30.71%. 2015

年的应付账款周转期为 23 天，相对于 2013 年的 14.59 天和 2014 年的 20.6 天也有一定程度的延长。总体来看，经营活动营运资金周转期在 2015 年为 96.2 天，相比 2014 年的 92 天延长了 4.57%。主要系应收账款周转期增长所致。

表 19－12　　2011～2015 年其他制造业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
存货周转期	76.22	104.60	88.80	85.9	84.4
应收账款周转期	49.64	30.80	16.07	26.7	34.9
应付账款周转期	66.78	33.59	14.59	20.6	23.0
经营活动营运资金周转期（按要素）	59.07	101.80	90.27	92.0	96.2

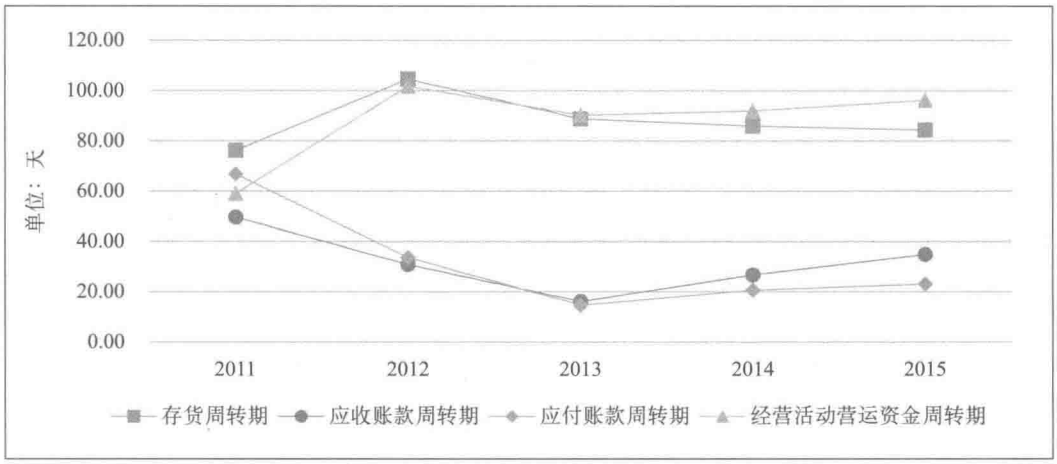


图 19－6　2011～2015 年其他制造业行业经营活动各要素营运资金周转期变化趋势

2. 企业层面

从企业层面来看，如表 19－13 所示，存货周转期缩短的有 2 家，占可比样本总数的 12.5%，应收账款周转期和应付账款周转期缩短的有 3 家，占可比样本总数的 18.75%。2015 年存货周转期、应收账款周转期、应付账款周转期较 2014 年基本保持不变的企业数量分别为 8 家、4 家、9 家，分别占比 50%、25%、56.25%；较 2014 年延长的企业数量分别为 6 家、9 家、4 家，分别占比为 37.5%、56.25%、25%。我们注意到，应收账款周转期延长的企业数量最多达到了 9 家，其次是存货周转期延长的企业数量有 6 家。

表 19－13　　2014～2015 年其他制造业行业各要素经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
周转期变化统计	缩短（家）	2	3	3	4
	缩短占比（%）	12.50	18.75	18.75	25.00
	基本不变（家）	8	4	9	9
	基本不变占比（%）	50.00	25.00	56.25	56.25
	延长（家）	6	9	4	3
	延长占比（%）	37.50	56.25	25.00	18.75
可比样本总数		16			

总体来看，2015 年各要素的营运资金管理状况较 2014 年没有得到改善，特别是应收账款周转期延长明显，表现较差，并不十分乐观，而要素的营运资金管理离不开各个渠道营运资金的整体管理，更与公司整体的营运资金政策密切相关。因此，上市公司应当根据企业内外环境的变化，制定并实施符合本企业的营运资金管理策略，注重营运资金管理绩效的改善。

五、2015 年其他制造业上市公司资金回报分析

我们在这里将总资金视为是对资本的运用，总资本则是从来源的角度考虑加以研究的。公司将投资者投入的资本要么用于经营活动，要么用于投资活动，或者同时用于这两种活动。在资本逐利的本质下，不论将资本投入到哪一种营业活动，都应当取得必要的资金回报率，为此，研究资金回报率对上市公司则显得尤为重要。受到 2015 年我国宏观经济增速放缓，经济形势下行压力较大的影响，其他制造业总体的总资金回报率为 10.39%，相较于 2014 年 12.17% 的回报率有所降低，降幅约 14.63%，从行业平均的角度来看，2015 年总资金回报率为 10.54%，较 2014 年的 11.87% 也有所降低，降幅为 12.62%。

从经营活动资金回报率来看，虽然行业总体 2015 年回报率为 12.87%，较 2014 年 15.44% 的回报率有所降低，但是行业平均 2015 年经营活动资金回报率为 17.94%，较 2014 年 17.71% 的资金回报率有小幅度提升。从投资活动资金回报率来看，无论是行业总体还是行业平均，都有一定程度的降低，行业平均投资活动资金回报率降幅最为明显，由 2014 年的 6.41% 的回报率降至 2015 年的 -2.87%，降幅达到了 323.34%。另外，我们注意到，投资活动资金回报率最大值为 15.27%，最小值低值 -53.46%，极差很大，这说明其他制造业企业在进行投资活动筹划时，应当及时把控投资风险，深入对资本市场形势的分析，只有这样才能达到资本的增值，从而促进总资金回报率的整体提升。鉴于投资活动资金回报具有高风险和较大的不确定性，其他制造业资金运用仍然应该坚持以经营活动为主，投资活动为辅的原则。

表 19 -14　　2014 ~ 2015 年其他制造业上市公司资金回报率统计分析表　　单位：%

项目	总资金回报率		经营活动资金回报率		投资活动资金回报率		金融经营活动资金回报率	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	12.17	10.39	15.44	12.87	2.72	2.06	—	—
行业平均	11.87	10.54	17.71	17.94	6.41	-2.78	—	—
最大值	29.12	25.65	75.69	75.87	44.92	15.27	—	—
中位数	10.37	10.16	11.57	10.57	0.87	0.36	—	—
最小值	2.03	3.84	2.12	4.25	-5.17	-53.46	—	—
样本量	22	17	22	17	22	17	—	—

注：金融经营活动资金回报率统计样本以本行业内金融经营活动资金不为 0 的企业家数为准。

如图 19 -7 所示，2015 年其他制造业上市公司总资金回报率的波动范围较大，最低的回报率为 3.84%，最高的资金回报率为 25.56%，总资金回报率在 20% 以上的公司有 2 家。年度资金平均余额与总资金回报率之间没有明显的线性关系。如图 19 -8 所示，其他制造业上市公司经营活动资金报酬率大多数集中在 10% ~30% 之间，经营活动资金报酬率最高达 75.87%，超过 70% 的上市公司有 2 家，并且我们发现这两家公司经营活动营运资金规模都在 300 亿以下。如图 19 -10 所示，其他制造业上市公司投资活动的资金回报率整体比较低，大多集中在 5% 以下，仅有一家上市公司帝龙新材（002247）投资活动达到 15.27%。由于其他制造业中没有从事金融经营活动的上市公司，故图 19 -9 散点图中没有散点标记。

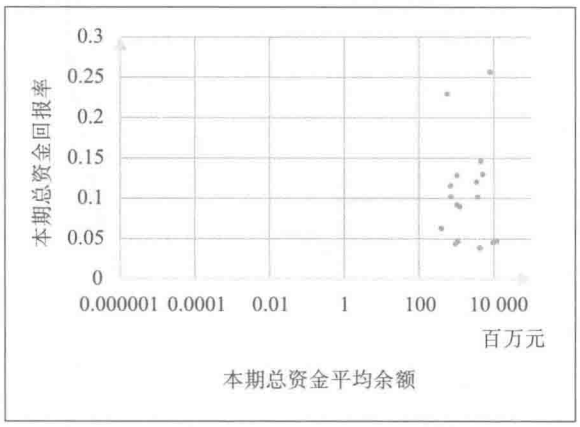


图 19－7　2015 年其他制造业行业上市公司总资金占用与总资金回报率散点图

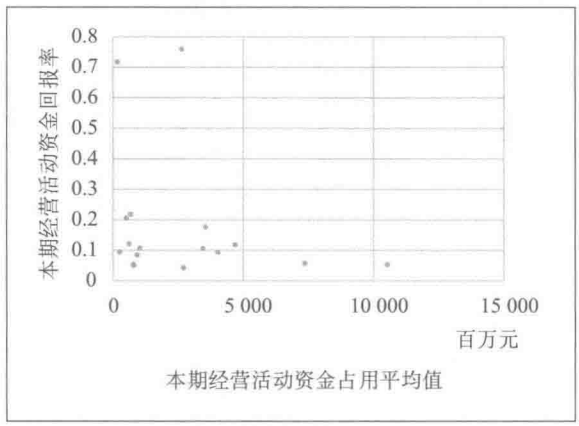


图 19－8　2015 年其他制造业行业上市公司经营活动资金占用与经营活动资金回报率散点图

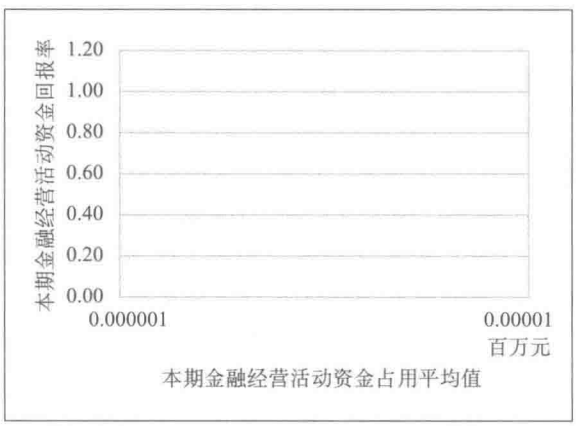


图 19－9　2015 年其他制造业行业上市公司金融经营活动资金占用与经营金融活动资金回报率散点图

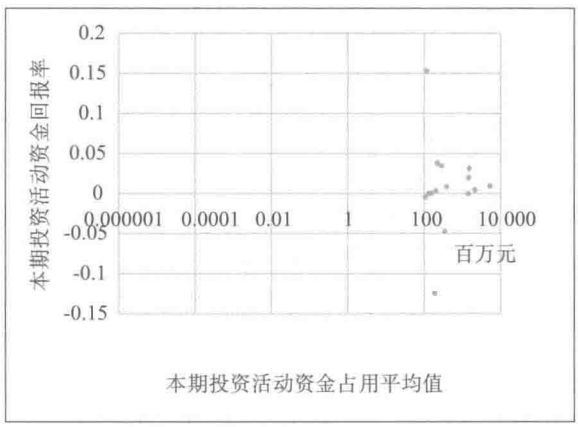


图 19－10　2015 年其他制造业行业上市公司投资活动资金占用与投资活动资金回报率散点图

六、2015 年其他制造业上市公司融资结构与财务风险分析

（一）总资金融资结构与长期财务风险分析

1. 行业层面

融资结构是公司财务管理的重要内容，它与公司的财务风险息息相关。如表 19－15 所示，其他制造业企业资金来源主要以自有资金为主，自有资金占比为 59.14%，借入资金占比为 40.86%。2015 年与 2014 年相比，行业借入资金在总资金中的占比有所增加，相应地，自有资金的占比有所减少，行业总体财务杠杆由 2014 年的 1.2 上升至 2015 年的 1.26；行业平均财务杠杆由 2014 年的 1.23 上升至 1.27。2015 年其他制造业财务风险有加大趋势。

表 19－15　　2014～2015 年其他制造业总资金融资结构与财务杠杆统计分析表

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末	2014 年	2015 年
行业总体	34.58	40.86	65.42	59.14	1.20	1.26
行业平均	23.68	27.20	75.14	71.11	1.23	1.27
最大值	64.83	53.54	99.94	99.87	2.30	2.23
中位数	20.11	29.32	78.09	70.45	1.12	1.15
最小值	0.00	0.00	33.55	46.24	0.82	0.87
样本量	22	17	22	17	22	17

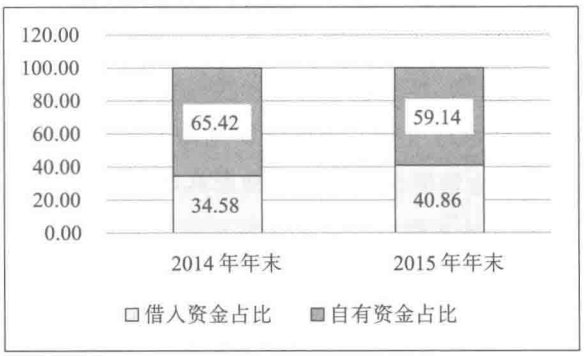


图 19－11　2014～2015 年其他制造业行业上市公司总资金融资结构

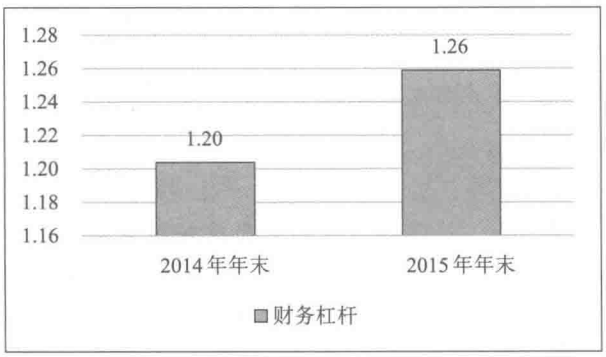


图 19－12　2014～2015 年其他制造业行业财务杠杆

2. 企业层面

如表 19－16 所示，2015 年其他制造业借入资金（即短期性金融负债）占总资金来源比重位于（25%，50%］区间的企业数量最多，一共有 8 家，占比为 47.06%，位于该区间的企业数量较 2014 年增加了 1 家；其次是位于（0，25%］区间的企业数量有 5 家，占比为 29.41%，位于该区间企业数量较 2014 年减少了 4 家；位于（50%，75%］区间的有 3 家，占比为 17.65%，位于该区间企业数量与 2014 年持平。2015 年其他制造业自有资金占总资金比重位于（50%，75%］区间的数量最大，达到 7 家，占比为 41.18%，位于该区间的企业数量与 2014 年持平；位于（75%，100%］的企业家数有 6 家，占比为 35.29%，而 2014 年位于该区间企业数量达 12 家；位于（25%，50%］区间的企业数量有 4 家，所占比重为 23.53%。由图 19－13 可以大致看出，净资产在 300 亿元以下的企业借入资金占比大多在 30% 以下；而净资产在 300 亿元以上的企业借入资金占比大多在 30% 以上，净资产规模在 600 亿元以上的企业，借入资金在 50% 左右甚至以上。这说明这些企业资金实力雄厚，能够承担的财务风险也比较高。而通过图 19－13 也注意到部分企业净资产规模比较小、借入资金占比却很高，这些企业所面临的财务风险就比较高，需要引起管理层关注。

表 19－16　　2014～2015 年其他制造业总资金融资结构分段统计表

比例区间（%）	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	3	13.64	1	5.88	0	0.00	0	0.00
（0，25］	9	40.91	5	29.41	0	0.00	0	0.00
（25，50］	7	31.82	8	47.06	3	13.64	4	23.53
（50，75］	3	13.64	3	17.65	7	31.82	7	41.18
（75，100］	0	0.00	0	0.00	12	54.55	6	35.29
>100	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
总计	22	100	17	100	22	100	17	100

如表 19－17 所示，2015 年其他制造业中有超过 50% 上市公司的财务杠杆分布在［1，1.5）区间内，较 2014 年的 68.18% 比重有所减少；位于［1.5，2）区间的企业数量有 3 家，比重为 17.65%，较 2014 年有所增加；位于［2，3）区间的企业数量有 1 家，与 2014 年位于该区间段的企业数量持平。通过图 19－14 可以看出，财务杠杆与企业净资产大致呈现出正相关关系，企业净资产越大，财务杠杆总体呈增大趋势。合理运用财务杠杆会给企业权益资本带来额外收益，但是同时会给企业带来财务风险，企业需要权衡利弊，在合理的范围内运用财务杠杆，将负债水平控制在一个合理水平。

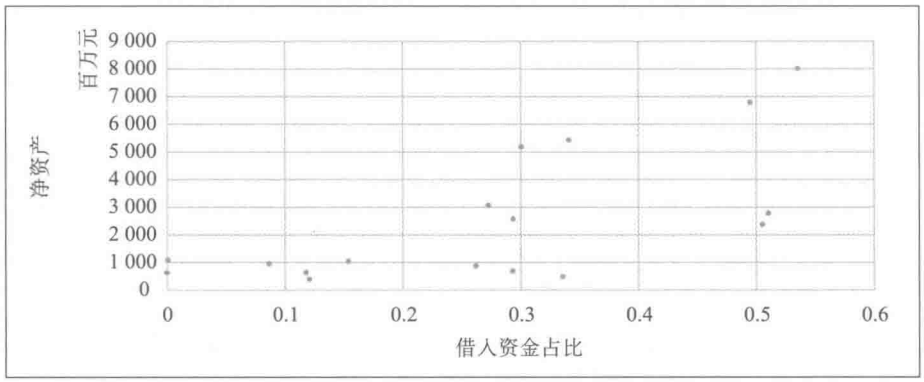


图 19－13　2014～2015 年其他制造业行业上市公司借入资金占比与净资产散点图

表 19－17　　2014～2015 年其他制造业财务杠杆分段统计表

比例区间	财务杠杆			
	2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）
[1，1.5）	15	68.18	9	52.94
[1.5，2）	2	9.09	3	17.65
[2，3）	1	4.55	1	5.88
≥3	0	0.00	0	0.00
总计	22	100	17	100

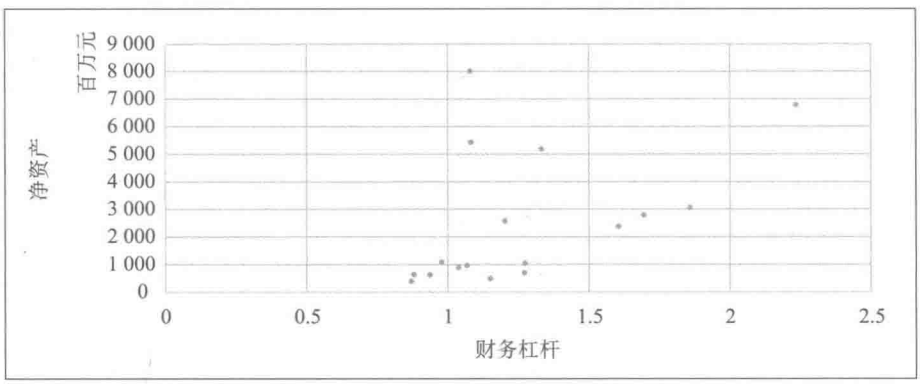


图 19－14　2015 年其他制造业行业上市公司财务杠杆与净资产散点图

（二）营运资金融资结构与短期财务风险分析

1. 行业层面

根据营运资金管理理论，企业营运资金主要来源于两个部分，即营运资金等于营运资本与金融性流动负债之和。从表 19－18 和图 19－15 可以看出，2015 年行业总体短期金融性负债占营运资金比例为 47.38%，较 2014 年 40.69% 的占比有所上升，上升幅度为 16.44%；营运资本占比为 52.62%，较 2014 年占比为 59.31% 有所下降，下降幅度为 12.71%。行业平均情况与行业总体类似。总体上来看，2015 年其他制造业营运资金融资结构比较合理，营运资本要略大于金融性流动负债融资。我们注意到 2015 年其他制造业营运资本最小值为 9.19 亿元，大于零，这表明其他制造业的所有企业中，长期资金来源要大于长期资金用途，并且在满足长期资金使用的同时，还可以支持短期资金用途，其他制造业整体短期财务风险不大。

表 19－18　　2014～2015 年其他制造业营运资金融资结构统计分析表　　单位：%

项目	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
行业总体	40.69	47.38	59.31	52.62
行业平均	33.78	35.41	66.22	64.59
最大值	110.45	90.81	100.00	100.00
中位数	23.59	34.80	76.41	65.20
最小值	0.00	0.00	－10.45	9.19
样本量	22	17	22	17

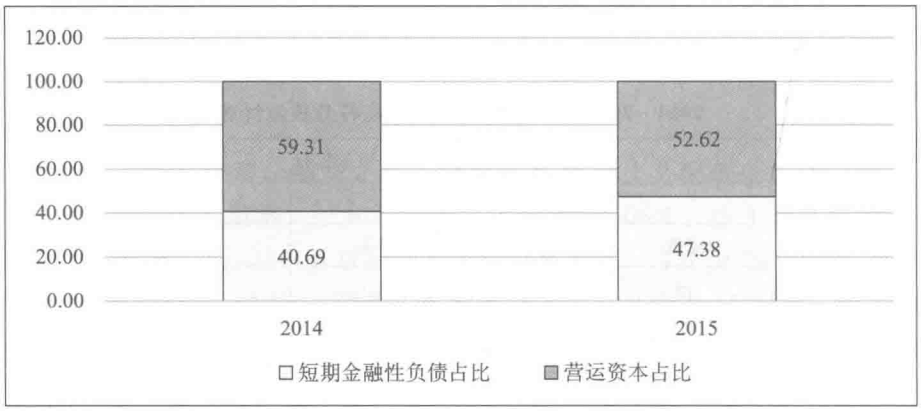


图 19－15　2014～2015 年其他制造业行业营运资金融资结构

2. 企业层面

下面结合表 19－16 对其他制造业从企业层面分析营运资金来源结构与风险。如表 19－16 所示，2015 年其他制造业企业短期金融性负债占营运资金比重位于（25%，50%］区间的企业数量最多，一共有 6 家，占样本企业数量的 35.29%；其次是位于（0，25%］区间的企业数量有 5 家，占比为 29.41%；位于（50%，75%］区间段的企业数量有 4 家，占比为 23.53%，位于（－，0］和（75%，100%）区间企业数量各 1 家，分别占比 5.88%。我们注意到有 1 家企业友邦吊顶（002718）短期金融性负债占比为 0，这说明该企业营运资金全部来源于营运资本，虽然这样会降低企业短期偿债风险，但从另外一个角度来看，友邦吊顶（002718）没有能够充分利用财务杠杆作用，会降低资金收益率。2015 年其他制造业营运资本占营运资金比重位于 50% 以上的企业数量达到 12 家，占样本企业数量总体的 70.58%，另有 4 家企业营运资本占营运资金比重位于（25%，50%］区间内和 1 家企业占比位于（0，25%］区间内。2015 年其他制造业实现了所有样本企业营运资本占营运资金比重均大于零，营运资本金额也全部大于 0，说明该行业没有面临短期财务风险。

如图 19－16 所示，其他制造业中净资产在 300 亿元以上的上市公司的短期金融负债占营运资金比重与净资产总额呈现正相关关系，随着净资产的增加，短期金融负债占比也呈增加趋势。而对于净资产在 300 亿以下的上市公司，其短期金融负债占比与净资产金额变动没有明显关系，但可以观察到的是，大多数净资产在 300 亿元以下的上市公司，短期金融负债均维持在 50% 以下。

表 19－16　　2014～2015 年其他制造业营运资金来源结构分段统计表

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	3	13.64	1	5.88	1	4.55	0	0.00
（0，25］	8	36.36	5	29.41	3	13.64	1	5.88

续表

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
（25，50］	5	22.73	6	35.29	2	9.09	4	23.53
（50，75］	2	9.09	4	23.53	5	22.73	6	35.29
（75，100］	3	13.64	1	5.88	11	50.00	6	35.29
>100	1	4.55	0	0.00	0	0.00	0	0.00
总计	22	100	17	100	22	100	17	100

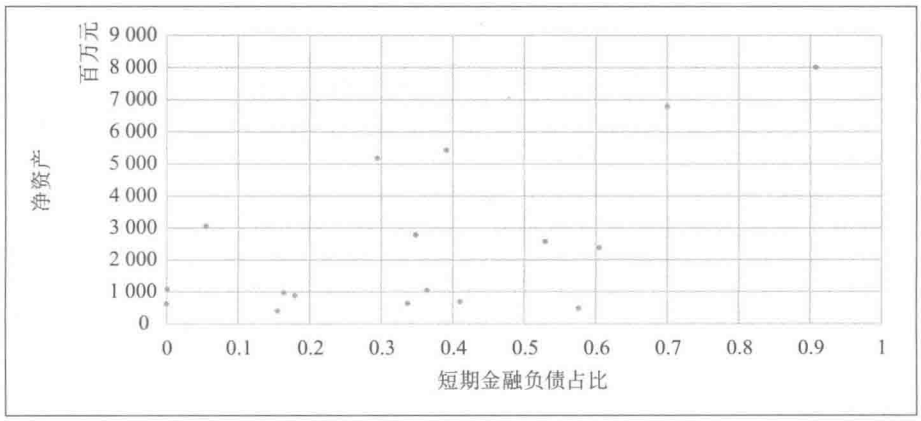


图 19－16　2015 年其他制造业行业上市公司短期金融性负债占比与净资产散点图

七、2015 年其他制造业上市公司营运资金管理绩效排行榜

本部分分别按“经营活动营运资金周转期（按要素）”和“经营活动营运资金周转期（按渠道）”进行排名，考察其他制造业上市公司营运资金管理绩效。在对上市公司营运资金管理绩效进行排名时，剔除了财务数据异常的公司。

八、2015 年其他制造业上市公司营运资金管理典型案例

1. 新海股份基本情况介绍

宁波新海电气股份有限公司前身为宁波新海投资开发有限公司。宁波新海投资开发有限公司原名慈溪市华成模具制造有限公司，由自然人黄新华出资组建，成立于 1 993 年 6 月 14 日。公司于 2007 年 3 月 6 日上市，股票上市证券交易所为深圳证券交易所。股票简称：新海股份，股票代码：002120。公司注册资本为人民币 15 028 万元。

新海股份目前主营业务为打火机、点火枪类产品，喷雾器等精密塑料产品和医疗器械耗材及配件类产品。在做精、做强传统业务的同时，公司一直致力于转型升级，围绕精密塑料制造的核心竞争优势延伸产业链。在打火机、点火枪类产品方面，主要以出口销售为主，根据客户发出的订单确定生产计划和组织生产。在国内市场，则主要通过与烟酒厂商、大型连锁商超和部分便利店合作实现销售公司中国打火机行业第一家参与制定打火机 ISO 国际标准的企业和两项国家强制性标准《打火机安全与质量》，《点火枪安全与质量》的第一起草单位，相比同行业公司在产品质量、经营规模、销售服务、研发创新能力、企业资信等方面均具有比较大的优势。在喷雾器等精密塑料产品方面，公司生产出的精密塑料喷雾器配件，是一种液体雾化释放装置，广泛应用于卫生、洗化类日用消费品行业，公司向香港 AFA 公司提供生产加工服务，主要是跟世界 500 强企业（如：宝洁、汉高、庄臣等）精细日化产品配套，主要销往欧洲、美国、日本、南非等国家，合作伙伴已有 10 余年的合作关系。在医疗器械类产品方面，公司控股子公司深圳尤迈在医疗器械行业中属于病人监护领域的兼容性电缆及配件细分市

场，主要包括血氧探头、心电导联线、体温探头、血压袖套等产品，为监护设备配套耗材。深圳尤迈已经具备完善的产品研发、生产、营销及售后服务体系，与客户建立了稳定的合作关系，在国际市场上具有良好的口碑。公司的全资子公司宁波华坤在医疗器械行业中属于呼吸麻醉设备的耗材及配件供应商，主要生产呼吸麻醉类耗材。其产品的生产均与精密模具、精密塑料制造相关，可以跟公司发挥良好的协作效应。

在经济下行的压力下，2015 年度新海股份实现营业收入 979 519 755.49 元，同比增长 5.19%，仍保持连续 16 年蝉联中国打火机行业销售收入和出口额第一位的业绩。其中打火机点火枪类产品占总营业收入的 54.07%；喷雾器类产品占总营业收入的 28.18%；医疗器械类产品占总营业收入的 13.95%。

2. 新海股份经营活动营运资金周转绩效分析

（1）分渠道的营运资金管理绩效分析。

如表 19－17 所示，2015 年新海股份按渠道经营活动营运资金周转期为 48.61 天，远低于行业整体周转期 96.4 天，位于整个行业第三名，2014 年该企业经营活动营运资金周转期为 57.85 天，2015 年周转期较 2014 年缩短了 19%，整个行业在 2015 年经营活动营运资金周转期较 2014 年周转期有所增加的情况下，新海股份经营活动营运资金周转期却有一定程度的缩短实属不易。下面将经营活动营运资金周转期按渠道进行具体分析。

2015 年新海股份采购渠道营运资金周转期为－20.85 天，较 2014 年的－15.07 天又有进一步的缩短，2015 年行业整体采购渠道营运资金周转期为 0.4 天，新海股份营运资金周转率在行业中排名第六。新海股份 2015 年采购渠道营运资金周转率之所以加快，一方面，由于 2015 年新海股份营业收入较 2014 年有所增长；另一方面，从表 19－18 也可以看出，与新海股份 2015 年应付账款周转期的延长有关，应付账款周转期作为经营活动营运资金周转期的减项，其增加将会导致经营活动营运资金周转期的减少。

2015 年新海股份生产渠道营运资金周转期为－2.37 天，与 2014 年基本保持持平，2015 年行业总体生产渠道营运资金周转期为 0.5 天，新海股份较行业总体周转期缩短 2.87 天，排名第五。生产渠道营运资金周转效率高与新海股份生产产品特点也有着密切的关系，其生产的产品，尤其是打火机等产品，产品生产周期短。我们注意到新海股份无论是采购渠道营运资金周转期还是生产渠道营运资金周转期均小于零，这表明，在采购渠道和生产渠道营业活动的流动负债要大于流动资产所需要的资金，这也就意味着采购渠道与营销渠道所需要的营运资金完全靠营业活动的流动负债即可满足，无需再向外部进行金融性融资。

2015 年新海股份营销渠道营运资金周转期为 71.56 天，较 2014 年 75.27 天有进一步的降低，而行业整体营销渠道营运资金周转期长达 95.5 天，新海股份营销渠道营运资金周转期较行业整体缩短了 23.85 天，在行业中排名第四。2015 年新海股份营销渠道营运资金周转速度要显著快于行业整体水平。这主要源于新海股份通过 20 余年的发展，积累了优质的客户资源，建立了广泛的营销网络，销售覆盖欧、美、亚及大洋洲 80 多个国家和地区。与重点地区的重点经销商均建立了战略合作伙伴关系，能及时收集到行业内各种市场信息变化，并推动公司产品研发和营销战略的不断改进，形成了很好的良性互动。

表 19－17　　2014～2015 年新海股份各渠道经营活动营运资金周转期

项目	2014 年			2015 年		
	本企业	行业整体	排名	本企业	行业整体	排名
采购渠道营运资金周转期	－15.07	3.4	5	－20.58	0.4	6
生产渠道营运资金周转期	－2.36	7.5	7	－2.37	0.5	5
营销渠道营运资金周转期	75.27	70.7	6	71.56	95.5	4
经营活动营运资金周转期（按渠道）	57.85	81.6	5	48.61	96.4	3

（2）分要素的营运资金管理绩效分析。

2015 年新海股份按要素的经营活动营运资金周转期为 68.05 天，远低于行业整体 96.2 天的平均水平，位于其他制造业企业中第五名。从表 19－18 不难发现，新海股份 2015 年无论是存货周转期还是应收账款周转期和应付账款周转期都相比 2014 年有不同程度的进步。2015 年新海股份存货周转期为 37.21 天，相比 2014 年略有降低，而行业整体存货周转期为 84.4 天，新海股份在行业中排名第二。2015 年新海股份存货水平较 2014 年有所增加，在这种情形下，存货周转率的提升主要系营业收入增长所致。2015 年新海股份应收账款周转期为 65.5 天，较 2014 年略有缩短，但仍然高于行业整体 34.9 天的平均水平。新海股份 2015 年收入增长 5.19%，应收账款增长 1.91%，在应收账款周转率大体保持不变的情况下，应收账款增长比率该与营业收入增长比率大致相同或接近，但新海公司 2015 年应收账款增长率要远低于收入增长率，说明新海股份在 2015 年收入越来越多地依靠现销得以实现，但新海股份应收账款政策也应该适时进行调整，避免使用过于宽松的信用政策而增加应收账款收回的不确定性。2015 年新海股份应付账款的周转期为 34.66 天，要高于行业整体 23 天，这表明新海股份与上游供应商保持有良好战略合作关系，能够一定程度上利用商业信用而给企业带来好处。

表 19－18　　2014～2015 年新海股份各要素经营活动营运资金周转期

项目	2014 年			2015 年		
	本企业	行业整体	排名	本企业	行业整体	排名
存货周转期	38.75	85.9	5	37.21	84.4	2
应收账款周转期	67.61	26.7	13	65.5	34.9	8
应付账款周转期	32.20	20.6	17	34.66	23.0	11
经营活动营运资金周转期（按要素）	74.15	92.0	6	68.05	96.2	5

3. 资金管理特色总结

（1）提升研发能力，不断推动企业技术创新。

创新是公司持续发展的强大动力，新海股份注重技术研发投入，并积累了一大批有助于企业持续发展的知识产权。截至 2015 年 12 月 31 日，公司及子公司累计拥有各种发明、实用新型、外观设计专利 424 项。新海股份 2015 年研发投入金额达 33 958 820.03 元，较 2014 年增加 26.63%。公司在 2015 年将医疗器械作为重点发展业务，加大对医疗器械研发的投入尤其是新产品的研发和创新，通过每年保持一定的研发投入，提高医疗器械的核心竞争力，保持行业领先的技术优势。另外，在打火机业务方面，生产的恒流阀打火机获得了技术突破，产品设计荣获了 2015 年第七届“慈溪杯”工业设计大赛银奖公司。新海股份还设立专门的模具研发制造中心，并从国外进口米克朗加工中心、夏米尔慢走丝机床、阿奇高精度电脉冲、三丰精密测高仪等国际先进的模具制造设备，并拥有国内领先的注塑及其他机械设备。先进的制造设备和制造工艺确保了公司产品质量的领先地位，增强了公司产品的市场竞争力。

（2）加快推进自动化、半自动化生产技术改造，提高生产效率。

新海股份利用精密模具制造和自动化研发优势对喷雾器产品生产设备和工艺进行半自动化、自动化改造，在产品质量和生产制造上具有领先水平。特别是打火机技术改造成效显著，企业加大“机器换人”的研发和投入力度，着力提升人均生产效率，继续加快新工艺、新技术、新材料的改进和应用。成品自动检验机、自动打塞加气机等一批新设备投入使用大大提高了生产效率。在喷雾器业务方面，继续加大自动化设备投入和改造力度，重点推进自动化生产线的一体化技术改造，提高自动化产出，并且以成本管理为抓手，全面推进精益生产。企业生产效率的提高，将会带来生产渠道营运资金占用水平的降低，进一步加快生产渠道营运资金周转率。

（3）创新营销业务模式，加强渠道建设，建立广泛营销网络。

新海股份通过 20 余年的发展，积累了优质的客户资源，建立了广泛的营销网络，销售覆盖欧、

美、亚及大洋洲80多个国家和地区，与重点地区的重点经销商均建立了战略合作伙伴关系，能及时收集到行业内各种市场信息变化，并推动公司产品研发和营销战略的不断改进，形成了很好的良性互动，公司的医疗器械业务系统在2015年逐步成型，建立了稳定的营销团队，在市场灵敏度、售后服务上已具备一定优势，口碑优良。作为出口销售收入占总营业收入比重较大的企业，新海股份2015年在面对严峻的外贸形势情形下，多措施并举促进外贸销售。一是加强和完善了产销联动机制，灵活定价、不断改善销售服务体系，确保了出口市场份额稳定增长；二是采取差异化的市场策略，集中优势开拓恒流阀产品市场，其中8 025恒流阀系列打火机成功进军“欧洲杯”；三是在稳定国外市场的同时，抢抓国内市场。礼品机业务依托恒流阀、POM等产品在烟草公司的中标率大幅提高，商超渠道建设快速推进，国内市场的快速增长有力确保了公司打火机业务的健康和可持续发展。在其他制造业中，营销渠道营运资金周转效率的提升对经营活动营运资金周转率的提升有重要意义。

（4）多方位举措措施针对企业所面临的不同风险。

据中国外汇交易中心数据显示，人民币兑美元汇率在2015年中大幅下跌4.5%，截至12月31日在上海外汇市场上报每美元6.4 936元人民币，创下了自1994年以来的最大年度跌幅。作为一家以产品出口为主的企业，美元是公司的主要结算货币，汇率波动对公司的销售和业绩的影响比较大。对此，公司坚持原有的措施，持续对汇率波动进行跟踪、关注和预测，与长期合作客户协商沟通，加强宏观政治经济信息的交流，明确销售合同中的汇率波动与价格调整的联动条款，锁定汇率变动影响。同时，统筹收汇、付汇的时点，合理安排客户结算方式，鼓励其利用金融衍生工具控制汇率波动风险；另外，公司也通过合理开展出口商业发票贴现、远期结售汇业务等方式规避汇率波动风险。当前世界经济面临的不利因素较多，既有货币流动性充沛造成的泡沫，又有美国加息带来的不确定性。我国出口面临发达国家下压和发展中国家上挤的双重压力，公司经营销售不确定性因素仍存在。对此，新海股份一方面加强与国际客户的交流和沟通，对全球时政状况和经济形势予以必要的关注、跟踪与分析；另一方面，尽力推广GB25722－2010《打火机安全与质量》、GB25723－2010《点火枪安全与质量》国家强制性标准，加强国内市场的拓展，重点推广恒流阀技术的新产品。

九、2015年其他制造业上市公司营运资金管理调查结论与建议

（一）调查结论

1. 其他制造业整体营运资金占用量增加，营运资金主要配置于经营活动

2015年其他制造业无论是从行业总体还是行业平均角度来看，营运资金占用量都较2014年有较大程度的提高。其中行业总体营运资金占用水平较2014年增加了35.87%，行业平均营运资金占用水平较2014年增加75.9%。虽然营运资金总额相较于2014年增长幅度较大，但2015年营运资金在经营活动和投资活动两者之间的配置相对于2014年没有发生太大变化。2015年营运资金有近70%的比例投放于经营活动，其他制造业仍然主要以从事经营活动为主。

2. 营运资金各渠道各要素之间占用量差异明显，营销渠道营运资金占用经营活动营运资金比例高；应收及预付账款增长幅度大

2015年其他制造业采购渠道营运资金占用量和生产渠道营运资金占用量从行业整体的角度来看，占用量分别为1.89亿元和3.34亿元，这一数量分别较2014年降低了71.19%和56.57%。然而营销渠道营运资金占用量达到了297.83亿元，相比2014年的191.59亿元，增加了55.45%。营销渠道营运资金占经营活动营运资金总额高达98.27%，这一比例相对于2014年有进一步的扩大，再通过对经营活动营运资金按要素来分析，不难看出，造成营销渠道营运资金占用水平增加的原因主要系应收及预付款项增加所致。2015年行业总体应收及预付账款存量为193.15亿元，相对于2014年增幅达62.9%，而2015年行业总体存货金额为231.86亿元，较2014年的213.9亿元增长8.4%；应付及预收款项为121.94亿元，较2014年的126.63亿元有所减少，减少3.85%。可以看出，2015年存货与应付及预收账款较2014年增减变动幅度并不大，而企业应收及预付账款的增幅远远超过收入的增幅，这可能与其他制造业应收账款回收期长，宽松的信用政策有关。

3. 生产渠道和采购渠道营运资金管理绩效持续优化，营销渠道营运资金管理亟待改善

2015 年其他制造业总经营活动营运资金周转期为 96.4 天，较 2014 年 81.6 天有所延长。但通过分渠道分析可以发现，采购渠道、生产渠道营运资金周转期都有所缩短，两者绩效都较 2014 年有了进一步的改善，特别是采购渠道营运资金周转期达到近 3 年的新低，由 2013 年的 5.91 天缩短至 2015 年的 0.4 天。生产渠道营运资金周转期更是创下 4 年来的新低，由 2012 年的 13.91 天降至 2015 年的 0.5 天。然而营销渠道营运资金管理绩效却表现的不尽如人意，2015 年营销渠道营运资金周转期达到 95.5 天，是 5 年来周转期最长的一年，而营销渠道营运资金周转期的大小，对于其他制造业来说，是决定经营活动营运资金管理绩效的重要因素。

4. 总资金回报率有所下降，投资活动资金回报率降幅明显

从行业平均的角度来看，2015 年总资金回报率为 10.54%，较 2014 年的 11.87% 回报率有所降低，降幅为 12.62%。其中经营活动资金回报率相较 2014 年略微有所提升，但投资活动资金回报率行业平均水平为负，其他制造业企业在从事投资业务时，要注意把握市场风险，运用专业化的投资运作手段，学习行业内投资活动表现优异的企业帝龙新材（002247）投资经验，合理的进行投资活动。

5. 行业营运资金融资结构趋于合理，行业内所有企业实现营运资本大于零

2015 年其他制造业企业在保持短期金融性负债占营运资金来源比例低于营运资本占营运资金来源比例的合理基础上，还实现了行业内所有企业营运资本大于零目标。营运资本大于零，意味着长期资本要大于长期资产，也即长期资金来源要大于长期资金用途，并且企业在满足长期资金使用的同时，还可以支持短期资金用途。若营运资本小于零，则企业将会面临着资金的短借长用的风险。显然，2015 年其他制造业企业不存在此类风险。

（二）改进建议

1. 优化营销渠道营运资金管理，提升营运资金整体管理水平

其他制造业企业应该不断创新新的业务模式，加强营销管理，坚持以市场为中心，畅通与客户的沟通和服务。另外，企业还要加强渠道建设，适度整合各公司的营销优势资源，加强互动，使资源共享。通过调查，我们发现要提升营销渠道营运资金管理水平与提升应收账款管理水平密切相关，企业应该适度采取较为严格的信用赊销政策，提升应收账款周转水平，从而达到优化对营销渠道营运资金管理的目标。

2. 坚持创新发展战略，提升生产自动化水平，提高生产效率

其他制造业企业应该走创新发展道路，加大研发支出，研发新产品、新技术能够帮助企业确立竞争优势，优化产品结构。另外，企业要在生产流程上加大自动化设备投入和改造力度，推进自动化生产线的一体化技术改造，提高生产自动化水平，进而推动生产效率和产能提高。

3. 充分运用互联网优势，加快信息化平台建设，拓宽销售渠道

随着互联网的发展，其他制造业企业应该加快信息网络平台建设，进一步完善办公自动化、产供销信息、业务统计分析等系统，在管理方面，持续深化全面信息化工程的应用，使信息化成为公司优化流程、提高效率的有效手段。另外，其他制造业企业运用互联网进行产品销售，通过线下与线上的融合也将会进一步拓宽销售渠道，对销售渠道营运资金管理也将会起到促进作用。

主要参考文献

1. 王竹泉、刘文静、高芳："中国上市公司营运资金管理调查：1997～2006"，《会计研究》，2007 年第 12 期。

2. 王竹泉、逄咏梅、孙建强："国内外营运资金管理研究的回顾与展望"，《会计研究》，2007 年第 2 期。

3. 中国上市公司营运资金管理数据：http：//bwcmdatabase. ouc. edu. cn。

4. 新海股份：http：//www. xinhaigroup. com/等网站。

第二十章　2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司营运资金管理调查

【摘要】2015 年国内经济持续放缓，国内能源消费随之同步放缓，煤炭销售产量同比下降，社会用电需求量增长放缓，电力、石油、天然气消费增长持续低位，并且由于能源开发的环境保护约束日益收紧，电力、热力、燃气及水生产和供应业也面临着复杂的宏观经济环境，行业压力不断增大。本章在前期调查研究的基础上，对 2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业的上市公司的营运资金管理状态进行了调查分析。本章调查得出以下结论：（1）经营活动营运资金占用减少，行业经营绩效改善。（2）金融经营活动营运资金占比减少，行业金融经营绩效改善。（3）投资活动营运资金占比减少，行业营运资金财务风险降低。（4）从渠道角度看，采购渠道和营销渠道营运资金管理绩效有所改善，生产渠道营运资金管理绩效有所下降；从要素角度看，存货营运资金周转期有所延长，应付账款营运资金周转期和应收账款营运资金周转期基本稳定。结合以上结论，本章提出以下建议：（1）提高生产渠道管理水平，借此改善存货营运资金管理绩效；（2）降低短期偿债压力，加强银企关系管理。

一、电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司营运资金基本特征

电力、热力、燃气及水生产和供应业包括电力生产，电力供应，热力生产和供应，燃气生产和供应，水生产和供应和污水处理及其再生利用和其他水的处理、利用与分配。电力、热力、燃气及水生产和供应业具有产品生产消费连续性，原材料管理的特殊性和产成品的高威胁性等特点，其营运资金管理特点归纳如下：

1. 经营活动营运资金占用持续为负，投资活动营运资金逐年增加

根据中国企业营运资金数据库显示，近 5 年来，我国电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司经营活动营运资金持续为负。由于该行业产品应用广泛，产量供不应求，几乎不存在产品滞销的情况，生产经营活动可以为自身运转提供资金支持。但电力、热力、燃气和水生产和供应业的生产投资额较大，建设期较长，企业必须持有较多的现金以满足投资需求，投资活动营运资金持续为正。

2. 经营活动营运资金主要配置在采购和生产渠道

根据中国企业营运资金数据库显示，近 5 年来，我国电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司采购渠道、生产渠道、营销渠道营运资金平均占比为 34.58%，22.11%，－22.55%。这与电力、热力、燃气及水生产和供应业的行业自身特征相吻合，该行业的原材料购买，生产设备和产成品管理的投资较大，因而采购渠道和生产渠道的资金占用比例相对较高。由于该行业产品是社会生产生活的必需品，几乎不存在产品滞销的情况，故营销渠道的资金占用较少。但 2014 年营销渠道的资金占用比例有大幅度的上升，这与经济“新常态”下新兴经济增速放缓对营销渠道的影响有关。

3. 存货占用资金较高，应付账款为企业提供资金支持

根据中国企业营运资金数据库显示，近 5 年来，经营活动营运资金各要素的占用情况表现为，存货的资金占用比例为 17.85%，应收账款的资金占用比例为－52.4%。应付账款的资金占用比例为－134.1%。由于我国电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司多属于大型国企，在整个产业链中处于优势地位甚至垄断地位，因而在商业活动中具有较高的商业信用，与供应商之间具有较好的合作关系，应付账款的资金占用比例较高。

4. 短期金融性负债较高，行业整体财务风险较大

根据中国企业营运资金数据库显示，近 5 年来，我国电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司的短期金融性负债占比为 8.875%，营运资本占比为－7.995%。其中短期借款金额较大，故电力、

热力、燃气及水生产和供应业财务风险较高，短期偿债压力较大。由于资源的稀缺性及行业的垄断性等特点，电力、热力、燃气及水生产和供应业具有较好的银行信用评价，因此短期借款到期偿付能力较高。

5. 营运资金管理绩效明显改善

根据中国企业营运资金数据库显示，渠道视角下，我国电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司近 5 年来经营活动营运资平均金周转期为 -45.75，相比上市公司整体平均周转期 26 天而言，该行业企业渠道管理较为有效，营运资金周转较快。要素视角下，我国电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司近 5 年来经营活动营运资平均金周转期为 8.65 天，相比上市公司整体平均周转期 58.6 天而言，电力、热力、燃气及水生产和供应业企业对各要素管理绩效明显高于整体平均水平。

二、2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业营运资金管理主题词与大事件

（一）2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业营运资金管理主题词

1. 体制改革

2015 年 3 月 21 日，一份名为《进一步深化电力体制改革的若干意见》的新电改方案终于千呼万唤始出来。从 2002 年国务院出台《电力体制改革方案》，至今已有 13 年，市场对此期待已久。据悉，电力市场建设、交易体制改革、发用电计划改革、输配电价改革和售电侧体制改革等五个电力体制改革关键性配套文件已形成征求意见稿。新电改方案三放开、一独立、三加强[①]的总体框架已基本确定，关键在下一步实施细则和试点推进。随着电力体制改革方案的公布，石油天然气体制改革作为我国能源领域改革的重头戏，相关改革方案也已在抓紧研究制定。体制改革必然对行业营运资金管理提出新的要求，给营运资金管理带来新的挑战。

2. 节能减排

面对国际国内对碳减排的双重要求，电力、热力、燃气及水生产和供应业作为能源消耗大户、温室气体排放大户，肩负着重大的碳减排责任。“十三五”的减排新趋势为节能减排政策提出了更高要求，企业结构调整和经营方式的转变成为急需解决的问题，这对营运资金管理提出了新的要求。

（二）2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业营运资金管理大事件

1. 新电改再发配套文件

2015 年 5 月 8 日，国家发改委再次公布电力体制改革配套文件《国家发展改革委关于完善跨省跨区电能交易价格形成机制有关问题的通知》，明确 4 月 20 日起跨省区送电实行市场化交易，鼓励双方签订中长期送电合同。输电价格调整后按照“利益共享、风险共担”的原则将调整幅度在送电方、受电方之间按照 1∶1 比例分摊。这意味着跨区的输配电成本将进行重新核算，核定输配电的成本是电力体制改革的关键一步，也是能否形成市场化交易机制的前提条件，核电跨区输配成本将为后续电改进程打下基础。

2. 天然气价改

2015 年 2 月 28 日，发改委宣布，自 2015 年 4 月 1 日起，我国天然气价格正式并轨。各省增量气最高门站价格每立方米下降 0.44 元，存量气最高门站价格每立方米上调 0.04 元。这也是我国价格改革中，首次大幅下调天然气价格。同时，今年将全面建立居民用气阶梯价格制度。

3. 煤炭减产

中国产煤大省山西发布了自 2015 年后 5 年内的能源发展战略目标，明确划定煤炭产、用、销上限，不再争夺“煤老大”。这一目标提出，到 2020 年，山西原煤产量将控制在 10 亿吨以内，外送量 6 亿吨以内，省内能源消费总量在 2.6 亿吨标准煤左右。中国煤炭产量最大的神华集团也于日前提出，今年将压缩 10.8% 的煤炭产量，与 2014 年相比减产 3 300 万吨。中煤能源、同煤集团等大型煤企也将执行限产计划。煤炭产量十余年来首次下降，也印证了煤炭市场的“寒意”。煤炭产量的下降导致煤

① 新电改方案的主要内容可以概括为“三放开、一独立、三加强”，即放开新增配售电市场，放开输配以外的经营性电价，放开公益性调节性以外的发电计划，交易机构相对独立，加强政府监管，强化电力统筹规划，强化和提升电力安全高效运行和可靠性供应水平。

炭企业的现金流量减少，对营运资金管理提出了更高的要求。

4. 电网设备智能化

2015 年 7 月 6 日国家发展改革委、国家能源局发布《关于促进智能电网发展的指导意见》，提出到 2020 年初步建成安全可靠、开放兼容、双向互动、高效经济、清洁环保的智能电网体系，满足电源开发和用户需求，全面支撑现代能源体系建设，推动我国能源生产和消费革命；带动战略性新兴产业发展，形成有国际竞争力的智能电网装备体系的发展目标。

在国家政策的支持和国家电网需求的带动下，电气企业纷纷试水智能电网设备，智能电网设备研发、生产进入热潮，各个种类的智能化电网设备先后诞生，为智能电网发展提供了有力支撑。职智能电网设备的研发和生产需要资金的投入，对电气行业营运资金的有效管理提出了更高的要求。

5. 光伏“领跑者”计划

2015 年 6 月，国家能源局、工业和信息化部和国家认监委三部委联合下发《关于促进先进光伏技术产品应用和产业升级的意见》，旨在支持先进技术产品扩大市场，加速淘汰技术落后产品，规范光伏发电技术和质量监督管理。其中，国家能源局实施“领跑者”专项计划，对示范工程提出建设标准、技术进步及成本下降目标等要求。随即，光伏行业掀起了一场提高效率，降低价格的技术论争，光伏企业纷纷推出高效光伏组件和相关技术，通过竞争性方式赢得“领跑者”市场。同时，国内光伏检测认证机构鉴衡认证也推出“领跑者”认证标准。

6.《水污染防治行动计划》的发布

2015 年 4 月，国务院正式发布《水污染防治行动计划》，它有 10 条、35 款、76 项、238 个具体措施，简称“水十条”。这部千呼万唤始出来、注定要开辟水处理行业新时代的纲领性文件，几乎成为此后全部环保新闻的总根源。它扼住水污染的“咽喉”，提出了一系列针对性极强的行动方案，并作出了明确的要求。

7. 二次热技术

2015 年 6 月 27 日，世界首台 66 万千瓦超超临界二次再热机组——江西华能安源电厂 1 号机组投运；2015 年 9 月 25 日，世界首台 100 万千瓦超超临界二次再热燃煤发电机组——国电泰州电厂二期工程 3 号机组投运；2015 年 12 月 23 日，华能莱芜电厂百万千瓦超超临界二次再热 6 号机组通过 168 小时试运行。二次再热在 2015 年可谓大放异彩。

随着我国二次再热机组的加速开工和相继投运，设备供应商将进入密集的设备交货期和运行期，这对设备的技术性能、制造水平、服务能力都提出了极大的挑战。同时，设备企业也将在在建或已投运项目中得到更多练兵的机会。

8. 煤炭全行业亏损

中国煤炭运销协会秘书长董跃鹰称，截至 2015 年 4 月份，全国煤炭国有和国有控股企业整体亏损；中煤协统计的 90 家大型煤企整体亏损 4.4 亿元，而 2014 年同期，这项数据还是整体盈利 217.7 亿元。告别“黄金十年”后，煤炭行业正在从“全行业盈利”快速跌入“全行业亏损”。董跃鹰提供的数据显示，2015 年以来，受需求放缓、过剩产能难以消化、控制煤炭总量难度增加、国际能源价格下降等多重因素影响，煤炭产销量下降，库存居高不下，煤价持续下跌，企业经营困难加剧。

三、2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司营运资金存量及其分布状况

（一）电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司营运资金存量及其分布状况总体分析

1. 行业层面

电力、热力、燃气及水生产和供应业行业层面的分析，是从电力、热力、燃气及水生产和供应业行业营运资金的存量、经营活动营运资金、金融经营活动营运资金和投资活动营运资金的存量以及其分布状况的情况进行分析，透视电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司 2015 年营运资金的管理现状。2014～2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业营运资金存量及其分布状况如表 20－1 所示。图 20－1 和图 20－2 更加直观地展示了电力、热力、燃气及水生产和供应业行业总体营运资金

存量和电力、热力、燃气及水生产和供应业行业营运资金分布统计。

表 20－1　　2014～2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业营运资金存量及其分布状况

项目	营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用（亿元）		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用（亿元）		投资活动营运资金期末占比（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	173.32	316.44	－943.30	－1 478.26	－544.26	－467.16	14.86	24.37	8.57	7.70	1 409.47	1 770.32	813.22	559.46
行业平均	2.09	3.68	－11.37	－17.19	－219.11	－25.34	0.18	0.28	2.69	0.69	16.98	20.59	559.87	124.65
最大值	153.46	212.36	42.93	81.47	—	—	26.67	233.85	—	—	150.32	130.88	—	—
中位数	4.34	4.89	－1.26	－3.23	38.93	8.70	0.00	0.00	0.00	0.00	8.20	9.61	60.64	91.30
最小值	－298.21	－330.75	－304.90	－373.18	—	—	－11.81	－11.20	—	—	0.05	0.20	—	—
样本量	83	86	83	86	83	86	83	86	83	86	83.00	86.00	83.00	86.00

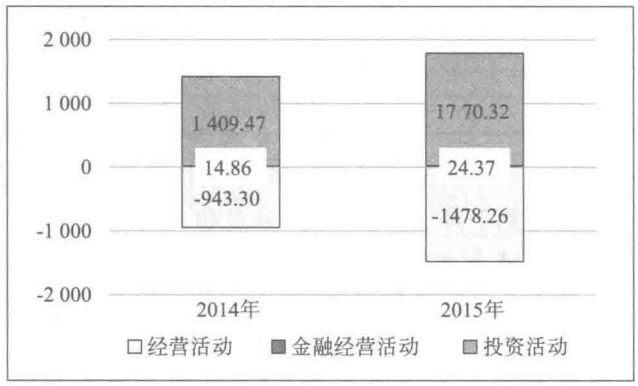


图 20－1　2014～2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业业总体营运资金存量及其分布状况

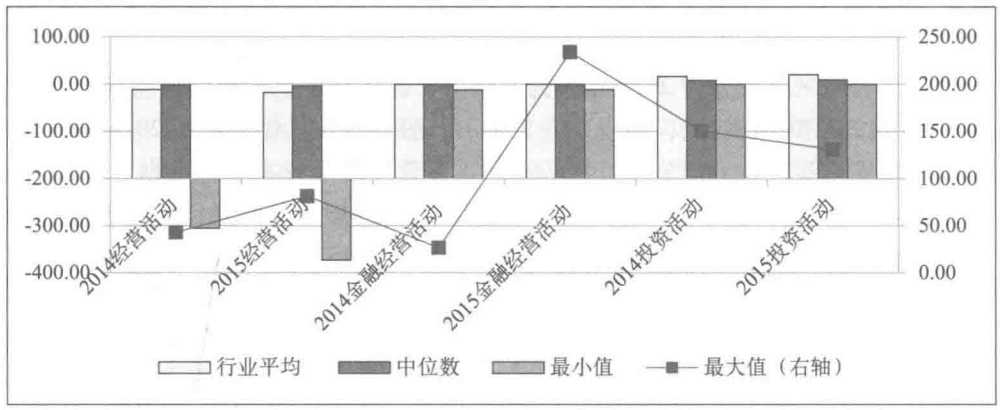


图 20－2　2014～2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业营运资金分布统计数据

如表 20－1 所示，从总体来看，与 2014 年相比，2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业营运资金占用整体上升，其中，营运资金行业平均值上升了 76%，为 3.68 亿元。就行业平均而言，经营活动营运资金期末占用行业平均下降了 51.2%，金融经营活动营运资金期末占用行业平均上升 55.6%，而投资活动营运资金期末占用行业上升了 21.3%。

从营运资金分布情况来看，2015 年经营活动营运资金期末占比由 －219.11% 上升到 －25.34%，金融经营活动营运资金期末占比由 2.69% 下降到 0.69%，而投资活动营运资金期末占比由 559.87% 下降到 124.65%。这表明，电力、热力、燃气及水生产和供应业营运资金在经营活动的运用较为活跃，在金融经营活动和投资活动方面的运用有所下降。

2. 企业层面

从企业层面分析电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司营运资金分布状况分段统计如表 20－2 所示。

表 20－2　　2014～2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司营运资金分布状况分段统计表

区间（%）	按实体经营活动营运资金占比区间统计				按金融经营活动营运资金占比区间统计				按投资活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	31	37.35	39	45.35	80	96.39	84	97.67	21	25.30	20	23.26
(0，25]	5	6.02	6	6.98	2	2.41	1	1.16	3	3.61	3	3.49
(25，50]	11	13.25	10	11.63	0	0.00	0	0.00	11	13.25	8	9.30
(50，75]	7	8.43	8	9.30	0	0.00	1	1.16	11	13.25	10	11.63
(75，100]	7	8.43	3	3.49	0	0.00	0	0.00	5	6.02	6	6.98
>100	22	26.51	20	23.26	1	1.20	0	0.00	32	38.55	39	45.35
总 计	83	100	86	100	83	100	86	100	83	100	86	100

如表 20－2 所示，从营运资金分布状况来看，2015 年实体经营活动营运资金占比在（75，100］和大于 100 两个区间的企业比重分别下降了 4.94 个百分点和 3.25 个百分点，而在小于等于 0 区间的企业占比上升 8 个百分点，说明 2015 年实体经营活动营运资金占比总体有所下降。2015 年投资活动营运资金占比在区间（25，50］的企业占比下降了 3.95 个百分点，在大于 100 区间的企业占比上升了 6.8 个百分点，说明 2015 年投资活动营运资金占比总体有所上升。2015 年上市公司的金融经营活动营运资金占比大部分都在小于等于 0 区间内，仅有两家企业的金融经营活动营运资金占比在 0% 以上，与 2014 年上市公司的金融经营活动营运资金的分布情况大致相同。

（二）电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布状况

1. 行业层面

从采购，生产，营销三渠道分析 2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布状况，如表 20－3 所示。图 20－3 具体展示了 2014～2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司经营活动各渠道营运资金分布统计数据。2015 年经营活动采购、生产、营销渠道的营运资金期末平均占用均有所下降，三个渠道的营运资金行业均值均为负数，这与电力、热力、燃气及水生产和供应业行业的基础资源行业特点相匹配，几乎很少占用营运资金。经营活动营运资金按渠道分布情况变化较大，其中采购渠道营运资金占比下降 7.25 个百分点，这与煤炭行业的价格下跌有密切关系，生产渠道营运资金占比上升了 61.83 个百分点，营销渠道营运资金占比下降了 54.57 个百分点。从总体来看，2015 年各渠道营运资金金额均有所下降，且负值绝对值较大，表明各渠道居于较好的资金占用水平。

表 20－3　　2014～2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计表

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	－915.23	－1 054.53	－26.77	－294.68	－1.30	－129.05	－943.30	－1 478.26
	行业平均	－11.03	－12.26	－0.32	－3.43	－0.02	－1.50	－11.37	－17.19
	最大值	6.42	8.51	35.50	85.18	57.80	56.67	42.93	81.47
	中位数	－1.92	－3.30	－0.08	－1.42	1.65	1.29	－1.26	－3.23
	最小值	－212.09	－212.16	－63.31	－131.55	－116.07	－195.76	－304.90	－373.18

续表

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
占比（%）	行业总体	97.02	71.34	2.84	19.93	0.14	8.73	—	—
	行业平均	34.19	26.94	18.51	80.34	47.30	-7.27	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	22.98	35.41	15.79	24.69	38.07	17.42	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本量		83	86	83	86	83	86	83	86

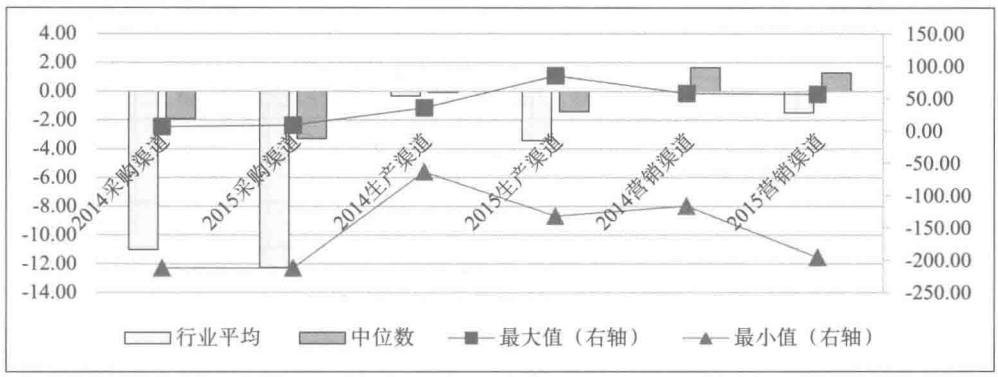


图 20－3　2014～2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业经营活动各渠道营运资金分布统计数据

2. 企业层面

从企业层面分析 2014～2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司经营活动营运资金在采购，生产，营销三个渠道的分布情况如表 20－4 所示。从经营活动营运资金在采购、生产、营销渠道的分布来看，2015 年采购渠道营运资金占比在 0 以下区间的有 29 家，与 2014 年相比家数有小幅度下降，在大于 100 区间有 23 家，与 2014 年相比增加了 9 家企业，总体而言，2015 年采购渠道营运资金为负值且较 2014 年有所下降；生产渠道营运资金占比在 0 以下区间占比有明显下降，与 2014 年相比减少了 10 家企业，在（50，75］区间有 11 家企业，与 2014 年相比增加了 6 家企业；营销渠道营运资金占比在（0，25］区间有 16 家企业，与 2014 年相比，增加了 6 家企业，在大于 100 区间有 19 家企业，与 2014 年相比，减少了 5 家企业，总的来说，营销渠道营运资金存量有所下降。

表 20－4　　2014～2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司经营活动营运资金按渠道分布情况分段统计表

区间（%）	按采购渠道营运资金占比区间统计				按生产渠道营运资金占比区间统计				按营销渠道营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	31	37.35	29	33.72	31	37.35	21	24.42	29	34.94	33	38.37
（0，25］	13	15.66	10	11.63	16	19.28	22	25.58	10	12.05	16	18.60
（25，50］	5	6.02	9	10.47	10	12.05	8	9.30	9	10.84	10	11.63
（50，75］	11	13.25	9	10.47	5	6.02	11	12.79	6	7.23	4	4.65
（75，100］	9	10.84	6	6.98	7	8.43	12	13.95	5	6.02	4	4.65
>100	14	16.87	23	26.74	14	16.87	12	13.95	24	28.92	19	22.09
总 计	83	100	86	100	83	100	86	100	83	100	86	100

（三）电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布状况

1. 行业层面

从行业层面分析电力、热力、燃气及水生产和供应业行业经营活动营运资金在存货、应收及预付款项、应付及预收款项三个要素的营运资金存量及其分布情况，分析电力、热力、燃气及水生产和供应业经营活动营运资金的管理情况，如表 20－5 所示，2014～2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业经营活动营运资金分布统计如图 20－4 所示。

表 20－5　　2014～2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布总体统计表

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	446.00	575.76	1 564.22	1 554.87	3 261.22	3 608.89	－1 251.01	－1 478.26
	行业平均	5.37	6.69	18.85	18.08	39.29	41.96	－15.07	－17.19
	最大值	67.02	154.13	168.01	186.89	470.87	484.49	47.20	81.47
	中位数	1.47	1.70	6.66	8.07	11.94	12.28	－2.11	－3.23
	最小值	0.00	0.01	0.24	0.51	0.55	0.52	－328.98	－373.18
占比（%）	行业总体	－35.65	－38.95	－125.04	－105.18	－260.69	－244.13	—	—
	行业平均	14.06	7.82	20.64	－178.16	－65.30	－270.34	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	－6.85	－9.03	－47.01	－52.49	－161.26	－168.77	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本数量		83	86	83	86	83	86	83	86

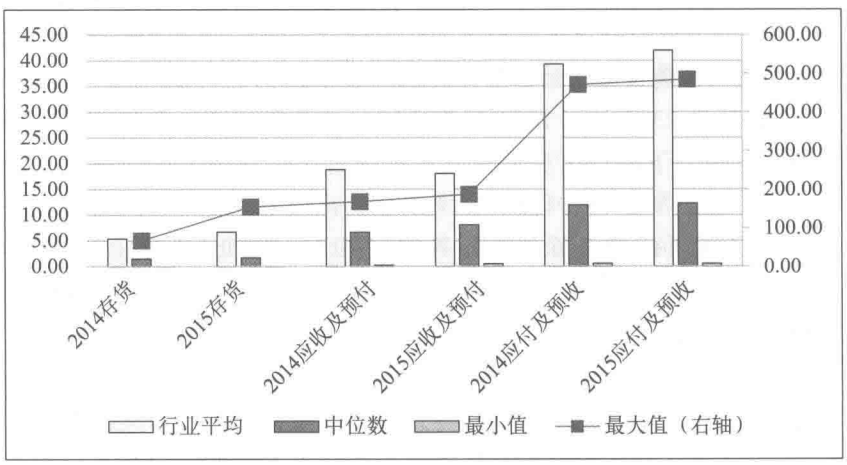


图 20－4　2014～2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业经营活动各要素营运资金分布统计数据

从整体来看，2015 年较 2014 年经营活动营运资金各要素平均占用均有小幅度变化，2015 年存货行业平均较上年上升了 24.58%，应收及预付款项较上年下降了 0.41%，应付及预收款项较上年上升了 0.68%，经营活动营运资金下降了 18.2%。经营活动营运资金为负值，主要原因是应付及预收款项的占用额远远大于存货和应收项目的占用额。电力、热力、燃气及水生产和供应业行业企业与供应商具有较好的合作关系，应付账款普遍较高。

2. 企业层面

从企业层面分析电力、热力、燃气及水生产和供应业行业经营活动营运资金在存货、应收项目、应付项目三要素的分布情况如表 20－6 所示。2015 年的经营活动营运资金按要素分布的情况与 2014 年

大致相同，各要素60%以上的企业的资金占用集中在小于0的区间，即占比为负值，表明电力、热力、燃气及水生产和供应业行业的各要素营运资金需求量为负，生产经营活动可以为自身运转提供资金支持。

表 20－6　　2014～2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布分段统计表

区间（%）	按存货占比区间统计				按应收及预付款项占比区间统计				按应付及预收款项占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	53	63.86	59	68.60	53	63.86	59	68.60	53	63.86	59	68.60
(0，25]	12	14.46	6	6.98	1	1.20	0	0.00	1	1.20	1	1.16
(25，50]	5	6.02	8	9.30	0	0.00	0	0.00	4	4.82	4	4.65
(50，75]	3	3.61	3	3.49	1	1.20	3	3.49	4	4.82	3	3.49
(75，100]	3	3.61	4	4.65	2	2.41	1	1.16	4	4.82	3	3.49
>100	7	8.43	6	6.98	26	31.33	23	26.74	17	20.48	16	18.60
总 计	83	100	86	100	83	100	86	100	83	100	86	100

四、2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析

（一）电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额分析

电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市共公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额情况，如表 20－7 所示。

表 20－7　　2014～2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额

项　目	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约额（亿元）
	2014 年	2015 年	
行业总体	－0.12	－0.19	401.84
行业平均	－0.02	－0.06	—
最大值	1.11	1.24	—
中位数	－0.06	－0.11	—
最小值	－1.17	－1.02	—
样本量	83	86	—

2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司经营活动营运资金占用水平为－0.19，相比 2014 年下降了 7 个百分点，行业平均下降 4 个百分点，经营活动营运资金节约额为 401.84 亿元。可见，2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业经营活动营运资金管理水平较高。

（二）电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司分渠道的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

2014～2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业细分行业各渠道经营活动营运资金周转期和 2011～2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业各渠道经营活动营运资金周转期如表 20－8、表 20－9 和图 20－5 所示。

表 20－8　2014～2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	采购渠道营运资金周转期		生产渠道营运资金周转期		营销渠道营运资金周转期		经营活动营运资金周转期（按渠道）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
电力、热力生产和供应业	－34.3	－46.8	－20.9	－14.8	－0.3	－2.6	－55.6	－64.2
水的生产和供应业	－86.6	－48.2	11.6	17.2	43.8	35.5	－31.2	4.42
燃气生产和供应业	－27.1	－32.0	－7.2	－15.5	－2.5	－6.2	－36.8	－53.70
行业整体	－40.1	－45.6	－9.0	－13.7	6.6	－1.5	－42.6	－60.8

表 20－9　2011～2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
采购渠道营运资金周转期	－25.59	－25.77	－31.94	－40.1	－45.6
生产渠道营运资金周转期	－15.20	－14.10	－13.30	－9.0	－13.7
营销渠道营运资金周转期	39.23	12.75	4.79	6.6	－1.5
经营活动营运资金周转期（按渠道）	－1.56	－27.13	－40.44	－42.6	－60.8

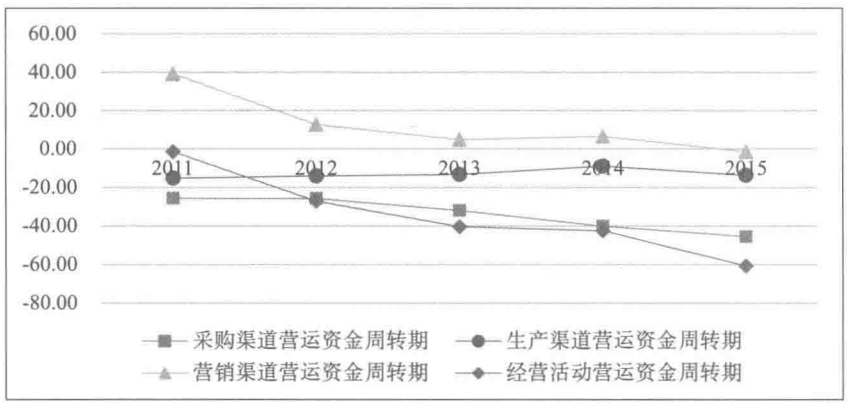


图 20－5　2011～2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业经营活动各渠道营运资金周转期变化趋势

如表 20－8 所示，从整个经营活动来看，电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司经营活动营运资金周转期为－60.8 天，同比下降 18.2 天，减幅为 42.7%，并且 2011～2015 年 5 年的周转期一直呈下降趋势。这表明 2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司经营活动营运资金管理绩效持续改善。从细分行业的角度来看，除水的生产和供应业之外，其他各细分行业的经营活动营运资金周转期都有所降低，这也说明了电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司经营活动营运资金管理绩效的提升。

电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司采购渠道营运资金周转期为－45.6 天，较 2014 年缩短了 5.5 天，减幅为 13.7%，并且由 2011～2014 年的采购渠道营运资金周转期上涨趋势转变为下降趋势，表明采购渠道营运资金管理绩效有所改善。从细分行业角度来看，除水的生产和供应业之外，其他各细分行业的采购渠道营运资金周转期都有所降低。表明电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司中大部分企业采购渠道营运资金管理绩效都有所改善。

电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司生产渠道营运资金周转期为－13.7 天，同比缩短了 4.7 天，减幅为 52.2%，表明生产渠道营运资金管理绩效有较大改善。从细分行业的角度来看，除燃气生产和供应业生产渠道周转期有明显缩短之外，电力，热力生产和供应业和水生产和供应业的生产渠道营运资金周转期均有小幅度的上升，表明燃气生产和供应业上市公司生产渠道营运资金管理绩效

改善较大。

电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司营销渠道营运资金周转期为 -1.5 天，同比缩短了 8.1 天，并且周转期由正数下降为负数，表明整个行业的营销渠道营运资金管理绩效有较大的改善。从细分行业的角度来看，各细分行业的生产渠道营运资金周转期均有下降，其中电力，热力生产和供应业的生产渠道营运资金周转期下降幅度最为明显。

2. 企业层面

2014 ~ 2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业企业层面各渠道经营活动营运资金管理绩效的情况如表 20 - 10 所示。

表 20 - 10　　2014 ~ 2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业各渠道经营活动营运资金管理绩效变化统计表

单位：天

项目		采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短（家）	55	47	38	50
	缩短占比（%）	66.27	56.63	45.78	60.24
	基本不变（家）	12	6	20	14
	基本不变占比（%）	14.46	7.23	24.10	16.87
	延长（家）	16	30	25	19
	延长占比（%）	19.28	36.14	30.12	22.89
可比样本总数		83			

总体来看，与 2014 年相比，电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司经营活动营运资金管理绩效改善的企业有 50 家，占可比样本企业的 60.24%，管理绩效降低的企业有 19 家，占可比样本企业的 22.89%。表明电力、热力、燃气及水生产和供应业行业大部分的企业经营活动营运资金管理绩效有所改善。

与 2014 年相比，电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司采购渠道管理绩效改善的企业有 55 家，占可比样本企业的 66.27%；管理绩效降低的企业有 16 家，占可比样本企业的 19.28%。这表明电力、热力、燃气及水生产和供应业行业有一半以上的企业的采购渠道营运资金绩效有所改善。

与 2014 年相比，电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司生产渠道管理绩效改善的企业有 47 家，占可比样本企业的 56.63%；管理绩效降低的企业有 30 家，占可比样本企业的 36.14%。这表明电力、热力、燃气及水生产和供应业行业生产渠道管理绩效改善与降低的企业数量相差不多，生产渠道管理绩效有所改善，仍有一部分企业的生产渠道营运资金绩效管理有待提高。

与 2014 年相比，电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司营销渠道管理绩效改善的企业有 38 家，占可比样本企业的 45.78%；管理绩效降低的企业有 25 家，占可比样本企业的 30.12%。这表明电力、热力、燃气及水生产和供应业行业营销渠道管理绩效有所改善，仍有一部分企业的营销渠道营运资金绩效管理有待提高。

（三）电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司分要素的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

2014 ~ 2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业各要素经营活动营运资金周转期如表 20 - 11 所示。

如表 20 - 11 所示，从整个经营活动来看，电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司经营活动营运资金周转期为 7.8 天，较 2014 年上涨了 2 天，增幅为 34.48%，并且自 2011 ~ 2014 年四年的周转期的下降趋势转为上升趋势。这表明 2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司经营活动营运资金管理绩效水平有所下降。从细分行业的角度来看，水的生产和供应业的经营活动营运资金

周转期有大幅度的上涨，其他各细分行业的经营活动营运资金周转期都有小幅度的降低，这说明了电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司经营活动营运资金管理绩效水平的下降主要由于水的生产及供应业的营运资金管理水平的降低。

表 20－11　2014～2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业各要素经营活动营运资金周转期　单位：天

项目	存货周转期		应收账款周转期		应付账款周转期		经营活动营运资金周转期（按要素）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
电力、热力生产和供应业	19.7	26.7	45.5	49.1	55.7	69.6	9.6	6.3
水的生产和供应业	34.3	75.6	64.7	88.8	113.2	84.4	-14.2	80.0
燃气生产和供应业	13.8	11.9	28.1	26.3	38.6	44.7	3.2	-6.5
行业整体	20.6	27.2	46.5	48.5	61.3	67.9	5.8	7.8

如表 20－12 和图 20－6 所示。电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司应收账款周转期为 48.5 天，同比增长了 2 天，增幅为 4.3%，表明与 2014 年相比，应收账款营运资金管理绩效有所下降。从细分行业的角度来看，除燃气生产和供应业应收账款周转期与去年持平之外，电力，热力生产和供应业以及水生产和供应业的应收账款周转期均有所上增长，营运资金管理绩效水平有所下降，导致了整个行业应收账款管理绩效的随之下降。

表 20－12　2011～2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业各要素经营活动营运资金周转期　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
存货周转期	23.77	24.38	21.85	20.6	27.2
应收账款周转期	39.98	42.57	43.98	46.5	48.5
应付账款周转期	54.83	53.17	54.76	61.3	67.9
经营活动营运资金周转期（按要素）	8.92	13.78	11.08	5.8	7.8

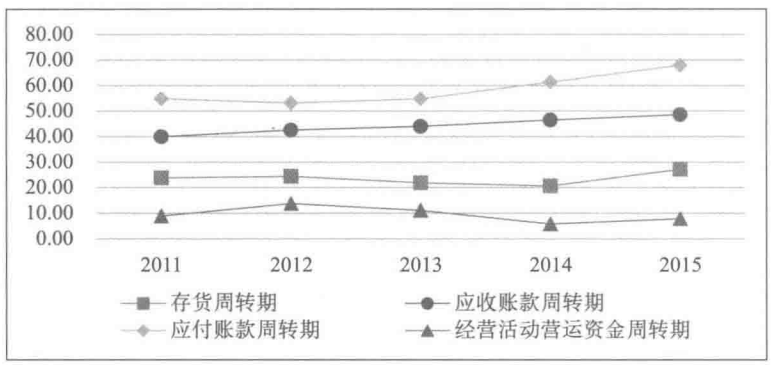


图 20－6　2011～2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业经营活动各要素营运资金周转期变化趋势

电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司存货周转期为 27.2 天，较 2014 年延长了 6.6 天，增幅为 32.04%，并且周转期较之前几年的基本稳定趋势转变为上升趋势，表明存货要素营运资金管理绩效水平有所下降。从细分行业角度来看，除燃气生产和供应业的存货周转期有小幅度下降外，其他各细分行业的存货营运资金周转期都有所提升，特别是水生产和供应行业。表明电力、热力、燃气及水生产和供应业存货营运资金管理绩效的下降主要由于水生产和供应业的营运资金管理绩效的大幅度下降。

电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司应付账款周转期为 67.9 天，同比增长了 6.6 天，增

幅为 10.77%，表明与 2014 年相比，应付账款营运资金管理绩效有所下降。从细分行业的角度来看，除水生产和供应业应付账款周转期有明显下降外，其他两个细分行业的应付账款周转期均有所上升，因此导致整个行业的应付账款营运资金管理绩效的下降。

2. 企业层面

2014～2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业各要素经营活动营运资金管理绩效变化情况如表 20－13 所示。

表 20－13　　2014～2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业各要素经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
周转期变化统计	缩短（家）	23	13	17	36
	缩短占比（%）	27.71	15.66	20.48	43.37
	基本不变（家）	29	26	24	15
	基本不变占比（%）	34.94	31.33	28.92	18.07
	延长（家）	31	44	42	32
	延长占比（%）	37.35	53.01	50.60	38.55
可比样本总数		83			

与 2014 年相比，电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司存货管理绩效改善的企业有 23 家，占可比样本企业的 27.71%，管理绩效降低的企业有 31 家，占可比样本企业的 37.35%，这表明电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司中不到 1/3 的企业存货管理绩效水平有所改善。

与 2014 年相比，电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司应收账款管理绩效改善的企业有 13 家，占可比样本企业的 15.66%，管理绩效降低的企业有 44 家，占可比样本企业的 53.01%，这表明电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司中仅有一小部分企业应收账款管理绩效水平有所改善，超过一半的企业的应收账款管理绩效水平都有所下降，这与上述行业层面数据所显示的应收账款管理绩效水平整体下降的结果是一致的。

与 2014 年相比，电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司应付账款管理绩效改善的企业有 17 家，占可比样本企业的 20.48%，管理绩效降低的企业有 42 家，占可比样本企业的 50.60%，这表明电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司中大部分企业的应付账款管理绩效水平都有所下降，这与上述行业层面数据所显示的应付账款管理绩效水平整体下降的结果是一致的。

从整个行业的经营活动营运资金管理来看，与 2014 年相比，电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司经营活动营运资金管理绩效改善的企业有 36 家，占可比样本企业的 43.37%，管理绩效下降的企业有 32 家，占可比样本企业的 38.55%，这表明电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司经营活动营运资金管理绩效改善与下降的企业数量相差不多，经营活动营运资金管理绩效小幅度改善，这与上述行业层面数据所显示的行业整体经营活动营运资金管理绩效有小幅度改善的结果是一致的。

五、2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司资金回报分析

2014～2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司资金回报率统计情况如表 20－14 所示。2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业总资金占用与总资金报酬率散点图，经营活动资金占用与经营活动资金报酬率散点图，金融经营活动资金占用与金融经营活动资金报酬率散点图，投资活动资金占用与投资活动资金报酬率散点图如图 20－7、图 20－8、图 20－9、图 20－10 所示。

如表 20－14 所示，从行业总体来看，2015 年总资金回报率为 9.67%，较 2014 年下降了 0.34，减幅为 3.4%，表明营运资金管理绩效有所提升；2015 年经营活动资金回报率为 9.98%，与 2014 年基本持平，表明经营活动营运资金管理绩效维持原水平；2015 年金融经营资金回报率为 2.47，较 2014 年

上升 0.26 个百分点，从行业平均来看，从 2014 年的 -49.46% 增长到 2015 年的 6.37%，主要是因为最小值有大幅度的增长，提高了行业平均水平；2015 年投资活动资金回报率为 8.20%，较 2014 年降低了 1.34%，说明投资活动营运资金管理绩效水平有所下降。

表 20-14　2014~2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司资金回报率统计分析表

项目	总资金回报率		经营活动资金回报率		金融经营活动资金回报率		投资活动资金回报率	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	10.01	9.67	9.99	9.98	2.21	2.47	9.54	8.20
行业平均	8.43	9.07	8.48	10.11	-49.46	6.37	6.91	5.46
最大值	26.36	30.75	38.84	61.20	23.00	26.27	124.53	58.35
中位数	8.80	8.74	8.94	9.10	0.00	0.00	3.40	2.57
最小值	-63.45	-13.53	-122.24	-45.32	-319.74	-6.45	-5.64	-13.90
样本量	83	86	83	86	6	7	83	86

注：金融经营活动资金回报率统计样本以本行业内金融经营活动资金不为 0 的企业家数为准。

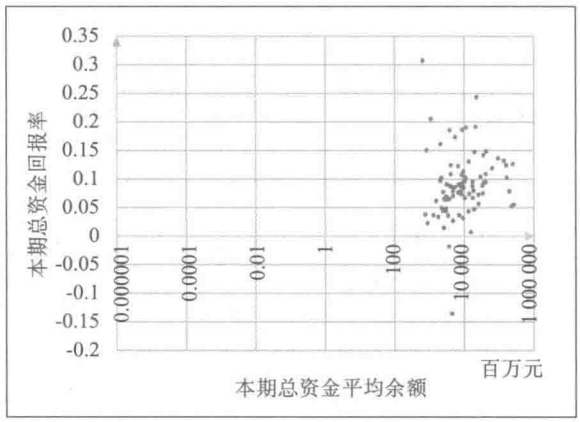


图 20-7　2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司总资金占用与总资金回报率散点图

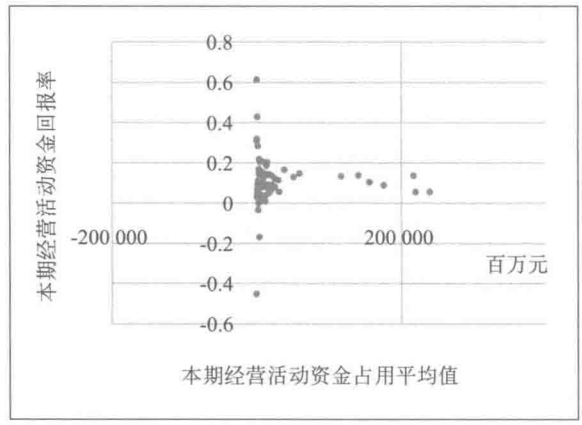


图 20-8　2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司经营活动资金占用与经营活动资金回报率散点图

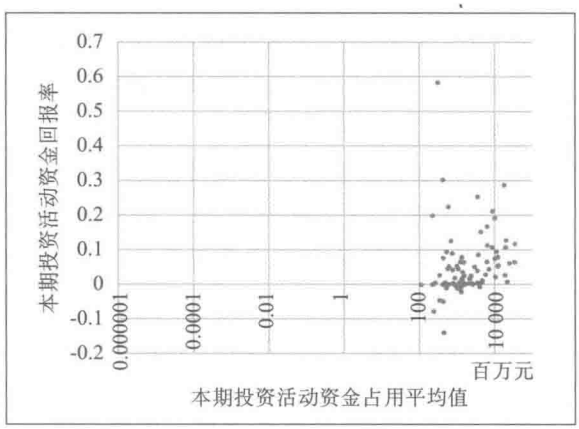


图 20-9　2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司经营金融活动资金占用与经营金融活动资金回报率散点图

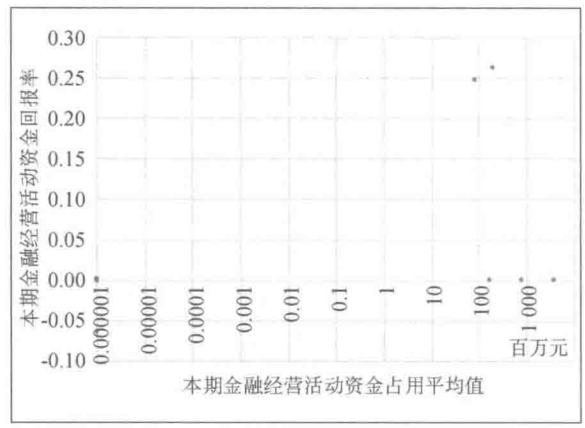


图 20-10　2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司投资活动资金占用与投资活动资金回报率散点图

由图 20-7 可以看出，电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司的本期总资金平均余额主要集中在 100~100 000 百万之间，本期总资金回报率主要集中在 0~0.15 之间，少数企业的本期总资金回报率在 0.15 以上，只有一家企业的本期总资金回报率在 0 以下。由图 20-8 可以看出，电力、

热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司的本期经营活动资金占用平均值主要集中在 0 ~ 50 000 百万之间，有 9 家企业的经营活动资金占用平均值在 50 000 百万以上，本期经营活动资金回报率主要集中在 0 ~ 0.2 之间。由图 20 - 9 可以看出，电力、热力、燃气及水生产和供应业行业中进行金融经营活动的企业只有 7 家，占总企业数量的 8.14%，其中只有两家企业的金融经营活动营运资金回报率较高，在 0.25 以上，其他 5 家企业的金融经营活动营运资金回报率均在在 0 左右。由图 20 - 10 可以看出，电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司本期投资活动资金占用平均值主要集中在 100 ~ 10 000 百万之间，投资活动资金回报率主要集中在 0 ~ 0.2 之间，有 6 家企业的投资活动资金回报率较高，在 0.2 以上。

六、2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司融资结构与财务风险分析

（一）总资金融资结构与长期财务风险分析

1. 行业层面

2014 ~ 2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业总资金融资结构与财务杠杆统计情况如表 20 - 15、图 20 - 11 和图 20 - 12 所示。

表 20 - 15　　2014 ~ 2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业总资金融资结构与财务杠杆统计分析表

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末	2014 年	2015 年
行业总体	56.07	57.68	43.93	42.32	1.46	1.40
行业平均	41.83	42.97	58.17	57.03	1.78	1.44
最大值	82.39	79.26	100.00	100.00	13.59	9.43
中位数	44.00	44.84	56.00	55.16	1.31	1.27
最小值	0.00	0.00	17.61	20.74	-2.06	-13.54
样本量	83	86	83	86	83	86

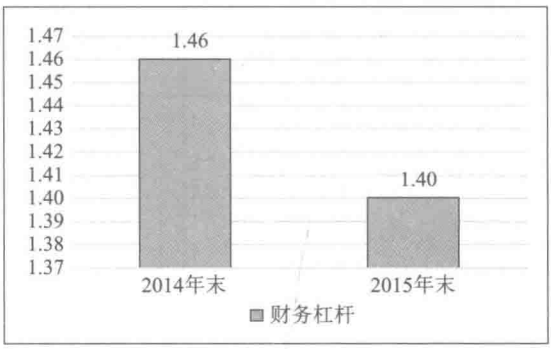


图 20 - 11　2014 ~ 2015 年电力，热力，燃气及水生产和供应业行业上市公司总资金融资结构

图 20 - 12　2014 ~ 2015 年电力，热力，燃气及水生产和供应业行业财务杠杆

从行业平均来看，2015 年借入资金占比为 42.97%，与 2014 年相比有小幅度上涨；2015 年自有资金占比为 57.03%，较上一年略有下降；2015 年财务杠杆为 1.44，较 2014 年下降了 0.34，表明财务风险有所下降。

2. 企业层面

2014 ~ 2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业总资金融资结构分段情况如表 20 - 16 所示。

2015 年借入资金占比在（75，100］区间的比例为 5.81%，与 2014 年相比，增长了 2.2 个百分点，2015 年借入资金占比在其他区间的比例与 2014 年的相差不大，这与上述行业层面数据分析 2015 年借入资金占比有小幅度增长的结论是一致的。2015 年自有资金占比在（0，25］的比例为 5.81%，

与2014年相比，下降了2.2个百分点；在（50，75］区间的比例为33.72%，下降了2.42个百分点。

如图20－13和图20－14所示，电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司的净资产主要集中在0～20 000百万之间，少数企业的净资产较高，在40 000百万以上；借入资金占比主要分布在0～0.8之间，在0.4～0.6之间较为集中。财务杠杆主要集中在0～3之间，有4家企业的财务杠杆在5以上，风险较高。

2014～2015年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业财务杠杆分段统计情况如表20－17所示。

2015年年末财务杠杆在［1，1.5）的区间上的企业有49家，比例为56.98%，与2014年相比有所增长；2015年财务杠杆在其他区间的比例较2014年相比均有所下降，因此整个行业2015年的财务风险有所降低。

表20－16　2014～2015年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业总资金融资结构分段统计表

比例区间（%）	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
	2014年年末		2015年年末		2014年年末		2015年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	3	3.61	4	4.65	0	0.00	0	0.00
（0，25］	17	20.48	17	19.77	3	3.61	5	5.81
（25，50］	30	36.14	29	33.72	30	36.14	31	36.05
（50，75］	30	36.14	31	36.05	30	36.14	29	33.72
（75，100］	3	3.61	5	5.81	20	24.10	21	24.42
>100	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
总计	83	100	86	100	83	100	86	100

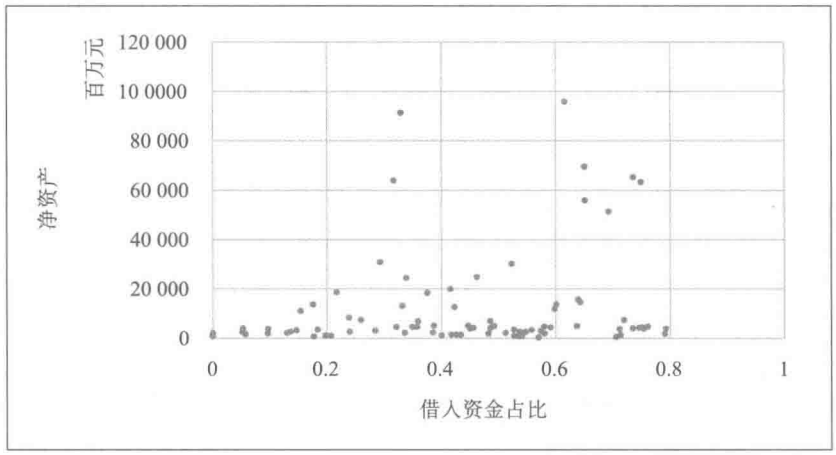


图20－13　2014～2015年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司借入资金占比与净资产散点图

表20－17　2014～2015年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业财务杠杆分段统计表

比例区间	财务杠杆			
	2014年年末		2015年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）
［1，1.5）	45	54.22	49	56.98
［1.5，2）	12	14.46	11	12.79
［2，3）	7	8.43	7	8.14
≥3	6	7.23	6	6.98
总计	83	100	86	100

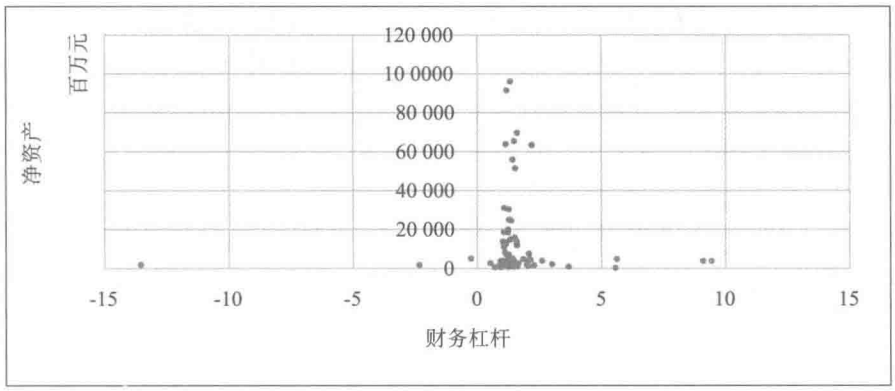


图 20－14　2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司财务杠杆与净资产散点图

（二）营运资金融资结构与短期财务风险分析

1. 行业层面

2014～2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业营运资金融资结构统计情况如表 20－18 和图 20－15 所示。从总体来看，2015 年短期金融性负债占比有小幅度的下降，表明 2015 年短期借款的金额有所减少，营运资本为负值，短期金融性负债较高的原因是短期借款金额较大，会导致财务风险较高，短期偿债压力较大。

表 20－18　2014～2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业营运资金融资结构统计分析表　　单位：%

项目	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
行业总体	1 905.41	1 214.16	－1 805.41	－1 114.16
行业平均	1 728.08	－32.58	－1 628.08	132.58
最大值	109 765.97	1 634.98	2 486.71	5 537.48
中位数	51.64	72.69	48.36	27.31
最小值	－2 386.71	－5 437.48	－109 665.97	－1 534.98
样本量	83	86	83	86

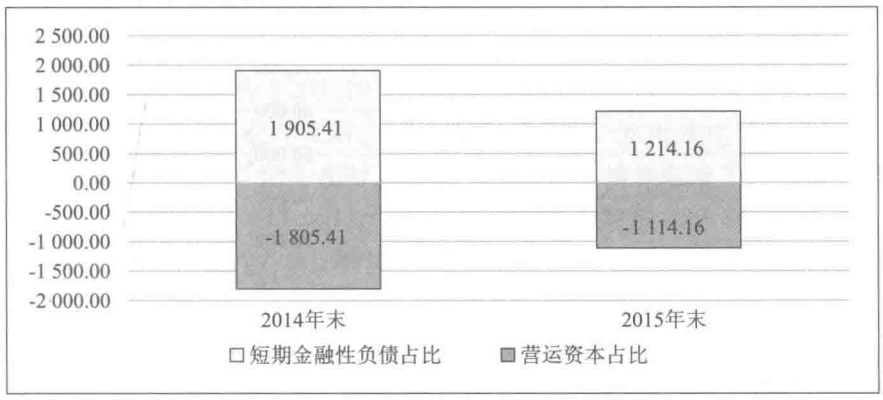


图 20－15　2014～2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业营运资金融资结构

从最大值最小值来看，2015 年短期金融性负债占比的最小值大幅度降低，较 2014 年相比降低了超过 2 000 个百分点，营运资本占比最大值大幅度增加，而最小值大幅度降低，短期金融性负债占比最小值为负值，主要原因是因为分母营运资金为负值。电力、热力、燃气及水生产和供应业行业本身经营活动不需要融通资金，而是资金的提供方。电力、热力、燃气及水生产和供应业行业普遍保持着较

高的现金持有量和较高的短期借款量。由于资源的稀缺性以及行业的垄断性等特点，电力、热力、燃气及水生产和供应业具有较好的银行信用评价，短期借款到期偿付的能力也较高。因此电力、热力、燃气及水生产和供应业短期金融性负债占比较高，营运资本占比最小值为负值，短期借款带来的短期偿还压力较大，财务风险较高。

2. 企业层面

从企业层面来看，2014～2015 电力、热力、燃气及水生产和供应业行业营运资金来源结构分段统计情况如表 20－19 所示。

2015 年与 2014 年相比，短期金融性负债在各个区间的占比变化不大，在大于 100 的区间的比例有小幅的上升，由 32 家上涨到了 37 家。2015 年较 2014 年相比，营运资本在各区间的占比差别不大，其中营运资本占比在小于等于 0 区间有小幅度上升，2015 年为 37 家企业，比上年增长了 5 家企业。

由图 20－16 所示，电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司的净资产主要集中在 0～20 000 百万之间，短期金融负债占比主要集中在 0～8 之间，有 6 家企业的短期金融负债占比在 10 以上，短期偿债压力较大，财务风险较高，有 24 家企业的短期金融负债占比为负数，表明企业没有短期金融负债，企业财务风险较小。

表 20－19　2014～2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业营运资金来源结构分段统计表

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	24	28.92	24	27.91	32	38.55	37	43.02
(0，25]	9	10.84	9	10.47	3	3.61	5	5.81
(25，50]	6	7.23	4	4.65	9	10.84	7	8.14
(50，75]	9	10.84	7	8.14	6	7.23	4	4.65
(75，100]	3	3.61	5	5.81	14	16.87	13	15.12
>100	32	38.55	37	43.02	19	22.89	20	23.26
总计	83	100	86	100	83	100	86	100

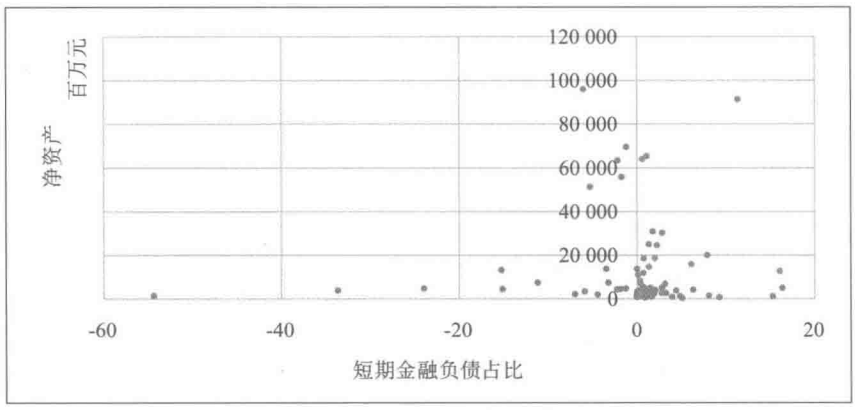


图 20－16　2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司短期金融性负债占比与净资产散点图

七、2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司营运资金管理绩效排行榜

本部分分别按“经营活动营运资金周转期（按要素）”和“经营活动营运资金周转期（按渠道）”进行排名，考察电力、热力、燃气及水生产和供应业上市公司营运资金管理绩效。在对上市公司营运资金管理绩效进行排名时，剔除了财务数据异常的公司，详见附录一。

八、2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司营运资金管理典型案例

（一）华能国际电力股份有限公司基本情况

中国华能集团作为我国五大国有发电集团之一，是经国务院批准通过大型现代化国有发电企业和的国家授权投资机构。华能国际电力股份有限公司及其附属公司在中国全国范围内开发、建设和经营管理大型发电厂，截至 2014 年 12 月 31 日拥有权益发电装机容量 63 757 兆瓦，可控发电装机容量 70 484 兆瓦，公司境内电厂广泛分布在中国 21 个省、市和自治区；公司在新加坡全资拥有一家营运电力公司，是中国最大的上市发电公司之一。在 2002 年进行市场化改革后，逐步成立起自主经营和自负盈亏的现代化经营体制。华能集团是世界 500 强企业之一，其中，2014 年排名第 221 位，2015 年排名 224 位。集团发电装机容量位居世界第二，亚洲最高。公司的煤炭、金融、科技研发和交通运输都能产业近年来也不断发展，经营初具规模。公司坚持以国家能源战略为主导，坚持“电为核心，煤为基础，金融支持，科技引领，产业协同”的战略定位，积极进行产业调整与升级。

本公司成立于 1994 年 6 月 30 日，同年 10 月在全球首次公开发行了 12.5 亿股境外上市外资股（“外资股”），并以 3 125 万股美国存托股份（“ADS”）形式在美国纽约证券交易所上市（代码：HNP）。1998 年 1 月，本公司外资股在香港联合交易所有限公司（“香港联交所”）以介绍方式挂牌上市（代码：902），此后于 1998 年 3 月本公司又成功地完成了 2.5 亿股外资股的全球配售和 4 亿股内资股的定向配售。2001 年 11 月，本公司在国内成功发行了 3.5 亿股 A 股（代码：600011），其中 2.5 亿股社会公众股在上海证券交易所上市。2010 年 12 月，本公司完成了 15 亿股 A 股和 5 亿股 H 股的非公开发行。2014 年 11 月，本公司完成了 3.65 亿股 H 股的非公开发行。目前，公司总股本约为 144.2 亿股。

公司的主要业务是利用现代化的技术和设备，利用国内外资金，在全国范围内开发、建设和运营大型发电厂。作为发电企业，公司成立以来，坚持技术创新、体制创新、管理创新，在电力技术进步、电厂建设和管理方式等方面创造了多项国内行业第一和里程碑工程。公司在中国首次引进了 60 万千瓦“超临界”发电机组；投运了国内首台单机容量 100 万千瓦及首台数字化百万千瓦超超临界燃煤机组，建成了世界上首台使用海水脱硫百万千瓦机组以及国内最高参数的 66 万千瓦高效超超临界燃煤机组；公司是国内第一个实现在纽约、香港、上海三地上市的发电公司；公司技术经济指标、全员劳动生产率在国内电力行业保持先进水平。公司不断优化电源结构和区域佈局，优化发展火电，优先在经济发达地区开发建设高效环保大机组、热电联产机组和煤电一体化基地，大力推进效益型风电项目开发，有条件发展燃气发电，参与水电和核电投资。

（二）2015 年华能国际经营业绩

2015 年，华能国际的总发电量为 3 205.29 亿千瓦时，其中，火电发电量为 3 169.10 亿千瓦时，同比增长 8.5%；风电发电量为 28.29 亿千瓦时，同比增长 45.7%；水电发电量为 7.85 亿千瓦时，同比增长 3.92%；光伏电发电量为 0.083 亿千瓦时。2015 年华能国际销售电量 2 984.86 亿千瓦时，同比增长 8.41%，公司营业收入 128 904 872 501 元，主营业务收入实现 127 849 408 133 元，同比增长 8.04%，营业成本完成 90 803 537 923 元，同比减少 12.61%，营业利润实现 23 005 719 972 元，同比增长 8%。

截至 2015 年年底，公司可控发电装机容量达到 82 331 兆瓦，全年发电量 3 205.29 亿千瓦时，居国内行业可比公司第一。公司火电机组中，超过 50% 是 60 万千瓦以上的大型机组，包括 12 台已投产的世界最先进的百万千瓦等级的超超临界机组，投产国内第一座二次再热机组电厂和高效超超临界机组电厂，天然气发电装机容量达到 7 937.3 兆瓦。公司陆上风电装机容量超过 2 100 兆瓦，海上风电开工建设，清洁能源比例不断提高。

（三）2015 年华能国际营运资金管理绩效分析

1. 基于渠道的营运资金管理绩效

2011 ~ 2015 年华能国际按要素经营活动营运资金周转期的变化趋势如表 20 - 20 及图 20 - 17 所示。

2011～2014 年采购渠道营运资金周转期一直为负值且总体有所上升，其中 2014 年采购渠道营运资金周转期最长，表明华能国际采购渠道营运资金的周转期有所延长，2014～2015 年采购渠道营运资金周转期大幅度减少，表明 2015 年采购渠道营运资金管理绩效有所改善。2011～2014 年生产渠道营运资金周转期有大幅度的减少，2014～2015 年生产渠道营运资金周转期有所延长。2011～2012 年营销渠道营运资金周转期大幅度缩短，2012～2014 年营销渠道周转期有所延长，2014～2015 年营销渠道营运资金周转期出现大幅度好转，总体变化较大。正是这种趋势造成了按渠道经营活动营运资金周转期呈现先增加后减少的趋势。

表 20－20　　2011～2015 年华能国际按渠道经营活动营运资金周转期变化趋势　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
采购渠道营运资金周转期	－0.76	－1.34	－7.71	－49.64	－13.14
生产渠道营运资金周转期	－31.34	－29.24	－24.40	－7.62	－36.72
营销渠道营运资金周转期	39.58	－19.08	－27.43	－49.66	－5.63
按渠道经营活动营运资金周转期	7.49	－49.65	－59.54	－106.91	－55.49

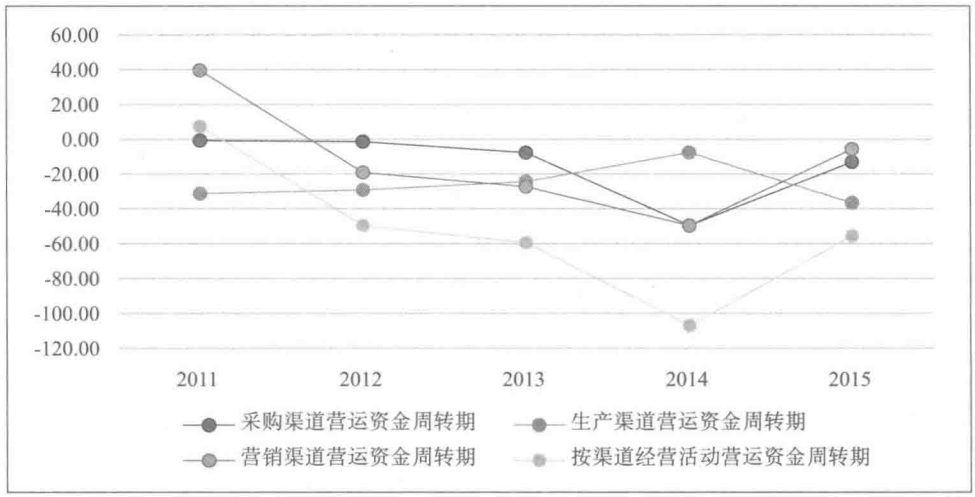


图 20－17　2011～2015 年华能国际按要素经营活动营运资金周转期变化趋势

2. 基于要素的营运资金管理绩效

2011～2015 年华能国际按要素经营活动营运资金周转期的变化趋势如表 20－21 和图 20－18 所示。2011～2015 年存货营运资金周转期和应收账款营运资金周转期变化相对平稳，没有大幅度的增减，而 2013～2014 年应付账款营运资金周转期出现大幅的增长，从 26.40 天增长到 70.11 天，表明占供应商资金的能力有所增强，此后一年又恢复到原水平。因此导致按要素经营活动营运资金周转期在 2013～2014 年有大幅度的缩减，并在此后一年恢复到原水平。

表 20－21　　2011～2015 年华能国际按要素经营活动营运资金周转期变化趋势　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
存货营运资金周转期	17.66	20.04	18.63	16.89	18.38
应收账款营运资金周转期	35.88	41.61	41.85	46.02	46.19
应付账款营运资金周转期	19.61	22.14	26.40	70.11	31.31
按要素经营活动营运资金周转期	33.93	39.52	34.07	－7.21	33.26

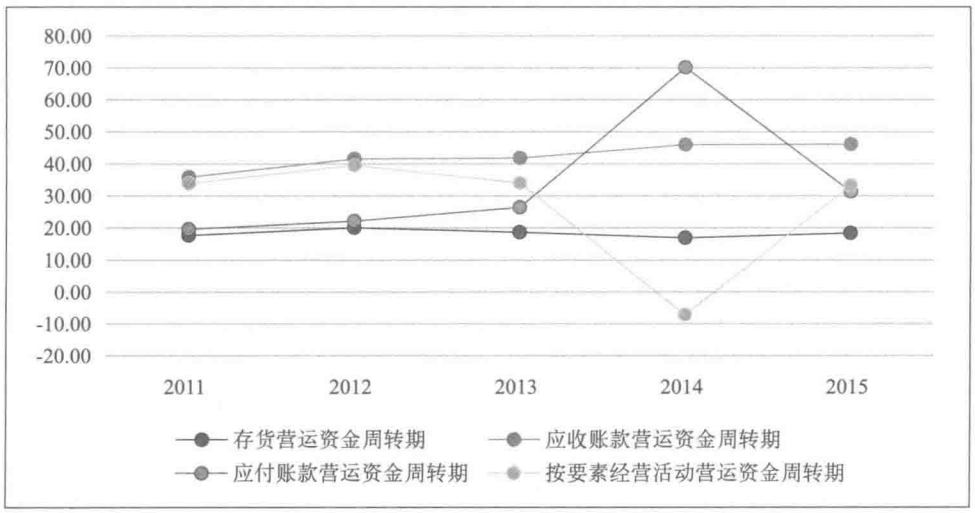


图 20－18　2011～2015 年华能国际按要素经营活动营运资金周转期变化趋势

3. 2015 华能国际营运资金管理在行业中所处地位及原因分析

（1）公司在环保和发电效率方面都处于行业的领先地位，平均煤耗、厂用电率、水耗等技术指标达到世界领先，截至 2015 年年底，共有 32 台燃煤机组装机共 15 170 兆瓦达到超低排放标准。

（2）公司在中国境内的运营电厂主要分布在 22 个省、市和自治区，主要位于沿海沿江地区、煤炭资源丰富地区或电力负荷中心区域。这些区域运输便利，有利于多渠道采购煤炭、稳定煤炭供给以及降低采购成本，缩短采购渠道营运资金周转期。

（3）作为三地上市的公众公司，公司受到境内外三个上市地证券监管部门的监管和广大投资者的监督。目前公司由股东大会、董事会、监事会和总经理班子组成的公司治理结构形成了决策权、监督权和经营权之间相互制衡、运转协调的运行机制。公司完善健全的治理结构，保障了公司的规范化运作。公司在境内外资本市场积累了良好的市场信誉优势，融资渠道广泛、融资能力强，信用程度高，可以大幅度延长应付账款营运资金周转期。

（4）由于国内煤炭行业“去产能”将对煤价产生一定的影响，但煤炭产能结构性过剩依旧存在，供大于求的供应格局保持不变。铁路及航运市场运力进一步宽松。受人民币汇率及国内煤炭市场变化等多方面因素影响，进口煤量可能会有所减少，但仍将对国内市场的煤炭价格有一定的影响。政府将着手实行“供给侧”结构改革，加大清理过剩产能和“僵尸企业”的力度，煤炭供给侧的波动给燃料成本的控制带来一定程度的风险。

（5）公司面临的电力市场风险主要有：一是需求下降，随着经济增速放缓，全社会用电量增速从前几年的两位数增长下降到 2015 年的 0.5%；二是装机过剩，由于近年来发电装机大规模增加，全国火电平均利用小时数近年来持续下滑；三是公司装机结构以火电为主，且分布于东南沿海地区，受近年来西南水电、沿海核电、以及多条跨区输电线路投运影响，公司发电量增长面临着阶段性挑战；四是随着电力体制改革的推进，市场交易电量比例不断扩大，原有市场竞争格局进一步打破，竞争更加激烈。

九、2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业上市公司营运资金管理调查结论与建议

（一）调查结论

1. 经营活动营运资金占用减少，行业经营绩效改善

2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业在行业规模略增的情况下，经营活动营运资金占用减少且为负值，行业态势较好。

2. 金融经营活动营运资金占比减少，行业金融经营绩效改善

2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业的金融活动营运资金占比有所下降，行业金融经

营活动营运资金管理绩效水平提高。

3. 投资活动营运资金占比减少，行业营运资金财务风险降低

2015 年电力、热力、燃气及水生产和供应业行业投资活动营运资金占比有大幅度下降，行业财务风险降低。

4. 从渠道角度看，采购渠道和营销渠道营运资金管理绩效有所改善，生产渠道营运资金管理绩效有所下降；从要素角度看，存货营运资金周转期有所延长，应付账款营运资金周转期和应收账款营运资金周转期基本稳定。

（二）对策建议

1. 提高采购和生产渠道营运资金管理水平

由于电力、热力、燃气及水生产和供应业行业的原材料购买，生产设备和产成品管理的投资较大，因而采购渠道和生产渠道的资金占用比例相对较高。电力、热力、燃气及水生产和供应业应当加强渠道关系管理，提高生产效率，以此提高采购渠道和生产渠道的营运资金管理水平。

2. 降低短期偿债压力，加强银企关系管理

由于该行业普遍存在货币资金及短期借款比例较高的特点，并且短期借款来源于银行等金融机构，因此银行是电力、热力、燃气及水生产和供应业的重要利益相关者关系，是利益相关者关系管理的重点。加强银企关系，提高资金使用率，降低资金使用成本，进而提高营运资金整体管理水平。

主要参考文献

1. 王竹泉、孙莹、张先敏："中国上市公司营运资金管理调查：2014"，《会计研究》，2015 年第 12 期。

2. 王竹泉、马广林："分销渠道控制：跨区分销企业营运资金管理的重心"，《会计研究》，2005 年第 6 版。

3. "华能国际年度报告"，2011 年。

4. "华能国际年度报告"，2012 年。

5. "华能国际年度报告"，2013 年。

6. "华能国际年度报告"，2014 年。

7. "华能国际年度报告"，2015 年。

第二十一章　2015 年建筑行业上市公司营运资金管理调查

【摘要】建筑业是国民经济重要的基础性产业。该行业具有资金需求量大、劳动密集，经营比较粗放等特点。本章以 2015 年沪深两市建筑业上市公司为样本，结合建筑业的行业特征，按要素和渠道两个视角，从营运资金占用、融资结构、营运资金管理绩效、资金回报率等四大方面，对该样本 2015 年营运资金管理状况及 2011～2015 年的 5 年趋势进行调查和分析，并用经营活动营运资金周转期（按渠道）和经营活动营运资金周转期（按要素）指标对建筑 2015 年上市公司营运资金管理绩效进行了排行。

调查表明，从营运资金的占用来看，2015 年建筑业总体占用的营运资金较 2014 年增加；从营运资金配置结构来看，2015 年建筑业总体占用的经营活动营运资金减少，而投资活动营运资金的总体占用有所增加，少数上市公司涉及金融经营活动，主要作为一种筹资手段。2015 年建筑业根据宏观经济形势对融资结构作出了适当调整，借入资金占比降低，财务风险下降；从营运资金管理绩效来看，经营活动营运资金周转期（按渠道）、经营活动营运资金周转期（按要素）均有所延长，2014 年建筑业整体营运资金管理绩效略有恶化；从资金回报率来看，2015 年建筑业的总资金回报率、经营活动资金回报率均有所下降。

根据以上调查结果，本报告发布了 2015 年建筑业上市公司营运资金管理绩效排行榜，并精选上市公司进行案例分析，最后提出以下建议以期为建筑业上市公司优化营运资金管理提供参考：勇于尝试新的业务运作模式，加快传统业务转型；坚持融资创新，多渠道融资模式结合；优化供应链合作关系，实现互利共赢；融入互联网时代，恰当利用“互联网＋”等。

一、建筑行业营运资金管理特点

建筑业仍然是一个劳动密集、粗放式经营的行业，市场规模庞大，企业数量众多，行业进入壁垒低而退出壁垒高，且整体上已处于完全竞争状态，竞争激烈。目前，国内建筑业以国有大型建筑企业为主体和主导。建筑行业营运资金管理呈现出以下具体特点：

1. 行业整体营运资金占用额大，投资性营运资金占比高

建筑行业与所有行业营运资金占用平均水平相比，营运资金占用量大。另外，除 2013 年经营性营运资金超过投资性营运资金外，其他年份投资性营运资金占比均在 70% 左右，占营运资金配置的主要地位。

2. 资金管理分散，资源、信息共享程度差

大多数建筑业企业的资金管理模式传统，采用与业务管理并行的分散化管理，银行账户设立过多，资金分散且占用不合理，难以有效集中使用，周转缓慢，项目部之间资源共享和信息共享的程度差。在这种管理模式下，一方面无法解决单个项目部的阶段性资金短缺问题；另一方面企业集团整体资金结构不合理，资金余缺不平衡，资金成本高。

3. 资金链压力层层传递，应收困难，应付占比高

建筑行业在整个产业链中处于中间环节，因此一方面面临如房地产等下游行业的资金压力，垫资经营和特殊的价款结算制度，导致建筑业企业应收账款居高不下，账龄较长、回收困难且风险较大。特别是在宏观经济形势下行时，建设方为了缓解自身资金压力，会延缓验收核对已完工的工程，或者拖欠施工单位工程款，变相占用建筑企业资金；另一方面这种资金压力又会传递至上游行业，利用在采购中的买方优势，应付账款资金相比其他要素占用量大，平均余额达 291.53 亿元。

4. 采购渠道负营运资金运行，存货管理难度大

建筑业企业采购渠道营运资金管理的两大内容分别是原材料存货管理和应付账款管理。首先，建筑业的材料成本占比高，存货管理难度较大。加之目前建筑业物流管理水平落后，导致企业在规模迅速扩大的同时，材料成本不断上升，材料费居高不下，资金周转越来越慢。另外，大量的应付账款是建筑业采购渠道营运资金管理绩效改善的主要原因，从近 5 年来看，采购渠道一直处于负营运资金运行的状态，并且周转绩效持续改善。

5. 经营活动营运资金主要配置在生产渠道

近 5 年来，我国建筑业上市公司采购渠道、生产渠道、营销渠道营运资金平均占用额分别为 -99.09 亿元、82.09 亿元、50.14 亿元，由此体现出建筑行业的业务项目生命周期长，远远超过其他大多数行业的生命周期，导致生产渠道营运资金生产性存货资金占用量大，加之保证金名目繁多，使得该渠道营运资金配置量远远超过其他行业。

6. 营运资金来源结构稳定，营运资本占比稍高，资金风险较小

在营运资金来源方面，2011 ~ 2015 年，该行业营运资金来源结构趋于稳定，其中营运资本占比的行业平均值约为 54.35%，稍高于短期金融性负债，说明建筑行业主要依靠自身持续经营能力满足营运资金需求，整体注重风险的把控，属于风险回避行业。

7. 营运资金管理水平接近行业平均水平，整体管理效果不明显

各渠道、要素营运资金周转期呈增加趋势，具体体现在：由于建筑行业在采购环节在上游供应商处获得大量的商业信用，应付账款周转期较长，由 2011 年的 103 天增加至 2015 年的 136 天，直接导致采购渠道营运资金周转期从 2011 年 -56 天改善为 2015 年的 -109 天，管理绩效在表面上得到大幅改善；存货周转缓慢，2015 年为 143 天，是 2011 年的 1.5 倍；应收账款周转期逐渐增加；对于应收账款周转期，2015 年行业平均应收账款周转期为 82 天，比 2011 年增加了 30 天。另外，生产渠道和营销渠道营运资金周转期受国家政策影响明显，波动较大。

二、2015 年建筑行业营运资金管理主题词与大事件

（一）2015 年建筑行业营运资金管理主题词

1. “危机”年

2015 年全国总体上反映经济下行的压力增大，房地产的新开工面积增速下滑，直接影响到建筑业工程减少，2015 年建筑业形势不容乐观。部分企业在破产倒闭之路上已经先行一步，昔日风光无限的温州中城建设、宁波华丰建设这样百亿级的特级资质企业走到了破产地步；中小企业则更严重，北京市住建委 2015 年年底一次性注销了 161 家二级、三级建筑业企业相关资质。建筑业企业亟待进行战略调整，做好战略定位，提高核心竞争力。建筑业的资金驱动效应非常明显，良好的资金流控制能力是建筑公司核心竞争力的集中体现，因此加强建筑公司的营运资金管理，突破传统的管理模式，提高营运资金管理绩效，是安然度过“危机”年的良策。

2. 互联网 + 建筑业

2015 年 7 月 4 日，国务院正式发布《关于积极推进“互联网 +”行动的指导意见》，作为传统行业的代表，建筑行业已经开启“互联网 +”新征程，“互联网 +”将成为中国建筑业未来经济增长的新引擎。互联网 + 建设业，将在采购、施工、大数据、金融、运维等各方面都会产生化学效应，全面提升传统产业的效率、管理，甚至解决腐败，让行业脱胎换骨。筑牛网等建筑行业电商平台，线上借助核心互联网理念与技术，线下依托传统建筑业大集团的深厚资源，专注于帮助建筑业内的采供双方创造高效的交易环境，建立可持续发展的新型交易模式，互联网 + 建筑业完成首次尝试与实践。互联网对建筑业的改变涉及方方面面，互联网技术带来的资金管理理念和方式的创新和发展同样会使该行业的营运资金管理发生了彻底性变革，最终加速采购、营销渠道以及存货、应收账款的营运资金周转。

（二）2015 年建筑行业营运资金管理大事件

1. 资质换证，提高行业整体水平

住房和城乡建设部下发的《建筑业企业资质标准》（建市［2014］159 号）自 2015 年 1 月 1 日起

施行，资质换证成为 2015 年摆在所有建筑业企业面前的头等大事。该文件对建筑业企业的资质标准进行了调整，并有适当提高，这将导致很多中小企业岌岌可危，达不到资质标准，更难在建筑业市场生存。从营运资金管理的角度看，资质换证可以淘汰管理不规范的中小企业，提高行业整体的营运资金管理水平。虽然住房和城乡建设部根据行业情况和市场反馈的意见，于 10 月份将资质换证实行了简单换证的方式，但是 2015 年或许仅是住建部给予的一个缓冲期，后期拥有资质证书而没有达到相应标准要求的建筑企业还将面临较大考验。

2. 筑牛引领建筑业“互联网 +”时代，实现共享共赢

以筑牛为首的线上平台积极响应《国务院关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》号召，降低入驻门槛，为建筑企业提供全面的技术支持与金融服务，建筑业企业迎来新一轮的发展机遇。随着筑牛的出现，从上游到下游建筑企业基本上已经开始用互联网的模式开展营销及管理，其采用采购商发布需求信息，材料供应商参与竞价的方式运作，供销实现网上对接，不仅使材料供应价格更透明，通过竞价也大大降低了材料需求企业的购入成本，实现了产业链条上的客户和供应商互联互通，实现资源共享、合作共赢。电商模式的出现正在改变着建筑行业营运资金管理的观念和方式，这不仅会降低企业营运成本，带来业务的快速增长，而且使得管理体制更加高效，产业链更加顺畅。

3. 国家重大战略扶持，迎来业务增长新契机

在经济新常态下，国家将扎实推动“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带等国家重大战略的落实。对于铁路、公路、轨道交通、水利、电力、棚户区改造等方面的投资将会有较大力度，预计建筑业未来几年总体投资规模将会保持相当增幅，对经济的拉动效应仍然非常明显。其中，2015 年“一带一路”构想完成规划并启动实施，中国与“一带一路”沿线国家发展战略全面对接，年底已同 20 多国签署“一带一路”合作协议。规划中明确提出，基础设施互联互通是“一带一路”建设的优先领域，国内建筑业承包商海外竞争力再度提升。建筑业的经营重心将从房地产转入基础设施建设，迎来新一轮的大额营运资金投入。

4. PPP 项目建设加速，推动流量化解存量

2015 年中国经济的主要动力向国内基础设施建设转变，住建部发布了由财政部等六部门联合署名的通知文件，明确要运用政府和社会资本合作模式（即 PPP 模式），推进公共租赁住房投资建设和运营管理。2015 年 3 月 17 日，国家发改委和国开行发布的《关于推进开发性金融支持政府和社会资本合作有关工作的通知》要求，各地要加强协调，积极引入外资企业、民营企业、中央企业、地方国企等各类市场主体，灵活运用基金投资、银行贷款、发行债券等各类金融工具，推进建立期限匹配、成本适当以及多元可持续的 PPP 项目资金保障机制。PPP 项目建设的加速，将推动国有资本和社会资本的融合，让沉淀的资金运转起来，解决建筑业的融资问题，实现流量化解存量的效应。

5. 招投标改革，促进市场化竞争

2015 年 7 月 8 日，国家发改委、工信部、住建部等六部委联合下发《关于扎实开展国家电子招标投标试点工作的通知》（发改法规［2015］1544 号）。政府综合试点侧重探索建立电子招标投标信息公开共享服务体系和创新招标投标监管体制机制，为电子招标投标交易平台市场化竞争、实现互联互通信息公开共享、规范市场秩序创造良好环境。这项改革的直接效益是降低交易成本、提高招投标效率，同时将有助于实现市场化竞争，促进招标投标市场健康可持续发展，改变过去建筑企业竞相压价、承诺垫资的招投标方式，减轻建筑企业应收账款的回收压力。

6. 四库一平台建设，实现信息化监管

根据住房城乡建设部 2014 年 7 月制定的《全国建筑市场监管与诚信信息系统基础数据库数据标准（试行）》和《全国建筑市场监管与诚信信息系统基础数据库管理办法（试行）》要求，在 2015 年年底前完成各省市自治区的工程建设企业、注册人员、工程项目、诚信信息等基础数据库建设，建立建筑市场和工程质量安全监管一体化工作平台（简称“四库一平台”），动态记录工程项目各方主体市场和现场行为，有效实现建筑市场和施工现场监管的联动，全面实现全国建筑市场“数据一个库、监管一

张网、管理一条线”的信息化监管目标。这将对建筑行业的恶性竞争起到明显改善作用，规范建筑市场。

7. 建筑产业现代化步伐加快，组织模式将实现工业化和现代化

2015 年以来，国内住宅工业化推进速度不断提升，产业基地和试点企业也在项目建设、建材生产等方面不断取得新成效，并产生了行业标准化的一些成熟经验，通过不断总结和完善，大规模的建筑产业创新变革就将来临。《建筑产业现代化发展纲要》中明确提出，到 2020 年，装配式建筑占新建建筑的比例达到 20% 以上，到 2025 年，装配式建筑占新建建筑的比例达到 50% 以上。建筑工业化可以大大提高效率、降低成本。建筑工业化不仅仅是机械化的生产模式，更重要的是其产业组织模式的工业化与现代化。建筑工业化的践行主体是施工总承包企业，突破施工的局限性，工艺设计与构配件研发过程的发展，实现系统集成；突破企业的限制，基于多级分包与社会化的协作，实现组织集成；突破企业内部封闭的信息传递，实现信息共享的信息集成，将成为建筑工业化的基本模式与路径之一。

8. 政策持续加码，地下管廊建设信号明确

继 2014 年 6 月国务院下发《国务院办公厅关于加强城市地下管线建设管理的指导意见》，2015 年 4 月，包头、沈阳、哈尔滨、苏州、厦门等十个城市名单确定，2015 年 8 月 10 日，国务院办公厅正式印发《关于推进城市地下综合管廊建设的指导意见》，进一步强调加强市政地下管廊建设，据机构测算，地下管廊分为廊体和管线两部分，每公里廊体投资大约 8 000 万元，管线大约 4 000 万元，总造价每公里 1.2 亿元。按目前城镇化速度，未来 3 ~ 5 年预计每年可产生超万亿元的投资。这对于目前整体市场不景气的建筑业，地下管廊市场可以作为一个很好突破点进行尝试。

三、2015 年建筑行业上市公司营运资金存量及其分布状况

（一）建筑行业上市公司营运资金存量及其分布状况总体分析

1. 行业层面

行业层面的分析，主要是从建筑业上市公司营运资金占用情况、配置情况及其变化情况几个方面进行分析。其中，营运资金配置情况主要考察营运资金在经营活动营运资金、金融经营活动营运资金和投资活动营运资金的分配情况。2014 ~ 2015 年建筑行业营运资金存量及其分布状况如表 21 - 1、图 21 - 1 和图 21 - 2 所示。具体来说，可以得到以下几点结论：

首先，考察营运资金期末占用情况。从上市公司数量上看，2015 年建筑业新增上市公司 8 家，样本量由 61 家上升至 69 家。相应地，营运资金行业总体占用有较大幅度增加，由 2014 年的 10 651.90 亿元上升至 2015 年的 12 494.83 亿元，增加约 17%；营运资金平均占用量由 2014 年的 174.62 亿元小幅上升至 2015 年的 181.08 亿元，增加约 4%。此外，该行业不同企业之间的营运资金占用水平差异较大，2015 年年末营运资金占用的最大值为 3 068.67 亿元，而最小值只有 0.46 亿元，且相较于 2014 年，这种差异更加明显。

其次，考察营运资金配置情况。从不同营业活动资金占用来看，三种活动营运资金的总体占用和平均占用的相对情况与去年基本保持一致。具体而言，投资活动营运资金占用最多，经营活动次之，金融经营活动占比为负。与 2014 年相比，投资活动的营运资金平均占用由 2014 年的 69.27% 上升至 2015 年的 74.62%，上升幅度超过 5 个百分点；而经营活动的营运资金平均占用从 2014 年的 60.57% 下降至 2015 年的 48.17%，下降幅度超过 12 个百分点，下降幅度较大。

目前，建筑业涉及金融经营活动的上市公司还很少。2014 年只有 5 家，分别是北新路桥（002307）、中国铁建（601186）、中国中铁（601390）、中国中治（601618）和中国电建（601669）。2015 年在此基础上新增一家，为金螳螂（002081）。经详细考察后发现，这些上市公司主要通过金融经营活动实现筹资目的，因此金融经营活动营运资金占用一般为负值。该活动涉及的主要负债项目包括吸收存款、拆入资金、衍生金融负债和卖出回购金融资产款；涉及的资产项目有衍生金融资产和发放垫款及贷款。

表 21 - 1　　2014 ~ 2015 年建筑行业营运资金存量及其分布状况

项目	营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用（亿元）		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用（亿元）		投资活动营运资金期末占比（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	10 651.90	12 494.83	3 694.82	3 323.46	34.69	26.60	-42.82	-138.68	-0.40	-1.11	6 999.90	9 310.05	65.72	74.51
行业平均	174.62	181.08	60.57	48.17	30.77	25.59	-0.70	-2.01	-0.04	-0.21	114.75	134.93	69.27	74.62
最大值	2 605.53	3 068.67	877.99	700.18	—	—	0.19	476.97	—	—	1 727.54	2 517.23	—	—
中位数	28.29	30.98	13.90	14.10	56.60	57.24	0.00	0.00	0.00	0.00	11.15	13.22	43.40	42.76
最小值	1.45	0.46	-99.98	-188.14	—	—	-34.35	-111.17	—	—	0.83	0.61	—	—
样本量	61	69	61	69	61	69	61	69	61	69	61	69	61	69

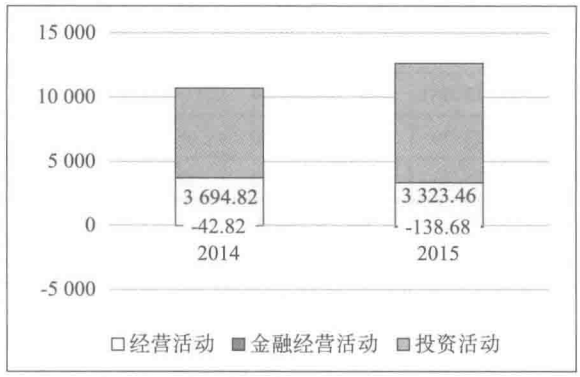


图 21 - 1　2014 ~ 2015 年建筑行业总体营运资金存量及其分布状况

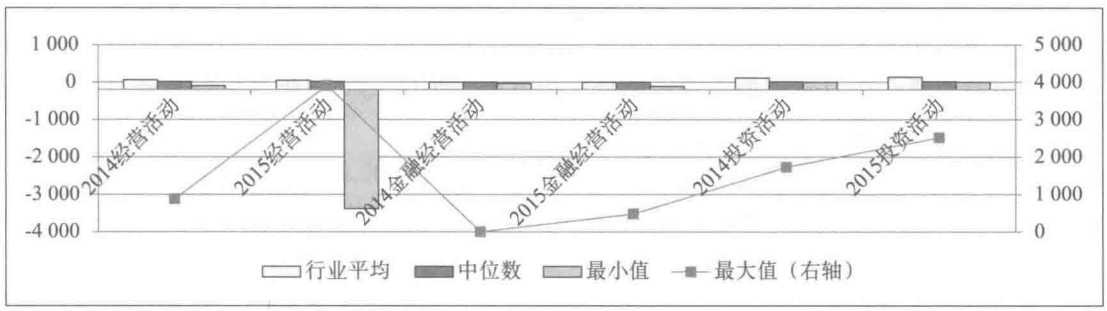


图 21 - 2　2014 ~ 2015 年建筑行业营运资金分布统计数据

2. 企业层面

企业层面的分析主要是按照不同营业活动营运资金占比对近 2 年的所有上市公司进行了分段统计。2014 ~ 2015 年建筑行业上市公司营运资金分布状况分段统计如表 21 - 2 所示。具体来说，可以得到以下几点结论：

首先，考察实体经营活动营运资金分布状况。与 2014 年相同，2015 年实体经营活动营运资金占比在区间（50%，75%］的企业数量最多，约占 36.23%，超过 1/3；目前尚没有实体经营活动营运资金占比超过 100% 的企业；其他上市公司在除了（50%，75%］之外的各区间分布比较均匀，占比均在 15% 左右。值得注意的是，2015 年有 10 家上市公司的实体经营活动营运资金占比小于 0，说明这些企业的实体经营活动处于负营运资金营运状态，经营活动流动资产全部依靠经营活动流动负债融资，这种资金来源容易取得，并且通常不会对企业的经营活动产生限制。

其次，考察金融经营活动营运资金分布状况。绝大多数的上市公司金融经营活动营运资金为 0，

即目前尚不涉及该类活动。2014 年该行业仅有 5 家上市公司开展了金融经营活动，且仅有中国中治（601618）一家上市公司由于持有衍生金融资产使得该活动营运资金占比出现正值。2015 年所有开展金融经营活动的 6 家企业，其金融经营营运资金占用都为负值，主要用于实现短期融资。

最后，从投资活动营运资金分布状况来看，投资活动与实体经营活动的营运资金分布状况基本呈反向关系。具体来说，2015 年投资活动营运资金占比在区间（25%，50%］的企业数量最多，约占 36.23%；其他各区间的上市公司数量分布比较均匀，占比在 15% 左右；另外，有 10 家企业的投资活动营运资金占比超过 100%，通过前述分析可以合理推断，投资活动营运资金来源除了投资活动流动负债之外，还包括实体经营活动和金融经营活动产生的现金流。

表 21－2　　2014～2015 年建筑行业上市公司营运资金分布状况分段统计表

区间（%）	按实体经营活动营运资金占比区间统计				按金融经营活动营运资金占比区间统计				按投资活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	9	14.75	10	14.49	60	98.36	69	100.00	0	0.00	0	0.00
(0，25]	8	13.11	9	13.04	1	1.64	0	0.00	12	19.67	13	18.84
(25，50]	8	13.11	12	17.39	0	0.00	0	0.00	23	37.70	25	36.23
(50，75]	24	39.34	25	36.23	0	0.00	0	0.00	9	14.75	11	15.94
(75，100]	12	19.67	13	18.84	0	0.00	0	0.00	8	13.11	10	14.49
>100	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00	9	14.75	10	14.49
总 计	61	100	69	100	61	100	69	100	61	100	69	100

（二）建筑行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布状况

1. 行业层面

行业层面的分析，主要是从建筑业上市公司经营活动营运资金占用情况、基于渠道视角的配置情况及其变化情况等几个方面进行详细分析。其中，经营活动营运资金按渠道的配置包括采购渠道营运资金、生产渠道营运资金以及营销渠道营运资金三个方面。2014～2015 年建筑行业经营活动营运资金存量及其按渠道的分布状况如表 21－3 和图 21－3 所示。

受宏观经济下行的影响，2015 年建筑行业经营活动营运资金的总体占用额和平均占用额都有所下降，行业平均值下降约 20%。结合建筑行业营运资金管理特点，以下分别具体考察建筑行业采购渠道、生产渠道、营销渠道的营运资金分布情况。

首先，采购渠道负营运资金运行是建筑行业营运资金管理的重要特点，一方面，这与行业性质有关；另一方面，对信用融资的利用充分发挥了企业的营运资金管理优势。建筑业企业在工程建设过程中需要消耗大量的原材料，故其通常在原材料市场上具有明显的买方优势，可以在材料采购的过程中使用信用融资，因而该行业企业一般都有大量的应付账款，采购渠道营运资金占用为负。仅就 2015 年而言，该年的采购渠道营运资金平均占用相较于 2014 年有小幅下降，下降幅度达 5%。究其原因，一方面，2015 年，我国进入经济新常态，下游的房地产行业面临着较大的“去库存”压力，这在一定程度上给建筑行业带来了负面影响；另一方面，国家战略投资如火如荼，这给建筑行业带来了新的增长契机。因此，从总体来看，2015 年建筑行业总投资稳中有升，应付账款进一步增加，因而采购渠道的资金占用量有小幅下降。

其次，生产渠道是营运资金的主要配置渠道，这是由建筑行业的行业特征所决定的。建筑项目的生产周期长、工程量大，随着企业采购的各种存货在生产期间不断积累，大量的在建工程形成了在产品、半成品等生产性存货。因此，建筑行业企业的生产渠道营运资金占用量最大，仅就 2015 年而言，建筑行业生产渠道营运资金平均占用额较 2014 年上升 44%。

最后，建筑行业 2015 年营销渠道营运资金总体占用在样本量增加的前提下反而下降约 50%，由此

说明，受下游房地产行业“去库存”的影响，建筑业企业与以往相比加快了工程款的结算，最终导致营销渠道营运资金占用的平均值和最大值下降幅度都超过 50%。

表 21－3　　2014～2015 年建筑行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计表　　单位：亿元

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	－9 871.55	－11 767.33	7 289.62	11 941.62	6 276.75	3 149.16	3 694.82	3 323.46
	行业平均	－161.83	－170.54	119.50	173.07	102.90	45.64	60.57	48.17
	最大值	－0.50	－0.79	1 876.10	3 225.34	1 874.45	832.67	877.99	700.18
	中位数	－18.55	－18.24	4.86	17.81	16.63	13.05	13.90	14.10
	最小值	－2 346.05	－2 922.42	－6.33	－6.14	－201.97	－217.66	－99.98	－188.14
占比（%）	行业总体	－267.17	－354.07	197.29	359.31	169.88	94.76	—	—
	行业平均	－5 431.10	－319.32	2 554.35	354.03	2 976.75	65.29	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	－97.33	－84.71	41.56	86.81	138.76	92.77	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本量		61	69	61	69	61	69	61	69

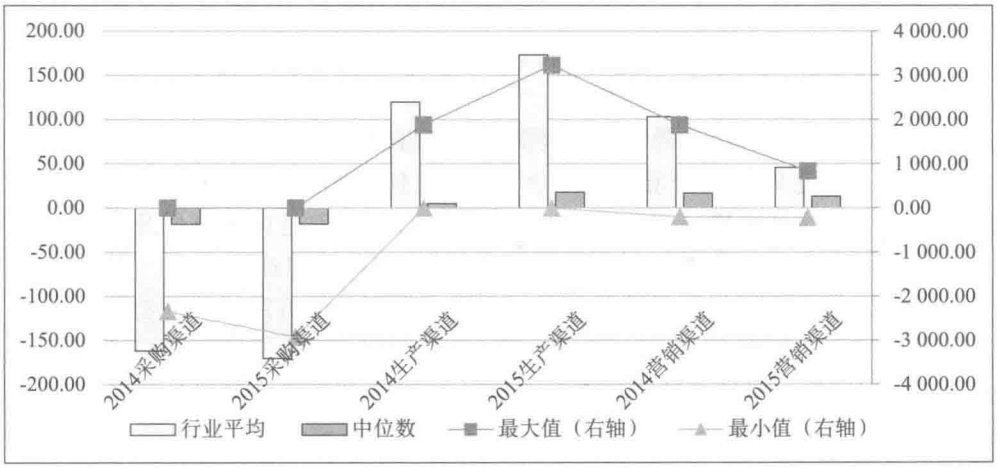


图 21－3　2014～2015 年建筑行业经营活动各渠道营运资金分布统计数据

2. 企业层面

企业层面的分析，主要从渠道的角度对建筑行业所有上市公司的营运资金占用进行了分段统计，并与 2014 年进行了横向比较。2014～2015 年建筑行业上市公司经营活动营运资金按渠道分布情况的分段统计情况如表 21－4 所示。以下分别从采购渠道、生产渠道和营销渠道三个方面进行了具体分析。

首先，考察采购渠道营运资金的占比情况。与 2014 年类似，2015 年建筑行业约 85% 的企业，其采购渠道营运资金占比为负值；剩余约 15% 的 10 家企业，其采购渠道营运资金占比为正值。由于这 10 家企业的经营活动实现了负营运资金运营，其经营活动营运资金的期末余额为负值，在采购渠道营运资金占用也为负值的情况下，采购渠道营运资金占比为正值。

其次，考察生产渠道营运资金的占比情况。2015 年生产渠道营运资金占比小于 0 的企业有 11 家。其中，8 家上市公司生产渠道营运资金占比为负的原因是其经营活动营运资金为负，而其余 3 家企业是由于生产渠道负营运资金运行导致该渠道营运资金占比为负。这 3 家企业分别为洪涛股份（002325）、柯利达（603828）、金螳螂（002081）。另外高新发展（000628）和东易日盛（002713）这两家企业生产渠道营运资金占比虽然大于 0，但是其生产渠道也同样实现了负营运资金运行。

最后，考察营销渠道营运资金的占比情况。仅就2015年而言，营销渠道营运资金占比分布在大于100%区间的上市公司有31家，约占45%，较2014年约下降17%，下降幅度比较大。

表21-4　2014~2015年建筑行业上市公司经营活动营运资金按渠道分布情况分段统计表

区间（%）	按采购渠道营运资金占比区间统计				按生产渠道营运资金占比区间统计				按营销渠道营运资金占比区间统计			
	2014年		2015年		2014年		2015年		2014年		2015年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	52	85.25	59	85.51	10	16.39	11	15.94	11	18.03	9	13.04
(0，25]	0	0.00	0	0.00	15	24.59	10	14.49	2	3.28	5	7.25
(25，50]	1	1.64	1	1.45	8	13.11	8	11.59	4	6.56	4	5.80
(50，75]	0	0.00	0	0.00	3	4.92	3	4.35	1	1.64	11	15.94
(75，100]	1	1.64	0	0.00	2	3.28	6	8.70	5	8.20	9	13.04
>100	7	11.48	9	13.04	23	37.70	31	44.93	38	62.30	31	44.93
总计	61	100	69	100	61	100	69	100	61	100	69	100

（三）建筑行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布状况

1. 行业层面

行业层面的分析，主要从营运资金要素的角度对上市公司经营活动营运资金占用情况进行分析。其中，分要素的营运资金配置主要包括存货占用、应收及预付款项占用和应付及预收款项占用三个方面。2014~2015年建筑行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布的情况如表21-5和图21-4所示。具体来讲，可以得出以下几点结论：

首先，从行业总体情况来看，经营活动营运资金存量出现可观的减少。具体而言，由于2015年上市公司的样本量增加，因此与2014年相比，存货、应收及预付款项和应付及预收款项的营运资金占用均出现不同幅度的增长，增长幅度分别约为10%、8%和12%。但是由于应付及预收款项占用的增长幅度更大，所以导致经营活动营运资金总量有较大幅度下降，降幅超过10%。

其次，从行业平均情况来看，各要素营运资金占用呈现与总体占用相反的趋势，存货、应收及预付款项和应付及预收款项占用与2014年相比均出现不同幅度的下降，存货占用下降约2.5%，应收及预付款项占用下降约4.5%，应付及预收款项占用基本与2014年持平，最终导致经营活动营运资金平均占用下降超过20%。存货和应收及预付款项资金占用的下降能够说明，建筑行业整体在2015年加强了营运资金管理，实现了从源头对营运资金占用的削减。

最后，建筑行业存货占用的中位数为19.89亿元，而平均数却高达215.57亿元，另外两种要素的情况与此类似，由此说明行业中规模比较大的上市公司，其各要素营运资金占用的绝对规模比较大。但是最终来看，经营活动营运资金占用的中位数为14.10亿元，平均数为49.17亿元，两者的差距综合之后大大缩小。

表21-5　2014~2015年建筑行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布总体统计表

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年
金额（亿元）	行业总体	13 499.50	14 874.43	11 934.89	12 894.36	21 739.57	24 445.33	3 694.82	3 323.46
	行业平均	221.30	215.57	195.65	186.87	356.39	354.28	60.57	48.17
	最大值	3 526.50	3 934.32	2 235.23	2 119.84	4 714.40	5 414.99	877.99	700.18
	中位数	21.91	19.89	26.19	27.43	38.65	38.27	13.90	14.10
	最小值	0.06	0.13	1.98	2.14	1.56	1.57	-99.98	-188.14

续表

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
占比（%）	行业总体	365.36	447.56	323.02	387.98	588.38	735.54	—	—
	行业平均	5 916.80	491.29	6 573.56	515.68	12 390.36	906.97	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	124.31	107.29	163.41	163.33	186.93	139.97	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本数量		61	69	61	69	61	69	61	69

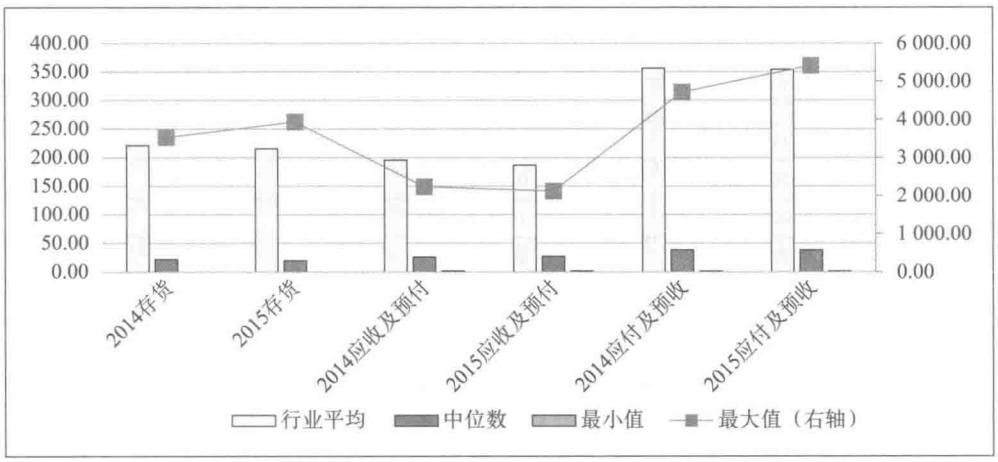


图 21－4　2014～2015 年建筑行业经营活动各要素营运资金分布统计数据

2. 企业层面

企业层面的分析，主要是从存货占用、应收及预付款项占用和应付及预收款项占用三个方面对建筑行业所有企业的营运资金占比进行分段统计分析。这三种要素的营运资金是企业经营活动营运资金最重要的组成部分，是企业营运资金管理的重要内容。2014～2015 年建筑行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布情况如表 21－6 所示。通过对比分析，可以得出以下两点结论：

首先，考察落在小于 0 这一区间的企业。2015 年存货、应收及预付款项和应付及预收款项占比指标均有 10 家企业小于 0。经查证，各要素的这 10 家企业完全相同。这 10 家上市公司的经营活动营运资金存量为负，实现了经营活动负营运资金运营，并由此导致各要素占比为负值。

另外，考察落在大于 100% 这一区间的企业。各要素占比大于 100% 的上市公司数量最多。具体来说，存货占比超过 100% 的企业约占 52.17%，应收及预付款项占比超过 100% 的约占 62.23%，应付及预收款项占比超过 100% 的约占 63.77%，并且相比于 2014 年，这三个比例均有所下降。

表 21－6　　2014～2015 年建筑行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布分段统计表

区间（%）	按存货占比区间统计				按应收及预付款项占比区间统计				按应付及预收款项占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	9	14.75	10	14.49	9	14.75	10	14.49	9	14.75	10	14.49
(0，25]	9	14.75	12	17.39	0	0.00	2	2.90	0	0.00	0	0.00
(25，50]	2	3.28	1	1.45	3	4.92	3	4.35	0	0.00	2	2.90
(50，75]	5	8.20	5	7.25	4	6.56	5	7.25	3	4.92	2	2.90
(75，100]	2	3.28	5	7.25	6	9.84	6	8.70	4	6.56	11	15.94
>100	34	55.74	36	52.17	39	63.93	43	62.32	45	73.77	44	63.77
总计	61	100	69	100	61	100	69	100	61	100	69	100

四、2015 年建筑行业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析

（一）建筑行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额分析

经营活动营运资金占用水平指标很好地反映了每一单位营业收入所需的经营活动营运资金数额。如表 21 -7 所示，仅就 2015 年相比，行业总体每一单位营业收入的经营活动营运资金占用水平下降，由 2014 年的 11% 下降到 2015 年的 9%。总的经营活动营运资金节约额为 -262.26 亿元，说明行业整体期初期末平均经营活动营运资金管理绩效有所下降。但是行业平均情况来看，2015 年较 2014 年反而有所上升，说明从企业层面来看，有些企业获得营业收入所需的经营活动营运资金投资比较高，利用效率比较低，降低了行业层面的经营活动营运资金的投资利用效率。

表 21 -7　　2014 ~ 2015 年建筑行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额

项　目	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约额（亿元）
	2014 年	2015 年	
行业总体	0.11	0.09	-262.26
行业平均	0.26	0.35	—
最大值	1.02	1.51	—
中位数	0.28	0.34	—
最小值	-0.48	-0.51	—
样本量	61	69	—

（二）建筑行业上市公司分渠道的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

以下根据行业分类标准将建筑业细分为房屋建筑业、土木工程建筑业以及建筑装饰和其他建筑业三个细分行业，从采购、生产、营销三个渠道分析采矿业上市公司经营活动营运资金的管理绩效（见表 21 -8）。这一部分的分析分为两个层次，第一个层次通过纵向比较对各细分行业进行具体分析，第二个层次从渠道的角度对第一层次进行补充分析。第一层次的具体分析如下：

首先，考察房屋建筑业。按照证监会 2015 年 4 季度上市公司行业分类结果的标准，只有高新发展（000628）一家上市公司属于该细分行业。从各渠道营运资金周转期来看，高新发展（000628）的采购渠道与生产渠道营运资金周转期均为负，直接导致经营活动营运资金周转期为负值。另外，由于该企业有大量的保证金和质保金等其他应付款，导致生产渠道营运资金存量为负值。保证金的推行，实质上增加了资金的周转压力。

其次，考察土木工程建筑业。仅就 2015 年而言，该行业营销渠道营运资金周转绩效大幅改善，由 2014 年的 51.3 天缩短为 2015 年的 23.6 天。然而，生产渠道营运资金周转绩效却大幅下降，由 2014 年的 71.7 天延长至 2015 年的 116.9 天。究其原因，一方面，在 2015 年建筑业有大量产成品验收，同时加快了应收款项的回收，从而导致营销渠道营运资金周转期大幅缩短。另一方面，本年度工程量的增加导致生产渠道的生产性存货进一步积累，所以造成生产渠道营运资金周转期的放缓。

最后，考察建筑装饰与其他建筑业。该细分行业在 2015 年除了采购渠道营运资金周转绩效有所改善外，其他渠道周转期都出现不同幅度的延长，最终导致经营活动营运资金周转期由 2014 年的 101.6 天增加到 2015 年的 162.32 天，延长约 60%。

第二层次的补充分析如下：

首先，从横向比较来看，在三个细分行业中，土木工程建筑业的生产渠道营运资金周转期最长，而建筑装饰及其他建筑业的营销渠道营运资金周转期显著最长，同时该行业的整体经营活动营运资金周转期也最长。

另外，从行业整体来看，相比于 2014 年，2015 年经营活动营运资金周转总体绩效略微有所下降。其中，采购渠道的周转绩效进一步改善由 2014 年的 -94.4 天变为 -175.0 天；营销渠道营运资金周转期明显缩短为 30.7 天，但生产渠道营运资金周转期延长近 65%。这可能是因为 2015 年建筑业整体投

资增多。

表 21 - 8　　2014 ~ 2015 年建筑行业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	采购渠道营运资金周转期		生产渠道营运资金周转期		营销渠道营运资金周转期		经营活动营运资金周转期（按渠道）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
房屋建筑业	- 140. 1	- 202. 6	- 84. 5	- 73. 3	71. 7	128. 8	- 152. 9	- 147. 1
土木工程建筑业	- 92. 5	- 107. 0	71. 7	116. 9	51. 3	23. 6	30. 5	33. 50
建筑装饰和其他建筑业	- 144. 1	- 175. 0	32. 0	66. 0	213. 7	271. 3	101. 6	162. 32
行业整体	- 94. 4	- 109. 0	70. 1	115. 4	57. 2	30. 7	34. 4	37. 0

表 21 - 9 和图 21 - 5 显示了建筑业近 5 年的各渠道营运资金周转期的变化趋势。整体来看，近 5 年按渠道计算的经营活动营运资金周转期呈逐年缓慢增长的趋势，该行业仍然面临着严峻的营运资金管理压力。各渠道营运资金周转期在近 5 年呈现出不同的变化趋势和特点，具体分析如下：

首先，采购渠道营运资金周转绩效持续改善。自 2011 年的近 5 年来，采购渠道营运资金周转期不仅一直为负，而且呈逐年缩短的明显趋势，由 2011 年的 - 70. 3 天变为 2015 年的 - 109 天，天数减少幅度达 55%。

此外，受行业性质的影响，建筑行业的生产渠道营运资金周转期与营销渠道营运资金周转期的变化趋势正好相反。这种情况出现的原因在于，建筑业企业承揽的工程项目一般规模比较大，生产周期比较长，整个生产过程就是一个巨额资金不断积累的过程。在未完工之前，这些资金属于生产渠道营运资金占用，此时，生产渠道营运资金周转期就会比较长。而当产品完工进入结算阶段之后，大量的产成品成为营销渠道的营运资金占用，从而增加了营销渠道的营运资金周转期。因此，从长期趋势来看，生产渠道营运资金周转期与营销渠道营运资金周转期呈现相反的变化趋势。

表 21 - 9　　2011 ~ 2015 年建筑行业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
采购渠道营运资金周转期	- 70. 30	- 79. 22	- 83. 10	- 94. 4	- 109. 0
生产渠道营运资金周转期	46. 91	97. 43	56. 13	70. 1	115. 4
营销渠道营运资金周转期	45. 39	10. 15	57. 80	57. 2	30. 7
经营活动营运资金周转期（按渠道）	22. 00	28. 36	30. 82	32. 9	37. 0

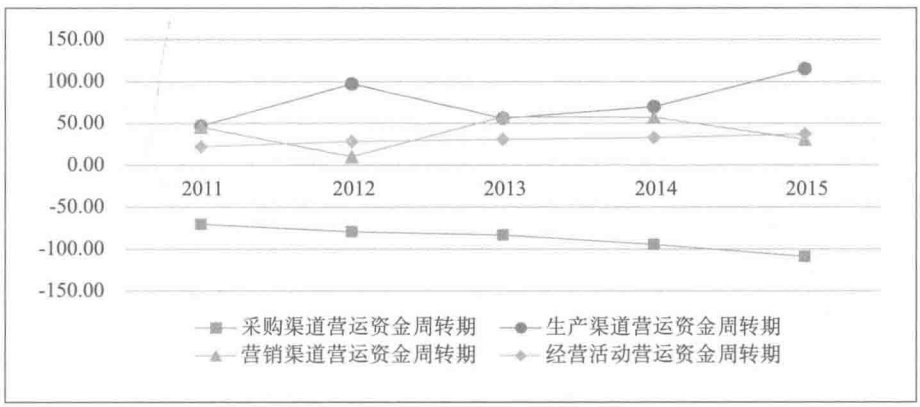


图 21 - 5　2011 ~ 2015 年建筑行业经营活动各渠道营运资金周转期变化趋势

2. 企业层面

企业层面的分析，主要是从渠道的角度对营运资金周转期的变化情况进行统计分析。经过配比后

得到2015年度可比样本60家，以下分别考察了可比样本在采购渠道、生产渠道、营销渠道的营运资金管理绩效，（见表21－10）可以得到以下几点结论：

首先，考察采购渠道营运资金周转期。仅就2015年而言，采购渠道营运资金周转期进一步缩短的上市公司有34家，约占56.67%，周转期基本保持不变的公司有21家，约占35%，这两种情况合计超过90%。这种情况说明该渠道营运资金管理绩效稳中有升，整体向好。但是，对采购渠道营运资金周转绩效的分析还需同时结合应付账款周转期等指标进行：如果这种绩效的改善仅仅是由于给供应商施加了更大的压力，那么从长期来看，有可能会影响企业的声誉而给企业带来负面影响。

其次，考察生产渠道营运资金周转期。仅就2015年而言，建筑业生产渠道营运资金周转期延长的上市公司有37家，约占61.67%，这与该渠道营运资金周转绩效的行业整体表现相一致，说明2015年行业整体营运资金的生产性积累比较多。

再次，考察营销渠道营运资金周转期。2015年，建筑装饰及其他建筑细分行业的营销渠道营运资金周转期相较于2014年延长约27%，受此影响，建筑业中营销渠道营运资金周转期延长的企业有33家，约占55%，超过总样本的一半。另外受土木工程建筑细分行业营销渠道营运资金周转加速的影响，也有相当一部分上市公司的营销渠道营运资金周转期缩短，这部分企业有23家，约占近40%。

最后，综合考察经营活动的营运资金周转期。2015年，建筑业约有1/5的上市公司经营活动营运资金周转期缩短，约1/5的上市公司该指标基本保持不变，剩余近3/5的上市公司该指标延长。因此，总体来看，建筑业在2015年的经营活动营运资金周转绩效并不理想。

表21－10　　2014～2015年建筑行业各渠道经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短（家）	34	11	23	12
	缩短占比（%）	56.67	18.33	38.33	20.00
	基本不变（家）	21	12	4	14
	基本不变占比（%）	35	20	6.67	23.33
	延长（家）	5	37	33	34
	延长占比（%）	8.33	61.67	55.00	56.67
可比样本总数		60			

（三）建筑行业上市公司分要素的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

行业层面的分析，一方面从细分行业的角度纵向考察近2年的各要素营运资金周转情况，另一方面横向比较不同细分行业的同一要素营运资金周转绩效。2014～2015年建筑行业各要素经营活动营运资金周转期情况如表21－11所示。

从纵向来看，建筑行业的三个细分行业于2015年的各要素周转期均呈现不同幅度的增长态势，最终导致经营活动营运资金周转期相较于2014年增加了4天，增加幅度不到5%，属于合理范围。一般来说，随着营业收入的增长，应收账款、存货会随之增加，进而采购量的增加导致应付账款也会随之增加。具体来说，通过考察房屋建筑业、土木工程建筑业、建筑装饰和其他建筑业的分要素营运资金周转情况，可以得到以下几点结论：

首先，房屋建筑业亟需通过供应链管理提升各要素营运资金管理绩效。2015年，房屋建筑业的存货周转期在增加18%的同时，应付账款周转期却增加高达43%，说明该行业在本年度对上游供应商施加了更大的压力。而对于应收账款周转期而言，增加幅度更是高达88%，说明该行业的资金压力沿供应链层层向下游传递。由此可以看出，房屋建筑业的营运资金管理具有明显的链条传递特征，上下游企业的营运资金管理相互影响。因而，应当通过供应链合作，建立供应链联盟，以整体绩效的改善提

升个别企业的周转绩效。

其次，土木工程建筑业营运资金的管理效果明显。2015 年，该细分行业的存货和应付账款周转期同步增加 8% 左右，说明该行业与供应商的关系比较稳定；而应收账款周转期基本与 2014 年持平，应收账款与营业收入同步增长。说明土木工程建筑业对营运资金管理实施了比较有效的控制，无论是从渠道的角度来看，还是从要素的角度来看，经营活动营运资金管理绩效基本保持稳定。

最后，考察建筑装饰和其他建筑业。2015 年，该细分行业存货周转期增加近 30%，而应付账款周转期仅增加 20%，说明该细分行业采购渠道营运资金周转绩效的改善动因来源于内部，而非外部。而应收账款周转期相较于 2014 年增加约 37%，导致营销渠道营运资金周转期也有所延长，因此应收账款的营运资金管理水平有待提高。

表 21 - 11　　2014 ~ 2015 年建筑行业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	存货周转期		应收账款周转期		应付账款周转期		经营活动营运资金周转期（按要素）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
房屋建筑业	128.2	150.8	73.4	138.0	143.9	205.9	57.5	82.9
土木工程建筑业	133.8	145.1	75.0	75.5	125.6	134.8	83.2	85.8
建筑装饰和其他建筑业	65.1	84.1	210.2	289.4	155.8	186.4	119.5	187.0
行业整体	131.3	143.4	79.9	81.6	126.7	136.3	84.5	88.6

2011 ~ 2015 年建筑行业各要素经营活动营运资金周转期情况如表 21 - 12 和图 21 - 6 所示。总体来看，除 2011 年之外，2012 ~ 2015 年经营活动营运资金周转期的涨幅不超过 3%，整体营运资金管理状况比较稳定。具体来看，近 5 年来，存货、应收账款和应付账款周转期均呈现增长的趋势，并且在 2011 ~ 2012 年的涨幅比较大。另外应收账款和应付账款周转期在 2014 年的涨幅也比较大。各要素营运资金管理绩效均需要持续改善和提高。

表 21 - 12　　2011 ~ 2015 年建筑行业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
存货周转期	93.58	126.02	131.10	131.3	143.4
应收账款周转期	59.34	67.03	67.52	79.9	81.6
应付账款周转期	103.40	112.77	114.95	126.7	136.3
经营活动营运资金周转期（按要素）	49.52	80.28	83.67	84.5	88.6

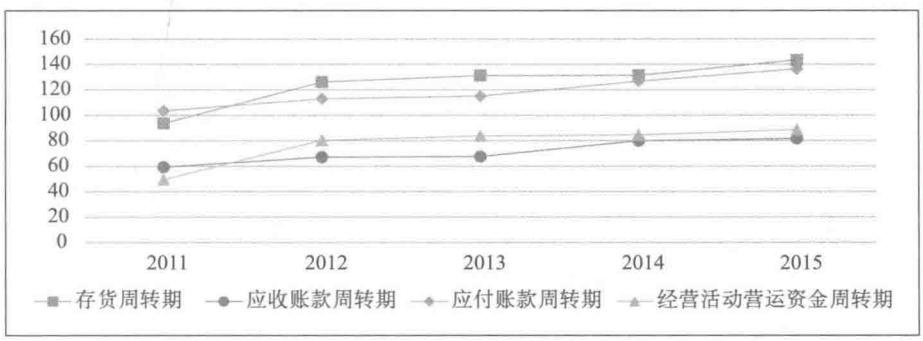


图 21 - 6　2011 ~ 2015 年建筑行业各要素经营活动营运资金周转期变化趋势

2. 企业层面

企业层面的分析，主要考察近 2 年可比样本的各要素营运资金周转绩效变化情况（见表 21 - 13）。

总体来看，2015 年各要素的营运资金管理状况并不十分乐观，经营活动营运资金周转期相较于 2014 年缩短的上市公司有 14 家，不到样本总数的 1/4。

具体而言，2015 年，存货、应收账款和应付账款周转期缩短的上市公司数量均明显偏少。其中，应付账款周转期缩短的上市公司仅有 5 家，占约 8%；存货周转期缩短的上市公司只有 6 家，占 10%；应收账款周转期缩短的公司数量稍多一点，约占 17%。相应地，存货、应收账款和应付账款周转期延长的上市公司数量占比均比较大。其中，应付账款周转期延长的上市公司有 36 家，约占 60%；应收账款周转期延长的上市公司有 30 家，约占 50%；存货周转期眼上的上市公司有 29 家，约占 49%。

基于要素的营运资金管理与基于渠道的营运资金管理密切相关，更与公司整体的营运资金政策紧密联系。因此，上市公司应当根据企业内外环境的变化，制定并实施符合本企业的营运资金管理策略，注重营运资金管理绩效的改善。

表 21 - 13　　2014 ~ 2015 年建筑行业各要素经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
周转期变化统计	缩短（家）	6	10	5	14
	缩短占比（%）	10.00	16.67	8.33	23.33
	基本不变（家）	25	20	19	15
	基本不变占比（%）	41.67	33.33	31.67	25.00
	延长（家）	29	30	36	31
	延长占比（%）	48.33	50.00	60.00	51.67
可比样本总数		60			

五、2015 年建筑行业上市公司资金回报分析

资金回报分析，主要是从建筑业上市公司的总资金回报率情况、各种营业活动的资金回报率情况及其变化情况几个方面进行分析，如表 21 - 14 所示。

总体来看，2015 年，我国宏观经济增速放缓，经济形势下行压力较大，建筑业总资金回报率的总体情况相较于 2014 年有所降低，由 2014 年的 8.61% 下降为 2015 年的 7.69%，降幅约 10%。从行业平均值来看，这种下降态势更加明显，降幅近 15%。具体来说，以下分别考察经营活动、金融经营活动和投资活动的资金回报率情况。

首先，这里的经营活动资金回报率是指经营活动总资金和金融经营活动总资金之和的回报率。如前述分析，近 2 年只有为数不多的几家上市公司开展了金融经营业务，并且主要作为一种融资渠道，因而金融经营活动资金回报率为负值，这也在一定程度上拉低了经营活动资金回报率的整体水平。金融经营活动与其他种类的营业活动有本质区别，除了作为一种资金来源之外，未来还能够为企业创造价值。因此，对该活动资金回报率的分析十分必要。从行业总体来看，经营活动资金回报率由 2014 年的 13.3% 下降为 2015 年的 12.02%；从行业均值来看，经营活动资金回报率由 2014 年的 8.97% 下降为 2015 年的 6.48%，经营活动资金回报率比较高，说明经营活动仍然是上市公司努力提升业绩的重点活动，同时也是支持我国国民经济发展的支柱活动。

其次，投资活动是另一种实现资本增值的重要活动，然而作为以实体产业为主的行业，建筑业在投资活动方面获得的资金回报率只有经营活动资金回报率的约 10%，两者相差悬殊。从行业总体情况来看，2015 年，建筑行业投资活动资金回报率由 1.44% 下降为 1.23%。从行业均值来看，投资活动资金回报率由 2014 年的 2.02% 下降为 2015 年的 1.57%，下降幅度较大。企业通过投资活动能够拓宽业务范围，更容易进入新的行业领域等，但与此同时，经营风险和市场风险随之增大。企业应当密切关注投资活动的动态，及时把控风险，最终实现企业价值稳定增加。

表 21 - 14　　2014 ~ 2015 年建筑行业上市公司资金回报率统计分析表

项目	总资金回报率		经营活动资金回报率		投资活动资金回报率		金融经营活动资金回报率	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	8.61	7.69	13.30	12.02	1.44	1.23	-91.12	-32.58
行业平均	9.05	7.84	8.97	6.48	2.02	1.57	-19.26	-15.88
最大值	40.48	36.59	249.95	76.81	19.97	17.35	27.31	10.73
中位数	8.51	6.96	10.72	6.23	0.53	0.38	0.00	0.00
最小值	-15.36	-7.03	-371.70	-87.76	-2.06	-20.29	-123.62	-105.99
样本量	61	69	61	69	61	69	5	6

注：金融经营活动资金回报率统计样本以本行业内金融经营活动资金不为 0 的企业家数为准。

最后，图 21 - 7 至图 21 - 10 以散点图的方式显示了资金占用与资金回报率之间的关系。通过分析可以得出以下几点结论：首先，考察总资金回报率。如图 21 - 7 所示，在剔除异常值之后，建筑业上市公司总资金回报率的波动范围在 2% ~ 17% 之间，其中有 20 家上市公司的总资金回报率约为 6% ~ 7%，接近我国 2015 年的 GDP 增值率 6.9%。其次，考察经营活动资金回报率。如图 21 - 8 所示，建筑业上市公司经营活动资金占用量比较小的时候，经营活动资金回报率的差异很大，最大值和最小值之差超过 100%。但是经营活动资金占用在超过 200 亿元之后，上市公司的经营活动资金回报率趋于稳定，基本在 10% 上下波动。最后，考察投资活动资金回报率。如图 21 - 10 所示，建筑行业上市公司投资活动的资金回报率整体比较低，经统计，回报率在 2% 以下的上市公司有 51 家，约占样本总数的 74%；有少数上市公司的投资活动资金回报率畸高，如隧道股份（600820）为 17.35%，浦东建设（600284）的回报率为 15.12%。

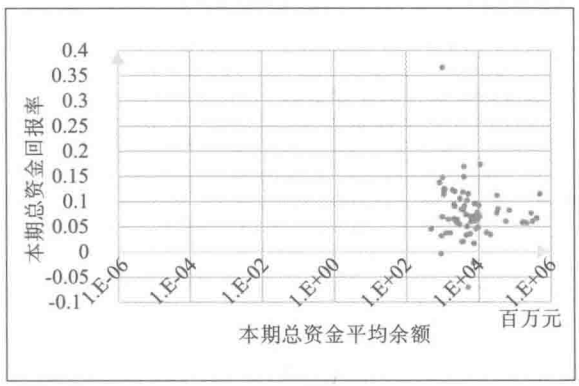


图 21 - 7　2015 年建筑行业上市公司总资金占用与总资金回报率散点图

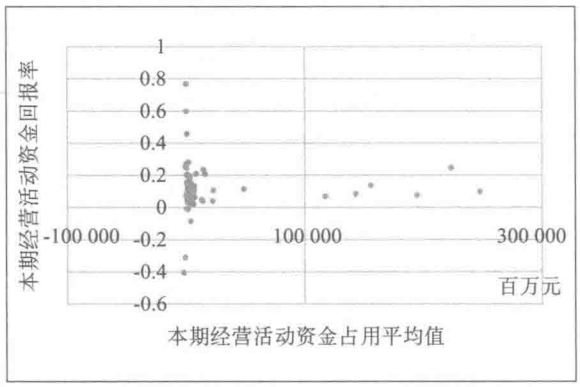


图 21 - 8　2015 年建筑行业上市公司经营活动资金占用与经营活动资金回报率散点图

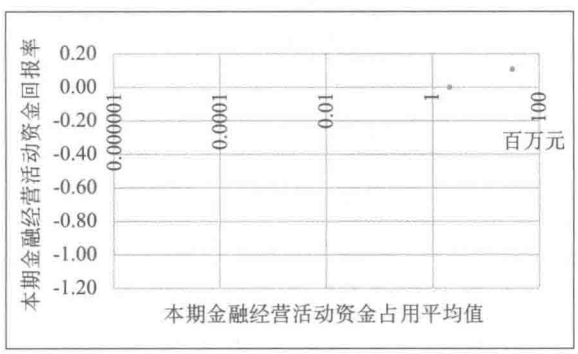


图 21 - 9　2015 年建筑行业上市公司金融经营活动资金占用与经营金融活动资金回报率散点图

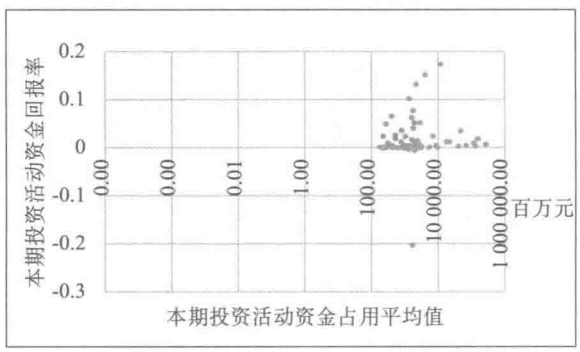


图 21 - 10　2015 年建筑行业上市公司投资活动资金占用与投资活动资金回报率散点图

六、2015 年建筑行业上市公司融资结构与财务风险分析

（一）总资金融资结构与长期财务风险分析

1. 行业层面

融资结构是公司财务管理的重要内容，它与公司的财务风险息息相关。总资金来源包括两个方面：借入资金和自有资金。行业层面的分析，主要是从借入资金占比情况、自有资金占比情况和财务杠杠几个方面进行分析，并透视 2014 年的相关数据。2014～2015 年建筑行业总资金融资结构与财务杠杆情况如表 21－15 和图 21－11、21－12 所示。具体来说，可以得到以下几点结论：

首先，行业总体与行业均值呈现的总资金融资结构相反。从行业总体来看，近 2 年借入资金在总资金中的占比稍高，约占 55%，而自有资金约占 45%。然而，从行业均值情况来看，总资金以自有资金为主，自有资金占比超过 60%，借入资金只占不到 40%。说明多数企业的总资金融资结构比较稳健，长期财务风险比较低。

其次，考察资金的来源，也即自有资金和借入资金的比例问题。一方面，2015 年我国宏观经济形势比较严峻，建筑行业对总资金融资结构作出了适当调整，借入资金在总资金中的占比，自有资金的占比增大，减少进一步降低了长期财务风险。另一方面，2015 年中央银行连续 5 次降准降息，在国家政策的支持下，建筑行业借入资金的下降幅度不到 5%。具体而言，从行业总体来看，借入资金占比由 2014 年的 56.92% 下降至 2015 年的 53.95%，相应地，自有资金占比由 2014 年的 43.08 上升至 2015 年的 46.05%；从行业均值来看，借入资金占比由 2014 年的 39.01% 下降为 2015 年的 36.12%，相应地，自有资金占比由 2014 年的 60.99% 上升至 2015 年的 63.88%。

最后，财务杠杆的大小也能反映公司财务风险的高低。这里的财务杠杆不同于财务管理中财务杠杆的计算，它等于利润总额和财务费用之和与利润总额之比。该比值越高，说明公司的长期财务风险越高。如表 21－15 所示，从行业总体来看，财务杠杆由 2014 年的 1.29 下降至 2015 年的 1.26，长期财务风险降低。

表 21－15　　2014～2015 年建筑行业总资金融资结构与财务杠杆统计分析表

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末	2014 年	2015 年
行业总体	56.92	53.95	43.08	46.05	1.29	1.26
行业平均	39.01	36.12	60.99	63.88	1.48	1.60
最大值	75.87	77.46	100.00	100.00	7.34	8.17
中位数	40.89	37.57	59.11	62.43	1.25	1.21
最小值	0.00	0.00	24.13	22.54	-0.73	-1.89
样本量	61	69	61	69	61	69

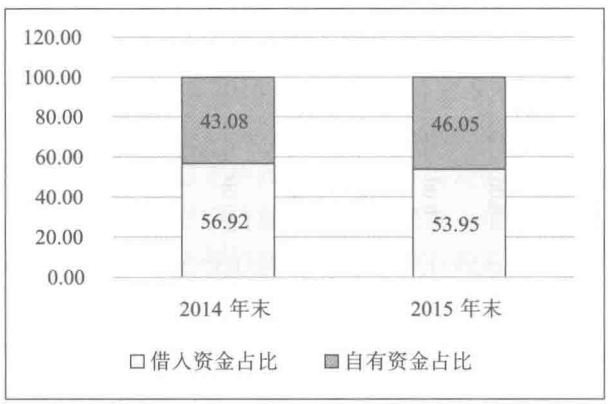


图 21－11　2014～2015 年建筑行业上市公司总资金融资结构

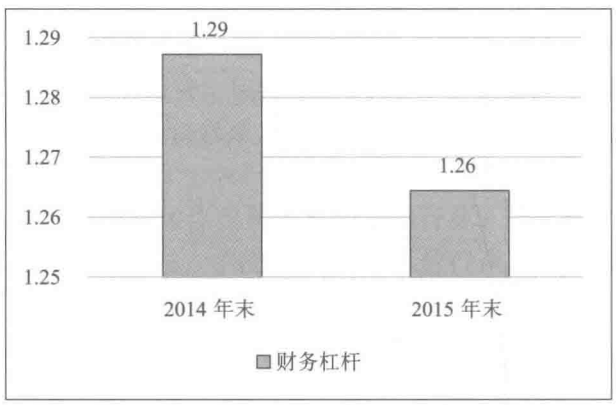


图 21－12　2014～2015 年建筑行业财务杠杆

2. 企业层面

企业层面的分析，主要考察按借入资金占比和按自有资金占比的分段统计情况，这两种情况完全相反。2014 ~ 2015 年建筑行业总资金融资结构分段统计情况如表 21 - 16 所示。

总体来说，2015 年，建筑行业上市公司借入资金占比在 0 ~ 77.46% 范围内波动。其中，借入资金占比在（25%，50%］区间的上市公司数量最多，约占 39.13%；其次，（50%，75%］区间的公司有 18 家，约占 26.09%；之后，（0，25%］区间的公司有 20 家，约占 28.99%。相比于 2014 年，借入资金占比在（0，75%］区间的分布更加均匀。如图 21 - 13 所示，借入资金占比与公司净资产之间的关系不明显。净资产低于 200 亿元的上市公司，其借入资金占比有可能是波动范围的任何值。而净资产规模比较大、超过 200 亿元的上市公司，其借入资金占比分布在 50% ~ 70% 范围内，借入资金占比比较高，但是这些企业一般资金实力雄厚，因而能够承担的财务风险也比较高。而净资产规模比较小、借入资金占比却畸高的上市公司面临的财务风险很高。财务杠杆能够给企业带来诸多好处，但同时伴随着财务风险，因此企业应当慎重权衡，在合理的范围内运用财务杠杆。

表 21 - 16　　2014 ~ 2015 年建筑行业总资金融资结构分段统计表

比例区间（%）	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	3	4.92	3	4.35	0	0.00	0	0.00
（0，25］	14	22.95	20	28.99	1	1.64	1	1.45
（25，50］	23	37.70	27	39.13	20	32.79	18	26.09
（50，75］	20	32.79	18	26.09	23	37.70	27	39.13
（75，100］	1	1.64	1	1.45	17	27.87	23	33.33
>100	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
总计	61	100	69	100	61	100	69	100

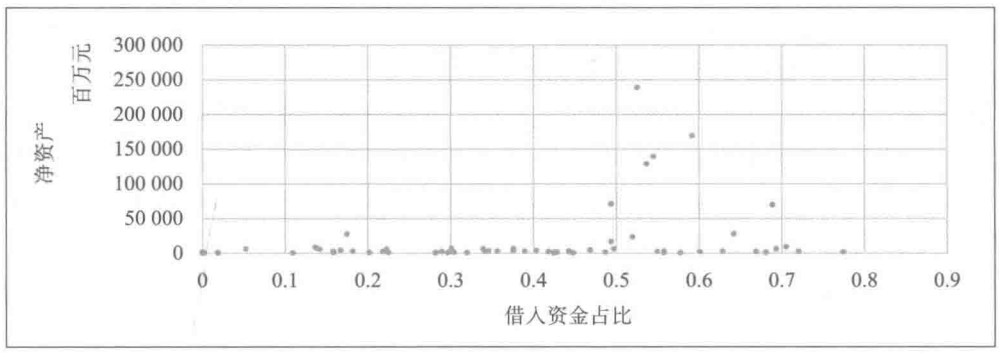


图 21 - 13　2014 ~ 2015 年建筑行业上市公司借入资金占比与净资产散点图

2014 ~ 2015 年建筑行业财务杠杆分段统计如表 21 - 17 和图 21 - 14 所示。与 2014 年相同，2015 年大多数上市公司的财务杠杆分布在［1，1.5）区间内，约占上市公司总数的 59.42%，比去年增加近 25%。说明区间［1，1.5）是建筑行业财务杠杆的合理范围，个别公司需要根据自身的特殊情况作出适当的调整。图 21 - 14 以散点图的方式显示了净资产与财务杠杆之间的关系。由图 21 - 14 可以看出，净资产规模比较大、超过 200 亿的 9 家上市公司，其财务杠杆集中分布在区间［1，1.5］，均值为 1.3；剩余上市公司的财务杠杆大多数分布在区间［1，1.5），但也存在一些很大或很小的极端值，财务杠杆系数分布比较分散。

表 21－17　　2014～2015 年建筑行业财务杠杆分段统计表

比例区间	财务杠杆			
	2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）
[1，1.5）	29	47.54	41	59.42
[1.5，2）	14	22.95	8	11.59
[2，3）	3	4.92	4	5.80
≥3	4	6.56	6	8.70
总计	61	100	69	100

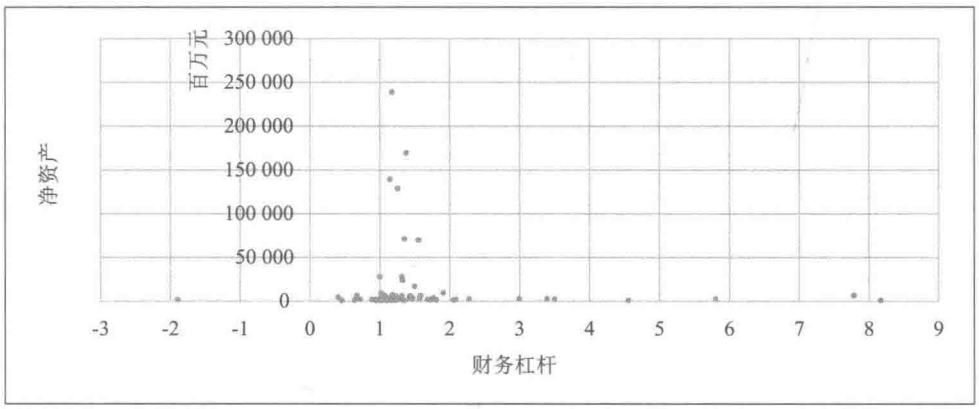


图 21－4　2015 年建筑行业上市公司财务杠杆与净资产散点图

（二）营运资金融资结构与短期财务风险分析

1. 行业层面

企业的营运资金有两种融资来源：短期金融性负债和营运资本。其中，短期金融性负债为短期融资来源，财务风险比较高；而营运资本为长期资金来源，财务风险比较低。行业层面的分析，主要考察这两种融资来源的占比情况及其变化情况。2014～2015 年建筑行业营运资金融资结构情况如表 21－18 和图 21－15 所示。具体来说，可以得到以下几点结论：

首先，2015 年，建筑业对短期金融负债占比作出了明显调整，降低了短期金融负债占比，增加了营运资本占比，行业整体的短期财务风险明显降低。从行业总体来看，短期金融性负债占比由 2014 年的 46.47% 下降至 2015 年的 40.94%，下降约 6%，下降幅度较大。从行业均值来看，短期金融性负债由 2014 年的 46.81% 下降为 2015 年的 45.59%。

其次，2015 年有 2 家上市公司的营运资本占比为负，它们分别是中泰桥梁（002659）和中航三鑫（002163）。说明长期资金来源不能满足长期资产的资金占用，另外还需要短期金融负债的支持。这两家上市公司面临很大的短期偿债压力，短期财务风险很高。

最后，2015 年还有 3 家上市公司的短期金融性负债占比为 0，它们分别为柯利达（603828）、东方科技（002140）和东方新星（002755）。说明其营运资金完全来源于营运资本，没有任何的短期偿债压力，但是这种营运资金融资结构会降低资金的收益性，造成一定程度上的资金浪费。

表 21－18　　2014～2015 年建筑行业营运资金融资结构统计分析表　　单位：%

项目	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
行业总体	46.47	40.94	53.53	59.06
行业平均	46.81	45.59	53.19	54.41

续表

项目	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
最大值	161.48	479.91	100.00	100.00
中位数	43.77	37.89	56.23	62.11
最小值	0.00	0.00	-61.48	-379.91
样本量	61	69	61	69

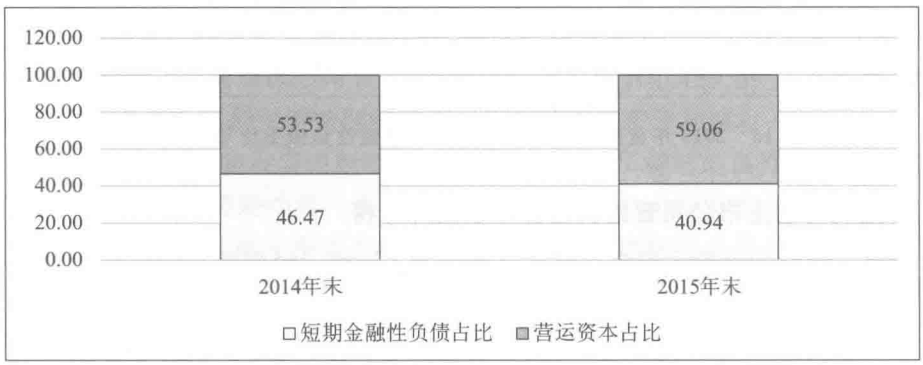


图 21 - 15　2014 ~ 2015 年建筑行业营运资金融资结构

2. 企业层面

企业层面的分析，主要考察按短期金融性负债占比和按营运资本占比情况的统计结果。2014 ~ 2015 年建筑行业营运资金来源结构分段统计情况如表 21 - 19 所示。

具体来说，2015 年建筑业有 3 家上市公司的营运资金完全来源于营运资本，短期金融性负债占比等于 0；短期金融负债占比在（25%，50%］区间的公司数量最多，约占 37.68%；约 68% 的上市公司短期金融性负债占比小于 50%，比 2014 年增长约 16%，说明 2015 年许多公司调整了营运资金的融资结构，降低了短期金融性负债的占比，相应地提高了营运资本的比例，短期财务政策更加稳健。

如图 21 - 16 所示，此图体现了净资产与短期金融负债占比之间的关系。这些上市公司的短期金融性负债占比均值约为 0.4，即总的营运资金中约有 40% 来源于短期金融性负债，剩余的 60% 则来源于长期资金来源，短期财务政策比较稳健；其他中等或小规模净资产的企业，其短期金融性负债占比的规律性不强，波动范围比较大，短期财务政策各异。

表 21 - 19　　2014 ~ 2015 年建筑行业营运资金来源结构分段统计表

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	3	4.92	3	4.35	5	8.20	2	2.90
(0，25]	14	22.95	21	30.43	6	9.84	5	7.25
(25，50]	18	29.51	26	37.68	15	24.59	12	17.39
(50，75]	15	24.59	12	17.39	18	29.51	26	37.68
(75，100]	6	9.84	5	7.25	17	27.87	24	34.78
>100	5	8.20	2	2.90	0	0.00	0	0.00
总计	61	100	69	100	61	100	69	100

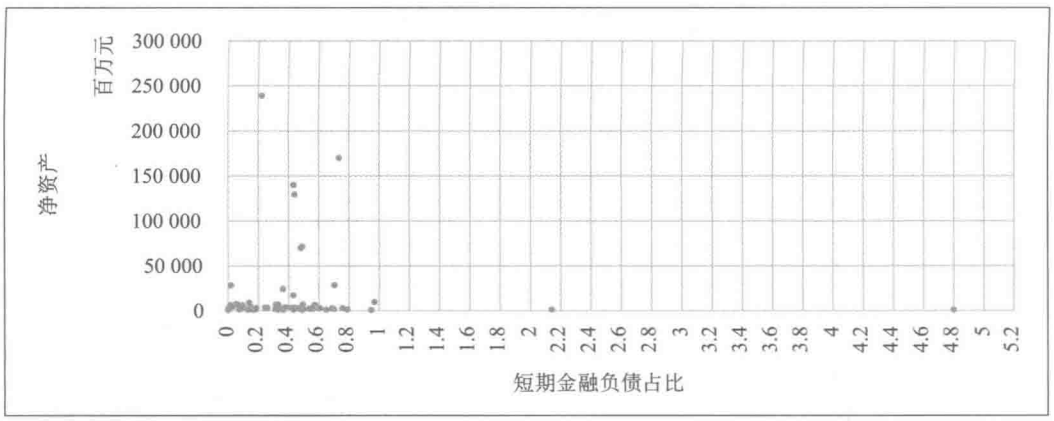


图 21－16　2015 年建筑行业上市公司短期金融性负债上比与净资产散点图

七、2015 年建筑行业上市公司营运资金管理绩效排行榜

本部分分别按“经营活动营运资金周转期（按要素）”和“经营活动营运资金周转期（按渠道）”进行排名，考察建筑行业上市公司营运资金管理绩效。在对上市公司营运资金管理绩效进行排名时，剔除了财务数据异常的公司，详见附录一。

八、2015 年建筑行业上市公司营运资金管理典型案例

（一）浦东建设公司简介

上海浦东路桥建设股份有限公司成立于 1998 年，于 2004 年 3 月 16 日公开发行 A 股股票并在上海证券交易所上市，股票简称：浦东建设，股票代码：600284。截至 2015 年 12 月 31 日，公司注册资本为人民币 69 304 万元，总资产规模达 133.64 亿元。第一大股东为上海浦东发展（集团）有限公司及其下属企业上海浦东投资经营有限公司，合计持股 25.37%。

浦东建设在保持主要业务稳定发展的基础上，积极向产业链上游的业务拓展，大力发展基础设施项目投资业务，积极施行项目投资业务拉动传统施工业务的经营策略，逐步实现盈利结构多样化。公司目前的主要业务为基础设施项目投资、建筑工程施工、沥青砼及相关产品生产销售、环保业务。

2015 年，公司所处的基础设施领域建筑行业细分板块，市场竞争日趋激烈，同时在国内宏观经济处于“新常态”的背景下，全国基础设施投资增速持续下滑，基础设施投资项目数量减少，公司主营业务区域——上海市浦东新区的基础设施投资在经历世博会、迪士尼的建设高峰后也处于相对低谷期。但同时，国内城市更新、新一轮城镇化建设及城市群的打造，将成为推动我国基础设施发展的重要力量，国家对 PPP 模式的推广，也为行业内企业带来巨大的市场机遇。

2015 年度，公司完成营业收入 316 361.25 万元，较上年同期减少 60 170.33 万元，同比下降 15.98%，本期营业收入较上年同期减少主要是由于本期在建项目实现的工作量少于上年同期；实现利润总额 61 388.69 万元，比上年同期增加 4 575.01 万元，同比上升 8.05%；实现归属于上市公司股东的净利润 37 915.78 万元，较上年同期 35 271.09 万元增加 2 644.69 万元，同比上升 7.5%。

（二）浦东建设经营活动营运资金周转绩效分析

1. 分渠道的营运资金管理绩效分析

浦东建设是建筑行业少数经营活动负营运资金运行的上市公司之一，大量的应付款项和预收款项等经营活动流动负债可以满足其经营活动所需要的营运资金，还能为投资活动提供一部分营运资金。如表 21－20 所示，2015 年浦东建设经营活动营运资金周转期平均为－100.23 天，在整个行业排名第 4，与 2014 年持平。具体来说，以下分别考察建筑行业采购渠道、生产渠道、营销渠道的营运资金周转情况。

首先，供应商压力增大是浦东建设采购渠道营运资金周转进一步加快的主要原因。2015 年，浦东建设采购渠道营运资金周转期为－243.22 天，排名第 7，周转速度超过行业整体的 2 倍，并且与 2014

年相比，周转速度加快约 38%，结合表 21 - 21 中的应付账款周转期来看，应付账款周转期从 2014 年的 178.96 天增加到 2015 年的 247.31 天，增长幅度约为 38%。而由表 21 - 22 所示，采购存货周转期对于浦东建设采购渠道营运资金周转期的影响微乎其微。由此可以合理推断，浦东建设应付账款周转期的延长是采购渠道营运资金周转绩效改善的主要原因，公司在本年度给上游供应商施加了更大的压力。对此，浦东建设应当迅速作出调整，注重供应商关系的建设和改善，特别是在宏观经济下行压力较大的背景下，更应该与供应商一起共担风险，共渡难关。

其次，结合表 21 - 22 考察生产渠道营运资金周转期。浦东建设生产渠道营运资金周转期由 2014 年的 154.65 天增加至 2015 年的 220.89 天，增幅超过 40%，增幅比较大，排名也由 50 名下滑至 58 名。浦东建设 2015 年的生产存货周转期高达 222.09 天，由此可知，生产存货的周转速度是影响生产渠道营运资金管理绩效最主要的原因。与 2014 年相比，生产存货由 153.59 天增加到 222.09 天，涨幅近 45%，这可能与 2015 年公司的工程量继续增加，生产性存货积累加快有关。

最后，BT 业务模式使浦东建设营销渠道营运资金管理实现了持续的良性发展。从近 3 年来看，浦东建设的营销渠道营运资金周转期排名一直名列前茅。除了该公司持有大量预收款项这一原因之外，主要原因在于该公司采取的 BT 业务模式在一定程度上缓解了建筑行业普遍存在的应收款回收问题。BT 模式下，浦东建设的回购主体主要是地方政府，回购风险比较小；另外通过在选择项目时对回购主体信誉和偿债能力的全方位考察，以及通过第三方担保方式对回购风险的控制等，使得公司在回收账款方面的压力大大减少，应收账款资金占用大幅降低。因此，BT 业务模式大大改善了该公司的营销渠道营运资金管理绩效。

表 21 - 20　　2014 ~ 2015 年浦东建设各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	2014 年			2015 年		
	本企业	行业整体	排名	本企业	行业整体	排名
采购渠道营运资金周转期	- 175.14	- 94.4	8	- 243.22	- 109.0	7
生产渠道营运资金周转期	154.65	70.1	50	220.89	115.4	58
营销渠道营运资金周转期	- 89.25	57.2	1	- 77.90	30.7	2
经营活动营运资金周转期（按渠道）	- 109.75	34.4	4	- 100.23	37.0	4

2. 分要素的营运资金管理绩效分析

浦东建设通过对各要素营运资金的综合管理，维持了经营活动营运资金周转绩效的相对稳定。虽然 2015 年浦东建设的各要素营运资金周转期的涨幅都比较大，但是综合来看，按要素计算的经营活动营运资金周转期只延长了不到 5%，排名由第 8 下降到第 10，变化不大。具体来说，以下分别考察建筑行业存货、应收账款、应付账款的营运资金周转情况。

首先，考察存货周转期。浦东建设属于土木工程建筑细分行业，公司的主要经营业务是市政基础设施施工项目。这类项目一般生产周期长，存货资金占用量大。从表 21 - 22 中能够更明显地看出，浦东建设的采购存货和营销存货相当少，而生产性存货占绝大多数。因此对生产存货营运资金的管理对存货周转期的改善至关重要。公司在全力提升工程技术管理水平的同时，也应增加对生产性存货管理的关注。

其次，考察应收账款。近 2 年，浦东建设的应收账款周转绩效明显优于行业整体水平，但是相较于 2014 年，应收账款周转期仍有所增加，由 2014 年的 54.98 天增加至 2015 年的 65.75 天，排名由第 10 下降至第 16。虽然浦东建设的业务运作模式极大地改善了应收账款的周转绩效，但是应收账款风险受回购风险的影响仍然不容忽视。公司应收账款仍然具有金额较大，周转速度较慢的特征。公司目前已明确将继续通过加强项目风险评估、合同管理、客户信用管理等方式来控制该风险。

最后，应付账款周转绩效应当是浦东建设予以关注的重要方面。具体来看，2015 年应付账款周转期排名从第 48 下降至第 62，接近倒数；且相比于 2014 年，应付账款周转期由 178.96 天延长至 247.31

天，延长幅度较大。

表 21－21　　2014～2015 年浦东建设各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	2014 年			2015 年		
	本企业	行业整体	排名	本企业	行业整体	排名
存货周转期	155.11	131.3	37	223.78	143.4	54
应收账款周转期	54.98	79.9	10	65.75	81.6	16
应付账款周转期	178.96	126.7	48	247.31	136.3	62
经营活动营运资金周转期（按要素）	31.13	84.5	8	42.22	88.6	10

表 21－22　　2014～2015 年浦东建设各渠道存货营运资金周转期　　单位：天

年份	采购存货周转期	生产存货周转期	营销存货周转期	存货周转期
2014 年	1.38	153.59	0.15	155.11
2015 年	1.46	222.09	0.23	223.78

（三）浦东建设资金管理特色总结

1. 积极探索新型商业运作模式，根本上提高营运资金管理水平

商业模式创新对企业的营运资金管理能够产生决定性影响，是从根本上改善企业营运资金管理的重要途径之一。由上述分析可得，浦东建设目前采用的 BT 业务运作模式，已经大大缓解了传统建筑业普遍存在的应收款回收问题。目前，浦东建设正在通过积极研究创新项目投资运营方案，加快由 BT 业务模式向 PPP 业务模式的转变，致力于实现由“投融资＋施工”向“设计＋投融资＋施工＋运营”的综合基础设施全产业链发展转型，从而从根本上提升营运资金管理绩效。

2. 产融结合，坚持融资创新，探索多渠道融资模式

在新的经济形势下，浦东建设积极探索多渠道融资方式，最终由一家传统的建筑施工企业成功转型为产融结合的新型建筑公司。目前该公司在银行、证券及保险三大融资体系均成功实现融资，通过平衡股权和债权融资、直接和间接融资，在降低融资风险的同时提升公司的实力和价值。此外，通过引入保险资金债权投资计划、发行公司债、资产支持票据及多次发行短期融资券、超短期融资券和中期票据等，打造了公司多渠道全方位的融资体系。公司借助投融资优势，实现了向上延伸产业链，转变传统盈利结构的战略目标；最大程度节约融资成本；安全可靠、有序有效的筹融资工作确保了公司各项生产经营资金需求得到满足。

3. 回购风险成为营运资金风险防范的重点

由于 BT 项目具有投资金额大、投资时间长的特点，因此回购主体的偿付能力十分重要，存在一定的回购风险，进而会产生应收账款风险。目前，公司在选择项目时对回购主体的信誉和偿债能力进行了全方位的考察，不仅考虑回购主体的信誉，同时也综合考虑回购主体所在地区的经济发展情况，政府财政实力和支付能力，政府对市政建设的重视程度等。公司还会通过第三方担保方式控制回购风险、尝试融资创新等来转移回购风险。

4. 投资活动资金回报率畸高，成功实现业务转型

近 2 年，浦东建设的总资金在经营活动和投资活动之间的配置大约保持在 6∶4。2014 年经营活动资金回报率为 3.25%，投资活动资金回报率高达 12.66%。而 2015 年经营活动资金回报率约为 2%，而投资活动资金回报率高达 15%，远远高于行业平均水平 1.57%。投资活动资金回报率两年内均排名第 2。由此可见，在基础业务的支持下，投资活动已经成为企业盈利的主要方面，浦东建设已经成功实现业务转型。

九、2015 年建筑行业上市公司营运资金管理调查结论与建议

（一）调查结论

1. 行业总体营运资金占用水平增加，主要配置于投资活动

首先，从占用情况来看，2015 年，建筑业营运资金行业总体和行业平均占用水平均有所提高。其次，从配置情况来看，该行业营运资金主要用于经营活动和投资活动，有极少数上市公司涉及了金融经营活动，但主要作为一种筹资方式。另外，营运资金的配置以投资活动为主，且这部分资金占比在 2015 年又有所增加，而经营活动营运资金期末占比平均下降超过 12%，降幅比较大。

2. 渠道营运资金管理与行业性质密切相关

首先，采购渠道持续负营运资金运行，体现了建筑行业企业普遍具有很强的买方优势。仅就 2015 年而言，采购渠道营运资金平均占用相较于 2014 年又有所下降，下降幅度达 5%。同时，自 2011 年的近 5 年来，采购渠道营运资金周转期不仅一直为负，而且呈逐年缩短的明显趋势。

其次，生产渠道是建筑行业营运资金的主要配置渠道，且 2015 年平均占用额的上升幅度达 44%。另外，受下游房地产行业“去库存”政策的影响，营销渠道营运资金占用的平均值和最大值下降幅度都超过 50%。从长期趋势来看，生产渠道营运资金周转期与营销渠道营运资金周转期的变化趋势正好相反。

值得注意到的是，建筑业有 10 家上市公司的经营活动营运资金为负值，经营活动完全实现了自给自足，同时经营活动产生的流动负债还能为企业其他活动提供资金。

3. 各要素营运资金周转绩效变化趋势不容乐观，土木工程建筑业管理绩效趋于稳定

总体来讲，2015 年建筑行业所有细分行业的各要素周转期以及经营活动营运资金周转期均呈现不同幅度的增长态势，周转绩效有所恶化。但是，土木工程建筑业的存货和应付账款周转期同步增加 8% 左右，说明该行业与供应商的关系比较稳定；而应收账款周转期基本与 2014 年持平，应收账款与营业收入同步增长，说明该细分行业对营运资金实施了比较有效的控制。无论是从渠道的角度来看，还是从要素的角度来看，土木工程建筑业的经营活动营运资金管理绩效基本稳定。

4. 总资金回报率下降，经营活动资金回报率有较大提升

2015 年，我国宏观经济增速放缓，经济形势下行压力较大，从行业总体来看，建筑业总体的总资金回报率相较于 2014 年有所降低，降幅约 10%；从行业平均值来看，这种下降态势更加明显，降幅近 15%。

从不同营业活动的资金回报率来看，经营活动的资金回报率的行业均值相较于 2014 年有较大幅度提升，涨幅约 28%；而投资活动资金回报率只有经营活动资金回报率的约 10%，并且 2015 年，投资活动资金回报率的行业总体和行业均值均有所下降。

5. 行业整体的长期财务风险和短期财务风险均明显下降

从行业层面来看，2015 年建筑业对总资金融资结构和营运资金融资结构均作出了适当调整，降低了借入资金占比，减少了财务风险。具体来说，对于总资金融资结构，与 2014 年相比，2015 年借入资金在总资金中的占比减少；相应地，自有资金的占比增大，财务杠杠降低，行业整体的长期财务风险降低。对于营运资金融资结构而言，2015 年行业总体短期金融性负债占比有较大幅度的下降，下降约 6%，降低了短期财务风险。

从企业层面来看，2015 年中泰桥梁（002659）和中航三鑫（002163）的营运资本占比为负，短期财务风险很高；柯利达（603828）、东方科技（002140）和东方新星（002755）的短期金融性负债占比为 0，没有任何的偿债压力，但造成一定程度上的资金浪费。

（二）改进建议

1. 勇于尝试新的业务运作模式，加快传统业务转型

传统建筑业务的利润率较低。近年来，建筑行业出现的 BT、BOT 和 PPP 等多种业务运作模式，使建筑企业的盈利水平不断提高，盈利结构持续改善。一方面，企业由此建立起与政府利益共享、风险分担的长期合作关系，促进双方实现互利共赢；另一方面，政府的信用程度一般比较高，加之各种形式的回购风险应对措施，可以明显改善建筑企业应收账款的回收问题，大大提高营销渠道营运资金管理绩效。

2. 坚持融资创新，多渠道融资模式结合

随着金融的不断创新，建筑行业的融资模式也趋于多样化。通过产融结合，能够有效化解单个企业的资金危机，在更宏观的层面盘活资金，加快资金周转，提高资金的利用效率。外部融资的便利也能在一定程度上缓解对上游企业的资金压力，提高应付账款周转绩效。

3. 优化供应链合作关系，实现互利共赢

客户与供应商是企业最重要的外部利益相关者，与企业之间存在直接的利益关系。因此，良好的供应商关系、客户关系对企业的成功至关重要。又由于建筑企业的资金压力往往具有沿链条传递的特征，所以，建筑企业更应当加强供应链合作，建立战略联盟，最大限度地发挥各自的优势，从根本上加快采购渠道和营销渠道的营运资金周转，进而提高营运资金管理的整体水平。

4. 融入互联网时代，恰当利用“互联网 +”

建筑行业已经开启“互联网 +”的新征程，“互联网 +”将成为中国建筑业未来经济增长的新引擎。互联网 + 建设行业，将在采购、施工、大数据、金融、运维等各方面都会产生化学效应。采购模式的革新、现代化的物流管理方式以及网上销售平台的建立，将全面提升各渠道营运资金管理绩效。因此，互联网技术带来的资金管理理念和方式的创新和发展同样会使建筑业的营运资金管理发生彻底性变革。

主要参考文献

1. 巨潮资讯网。
2. 浦东建设 2015 年年报。
3. 中国行业研究网。

第二十二章　2015 年批发和零售业上市公司营运资金管理调查

【摘要】本章主要从营运资金存量及其分布状况、经营活动营运资金管理绩效分析、资金回报分析、融资结构与财务风险分析等四个方面对批发和零售业 2015 年营运资金管理的总体情况及 2011 ~ 2015 年的趋势状况进行了调查。研究发现：批发、零售业营运资金主要配置给投资活动，投资活动占总资金的 76.33%。经营活动营运资金主要配置给营销渠道和存货，预付款项比上年小幅度增加，导致营运资金投资增加。各渠道营运资金管理绩效呈下降趋势，且零售业下降幅度超过批发业，营销渠道仍然是占用营运资金的主要渠道。短期金融性负债是批发零售业营运资金的主要来源，行业整体财务风险高。根据以上调查结果，本报告发布了 2015 年营运资金管理绩效排行榜，经营活动营运资金 2015 年年末占用总额为 927.18 亿元，比上年增加 34.08 亿元；金融经营活动营运资金 2015 年年末占用总额为 -4.14 亿元，比去年减少 1.83 亿元；投资活动营运资金 2015 年年末占用总额为 2 977.65 亿元人民币，比去年增加 406.38 亿元。另外，本报告精选上市公司进行案例分析，提出了把握好规模扩张的速度，提升品牌保护意识，完善品牌建设加强供应链管理，实施供应链融资建议政府给予适当扶持等建议，以期为批发和零售业上市公司优化资金配置提供参考。

一、批发和零售业上市公司营运资金基本特征

批发零售业是社会化大生产过程中的重要环节，是决定经济运行速度、质量和效益的引导性力量，是我国市场化程度最高、竞争最为激烈的行业之一。目前，从宏观经济走势来看，居民收入水平整体上处于较快上升阶段。从长远来看，我国居民消费无论是从总量上，还是从结构上都有相当大的发展空间，这为我国批发零售行业的发展提供了良好的中长期宏观环境。其营运资金管理特点归纳如下：

1. 行业整体资金需求量大

批发和零售业属于资金密集型行业，其采购、生产以及营销等对资金需求大，营运资金占用高：首先，批发和零售业企业在采购过程中需要用到大量的资金；其次，受国内和国际宏观经济环境的影响，生产成本上升导致生产过程营运资金占用增加；再次，目前许多批发和零售业企业正通过收购兼并不断进行一体化扩张，因此需要大量的资金支持；最后，激烈的市场竞争导致批发和零售业企业需要投放大量资金用于营销活动。

2. 经营活动营运资金占用与投资活动营运资金占用逐年增加

根据中国企业营运资金数据库显示，近 5 年来，我国批发和零售业上市公司营运资金占用总额、经营活动营运资金占用总额和投资活动营运资金占用总额均有所增加。究其原因，批发和零售行业的现销模式使企业日常经营拥有大量的现金流量；同时，为了满足众多分散的消费者的需求，批发和零售企业，特别是零售企业，往往通过大量铺设网点的方式来吸引消费者，然而开设门店需要资金支持，尤其是流动资金支持。

3. 经营活动营运资金主要配置在营销渠道

根据中国企业营运资金数据库显示，近 5 年来，我国批发和零售业上市公司采购渠道营运资金占用额持续下降，生产渠道、营销渠道营运资金占用额持续增加。由于批发和零售企业掌握了终端渠道和市场，在供应链中有较强的话语权，通常会利用这一优势占用供应商资金进行扩张，使得采购渠道不仅不占用资金，还能为企业提供营运资金。从生产渠道看，批发和零售业企业营运资金占比较小，大多企业的主营商品采取购进、代销等方式，减少了生产环节的资金需要，这与批发和零售业本身的业务特点有关。物价的持续上涨和市场竞争程度日趋激烈，导致营销渠道营运资金占用增加。

4. 各要素占用资金较高，应付账款为企业提供资金支持

根据中国企业营运资金数据库显示，近5年来，批发和零售业企业上市公司存货、应收及预付款项、应付及预收款项的营运资金占用额都在增加。这主要是由于行业的总体发展，批发和零售业商品价格上涨等一系列因素作用的结果。从应收及预付款项看，批发和零售业行业总体减少了下游资金被占用的压力，应收及预付款项的降低能够很大程度上增加企业营运资金的活力，减少自身发展的资金压力。从应付及预收款项看，由于供应商之间的激烈竞争，行业总体经济形势的回暖，为批发和零售业企业占用上游资金提供了极大的帮助。

5. 短期金融性负债较高，行业整体财务风险较大

根据中国企业营运资金数据库显示，近5年来，我国批发和零售业上市公司营运资金的来源主要是短期金融性负债。部分上市公司营运资金融资结构不合理，长期资本无法支持长期资产投资的需求，更多的资金需要通过短期金融性负债融资，能否持续获得所需的短期负债融资具有较大的不确定性，风险较高。另外，外部经济形势不断变化，借款利率随市而变，银行信贷政策收紧，也都增加了企业短期融资的成本和风险。

二、2015年批发和零售业经营环境变化主题词与大事件

（一）2015年批发和零售业经营环境变化主题词

1. O2O

网上购物是2015年当之无愧的热词。2015年的“双11”称得上是全世界的狂欢节。“双11”当天，仅天猫的营业额就突破912亿。

随着对O2O的研究及应用的深入，越来越多的零售企业意识到，布局O2O没有纯粹的线下，也没有纯粹的线上。所有线上线下的努力，都是为了实现消费者更简单、更高效的购物体验。在线上，天猫和京东牢牢占据B2C电子商务市场超过80%的市场份额；在线下，传统零售业停滞不前，他们纷纷把目光转向线上交易，来寻求新的增长点。永辉、大润发、沃尔玛等商超及银泰、万达、苏宁等百货都在积极布局自己的线上商城或O2O业务。

2. 移动支付

2015年，超过30万家的线下商户参与了支付宝的“双12”活动，覆盖餐饮、超市、便利店、外卖、商圈、机场、美容美发、电影院等八大线下场景，遍及全国200多个城市和澳洲、亚洲及港澳台等12个国家与地区。

2015年，移动支付巨头争夺战、线下商户的激战，让购物排队的老年人已经能够非常熟练地操作手机，并快速打开支付软件进行扫码支付享受优惠折扣。

对零售企业来说，移动支付可以减轻收银员的压力，降低准备零钱找零的成本，以及加快资金回笼时间。推出移动支付服务是为顾客提供更多的付款方式，节约顾客的时间成本，提升顾客的购物体验。

3. 供应链优化

建设零售物流中心优化供应链并不是新现象，它已然成为一个趋势，起步较早的连锁零售企业有物美、大润发、沃尔玛等。2015年各家零售企业的新闻里，物流不约而同成为热频词汇，各家都在攻城略地。华润万家在江苏、广东、浙江、四川等地布局物流仓储基地，家乐福也宣布布局六大配送中心以弥补物流短板，永辉和沃尔玛都希望借助京东或一号店的物流优势为己用。

（二）2015年批发和零售业经营环境变化大事件

1. 降低部分日用消费品的进口关税税率，平均降幅超过50%

2015年5月25日，财政部发布公告称，经国务院关税税则委员会研究提出并报国务院批准，自2015年6月1日起，中国将降低部分服装、鞋靴、护肤品、纸尿裤等日用消费品的进口关税税率，平均降幅超过50%。

扩大国内消费需求是稳增长、调结构的重要举措。服装、鞋靴、护肤品、纸尿裤等商品境外消费

量大、消费者购买意愿较强，降低关税应有利于合理增加进口，促进国内消费升级，满足消费者多样化个性化的消费需求，对保就业、惠民生，推动国内产业升级也有积极作用。

关税的降低从宏观层面促进了批发零售企业进口产品的销售，降低了企业的采购成本，减少了企业资金的占用。

2. 阿里入股苏宁

8 月 10 日，苏宁云商发布公告称，拟以 15.23 元/股非公开发行不超 19.3 亿股股份，募资不超 293.43 亿元，增发对象为两家，其中阿里巴巴集团旗下淘宝（中国）软件有限公司认购 18.6 亿股，占发行后总股本的 19.99%，认购金额 283.43 亿元，成为第二大股东。与此同时，苏宁云商将以 140 亿元认购不超过 2 780 万股的阿里巴巴新发行股份，将持有阿里约 1.12% 股份。阿里巴巴与苏宁云商还共同宣布达成全面战略合作，打通线上线下全面提升效率。

据了解，阿里巴巴和苏宁云商将携手整合双方优势资源，利用大数据、物联网、移动应用、金融支付等手段打造 O2O 移动应用产品，创新 O2O 运营模式：双方将尝试打通线上线下渠道，苏宁云商辐射全国的 1 600 多家线下门店、3 000 多家售后服务网点、5 000 个加盟服务商以及下沉到四五线城市的服务站将与阿里巴巴强大的线上体系实现无缝对接。

线上线下多重布局会导致双方营运资金的占用增加，但从整体来看会节约运营中的采购、营销成本，共同的资金占用会远小于双方各自的资金占用。

3. 京东 43 亿元投资永辉获一成股份

8 月 7 日，京东集团宣布与永辉超市达成战略合作，战略入股永辉超市。根据双方协议，京东入股永辉超市的价格为每股 9 元（约 1.45 美元），总价值为 43.1 亿元（约 7 亿美元）。京东商城创始人刘强东以及京东商城副总裁孙加明两人控股的两家子公司将持有永辉超市 10% 股权，从而成为永辉超市的第三大股东。

永辉在公告中表示，双方合作主要涉及四大方面：强化联盟协同、积极探索线上线下合作模式及 O2O 业务发展、仓储物流协作，以及共同挖掘互联网金融资源。双方将建立高层定期沟通机制，共同商议合作重大事项。永辉的非公开发行股票预案同时提到，“京东强大的物流能力为消费者带来良好的购物体验，未来双方将积极探索在仓储、物流、系统、人员等方面的融合。”

京东可以凭借自身所具有的物流优势，帮助永辉超市进行供应链优化，在进货、配送、销售等环节达到更好的效果，长期资本的注入可以平衡企业的财务状况，缓解财务压力，有利于营运资金的合理配置。

4. 沃尔玛吞并 1 号店

7 月 13 日，沃尔玛全球高管到达中国，召集 1 号店高层开会，宣布 1 号店联合创始人——董事长于刚与 CEO 刘峻岭已经离职。随后，7 月 23 日，沃尔玛宣布从中国平安以及 1 号店前董事长于刚、前 CEO 刘峻岭手中购买了 1 号店余下股份，全资拥有 1 号店在中国的电子商务业务，并将委任沃尔玛全球电子商务亚洲区总裁王路将执掌 1 号店。

沃尔玛官方公告称，在全资控股 1 号店后，沃尔玛计划投资加速电商业务的发展，希望为线上、移动端和实体店的顾客创造无缝联接的购物体验。同时，1 号店将会继续以现有名称运营，并将继续保持本土领导的团队。

5. 万达裁减零售业

2015 年 7 月，万达集团宣布旗下 80 多家大歌星 KTV 全面退出 KTV 领域，或被转让，或改变成餐饮、商铺等其他业态。数据显示，2014 年上半年大歌星新开业 5 家店，累计开业 86 家店，整体收入仅为 4.04 亿元。

万达百货去年完成收入 154.9 亿元，同比增长 39%，只完成调整后计划的 91%。万达百货净利润增亏 7%，亏损依旧不断扩大。此大规模“关店”意在集中处理亏损严重的门店，以及希望引入更多的体验式业态来提高万达的流量和营业额。

6. 2015 天猫双十一总交易额达到 912 亿元

按照实时数据显示，在双 11 当天阿里巴巴旗下各平台总交易额达到 912 亿元，其中在移动端交易额占比 68%，232 个国家参与进来，物流订单量 4.67 亿。

今年天猫双 11 购物狂欢节开场 1 分钟 12 秒之后，交易额冲到了 10 亿元，无线端占比为 81.82%；开场 12 分钟 28 秒之后，交易额冲到了 100 亿元，无线交易额占比 74.83%。

7. 百果园融资 4 亿元 将催化行业整合

9 月 22 日，国内规模最大的水果连锁零售企业百果园宣布完成 4 亿元 A 轮融资，这是行业内迄今为止最大的一笔融资。业内认为，低小散乱的水果零售业也将在资本的催化下开始资源整合，未来一段时间，水果行业的并购收购将频繁出现。

本次融资由天图资本领投 3.5 亿元，广发信德、前海母基金等投资机构进行了跟投。天图资本专注于消费品投资，旗下投资案例有周黑鸭、汤城小厨、小西牛、福奈特、慈铭体检等众多知名企业。本轮融资后，天图资本在百果园中的股份有 10% 以上，位居二股东位置。余惠勇称，资本不参与直接管理，主要体现在品牌建设、品牌营销上，也会参与最终决策。融资主要用于快速扩张、供应链的建设及优化、信息技术应用等。

三、2015 年批发和零售业上市公司营运资金存量及其分布状况

（一）批发和零售业上市公司营运资金存量及其分布状况总体分析

1. 行业层面

从表 22－1、图 22－1 和图 22－2 可以看出，批发和零售业营运资金 2015 年年末占用总额为 3 900.69 亿元，比去年增加 438.63 亿元；平均每家上市公司占用营运资金 27.47 亿元，比上年增加 2.56 亿元，说明该行业营运资金需求量较大，且呈增加趋势。经营活动营运资金 2015 年年末占用总额为 927.18 亿元，比上年增加 34.08 亿元；平均每家上市公司经营活动营运资金占用额为 6.53 亿元，比上年增加 0.1 亿元人民币，从总体数额来看，呈增加的趋势。金融经营活动营运资金 2015 年年末占用总额为 －4.14 亿元，比去年减少 1.83 亿元；平均每家上市公司金融经营活动营运资金占用额为 －0.03 亿元，比上年减少 0.01 亿元。投资活动营运资金 2015 年年末占用总额为 2 977.65 亿元人民币，比去年增加 406.38 亿元，占总资金的 76.33%，投资活动资金占用高；平均每家上市公司投资活动营运资金占用额为 20.97 亿元人民币，同比上升 2.47 亿元人民币。

表 22－1　　2014～2015 年批发和零售业营运资金存量及其分布状况

项目	营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用（亿元）		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用（亿元）		投资活动营运资金期末占比（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	3 462.06	3 900.69	893.10	927.18	25.80	23.77	－2.31	－4.14	－0.07	－0.11	2 571.27	2 977.65	74.27	76.34
行业平均	24.91	27.47	6.43	6.53	28.56	－3.27	－0.02	－0.03	0.03	－0.06	18.50	20.97	71.41	103.33
最大值	403.01	382.02	333.31	282.65	—	—	1.07	50.24	—	—	263.42	278.74	—	—
中位数	8.92	10.59	1.86	1.69	44.49	43.23	0.00	0.00	0.00	0.00	8.68	8.16	55.51	56.77
最小值	－47.69	－48.45	－180.73	－146.66	—	—	－2.09	－1.75	—	—	－7.02	0.03	—	—
样本量	139	142	139	142	139	142	139	142	139	142	139.00	142.00	139.00	142.00

2. 企业层面

2014～2015 年批发和零售业上市公司营运资金配置结构情况如表 22－2 所示。在表 22－2 中，2014 年和 2015 年，批发和零售业上市公司可比样本为 134 家。

从表 22－2 中可以看出，2015 年和 2014 年，经营活动营运资金占比在 0 以下的最多，分别占 40 家和 42 家，而集中在（50%～75%）和（25%～50%）区间的企业次之。2015 年和 2014 年，金融活

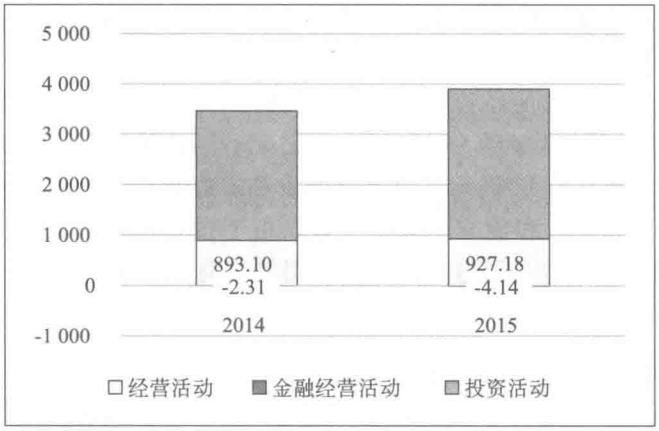


图 22 - 1　2014 ~ 2015 年批发和零售业总体营运资金存量及其分布状况

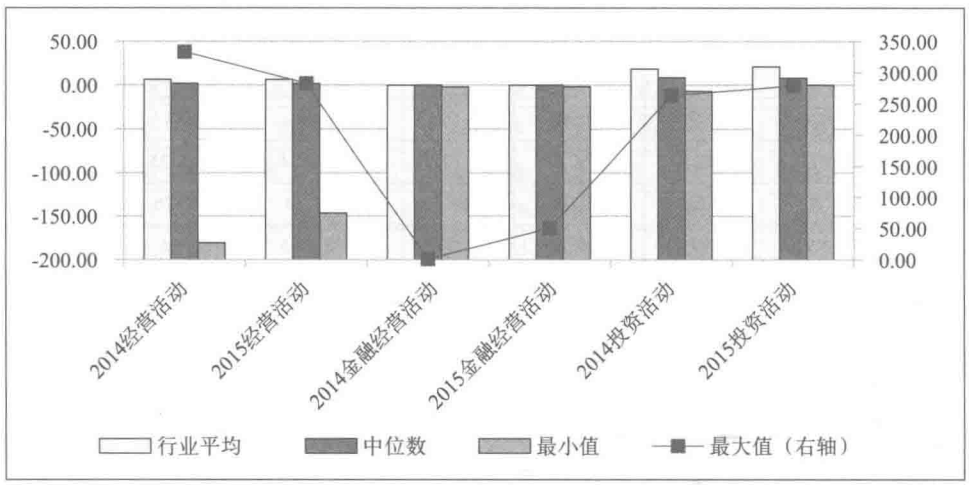


图 22 - 2　2014 ~ 2015 年批发和零售业营运资金分布统计数据

动营运资金占比集中在 0 以下的企业最多，分别达到 140 家和 136 家，在（0 ~ 25%）区间仅占 2 家和 3 家，说明几乎全部批发和零售业企业金融性活动占用营运资金比重极小。2015 年和 2014 年投资活动营运资金占比集中在 100% 以上的企业最多，分别达到 40 家和 42 家，而集中在（25% ~ 50%）和（50% ~ 75%）的企业次之。2015 年，经营性活动营运资金占比和投资活动营运资金占比集中在 0 以下和 100% 以上的上市公司比重较 2014 年均有所下降，但下降的比重均较小，说明上市公司的营运资金占比结构趋于平缓，配置结构趋于平稳。

表 22 - 2　　2014 ~ 2015 年批发和零售业上市公司营运资金分布状况分段统计表

区间（%）	按实体经营活动营运资金占比区间统计				按金融经营活动营运资金占比区间统计				按投资活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	42	30.22	40	28.17	136	97.84	140	98.59	17	12.23	13	9.15
(0, 25]	10	7.19	15	10.56	3	2.16	2	1.41	14	10.07	15	10.56
(25, 50]	24	17.27	26	18.31	0	0.00	0	0.00	32	23.02	33	23.24
(50, 75]	32	23.02	33	23.24	0	0.00	0	0.00	24	17.27	26	18.31
(75, 100]	14	10.07	15	10.56	0	0.00	0	0.00	10	7.19	15	10.56
>100	17	12.23	13	9.15	0	0.00	0	0.00	42	30.22	40	28.17
总 计	139	100	142	100	139	100	142	100.00	139	100.00	142	100.00

（二）批发和零售业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布状况

1. 行业层面

批发和零售业上市公司分渠道的经营活动资金配置结构如表 22－3 和图 22－3 所示。从采购渠道看，2015 年行业整体营运资金占用额约为－2 260.42 亿元，同比下降 12.18 个百分点；行业平均占用额为－15.92 亿元，比上年降低 1.42 亿元。2015 年批发和零售业总体采购渠道营运资金占比增加至－244%，较上一年度降低了 15%。和前文的分析一致，由于批发、零售企业掌握了终端渠道和市场，在供应链中有较强的话语权，通常会利用这一优势占用供应商资金进行扩张，使得采购渠道不仅不占用资金，还能为企业提供营运资金。

表 22－3　2014～2015 年批发和零售业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计表

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	－2 014.97	－2 260.42	848.70	797.67	2 059.37	2 389.93	893.10	927.18
	行业平均	－14.50	－15.92	6.11	5.62	14.82	16.83	6.43	6.53
	最大值	15.48	7.71	381.07	377.09	335.94	397.29	333.31	282.65
	中位数	－5.02	－4.97	－0.06	－0.33	4.04	5.48	1.86	1.69
	最小值	－313.75	－266.97	－74.53	－70.81	－52.24	－55.35	－180.73	－146.66
占比（%）	行业总体	－225.62	－243.80	95.03	86.03	230.59	257.76	—	—
	行业平均	158.37	3.97	－38.84	11.18	－19.53	84.85	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	－1.13	－6.44	9.48	8.33	58.92	73.04	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本量		139	142	139	142	139	142	139	142

从生产渠道看，行业整体营运资金占用额约为 797.67 亿元，同比下降 6.01 个百分点。批发、零售业上市公司 2015 年行业总体占比 86%，较上一年度减少 9%。受国内和国际宏观经济环境的影响，生产成本有所下降是导致生产渠道营运资金减少的重要原因。行业总体水平看，批发、零售业生产渠道营运资金占比较小，大多企业的主营商品采取购进、代销等方式，减少了生产环节的资金需要，这与批发、零售业本身的业务特点有关。

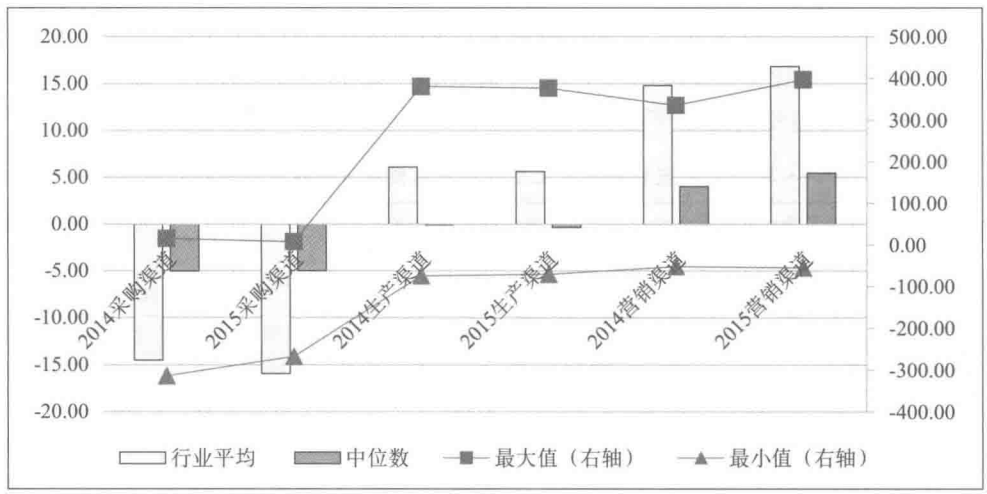


图 22－3　2014～2015 年批发和零售业经营活动各渠道营运资金分布统计数据

从营销渠道看，2015 年批发和零售行业营销渠道行业总体占比由原来的 231% 上升到 258%，这与

行业整体存货管理水平提高及物流运输业的发展有直接关系。2015 年行业整体营销渠道营运资金占用额约为 2 389.93 亿元人民币，同比增长 330.56 亿元；上市公司行业平均占用额为 16.83 亿元，比上年增加 2.01 亿元。造成营销渠道存货资金占用额增加的原因可能有以下两个因素：一方面，近期物价持续上涨，但是居民的消费能力与物价上涨速度不同步，可能会导致库存增加；另一方面，竞争日趋激烈，为了抢占市场，批发和零售业不断增设新的门店，进行促销等手段，增加了营销渠道的费用支出。

2. 企业层面

表 22－4 为 2014～2015 年批发和零售业上市公司经营活动营运资金渠道配置结构情况分段统计表。2015 年和 2014 年采购渠道营运资金占比小于零的企业分别为 76 家和 72 家，占比最大，而占比在 100% 以上的次之。绝大部分的批发和零售企业利用商业信用和本身的渠道优势，占用上游资金，降低采购成本。2015 年和 2014 年生产渠道营运资金占比小于零的企业占比最大。2015 年营销活动营运资金占比小于零的企业比 2014 年有所减少，2015 年营销渠道营运资金占比大于 100% 的企业最多。总的来看，批发和零售业上市公司采购和生产渠道营运资金占比较小，营销渠道营运资金占比较大。

表 22－4　2014～2015 年批发和零售业上市公司经营活动营运资金按渠道分布情况分段统计表

区间（%）	按采购渠道营运资金占比区间统计				按生产渠道营运资金占比区间统计				按营销渠道营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	72	51.80	76	53.52	55	39.57	62	43.66	38	27.34	30	21.13
(0，25]	9	6.47	13	9.15	35	25.18	32	22.54	15	10.79	15	10.56
(25，50]	13	9.35	11	7.75	19	13.67	19	13.38	12	8.63	12	8.45
(50，75]	13	9.35	16	11.27	9	6.47	8	5.63	10	7.19	15	10.56
(75，100]	7	5.04	5	3.52	5	3.60	9	6.34	12	8.63	8	5.63
>100	25	17.99	21	14.79	16	11.51	12	8.45	52	37.41	62	43.66
总 计	139	100	142	100	139	100	142	100	139	100	142	100

（三）批发和零售业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布状况

1. 行业层面

表 22－5 和图 22－4 为批发和零售业上市公司 2014～2015 年经营活动营运资金按要素的配置结构。从行业总体来看，存货、应收及预付款项、应付及预收款项的营运资金占用额都在增加，这主要是由于行业的总体发展，批发、零售业商品价格上涨等一系列因素作用的结果。

表 22－5　2014～2015 年批发和零售业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布总体统计表

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	3 149.40	3 026.67	2 975.33	3 589.37	5 231.63	5 688.86	893.10	927.18
	行业平均	22.66	21.31	21.41	25.28	37.64	40.06	6.43	6.53
	最大值	567.90	594.80	253.81	298.58	427.61	479.39	333.31	282.65
	中位数	7.30	6.89	6.75	8.57	18.12	15.64	1.86	1.69
	最小值	0.00	0.01	0.11	0.07	0.40	0.57	－180.73	－146.66
占比（%）	行业总体	352.64	326.44	333.15	387.13	585.78	613.57	—	—
	行业平均	－267.57	26.64	－490.72	62.42	－858.29	－10.94	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	47.01	41.66	55.71	100.43	58.98	76.35	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本数量		139	142	139	142	139	142	139	142

2015 年存货占用额为 3 026.67 亿元，较 2014 年有所下降，存货占经营活动营运资金的比例（行业总体）由 353% 降至 326%。从应收及预付款项看，2015 年这一要素营运资金行业总体金额达到 3 589.37 亿元，较 2014 年增长了 614.04 亿元，这一要素的行业总体占比由 333% 增至 387%。批发和零售业 2015 年行业总体增加了下游资金被占用的压力，应收及预付款项的增长很大程度上降低企业营运资金的活力，增加了自身发展的资金压力。从应付及预收款项看，2015 年这一要素营运资金行业总体金额为 5 688.86，较 2014 年增长了 457.23 亿元，行业平均占比从 2014 年的 -858% 上升到 -11%。宏观经济形势回暖，供应商之间的竞争压力有所缓解，使得批发、零售业企业对于上游资金的占用有所下降。综合来看，存货的占比和绝对额都有所下降，应收及预付款项和应付及预收款项的占比和绝对额都呈现增长的趋势。

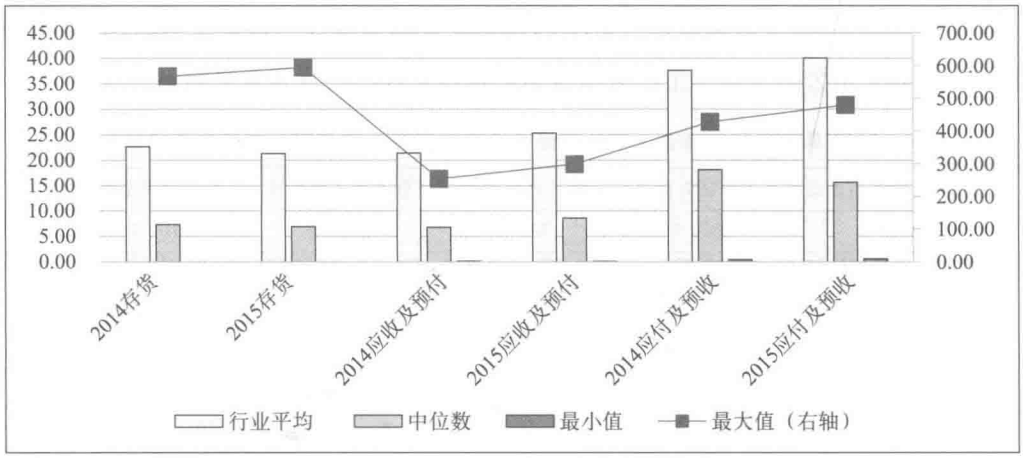


图 22 -4　2014 ~ 2015 年批发和零售业经营活动各要素营运资金分布统计数据

2. 企业层面

表 22 -6 为 2014 ~ 2015 年批发和零售业上市公司经营活动营运资金要素配置结构情况分段统计表。2015 年和 2014 年存货占比分布基本一致，都是小于等于 0 的企业数最多，大于 100% 的企业数次之。从应收及预付款项占比区间来看，2015 年与 2014 年应收及预付款项占比分布区间基本一致，大于 100% 的企业数最多，占比小于 0 的企业数次之。从应付及预收款项占比区间来看，2014 年与 2013 年应付及预收款项占比分布区间变化不大，都是大于 100% 的企业数最多，占比小于等于 0 的企业数次之。批发和零售业上市公司经营活动营运资金要素配置结构的两级分化分布，说明行业内不同企业间营运资金管理水平差距较大。

表 22 -6　2014 ~ 2015 年批发和零售业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布分段统计表

区间（%）	按存货占比区间统计				按应收及预付款项占比区间统计				按应付及预收款项占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	58	41.73	53	37.32	58	41.73	53	37.32	58	41.73	53	37.32
(0, 25]	5	3.60	9	6.34	7	5.04	4	2.82	2	1.44	3	2.11
(25, 50]	9	6.47	12	8.45	3	2.16	5	3.52	6	4.32	8	5.63
(50, 75]	14	10.07	18	12.68	6	4.32	5	3.52	7	5.04	7	4.93
(75, 100]	12	8.63	11	7.75	8	5.76	4	2.82	6	4.32	7	4.93
>100	41	29.50	39	27.46	57	41.01	71	50.00	60	43.17	64	45.07
总 计	139	100	142	100	139	100	142	100	139	100	142	100

四、2015 年批发和零售业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析

（一）批发和零售业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额分析

从行业总体来看，2015 年经营活动营运资金占用水平为 0.04，比 2014 年有所下降，变化率为 -56.77%。从行业均值来看，经营活动营运资金占用水平由 2014 年的 0.08 下降为 2015 年的 0.07，如表 22 -7 所示。

表 22 -7　　2014 ~ 2015 年批发和零售业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额

项　目	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约额（亿元）
	2014 年	2015 年	
行业总体	0.05	0.04	-56.77
行业平均	0.07	0.08	—
最大值	0.95	1.35	—
中位数	0.06	0.08	—
最小值	-0.81	-0.72	—
样本量	139	142	—

（二）批发和零售业上市公司分渠道的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

批发和零售业分渠道的营运资金周转期如表 22 -8 所示。2015 年批发和零售业采购渠道营运资金周转期为 -21 天，比 2014 年缩短 1 天，采购渠道营运资金管理绩效有所上升。从各细分行业来看，批发业采购渠道营运资金周转期由 2014 年的 -2 天缩短为 -6 天，零售业采购渠道营运资金周转期基本不变，行业整体营运资金管理绩效水平有所上升。

表 22 -8　　2014 ~ 2015 年批发和零售业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	采购渠道营运资金周转期		生产渠道营运资金周转期		营销渠道营运资金周转期		经营活动营运资金周转期（按渠道）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
批发业	-2.2	-6.2	26.8	27.3	24.8	26.4	49.4	47.5
零售业	-40.5	-39.8	-1.4	-5.3	15.1	21.0	-26.7	-24.12
农业	0.0	20.6	0.0	8.4	0.0	35.7	0.0	64.69
燃气生产和供应业	-41.3	51.4	6.5	-37.0	2.3	36.3	-32.2	50.8
石油和天然气开采业	-27.2	20.0	348.8	281.5	-33.6	-215.3	288	86.1
行业整体	-19.7	-21.1	14.6	13.3	20.1	23.9	15.1	16.1

2015 年批发和零售业生产渠道营运资金周转期为 13 天，比 2014 年减少 2 天，生产渠道营运资金管理绩效有所上升。从各细分行业来看，批发业生产渠道营运资金周转期基本不变，2014 年与 2015 年均为 27 天。零售业生产渠道营运资金周转期由 2014 年的 -1 天缩短为 2015 年 -5 天。总的来看，绩效管理水平有所上升。横向对比，批发业的生产渠道营运资金周转期比零售业长。从批发业和零售业的经营特点看，该行业的企业一般无生产制造过程，生产渠道占用的营运资金较少。

2015 年批发和零售业营销渠道营运资金周转期为 24 天，比 2014 年增加了 4 天。从各细分行业来看，批发业的营销渠道营运资金周转期为 26 天，比 2014 年增加了 1 天。零售业的营销渠道营运资金周转期为 21 天，比 2014 年增加了 6 天。2015 年批发和零售业的营销渠道营运资金周转绩效均有一定幅度的下降，这可能是因为销售疲软导致的成品存货周转期与因竞争压力增加导致的预收账款周转期变短、应收帐款（票据）周转期变长等原因所导致。

2015 年批发和零售业经营活动营运资金周转期（按渠道）为 16 天，比 2014 年增加了 1 天，经营活动营运资金周转期（按渠道）管理绩效有所下降。从各细分行业来看，批发业 2015 年的经营活动营运资金周转期（分渠道）为 48 天，与 2014 年相比减少了 1 天。零售业 2015 年的经营活动营运资金周转期（分渠道）为 -24 天，与 2014 年相比增加了 3 天。总的来看，经营活动营运资金（按渠道）管理绩效下降，主要原因可能是由于营销渠道营运资金管理绩效下降。

2011 ~ 2015 年批发和零售业各渠道营运资金周转期如表 22 - 9 和图 22 - 5 所示。2011 ~ 2015 年，批发、零售业经营活动营运资金周转期（按渠道）总体呈现上升趋势，2011 年为 1 天，2015 年为 16 天，经营活动营运资金管理绩效呈现降低的发展态势。具体来说，2011 ~ 2015 年采购渠道营运资金周转期呈先下降后上升，再下降的趋势，由 2011 年的 -30 天下降到 2012 年的 -32 天，2013 年回升为 -17 天，2015 年又下降为 -21 天。生产渠道营运资金周转期 2011 ~ 2013 年呈总体持平，2014 年上浮，2015 年有所下降。营销渠道营运资金周转期呈先上升后下降再上升的趋势，由 2011 年的 22 天上升到 2012 年的 24 天，2013 年回落为 16 天，2015 年上升到 24 天。

表 22 - 9　　2011 ~ 2015 年批发和零售业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
采购渠道营运资金周转期	-30.00	-32.00	-17.00	-19.7	-21.1
生产渠道营运资金周转期	9.00	11.00	10.00	14.6	13.3
营销渠道营运资金周转期	22.00	24.00	16.00	20.1	23.9
经营活动营运资金周转期（按渠道）	1.00	3.00	9.00	15.1	16.1

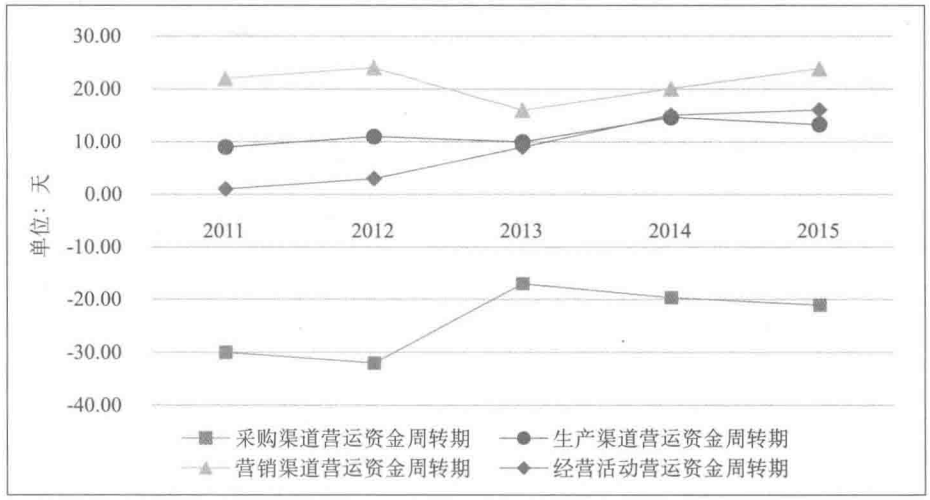


图 22 - 5　2011 ~ 2015 年批发和零售业经营活动各渠道营运资金周转期变化趋势

2. 企业层面

如表 22 - 10 所示，从采购渠道营运资金周转期看，2015 年批发和零售业中有 51 家企业采购渠道营运资金管理绩效比 2014 年有所改善，占该行业可比样本的 38.35%；43 家企业采购渠道营运资金管理绩效基本不变，占可比样本的 32.33%；39 家企业采购渠道营运资金管理绩效有所下降，占可比样本的 29.32%。

从生产渠道营运资金周转期看，2015 年批发和零售业中有 62 家企业生产渠道营运资金管理绩效比 2014 年有所改善，占该行业可比样本的 46.62%；25 家企业生产渠道营运资金管理绩效基本不变，占可比样本的 18.80%；46 家企业生产渠道营运资金管理绩效有所下降，占可比样本的 34.59%。

从营销渠道营运资金周转期看，2015 年批发和零售业中有 31 家企业营销渠道营运资金管理绩效比 2014 年有所改善，占该行业可比样本的 23.31%；33 家企业营销渠道营运资金管理绩效基本不变，

占可比样本的 24.81%；69 家企业营销渠道营运资金管理绩效有所下降，占可比样本的 51.88%。

从经营活动营运资金周转期（按渠道）看，2015 年批发和零售业中有 41 家企业经营活动营运资金管理绩效比 2014 年有所改善，占该行业可比样本的 30.83%；31 家企业采购渠道营运资金管理绩效基本不变，占可比样本的 23.31%，61 家企业采购渠道营运资金管理绩效有所下降，占可比样本的 45.86%。

表 22－10　　2014～2015 年批发和零售业各渠道经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短（家）	51	62	31	41
	缩短占比（%）	38.35	46.62	23.31	30.83
	基本不变（家）	43	25	33	31
	基本不变占比（%）	32.33	18.80	24.81	23.31
	延长（家）	39	46	69	61
	延长占比（%）	29.32	34.59	51.88	45.86
可比样本总数		133			

（三）批发和零售业上市公司分要素的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

批发和零售业 2014～2015 年各要素周转期如表 22－11 所示。

2015 年批发和零售业存货周转期为 53 天，比 2014 年少 5 天。从细分行业来看，批发业的存货周转期由 2014 年的 64 天减少至 2015 年的 60 天，零售业由 2014 年的 48 天降至 2015 年的 43 天。相对于其他行业，批发和零售贸易业一般赊销金额较少，相应的应收帐款周转较快。2015 年批发、零售业应收帐款周转期为 27 天，比 2014 年增加 2 天，增加幅度较大，应收账款管理水平降低。从细分行业来看，零售业应收帐款周转期由 2014 年的 19 天增加至 2015 年的 22 天，批发业应收帐款周转期由 2014 年的 30 天增加至 2015 年的 31 天。2015 年批发和零售业应付账款周转期为 55 天，同 2014 年相比增加了 1 天。其中，批发业的应付账款周转期为 41 天，与 2014 年相比多出 2 天，而零售业的应付账款周转期为 71 天，比 2014 年减少 1 天。2015 年经营活动营运资金周转期（按要素）为 26 天，比 2014 年减少 2 天。其中，批发业的经营活动营运资金周转期（按要素）为 50 天，比 2014 年减少 5 天，零售业营运资金周转期为－6 天，比 2014 年减少了 1 天。

表 22－11　　2014～2015 年批发和零售业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	存货周转期		应收账款周转期		应付账款周转期		经营活动营运资金周转期（按要素）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
批发业	64.1	59.8	29.5	31.2	38.5	41.2	55.2	49.8
零售业	48.4	43.3	19.2	21.8	72.7	71.0	－5.1	－5.9
农业	0.0	34.9	0.0	34.6	0.0	26.9	0.0	42.6
燃气生产和供应业	3.4	20.0	5.1	40.6	46.7	17.2	－38.2	43.4
石油和天然气开采业	497.3	434.7	19.9	28.0	155.2	97.5	361.9	365.2
行业整体	57.8	53.0	24.8	27.1	54.2	54.5	28.4	25.6

2011～2015 年批发和零售业各要素营运资金周转期如表 22－12 和图 22－6 所示。2011～2015 年应收账款周转期呈逐年增长趋势。应收账款周转期从 2011 年的 14 天增长到 2015 年的 27 天。存货周转期呈先上升后下降的趋势，从 2011 年的 46 天上升到 2012 年的 49 天，2013 年稳定在 49 天而后 2014 年上升到 58 天，2015 年下降到 53 天。应付账款周转期由 2011 年的 47 天上升到 2012 年、2013 年的 49 天，2014 年、2015 年均为 54 天。

表 22－12　　2011～2015 年批发和零售业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
存货周转期	46.00	49.00	49.00	57.8	53.0
应收账款周转期	14.00	16.00	21.00	24.8	27.1
应付账款周转期	47.00	49.00	49.00	54.2	54.5
经营活动营运资金周转期（按要素）	13.00	16.00	21.00	28.4	25.6

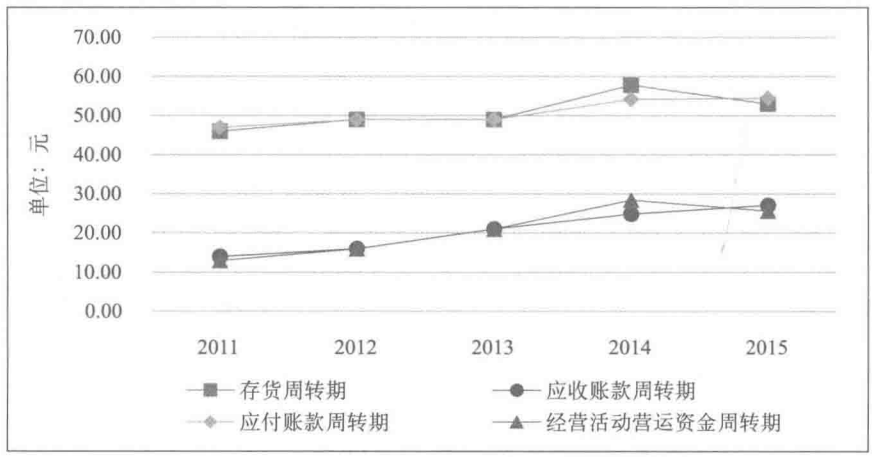


图 22－6　2011～2015 年批发和零售业经营活动各要素营运资金周转期变化趋势

2. 企业层面

如表 22－13 所示，2015 年批发和零售业存货周转绩效改善的企业数量为 42 家，占可比样本的 31.58%，绩效降低的企业数量 28 家，占样本总数的 21.05%，绩效基本不变的企业数量为 63 家，占样本总数的 47.37%。存货周转受原材料、存货管理水平、生产效率、销售渠道和环境因素等因素的影响，另外还受到经销商自身资金、居民收入水平及相关政策影响。从改善的企业数小于基本不变和下降的企业数之和可以看出，综合的不利因素导致多数企业存货周转效率较低，说明企业面临比较大的压力，对存货管理提出了很高的要求，企业应该引起重视。

2015 年批发和零售业应收账款周转绩效改善的企业数量为 33 家，占可比样本的 24.81%，绩效降低的企业数量 54 家，占样本总数的 40.60%，绩效基本不变的的企业数量为 46 家，占样本总数的 34.59%。

2015 年批发和零售业应付账款周转绩效改善的企业数量为 39 家，占可比样本的 29.32%，绩效降低的企业数量 33 家，占样本总数的 24.81%，绩效基本不变的的企业数量为 61 家，占样本总数的 45.86%。

表 22－13　　2014～2015 年批发和零售业各要素经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
周转期变化统计	缩短（家）	42	33	39	41
	缩短占比（%）	31.58	24.81	29.32	30.83
	基本不变（家）	63	46	61	52
	基本不变占比（%）	47.37	34.59	45.86	39.10
	延长（家）	28	54	33	40
	延长占比（%）	21.05	40.60	24.81	30.08
可比样本总数		133			

从要素视角看，2015 年批发和零售业上市公司中有 41 家经营活动营运资金管理绩效好于 2014 年，40 家上市公司比去年有所下降，52 家与去年相比基本不变，经营活动营运资金管理绩效（按要素）上升、下降的企业数量基本持平，说明了批发、零售业上市公司整体营运资金管理水平基本稳定。

五、2015 年批发和零售业上市公司资金回报分析

表 22 - 14 为 2014 ~ 2015 年批发和零售业上市公司资金回报率统计分析表，从中分析可知，2015 年行业总体的总资金回报率为 7.19%，经营活动资金回报率为 8.33%，金融经营活动资金回报率为 17.54%，相比 2014 年的 8.81%，12.27%，22.24% 均有不同程度的下降，2015 年的投资活动资金回报率为 5.88%，相比 14 年的 5.13% 上升了 0.75 个百分点。

表 22 - 14　　2014 ~ 2015 年批发和零售业上市公司资金回报率统计分析表　　单位：%

项目	总资金回报率		经营活动资金回报率		金融经营活动资金回报率		投资活动资金回报率	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	8.81	7.19	12.27	8.33	22.24	17.54	5.13	5.88
行业平均	8.88	8.11	656.89	-34.73	17.87	23.34	5.68	4.78
最大值	53.43	3.52	90 029.97	315.76	94.77	172.20	56.31	45.10
中位数	8.52	8.05	10.94	10.44	0.00	0.00	1.99	2.22
最小值	-61.51	-36.51	-413.31	-6 963.27	0.00	0.00	-24.70	-16.73
样本量	139	142	139	142	11	15	139	142

注：金融经营活动资金回报率统计样本以本行业内金融经营活动资金不为 0 的企业家数为准。

1. 总资金回报率

从行业的总资金回报率来看，2015 年批发和零售业总体的总资金回报率为 7.19%，较 2014 年下降了 1.62 个百分点。从行业平均值来看，2015 年的行业总资金回报率为 8.11%，较 2014 年减少了 0.77 个百分点。从这一数据可以看出，行业总体的总资金回报率呈现下降趋势。图 22 - 7 具体呈现了行业内样本企业的总资金平均余额情况及其对应的总资金回报率。从图中可以看到，大部分企业的总资金平均余额都大部分集中在 1 000 ~ 10 000 百万元之间，而其资金回报率处于 0 到 20% 的区间内，总资金回报率最高的企业也没有超过 40%。总资金回报率最小的企业仅为 -36.51%。

2. 经营活动资金回报率

从表 22 - 14 可以看出，2015 年批发和零售业总体的经营活动资金回报率为 8.33%，较 2014 年下降了 3.94 个百分点。从行业平均值来看，2015 年批发、零售业的经营活动资金回报率为 -34.73%，较 2014 年下降了 691.62 个百分点，下降幅度巨大。由以上数据可以看出，2015 年批发和零售业总体的经营活动资金管理绩效有所下降，且行业内部分企业的经营活动资金管理绩效有了较大幅度的下降，从而使得行业平均经营活动资金回报率的大幅下降。从图 22 - 8 可以看到，批发和零售业大部分企业的本期经营活动资金占用平均值处于 10 000 百万元以内，资金回报率在基本维持在低位。

究其原因，是由于批发和零售行业的现销模式使企业日常经营拥有大量的现金流量，同时，为了满足众多分散的消费者的需求，批发和零售企业特别是零售企业往往通过大量铺设网点的方式来吸引消费者，然而开设门店需要资金支持。物价的持续上涨和市场竞争程度日趋激烈，导致营销渠道营运资金占用增加。国民经济增速换挡将进入新常态，供给侧改革的推进将反映在社会消费品消费结构的优化上。在零售行业里面，反映在数据就是销售收入增速的放缓，而使得经营活动资金回报率降幅巨大。

3. 金融经营活动资金回报率

2015 年批发和零售行业行业总体的金融经营活动资金回报率为 17.54%，较 2014 年下降了 4.7 个百分点。从行业平均值来看，2015 年批发和零售业的金融经营活动资金回报率为 23.34%，较 2014 年上升了 5.47 个百分点。由以上数据可以看出，2015 年批发、零售业总体金融经营活动资金管理绩效有

所下降，且行业内个别企业的金融活动资金管理绩效有了较大幅度的上升，从而使得行业平均金融经营活动资金回报率上升。从图 22－9 中可以看出，存在金融经营活动的社会服务业企业数量较少，仅有 10 家，因而容易造成样本数据的大幅波动。从 2015 年的数据来看，有两家企业的资金回报率明显超过其他家企业超过 120%，而其他 3 家企业的资金回报率均处于 30% 以下。

4. 投资活动资金回报率

2015 年批发和零售业总体的投资活动资金回报率为 5.88%，较 2014 年上升了 0.75 个百分点。从行业平均值来看，2015 年批发和零售业的投资活动资金回报率为 4.78%，较 2014 年下降了 0.5 个百分点，。由此可见，2015 年批发和零售业总体的投资活动资金管理绩效有所上升，但行业内部分企业的投资活动资金管理绩效有了一定的恶化，从而带动了行业平均经营活动资金回报率的略有下降。从图 22－10 可以看出，2015 年批发和零售业企业的投资活动资金占用平均值多位于 100 百万元到 10 000 百万元的区间内，而资金回报率多处于 0～10% 的范围内。此外，将投资活动与经营活动的资金回报率进行对比可以发现，目前批发和零售业的投资活动资金回报率远高于经营活动，可见，该行业经营活动的营运资金管理绩效高于投资活动。

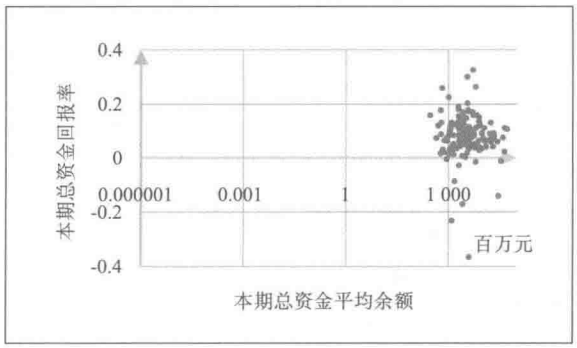


图 22－7　2015 年批发和零售业上市公司总资金占用与总资金回报率散点图

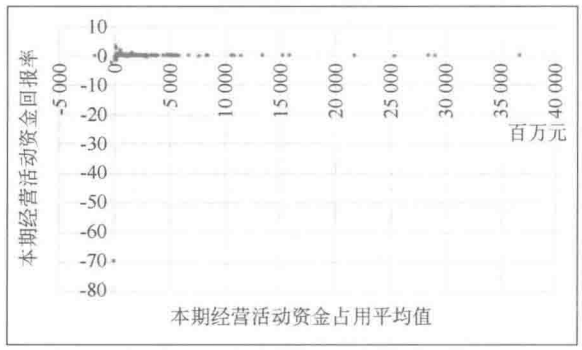


图 22－8　2015 年批发和零售业上市公司经营活动资金占用与经营活动资金回报率散点图

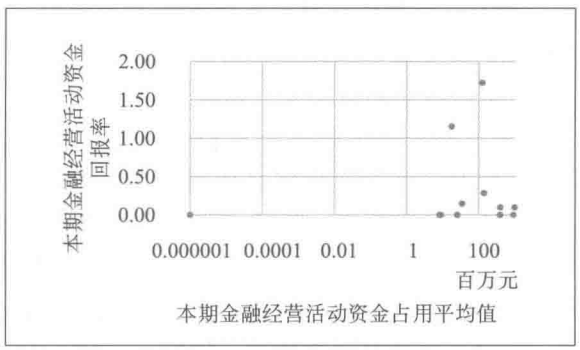


图 22－9　2015 年批发和零售业上市公司金融经营活动资金占用与经营金融活动资金回报率散点图

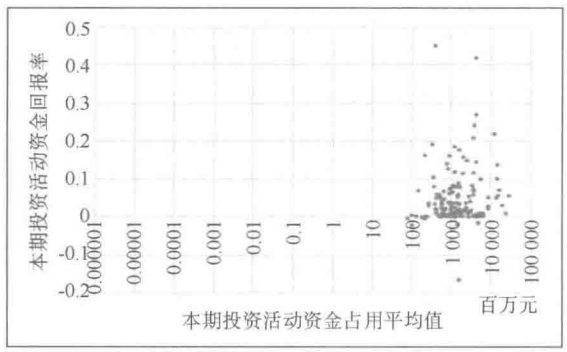


图 22－10　2015 年批发和零售业上市公司投资活动资金占用与投资活动资金回报率散点图

六、2015 年批发和零售业上市公司融资结构与财务风险分析

（一）总资金融资结构与长期财务风险分析

1. 行业层面

从企业的总资金融资结构可以看出企业所面临的长期财务风险。如表 22－15、图 22－11 和图 22－12 所示，从行业总体看，2015 年借入资金占比为 39.68%，自有资金占比为 60.32%，说明企业总资金主要来源于股东投资，长期财务风险不大，与 2014 年相比，借入资金占比基本持平，上升不到 1 个百分点，说明行业内长期财务风险稳中有升。2015 年借入资金占比的最大值与最小值差值较比

2014 年有所减少，说明行业内总资金融资结构差异在减小。从行业平均水平来看，批发和零售业总资金融资结构呈现出借入资金“退”而自有资金“进”的局面。

表 22－15　　2014～2015 年批发和零售业总资金融资结构与财务杠杆统计分析表

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末	2014 年	2015 年
行业总体	40.46	39.68	59.54	60.32	1.31	1.45
行业平均	33.92	28.96	62.90	68.21	2.04	1.44
最大值	578.35	101.86	99.99	100.00	50.56	10.95
中位数	28.76	24.27	68.52	72.25	1.13	1.11
最小值	0.00	0.00	－525.30	－2.25	－3.39	－5.87
样本量	139	142	139	142	39	142

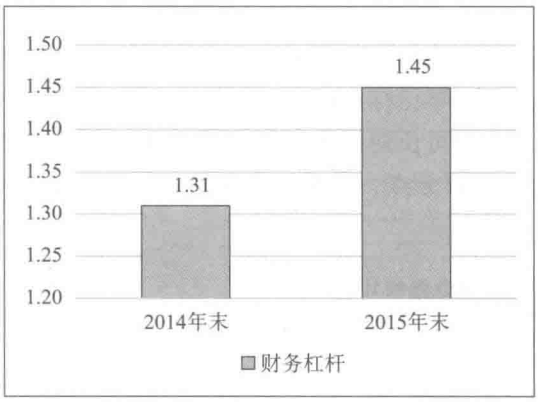


图 22－11　2014～2015 年批发和零售业上市公司总资金融资结构

图 22－12　2014～2015 年批发和零售业财务杠杆

2. 企业层面

由表 22－16 可知，2015 年借入资金占比在 0 到 50% 之间的企业家数为 101 家，占比 71.13%，说明该行业大部分上市公司长期财务风险较低。通过 2 年对比来看，发现 2014 年与 2015 年借入资金占比无较大变化，说明该行业总资金融资结构稳定。由图 22－13 可知，2015 年借入资金占比大多数分布在（0，0.8］范围内，净资产在 10 000 百万元以下。

表 22－16　　2014～2015 年批发和零售业总资金融资结构分段统计表

比例区间（%）	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	8	5.76	10	7.04	1	0.72	1	0.70
（0，25］	58	41.73	61	42.96	8	5.76	9	6.34
（25，50］	37	26.62	40	28.17	32	23.02	24	16.90
（50，75］	29	20.86	24	16.90	37	26.62	43	30.28
（75，100］	6	4.32	6	4.23	61	43.88	65	45.77
>100	1	0.72	1	0.70	0	0.00	0	0.00
总计	139	100	142	100	139	100	142	100

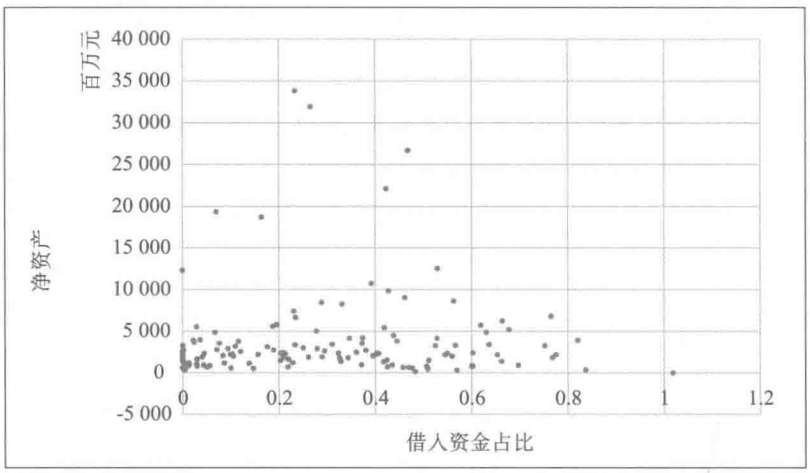


图 22－13　2014～2015 年批发和零售业上市公司借入资金占比与净资产散点图

财务杠杆是指在企业的资金总额中，由于使用利率固定的债务资金而对企业主权资金收益产生的重大影响。财务杠杆的高低反映了企业财务风险的大小。2015 年，行业内财务杠杆在 1～1.5 之间的公司有 62 家，占比 43.66%，说明该行业超过一半以上的上市公司长期财务风险较低。2015 年，行业内有 12 家上市公司财务杠杆不低于 3，较 2014 年下降了 0.9 个百分点，说明批发和零售行业中长期风险较高的企业比例正在下降（见图 22－14 和表 22－17）。

表 22－17　　2014～2015 年批发和零售业财务杠杆分段统计表

比例区间	财务杠杆			
	2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）
[1，1.5）	60	43.17	62	43.66
[1.5，2）	15	10.79	19	13.38
[2，3）	10	7.19	9	6.34
≥3	13	9.35	12	8.45
总计	139	100	142	100

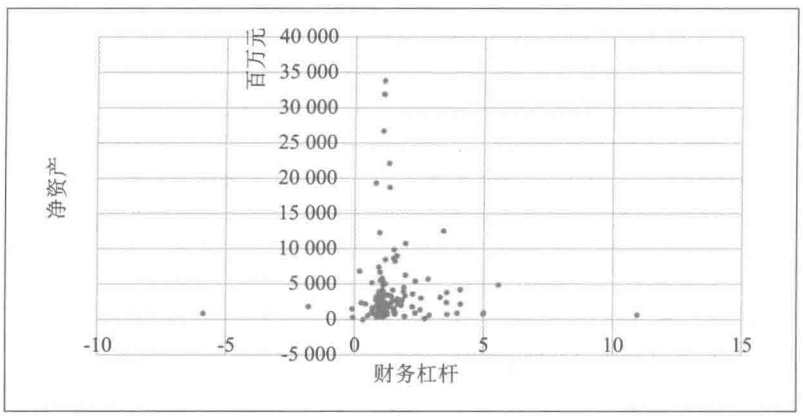


图 22－14　2015 年批发和零售业上市公司财务杠杆与净资产散点图

（二）营运资金融资结构与短期财务风险分析

1. 行业层面

从营运资金的来源情况可以看出企业所面临的财务风险。如表 22－18 和图 22－15 所示，从行业

总体看，2015 年短期金融性负债占比 62.17%，与上年相比有所下降，说明营运资金主要来源于短期金融性负债，行业的短期财务风险较大。从行业平均水平来看，2015 年短期金融性负债较去年增加约 50 个百分点，这可能是受行业内极值的影响。2015 年短期金融性负债行业最大值高达 2 331.21%，远大于 100%，该上市公司短期金融性负债不仅用于满足营运资本融资需求，还为长期资产融资提供支持。2015 年短期金融负债占比的最大值与最小值差值比 2014 年有所增加，说明行业上市公司间融资结构差异加大。

表 22－18　　2014～2015 年批发和零售业营运资金融资结构统计分析表　　单位：%

项目	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
行业总体	64.41	62.17	35.59	37.83
行业平均	16.12	65.64	83.88	34.36
最大值	713.59	2 331.21	3 237.05	484.26
中位数	31.23	37.94	68.77	62.06
最小值	－3 137.05	－384.26	－613.59	－2 231.21
样本量	139	142	139	142

图 22－15　2014～2015 年批发和零售业营运资金融资结构

2015 年该行业总体短期金融负债占比 62.17，比 2014 年的 64.41% 下降了 2.24 个百分点。2015 年行业总体营运资本占比 37.83%，比 2014 年的 35.59% 有所上升。相比 2014 年，营运资金部分由短期金融负债转为营运资本提供，财务风险下降，但是变动比例不大，行业总体财务风险仍处于较高水平。

2. 企业层面

由表 22－19 分析可见，2015 年短期金融性负债占比≤0 及＞100% 的企业数量合计为 47 家，占比达 33.10%，该部分企业融资结构极不合理。其中，短期金融性负债占比大于 100% 的企业，存在短借长投的现象，甚至全部的短期金融性负债也不能满足长期资产的融资需求，长期资产还需通过营业活动进行筹资，融资来源十分不稳定，财务风险巨大；短期金融性负债占比介于 0～100% 之间的企业数量为 95 家，占比 66.90%，说明行业大部分上市公司融资结构相对合理，其中短期金融性负债占比介于 0～50% 之间的企业数量为 62 家，占比 43.66%，短期财务风险较低；短期金融性负债占比介于 50%～100% 之间的企业数量为 33 家，占比 23.24%，而 2014 年同区间的企业数量为 32 家，占比 23.02%，说明行业内企业短期财务风险处于比较稳定的状态。

从图 22－16 的散点图上看，企业多集中在短期金融性负责占比 0～25% 之间，净资产在 0～500 亿元之间，企业靠营运资本筹资即可获得大部分营运资金。

表 22－19　　2014～2015 年批发和零售业营运资金来源结构分段统计表

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	25	17.99	25	17.61	19	13.67	22	15.49
(0，25]	40	28.78	40	28.17	16	11.51	11	7.75
(25，50]	23	16.55	22	15.49	16	11.51	22	15.49
(50，75]	16	11.51	22	15.49	23	16.55	22	15.49
(75，100]	16	11.51	11	7.75	49	35.25	52	36.62
>100	19	13.67	22	15.49	16	11.51	13	9.15
总计	139	100	142	100	139	100	142	100

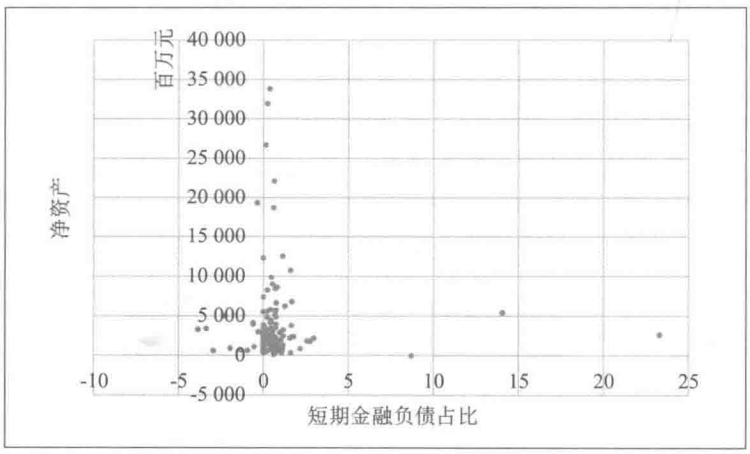


图 22－16　2015 年批发和零售业上市公司短期金融性负债占比与净资产散点图

七、2015 年批发和零售业上市公司营运资金管理绩效排行榜

本部分分别按“经营活动营运资金周转期（按要素）”和“经营活动营运资金周转期（按渠道）”进行排名，考察批发零售业上市公司营运资金管理绩效。在对上市公司营运资金管理绩效进行排名时，剔除了财务数据异常的公司，详见附录一。

八、2015 年批发和零售业上市公司营运资金管理典型案例

（一）津劝业基本情况概述

天津劝业场（集团）股份有限公司（以下简称“公司”或“本公司”）前身是天津劝业场，1992 年 4 月经批准进行股份制改制。1994 年 1 月 28 日公司股票在上海证券交易所上市。公司于 2006 年 8 月 25 日完成股权分置方案的实施，股权分置改革完成后所有股份即 416 268 225 股均为流通股，截至 2010 年 12 月 31 日公司股份全部为无限售条件流通股。2015 年全年公司共实现营业收入 500 502 928.77 元。报告期内，经营活动营运资金周转绩效绩效排名位列第一。

公司所属行业为零售业，经营范围是商业、各类物资的批发及零售；洗染、摄影；其他居民服务；日用品修理；信息咨询；改制、维修旧金饰品；仓储（危险品除外）；汽车（不含小轿车）的销售；进出口业务；烟零售；验光配镜；以下范围限分支机构经营：接待文艺演出；汽车货运；歌舞厅、台球、保龄球；乙类非处方药；从事广告业务；房屋租赁；药品、保健食品、食品销售；餐饮（以上经营范围涉及行业许可的凭许可证件，在有效期内经营，国家有专项专营规定的按规定办理）

（二）津劝业营运资金周转绩效分析

从表 22－20 来看，津劝业采购渠道、生产渠道和经营活动营运资金周转期，近 3 年来均为负值，

远远小于行业平均水平。2013 年至今各渠道行业平均水平呈现上涨趋势，但津劝业的营运资金周转期有所缩短，其经营活动营运资金周转期（按渠道）行业排名第一，可见其很好地利用了渠道的优势为生产经营和企业发展服务。

表 22 - 20　　2013 ~ 2015 年津劝业及行业平均营运资金周转期指标（按渠道）　　单位：天

指标	采购渠道	生产渠道	营销渠道	经营活动
2013 年	- 143	- 28	18	- 154
2014 年	- 236	- 60	30	- 265
2015 年	- 236	- 60	30	- 265
2013 年行业平均水平	- 17	10	16	9
2014 年行业平均水平	- 20	15	20	15
2015 年行业平均水平	- 20	21	22	23

从采购渠道来看，周转期自 2013 ~ 2015 年呈现出逐年降低的趋势，说明采购渠道和生产渠道营运资金管理绩效在持续提升，均保持着负值；从营销渠道来看，2014 年较 2013 年增长了近 1 倍，2015 年与 2014 年持平，但仍然高于同年行业平均水平。一方面可能是该公司的营运资金管理绩效良好，另一方面该公司供应链管理效果显著，很好地利用了上下游资金促进企业发展，采购渠道的优势对于整个资金链条管理贡献明显，因此经营活动营运资金的周转期很低。

该公司存货和应收账款周转期较低，而应付账款周转期则过高。存货周转期较行业平均有明显优势，应收账款也具有行业比较优势，应付账款周转期，2014 年较 2013 年有明显的上升，达行业平均的近 5 倍，2015 年与 2014 年持平，见表 22 - 21。主要是由于批发和零售行业控制着整条供应链上终端的渠道市场，而成为商业信用的主要获得者，可以利用其渠道优势限定较长的交易结算时间差，利用应付账款和预收账款进行商业信用融资，在出售商品实现资金回流后，并不及时偿还货款，而按照事先约定的“账期”或“回款期”延期付款，占用供应商的资金，同时通过发行消费券、预付卡等方式预先收取客户货款，而后再向顾客提供商品或服务。鼓励占用供应商规模越来越大，时间越来越长，将商业信用的利用发挥到极致，极大地降低了企业的营运资金运营成本，提高资金管理效率，对企业的快速发展起着重要的作用，该公司位列经营活动营运资金排行榜（按要素）第一。

表 22 - 21　　2013 ~ 2015 年津劝业及行业平均营运资金周转期指标（按要素）　　单位：天

指标	存货	应收账款	应付账款	现金周转期
2013 年	15	18	160	- 130
2014 年	18	21	247	- 208
2015 年	18	21	247	- 208
2013 年行业平均水平	49	21	49	21
2014 年行业平均水平	58	25	54	28
2015 年行业平均水平	73	30	58	45

虽然这在一定程度上有助于经营活动营运资金管理绩效的提高，但是过高的应付账款会给公司带来一定的财务风险，因此公司仍然需要对应付账款加强管理，适当加快结算，并通过其他融资手段多元化组合，降低风险。

（三）营运资金管理特色总结

1. 采购渠道营运资金绩效突出，供应链管理效果明显

公司进一步加强对产品供应链的整合管理，全面优化供应链全流程管理，提升订单排产和调整的快速反应能力。公司与生产、加功能力强、质量优良的生产、加工厂建立长期共赢的战略合作伙伴关系，集中产品主力种类、增加单品采购深度以获得有效的规模议价空间，并持续推进海外采购布局，

以获得产能和成本优势。可见公司近年来始终致力于打造与供应商的良好合作关系，加强内部管理，从而促进采购渠道营运资金管理效率不断提升，很好的利用下游的资金促进企业的发展，采购渠道的优势对于整个资金链条的贡献明显。

2. 重视品牌建设，依托购物中心增强吸引力和凝聚力，加快集团资金周转

品牌专业化，服务优质化，经营专业化，以满足个性化需求及业态结构调整。在充分利用百年老店的名号的同时，拓宽品牌类型，满足不同层次消费需求。引导零售企业合理集聚，形成层次清晰、各具特色的商业街区，增强企业集聚、业态融合发展的带动辐射效应。随着各购物中心的吸引力和聚客力的明显增强，不仅增加集团经营利润，还促进集团内部资金周转速度。

3. 面对 O2O 趋势和企业无店铺发展方向，营销渠道面临更大的挑战

随着网上购物日益普遍，批发零售企业所具有的控制整个供应链终端渠道市场的优势受到了挑战。对于企业来说，原有针对零散消费者的销售模式更多采用的是现款现货，而对于网上购物，消费者在通过类似于支付宝、微信等支付平台下单付款后，直到消费者确认收货之后甚至更久的时间，各支付平台才会将货款支付给企业，这种支付方式很大程度地占用了企业的资金，降低了营运资金的使用效率。供应商也可以以低成本在淘宝、京东等购物平台开设网店，通过网店直接向最终消费者销售产品，这种方式不仅提高了企业的资金占用成本，也对经营状况带来了不利影响。

九、2015 年批发和零售业上市公司营运资金管理调查结论与建议

（一）调查结论

1. 批发和零售业营运资金总体占用以投资活动为主

从配置结构来看，2015 年年末营运资金占用约 3 900.69 亿元，其中投资活动营运资金期末占用约 2 977.65 亿元，占比约 76.34%。2014 年年末营运资金占用约 3 461.36 亿元，其中投资活动营运资金期末占用约 571.27 亿元，占比约 74.29%。2015 年年末和 2014 年年末配置给经营活动营运资金的比例分别为 23.77% 和 25.80%，2015 年较 2014 年有所减少，批发零售业营运资金主要流向给投资活动。从企业层面来看，批发、零售业企业金融性活动占用营运资金比重极小，这是由于批发、零售业居于渠道终端，存货周转快，渠道终端权利大，应付账款周转期长等行业特点显著。近年来，批发零售业上市公司的营运资金配置结构正在慢速趋于平稳。

2. 经营活动营运资金主要配置给营销渠道且以存货占用为主

从渠道视角来看，2015 年批发和零售业总体采购渠道营运资金占比增加至 -244%，较上一年度降低了 15%。由于批发、零售企业掌握了终端渠道和市场，在供应链中有较强的话语权，通常会利用这一优势占用供应商资金进行扩张，使得采购渠道不仅不占用资金，还能为企业提供营运资金。

从要素视角看，批发和零售业 2015 年行业总体增加了下游资金被占用的压力，宏观经济形势回暖，供应商之间的竞争压力有所缓解，使得批发、零售业企业对于上游资金的占用有所下降，存货的占比和绝对额都有所下降，但仍是营运资金占用的主要要素。批发和零售业占据了供应链上的优势，能较多的占用外部利益相关者营运资金，使得应付和预收款项金额较大。就存货和应收及预付款项而言，存货金额明显高于应收及预付款项，存货周转期显著高于应收款项周转期，由此可见，批发和零售业营运资金管理绩效提升的关键和重点在于存货管理绩效的提升。

3. 批发和零售业预付款项比上年小幅度增加，导致营运资金投资增加

2015 年应收及预付款项营运资金行业总体金额达到 3 589.37 亿元，较 2014 年增长了 614.04 亿元，这一要素的行业总体占比由 333% 增至 387%。批发、零售业 2015 年行业总体增加了下游资金被占用的压力，应收及预付款项的增长很大程度上降低企业营运资金的活力，增加了自身发展的资金压力。从应付及预收款项看，这一要素营运资金行业总体金额 2015 年为 5 688.86，较 2014 年增长了 457.23 亿元。行业平均占比从 2014 年的 -858% 上升到 11%。宏观经济形势回暖，供应商之间的竞争压力有所缓解，使得批发、零售业企业对于上游资金的占用有所下降。综合来看，存货的占比和绝对额都有所下降，应收及预付款项和应付及预收款项的占比和绝对额都呈现增长的趋势。

从企业层面来看，2014 年与 2013 年应付及预收款项占比分布区间变化不大，都是大于 100% 的企业数最多，占比小于等于 0 的企业数次之。批发、零售业上市公司经营活动营运资金要素配置结构的两级分化分布，说明行业内不同企业间营运资金管理水平差距较大。

4. 各渠道营运资金管理绩效呈下降趋势，零售业下降幅度超过批发业

2015 年批发和零售业的营销渠道营运资金周转绩效均有一定幅度的下降，这可能是因为销售疲软导致的成品存货周转期与因竞争压力增加导致的预收账款周转期变短、应收账款（票据）周转期变长等原因所导致。从各细分行业来看，批发业 2015 年的经营活动营运资金周转期（分渠道）为 48 天，与 2014 年相比减少了 1 天。零售业 2015 年的经营活动营运资金周转期（分渠道）为 -24 天，与 2014 年相比增加了 3 天。总的来看，经营活动营运资金（按渠道）管理绩效下降，主要原因可能是营销渠道营运资金管理绩效下降。

造成营销渠道存货资金占用额增加的原因可能有以下两个因素：一方面，近期物价持续上涨，但是居民的消费能力与物价上涨速度不同步，可能会导致库存增加；另一方面，竞争日趋激烈，为了抢占市场，批发和零售业不断增设新的门店，进行促销等手段，增加了营销渠道的费用支出。

5. 短期金融性负债是批发零售业营运资金的主要来源，行业整体财务风险高

2015 年短期金融性负债占比 62.17%，与去年相比有所下降，营运资金主要来源于短期金融性负债，行业的短期财务风险较大。2015 年短期金融性负债行业最大值高达 2 331.21%，远大于 100%，该上市公司短期金融性负债不仅用于满足营运资本融资需求，还为长期资产融资提供支持，融资结构十分不合理，财务风险巨大。2015 年短期金融负债占比的最大值与最小值差值比 2014 年有所增加，行业上市公司间融资结构差异加大。

从企业层面看，短期金融性负债占比大于 100% 的企业，存在短借长投的现象，甚至全部的短期金融性负债也不能满足长期资产的融资需求，长期资产还需通过营业活动进行筹资，融资来源十分不稳定，财务风险巨大；短期金融性负债占比介于 0 ~ 100% 之间的企业数量为 95 家，占比 66.90%，说明行业大部分上市公司融资结构相对合理，其中短期金融性负债占比介于 0 ~ 50% 之间的企业数量为 62 家，占比 43.66%，短期财务风险较低；短期金融性负债占比介于 50% ~ 100% 之间的企业数量为 33 家，占比 23.24%，而 2014 年同区间的企业数量为 32 家，占比 23.02%，说明行业内企业短期财务风险处于比较稳定的状态。

行业内长期财务风险稳中有降，行业内总资金融资结构差异在减小。从行业平均水平来看，批发、零售业总资金融资结构呈现出借入资金“退”而自有资金“进”的局面。

（二）对策建议

1. 把握好规模扩张的速度

与国外零售企业相比，国内零售企业起步较晚，大都还处于模仿阶段，尚未形成适合自己的机制与管理模式，抗风险能力较低。为了应对国际批发零售业的竞争，国内批发零售企业必须加快发展的步伐，但如果扩张速度过快，则很容易造成营运资金周转期延长，流转不顺畅，甚至资金流断裂，这也是造成中国批发零售业平均寿命较短以及不良贷款上升较快的主要原因之一。为了避免因扩张速度过快而造成营运资金周转不畅和被迫关店导致的资源浪费，有效降低财务风险，建议批发零售企业把握好规模扩张的速度，根据外部市场环境和自身可控营运资金水平安排扩张速度，在规模扩张与市场风险、财务风险等之间进行有效平衡。

2. 提升品牌保护意识，完善品牌建设

一个被大众认可和喜爱的品牌，是吸引顾客、抢占市场，有效降低企业市场风险和财务风险的有力武器。与国际市场相比，中国批发零售企业品牌保护意识欠缺，品牌重复现象严重，品牌建设滞后。批发零售企业，特别是超市、商场、连锁店等，与国民生活有着重要的联系，其品牌建设和保护不仅有助于增加企业的无形资产，提升其市场竞争力，而且也能为人们的日常生活提供便利和保障。因此，建议批发零售业提升品牌建设和保护意识，不断提升内功，增强核心竞争力，创立世界级名牌。

3. 加强供应链管理，实施供应链融资

企业和供应商、客户之间是竞争与合作并存的关系，从长期来看，对供应商和客户的过度剥削可能最终对自身不利。因此，批发零售业在保持渠道优势的同时，应加强供应链管理，平衡好同供应商和客户的竞争与合作。具体来说，可同主要的供应商和客户建立战略合作关系，通过相互间信息系统的完善和对接，利用信息系统实施供应链管理，使主要供应链合作伙伴间的采购和销售可视化，这既能保证整个销售的顺利有序进行，又能有效降低库存水平，进而加速资金周转并减少对供应商资金的占用。同时，企业还应根据资金安排，有效实施供应链融资，降低单个企业和整个供应链的财务风险，提升营运资金周转速度。

4. 建议政府给予适当扶持

批发零售业是关系国计民生的重要行业，其良性健康发展对整个国民经济的发展起着重要的推动作用。大规模和名牌企业的抗风险能力较强，但规模和名牌企业的培育并非一朝一夕之功。据了解，日本等国家对中小零售企业有专项扶持基金，在企业资金周转不畅时可以给予资助，甚至可以延迟交税。因此，建议政府建立专项扶持基金，完善专项基金管理机制，选取有发展前景的批发零售企业，在其经营困难时给予适当扶持，培育中国的世界名牌批发零售企业，促进该行业的良性健康发展。

主要参考文献

1. 王竹泉、路万忠："应收账款分析评价方法和指标体系"，《经济管理》，2000 年第 4 期。

2. 王竹泉、马广林："分销渠道控制：跨区分销企业营运资金管理的重心"，《会计研究》，2005 年第 6 版。

3. 王竹泉、刘文静、高芳："中国上市公司营运资金管理调查：1997～2006"，《会计研究》，2007 年第 12 期。

4. 刘国栋：《企业营运资金管理研究》，贵州大学硕士学位论文，2006 年。

5. 王结冰：《营运资本管理相关问题研究》，对外经济贸易大学硕士学位论文，2006 年。

6. 邹辉霞：《供应链协同管理——理论与方法》，北京大学出版社 2007 年版。

7. 胡继灵：《供应链的合作与冲突管理管理》，上海财经大学出版社 2007 年版。

第二十三章　2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司营运资金管理调查

【摘要】2015 年交通运输、仓储和邮政行业面临复杂的宏观环境，虽然该行业 2015 年业务规模保持了平稳增长，但在营运资金管理方面仍面临诸多问题与压力。本报告以交通运输、仓储和邮政行业上市公司为研究样本对 2015 年度上市公司营运资金管理状况和绩效进行调查和分析，研究发现：（1）2015 年交通运输、仓储和邮政行业营运资金行业总体占用水平和行业平均占用水平较上年营运资金期末占用水平大幅降低。（2）2015 年交通运输、仓储和邮政行业采购渠道营运资金占用额为负值，且在各渠道营运资金配置中绝对额最大，采购活动为企业营业活动筹集大量资金。（3）2015 年交通运输、仓储和邮政行业应付及预收款项决定经营活动营运资金占用水平的主导因素，且 2015 年较 2014 年相比行业总体占比有小幅上升。（4）2015 年交通运输、仓储和邮政行业总资金融资结构较合理，长期财务风险降低；营运资金融资结构不合理，短期财务风险增大。（5）2015 年交通运输、仓储和邮政行业渠道管理水平不协调，各渠道资金管理绩效有升有降，其中采购渠道管理绩效最佳波动性也比较大，生产渠道和营销渠道营运资金管理绩效有所下降需要进一步加强和改善。基于以上分析结论，我们对交通运输、仓储和邮政行业营运资金管理提出以下几点建议：（1）加强采购渠道营运资金监管，防范资金波动性风险；（2）加强财务风险管理，促进营运资金融资结构合理回归；（3）加强应收账款营运资金周转期监管；（4）重视营销网络建设；（5）加强创新，与时俱进。

一、交通运输、仓储和邮政行业上市公司营运资金基本特征

交通运输业是指国民经济中专门从事运送货物和旅客的社会生产部门，包括铁路、公路、水运、航空等运输部门。2000 年后，公路运输占中国交通运输的比例逐年提高，铁路运输的比例呈下降趋势。仓储业是专为他人储藏、保管货物的商业营业活动，是现代化大生产和国际、国内商品货物的流转中一个不可或缺的环节。到目前为止，仓储业者的作用有输送、保管、配送、理货，发展的趋势是连接起销售。邮政指的是传递信函为主的通信事业。交通运输、仓储及邮政行业具有产品是实现位移的功能、公共性与强管制性、资本密集型、行业经营活动同时性和跨区域等特点，其营运资金管理特点归纳如下：

1. 代收代付款项多，增加了营运资金管理的难度

交通运输业业务结算的特殊性主要表现在代收代付款项多，结算对象多，涉及外币收支。联运是交通运输业常见的一种现象，由于联运要涉及不同的运输单位、装卸单位，在不同的运输单位之间也就必然会发生代收的运费或装卸费；同时国家征收的一些规费（如机场建设费、港口建设费、水运客货运附加费）是伴随着运费或装卸费的产生而产生的，运输中的保险费按照惯例由承运单位代为办理也伴随着运费或装卸费的产生而产生。为此，交通运输企业在完成一项运输业务所收到的款项，既包括本企业的收入款项，也包括为其他运输企业代收的款项，还包括为国家代征的款项，为其他单位如保险公司代收的款项。交通运输业、仓储和邮政业必须理顺这些业务结算的流程，加大信息化平台的搭建。

2. 交通运输，仓储和邮政业所需投资额度巨大，营运资金在资产中所占比重较低

占交通运输、仓储和邮政业比重较大的交通运输业及其子行业具有资本密集的特点，一旦投资，其设施就很难转移他用，其残值极低。因此，交通运输的设施投资后，很难改变用途，大部分交通运输投资具有沉没成本的特性。同时，交通运输业的整个经营过程就是利用交通运输设施（铁路、公路、航道、机场、港口、车站等）通过使用交通运输工具（车辆、船舶、飞机等）或装卸机械实现被运送

对象（旅客、货物）的位置转移，因此其整个资产构成中营运资金所占比重较低，而固定资产所占比重较大。这种资产构成的特殊性不难理解：对于水上运输业、航空运输业、公路运输业、铁路运输业这4个子行业，其车辆、船舶、飞机、非固定装卸机械以及集装箱等交通运输工具所占资金比重较大；对于交通运输辅助业，例如铁路、公路、航空、机场、港口、车站等所占资金的数额更是巨大。因此该行业资产的构成具有特殊性，即营运资金在整个资产中所占比重较低。

3. 经营活动营运资金占用持续为负，投资活动营运资金逐年增加

根据中国企业营运资金数据库显示，近5年来，我国交通运输、仓储及邮政行业以为自身运转提供资金支持，因而经营活动营运资金持续为负，无外部融资需求。但交通运输、仓储及邮政行业项目投资额较大，建设期较长，投资风险较大，企业必须持有较多的现金以满足投资需求，因此往往持有较多现金及交易性金融资产，投资活动营运资金持续为正。

4. 经营活动营运资金主要配置在营销渠道

根据中国企业营运资金数据库显示，近5年来，我国交通运输、仓储及邮政行业上市公司采购渠道、生产渠道、营销渠道营运资金平均占用额分别为-9.544亿元、-2.756亿元、3.824亿元，可见交通运输、仓储及邮政行业经营活动营运资金的主要配置在营销渠道。同时也表明交通运输、仓储及邮政行业各渠道经营情况的波动非常大，这与其行业特点有关。

5. 短期金融性负债较高，行业整体财务风险较大

根据中国企业营运资金数据库显示，近5年来，我国交通运输、仓储及邮政行业上市公司短期金融性负债远大于1，营运资本占比持续为负，这表明交通运输、仓储及邮政行业上市公司长期资本无法支持长期资产投资的需求，更多的资金需要通过短期金融性负债融资，能否持续获得所需的短期负债融资将直接影响企业生产经营。另外，外部经济形势不断变化，借款利率随市而变，银行信贷政策收紧，也都增加了企业短期融资的成本和风险。交通运输、仓储及邮政行业上市公司对短期金融性负债具有较高的依赖性，显然增加了其财务风险，而财务风险也易引发经营风险，因此改善融资结构，降低财务风险是采矿业持续发展的必然选择。

6. 营运资金管理水平较高，处于领先地位

根据中国企业营运资金数据库显示，渠道视角下，我国交通运输、仓储及邮政行业上市公司近5年来经营活动营运资金周转期一直为负值，其平均周转期为-33.18天，交通运输、仓储及邮政行业企业渠道管理较为有效，营运资金周转较快。要素视角下，我国交通运输、仓储及邮政行业上市公司近5年来经营活动营运资金平均周转期为-11.14天，相较于其他行业，经营活动营运资金管理绩效较高。

二、2015年交通运输、仓储和邮政行业经营环境变化主题词与大事件

（一）2015年交通运输、仓储及邮政行业营运资金管理主题词

1. 经济下行压力

2015年中国经济放缓，由于前几年的刺激政策，企业纷纷大规模扩张产能，进而导致目前市场保有量巨大，加之我国集装箱运输行业自金融危机以来供给一直处于过剩状态，随着近年来集装箱船的订单量大幅减少，企业间竞争激烈，导致了该行业库存大、应收账期拉长，给营运资金管理带来了挑战。

2. 产业结构调整

在经济下行压力不断加大的背景下，十二五期间交通运输企业主动适应市场变化的能力不断提升、内生发展动力持续增强，产业结构调整持续推进。客运结构调整不断深化：一是便捷、舒适、高效出行方式客运量持续较快增长；二是公路营业性客运持续下降；三是旅游消费带动水路客运保持旺盛需求。货运结构持续分化：一是铁路货运呈下降趋势，但降幅趋稳；二是公路货运仍保持稳定增长；三是水路货运增速明显放缓；四是快递业持续高速增长。新业态、新模式不断出现，交通运输、仓储及邮政行业积极调整、主动适应，在新常态中努力探索创新发展的道路。

3. 固定资产投资高位运行

上半年，公路水路完成固定资产投资 7 188 亿元，同比增长 9.5%，略高于去年同期，公路投资中新开工项目投资额占比由去年同期的 18.9% 提高至 23.6%，水运新开工项目投资占比由 12.6% 提高至 27.3%，在全社会固定资产投资增速放缓的情况下，交通投资增速不降反升，发挥了重要的稳增长作用。

（二）2015 年交通运输、仓储及邮政行业营运资金管理大事件

1. 新能源汽车利好政策密集落地

新能源汽车利好政策密集落地。2015 年，国家密集出台新能源汽车推广应用利好政策。3 月，《关于加快推进新能源汽车在交通运输行业推广应用的实施意见》明确城市公交、出租汽车和城市物流是新能源汽车推广的重要领域。5 月，《关于节约能源使用新能源车船车船税优惠政策的通知》提出对使用新能源车船免征车船税。10 月，《关于加快电动汽车充电基础设施建设的指导意见》指出到 2020 年基本建成适度超前、车桩相随、智能高效的充电基础设施体系。各新能源汽车生产企业也捷报频传，有利于企业营运资金状况的好转和进一步良好发展。

2. 国务院实施“互联网 +”行动，互联网与交通运输业加速融合

2015 年 7 月 4 日，国务院发布了《关于积极推进“互联网 +”行动的指导意见》。物流快递行业也借互联网东风迅速发展，使传统物流行业绽放出了互联网时代的风采。大量资本开始倾向物流领域，中国电商物流面临新一轮的整合。另外，国家出台一系列鼓励物流快递行业发展的文件无疑使得快递行业迎来发展高峰。“互联网 +”与交通运输业融合将对物流行业的生产流程及各渠道对营运资金的占用产生一定影响。

3. 快递年业务量突破 200 亿件

2015 年，中国快递业克服国内经济下行压力，实现了较快增长。快递年业务量首次突破 200 亿件大关，继续稳居世界第一。邮政快递业成为中国经济的“黑马”，年支撑网络零售交易额突破 3 万亿元，累计新增 100 万个以上就业岗位。2015 年业务总量同比增长 37%，快递业务量同比增长 48%。“双 11”单日处理峰值超过 1.6 亿件，行业服务保障能力稳步提升。

4. 国际油价下跌是航空公司业绩反转的导火索

航油成本约占我国航空公司运营成本的 30% ~40%，对业绩影响至关重要。我国航空煤油出厂指导价由发改委根据上一个月新加坡航油均价确定，而新加坡航油价与国际原油价格直接挂钩。不可否认，国际油价自 2014 年 9 月以来的雪崩式下跌是此次航空公司业绩反转的导火索。影响主要体现在两方面：一、尽管在油价高企时，燃油附加费能抵消 70% ~80% 的不利影响，但仍然有 20% ~30% 直接变成了增加的成本。二、需求最敏感的是总票价，燃油附加费取消变相降低了旅客支付的总票价，对于价格敏感较高的自费旅客而言，需求被大大激发。根据 EIA 最新预测，今明两年 Brent 油价仍将维持 60 美元 ~70 美元/桶水平，成本端有望长期向好，航空公司业绩最大噪音逐步淡化。

5. 航运业绩回暖，重点关注行业整合预期

2014 年三季度开始的油价暴跌大大提升了航运业的利润空间，能源博弈成为油价低位维稳的背后推手。为了在页岩气革命的背景下维持市场份额，2014 年 11 月 27 日 OPEC 维也纳会议会后宣布确认将石油产出维持在 3 000 万桶/日的目标不变，成为了油价近一步下跌和低位维稳的主要支撑。油价下跌使得海运经营成本大幅下降，而在短期运价粘性下，海运板块利润空间明显扩大，行业整体强势扭亏。在沿海干散货运输市场方面，受中国经济结构转型的影响，国内火电需求下降，沿海散货运输市场需求不足，运力过剩格局延续，导致沿海干散货运价持续走低。

6. 航空供需比逆转，客座率居高不下

与火爆的航空需求相比，供给端由于民航总局对飞机数量限制，增速十分有限。自然而然，2015 年以来的客座率一直居高不下。中国民用航空局披露的最新数据显示，1 ~4 月全行业正班客座率达到 82.8%，较上年同期上升 0.7pt。而南方航空官网披露的数据显示，1 ~5 月累计客座率国内 81.28%，国际 81.19%，合计 81.08%，均为历史同期最高水平。一旦航空公司保证了一定客座率，提高票价也

就显得理所当然。因此在行业景气周期，往往呈现量价齐升的态势。

7. 高铁“走出去”

2015 年，中国铁路发展迅猛，南北车成功合并，多条重要铁路线路先后开通，高铁走出国门收获多个大单。2013 年，中国“高铁外交”开始风靡全球，直到 2015 年 10 月，在国家领导人的强力推荐下，印尼雅加达—万隆高铁艰难拿下，同时中缅铁路动工

8. 主干高速收入增速放缓，公路业务迈向“存量时代”

经历了 2012 年、2013 年两年的政策压力，公路行业于 2013 年下半年开始短暂复苏。然而 2014 年起，随着我国经济增速放缓，公路行业收入增速也开始走低，2015 年一季度亦是如此。以 A 股上市公司中收入最高的高速路段宁沪高速江苏段为例，路产通行费收入增速自 2011 年以来极其稳定，很少超过 5%。同时，宁合、济青等路龄较长的干线路产在 2014 后年也表现出比较明显的增速下滑。在不考虑路产改扩建的情况下，上市公司支柱路产收入的低增长会是未来行业常态。特别是长三角、珠三角等经济发达地区，由于高速公路建设开展较早，培养时间长，车流渐渐趋于稳定，高速路产经营正迈入“存量时代”。

三、2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司营运资金存量及其分布状况

（一）交通运输、仓储和邮政行业上市公司营运资金存量及其分布状况总体分析

1. 行业层面

行业层面的分析，是从交通运输、仓储和邮政业营运资金的配置情况、经营活动营运资金、金融经营活动营运资金和投资活动营运资金的配置情况以及变化情况进行分析，透视交通运输、仓储和邮政业上市公司 2014 年营运资金的管理现状。2014～2015 年交通运输、仓储和邮政业营运资金配置情况如表 23－1、图 23－1 和图 23－2 所示。

由表 23－1 分析发现，2014 年和 2015 年了连续 2 年本行业营运资金总体占用水平和行业平均水平均为正值且较大，说明营运资金占用水平较高，结合上年情况可以得出短期金融性负债余额较高，行业整体存在短期长投的现象，行业财务风险很大。但 2015 年营运资金期末总体占用额和行业平均占用额下降，说明其财务风险降低。

经营活动营运资金期末占用水平 2014 年和 2015 年连续 2 年为负，且经营活动营运资金期末占用行业总体水平从－549.19 亿元下降到－1 070.01 亿元，下降幅度为 94.83%。说明该行业经营活动不仅不需要企业为其融通短期资金，而且还通过经营活动为企业其他活动筹集资金，融资来源稳定性差。金融经营活动营运资金期末占用从－22.16 亿元下降到－26.4 亿元。其占用比由－1.41% 下降到－2.72%，投资经营活动营运资金期末占用由 2 144.47 亿元下降至 2 066.22 亿元，但其占用比却由 136.06% 上升至 213.04%，上升 76.98 个百分点。该行业投资活动营运资金占用水平为正值，并且数值较大，是营运资金需求的重要组成部分。2015 年较 2014 年，该行业投资活动营运资金占用水平总体升幅较大，与该行业固定资产投资比重较大，营运资金特别是经营性营运资金占比较低有一定关系。

表 23－1　　2014～2015 年交通运输、仓储和邮政行业营运资金存量及其分布状况

项目	营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用（亿元）		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用（亿元）		投资活动营运资金期末占比（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	1 576.08	969.87	－546.24	－1 070.01	－34.66	－110.32	－22.16	－26.34	－1.41	－2.72	2 144.47	2 066.22	136.06	213.04
行业平均	21.01	12.60	－7.28	－13.90	－44.59	－3.14	－0.30	－0.34	－1.86	－2.17	28.59	26.83	146.45	105.31
最大值	354.16	280.91	31.90	36.95	—	—	0.05	163.55	—	—	414.28	339.91	—	—
中位数	7.75	6.94	－0.74	－2.67	11.16	21.90	0.00	0.00	0.00	0.00	8.16	9.33	91.61	78.81
最小值	－96.49	－211.33	－188.14	－285.21	—	—	－22.20	－26.31	—	—	0.43	0.27	—	—
样本量	75	77	75	77	75	77	75	77	75	77	75.00	77.00	75.00	77.00

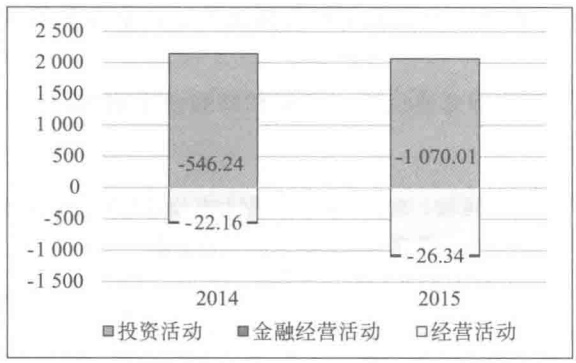


图 23－1　2014～2015 年交通运输、仓储和邮政行业营运资金分布统计数据

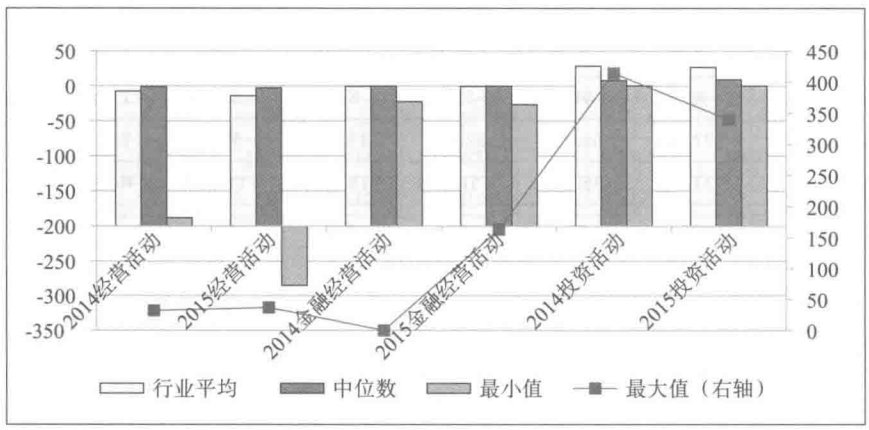


图 23－2　2014～2015 年交通运输、仓储和邮政行业总体营运资金存量及其分布状况

2. 企业层面

从企业层面分析交通运输、仓储和邮政业上市公司营运资金分布情况分段统计表如表 23－2 所示。

表 23－2　　2014～2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司营运资金分布状况分段统计表

区间（%）	按经营活动营运资金占比区间统计				按金融经营活动营运资金占比区间统计				按投资活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	36	48.00	35	45.45	75	100.00	75	97.40	10	13.33	14	18.18
(0，25]	9	12.00	6	7.79	0	0.00	2	2.60	5	6.67	1	1.30
(25，50]	8	10.67	10	12.99	0	0.00	0	0.00	6	8.00	10	12.99
(50，75]	6	8.00	10	12.99	0	0.00	0	0.00	8	10.67	10	12.99
(75，100]	6	8.00	1	1.30	0	0.00	0	0.00	9	12.00	6	7.79
>100	10	13.33	15	19.48	0	0.00	0	0.00	37	49.33	36	46.75
总计	75	100	77	100	75	100	77	100.00	75	100.00	77	100.00

由表 23－2 分析发现，就经营活动营运资金占比区间统计的企业分布而言，占比区间≤0 的企业家数最多，2014 年和 2015 年分别为 36 家和 35 家，占比分别为 48% 和 45.45%，表明 2014 年和 2015 年均有 45% 以上的企业经营活动不仅不占用企业营运资金，反而为企业筹集资金；就金融经营活动营运资金占比区间统计的企业分布而言，占比≤0 的企业在 2014 年为 75 家，占比 100%，在 2015 年为 75 家，占比 97.4%，可见金融经营活动几乎全部不占用企业的营运资金并且为企业筹集资金也发挥了很大作用。

（二）交通运输、仓储和邮政行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布状况

1. 行业层面

从采购、生产、营销三渠道分析交通运输、仓储和邮政业上市公司经营活动营运资金的配置情况，如图 23－3 和表 23－3 所示。

表 23－3　　2014～2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计表

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	－696.80	－696.41	－175.25	－292.25	325.81	－81.35	－546.24	－1 070.01
	行业平均	－9.29	－9.04	－2.34	－3.80	4.34	－1.06	－7.28	－13.90
	最大值	3.78	1.39	30.71	28.07	32.44	37.55	31.90	36.95
	中位数	－1.06	－1.94	－0.79	－0.59	3.39	2.64	－0.74	－2.67
	最小值	－98.86	－98.53	－52.48	－82.15	－52.13	－177.77	－188.14	－285.21
占比（%）	行业总体	127.56	65.08	32.08	27.31	－59.64	7.60	—	—
	行业平均	733.01	35.03	－517.70	18.65	－115.31	46.32	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	18.75	12.56	26.95	15.01	9.59	55.46	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本量		75	77	75	77	75	77	75	77

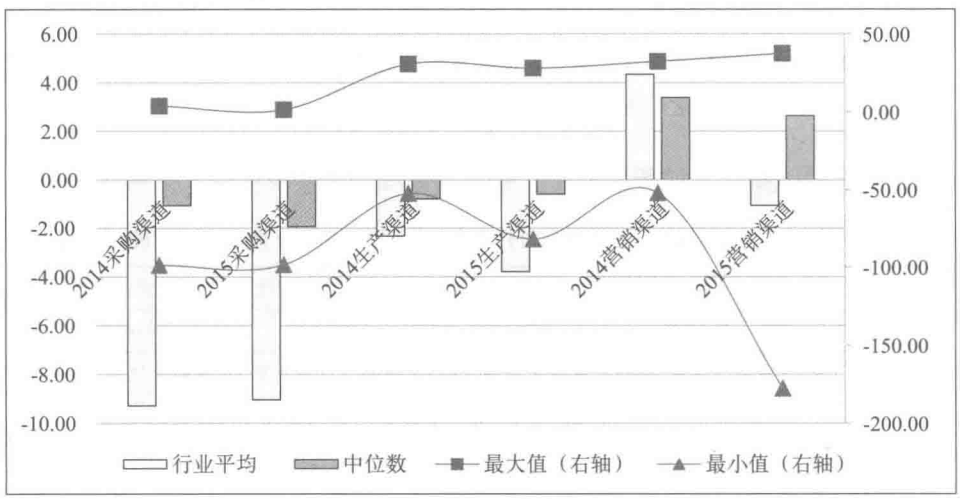


图 23－3　2014～2015 年交通运输、仓储和邮政行行业经营活动各渠道营运资金分布统计数据

由表 23－3 分析可见，该行业 2014 年采购渠道营运资金、生产渠道营运资金、营销渠道营运资金占用水平依次为－696.41 亿元、－292.25 亿元、－81.35 亿元，采购渠道营运资金节约数额较大，由此可见，采购渠道营运资金在经营活动营运资金配置中最大。

由图 23－3 分析可见，在 2014 年和 2015 年分布在采购渠道和生产渠道的营运资金占用水平均为负值，说明这两个渠道的营运资金不仅能自给自足，还可以筹集资金，而 2014 年分布在营销渠道的营运资金占用水平为正值，说明该渠道占用营运资金，但 2015 年其营运资金占用水平也变为负值，说明该渠道在 2015 年也为企业提供了资金。经营活动营运资金呈负值，说明其为投资活动提供了资金支持。

2015 年较 2014 年采购渠道营运资金筹集金额变化不大，生产渠道营运资金筹集金额有所上升，营

销渠道营运资金由占用金额变为提供金额。

2. 企业层面

从企业层面分析交通运输、仓储和邮政业经营活动营运资金在采购、生产和营销三渠道的配置情况如表 23 -4 所示。

表 23 -4　　2014 ~ 2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司经营活动营运资金按渠道分布情况分段统计表

区间（%）	按采购渠道营运资金占比区间统计				按生产渠道营运资金占比区间统计				按营销活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	20	26.67	26	33.77	20	26.67	23	29.87	32	42.67	28	36.36
(0, 25]	20	26.67	20	25.97	16	21.33	25	32.47	12	16.00	5	6.49
(25, 50]	6	8.00	4	5.19	11	14.67	10	12.99	4	5.33	5	6.49
(50, 75]	4	5.33	8	10.39	8	10.67	2	2.60	4	5.33	5	6.49
(75, 100]	7	9.33	5	6.49	6	8.00	5	6.49	4	5.33	9	11.69
>100	18	24.00	14	18.18	14	18.67	12	15.58	19	25.33	25	32.47
总 计	75	100	77	100	75	100	77	100	75	100	77	100

由表 23 -4 分析可见，就采购渠道营运资金占比区间统计而言，2014 年、2015 年分别有 26.67%、33.77% 的企业占比小于等于 0，分别有 20 家和 26 家，这表明不仅不占用企业营运资金，反而为企业提供营运资金；就生产渠道的营运资金占比区间统计而言，2014 年、2015 年分别有 26.67%、29.87% 的企业占比小于等于 0，表明不仅不占用企业营运资金，反而为企业提供营运资金；就营销渠道营运资金占比区间统计而言，2014 年、2015 年分别有 42.67%、36.36% 的企业占比小于等于 0，表明不仅不占用企业营运资金，反而为企业提供营运资金，占比大于 100% 的企业家数 2014 年和 2015 年分别为 25.33%、32.47%，表明营运资金占用水平较高，营运资金管理绩效有较大提升空间。

（三）交通运输、仓储和邮政行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布状况

1. 行业层面

2014 ~ 2015 年交通运输、仓储和邮政业经营活动营运资金的要素配置结构分析如表 23 -5、图 23 -4 所示。

表 23 -5　　2014 ~ 2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布总体统计表

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	405.49	358.98	1 283.36	1 226.54	2 235.09	2 655.49	-546.24	-1 069.98
	行业平均	5.41	4.66	17.11	15.93	29.80	34.49	-7.28	-13.90
	最大值	32.87	34.40	149.53	125.69	290.55	427.67	31.90	36.95
	中位数	1.06	1.09	7.87	8.49	11.47	10.09	-0.74	-2.67
	最小值	0.00	0.00	0.03	0.05	-0.32	-0.19	-188.14	-285.21
占比（%）	行业总体	-74.23	-33.55	-234.94	-114.63	-409.17	-248.18	—	—
	行业平均	-728.71	-51.73	-1 054.19	-38.38	-1 882.90	-190.11	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	-0.28	-1.67	-42.02	-37.77	-151.40	-141.80	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本数量		75	77	75	77	75	77	75	77

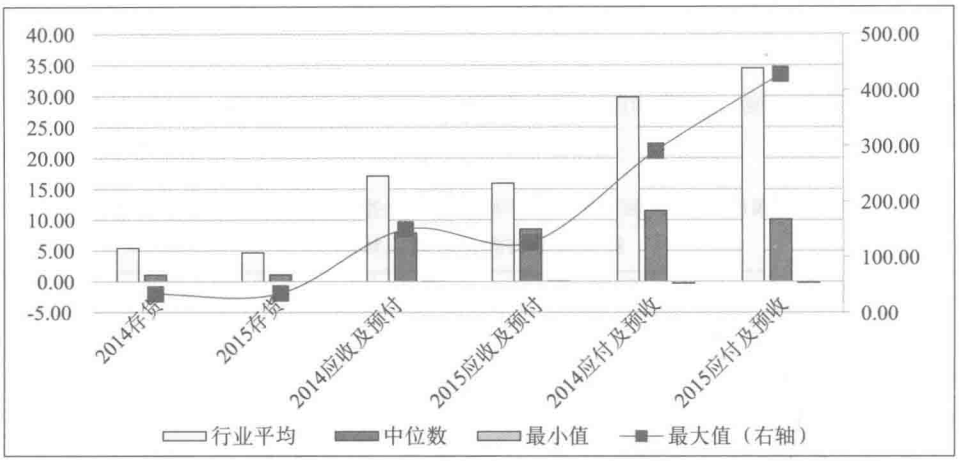


图 23－4　2014～2015 年交通运输、仓储和邮政行业经营活动各要素营运资金分布统计数据

由表 23－5 分析可知，存货、应收及预付款项 2015 年营运资金占用水平依次为 358.98 亿元、1 226.54 亿元，应付及预收款项 2015 年节约营运资金 2 655.49 亿元，由此可见，经营活动营运资金在存货中配置额度相对较低，在应收及预付款项、应付及预收款项配置额度较高。2015 年交通运输、仓储和邮政行业经营活动营运资金为负值，且大幅下降，存货营运资金占用额有一定程度下降，说明其管理有所改善，同样的应收及预付款项的营运资金管理轻微提高，而应付及预收款项的营运资金占用额有所上升，需要进一步加强管理。

由图 23－4 分析可知，从各要素的配置比例来看，存货和应收及预付账款之间的配置比例有所变动，2015 年存货、应收、应付的配置比例为 1∶3.42∶7.40 2014 年三者的配置比例为 1∶3.17∶5.57。这表明交通运输、仓储和邮政行业营运资金配置应收款项和应付款项比重较大，且经营活动营运资金中的资产比重与负债比重较大。

2. 企业层面

从企业层面分析交通运输、仓储和邮政行业经营活动营运资金在存货、应收项目、应付项目三要素的配置情况如表 23－6 所示。

表 23－6　　2014～2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布分段统计表

区间（%）	按存货占比				按应收及预付款项				按应付及预收款项			
	区间统计				占比区间统计				占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	46	61.33	49	63.64	46	61.33	49	63.64	47	62.67	50	64.94
(0，25]	11	14.67	16	20.78	1	1.33	0	0.00	1	1.33	1	1.30
(25，50]	4	5.33	6	7.79	1	1.33	1	1.30	5	6.67	4	5.19
(50，75]	4	5.33	2	2.60	4	5.33	0	0.00	3	4.00	5	6.49
(75，100]	2	2.67	1	1.30	1	1.33	3	3.90	1	1.33	5	6.49
>100	8	10.67	3	3.90	22	29.33	24	31.17	18	24.00	12	15.58
总 计	75	100	77	100	75	100	77	100	75	100	77	100

由表 23－6 分析可见，存货占比区间统计、应收及预付款项占比区间统计、应付及预收款项占比区间统计，占比区间≤0 的企业家数均在 46 家以上，占比均在 61.33% 以上，表明不仅仅不占用企业营运资金，反而为企业提供营运资金；应收及预付款项占比区间统计，占比为 >100% 企业家数 2014 年、2015 年分别为 22 家、24 家，占比分别为 29.33%、31.17%，表明这些企业营运资金占用水平较

高，营运资金管理绩效管水平较低，2015 年较 2014 年不仅没有改善，反而进一步降低。

四、2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析

（一）交通运输、仓储和邮政行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额分析

由表 23 -7 可知，从行业总体和行业平均来看，2015 年和 2014 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司经营活动营运资金占用水平均为负值，表明该行业经营活动不仅不占用企业营运资金，反而为企业筹集营运资金。行业总体，2015 年和 2014 年营运资金占用水平有所提高，由 -0.07 亿元下降至 -0.13 亿元。

表 23 -7　　2014 ~ 2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额

项　目	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约 额（亿元）
	2014 年	2015 年	
行业总体	-0.07	-0.13	300.84
行业平均	-0.02	-0.10	—
最大值	1.26	0.86	—
中位数	-0.05	-0.07	—
最小值	-0.95	-1.72	—
样本量	75	77	—

（二）交通运输、仓储和邮政行业上市公司分渠道的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

2014 ~ 2015 年交通运输、仓储和邮政行业各渠道经营活动营运资金周转期见表 23 -8。

表 23 -8　　2014 ~ 2015 年交通运输、仓储和邮政行业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	采购渠道营运资金周转期		生产渠道营运资金周转期		营销渠道营运资金周转期		经营活动营运资金周转期（按渠道）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
铁路运输业	-16.3	-21.2	-16.6	-17.1	1.8	1.0	-31.1	-37.3
道路运输业	-40.4	-52.1	22.5	9.5	25.9	-9.7	8.0	-52.23
水上运输业	-29.4	-31.1	-11.9	-8.0	38.8	34.6	-2.5	-4.48
航空运输业	-36.1	-32.1	-13.0	-17.0	-4.4	-15.1	-53.4	-64.2
装卸搬运和运输代理业	-0.3	-7.9	-2.6	-2.2	83.0	90.0	80.0	79.9
仓储业	-3.0	-13.1	10.2	14.9	43.4	76.0	50.5	77.7
行业整体	-31.0	-31.9	-8.6	-10.7	15.5	5.0	-24.1	-37.6

由表 23 -8 可见，2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司采购渠道营运资金周转期为 -31.9 天，同比下降 0.9 天，这表明与 2014 年相比，2015 年交通运输、仓储和邮政行业采购渠道营运资金管理绩效小幅上升。从细分行业角度看，2015 年道路运输业采购渠道营运资金周转期缩短了 11.7 天，缩减 28.9%，仓储业采购渠道营运资金周转期缩短了 9.9 天，缩减 330%，铁路运输业采购渠道营运资金周转期缩短了 4.9 天，缩减 30.06%，装卸搬运和运输代理业采购渠道营运资金周转期缩短了 7.6 天，缩减 25 倍，水上运输业采购渠道营运资金周转期缩短了 1.7 天，说明道路运输业、仓储业和装卸搬运业、采购渠道营运资金绩效有较为明显的改善。而航空运输业装卸搬运和运输代理业采购渠道营运资金周转期延长了 4 天，增加了 11.08%。

2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司生产渠道营运资金周转期为 -10.7 天，同比下降 2.1

天，降幅为24，42%，这表明与2014年相比，2015年交通运输、仓储和邮政行业生产渠道营运资金管理绩效小幅上升。具体来讲，除铁路运输业和装卸搬运业营运资金周期变化不大外，其他细分行业均有较大程度变化。其中道路运输业生产渠道营运资金周转期降幅为57.78%，说明该细分行业营运资金管理绩效改善较大，水上运输业生产渠道营运资金周转期升幅为24.40%，说明该细分行业营运资金管理绩效有所下降，航空运输业生产渠道营运资金周转期降幅为30.77%，说明该细分行业营运资金管理绩效有所改善，仓储业生产渠道营运资金周转期升幅为46.08%，，说明该细分行业营运资金管理绩效下降较大，综合以上细分行业生产渠道管理绩效可以看出：行业整体生产渠道营运资金管理绩效有所上升。

2015年交通运输、仓储和邮政行业上市公司营销渠道营运资金周转期为5.0天，同比下降10.5天，降幅为210%，这表明与2014年相比，2015年交通运输、仓储和邮政行业营销渠道营运资金管理绩效大幅上升。从细分行业角度看，铁路运输业营销渠道营运资金周转期降幅44.44%，道路运输业营销渠道营运资金周转期降幅137.45%，水上运输业营销渠道营运资金周转期降幅10.82%，航空运输业营销渠道营运资金周转期降幅243.18%，说明上述几个细分行业营运资金管理绩效改善较大，装卸搬运和运输代理业营销渠道营运资金周转期升幅8.43%，仓储业营销渠道营运资金周转期升幅为75.12%，说明这两个细分行业营运资金管理绩效下降，从行业整体来看，营销渠道的营运资金管理绩效大幅上升，其中道路运输业与航空运输业对其贡献最大。

从整个经营活动来看，2015年交通运输、仓储和邮政行业上市公司经营活动营运资金周转期为-37.6天，同比下降13.5天，降幅为56.02%，这表明与2014年相比，2015年交通运输、仓储和邮政行业经营活动营运资金管理绩效大幅上升。各细分行业中道路运输业、水上运输业变化幅度很大。道路运输业从8天下降为-52.23天，水上运输业从-2.5天下降到-4.48天，因此，这两个细分行业是导致行业这个体经营活动营运资金管理绩效上升的主要因素。

由表23-9和图23-5分析发现，2011~2015年5年期间，就采购渠道营运资金周转期而言，5年周转期均值为-33.78天，生产渠道营运资金周转期5年期间均值-11.06天，营销渠道营运资金周转期5年期间均值11.7天，由此可见这3个渠道每年周转期围绕均值上下波动，并没有表现出稳定的改善或降低的趋势变化。

表23-9　　2011~2015年交通运输、仓储和邮政行业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
采购渠道营运资金周转期	-32.00	-39.00	-35.00	-31.0	-31.9
生产渠道营运资金周转期	-14.00	-12.00	-10.00	-8.6	-10.7
营销渠道营运资金周转期	11.00	15.00	12.00	15.5	5.0
经营活动营运资金周转期（按渠道）	-35.00	-36.00	-33.00	-24.1	-37.6

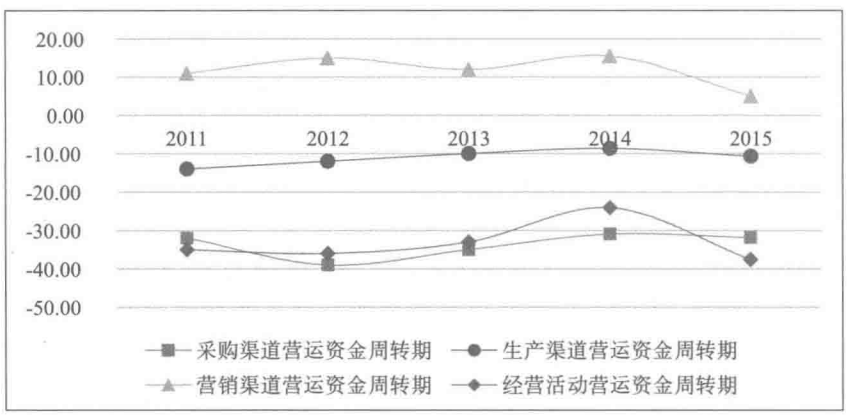


图23-5　2011~2015年交通运输、仓储和邮政行业经营活动各渠道营运资金周转期变化趋势

由图 23 - 5 分析可见，生产渠道营运资金周转期五年间变化幅度不大，较稳定，营销渠道营运资金周转期变化略有起伏，而采购渠道营运资金周转期变化起伏较大，不太稳定。

2. 企业层面

2014 ~ 2015 年交通运输、仓储和邮政行业企业层面营运资金（按渠道）管理绩效变化统计如表 23 - 10 所示。

表 23 - 10　2014 ~ 2015 年交通运输、仓储和邮政行业各渠道经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短（家）	38	30	28	33
	缩短占比（%）	54.29	42.86	40.00	47.14
	基本不变（家）	12	16	16	15
	基本不变占比（%）	17.14	22.86	22.86	21.43
	延长（家）	20	24	26	22
	延长占比（%）	28.57	34.29	37.14	31.43
可比样本总数		70			

由表 23 - 10 分析可见，从企业层面看，在 70 家可比样本企业中有 54.29% 的企业采购渠道营运资金周转期缩短，共 38 家企业；有 17.14% 的企业采购渠道营运资金周转期基本不变，为 12 家；有 28.57% 的企业采购渠道营运资金周转期延长，为 20 家。有 42.86% 的企业生产渠道营运资金周转期缩短，所占比例最大；有 40% 的企业营销渠道营运资金周转期缩短，所占比例最大；就经营活动营运资金周转期变化幅度而言，有 47.14% 的企业经营活动营运资金周转期缩短，为 33 家，有 21.43% 的企业经营活动营运资金周转期基本不变，为 15 家，有 31.43% 的企业经营活动营运资金周转期延长，为 22 家。总体而言，该行业经营活动营运资金周转期一半以上的企业采购渠道营运资金周转期有所改善，接近一半的企业生产渠道营运资金周转期有所改善，40% 的企业营销渠道营运资金周转期有所改善。这与行业层面营运资金管理绩效的分析结果基本吻合，采购渠道、生产渠道和营销渠道营运资金管理绩效总体基本稳定。

（三）交通运输、仓储和邮政行业上市公司分要素的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

2014 ~ 2015 年交通运输、仓储和邮政行业各要素周转期如表 23 - 11 所示。

表 23 - 11　　2014 ~ 2015 年交通运输、仓储和邮政行业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	存货周转期		应收账款周转期		应付账款周转期		经营活动营运资金周转期（按要素）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
铁路运输业	20.6	21.4	21.2	26.6	31.1	33.0	10.7	15.0
道路运输业	64.4	55.7	28.2	25.9	64.0	67.9	28.5	13.6
水上运输业	17.0	18.0	41.8	43.4	52.5	48.0	6.3	13.3
航空运输业	6.5	5.7	13.5	13.0	45.9	41.4	-25.8	-22.7
装卸搬运和运输代理业	10.3	12.0	64.1	65.9	31.3	29.9	43.0	48.1
仓储业	24.7	26.7	29.7	41.2	39.6	37.8	14.9	30.1
行业整体	17.4	16.3	25.8	25.6	48.0	44.9	-4.8	-3.0

由表 23 - 11 分析可见，不同子行业受宏观环境和行业自身特点影响，各要素管理绩效表现各异。

其中铁路运输业存货周转期为21.4天，同比增长0.8天，增幅为3.88%；水上运输业存货周转期为18天，同比增长1天，增幅为5.88%；装卸搬运和运输代理业存货周转期为12.0天，同比增长1.7天，增幅为16.50%；仓储业存货周转期为26.7天，同比增长2.0天，增幅为8.1%；这表明铁路运输业、水上运输业、装卸搬运和运输代理业、仓储业等几个子行业上市公司的存货绩效管理水平有所降低。而道路运输业存货周转期为55.7天，同比下降8.7天，降幅为13.51%；航空运输业存货周转期为5.7天，同比下降0.8天，降幅为12.31%；这表明道路运输业和航空运输业两个子行业的存货绩效管理水平有所上升。从行业整体来看，2015年交通运输、仓储和邮政行业上市公司存货周转期为16.3天，同比下降1.1天，降幅6.32%，道路运输业和航空运输业这两个细分子行业存货周转期的下降是行业存货管理绩效水平上升的主要因素。

同理，铁路运输业、水上运输业、装卸搬运和运输代理业以及仓储业等细分子行业的应收账款周转期都上升，表明这些子行业的应收账款营运资金管理绩效下降；而道路运输业和航空运输业的应收账款周转期下降，表明这两个细分子行业的应收账款营运资金管理绩效下降；从行业整体来看，2015年交通运输、仓储和邮政行业上市公司应收账款周转期为25.6天，同比下降0.2天，与上一年相比变化不大。铁路运输业、道路运输业的应付账款延长，表明这些子行业的应付账款营运资金管理绩效下降；而水上运输业、航空运输业、装卸搬运与运输代理业、仓储业这些细分子行业的应付账款周转期下降，表明这些子行业的应付账款营运资金管理绩效改善。从行业整体来看，2015年交通运输、仓储和邮政行业上市公司应付账款周转期为44.9天，同比下降3.1天，降幅6.46%，表明交通运输、仓储和邮政行业上市公司应付账款营运资金管理绩效有所改善。

从整个经营活动营运资金管理来看，与2014年相比，2015年交通运输、仓储和邮政行业上市公司经营活动营运资金周转期增长了1.8天，增幅为37.5%，表明交通运输、仓储和邮政行业经营活动营运资金管理绩效有所降低。从各个细分行业来看，铁路运输业、水上运输业和仓储业经营活动营运资金周转期变化幅度较大。铁路运输业经营活动营运资金周转期由10.7天上升到15天，升幅为40.19%，说明其管理绩效显著上下降；水上运输业经营活动营运资金周转期由6.3天上升到13.3天，升幅为111.11%，说明其管理绩效显著下降；仓储业经营活动营运资金周转期由14.9天上升到30.1天，升幅为102.01%，说明其管理绩效显著下降；这3个细分行业经营活动营运资金管理绩效的降低为行业经营活动营运资金管理绩效降低的主要因素。

由表23-12和图23-6分析可见，交通运输、仓储和邮政行业存货周转期变化不大，由早期的平稳到2014年的上升，而15年的下降幅度都不大，稳定在15~20天，总体呈上升趋势。同样，应付账款的周转期变化较小，稳定在25~30天，总体呈上升趋势，而应付账款周转期总体呈下降趋势。对于交通运输、仓储和邮政行业的经营活动（按要素）营运资金周转期来说，总体呈上升趋势，表明交通运输、仓储和邮政行业的经营活动（按要素）营运资金管理绩效下降，应对其加强管理。

表23-12　　2011~2015年交通运输、仓储和邮政行业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
存货周转期	15.00	15.00	15.00	17.4	16.3
应收账款周转期	25.00	25.00	27.00	25.8	25.6
应付账款周转期	51.00	55.00	53.00	48.0	44.9
经营活动营运资金周转期（按要素）	-11.00	-15.00	-11.00	-4.8	-3.0

3. 企业层面

2014~2015年交通运输、仓储和邮政行业企业层面营运资金（按要素）管理绩效变化统计如表23-13所示。

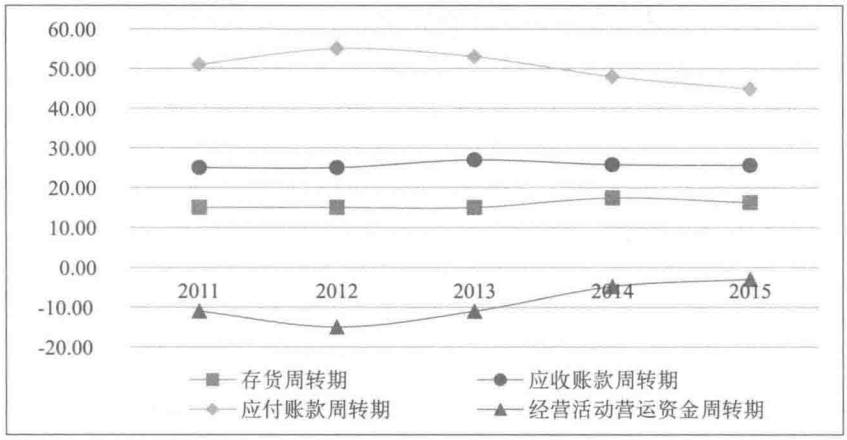


图 23－6　2011～2015 年交通运输、仓储和邮政行业行业经营活动各要素营运资金周转期变化趋势

表 23－13　2014～2015 年交通运输、仓储和邮政行业各要素经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
周转期变化统计	缩短（家）	14	14	20	22
	缩短占比（%）	20.00	20.00	28.57	31.43
	基本不变（家）	25	25	22	12
	基本不变占比（%）	35.71	35.71	31.43	17.14
	延长（家）	31	31	28	36
	延长占比（%）	44.29	44.29	40.00	51.43
可比样本总数		70			

由表 23－13 分析可见，从企业层面看，2014～2015 年按要素分析的各周转期指标，各个要素指标中存货周转期、应收账款周转期、应付账款周转期缩短的家数分别为 14 家、14 家、20 家，占比分别为 20.00%、20.00%、28.57%；而存货周转期、应收账款周转期、应付账款周转期基本不变的家数分别为 25 家、25 家、22 家，占比分别为 35.71%、35.71%、31.43%；存货周转期、应收账款周转期、应付账款周转期延长的家数分别为 31 家、31 家、28 家，占比分别为 44.29%、44.29%、40.00%，其中周转期延长所占的比例最大。而交通运输、仓储和邮政行业经营活动营运资金周转期（按要素）中，营运资金周转期缩短、基本不变、延长的家数分别为 22 家、12 家、36 家，占比分别为 31.43%、17.14%、51.43%，也是周转期延长所占的比重最大。因此，与 2014 年相比，2015 年交通运输、仓储和邮政行业营运资金管理绩效下降，应对其加强管理。

五、2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司资金回报分析

由表 23－14 分析可见，与 2014 年相比，2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司行业总体经营活动资金回报率由 7.15% 上升至 9.31%，同比上涨 2.16 个百分点，交通运输、仓储和邮政行业上市公司行业平均经营活动资金回报率由 7.70% 上升至 10.78%，同比上涨 3.08 个百分点，表明其经营活动资金回报水平上升；交通运输、仓储和邮政行业上市公司行业总体投资活动资金回报率由 7.73% 下降至 6.25%，同比下降 1.48 个百分点，交通运输、仓储和邮政行业上市公司行业平均投资活动资金回报率由 7.54% 下降至 4.29%，同比下降 3.25 个百分点，表明其投资活动资金回报水平下降；交通运输、仓储和邮政行业上市公司行业总体金融经营活动营运资金回报率由 －22.70% 上升至 －14.15%，同比上升 8.55 个百分点，交通运输、仓储和邮政行业上市公司行业平均金融经营活动营运资金回报率由 －1 419.86% 上升至 564.02%，同比上升 1 983.88 个百分点，表明其金融经营活动资金活回报水平上升。

表 23－14　　2014～2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司资金回报率统计分析表

项目	总资金回报率（%）		经营活动资金回报率（%）		投资活动资金回报率（%）		金融经营活动资金回报率（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	7.32	8.62	7.15	9.31	7.73	6.25	－22.70	－14.15
行业平均	8.03	9.07	7.70	10.78	7.54	4.29	－1 419.86	564.02
最大值	21.48	53.49	38.05	101.51	280.58	29.79	415.02	3 227.67
中位数	7.51	8.21	8.36	9.36	3.03	2.97	0.00	0.00
最小值	－20.16	－9.99	－187.54	－16.16	－16.48	－8.88	－8 956.61	0.00
样本量	75	77	75	77	75	77	6	6

总体看来，与 2014 年相比，2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司行业总体总资金回报率由 7.32% 上升至 8.62%，同比上涨 1.3 个百分点，交通运输、仓储和邮政行业上市公司行业平均总资金回报率由 8.03% 上升至 9.07%，同比上涨 1.04 个百分点，表明其总资金回报水平上升。

由图 23－7 分析可见，2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司总资金回报率大多集中在 0～20% 之间，在 10% 上下浮动，但有个别企业的总资金回报率超过 50%。由图 23－8 分析可见，2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司经营活动资金回报率大多集中在 0～20% 之间，不过相对于总资金回报率来说分散一些。由图 23－9 分析可见，2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司金融经营活动资金回报率很分散。而由图 23－10 分析可见，2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司投资活动资金回报率较分散，但主要集中在 0～20% 之间，少数企业的投资活动资金回报率超过 20%，有点甚至超过 30%，有的为负数。由此可见，2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司资金回报率较集中。

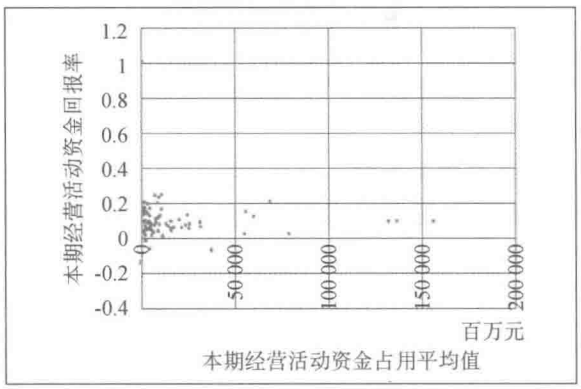


图 23－7　2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司总资金占用与总资金回报率散点图

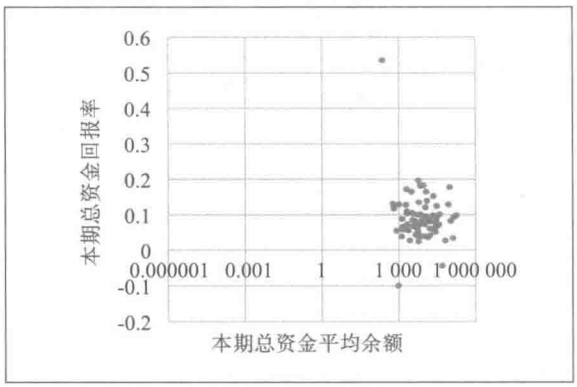


图 23－8　2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司经营活动资金占用与经营活动资金回报率散点图

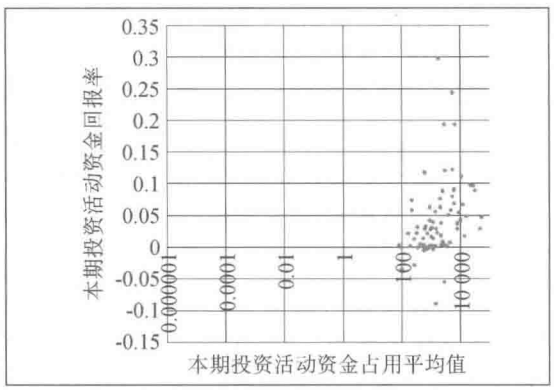


图 23－9　2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司经营金融活动资金占用与经营金融活动资金回报率散点图

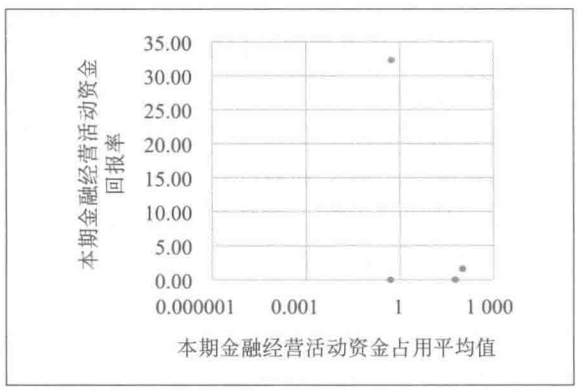


图 23－10　2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司投资活动资金占用与投资活动资金回报率散点图

六、2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司融资结构与财务风险分析

（一）总资金融资结构与长期财务风险分析

1. 行业层面

从行业层面分析交通运输、仓储和邮政行业的总资金结构与长期财务分析，如表 23 - 15、图 23 - 11 和图 23 - 12 所示。

表 23 - 15　　2014 ~ 2015 年交通运输、仓储和邮政行业总资金融资结构与财务杠杆统计分析表

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末	2014 年	2015 年
行业总体	49.44	46.67	50.56	53.33	1.31	1.44
行业平均	33.20	31.56	66.80	68.44	-1.95	1.47
最大值	77.26	84.18	100.00	100.00	6.55	7.01
中位数	30.49	30.14	69.51	69.86	1.14	1.18
最小值	0.00	0.00	22.74	15.82	-253.74	0.80
样本量	75	77	75	77	75	77

从交通运输、仓储和邮政行业总资金融资结构来看，该行业的企业面临一定的长期财务风险。具体分析，从行业总体来看，企业借入资金和自有资金各占的比值几乎相当，2014 年借入资金 49.44%，自有资金 50.56%，2015 年借入资金的占比稍有下降为 46.67%，而从行业平均来看，企业自有资金的占比显著大于借入资金，2015 年借入资金的占比为 31.56% 下降了 2 个百分比，说明企业的长期财务风险有所下降。因此，该行业企业的经营活动所需资金主要来源于股东投入，但在一定程度上也依赖于融资所筹得的资金。

从财务杠杆来看，2015 年交通运输、仓储和邮政行业的财务杠杆与 2014 年相比有明显的提升，尤其是从行业平均角度，财务杠杆由 2014 年的负值变为 2015 年的正值，由于长期财务风险不大，因此该行业存在的短期财务风险需引起重视。

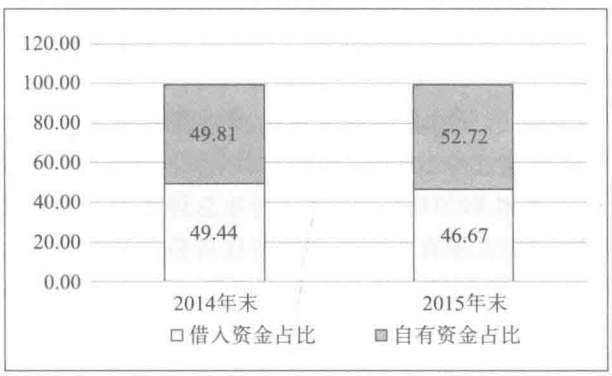


图 23 - 11　2014 ~ 2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司总资金融资结构

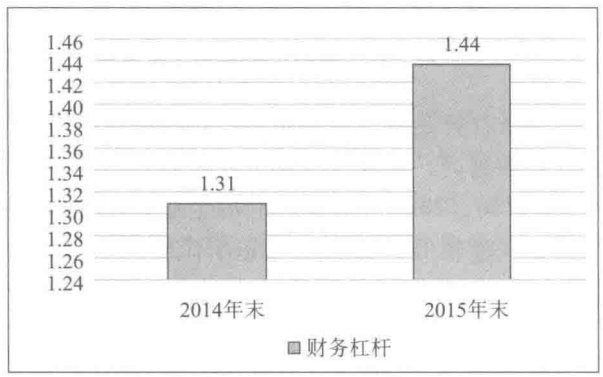


图 23 - 12　2014 ~ 2015 年交通运输、仓储和邮政行业财务杠杆

2. 企业层面

从企业层面分析交通运输、仓储和邮政行业总资金融资结构，而总资金融资结构由借入资金和自有资金两部分组成，如表 23 - 16 所示。

从表 23 - 16 和图 23 - 13 中可看出，2014 年借入资金占比区间在 0 ~ 50% 的企业达到 69 家，所占比重为 78.67%，同样在 2015 年该比例区间的企业为 70 家，所占比重为 77.92%，这 2 年大多数企业的借入资金比重相对较低，说明长期财务风险不大；从自有资金所占比重来看亦是如此，2014 年占比区间在 50% ~ 75% 的企业达到 56 家，2015 年此比例区间企业数达到 60 家，表明 2015 年交通运输、仓

储和邮政行业存在一定的长期财务风险但压力不大，且2015年较2014年相比，借入资金和自有资金占比区间企业数变化不大，这也表明了交通运输、仓储和邮政行业的总资金融资结构相对较为稳定。

表23-16　　2014~2015年交通运输、仓储和邮政行业总资金融资结构分段统计表

比例区间（%）	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
	2014年年末		2015年年末		2014年年末		2015年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	0	0.00	1	1.30	0	0.00	0	0.00
（0，25]	29	38.67	32	41.56	3	4.00	1	1.30
（25，50]	30	40.00	28	36.36	16	21.33	16	20.78
（50，75]	14	18.67	15	19.48	28	37.33	29	37.66
（75，100]	2	2.67	1	1.30	28	37.33	31	40.26
>100	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
总计	75	100	77	100	75	100	77	100

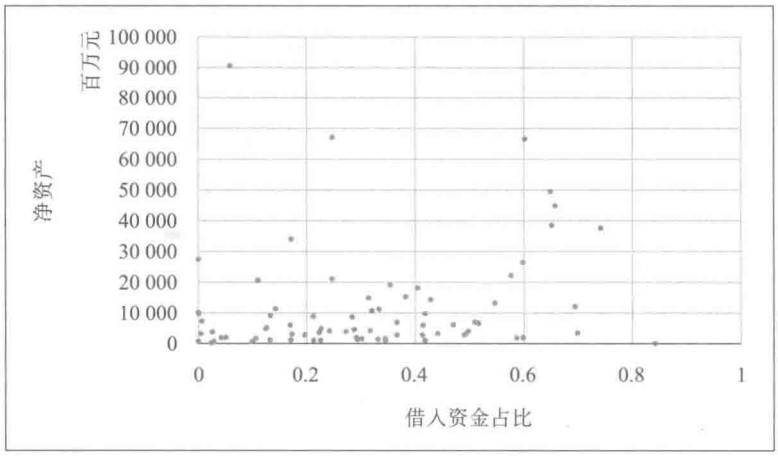


图23-13　2014~2015年交通运输、仓储和邮政行业上市公司借入资金占比与净资产散点图

财务杠杆是企业在制定资本结构决策时对债务筹资的利用，财务风险主要由财务杠杆产生，财务杠杆系数越高，财务风险越大。由表23-17和图23-14可看出，2014年53.33%的企业财务杠杆在1~1.5之间，2015年在此区间的企业数虽有所下滑，但仍达到49.35%，说明该行业总体来看企业的长期财务风险较低，长期偿债压力不大。但相比较2014年，2015年有9家企业财务杠杆位于2~3之间，增加了9.02个百分点，说明这几家企业的财务费用较高，融资风险较大，应引起重视。

表23-17　　2014~2015年交通运输、仓储和邮政行业财务杠杆分段统计表

比例区间	财务杠杆			
	2014年年末		2015年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）
[1，1.5）	40	53.33	38	49.35
[1.5，2）	14	18.67	13	16.88
[2，3）	2	2.67	9	11.69
≥3	4	5.33	2	2.60
总计	75	100	77	100

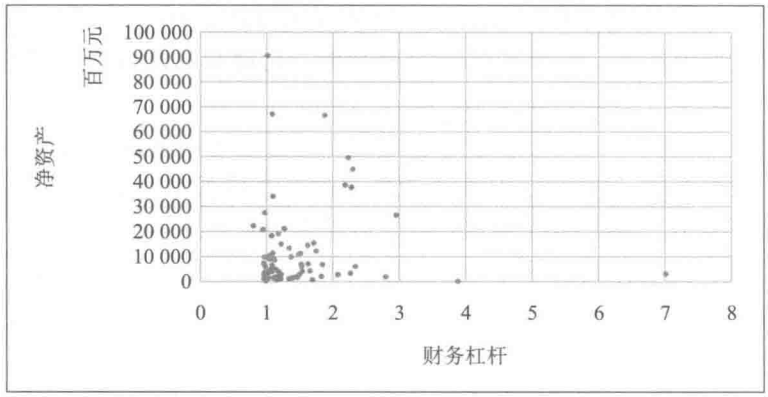


图 23－14　2015 年交通运输、仓储邮政行业上市公司财务杠杆与净资产散点图

（二）营运资金融资结构与短期财务风险分析

1. 行业层面

营运资金等于流动资产减去营业性流动负债，而营业性流动负债为流动负债减短期金融性负债，对交通运输、仓储和邮政行业的营运资金融资结构进行分析，可以透视该行业企业的短期财务风险情况，如表 23－18 和图 23－15 所示。

表 23－18　　2014～2015 年交通运输、仓储和邮政行业营运资金融资结构统计分析表　　单位：%

项目	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
行业总体	149.56	205.52	－49.56	－105.52
行业平均	197.41	77.31	－97.41	22.69
最大值	15 053.00	979.70	5 179.76	471.46
中位数	51.88	39.48	48.12	60.52
最小值	－5 079.76	－371.46	－14 953.00	－879.70
样本量	75	77	75	77

从行业总体来看，2015 年交通运输、仓储和邮政行业短期金融性负债占比高达 205.52%，较 2014 年增加了 56 个百分比，表明 2015 年该行业总体营运资金融资风险大幅度提升，且这 2 年的短期金融性负债占比都超过 100%，表明该行业企业的长期资金需求需要由短期金融性负债来满足，融资结构十分不合理。营运资本占比持续为负值，交通运输、仓储和邮政行业存在巨大的短期财务风险，且资金供给不稳定。

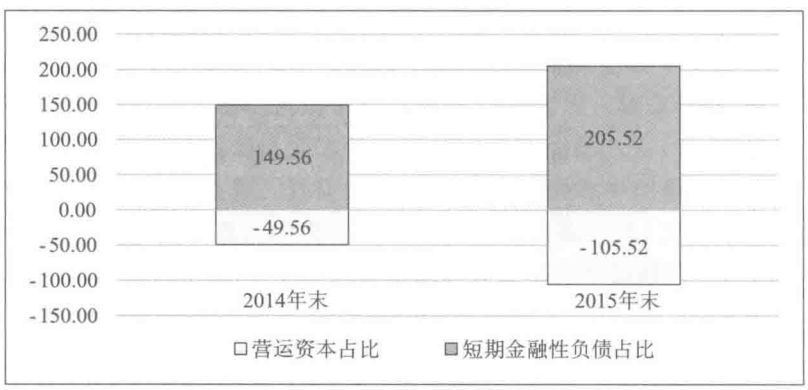


图 23－15　2014～2015 年交通运输、仓储和邮政行业营运资金融资结构

从行业平均来看，2015 年该行业短期金融性负债占比为 77.31%，比 2014 年下降了 120 个百分比，营运资本也由负值变为正值，表明 2015 年交通运输、仓储和邮政行业平均的短期财务风险下降，短期偿债压力减小。

从最大值最小值来看，2014 年交通运输、仓储和邮政行业短期金融性负债的两值之间差距巨大，营运资本两值也存在很大差距，但由于 2015 年短期金融性负债的最大值大幅下降，而最小值大幅上升，使得两值之间差距缩小，同样 2015 年该行业营运资本的最大值大幅下降，最小值大幅上升，表明 2015 年交通运输、仓储和邮政行业融通的资金量呈下降趋势，财务风险虽有所缓和，但短期借款依旧为该行业带来了较大的短期偿债压力，这与该行业的特点有关。

2. 企业层面

从企业层面分析交通运输、仓储和邮政行业营运资金来源和财务风险情况，如表 23 - 19 和图 23 - 16 所示。

从表 23 - 19 中分析可见，2015 年年末短期金融性负债占比在小于等于 0 或者大于 100 区间的企业为 35 家，所占比重为 45.45%，相比较 2014 年末该指标在此区间的企业所占比重为 42.66%，有小幅度的上升，表明这些企业短期金融性负债不仅满足经营活动营运资金的需求，还要为长期资产提供资金支持，融资结构十分不合理，融资来源也不稳定。而 2015 年短期金融性负债占比在 0 ~ 50% 区间的企业为 30 家，所占比重为 38.96%，与 2014 年相比变化不大，这些企业不仅融资结构相对合理，短期金融性负债占比也相对较小，财务风险不大。因此，通过企业层面分析交通运输、仓储和邮政行业营运资金来源可初探出该行业近一半的企业存在“短借长投”现象，短期财务风险在加大。

表 23 - 19　　2014 ~ 2015 年交通运输、仓储和邮政行业营运资金来源结构分段统计表

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	10	13.33	15	19.48	22	29.33	20	25.97
(0, 25]	15	20.00	18	23.38	8	10.67	4	5.19
(25, 50]	11	14.67	12	15.58	9	12.00	8	10.39
(50, 75]	9	12.00	8	10.39	11	14.67	12	15.58
(75, 100]	8	10.67	4	5.19	15	20.00	19	24.68
>100	22	29.33	20	25.97	10	13.33	14	18.18
总计	75	100	77	100	75	100	77	100

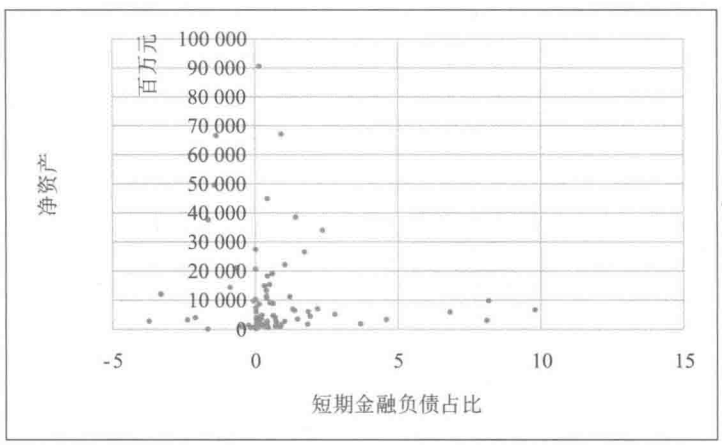


图 23 - 16　2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司短期金融性负债占比与净资产散点图

七、2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司营运资金管理绩效排行榜

本部分分别按“经营活动营运资金周转期（按要素）”和“经营活动营运资金周转期（按渠道）”进行排名，考察交通运输、仓储和邮政行业上市公司营运资金管理绩效。在对上市公司营运资金管理绩效进行排名时，剔除了财务数据异常的公司，详见附录一。

八、2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司营运资金管理典型案例

（一）案例一：南方航空

1. 中国南方航空股份有限公司基本情况简介

南方航空是中华人民共和国最大的航空公司之一。2015 年，本集团是中国运输飞机最多、航线网络最发达、年客运量最大的航空公司。截至 2015 年 12 月 31 日，本集团经营包括波音 787、777、737 系列，空客 380、330、320 系列等型号的客货运输飞机 667 架，机队规模亚洲第一。本集团以建设国际化规模网络型航空公司为总体战略目标，形成密集覆盖国内、全面 辐射亚洲、有效连接欧洲、美洲、大洋洲、非洲的发达航线网络。截至 2015 年 12 月 31 日，本集团每天有 2 500 多个航班飞至全球 38 个国家和地区，261 个目的地。通过与天合联盟成员密切合作，本集团航线网络通达全球 1 057 个目的地，连接 179 个国家和地区。2015 年，本集团旅客运输量接近 1.1 亿人次，连续 37 年位居国内各航空公司之首，稳居亚洲第一位。南航致力于搭建“广州之路”（Canton Route）国际航空枢纽，广州已成为中国大陆进出大洋洲、东南亚的第一门户。

2015 年，南方航空营业收入总额为人民币 111 467 百万元，比上年同期增加人民币 3 154 百万元，同比上升 2.91%；运输总周转量为 22 388.01 百万吨公里，比上年同期增加 13.19%；旅客运输量 109.4 百万人次，比上年同期增加 8.43%；客座率为 80.5%，比上年同期增加 1.1 个百分点；飞机利用率为每日 9.63 小时，比上年同期增加 0.05 小时。此外，2015 年南方航空实现的经营活动产生的现金净流入为人民币 25 713 百万元，较上年同期上升 70.10%；投资活动产生的净现金流出为人民币 8 271 百万元，较上年同期上升 21.29%；筹资活动产生的净现金流出为人民币 30 027 百万元，较上年同期上升 1 061.14%。

2. 南方航空营运资金周转绩效分析

南方航空 2011～2015 年经营活动营运资金管理绩效表（按渠道）见表 23－20。

表 23－20　　2011～2015 年南方航空经营活动营运资金管理绩效表（按渠道）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
采购渠道营运资金周转期（天）	－27	－50	－34	－27	－29
生产渠道营运资金周转期（天）	－17	－12	－12	－16	－18
营销渠道营运资金周转期（天）	－43	11	－12	－14	－26
经营活动营运资金周转期（按渠道）（天）	－76	－51	－58	－57	－73

从按渠道角度来看，如表 23－20 所示，2011～2015 年南方航空经营活动营运资金周转期（按渠道）呈 M 型。2015 年南方航空经营活动营运资金周转期为－73 天，较 2014 年相比缩短了 16 天。进一步分析发现，采购渠道、生产渠道和营销渠道营运资金周转期均比上年有不同程度的缩短，表明 2015 年南方航空营运资金管理绩效有所改善。具体分析，通过表中近五年的数据可见，采购渠道营运资金周转期在 2011～2012 年有大幅度缩减，2012～2014 年周转期持续上升，直到 2015 年周转期缩短两天；生产渠道营运资金周转期在 2011～2015 年则是呈现先上升并保持平稳最后下降的趋势；营销渠道营运资金周转期在 2011～2012 年猛然上升，在 2012～2013 年间却猛然下降，之后的 3 年里也一直是下降的趋势。总体而言，该公司各渠道的营运资金周转期在 2011～2013 年间波动较为显著，营运资金管理绩效很不稳定，而 2013～2015 年该公司营运资金周转期趋于平稳，尤其在 2015 年各渠道营运资金周转期明显缩短，表明公司营运资金管理在不断改善。

从按要素角度来看，如表 23 - 21 所示，近 5 年南方航空经营活动营运资金周转期发展趋势呈倒 N 型。2015 年经营活动营运资金周转期为 - 25 天，与 2014 年相比缩短了 2 天，表明 2015 年该公司的营运资金管理绩效稍有改善。而 2014 年经营活动营运资金周转期却比 2013 年延长了 3 天，再看 2011 ~ 2013 年期间，2012 年周转期猛然下降，到 2013 年周转期又猛然上升，表明这几年南方航空的营运资金周转期很不稳定。进一步分析各个要素可以看出，该公司存货和应收账款周转期明显低于应付账款周转期，其中存货和应收账款周转期在 2011 ~ 2015 年间几乎趋于平稳状态，而应付账款周转期在 2011 ~ 2015 年间波动较为剧烈，在 2011 ~ 2012 年周转期大幅上升，在 2012 ~ 2013 年周转期又大幅下降，因此，南方航空在经营活动营运资金管理绩效方面需重点关注应付账款周转期。

表 23 - 21　　2011 ~ 2015 年南方航空经营活动营运资金管理绩效表（按要素）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
存货周转期（天）	7	7	7	6	6
应收账款周转期（天）	8	7	8	8	9
应付账款周转期（天）	37	56	41	37	39
经营活动营运资金周转期（按要素）（天）	- 22	- 41	- 26	- 23	- 25

综上所述，南方航空经营活动营运资金周转期尽管在 2011 ~ 2013 年间波动幅度较大，但在 2015 年较 2014 年相比有所缩短，营运资金管理绩效也得到了提升。

3. 南方航空的典型做法

（1）加快战略转型，强化运营管理能力。南航的战略转型主要是围绕枢纽做中转、围绕国际长航线做衔接，创造新的盈利模式和发展方式，网络型航空公司形态逐步形成。2015 年，南航公司进一步完善国际布局，广州又新增旧金山、基督城、内罗毕、罗马等航线，加密北美、澳新地区航班；广州枢纽国际中转比例达到 48%，呈良好发展态势；A380 实现夏秋直飞北京—阿姆斯特丹、冬春直飞广州—悉尼；国际座公里比例持续提高。经过几年耕耘，转型效果越来越明显，国际航线在 2015 年首次大幅盈利，为公司实现良好业绩作出重要贡献。

（2）注重管理模式创新，提高资源配置效率。面对南航多基地、多枢纽、多机型、大机队的规模特点，南航公司采取“条块结合、资源共享”为核心的矩阵式管理模式，既加大了总部在资源、政策、业务标准上的统一管控，也充分体现了分子公司在安全保障、市场营销和服务创新上的主体作用，共同发挥出南航的规模网络优势。目前，矩阵式管理已经成为公司常态化管理方式，合理科学调配运力、航线、时刻等核心资源，统筹协同营销、飞行、机务、服务等保障资源。未来，本公司将进一步加大体制、机制创新力度，继续优化调整矩阵管理方式手段，提升资源配置效率、系统联动能力，把南航的存量优势转化为增量优势。

（3）加强联盟与合作，打造一流品牌。2015 年南方公司继续与天合联盟伙伴深入合作关系，扩大了公司在欧洲等市场的覆盖范围及境外旅客对集团的认知度。在中国、欧洲的试点城市与联盟伙伴建立互动机制，有关航线销售收入显著增加。另外，公司与首都机场集团签订了战略合作框架协议，明确了本集团作为北京新机场主运营基地航空公司地位。同时南方航空继续成为悉尼文化节和墨尔本文化节的领袖合作伙伴和独家官方航空赞助商，继续成为澳大利亚历史最悠久的体育俱乐部—墨尔本澳式足球俱乐部的主要合作伙伴，通过体育和文化深入澳洲主流市场。

（4）抓住战略机遇，完善国际布局。南方航空不断提升货机经营水平，优化上海、广州枢纽的运力投放和网络布局。我们深挖腹舱经营潜力，全年广州国际中转货邮量同比增长 11%，“南航快运”运量同比增长 27%。我们抓住迅猛发展的跨境电商机遇，跨境电商新业务增长势头良好。报告期内，在巩固公司海油业务的基础上，我们积极开拓陆上业务，通用航空业务逐步多元化，实现了连续 11 年盈利。南方航空在国内强化重点市场竞争力和主导地位，同时牢牢把握“一带一路”战略机遇，重点加强欧美投入，适当增加澳新地区航班，2015 年新开内罗毕、基督城、罗马等航点，加密广州至悉

尼、墨尔本、珀斯、洛杉矶、纽约等航班。同时，我们还加强乌鲁木齐枢纽，增加乌鲁木齐至德黑兰、伊斯兰堡等航班。

（二）案例二：唐山港

1. 唐山港集团股份有限公司基本情况简介

唐山港集团股份有限公司是唐山港京唐港区的拓荒者，在京唐港区投资、建设、运营中发挥着主导作用，2010 年 7 月在上交所挂牌上市，开创了河北港口企业上市的先河。唐山港集团始终秉承“发展港口、成就员工、奉献社会、回报股东”的服务宗旨，紧紧围绕服务京津冀协同发展大局，发挥港口对区域经济社会发展的带动作用，以深水化、专业化、集装箱化、园区化、生态化为发展方向，以港口装卸、集装箱、港口物流、港口金融“四大业务板块”为核心，发展港口产业链经济，努力增强港口的活力、魅力、竞争力。唐山港属于交通运输仓储行业，主要从事港口综合运输业务，具体包括港口装卸、运输、堆存、保税仓储、港口综合服务等业务类型。该公司是主导京唐港区规划、建设及经营的大型港口企业集团，港口功能设施齐全，结构布局合理，拥有 1.5 万吨级～20 万吨级的件杂、散杂、煤炭、液化品、专业化矿石泊位、专业化煤炭泊位等码头，码头等级、设施均处于国内领先水平，能够满足各主流船型的需要，适应船舶大型化的趋势，基本实现了“黑白分家、散杂分置”。公司已经形成了以铁矿石、煤炭、钢铁为主，液化产品、水渣、汽车、粮食和 机械设备为辅的多元化货种格局，在我国铁矿石、煤炭和钢铁等货物运输中占有重要地位。公司是京唐港区铁矿石和钢铁装卸业务的唯一港口经营主体，煤炭装卸业务的主要港口经营主体之一，公司吞吐量占京唐港区吞吐量 70% 以上。

公司目前正在以港口为依托，发展铁水联运，充分整合各种内外部要素，拓展综合贸易物流，由单一的港口装卸模式向综合物流模式转变，逐步实现港口经营模式的转型升级。2015 年，京唐港区完成货物吞吐量 2.33 亿吨，同比增长 8.4%。公司完成 16 147.54 万吨，同比增长 8.47%，其中矿石完成运量 8 775.08 万吨，同比增长 16.65%；钢材完成运量 1 971.57 万吨，同比增长 6.50%；煤炭完成运量 4 385.35 万吨，同比增长 1.53%；其他货种完成运量 1 015.54 万吨，同比降低 14.86%。公司实现营业收入 51.57 亿元，同比增长 0.60%；实现利润总额 15.94 亿元，同比增长 5.80%；实现归属于母公司股东的净利润 12 亿元，同比增长 10.17%；实现每股收益 0.56 元。

2. 唐山港营运资金周转绩效分析。

唐山港 2011～2015 年经营活动营运资金管理绩效（按渠道）见表 23－22。

表 23－22　　2011～2015 年唐山港经营活动营运资金管理绩效表（按渠道）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
采购渠道营运资金周转期（天）	－156	－132	－100	－107	－143
生产渠道营运资金周转期（天）	－17	－9	10	－113	－2
营销渠道营运资金周转期（天）	－9	2	8	61	35
经营活动营运资金周转期（按渠道）（天）	－182	－138	－82	－159	－111

如表 23－22 所示，从按渠道的角度来看，唐山港 2011～2015 年经营活动营运资金周转期（按渠道）呈 N 型，在 2011～2013 年周转期保持上升的趋势，2013～2014 年周转期大幅下降，营运资金管理绩效有所改善，而 2014～2015 年周转期又上升，2015 年经营活动营运资金周转期较 2014 年相比延长了 48 天，营运资金管理水平有所下降。具体从各个渠道来看，采购渠道营运资金周转期呈倒 U 型，2013 年周转期最长，管理绩效最差；生产渠道营运资金周转期则呈 N 型，2014 年较 2013 年相比有大幅度的下降，而在 2015 年较 2014 年相比有大幅度的上升，管理绩效情况很不稳定；营销渠道营运资金周转期呈倒 U 型，在 2014 年周转期达到最高峰为 61 天，2015 年周转期又有所下降为 35 天，营运资金管理绩效水平得到提高。

总体来看，唐山港 2011～2015 年营运资金周转期变化波动很大，管理绩效情况很不稳定，尤其在

2015 年尽管采购渠道和营销渠道周转期都有所缩短但依旧弥补不了生产渠道周转期的大幅上升，使得 2015 年经营活动营运资金周转期（按渠道）上升程度明显，管理水平下降。

如表 23 - 23 所示，从按要素角度来看，唐山港经营活动营运资金周转期（按要素）在 2011 ~ 2014 年一直处于上升状态，营运资金管理绩效持续恶化中，直到 2015 年周转期较 2014 年相比缩短了 2 天，管理绩效稍有改善。具体从各个要素分析，存货周转期在 2011 ~ 2013 年呈现缓慢上升趋势，在 2014 年猛然下降，管理绩效得到改善，但在 2015 年又猛然上升，延长了 31 天；应收账款周转期在 2011 ~ 2015 年处于一直上升态势，在 2014 年上升幅度较大；应付账款周转期在 2011 ~ 2014 年间不断地缩短，但在 2015 年又大幅度的上升，延长了 47 天。综上所述，唐山港经营活动营运资金管理绩效（按要素）情况不甚理想，管理绩效不稳定，因此唐山港要想在经济形势发展缓慢的环境下取得良好的业绩，应加强对营运资金（按要素）的管理。

表 23 - 23　　2011 ~ 2015 年唐山港经营活动营运资金管理绩效表（按要素）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
存货周转期（天）	7	13	21	0	31
应收账款周转期（天）	16	18	17	52	66
应付账款周转期（天）	169	145	118	108	155
经营活动营运资金周转期（按要素）（天）	-146	-114	-80	-56	-58

3. 唐山港的经典做法

（1）实施积极营销策略，加大投资力度。唐山港在原有专业化矿石泊位提升效率的基础上，充分发挥 36 - 40#专业煤炭码头的竞争优势，提供差异化、综合性服务，提高市场开发和维护能力，完善大客户沟通机制，确保支柱型货源稳中有增，市场份额大幅提升。36 - 40#专业煤炭码头投入试运营，累计完成运量 2 146 万吨；外贸钢材品牌效应突显，外贸钢材全年运量 687 万吨，同比增长 24.4%；水渣、矿渣粉、液化品、粮食等货种运量保持稳定。

（2）深化综合物流体系的建设，形成与港口主业的良性互动。唐山港以电子口岸建设为依托，搭建并完善了业务生产信息平台、物流平台、北斗系统运输管控平台和大宗散杂货期、现货电子 交易平台，全面提升港口物流供应链一体化服务能力与水平，吸引大客户，拓展了货源市场。进一步完善陆海双向物流网络，理顺陆、海双向集输港通道，扩大多式联运、一票到底的综合服务优势。通过与首钢、唐钢、承钢等重点企业开展运输合作，全年物流主导汽运量 630 万吨，有力支持了交叉腹地主业竞争。推进大宗散货价格运行指数，建立大宗散货微信平台，和大连商品交易所一道实现对期货交割客户的货物监管服务工作，全年实现期货交割收入 353 万元；加快推进海关特殊监管场所的申报，保税物流中心（B 型）项目获得审批通过。

（3）加强资源统筹，节约资金成本。唐山港 36 - 40#专业化煤炭泊位收尾工程进展顺利，在硬件设施上与其他沿海大型港口同处于前沿领先水平，推进了集约化规模运营，港口专业化水平和服务能力大幅提高，有力提升了核心市场竞争力，向深水化、专业化转型升级迈出了坚实的一步。公司专业化矿石、煤炭码头运营经验已经成熟，能够合理匹配生产要素，统筹泊位资源，优化生产计划，不断改进作业工艺，加强大型船舶减载移泊作业，实现港区的深水深用，释放最大产能。

（4）提升管理水平，实现管理体系的进一步融合。唐山港坚持推进质量管理，在十年建设的基础上向“卓越”提升，特别是生产、业务、管理等各领域标准化建设，形成了一套具有激励、监督、跟踪、验证作用的管理机制，公司还荣获了河北“省政府质量奖”荣誉称号。公司加强了预算管理，强化集中管理和动态监控，提升财务管理创造价值、拓展利润空间的能力。公司深化细化绩效考核工作，合理设置考核指标，完善考评制度框架，形成横向到边、纵向到底、一级考核一级、全员覆盖的闭合管理体系。

（5）拓展多元化融资渠道，优化融资结构。公司及时推进了非公开发行股票工作，融资 25 亿元，为公司发展注入强大活力。公司还充分利用融资租赁、发行短期融资券等融资模式，多渠道低成本融资，并偿还银行借款 18 亿元，减少财务费用支出 4 600 多万元，保障了公司项目建设的资金需求和各项战略的落实，提升了利润空间。

九、2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司营运资金管理调查结论与建议

（一）调查结论

1. 行业营运资金总体配置大幅下降，经营活动营运资金占用水平波动最为剧烈

整体而言，2015 年交通运输、仓储和邮政行业营运资金占用数额较 2014 年相比由 1 576.08 亿元减为 969.87 亿元，下降程度较为明显。其中，经营活动营运资金行业总体期末占比由 -36.66% 降为 -110.32%，下降了 75.66 个百分点；金融经营活动营运资金行业总体期末占比由 -1.41% 减为 -2.72%，而投资活动营运资金期末占比由 136.06% 上升为 213.04%。该行业投资活动营运资金占用水平为正值，并且数值较大，是营运资金需求的重要组成部分。

2. 行业层面经营活动营运资金占用水平大幅下降，其中采购渠道营运资金配置比重最大，企业层面各渠道资金配置结构不稳定

从行业层面整体来看，经营活动营运资金占用水平由 -546.24 亿元降为 -1 070.01 亿元，配置情况改善明显，表明该行业中的企业不仅不需要占用资金，反而能够筹集资金满足企业的资金需求。具体分析到各渠道，该行业 2015 年采购渠道营运资金、生产渠道营运资金、营销渠道营运资金占用水平依次为 -696.41 亿元、-292.25 亿元、-81.35 亿元，采购渠道营运资金节约数额较大。由此可见，采购渠道营运资金在经营活动营运资金配置中最大。另外，生产渠道和营销渠道营运资金 2015 年占用水平较 2014 年相比下降幅度较大，营销渠道营运资金占用水平甚至从 2014 年的正值变为 2015 年的负值，表明企业能够充分利用企业信用向投资者、供应商等外部利益相关者融通资金。在企业层面采购、生产和营销渠道营运资金变化幅度相对较大，行业内差异较大，不太稳定。

3. 行业各要素中经营活动营运资金在存货的配置额度最低，在应付及预收款项的配置额度最高，对各要素的营运资金管理有待进一步改善

从营运资金的要素配置结构分析，存货、应收及预付款项 2015 年营运资金占用水平依次为 358.98 亿元、1 226.54 亿元，应付及预收款项 2015 年节约营运资金 2 655.49 亿元。由此可见，经营活动营运资金在存货中配置额度相对较低，在应收及预付款项、应付及预收款项配置额度较高。2015 年存货和应收项目资金占用绝对额有所下降，同时由于应付项目资金占用绝对额上升程度较大，使得 2015 年经营活动营运资金占用水平大幅下降，营运资金管理水平有所改善。但该行业对各要素的营运资金管理则需要进一步提升。从企业层面来看，存货和应付款项的营运资金配置水平改善较为明显。

4. 行业层面经营活动营运资金周转期（按渠道）缩短明显，其中采购渠道营运资金管理绩效最高，营销渠道营运资金管理绩效最低，各渠道和子行业营运资金管理绩效都出现了不同程度的小幅提升

2015 年，交通运输、仓储和邮政业经营活动营运资金周转期（按渠道）为 -37.6 天，同比缩短 13.5 天，采购渠道、生产渠道、营销渠道营运资金周转期分别为 -31.9 天，-10.7 天和 5 天，行业整体营运资金管理绩效有所改善，其中采购渠道营运资金管理绩效最高，营销渠道营运资金管理绩效最低。

2015 年该行业上市公司采购渠道、生产渠道、营销渠道营运资金周转期都出现了不同幅度的下降，营运资金管理绩效都得到了不同程度的改善。具体分析到各个子行业，2015 年各细分行业的经营活动营运资金周转期除了仓储业有所增加外，都出现了小幅的下降。其中，道路运输业和航空运输业和仓储业变化最大。尽管仓储业的营运资金周转期由 50.5 天上升为 77.7 天，但道路运输业营运资金周转期由 8.0 天下降为 -52.23 天，且航空运输业营运资金周转期由 -53.4 天下降为 -64.2 天，这两个行业的营运资金周转期下降幅度足以弥补仓储业营运资金周转期的上升，最终导致行业整体经营活动营运资金管理绩效的提升。

5. 行业经营活动营运资金管理绩效（按要素）小幅下降，其中存货、应收账款营运资金和应付账款管理绩效都不同程度上升，各子行业要素的营运资金管理绩效都出现不同程度的小幅下降

2015 年交通运输、仓储和邮政业经营活动营运资金周转期为 -3.0 天，同比增加了 1.8 天，行业总体营运资金管理绩效有所降低。存货、应收账款和应付账款营运资金周转期分别减少了 1.1 天，0.2 天和 3.1 天。从各个细分行业来看，铁路运输业、水上运输业和仓储业经营活动营运资金周转期变化幅度较大。铁路运输业经营活动营运资金周转期由 10.7 天上升到 15 天，升幅为 40.19%；水上运输业经营活动营运资金周转期由 6.3 天上升到 13.3 天，升幅为 111.11%；仓储业经营活动营运资金周转期由 14.9 天上升到 30.1 天，升幅为 102.01%。这三个细分行业经营活动营运资金管理绩效的降低为行业经营活动营运资金管理绩效降低的主要因素。

6. 行业总体经营活动资金回报水平上升，其中金融经营活动资金回报上升幅度较大。行业总资金回报率相对集中，而金融经营活动资金回报率相对分散不集中

从整体分析，2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司行业总体总资金回报率由 7.32% 上升至 8.62%，同比上涨 1.3 个百分点，表明其总资金回报水平上升。2015 年行业总体经营活动资金回报率由 7.15% 上升至 9.31%，同比上涨 2.16 个百分点；行业总体投资活动资金回报率由 7.73% 下降至 6.25%，同比下降 1.48 个百分点；行业总体金融经营活动营运资金回报率由 -22.70% 上升至 -14.15%，同比上升 8.55 个百分点。

从资金回报集中程度的角度分析发现，2015 年交通运输、仓储和邮政行业上市公司资金回报率较集中，总资金回报率大多集中在 0 ~ 20% 之间，在 10% 上下浮动。其中，经营活动资金回报率大多集中在 0 ~ 20% 之间，不过相对于总资金回报率来说分散一些；投资活动资金回报率较分散，但主要集中在 0 ~ 20% 之间；而金融经营活动资金回报率很分散、不集中。

7. 行业面临一定的长期财务风险，但总资金融资结构相对稳定；行业短期金融负债占比上升幅度较大，财务风险加剧

从行业总体来看，企业借入资金和自有资金各占的比值几乎相当，2015 年借入资金的占比稍有下降，为 46.67%，说明企业的长期财务风险有所下降。

2015 年交通运输、仓储和邮政行业短期金融性负债占比高达 205.52%，较 2014 年相比增加了 56 个百分比，表明 2015 年该行业总体营运资金融资风险大幅度提升。2015 年营运资本占比持续为负值，交通运输、仓储和邮政行业存在巨大的短期财务风险，且资金供给不稳定。从最大值最小值来看，2015 年短期金融性负债的最大值大幅下降，而最小值大幅上升，使得两值之间差距缩小，表明 2015 年交通运输、仓储和邮政行业融通的资金量呈下降趋势。2015 年财务风险虽有所缓和，但短期借款依旧为该行业带来了较大的短期偿债压力，这与该行业的特点有关。

（二）对策建议

1. 进一步加强营运资金管理，提高投资活动营运资金管理水平

交通运输、仓储和邮政业投资活动营运资金占用水平为正值，且数额较大，是营运资金需求的主要组成部分。相比较于 2014 年，2015 年该行业投资活动营运资金占用水平稍有下降，下降数额为 78.25 亿元，但所占比重依旧很大且有所提升。该行业经营活动营运资金占用水平为负值，且 2015 年较 2014 年相比有很大程度的下降，下降数额为 523.77 亿元，远远大于投资活动营运资金的减少数额，使得营运资金总体占用水平有所下降。由此可见，投资活动营运资金有很高的上升空间，它应成为该行业的一个重要盈利手段。同时投资活动营运资金具有流转速度快、风险高、投资灵活等特点，与传统的经营活动有很多差别。针对经营活动传统的营运资金管理办法和绩效评价指标，不适用于投资活动营运资金的管理。各企业应提高对投资活动营运资金管理的重视，并积极探索针对投资活动营运资金的管理办法和绩效评价体系。

2. 重视业务流程和供应链管理，提高营运资金渠道和要素管理绩效

2015 年，交通运输、仓储和邮政业在各利好政策的影响下，实现了稳定健康发展，但由于受到宏

观经济环境影响，发展速度较为缓慢。就资金配置而言，2015 年该行业在各渠道中采购渠道营运资金配置比重最大，在各要素中应收及预付款项、应付及预付款项营运资金配置比重较大；就营运资金管理绩效而言，各渠道中采购渠道营运资金管理绩效最高，营销渠道营运资金管理绩效最低，各要素中存货、应收账款营运资金和应付账款管理绩效都有不同程度的上升。由此可见，该行业各企业应结合自身所处子行业的特点，加强业务流程管理，提高各渠道之间的协同效应。继续保持与采购渠道供应商的密切合作，保证采购渠道营运资金管理绩效稳定上升；积极促进与客户的沟通和合作，密切关注市场信息，加强应收及预付款项的管理，促进营销渠道营运资金管理绩效的改善。

3. 优化融资结构，稳定融资来源，防范财务风险

从交通运输、仓储和邮政行业总资金融资结构来看，该行业的企业面临一定的长期财务风险。但 2015 年借入资金的占比稍有下降为 46.67%，说明企业的长期财务风险有所下降，且风险不大。2015 年交通运输、仓储和邮政行业的财务杠杆与 2014 年相比有明显的提升，尤其是从行业平均角度，财务杠杆由 2014 年的负值变为 2015 年的正值，因此该行业企业应重点关注短期财务风险并加强控制。

2015 年交通运输、仓储和邮政行业短期金融性负债占比高达 205.52%，较 2014 年相比增加了 56 个百分比，表明 2015 年该行业总体营运资金融资风险大幅度提升。从行业平均来看，2015 年该行业短期金融性负债占比为 77.31%，比 2014 年下降了 120 个百分比，表明 2015 年交通运输、仓储和邮政行业平均的短期财务风险下降，短期偿债压力减小。从最大值最小值来看，2015 年短期金融性负债的两值之间差距缩小，财务风险虽有所缓和，但短期借款依旧为该行业带来了较大的短期偿债压力，行业总体财务风险较高。

总体而言，该行业应积极采取措施建立合理的融资结构，加强财务风险识别、评估，尽量避免“短借长投”现象，从而降低财务风险所带来的损失。交通运输、仓储和邮政业作为社会的基础行业，受宏观经济的影响严重，营业收入波动性大，该行业固定资产投资比重大，在经营杠杆的作用下，利润波动也较大，行业风险高。因此，该行业应降低短期金融性负债水平，积极筹措长期资本，促使融资结构合理回归。

4. 进一步提高整个供应链的信息化管理能力

供应链管理通过企业之间的相互合作，实现资源的共享，以客户为主体，运用现代信息技术对资金、人力和物力进行优化和整合，从而获得竞争优势，实现双赢。交通运输、仓储业作为国民经济基础性产业，大力推进其信息化，对于实现该行业新的跨越式发展具有十分重要的意义。信息化是实现交通运输、仓储业现代化的必然选择。在“十二五”期间，交通运输、仓储业应该进一步提高整个供应链的信息化管理，优化企业管理信息系统，使物流、信息流和资金流更加畅通，减少由于业务量大而信息混乱造成的货物和资金的积压。完善供应链成员之间的互信合作及信息共享机制，通过整个供应链上企业间信息的共享进一步提升营运资金管理绩效。

主要参考文献

1. 王竹泉、刘文静、王兴河、张欣怡、杨丽霏：“中国上市公司营运资金管理调查：2007 ~ 2008”，《会计研究》，2009 第 9 期。

2. 王竹泉、孙建强等：“营运资金管理发展报告（2011）”，中国财政经济出版社 2011 年版。

3. 巨潮资讯网站：http：//www. cninfo. com. cn。

4. 王竹泉、孙莹、王秀华、张先敏、杜媛：“中国上市公司营运资金管理调查：2012”，《会计研究》，2013 年第 12 期。

5. 王竹泉、孙莹、张先敏、杜媛、王秀华：“中国上市公司营运资金管理调查：2013”，《会计研究》，2014 年第 12 期。

6. 王竹泉、孙莹、张先敏、杜媛、王秀华：“中国上市公司营运资金管理调查：2014”，《会计研究》，2015 年第 12 期。

7. 唐山港 2015 年度报告。

8. 南方航空 2015 年度报告。

9. 王竹泉、温琳、徐晓岚、李文妍、王贞洁："上市公司营运资金管理绩效分析——来自交通运输业数据"，《财会通讯》，2012 第 11 期。

第二十四章　2015 年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司营运资金管理调查

【摘要】2015 年，信息传输、软件和信息技术服务业面临复杂的宏观环境，虽然该行业 2015 年业务规模保持了平稳增长，但在营运资金管理方面仍面临不少问题与压力。本报告分别以 2011 ~ 2015 该行业所有上市公司、2014 年和 2015 年上市公司为样本作为研究对象，对信息传输、软件和信息技术服务业上市公司营运资金管理进行调查和分析后，我们发现：（1）2015 年信息传输、软件和信息技术服务业营运资金占用额由 2014 年的正值转为负值，营运资金占用水平下降；（2）2015 年该行业各渠道中采购渠道营运资金占用绝对额最大且为负值，采购渠道营业活动是企业通过营业活动筹集资金的主要环节；（3）2015 年该行业应付及预收款项在各经营活动营运资金要素中比重最大，对经营活动营运资金占用额影响大；（4）2015 年该行业经营活动营运资金管理绩效较高，各子行业差异较大；（5）2015 年该行业总资金回报率较高，三类营业活动资金回报差异较大；（6）2015 年该行业行业总体层面长期财务风险水平较低，短期财务风险极高，企业层面长期财务风险、短期财务风险普遍较低。基于以上分析结论，我们对信息传输、软件和信息技术服务业营运资金管理提出以下几点建议：（1）加强采购渠道营运资金监管，防范资金波动性风险。（2）加强财务风险管理，促进营运资金融资结构合理回归。（3）加强应收账款营运资金周转期监管。（4）重视营销网络建设。（5）加强创新，与时俱进。

一、信息传输、软件和信息技术服务业上市公司营运资金基本特征

1. 研发资金占比高

信息传输、软件和信息技术服务业属于典型的知识密集型、人才密集型行业，企业之间的竞争归根结底是高素质人才的竞争和创新技术及能力的竞争。因此，加大研发力度，始终走在行业技术前列，不断拓展业务范围，向高端服务转型是该行业发展的重点，这在资金层面上的体现便是企业研发费用的持续增长需求，该行业企业每年的研发费用都在逐渐增加。如何在研发技术、研发管理方面保持有效创新，如何保证产品快速满足市场，均给公司资金带来较大的压力。

2. 税费占用资金较少

信息传输、软件和信息技术服务业属于我国重点扶持的新兴朝阳产业，是国家经济结构成功转型的重要支柱行业之一，这使得该行业成为国家税收政策重点扶植的对象，税收方面的优惠一直高于其他行业。该行业的税费负担较轻，在这方面所占用的营运资金数额相对较小，有利于节约企业营运资金的投入。

3. 投资活动营运资金占主体，经营活动能融通营运资金

近 3 年来，信息传输、软件和信息技术服务业投资活动营运资金平均占用 1 200 亿元左右，经营活动营运资金平均占用 -1 300 亿元左右，该行业营运资金配置以投资活动为主。经营活动为负值，表明该行业在经营活动中不仅不需要投入营运资金，还可以通过经营活动融通营运资金。

4. 短期金融性负债占比行业总体值居高不下，行业平均值处于低位

信息传输、软件和信息技术服务业短期金融性负债占营运资金之比行业总体值 2013 ~ 2015 年 3 年期间依次为 -351%、2 622%、-12 980%，短期金融性负债规模一直大于营运资金规模，这使得该行业整体短期财务风险居高不下。然而该行业短期金融性负债占比行业平均值 2013 ~ 2015 年依次为 10%、13%、14%，该行业上市公司短期财务风险平均水平较低。该行业短期财务风险行业总体表现与行业平均水平存在的巨大反差，主要是由于行业龙头企业中国联通营运资金管理状况、营运资金融资结构与同行业其他公司反差较大造成的。

二、2015 年信息传输、软件和信息技术服务业营运资金管理主题词与大事件

（一）2015 年信息传输、软件和信息技术服务业营运资金管理主题词

1. 低速增长

2015 年 1～11 月，我国软件和信息技术服务业完成软件业务收入 38 217 亿元，同比增长 16.2%，增速低于去年同期 3.9 个百分点，比 1～10 月下降 0.2 个百分点；完成利润总额 4 422 亿元，同比增长 10.8%，增速低于去年同期 12.9 个百分点，比 1～10 月提高 1.5 个百分点。从软件出口情况来看，1～11 月，软件业实现出口 437 亿美元，同比增长 5%，增速低于去年同期 9.3 个百分点，低于全行业增速 11.2 个百分点，比 1～10 月下降 0.2 个百分点。其中外包服务出口同比增长 1.1%，增速比 1～10 月回落 2.5 个百分点，低于去年同期 14.8 个百分点。嵌入式系统软件出口增长 4%，增速比 1～10 月回升 1.1 个百分点，低于去年同期 7 个百分点。规模以上电子信息制造业产成品存货周转天数为 14.8 天，高于工业平均水平 0.6 天。营运资金管理保持比较稳定的效率，受经济下行影响，增长速度放缓。

2. “互联网＋”与中国制造 2025

2015 年 5 月 19 日，国务院正式发布了《中国制造 2025》；2015 年 7 月 4 日，国务院发布了《关于积极推进“互联网＋”行动的指导意见》，12 月，工信部发布了《工业和信息化部关于贯彻落实〈国务院关于积极推进“互联网＋”行动的指导意见〉的行动计划》。软件和信息技术服务业是“互联网＋”的基础，是“中国制造 2025”的重要组成部分，有关部门应该着力发挥软件的核心驱动作用，大力推动软件技术和工业技术融合发展，发展智能制造，推动信息传输、软件和信息技术服务业由大变强的发展，同时，各企业应该同步做好采购渠道、生产渠道以及营销渠道的营运资金管理工作。

3. 与互联网深度融合

云计算、物联网、移动互联网等新一代信息技术已经成为引领各领域创新不可或缺的重要动力和支撑，成为实施创新驱动发展战略、建设创新型国家的关键所在，新一轮信息化浪潮已经显现出重塑产业生态链的巨大影响力，传统产业正在积极通过“触网”来寻求新的发展空间。信息传输、软件和信息技术服务业和互联网深度融合趋势明显，通过互联网众包服务平台，实现软件合同签发、软件需求分析、框架设计、代码开发、测试验收、销售服务等多个环节。与互联网的深度融合，实现管理模式的创新，为企业采购渠道、生产渠道、营销渠道以及存货管理带来诸多便利，在技术层面上提高营运资金管理的效率。

（二）2015 年信息传输、软件和信息技术服务业营运资金管理大事件

1. 国务院通过《“互联网＋”行动指导意见》，为互联网与软件深度融合和跨界发展开辟极为广阔的空间

2015 年 6 月 24 日，国务院常务会议通过《“互联网＋”行动指导意见》。《指导意见》明确了未来十年互联网发展的方向和目标，提出了包括现代农业、智慧能源、便捷交通、绿色生态等十一项重点行业，并就做好相应的支撑保障进行了必要的部署安排。互联网与软件研发领域的深度融合，产生了汇聚众智的软件研发新模式。通过互联网众包服务平台，实现软件合同签发、软件需求分析、框架设计、代码开发、测试验收、销售服务等多个环节。互联网与软件开发的融合，企业可以根据网络订单及时确认存货，在一定程度上降低了软件开发企业存货管理的难度，提高了存货管理的合理性。

2. 贯彻落实“中国制造 2025”强国战略，引领中国由制造业大国变成制造业强国

2015 年 5 月，国务院公布“中国制造 2025”战略。实现“中国制造 2025”，就是要将工业软件、移动互联网、物联网、大数据和云计算等新一代信息技术与工业深度融合，将传统的“中国制造”提升为“中国智造”。改变过往长期被国外工业软件垄断的高端 ERP、PLM 等市场格局。在自主的工业互联网云服务平台上，企业通过移动终端方便快捷地实现供需对接、产品沟通和项目协作，平台还支持企业的智能制造、柔性生产、产品个性化定制、产品运行过程监控及相关的个性化服务。信息传输、软件和信息技术服务业作为技术、人才密集型行业，将投入更多研发成本、人力资源和高效的营运资金管理队伍，为实现“中国制造 2025”贡献力量。

3. 全国软件和信息服务业规模再创新高，新兴信息技术服务比重明显提升

2015 年 1 ~ 6 月份，我国软件和信息服务业完成业务收入 2.0 217 万亿元，同比增长 17.1%；软件和服务业实施出口外包 251 亿美元，同比增长 5.7%。数据显示，新兴信息服务需求明显增多，系统流程服务、设备生命周期管理服务、远程教育、远程诊断、数字家庭等新型服务需求快速地拓展了信息服务应用市场。行业的快速发展，使得企业营运资金管理也同样面临着新的挑战。

4. 大数据应用引发社会广泛关注，新兴的大数据产业方兴未艾

大数据把物联网、移动互联网、云计算等新兴热点技术相互交叉融合，产生众多综合性新的应用。进入 2015 年，国内各互联网巨头也争相或自主或联合设立大数据服务平台，进行海量数据存储、挖掘、管理、计算、分析等多层面的处理服务，实现数据信息再度增值化，让大数据应用变成提升企业核心竞争力和抢占市场先机的“法宝”，新兴的大数据产业将得到迅猛快速地发展。

5. 云服务进入众多应用领域，公共云服务平台广受社会欢迎

当今的互联网时代，专项研究证明，运用云计算技术，会降低计算成本 100 倍，若将数据资源存放到云服务中心，其资源共享利用率会提高 80%，云计算已经成为信息应用技术的重要基石，各式各样的云服务平台已进入国民经济和日常生活的实用领域。进入 2015 年，相关应用更呈加速发展，如百度、腾讯、阿里等的公共云服务成为人们日常工作生活中不可或缺的服务平台。其他诸如工业云服务、政务云服务、医疗云服务、物联网服务等，已经变成社会服务中的基础工具。

6. 国产 CPU 芯片设计制造有突破，智能手机芯片已量产

我国新一代北斗导航卫星，全部使用国产微处理器芯片（CPU），中国航天人十年磨一剑，在 2015 年终于圆了“中国芯”之梦。国产新天河和新曙光超级计算机均采用国产飞腾高性能微处理芯片，未来我国超级计算机从硬件到软件都将在整机、应用、CPU 三线并发实现国产化。智能手机芯片国产化步伐也加快、华为海思 8 核智能手机芯片麒麟 920、联芯科技 3G、4G 终端芯片横空出世。中星微数字多媒体芯片今年业已量产，打入国际市场。国产 CPU 芯片的制造与投产，将逐渐减小信息技术行业对于进口芯片的依赖程度，这将为企业为购渠道提供更多便利。

7. 我国发明专利年申请量屡居前列

国家知识产权局统计数据显示，2014 年全国专利申请数量已经达到 236.1 万件，申请量连续 4 年雄居世界第一。据联合国世界知识产权组织统计，美国、日本、中国三个国家专利申请量占全球专利申请量的 60% 以上。我国软件著作权登记主要包括基础软件、中间件、嵌入式软件和应用软件 4 大类，其中应用软件登记数量最多。技术飞快进步，产权保护不断受到重视，行业发展蒸蒸日上的同时，企业也需要更加重视调整和优化各要素、各渠道的营运资金结构，以满足企业发展的需要。

三、2015 年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司营运资金配置与来源分析

（一）信息传输、软件和信息技术服务业上市公司营运资金配置分析

1. 信息传输、软件和信息技术服务业上市公司营运资金总体配置结构分析

（1）行业层面。

由表 24 - 1、图 24 - 1 和图 24 - 2 分析可见，2014 年、2015 年该行业内的上市公司数量依次为 119 家、142 家，企业数量有所增加。2015 年，无论是行业总体还是行业平均值，该行业营运资金期末占用水平均为负值，而 2014 年均为正值，2015 年较 2014 年营运资金期末占用水平有了大幅减少，甚至为负值，出现负营运资金管理的现状，表明该行业凭借自身财务实力及商业信用可以无偿占用价值链条上下游的资金，而且通过这种筹集资金的方式可以顺利满足行业自身经营活动对资金的需求，避免资金链条断裂的风险。

就经营活动营运资金期末占用水平而言，该行业 2014 年、2015 年连续两年行业总体占用水平、行业平均占用水平均为负值，2015 年较 2014 年经营活动营运资金占用水平有较大幅度的提高，表明该行业经营活动不仅不需要占用营运资金，并且筹集资金的能力也在不断增强。

就金融经营活动营运资金期末占用水平而言，该行业 2014 年为 0，2015 年为负值，表明该行业通

过金融经营活动融通了少量营运资金。

就投资活动营运资金期末占用水平而言，2015 年行业总体水平较 2014 年有所上升，这可能主要是由于该行业企业数增加引起的。行业平均占用水平也略有上升，表明该行业内企业投资活动营运资金占用额普遍提升。

表 24 - 1　　2014 ~ 2015 年信息传输、软件和信息技术服务业营运资金存量及其分布状况

项目	营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用（亿元）		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用（亿元）		投资活动营运资金期末占比（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	49.37	-9.28	-1 071.25	-1 558.22	-2 169.82	16 796.30	0	-115.43	0	1 244.22	1 120.62	1 664.37	2 269.82	-17 940.52
行业平均	0.41	-0.07	-9.00	-10.97	35.44	27.50	0	-0.81	0	-1.67	9.42	11.72	64.56	74.17
最大值	72.64	171.15	38.64	69.58	—	—	0	138.67	—	—	254.13	222.33	—	—
中位数	8.04	8.11	2.29	2.35	36.70	35.17	0	0.00	0	0.00	5.19	5.91	63.30	65.23
最小值	-1 235.48	-1 834.43	-1 489.62	-2 056.75	—	—	0	-115.43	—	—	0.72	0.02	—	—
样本量	119	142	119	142	119	142	119	142	119	142	119.00	142.00	119.00	142.00

图 24 - 1　2014 ~ 2015 年信息传播、软件和信息技术服务业总体营运资金存量

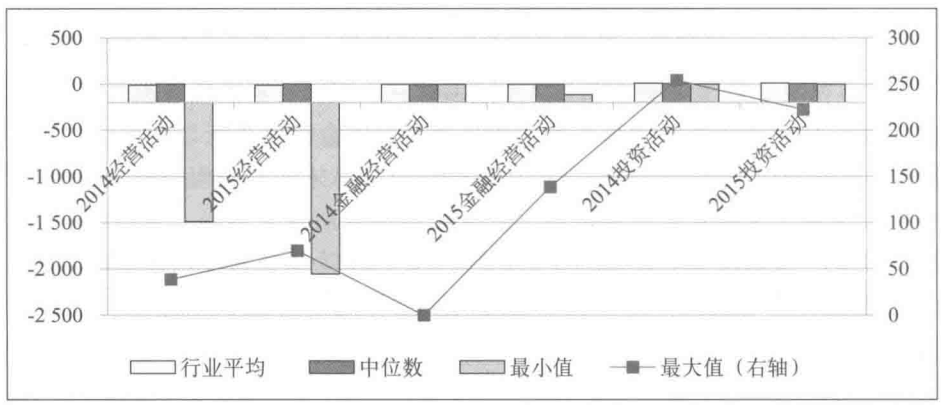


图 24 - 2　2014 ~ 2015 年信息传播、软件和信息技术服务业营运资金分布统计数据及其分布状况

（2）企业层面。

由表 24 - 2 分析发现，2014 年该行业经营活动营运资金占比小于等于 0 的企业家数为 12 家，2015 年为 19 家，占比分别为 10.08% 和 13.38%，表明 2014 年和 2015 年均有 10% 以上的企业经营活动不仅不占用企业营运资金，反而为企业筹集资金，而且 2015 年较 2014 年相比，这种非金融性融资的能

力越来越强；就金融经营活动营运资金占比区间统计的企业分布而言，2014 年和 2015 年所有企业占比区间均为小于等于 0，而且由表 24 - 1 可知，2015 年占比不等于 0，表明该行业 2015 年企业存在通过金融经营活动流动负债为企业筹集资金的现象；就投资活动营运资金占比区间统计的企业分布而言，绝大多数企业投资活动营运资金占比超过 50%，在企业中投资活动营运资金占主导的现象普遍存在。

表 24 - 2　2014 ~ 2015 年信息传输、软件和信息尽数服务业上市公司营运资金分布状况分段统计表

区间（%）	按实体经营活动营运资金占比区间统计				按金融经营活动营运资金占比区间统计				按投资活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	12	10.08	19	13.38	119	100.0	142	100.0	3	2.52	3	2.11
(0, 25]	29	24.37	36	25.35	0	0.00	0	0.00	8	6.72	6	4.23
(25, 50]	42	35.29	47	33.10	0	0.00	0	0.00	25	21.01	31	21.83
(50, 75]	25	21.01	31	21.83	0	0.00	0	0.00	42	35.29	46	32.39
(75, 100]	8	6.72	6	4.23	0	0.00	0	0.00	29	24.37	36	25.35
>100	3	2.52	3	2.11	0	0.00	0	0.00	12	10.08	20	14.08
总 计	119	100	142	100	119	100	142	100	119	100	142	100

（二）信息传输、软件和信息技术服务业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布状况

1. 行业层面

由表 24 - 3 分析可见，2015 年该行业采购渠道、生产渠道、营销渠道营运资金占用行业总体水平依次为 - 1 989.34 亿元、17.76 亿元、413.36 亿元，由此可见，在营运资金占用配置中，采购渠道营运资金占用绝对额最大，是决定营运资金占用水平的主导因素。就采购渠道营运资金占用水平而言，行业总体与行业平均值均为负值，并且数额较大，说明采购环节营业活动是企业通过营业活动筹集资金的主要环节，2015 年较 2014 年的该行业总体值、行业平均值上都有较大幅度下降，而且行业占比绝对值略有上升，一方面是由企业数增加带来的，另一方面说明行业采购渠道通过无偿占用供应商资金进行筹集资金的能力越来越强；就生产渠道营运资金占用水平而言，行业总体值与平均值都为正，而且 2015 年较 2014 年相比总额及行业总体占比绝对值都有上升，表明该环节不能为企业筹集资金，而且该环节占用营运资金水平显著上升，但由于相对于另外两个渠道的营运资金占用水平而言，数额较低，对经营活动营运资金整体影响十分有限；就营销渠道营运资金占用水平而言，2015 年较 2014 年的行业总体水平与行业平均水平都为正而且有所提高，行业总体占用额上升幅度较大，表明营运资金占用金额大幅上升主要是由于企业数增加带来的；就经营活动营运资金占用水平而言，连续 2 年行业总体水平与行业平均水平均为负值，表明该行业经营活动不仅能够满足自身经营活动对资金的需求而且还能为企业筹集资金，2015 年较 2014 年的行业总体水平、行业平均水平有所下降，表明该行业经营活动筹集资金能力不断提高，这主要是由采购渠道营运资金筹集能力上升带来的结果。

表 24 - 3　2014 ~ 2015 年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计表

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	- 1 363.13	- 1 989.34	3.11	17.76	288.77	413.36	- 1 071.25	- 1 558.22
	行业平均	- 11.45	- 14.01	0.03	0.13	2.43	2.91	- 9.00	- 10.97
	最大值	11.59	12.09	16.53	19.90	64.27	83.12	38.64	69.58
	中位数	- 0.63	- 0.85	0.00	- 0.06	3.34	3.93	2.29	2.35
	最小值	- 1 082.10	- 1 592.57	- 84.04	- 32.64	- 323.48	- 431.54	- 1 489.62	- 2 056.75

续表

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
占比（%）	行业总体	127.25	127.67	-0.29	-1.14	-26.96	-26.53	—	—
	行业平均	-33.48	-92.13	6.84	-5.50	126.64	197.63	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	-19.32	-20.15	4.46	2.36	118.04	120.48	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本量			119	142	119	142	119	142	119

由图 24-3 可知，2014~2015 年信息传输、软件和信息技术服务业采购渠道营运资金行业平均水平数额在下降，2015 年达到 -14 亿元左右，生产渠道在 0 上下变动，波动微乎其微，营销渠道也有了小幅上升，2015 年达到 3 亿元左右；从最大值来看，各个渠道变动幅度比较小，而最小值采购渠道和营销渠道变动剧烈，尤其是采购渠道波动较大 2015 年达到 -1 600 亿元左右。

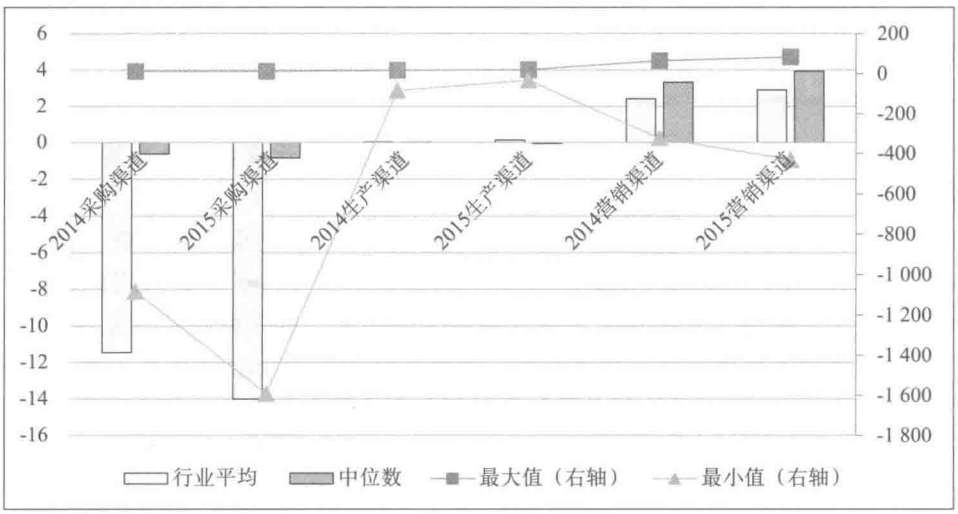


图 24-3　2014~2015 年信息传输、软件和信息技术服务业经营活动各渠道营运资金分布统计数据

2. 企业层面

由表 24-4 分析可见，就采购渠道营运资金占比区间统计而言，2014 年、2015 年分别有 78.15%、78.87% 的企业占比区间小于等于 0，表明该行业 3/4 以上的企业不仅不占用企业营运资金，反而为企业筹集营运资金并且该行业采购渠道筹集资金的能力在不断提升；就生产渠道营运资金占比区间统计而言，2014 年、2015 年分别有 38.66%、44.37% 的企业占比区间小于等于 0，表明该行业 1/3 以上的企业不仅不占用企业资金反而为企业筹集资金，并且筹集资金的企业占比不断上升；就营销渠道营运资金占比区间统计而言，2014 年和 2015 年占比区间大于 100 的企业家数分别为 63.03% 和 67.61%，表明营运资金占用水平较高，营运资金管理绩效有较大提升空间。

表 24-4　　2014~2015 年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司经营活动营运资金按渠道分布情况分段统计表

区间（%）	按采购渠道营运资金占比区间统计				按生产渠道营运资金占比区间统计				按营销渠道营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	93	78.15	112	78.87	46	38.66	63	44.37	7	5.88	12	8.45
(0, 25]	13	10.92	12	8.45	41	34.45	30	21.13	6	5.04	6	4.23

续表

区间（%）	按采购渠道营运资金占比区间统计				按生产渠道营运资金占比区间统计				按营销渠道营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
(25, 50]	3	2.52	8	5.63	15	12.61	14	9.86	4	3.36	4	2.82
(50, 75]	2	1.68	1	0.70	6	5.04	11	7.75	11	9.24	13	9.15
(75, 100]	1	0.84	1	0.70	3	2.52	4	2.82	16	13.45	11	7.75
>100	7	5.88	8	5.63	8	6.72	20	14.08	75	63.03	96	67.61
总 计	119	100	142	100	119	100	142	100	119	100	142	100

（三）信息传输、软件和信息技术服务业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布状况

1. 行业层面

由表 24 - 5 分析可见，2015 年该行业存货、应收及预付款项、应付及预收款项营运资金占用水平行业平均值依次为 3.00 亿元、12.42 亿元、26.39 亿元，由此可见，在各要素营运资金配置中应付及预收款项占比最高，是决定经营活动营运资金占用水平的主导因素。就存货期末余额而言，该行业 2015 年较 2014 年的行业总体值大幅提高，行业平均值也略有提高，表明存货要素占用营运资金的水平有所上升；应收及预付款项期末余额 2015 年较 2014 年的行业总体有所提高，行业平均值也有所提高，表明应收及预付款项占用营运资金的水平有所提高；应付及预收款项期末余额较其他两个要素金额较大，对经营活动营运资金影响重大，2015 年较 2014 年稳中有升，表明该行业利用应付及预收款项融通资金的金额比较稳定；就经营活动营运资金而言，该金额连续两年为负值，而且 2015 年较 2014 年的经营活动营运资金占用水平有所下降，表明该行业经营活动能为企业筹措资金，并且筹资能力有所提高。

表 24 - 5　　2014 ~ 2015 年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布总体统计表

单位：亿元

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	352.75	425.34	1 233.31	1 764.30	2 657.31	3 747.86	-1 071.25	-1 558.22
	行业平均	2.96	3.00	10.36	12.42	22.33	26.39	-9.00	-10.97
	最大值	46.39	41.28	320.94	394.13	1 856.95	2 492.16	38.64	69.58
	中位数	0.87	0.93	4.30	5.67	2.92	4.17	2.29	2.35
	最小值	0.00	0.00	0.14	0.07	0.23	0.04	-1 489.62	-2 056.75
占比（%）	行业总体	-32.93	-27.30	-115.13	-113.22	-248.06	-240.52	—	—
	行业平均	51.44	119.10	194.44	314.57	145.87	333.66	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	30.90	26.15	151.61	160.01	86.47	85.76	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本数量			119	142	119	142	119	142	119

由图 24 - 4 可知，信息传输、软件和信息技术服务业存货的营运资金占用量行业平均水平最低，其次是应收及预付款项，而应付及预收款项占用的营运资金量最高，这也说明该行业各企业能够很好的利用供应商无偿取得资金，延长还款期限。纵向来看，存货占用量 2015 年较 2014 年变化很小，应付及预收款项变化最大 2015 年超过了 25 亿元；从最大值的变化幅度看，存货、应收及预付款项变化比较平稳，而应付及预收款项波动比较大。总体来说，存货的管理绩效好于应收账款，无论是 2014 年

还是2015年，应收及预付款项占用量都超过10亿元并且呈递增的趋势，所以该行业各企业应加强应收账款的管理，减少营运资金的占用量。

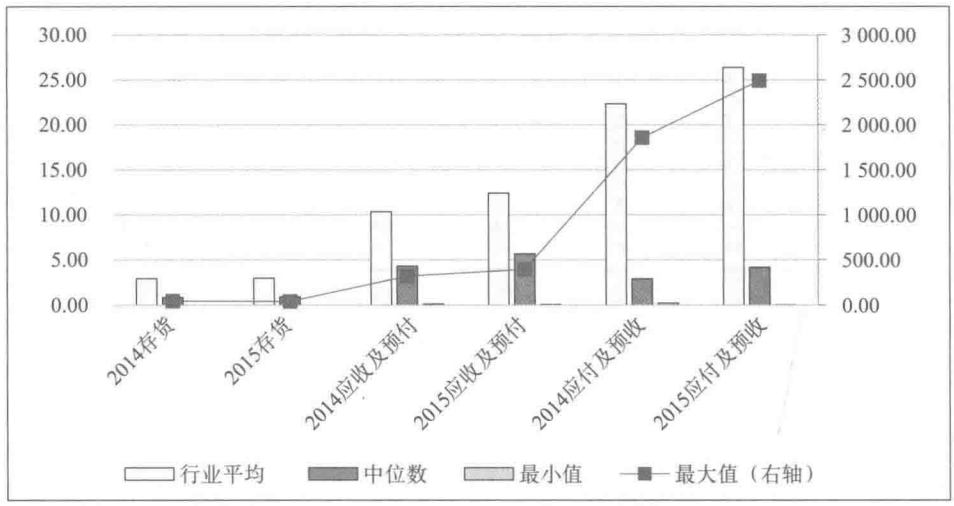


图24－4　2014～2015年信息传输、软件和信息技术服务业经营活动各要素营运资金分布统计数据

2. 企业层面

由表24－6分析可见，存货占比区间分布在（25%，50%］区间的企业家数最多，2015年该行业分布在该区间的企业家数占比达26.76%；2015年有78.17%的企业应收及预付款项占比超过100%，约有2/3的企业应收及预付款项资金占用超过企业经营活动营运资金占用绝对额；2015年有44.37%的企业应付及预收款项占比超过100%，有接近半数的企业应付及预收款项营运资金融通额超过经营活动营运资金占用绝对额。总体而言，应收及预付款项在大部分企业中所占比重较大，是经营活动营运资金占用的重要构成部分。

表24－6　　2014～2015年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布分段统计表

区间（%）	按存货占比区间统计				按应收及预付款项占比区间统计				按应付及预收款项占比区间统计			
	2014年		2015年		2014年		2015年		2014年		2015年	
	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)	家数	比重(%)
≤0	22	18.49	32	22.54	15	12.61	22	15.49	15	12.61	22	15.49
(0，25]	33	27.73	38	26.76	0	0.00	0	0.00	8	6.72	5	3.52
(25，50]	22	18.49	22	15.49	2	1.68	1	0.70	12	10.08	15	10.56
(50，75]	14	11.76	17	11.97	0	0.00	0	0.00	18	15.13	22	15.49
(75，100]	10	8.40	10	7.04	9	7.56	8	5.63	14	11.76	15	10.56
>100	18	15.13	23	16.20	93	78.15	111	78.17	52	43.70	63	44.37
总计	119	100	142	100	119	100	142	100	119	100	142	100

四、2015年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析

（一）信息传输、软件和信息技术服务业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额分析

由表24－7可知，2014年年末和2015年年末信息传输、软件和信息技术服务业行业总体的经营活动营运资金占用水平均为负值，说明经营活动不仅没有占用营运资金，反而为企业筹集营运资金。2015年年末较2014年年末经营活动营运资金占用水平行业总体值、行业平均值均有所下降，表明该行

业 2015 年年末较 2014 年年末经营活动营运资金周转效率普遍有所提升。以 2014 年年初、年末平均营运资金占用水平为基础，2015 年年初、年末经营活动营运资金占用平均额较 2014 年节约 -46.33 亿元，表明从年初、年末平均额角度考察，2015 年较 2014 年信息传输、软件和信息技术服务业经营活动营运资金占用有所浪费。

表 24-7　　2014~2015 年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额

项　目	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约额（亿元）
	2014 年	2015 年	
行业总体	-0.23	-0.29	-46.33
行业平均	0.34	0.29	—
最大值	1.78	1.15	—
中位数	0.32	0.28	—
最小值	-1.27	-1.21	—
样本量	119	142	—

（二）信息传输、软件和信息技术服务业上市公司分渠道的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

由表 24-8 可知，从行业层面看，2015 年采购渠道、生产渠道、营销渠道行业整体营运资金周转期依次为 -111.2 天、0.7 天、21.4 天，采购渠道营运资金绩效管理水平相对较高，采购渠道营运资金周转期较 2014 年有较大下降，采购渠道营运资金绩效管理水平有较大提高，营销渠道营运资金周转期显著上升，营销渠道营运资金绩效管理水平显著下降。各子行业中，互联网和相关服务业采购、生产、营销渠道营运资金周转期依次为 -24.4 天、-5.5 天、10.9 天，采购渠道和营销渠道营运资金周转期较 2014 年有所上升；电信、广播电视和卫星传输服务业采购渠道、生产渠道、营销渠道营运资金周转期依次为 -154.9 天、-7.1 天、-39.3 天，管理绩效水平都较高，采购渠道营运资金周转期较 2014 年有较大下降，生产渠道和营销渠道营运资金周转期较 2014 年管理水平略有降低；2014 年、2015 年软件和信息技术服务业营销渠道营运资金周转期依次为 137.8 天、143.5 天，在各子行业中周转期最长，绩效管理水平最差，有很大的改善空间。总体而言，该行业整体经营活动营运资金管理绩效较高，但各子行业之间经营活动营运资金管理绩效差异较大。

表 24-8　2014~2015 年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	采购渠道营运资金周转期		生产渠道营运资金周转期		营销渠道营运资金周转期		经营活动营运资金周转期（按渠道）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
软件和信息技术服务业	-57.9	-59.1	23.2	18.3	137.8	143.4	103.1	102.5
互联网和相关服务	-14.5	-24.4	-6.3	-5.5	56.8	10.9	36.0	-19.02
电信、广播电视和卫星传输服务	-117.7	-154.9	-9.2	-7.1	-54.4	-39.3	-181.3	-201.30
行业整体	-96.3	-111.2	0.0	0.7	4.2	21.4	-92.2	-89.1

由表 24-9 可以看出，以 2011~2015 年信息传播、软件和信息技术服务业所有可比上市公司为样本，对各渠道营运资金管理周转期进行分析发现，连续 5 年该行业采购渠道、生产渠道、营销渠道营运资金周转期依次升高，采购渠道、生产渠道、营销渠道营运资金管理绩效依次降低。采购渠道营运资金管理周转期五年期间波动性较大，2012 年较 2011 年有较大幅度上升，上升幅度达 44.47%，2013

年较 2012 年有所下降，降幅约 28.33%，2015 年较 2014 年上升幅度约为 15.47%；生产渠道营运资金周转期行业平均值 5 年期间变化额度绝对值不超过 2 天，相对与其他渠道，连续 5 年周转期水平非常稳定；营销渠道营运资金周转期 2013 年较 2012 年有较大幅度下降，营运资金周转期由正转负，管理绩效明显改善，幅度达到 196.30%，2014 年由负转正，较 2013 年显著上升，表明 2014 年该行业营销渠道营运资金绩效管理水平显著下降，2015 年较 2014 年管理绩效进一步恶化，幅度高达 409.52%；经营活动营运资金周转期都为负值，总体来说管理绩效不错。尤其 2012 年较 2011 年有较大幅度下降，降幅达 142.11%，2013 年较 2012 年有所下降，降幅为 24.18%，2014 年回到 2012 年水平，2014 ~ 2015 年管理绩效比较稳定，波动较小。

表 24 - 9　　2011 ~ 2015 年信息传输、软件和信息技术服务业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
采购渠道营运资金周转期	-83.06	-120.00	-86.00	-96.3	-111.2
生产渠道营运资金周转期	-1.03	1.00	-1.00	0.0	0.7
营销渠道营运资金周转期	45.97	27.00	-26.00	4.2	21.4
经营活动营运资金周转期（按渠道）	-38.12	-91.00	-113.00	-92.2	-89.1

由图 24 - 5 可知，信息传播、软件和信息技术服务业经营活动营运资金周转期 2011 ~ 2013 年有明显改善，2013 ~ 2015 年比较稳定，波动不大，总体来说经营活动营运资金管理绩效比较不错。2011 ~ 2015 年采购渠道营运资金周转期波动性较大，但是采购渠道营运资金管理绩效在经营活动中占据主导型地位，总体表现不错并且近几年表现出不断改善的趋势；2011 ~ 2015 年生产渠道营运资金周转期变化微乎其微，周转天数基本维持在 - 1 ~ 1 天之间；2011 ~ 2015 年营销渠道营运资金周转期变化比较大，其中 2013 年表现最优，周转天数为负值，2013 ~ 2015 年总体趋势上升，表明营运资金管理水平在不断下降，总体来说，营销渠道营运资金周转期比较长，管理绩效总体表现不佳，有很大改善空间。

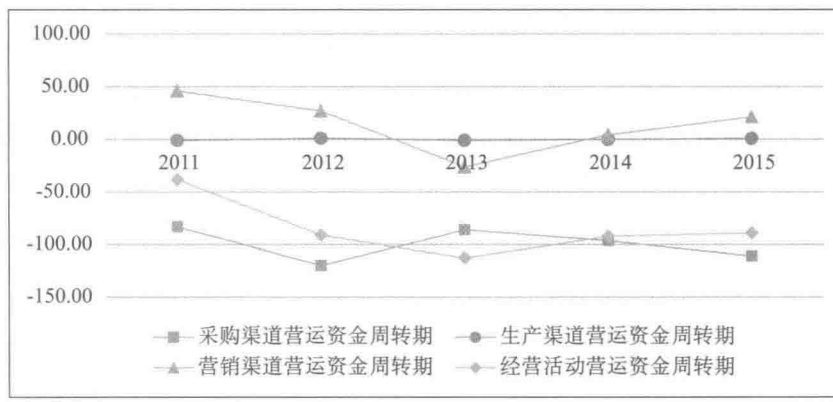


图 24 - 5　2011 ~ 2015 年信息传输、软件和信息技术服务业经营活动各渠道营运资金周转期变化趋势

2. 企业层面

从表 24 - 10 可知，从企业层面分析，2013 年采购渠道营运资金管周转期波动较大，有超过 50% 的企业周转天数变化率明显缩短，管理绩效明显改善；生产渠道营运资金周转期缩短占比达到 46.43%，同样延长占比高达 40%；营销渠道营运资金周转期降低的企业仅为 30% 左右，而延长占比高达 35.71%，说明营销渠道营运资金管理绩效还有很大的改善空间；43.75% 的企业经营活动营运资金周转期有所降低，大多数企业经营活动营运资金管理绩效有不同程度的改善。

表 24－10　　2014～2015 年信息传输、软件和信息技术服务业各渠道经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短（家）	59	52	33	49
	缩短占比（%）	52.68	46.43	29.46	43.75
	基本不变（家）	27	16	39	23
	基本不变占比（%）	24.11	14.28	34.83	20.54
	延长（家）	26	44	40	40
	延长占比（%）	23.21	39.29	35.71	35.71
可比样本总数		112			

（三）信息传输、软件和信息技术服务业上市公司分要素的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

由表 24－11 分析可见，2015 年信息传输、软件和信息技术服务业存货、应收账款、应付账款周转期依次为 26.3 天、66.2 天、123.6 天，其中应付账款营运资金周转期最长，明显高于其他两个要素，该行业充分利用供应链中的商业信誉，存货周转期明显低于应收账款周转期，存货管理绩效略高于应收账款。各子行业要素周转期长短各异，软件和信息技术服务业存货周转期、应收账款周转期和应付账款周转期分别为 61.8 天、147.1 天、77.9 天，存货周转期 2015 年较 2014 年有小幅下降，应收账款周转期、应付账款周转期 2015 年较 2014 年均有所上升，表明营运资金管理绩效显著下降，尤其是应收账款周转期较行业内其他项目周转期都要长，管理绩效提升空间大；互联网和相关服务业存货周转期和应收账款周转期略有下降，应付账款周转期上升，经营活动营运资金管理绩效有着改善的方向趋势；电信、广播电视和卫星传输服务业存货周转期、应收账款周转期和应付账款周转期分别为 11.5 天、29.1 天、163.6 天，前两者周转期波动性较小，应付账款周转期延长幅度高达 29.74%，说明其充分利用了企业自身的商业信用，所以电信、广播电视和卫星传输服务业在整个行业中表现最优。总体而言，该行业整体现金周转期较短，按要素划分的经营活动营运资金管理绩效较高，各子行业管理绩效差异较大。

表 24－11　　2014～2015 年信息传输、软件和信息技术服务业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	存货周转期		应收账款周转期		应付账款周转期		经营活动营运资金周转期（按要素）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
软件和信息技术服务业	66.1	61.8	137.8	146.9	76.8	77.8	127.1	130.8
互联网和相关服务	12.8	9.3	54.1	44.2	29.9	39.3	36.9	14.2
电信、广播电视和卫星传输服务	9.9	11.5	28.2	29.1	126.1	163.6	－88.0	－123.1
行业整体	25.7	26.3	60.0	66.2	108.0	123.6	－22.4	－31.0

对比 2011～2015 年 5 年的数据（见表 24－12），连续 5 年经营活动营运资金周转期为负值，总体表现不错，充分利用自身财务实力及商业信用无偿占用供应链中其他参与者的资金。其中应付账款周转期明显高于存货、应收账款周转期，维持在一个较高的区间内波动，存货周转期明显低于应收账款周转期，说明存货的管理绩效要好于应收账款的管理，但两者都有很大的改善空间。2011～2015 年存货周转期变化幅度不超过 20 天，其中 2013 年变现最优周转期降为 21.37 天，之后 2014 年和 2015 年都

有小幅上升，2015 年达到 26.3 天；应收账款周转期五年制内变化幅度也未超过 20 天，整体表现为先降后升的趋势，2015 年达到 66.2 天，较 2014 年相比变化幅度约为 10.33%；应付账款周转期都在 100 天以上，其中 2012 年较 2011 年上升幅度高达 33.33%，2013 年回落到 2011 年的水平，之后几年周转期不断上升，2015 年较 2014 年变化幅度 14.44%，说明该行业的企业充分利用自身商业信用无偿占用供应商的资金不仅能够满足自身经营活动对资金的需求，节约资金占用，而且还能为企业筹集资金。

表 24－12　2011～2015 年信息传输、软件和信息技术服务业各要素经营活动营运资金周转期　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
存货周转期	39.00	36.00	21.37	25.7	26.3
应收账款周转期	61.00	56.00	48.37	60.0	66.2
应付账款周转期	102.00	136.00	101.08	108.0	123.6
经营活动营运资金周转期（按要素）	－2.00	－44.00	－31.34	－22.4	－31.0

由图 24－6 可以看出，信息传输、软件与信息技术服务业 2011～2015 年经营活动营运资金周转期总体表现不错，在－50～0 天这一区间内进行波动，呈现先降后升再降的趋势。其中应付账款周转期在其中起了主导性作用，维持在 100～150 天较高区间内波动，并且 2013 年之后呈现上升的趋势，说明该行业不断利用自身商业信用与供应商进行合作无偿占用资金，延长应付账款周转期，从而节约营运资金的占用；存货周转期和应收账款周转期在 0～50 天区间内进行小幅波动，但是存货管理绩效明显好于应收账款的管理，并且应收账款周转期自 2013 年之后有不断延长的趋势，两者的管理绩效都有很大的改善空间。

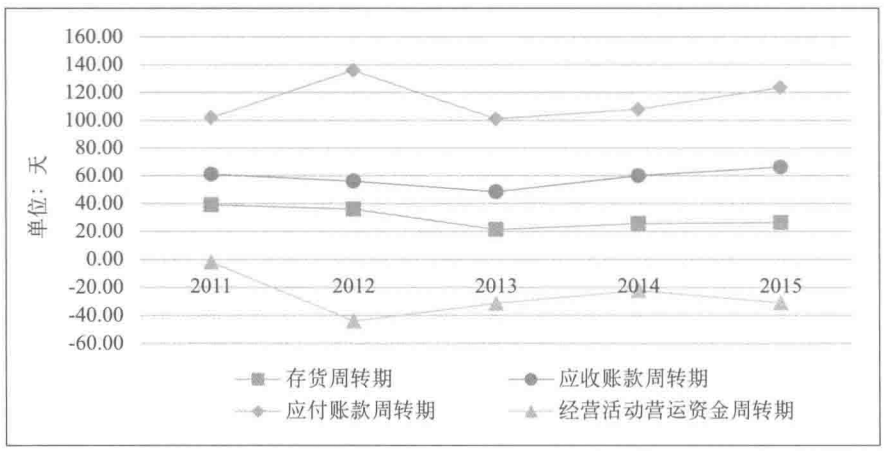


图 24－6　2011～2015 年信息传输、软件和信息技术服务业经营活动各要素营运资金周转期变化趋势

2. 企业层面

由表 24－13，从企业层面看，2015 年与 2014 年相比，按要素分析的 4 个指标上升的企业数均占多数，存货周转期、应收账款周转期、应付账款周转期、按要素的经营活动营运资金周转期 2015 年相对 2014 年降低的企业分别占可比企业总数的 47.32%、36.61%、49.11%、33.93%。存货和应收账款周转期延长占比都超过 1/3，前者高达 47.32%，说明存货和应收账款需要加强管理，改善绩效，缩短占用资金的时间；应付账款有近 50% 的企业延长周转期，说明其管理绩效朝着进一步改善的趋势发展。总体而言，信息传输、软件和信息技术服务业 2015 年各要素营运资金周转期“缩短、基本不变、延长”占比基本持平，各要素营运资金管理绩效还有很大的改善空间。

表 24 - 13　　2014 ~ 2015 年信息传输、软件和信息技术服务业各要素经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
周转期变化统计	缩短（家）	30	29	22	38
	缩短占比（%）	26.79	25.89	19.64	33.93
	基本不变（家）	29	42	35	36
	基本不变占比（%）	25.89	37.50	31.25	32.14
	延长（家）	53	41	55	38
	延长占比（%）	47.32	36.61	49.11	33.93
可比样本总数		112			

五、2015 年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司资金回报分析

由表 24 - 14 可知，2015 年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司总资金回报率由 2014 年的 7.33% 上升到 8.12%，较上一年提高 0.79 个百分点。其中，经营活动资金回报率提高约 16.27%，高于总资金回报率，说明经营活动投资回报率提高较大；而投资活动资金回报率 2015 年较 2014 年相比没有变化，均为 2.69%；金融经营活动回报率 2015 年为负值（-1.51%），一方面可能是受样本量的影响，另一方面也说明该行业的金融经营活动绩效有待于改善，同时也提醒管理者慎重作出投资决策。将三类营业活动资金回报率指标进行比较，发现该行业各类营业活动资金回报率差异较大。

表 24 - 14　　2014 ~ 2015 年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司资金回报率统计分析表

项目	总资金回报率		经营活动资金回报率		投资活动活动资金回报率		金融经营活动资金回报率	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	7.33	8.12	8.73	10.15	2.69	2.69	0.00	-1.51
行业平均	10.67	11.60	28.29	23.36	2.81	2.79	0.00	-47.34
最大值	51.98	109.10	394.05	264.01	83.82	64.05	0.00	9.99
中位数	10.06	10.08	17.42	16.25	0.22	0.62	0.00	-0.73
最小值	-10.16	-56.15	-40.26	-174.99	-1.20	-2.17	0.00	-197.88
样本量	119	142	119	142	119	142	2	4

注：金融经营活动资金回报率统计样本以本行业内金融经营活动资金不为 0 的企业家数为准。

由图 24 - 7 分析可知，总体来说，2015 年信息传输、软件和信息技术服务行业总资金回报率集中在（0，0.2）这一区间内，而总资金平均余额在（100，1000）百万元之间，分布比较集中。具体来看，图 24 - 8 中经营活动营运资金回报率特点是经营活动占用资金少，回报率却很可观，集中在（0，0.5）这一区间内；图 24 - 9 中投资活动资金回报率也比较集中在（-0.1，0.1）之间，企业间各有差异；图 24 - 10 中金融活动投资金回报率受样本量的影响，分布比较分散，没有什么规律可循。而且总体看来，经营活动的资金回报率要高于投资活动，投资活动回报率高于金融经营活动资金回报率，说明经营活动在总资金回报率中发挥着主导性作用。同时通过分析，可以直观地了解该行业各个渠道资金回报率的分布情况，从而有利于管理者作出决策。

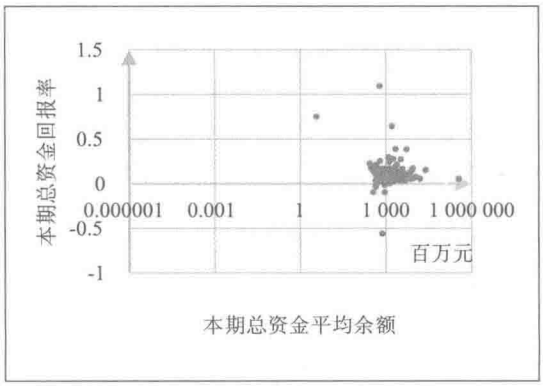


图 24 - 7　2015 年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司总资金占用与总资金回报率散点图

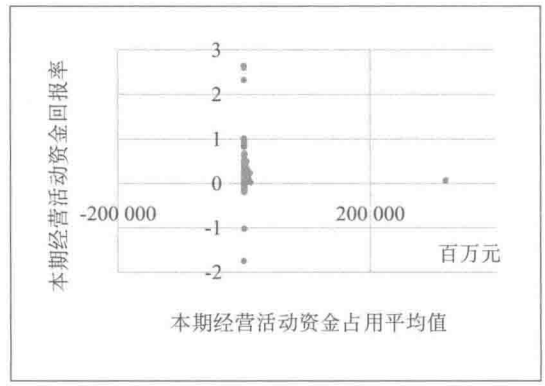


图 24 - 8　2015 年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司经营活动资金占用与经营活动资金回报率散点图

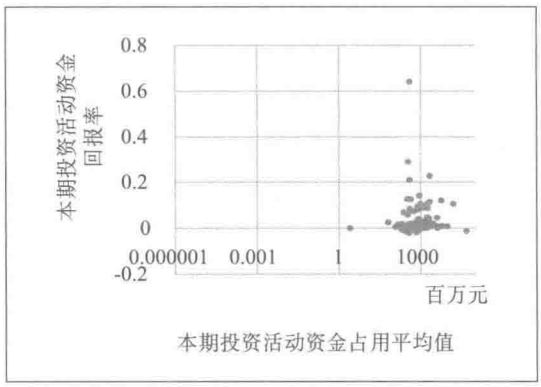


图 24 - 9　2015 年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司投资活动资金占用与投资活动资金回报率散点图

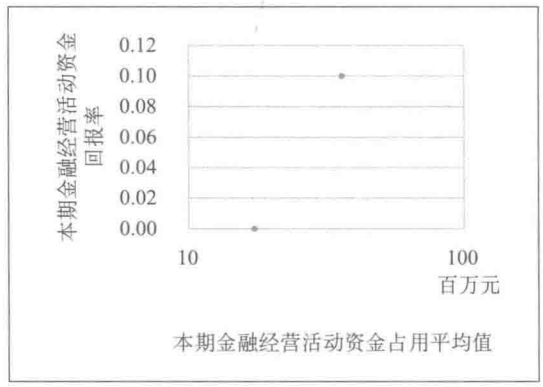


图 24 - 10　2015 年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司经营金融活动资金占用与经营金融活动资金回报率散点图

六、2015 年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司融资结构与财务风险分析

（一）总资金融资结构与长期财务风险分析

1. 行业层面

由表 24 - 15、图 24 - 11 和图 24 - 12 分析可见，信息传输、软件和信息技术服务业上市公司 2015 年借入资金占比 23.72%，自有资金占比 76.28%，自有资金融资结构中比重较大，行业总体财务风险较低。该行业 2015 年借入资金占比行业总体值、行业平均值较 2014 年均有所降低，表明该行业财务风险行业总体层面、企业层面均有所下降。该行业 2015 年财务杠杆为 1.15，较 2014 年略有上升，表明该行业财务费用变动对利润的影响略有上升。

表 24 - 15　2014 ~ 2015 年信息传输、软件和信息技术服务业总资金融资结构与财务杠杆统计分析表

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末	2014 年	2015 年
行业总体	27.27	23.72	72.73	76.28	1.13	1.14
行业平均	10.27	9.81	89.73	90.19	1.01	0.94
最大值	50.07	50.61	100.00	100.00	3.30	5.71
中位数	3.38	4.19	96.62	95.81	0.98	0.98
最小值	0.00	0.00	49.93	49.39	-0.58	-13.95
样本量	119	142	119	142	119	142

图 24－11　2014～2015 年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司总资金融资结构

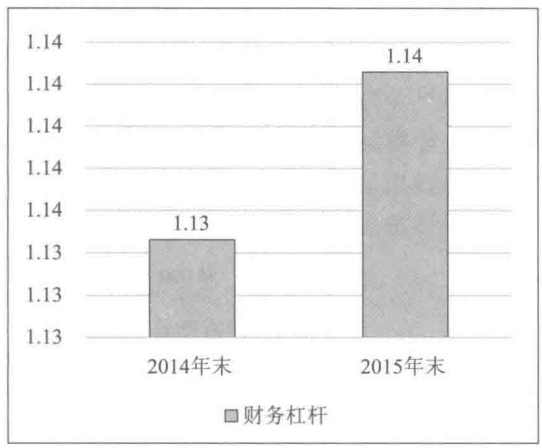


图 24－12　2014～2015 年信息传输、软件和信息技术服务业财务杠杆

2. 企业层面

由表 24－16 可知，信息传输、软件和信息技术服务业上市公司总资金融资结构中自有资金占比无论是 2014 年还是 2015 年（75，100］区间企业数最多，比重都超过 80%，而比例在 25% 之下的企业数为零；同时借入资金占比无论是 2014 年还是 2015 年在区间（0，25］的企业数最多，占比都超过 60%，所以总体来说该行业大部分企业资本结构中自有资金占比大于借入资金占比，总体来说财务风险较小。从纵向来看，2015 年借入资金占比区间小于等于 25% 的比例为 86.62%，较 2014 年比相比上升 2.58 个百分点，而 2015 年自有资金融资占比在大于 75% 的比例为 86.62% 较 2014 年相比上升 2.59 个百分点，所以总体来说，信息传输、软件和信息技术服务业上市公司通过调整融资结构，财务风险有所降低。

表 24－16　　2014～2015 年信息传输、软件和信息技术服务业总资金融资结构分段统计表

比例区间（%）	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	22	18.49	25	17.61	0	0.00	0	0.00
（0，25］	78	65.55	98	69.01	0	0.00	0	0.00
（25，50］	18	15.13	17	11.97	1	0.84	2	1.41
（50，75］	1	0.84	2	1.41	18	15.13	17	11.97
（75，100］	0	0.00	0	0.00	100	84.03	123	86.62
>100	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
总计	119	100	142	100	119	100	142	100

由图 24－13 可知，信息传输、软件与信息技术服务业上市公司 2015 年借入资金占比分布主要集中在 0.3 之下，超过 0.5 的企业数只有一家，说明该行业各企业大部分资金都是自有资金筹集的，从而大大降低了长期的财务风险。

由表 24－17 可知，信息传输、软件和信息技术服务业 2015 年财务杠杆各比例区间所占的比重较 2014 年相比都有所变动。2015 年财务杠杆在［1，1.5）区间内的企业数超过 50 家，比 2014 年上升 5.53 个百分点，2014 年仅有一家企业财务杠杆大于等于 3，2015 年上升为 2 家，比重达到 1.41%。总之，该行业企业间各有差异，各区间都有波动，变化最大的区间是［1，1.5）。

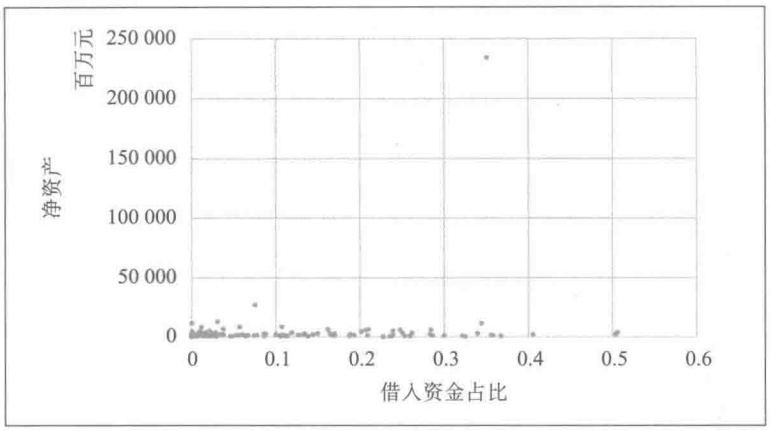


图 24－13　2015 年信息传输、软件与信息技术服务业上市公司借入资金占比与净资产散点图

表 24－17　　2014～2015 年信息传输、软件和信息技术服务业财务杠杆分段统计表

比例区间	财务杠杆			
	2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）
[1，1.5）	37	31.09	52	36.62
[1.5，2）	5	4.20	2	1.41
[2，3）	3	2.52	1	0.70
≥3	1	0.84	2	1.41
总计	119	100	142	100

由图 24－14 可以看出，信息传输、软件和信息技术服务业上市公司 2015 年净资产主要集中在 250 亿元之下，财务杠杆系数主要集中在略高于 1 的区间，这种集中分布也说明该行业多数企业财务风险较低。

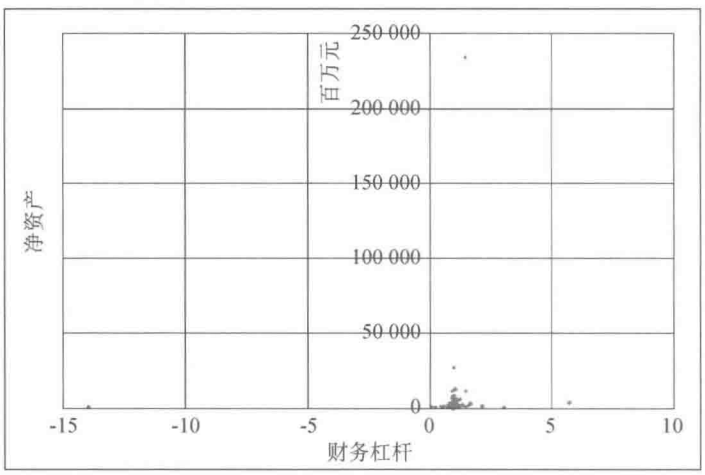


图 24－14　2015 年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司财务杠杆与净资产散点图

（二）营运资金融资结构与短期财务风险分析

1. 行业层面

由表 24－18 和图 24－15 分析可见，信息传输、软件和信息技术服务业 2015 年短期金融性负债占比行业总体值为－12 980.72%，从短期金融性负债行业总体值分析发现，该行业整体在营运资金为负值的情况下，仍存在较高规模的短期金融性负债，行业短期财务风险极高；该行业 2015 年短期金融性

负债行业平均值为 13.91%，从短期金融性负债企业平均值分析发现，该行业上市公司短期财务风险水平平均较低。短期金融性负债行业总体值与行业平均值之所以存在巨大的反差，是由于该行业中的中国联通等龙头企业营运资金绝对额规模较大，而营运资金管理状况与行业中其他企业反差较大造成的。中国联通营运资金 2015 年年末为 -1 834 亿元，而其他上市公司 2015 年年末营运资金加总后仅为 1 825 亿元，最终导致该行业营运资金期末值绝对额较低，仅为 -9.28 亿元，因此，该行业短期金融性负债占营运资金之比行业总体之绝对额极高，但从短期金融性负债占营运资金之比的行业平均值来看，该行业上市公司短期财务风险水平仍相对可控。

表 24 -18　　2014 ~ 2015 年信息传输、软件和信息技术服务业营运资金融资结构统计分析表　　单位：%

项目	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
行业总体	2 621.70	-12 980.72	-2 521.70	13 080.72
行业平均	12.88	13.91	87.12	86.09
最大值	166.72	128.23	185.37	162.60
中位数	2.79	5.38	97.21	94.62
最小值	-85.37	-62.60	-66.72	-28.23
样本量	119	142	119	142

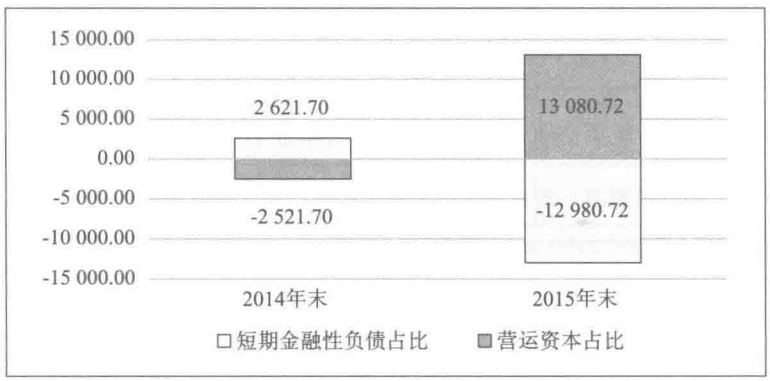


图 24 -15　2014 ~ 2015 年信息传输、软件和信息技术服务业营运资金融资结构

2. 企业层面

由表 24 -19 分析可见，信息传输、软件和信息技术服务业上市公司 2015 年超过半数的企业短期金融性负债占比处于（0，25%］区间，表明该行业超过半数企业短期财务风险较低；2015 年该行业有接近 10% 的企业短期金融性负债占比超过 50%，该部分企业短期财务风险相对较高；2015 年该行业有 21.13% 的企业短期金融性负债占比小于或等于 0，这其中有个别企业在营运资金为负数的情况下，仍存有一定规模的短期金融性负债，短期财务风险极高。2015 年较 2014 年该行业短期财务风险水平相对较高的企业家数比重有所降低。总体而言，该行业企业层面短期财务风险水平较低。

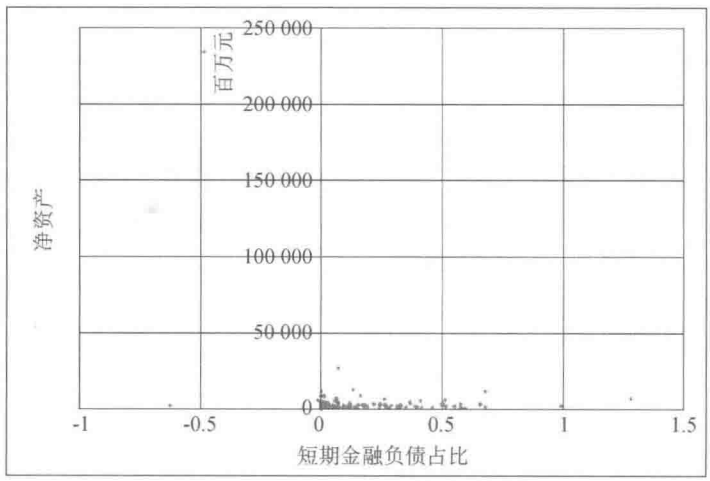
表 24 -19　　2014 ~ 2015 年信息传输、软件和信息技术服务业营运资金来源结构分段统计表

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	28	23.53	30	21.13	1	0.84	1	0.70
（0，25］	68	57.14	78	54.93	3	2.52	1	0.70
（25，50］	13	10.92	20	14.08	6	5.04	12	8.45

续表

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
（50，75］	6	5.04	12	8.45	13	10.92	20	14.08
（75，100］	3	2.52	1	0.70	93	78.15	105	73.94
>100	1	0.84	1	0.70	3	2.52	3	2.11
总计	119	100	142	100	119	100	142	100

由图 24－16 分析可知，信息传输、软件和信息技术服务业上市公司 2015 年短期金融性负债占比大多是分布在小于等于 50% 区间内，比较集中，总体来说，该行业企业短期财务风险较小。另外中国联通、鹏博士、广电网络三家企业 2015 年年末短期金融负债占比小于零，其中中国联通表现最为特殊，其净资产为 2 400 亿元，在行业中净资金规模最大，短期金融性负债占比为 －48.51%，营运资金为 －1 834 亿元，在营运资金为负值的情况下，仍存在较大规模的短期金融性负债，短期财务风险水平极高。



图－16　2015 年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司短期金融性负债占比与净资产散点图

七、2015 年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司营运资金管理绩效排行榜

本部分分别按“经营活动营运资金周转期（按要素）”和“经营活动营运资金周转期（按渠道）”进行排名，考察信息传输、软件和信息技术服务业上市公司营运资金管理绩效。在对上市公司营运资金管理绩效进行排名时，剔除了财务数据异常的公司，详见附录一。

八、2015 年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司营运资金管理典型案例

（一）浪潮软件简介

浪潮软件股份有限公司，原名为“山东泰安旅游索道股份有限公司”，是以泰安市泰山索道总公司为基础进行改组，经批准成立的股份有限公司。公司 A 股于 1996 年 9 月 23 日在上海证券交易所正式挂牌上市交易。截至 2015 年 12 月 31 日，公司股本为 278747280 股，全部为无限售条件流通股，公司股票简称浪潮软件，股票代码 600756。公司控股的子公司主要为山东浪潮通信系统有限公司、山东浪潮电子政务软件有限公司、济南浪潮汇达电子科技有限公司。公司处于软件和信息技术服务行业，经营范围包括：通信及计算机软硬件技术开发、生产、销售；通信及计算机网络工程技术咨询、技术培训；资格证书许可范围内的进出口业务。根据山东省科学技术厅、山东省财政厅、山东省国家税务局、山东省地方税务局联合下发的通知，公司 2014 年 10 月 31 日被认定为高新技术企业，2015～2017

年度适用企业所得税税率 15%。

公司业务主要分为烟草、电子政务和其他行业三个模块。在烟草和电子政务等领域具有一定的优势，烟草信息化方面的业务是公司的传统业务，在烟草核心业务领域，提供了全供应链的整体解决方案，特别是在烟草商业企业的卷烟信息化层面具有明显优势。在区域电子政务领域，公司长期以来专注于党务、政务领域信息化的研究与开发，熟悉地方党委政府建设阳光政府、服务型政府、智慧政府的需求，融合 20 多年电子政务业务和研发经验，形成了基于云计算、大数据技术的阳光党务政务云整体解决方案，应用云计算、大数据、移动互联等系列新技术，采用“平台 + 应用”的模式，升级改造系统，一方面为原有客户提供便捷智能的产品、快速高效的服务，另一方面也有利于开拓新业务和市场，保证公司在该领域的持续领先地位。

2015 年公司启动了非公开发行股票工作，2016 年 2 月 5 日募集资金到位，投入地方电子政务云应用服务平台（iGAP）项目、行业电子政务云应用服务平台（GRP）项目、iMai 电子商务平台项目、浪潮大数据应用支持平台项目研发和建设。通过实施本次募集资金投资项目，公司一方面加大对云计算、互联网、移动互联、大数据等新一代技术手段的研发投入，持续提升技术水平；另一方面结合不同行业客户需求，进行分类管理，巩固现有的烟草、区域电子政务等优势行业，在深耕市场的同时，进一步扩大电子政务、电子商务平台服务、大数据应用领域的占有率，提高公司的核心竞争力。

2015 年政府工作报告明确提出，要大力推行“互联网 + 政务服务”，实现部门间数据共享，让居民和企业少跑腿、办好事、不添堵。国家“十三五”规划指出，未来 5 年要实施国家大数据战略，加快政府数据开放共享。面向公众信息公开、数据开放将成为智慧政府新业态。良好的行业环境下，公司将抓住发展机遇在电子政务方面加大投入，努力成为国内领先的智慧政府方案和服务供应商。

（二）浪潮软件营运资金管理绩效分析

浪潮软件 2013 ~ 2015 年 3 年间的经营活动营运资金周转期（按渠道）变化趋势如表 24 - 20 所示。

表 24 - 20　　浪潮软件 2013 ~ 2015 年营运资金管理绩效表（按渠道）　　单位：天

指标	采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期
2015 年	- 162.74	69.45	115.93	22.64
2014 年	- 147.90	81.35	119.00	52.45
2013 年	- 145.00	81.00	113.00	49.00
2015 年行业平均值	- 111.20	0.7	21.4	- 89.1

由表 24 - 20 可知，2015 年浪潮软件经营活动营运资金周转期（按渠道）为 22.64 天，远高于 2015 年的行业平均水平 - 89.1 天。从横向的角度看，2015 年浪潮软件采购渠道营运资金周转期为 - 162.74 天、生产渠道营运资金周转期为 69.45 天，营销渠道营运资金周转期为 115.93 天。而 2015 年该行业相应渠道的平均水平 - 11.20 天、0.7 天和 21.44 天。其中浪潮软件在采购渠道营运资金的周转期远远低于行业最低水平，说明浪潮软件在采购渠道营运资金的管理绩效非常好，能够合理有效地通过自身商业信用利用供应链上游供应商的优势无偿取得经营所需的资金，不仅满足自身采购渠道的需要，而且还为企业筹集到资金，实现营运资金的负占用，大大降低成本；而浪潮软件在生产和营销渠道的营运资金周转期远高于行业平均值，说明其在这两个渠道营运资金管理有待于加强和改善。通过数据统计，2015 年浪潮软件经营活动营运资金周转期（按渠道）在整个行业 142 家企业中排名第 33，这也说明浪潮软件经营活动营运资金管理的良好绩效主要来自于采购渠道。从纵向的角度看，2013 ~ 2015 年 3 年间经营活动营运资金周转期（按渠道）分别为 49.00 天、52.45 天和 22.64 天，2013 年与 2014 年出现小幅波动，2015 年下降幅度达 56.84%，呈快速下降趋势。再进一步分析发现，2013 ~ 2015 年浪潮软件采购渠道营运资金周转期分别为 - 145.00 天、- 147.90 天和 - 162.74 天，也是呈一直下降的变化趋势，并且下降速度加快；生产渠道营运资金周转期 3 年来同样呈现下降的变化趋势，而营销渠道营运资金周转期也出现上下波动，但是比较稳定。因此，可以得出采购渠道营运资

金管理是浪潮软件保持良好的营运资金管理绩效的原因，而生产和营销渠道营运资金管理仍有很大改善和提高的空间。

浪潮软件2013～2015年三年间的经营活动营运资金周转期（按要素）变化趋势如表24－21所示。

表24－21　　浪潮软件2013～2015年营运资金管理绩效表（按要素）　　单位：天

指标	存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	现金周转期
2015年	77.48	132.53	174.55	35.46
2014年	86.24	127.89	161.13	52.99
2013年	86.00	137.00	162.00	61.00
2015年行业平均值	26.30	66.20	123.60	－31.00

由表24－21分析可知，2015年浪潮软件经营活动营运资金周转期（按要素）为35.46天，高于2015年行业平均水平－31天。从要素视角进一步分析，横向来看，2015年存货、应收账款、应付账款周转期分别为77.48天、132.53天、174.55天，高于行业相应要素的周转期26.30天、66.20天、123.60天，说明浪潮软件在处理供应链上游关系时很好地利用了与供应商的关系，延长付款时间很好地利用了应付账款无偿的为企业进行筹集资金，而在存货和应收账款管理上却低于行业水平，需要进一步加强存货和应收账款的管理，充分加强与顾客等利益相关者的合作，减少其营运资金的占用。从纵向的角度看，浪潮软件存货及应付账款管理2013年与2014年基本稳定，2014年到2015年两者都有改善，其中存货周转期由86.24天降为77.48天，变化幅度约为10.16%，应付账款变化幅度约为8.33%，这也为现金周转期的改善奠定了基础，而应收账款周转期2013～2015年出现先降后升的的趋势，但是连续多年周转期很长，说明浪潮软件应收账款管理较差，也会带来大量的收账、管理费用和坏账损失。所以总的来说，浪潮软件营运资金管理绩效（按要素）在该行业142家上市公司中排名第25，其中应付账款要素的管理作出了重大贡献，而存货和应收账款需要加强管理，尤其是应收账款的管理避免出现恶化的现象，在收入和成本之间作出更好的权衡，减少营运资金的占用，提高营运资金的管理绩效。

从分渠道的经营活动营运资金管理绩效描述中可以看出，浪潮软件的采购渠道周转期处于同行业中的领先水平，从分要素的经营活动营运资金管理绩效描述中可以看出，浪潮软件的应付账款周转期均处于同行业中的领先水平，而且这也为浪潮软件经营活动营运资金管理绩效处于行业中上游水平起到了主导性作用，同时在生产渠道和营销渠道（按渠道）、存货管理和应收账款管理（按要素）方面营运资金的管理存在很大的改善空间。浪潮软件营运资金管理绩效处于行业中上游，这说明该企业在经营过程中形成的自己独特的营运资金管理模式较为有效。

（三）浪潮软件营运资金管理特色总结

浪潮软件营运资金管理能够秉持公司发展战略，顺应公司及市场需求，推动各渠道业务的延伸发展，进而提升营运资金管理绩效，2015年浪潮软件位于中国电子信息产业百强第九位，其中各渠道营运资金管理发挥了重要作用，采购渠道营运资金管理绩效跻身该行业前列排名为第五名，营销渠道营运资金管理绩效排名第66名，位居行业中游。而生产渠道营运资金管理需要进一步改善，这也是浪潮软件今后不断努力的方向，不但要加强企业与外部企业的合作，更要关注企业内部个参与者的合作共赢。

1. 自主的行业云计算解决方案供应商

公司是国内领先的行业云计算解决方案供应商，在应用层面，公司支撑行业云、政务云建设。基于浪潮政务产品和解决方案，全面支撑智慧政府建设：基于浪潮烟草行业解决方案，服务贯穿烟草行业全供应链。通过云计算可以实现与供应商信息共享、实时合作，一方面可以利用自己的商业信用长期占用供应商的营运资金，减少企业对资金的需求，这种战略性合作能够改善企业的融资结构和融资能力，起到筹集资金的效果；另一方面可以降低资金成本，而且通过合作可以让供应商参与到产品设

计中，根据顾客需要提供原材料，进而提高资金利用效率。

2. 资金管理以账户管理模式为核心，支持多级账户、多币种、多语言、多业务处理

浪潮软件银行账户管理设立统一的银行收付账户，进行账户信息的查询、账户头寸的查询、对账等的管理。内部账户管理结算中心给每个成员单位开设一个或多个内部结算账户，用于记录各成员单位在结算中心的资金结算情况，内部账户需要进行归集管理，归集管理是一种集团账户管理的模式。借助网络信息平台，从而实现信息共享，提高营运资金利用效率。通过这种集约化的营运资金管理，尤其是现金管理，现金管理是资金管理的重心。借助网络技术平台，构筑银企联盟，实现现金合并向帐户合并的转换。从而可以更好地优化配置集团资金资源，激活集团内部的闲置和沉淀资金，降低集团外部融资规模，满足集团内部成员单位资金需求的同时，实现集团对外资金的“零”贷款，并且提高了营运资金的利用和周转效率。

3. 采用云端模式，实现与客户的零距离接触

为持续提升客户满意度，浪潮推出iCSD云服务桌面，采用云端模式，支持PC端和手机端，支持互联网和微信应用，实现与客户的零距离接触，为客户提供互联网下的高性能应用、体验式服务。此外，浪潮牵头承担的国家863计划“面向离散型集团企业集约化经营管理平台研发与应用”课题顺利通过科技部验收，推动我国ERP软件向高端发展，对提高我国企业制造业信息化水平，推进自主可控、安全可信、高效可用的企业信息化建设具有重要意义。通过该战略，一方面，价值网中各成员通过相互合作及时捕捉到顾客需求，提高资金利用效率，降低在途资金水平；并且顾客的满意评价也会激发企业人员士气，加强合作，提高合作质量，从而减少质量检验以及退货环节占用的营运资金。另一方面，客户作为一种特殊的资本提供者，良好的客户关系可以提高企业企业的融资能力、改善融资结构以及提高应收账款的质量问题。通过建立长期有效的合作关系，不仅可以利用客户预付账款进行企业的生产经营，实现经营性负债取代筹资性负债降低筹资成本，降低自身营运资金的占用，而且良好的顾客关系可以提高应收账款的质量，减少应收账款环节占用的营运资金数量，提高营运资金的周转速度，提高资金利用效率。

4. 合作共赢，加强战略伙伴合作关系

2015年，浪潮结合云计算、大数据技术，充分发挥软硬件一体化优势，在信息化自主装备、软件平台、软件应用等方面与国内众多企业展开全方位、多层次的深入合作，为国家关键行业提供安全可靠的一体化服务。在高端市场屡获佳绩，战略携手中储粮、兵装集团，中航工业、中航科技、中国电建、中国能建、中国铁塔、中国中纺、中国节能环保集团等客户。通过与公司合作伙伴的战略合作，各利益相关者取长补短，发挥各自的长板优势，搞活业务，加强公司资金在合作企业之间流动性，从而提高各个渠道营运资金的管理绩效。

5. 关注新IT技术与传统产业的融合，借助ERP－PS管理协同化平台，实现管理创新

早在2010年就开始向云计算转型，提出以数据为核心，以云中心、云服务、云安全、云伙伴为四大方向的云海战略。一直以来，浪潮持续关注新IT技术与传统产业的融合，率先提出“大数据重构企业智慧”理念以及内部精细、外部互联、数聚智慧的“企业互联网三部曲”，为企业转型新兴业态提供新工具、新方法，利用管理会计、财务共享服务等夯实内部精细化管理基础，以云采购、电子商务、移动应用等加强外部互联，运用MDM主数据管理、IDI数据集成与BA数据与商业分析，挖掘内外大数据价值，推动传统企业向互联网智慧转型。同时借助ERP－PS平台对企业工作流程中每个节点的质量、进度和成本进行有效管理和控制，使企业能够充分利用一切内部和外部资源，来提高企业的销售收入和利润，增强企业的国际竞争力。浪潮ERP－PS解决方案可以实现动态的财务、业务、生产一体化，实现物流、信息流、资金流高度一致性、同步性和完整性，实现财务预算、财务控制和财务分析的完全动态化，业务流的透明化和规范化，生产管理的合理化。既可以满足同一企业内部网络（Intranet）的信息处理，也可以处理基于广域网（Internet）上的WEB查询以及分销和异地库存业务。总之通过ERP平台实现资源共享，实现渠道各成员之间的有效及时沟通，提高营运资金利用效率。

九、2015 年信息传输、软件和信息技术服务业上市公司营运资金管理调查结论与建议

（一）调查结论

1. 2015 年信息传输、软件和信息技术服务业营运资金占用额由 2014 年的正值转为负值，营运资金占用水平下降

2015 年信息传输、软件和信息技术服务业总体营运资金期末占用由 2014 年的正值转为负值，营运资金占用水平有所下降，整个行业营业活动能够很好的利用商业信用及与各个利益相关者的合作实现共赢。该行业最近 2 年的经营活动营运资金行业总体占用额、行业平均占用额均为负值，2015 年较 2014 年经营活动营运资金占用水平有所降低，表明该行业经营活动不仅不需要占用营运资金，并且可以为企业筹集到更多的资金；该行业金融经营活动营运资金 2015 年占用水平也为负值；该行业投资活动营运资金期末占用额 2015 年行业总体较 2014 年有所上升，行业平均占用额也略有上升。

2. 2015 年信息传输、软件和信息技术服务业各渠道中采购渠道营运资金占用绝对额最大且为负值，采购渠道营业活动是企业通过营业活动筹集资金的主要环节

2015 年，信息传输、软件和信息技术服务业经营活动营运资金占用在 3 个渠道的配置中，采购渠道营运资金行业总体占用额绝对值比重最大且为负值，是决定经营活动营运资金占用额的主要渠道，同时，从企业层面分析，无论是 2014 年还是 2015 年，都有超过 78% 的企业占比区间小于或等于 0，表明采购渠道该行业大部分企业能够通过与供应链上游供应商的合作无偿占用资金，为企业筹集营运资金。2015 年较 2014 年经营活动营运资金行业总体水平、行业平均水平有所降低，主要依靠采购渠道营运资金筹集能力上升。

3. 2015 年信息传输、软件和信息技术服务业应付及预收款项在各经营活动营运资金要素中比重最大，对经营活动营运资金占用额影响大

2015 年，该行业存货、应收及预付款项、应付及预收款项营运资金占用额行业总体值依次为 425.34 亿元、1 764.30 亿元、3 747.86 亿元，应付及预收款项在三个要素中所占比重最大，对整个行业经营活动营运资金占用额影响最大。2015 年该行业存货、应收及预付款项、应付及预收款项营运资金占用额行业总体值依次为 3 亿元、12.42 亿元、26.39 亿元，表明该行业各企业应付及预收款项比重普遍较高，对经营活动营运资金占用额影响举足轻重。

4. 2015 年信息传输、软件和信息技术服务业经营活动营运资金管理绩效较高，各子行业差异较大

信息传输、软件和信息技术服务业 2015 年按渠道的经营活动营运资金周转期为 -89 天，按要素的经营活动营运资金周转期为 -31 天，相较于其他行业，该行业经营活动营运资金管理绩效较高。各子行业中按渠道的经营活动营运资金周转期差异较大，其中，软件和信息技术服务业周转期最长，为 102 天，互联网和相关服务业居中，为 -19 天，电信、广播电视和卫星传输服务周转期最短，为 -201 天。同时，各子行业按要素的经营活动营运资金周转期差异也较大，其中，软件和信息技术服务业周转期最长，为 131 天，互联网和相关服务业居中，为 14 天，电信、广播电视和卫星传输服务周转期最短，为 -123 天。

5. 2015 年信息传输、软件和信息技术服务业总资金回报率较高，3 类营业活动资金回报差异较大

2015 年信息传输、软件和信息技术服务业总资金回报率行业总体为 8.19%，与其他行业相比，处于中上游水平，总资金回报率较高。2015 年该行业经营活动资金回报率行业总体为 10.15%，金融经营活动资金回报率行业总体为 -1.51%，投资活动资金回报率行业总体为 2.69%，3 类营业活动资金回报率行业总体差异较大，经营活动资金回报率最高。经营活动、金融经营活动、投资活动资金回报率行业平均值依次为 23.36%、2.79%、-47.34%，3 类营业活动资金回报率行业平均水平差异更大。

6. 2015 年信息传输、软件和信息技术服务业行业总体长期财务风险水平较低，短期财务风险极高，企业层面长期财务风险、短期财务风险普遍较低

信息传输、软件和信息技术服务业 2015 年借入资金占比行业总体值、行业平均值依次为 23.72%、9.81%，该行业总资金融资结构在行业层面、企业层面较为合理，行业总体长期财务风险水平较低。

2015年该行业短期金融性负债占营运资金之比行业总体值、行业平均值依次为－12 980.72%、13.91%，该行业营运资金融资结构在行业总体层面，短期金融性负债占比极高，主要是由于行业龙头企业中国联通营运资金总额为负值，短期金融性负债规模较大，与行业中其他企业反差较大导致；该行业营运资金融资结构在企业层面，短期金融性负债平均水平相对较低，企业层面短期财务风险普遍较低。

（二）对策建议

1. 加强采购渠道营运资金监管，防范资金波动性风险

基于对信息传输、软件和信息技术服务业营运资金管理状况的研究，发现该行业采购渠道营运资金在该行业整体营运资金管理中举足轻重，是决定营运资金占用水平的主导性因素，且采购渠道营运资金波动性较大，存在较大风险。该行业采购渠道营运资金为负值，并且占用水平绝对值在经营活动营运资金配置中占比最大，应付及预收款项在经营活动营运资金配置中占比也最大，而应付及预收款项主要分布在采购渠道的营运资金中。因此，加强该行业采购渠道营运资金管理就显得尤为重要。与此同时，该行业采购渠道营运资金管理绩效波动性较大，存在较大不确定性。由此可见，该行业应该加强采购渠道营运资金监管，防范采购渠道资金波动带来的风险。

2. 加强财务风险管理，促进营运资金融资结构合理回归

2015年，信息传输、软件和信息技术服务业投资活动营运资金占用水平较高，同时短期金融性负债规模较高，行业总体短期财务风险水平较高。2015年营运资金占用额行业总体为－9.28亿元，较2014年的49.37亿元有较大幅度的下降，由正转负，表明该行业营业活动能够为企业筹集资金，该行业通过商业信用筹资的能力大幅提升，该行业通过短期金融性负债为企业长期资产融资，存在短借长投的不合理融资结构，财务风险较大，并且2015年财务风险水平进一步提升。因此，该行业应加强财务风险管理，提升资金来源的稳定性尽量做到短借短投，长借长投，促进融资结构的合理回归。

3. 加强应收账款营运资金周转期监管

2015年信息传输、软件和信息技术服务业存货、应收账款、应付账款营运资金周转期依次为26.3天、66.2天、126.3天，较2014年都有所上升，其中应付账款营运资金周转期最长，明显高于其他两个要素，说明该行业能充分利用供应链中的商业信用，存货周转期略低于应收账款周转期，存货管理绩效高于应收账款。各子行业要素周转期长短各异，软件和信息技术服务业子行业应收账款周转期最长，表明有相当比例的子行业应收账款营运资金占用水平较高，管理绩效提升的空间最大。因此，该行业应该关注应收账款回收，缩短应收账款营运资金周转期，同时应兼顾销售收入。

4. 营销网络建设是重点

我国信息传输、软件和信息技术服务企业成立时间都较短，加之市场竞争激烈，必须加强营销渠道的拓展，才能形成企业营运资金良性发展的不竭动力，因此，企业需加强营销网络建设，健全科学、实用的整体营销管理体系和市场开发计划。首先，在建设营销队伍和建立完善市场信息网络的同时，将市场开发、市场营销和客户服务相结合。其次，依据现有的产品和服务，加大广告投放和公关策划，全面提升企业的品牌形象，提高公司的品牌的知名度和美誉度，增强企业市场竞争力。营销网络建设好了，企业的产品才能更方便的被消费者认同和购买，促进企业营运资金在价值链末端的流通速度，这样企业的资金在整个价值链上的周转才能加快，达到提高企业营运资金管理绩效的目的。

5. 重视创新，与时俱进

信息传输、软件和信息技术服务业作为一个典型的新兴知识密集型、人才密集型行业，企业之间的竞争发展归根结底是高素质人才与创新能力的竞争发展，这必然要求企业持续不断地加大技术资本和人力资本的投入，加大研发力度，不断拓展业务范围，并向高端服务转型，这在资金层面上的体现便是企业研发费用的持续增长需求。而且，该行业技术进步快、产品更新快、市场需求变化快的特点以及企业规模化扩张对企业持续技术领先地位的保持也提出了更高的要求，如何在技术研发方面保持有效创新，对企业资金带来较大的压力。一方面，通过不断创新，提高营运资金绩效管理水平，才能

更好的发展，不被市场淘汰。另一方面，要积极响应国家的信息化发展战略，例如加快发展云计算，打造信息产业新业态，对于推动传统产业升级和新兴产业成长，促进营运资金流向更有价值的领域，使营运资金得到更有效的利用，具有重要意义。

主要参考文献

1. 中国企业家调查系统："企业经营者宏观形势及企业经营状况的判断、问题和建议——2014 中国企业经营者问卷跟踪调查报告"，《管理世界》，2014 年第 12 期。

2. 王竹泉、刘文静、王兴河、张欣怡、杨丽霏："中国上市公司营运资金管理调查：2007 ~ 2008"，《会计研究》，2009 年第 9 期。

3. 王竹泉、孙建强等：《营运资金管理发展报告 2011》，中国财政经济出版社 2011 年版。

4. 巨潮资讯网站，http：//www. cninfo. com. cn。

5. 王竹泉、孙莹、王秀华、张先敏、杜媛："中国上市公司营运资金管理调查：2012"，《会计研究》，2013 年第 12 期。

6. 王竹泉、孙莹、张先敏、杜媛、王秀华："中国上市公司营运资金管理调查：2013"，《会计研究》，2014 年第 12 期。

7. 王竹泉、孙莹、张先敏、杜媛、王秀华："中国上市公司营运资金管理调查：2014"，《会计研究》，2015 年第 12 期。

第二十五章　2015 年房地产业上市公司营运资金管理调查

【摘要】“十二五”收官之年，中国经济在“稳增长”和“调结构”的平衡间一改以往“高增长”态势，经济增速下行的压力有增无减。在经济新常态下，处在“白银时代”变革风口的房地产业表现差强人意，开发投资、土地购置面积、新开工面积等指标早早进入“寒冬”，在全年宽松政策推动下购房需求开始释放，商品房销售显著好转并创新高，但销售与投资背离的现象并没有扭转，居高不下的库存问题仍是 2015 年制约房地产开发投资回升的重点，着力解决城市间的供求关系不平衡以及产品结构性供应过剩的问题仍将是行业调整的核心。但是 2015 年随着国内经济呈现增速放缓、通货膨胀压力增大的态势，生产要素成本不断上涨，房地产行业也面临着复杂的宏观经济环境，行业压力有不断加大的趋势。

本章在前期调查研究的基础上，对 2015 年房地产行业上市公司的营运资金管理状态进行了调查分析。首先，对房地产行业营运资金管理特点、经营环境以及经营环境对本行业营运资金管理的影响进行总体分析。其次，从房地产行业的营运资金占用、营运资金管理绩效和营运资金融资结构三个方面进行深入分析。最后，结合 2011 ~2015 年该行业数据进行了趋势分析。

本章调查得出以下结论：（1）行业平均规模略增，行业经营绩效改善，采购渠道营运资金周转效益稳步提升；（2）经营活动营运资金占用较多，而投资活动营运资金占用较少，融资渠道单一；（3）市场波动大，营销渠道营运资金周转绩效变差；（4）存货占比例较大，严重影响营运资金周转速度。

结合上述结论，本章提出以下建议：（1）加强银企关系管理，银行是房地产行业利益相关者关系管理的重点；（2）提高营销渠道管理水平，借此改善应收账款营运资金管理绩效；（3）借助渠道优势，加强生产管理，继续稳定经营活动营运资金管理水平，提高投资活动营运资金管理绩效。

一、房地产业上市公司营运资金基本特征

房地产业是指：以土地和建筑物为经营对象，从事房地产开发、建设、经营、管理以及维修、装饰和服务的集多种经济活动为一体的综合性产业，是具有先导性、基础性、带动性和风险性的产业。主要包括：土地开发，房屋的建设、维修、管理，土地使用权的有偿划拨、转让，房屋所有权的买卖、租赁，房地产的抵押贷款以及由此形成的房地产市场。在实际生活中，人们习惯于将从事房地产开发和经营的行业称为房地产业。并且房地产业属于资金密集型企业，具有投资数额大、经营风险高、开发周期久、供应链长等特点，因此要提高房地产企业的营运资金管理效率，以提升房地产企业的竞争力。其营运资金管理有如下特点：

1. 营运资金需求量大

与一般商品相比较，房地产在生产和再生产过程中，其生产、流通和消费的每一个营运环节都要投入大量营运资金维持正常运转，动辄几千万甚至上亿，说明房地产行业是资金密集型企业，需要大量的营运资金。

随着土地资源日益稀缺，土地市场价格也将随之日益增高；土地的竞拍遵循《招标拍卖挂牌出让国有土地使用权规范》，也因此增加土地的使用成本；经济发展导致所需的建材、设备价格上涨，导致房地产开发成本增加；人力成本的相应上升也会增加房企的营运资金需求量。

2. 营运资金周转期较长

由于金融危机的冲击以及大多数房地产企业还未曾建立起完整的营运资金预算体系和风险管理体系等原因，房地产企业营运资金周转期近几年都比较长，而且围绕一个较高水平波动。

3. 经营现金流量比较低，资产负债率较高

2014 年企业借入资金占比较大，2015 年借入资金占比亦然，较高的负债率把企业的经营风险加大，这就导致企业的基本融资能力降低，从某一方面来说，不仅对企业经营发展不利，也不利于对经营资金的管理，因为资金运行不稳定，没有一个规范的方式，这就不利于企业发展。还有很多房地产企业的经营现金流量为负值，导致现金流不充沛，一旦有一些突发状况发生，例如，企业房屋销售的淡季，政策变动需要调整企业内部资金等，企业就会面临资金流断裂的风险。

4. 对企业经营资金的管理能力比较低

一般来说，房地产企业中存在的资金链风险主要有管理型风险、经营项目型风险、销售风险、融资风险等。企业主要的资金来源为销售货款和银行借款以及贷款，所以，企业销售风险与融资风险之间有着比较重要的关系。而我国很多房地产企业面临着银行贷款受限制、融资渠道单一等问题，都会导致企业现金出现缺口。还有很多房地产企业把很小一部分资金作为自有资金，用大部分以银行贷款而来的资金进行项目开发，这就很有可能导致资金流失，销售的货款收回不及时，银行利息较高，导致企业资金紧张，不利于项目开发，导致整个企业的资金链断裂。

5. 企业对资金的管理效率低下，资金沉淀比较严重

房地产企业的基本特点是销售货款的回拢期慢、建设开发的周期比较长、资金的缺口大、投资风险比较高并且存货的变现能力差，受国家政策和经济环境的影响比较大。在之前的几年中，很多企业管理者大量囤地，以此促进利润增加，最终导致库存的土地大大增加，闲置房屋较多、大量积压，不利于资金回拢。从另一方面来说，也大大降低了资金的变现能力，这就导致企业资金大量沉淀，周转不过来，营运资金管理的能力不高，促使资金周转期较长，严重阻碍企业资金发展。

二、2015 年房地产业经营环境变化主题词与大事件

（一）2015 年房地产行业经营环境变化主题词

2015 年，全国房地产市场整体延续此前的调整回落态势，投资增速持续下滑，新开工和土地购置意愿较低，但在政府一系列刺激政策的带动下，房屋销售形势有所好转，预计全年房屋销售水平将接近 2013 年的最高水平。从区域情况来看，区域间分化现象仍然较为突出，房价出现企稳，个别城市房价涨幅较大，但更多城市房价仍然下跌，但跌幅有所收窄。

值得一提的是，“房地产”在时隔 3 年后再次以较大篇幅在中央经济工作会议上出现，成为 2015 年中国经济工作的重点之一。中央经济工作会议提出的“扩大有效需求，打通供需通道，消化库存”牵住了解决房地产市场的牛鼻子。今年中央比较罕见地连续提出“去库存”的根本原因，一方面是部分三四线城市因人口净流出，购房需求减少，另一方面，则是受高库存的负面影响，房地产投资大幅度下滑。

从政策影响来看，随着楼市有关宽松政策的陆续出台，购房者入市信心有所提升，市场需求得到进一步释放，市场销售逐步好转，特别是一线城市房屋销售回升势头明显。与此同时，城市间的分化依然存在，部分库存大的城市销售形势依然较为低迷，“去库存”的压力较大。目前我国房地产市场仍然面临着“结构性过剩”，因此，在加速化解库存的同时，需警惕一线重点城市房价快速上涨的风险。

1. 房地产多元化经营趋势加快

在传统住宅行业面临拐点的前提下，房地产企业多元化经营趋势明显加快。一方面，房企的多元化经营围绕房地产的不同业态进行布局，包括商业、养老和文化旅游地产。另一方面，房企积极参股或控股其他行业，实现主业的多元化或彻底转型。由于行业的竞争力度逐渐加大，中小房企的多元化经营趋势将加快。未来，我们预计大型房企的转型也将逐步落地。

2. 行业环境：稳增长是第一要务，房地产行业受益于政策青睐

纵观 2015 年经济，政府致力于经济转型，将投资驱动、以制造业为主导转变为以服务为导向、由消费驱动，但服务业增速不足以弥补投资增速放缓所带来的空缺。数据层面上，中国三季度 GDP 同比

增速为6.9%，创2009年第一季度以来新低，6年来首次跌破7%。

在经济增速下滑之际，房地产行业依旧是被作为拉动经济增长的重要抓手，成为经济增长的“稳定器”。以往来看，每年中央对于房地产态度将直接成为行业未来走势的风向标。2010年、2011年，中央称部分城市房价上涨压力仍然较大，限购大幕全面执行，行业政策收紧，进入全面调整期。2012年中央在强调调控主基调不变的其情况下，政策面上有所放松，在行业基本面出现好转。2013年，政府对市场调控态度“模糊”，房地产行业政策大环境持续缓和，行业迎来顶峰。而在经济增速的下滑，压力加大的2014年，放开限购，行业进入触底回升的时期；2015年全面支持自住和改善型购房需求。

政策在向房地产行业不断倾斜的情况下，尤其是“330新政”之后的二季度，在降息、降准辅助下，一线城市、部分二线城市房地产市场出现好转，全国的商品房销售面积也增速开始转正，三季度在出现小幅向下调整后，市场继续走高。可以说，经济增速超预期部分与房地产市场回暖有莫大关联。

3. 房企新开工：降幅继续扩大，全年维持低位负增长

整体来看，虽然商品房销售市场回暖明显，增速不断走高。但开发企业加快去库存仍然是的主要任务，新开工积极性不高；对于库存压力较大的地区，除了高企的待售库存，巨大的在建面积潜在供应量也是阻碍房地产新开工的关键。2015年1~11月，房屋新开工面积140 569万平方米，同比下滑14.7%，其中住宅新开工面积97 077万平方米，下降15.3%。11月单月新开工面积较去年同期回落20.89%。

与房地产开发投资表现相同，四季度新开工投资增速表现依然低迷，增速维持在-20%左右，相比前三个季度，降幅有扩大趋势，新开工面积与市场新增供应量高度相关，新开工面积的持续回落，实际上代表着行业新增供应规模的下滑，表明目前企业对新增供应的谨慎。在一定程度上，2015年新开工面积大幅减少，未来供应会相应下滑，未来新增可售货量和可售货值减少。

（二）2015年房地产行业经营环境变化大事件

1. 中央实行房地产宽松政策，扩大有效需求，打通供需通道，消化库存

2015年，从年初的两会强调稳消费、促需求，到年底的中央经济工作会议定调稳中求进，中央层面房地产宽松政策已基本到位，而地方也积极因地制宜进一步刺激各类需求，以促进房地产市场的平稳发展。经济下行压力下，货币政策保持稳健，央行累计四次全面降准、五次降息，同时金融市场化改革继续推行，将进一步疏通货币资金流入实体经济的渠道，房地产业去库存化、市场风险降低也将有助于房企获得金融机构的更多信贷支持。

从未来政策走向来看，随着宏观经济增速放缓和经济继续下行的压力加大，稳增长的政策力度将会持续提高。央行将继续实施稳健的货币政策，适时调控以平衡资本流出压力，并通过市场化手段引导中长期实际利率下行，降低房地产企业融资成本，促进房地产需求持续释放，化解市场风险，改善金融机构的贷款意愿和房地产企业的投资意愿。对于房地产市场而言，中央仍将从供需两端发力，继续放松管制，促进发展。需求端将继续放宽公积金政策，放松货币信贷及财政政策，加大对改善型需求支持力度，进一步鼓励更多的就业群体购房；供应端则缓建安置房，加大安置房货币化分配的力度，加快商品房向保障房转化速度。此外，包括农村土改、税改、户籍制度改革在内的房地产长效机制建立健全，也是市场平稳运行的保障。

2. 房地产开发投资增速继续回落，创住房制度改革以来新低

2015年1~10月，全国房地产开发投资78 801亿元，同比增长2.0%，与2014年全年相比增速回落8.5个百分点，增速创住房制度改革以来新低。其中，商品住宅完成投资53 150亿元，同比增长1.3%，增速比2014年全年回落7.9个百分点。

3. 新开工面积延续负增长，降幅进一步扩大

2015年1~10月，全国商品房新开工面积为12.71亿平方米，同比下降13.9%，这是新开工面积连续两年保持负增长。从新开工面积的规模上看，预计2015年新开工面积的规模将低于2010年起的任何一年水平，这也从另外一个方面说明了房地产周期性调整的延续。新开工指标作为房地产市场的先行指标，其持续两年的负增长也警示着未来几年房地产市场仍然延续着调整回落的态势。

4. 房屋销售形势有所好转，但持续回暖的基础仍不牢固

2015 年 1～10 月全国商品房累计实现销售面积 9.49 亿平方米，同比增长 7.2%，与 2014 年全年相比上升 14.8 个百分点；实现销售额 64 790 亿元，同比增长 14.9%，销售形势回升的势头较为明显。但是必须看到，2015 年的房屋销售形势的好转是在政府多重利好政策的刺激下才取得的，其持续性值得关注。标杆房企房屋销售好于行业平均水平。从标杆房地产企业销售额来看，2015 年 1～11 月，31 家上市房企实现房屋销售面积 13 595 万平方米，同比增长 14.2%，实现销售额 15 302 亿元，增长 15.0%，销售面积增速明显好于行业平均水平。从标杆企业房屋平均销售价格来看，涨幅低于全国平均涨幅，前 10 个月标杆房企平均房价与上年同期相比仅上涨 0.7%。

5. 土地供应偏紧，价格涨幅较大

我国土地供应整体偏紧。2003～2013 年，我国房地产企业购置土地面积仅增长了 8.7%，而同期商品房销售面积增长了 287.2%。主要城市土地供应下滑速度尤为明显。40 个主要城市供应土地占地面积同比增速由 2009 年的 44.62% 下滑至 2014 年上半年的 -19.8%。土地价格的增速明显超过同期商品房销售均价的上涨。2004 年至 2013 年，土地平均购置价格年均复合增长率 15.07%，同期商品房销售均价年均复合增长率 9.69%。土地平均购置价格占商品房销售均价的比例由 26.62% 上升至 40.97%。

三、2015 年房地产业上市公司营运资金存量及其分布状况

（一）房地产行业上市公司营运资金存量及其分布状况总体分析

1. 行业层面

房地产行业层面的分析，是从房地产行业营运资金的配置情况、经营活动营运资金和投资活动营运资金的配置情况以及年度变化情况进行分析，透视房地产行业上市公司 2013 年营运资金的管理现状。2014～2015 年房地产行业营运资金配置情况如表 25-1 所示。

表 25-1　　2014～2015 年房地产行业营运资金存量及其分布状况

项目	营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用（亿元）		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用（亿元）		投资活动营运资金期末占比（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	16 005.44	21 672.04	12 209.44	15 957.73	76.28	73.63	-65.55	-125.49	-0.41	-0.58	3 860.43	5 839.80	24.12	26.95
行业平均	129.08	170.65	98.46	125.65	66.97	70.53	-0.53	-0.99	-0.13	0.02	31.13	45.98	32.78	29.44
最大值	1 933.71	2 621.68	1 533.02	2 073.09	—	—	0.36	338.03	—	—	627.15	551.11	—	—
中位数	51.03	44.02	41.55	32.30	77.88	74.02	0.00	0.00	0.00	0.00	11.56	14.46	22.12	25.98
最小值	-1.54	-63.91	-15.72	-83.68	—	—	-65.84	-124.79	—	—	0.03	0.03	—	—
样本量	124	127	124	127	124	127	124	127	124	127	124	127	124	127

如图 25-1、图 25-2 所示该行业营运资金期末占用水平 2014 年为 16 005.4 亿元，2015 年营运资金期末占用额比 2014 年有所增长，为 21 672.04 亿元，也就是说 2015 年较 2014 年，营运资金期末占用水平有了较大提高，表明该行业营业活动并没有为企业筹集资金，反而占用了大量的资金。

就经营活动营运资金期末占用水平而言，2014 年为 12 209.44 亿元，2015 年上升为 15 957.73 亿元，金融经营活动营运资金期末占用 2014 年为 -65.55 亿元，2015 年有所下降，为 -125.49 亿元。

2014 年、2015 年该行业内的上市公司数量分别为 124 家、127 家，就投资活动营运资金期末占用水平而言，投资活动营运资金期末占用 2014 年为 3 860.43 亿元，2015 年上升为 5 839.80 亿元，2015 年行业总体水平较 2014 年有所上升。

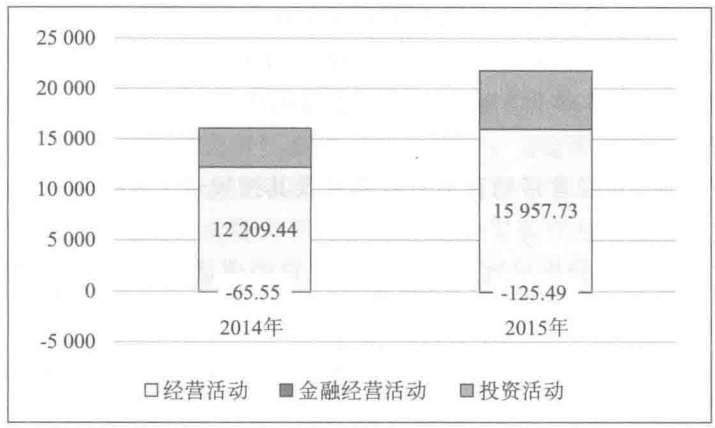


图 25－1　2014～2015 年房地产行业总体营运资金存量及其分布状况

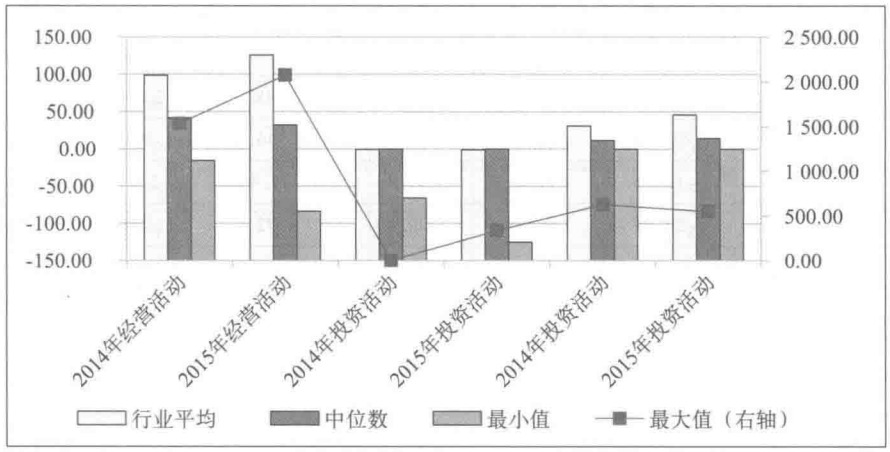


图 25－2　2014～2015 年房地产行业营运资金分布统计数据

2. 企业层面

从企业层面分析房地产行业上市公司营运资金配置变化情况及变动幅度统计如表 25－2 所示。

表 25－2　　2014～2015 年房地产行业上市公司营运资金分布状况分段统计表

区间（%）	按实体经营活动营运资金占比区间统计				按金融经营活动营运资金占比区间统计				按投资活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重
≤0	5	4.03	3	2.36	123	99.19	124	97.64	3	2.42	4	3.15
(0，25]	2	1.61	6	4.72	1	0.81	3	2.36	71	57.26	55	43.31
(25，50]	8	6.45	12	9.45	0	0.00	0	0.00	36	29.03	46	36.22
(50，75]	35	28.23	47	37.01	0	0.00	0	0.00	7	5.65	13	10.24
(75，100]	71	57.26	55	43.31	0	0.00	0	0.00	2	1.61	6	4.72
>100	3	2.42	4	3.15	0	0.00	0	0.00	5	4.03	3	2.36
总计	124	100	127	100	124	100	127	100	124	100	127	100

由表分析发现，就实体经营活动营运资金占比区间统计的企业分布而言，占比区间为“≤0”的企业家数 2014 年为 5 家，2015 年为 3 家，占比分别为 4.03% 和 2.36%，金融经营活动营运资金占比区间统计的企业分布而言，占比区间为“≤0”的企业家数 2014 年为 123 家，2015 年为 124 家，占比

分别为99.19%和97.64%。表明2014年和2015年均有相当多的企业经营活动不仅不占用企业营运资金，反而为企业筹集资金；就投资活动营运资金占比区间统计的企业分布而言，占比为“>100%”的企业家数2014年为5家，2015年为3家，占比分别为4.03%和2.36%，表明2014年和2015年只有少数企业投资活动占用企业营运资金。

（二）房地产行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布状况

1. 行业层面

从采购、生产、营销三渠道分析房地产行业上市公司经营活动营运资金的配置情况，如表25-3和图25-3所示。

表25-3　2014~2015年房地产行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计表

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年
金额（亿元）	行业总体	-1 626.68	-2 888.67	16 453.95	22 637.40	-2 617.83	-3 790.99	12 209.44	15 957.73
	行业平均	-13.12	-22.75	132.69	178.25	-21.11	-29.85	98.46	125.65
	最大值	57.21	54.47	2 943.48	3 446.88	149.75	75.54	1 533.02	2 073.09
	中位数	-3.47	-4.13	41.40	38.15	1.48	2.79	41.55	32.30
	最小值	-589.06	-685.44	-29.88	-29.67	-1 546.93	-1 743.74	-15.72	-83.68
占比（%）	行业总体	-13.32	-18.10	134.76	141.86	-21.44	-23.76	—	—
	行业平均	-18.37	-22.69	113.65	120.40	4.72	2.29	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	-10.90	-12.67	100.73	98.16	9.31	9.88	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本量		127	124	127	124	127	124	127	124

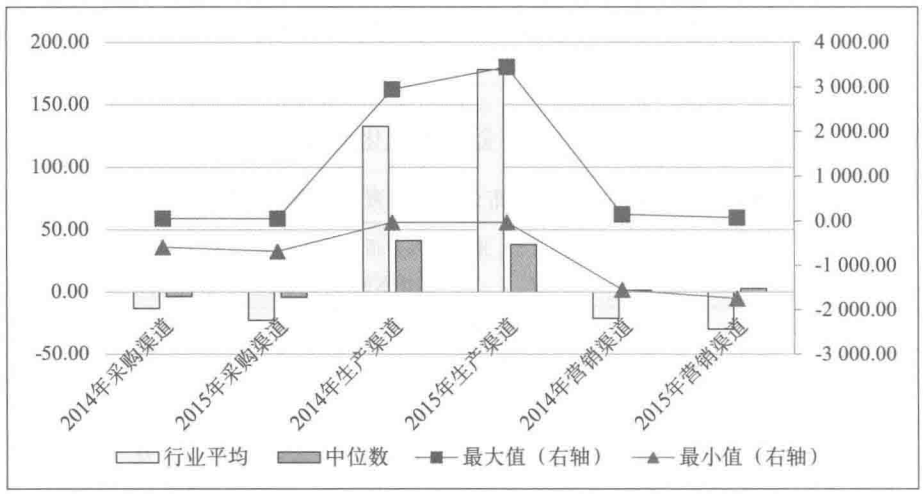


图25-3　2014~2015年房地产行业经营活动各渠道营运资金分布统计数据

由表25-3分析可见，2015年该行业采购渠道、生产渠道、营销渠道营运资金占用行业总体水平依次为-2 888.67亿元、22 637.40亿元、-3 790.99亿元，由此可见在营运资金占用配置中生产渠道营运资金占用水平占比最大，是决定营运资金占用水平的主导因素。就采购渠道营运资金占用水平而言，行业总体值与行业平均值均为负值，并且数额较大，说明采购环节营业活动是企业通过营业活动筹集资金的主要环节，2015年较2014年在行业总体值、行业平均值上都有较大幅度下降，说明行业采购渠道筹资金额提高较多；就生产渠道营运资金占用水平而言，行业总体值与平均值由负转正，表明

该环节占用营运资金水平显著上升，由筹集资金变为占用资金；就营销渠道营运资金占用水平而言，行业总体与行业平均值均为负值，并且数额较大，说明营销环节营业活动也是企业通过营业活动筹集资金的主要环节，2015 年较 2014 年在行业总体值、行业平均值上都有一定程度的下降，说明行业营销渠道筹资金额较大提高；就经营活动营运资金占用水平而言，连续两年行业总体水平与行业平均水平均为正值，表明该行业经营活动占用企业筹集资金，2015 年较 2014 年行业总体水平、行业平均水平有所上升，表明该行业经营活动筹集资金能力下降，这主要是采购渠道营运资金筹集能力及营销渠道营运资金筹集能力上升共同作用的结果。

2. 企业层面

从企业层面分析房地产行业经营活动营运资金在采购、生产、营销三渠道的配置情况如表 25 - 4 所示。

表 25 - 4　　2014 ~ 2015 年房地产行业上市公司经营活动营运资金按渠道分布情况分段统计表

区间（%）	按采购渠道营运资金占比区间统计				按生产渠道营运资金占比区间统计				按营销渠道营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重
≤0	102	82.26	98	77.17	6	4.84	8	6.30	53	42.74	45	35.43
(0, 25]	16	12.90	22	17.32	8	6.45	2	1.57	33	26.61	34	26.77
(25, 50]	2	1.61	3	2.36	9	7.26	10	7.87	12	9.68	23	18.11
(50, 75]	0	0.00	1	0.79	12	9.68	19	14.96	9	7.26	10	7.87
(75, 100]	2	1.61	1	0.79	26	20.97	29	22.83	8	6.45	6	4.72
>100	2	1.61	2	1.57	63	50.81	59	46.46	9	7.26	9	7.09
总计	124	100	127	100	124	100	127	100	124	100	127	100

由表 25 - 4 分析可见，就采购渠道营运资金占比区间统计而言，2014 年、2015 年分别有 82.26%、77.17% 的企业占比小于等于 0，表明不仅不占用企业营运资金，反而为企业筹集营运资金；就生产渠道营运资金占比区间统计而言，2014 年和 2015 年占比大于 100% 的企业家数分别为 50.81% 和 46.46%，表明近半数企业在生产渠道是占用企业营运资金的，表明营运资金占用水平较高，营运资金管理绩效有较大提升空间；就营销渠道营运资金占比区间统计而言，2014 年、2015 年分别有 42.74%、35.43% 的企业占比小于等于 0，表明多数企业在营销渠道不仅不占用企业营运资金，反而为企业筹集营运资金。所以企业要想提高营运资金整体绩效水平，应着重进行生产渠道的营运资金管理。

（三）房地产行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布状况

1. 行业层面

从行业层面分析房地产行业在存货、应收项目、应付项目三要素之间的配置情况，分析房地产行业经营活动营运资金的管理情况如表 25 - 5 和图 25 - 4 所示。

表 25 - 5　　2014 ~ 2015 年房地产行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布总体统计表

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	21 745.80	29 194.05	3 589.28	5 946.92	13 124.52	19 183.23	12 210.55	15 957.73
	行业平均	175.37	229.87	28.95	46.83	105.84	151.05	98.47	125.65
	最大值	3 184.90	3 987.60	847.44	1 260.78	3 224.85	3 931.84	1 533.02	2 073.09
	中位数	63.92	61.82	7.66	9.29	29.31	30.29	41.55	32.30
	最小值	0.00	0.00	0.04	0.19	0.24	0.08	-15.72	-83.68

续表

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
占比（%）	行业总体	178.09	182.95	29.39	37.27	107.49	120.21	—	—
	行业平均	135.68	197.34	7.80	64.46	43.48	161.80	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	148.67	156.21	22.28	25.79	69.62	74.75	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本数量		127	124	127	124	127	124	127	124

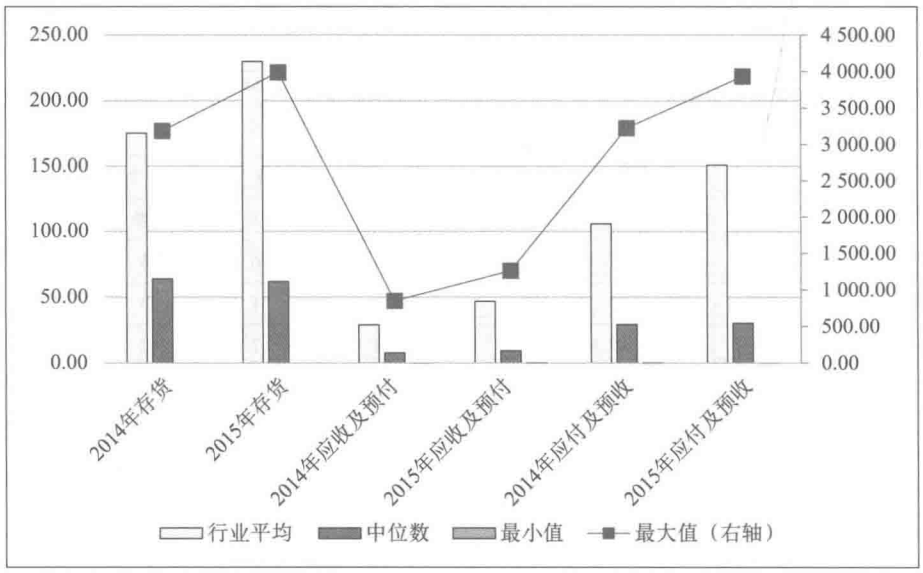


图 25－4　2014～2015 年房地产行业经营活动各要素营运资金分布统计数据

由表 25－5 分析可见，2015 年该行业存货、应收及预付款项、应付及预收款项营运资金占用水平行业平均值依次为 29 194.05 亿元、5 946.92 亿元、19 183.23 亿元，由此可见，在各要素营运资金配置中存货占比最高，比其他两个要素金额大，对经营活动营运资金影响重大，是决定经营活动营运资金占用水平的主导因素。就存货期末余额而言，该行业 2015 年较 2014 年行业总体值有较大提高，行业平均值也有提高，表明存货要素占用营运资金的水平有所上升；2015 年较 2014 年行业总体应收及预付款项期末余额有所提高，行业平均值也有所提高，表明应收及预付款项占用营运资金的水平有所提高；应付及预收款项期末余额，2015 年较 2014 年也有所提高，表明该行业利用应付及预收款项融通资金的金额比较稳定；就经营活动营运资金而言，该金额连续两年为正值，且金额较大，表明该行业经营活动占用企业大量资金，2015 年较 2014 年经营活动营运资金占用水平有所提高，表明占用资金较 2014 年有所增加。

2. 企业层面

从企业层面分析房地产行业经营活动营运资金在存货、应收项目、应付项目三要素的配置情况如表 25－6 所示。

由表 25－6 分析可见，存货占比区间统计、应收及预付款项占比区间统计、应付及预收款项占比区间统计，占比大于 100% 的企业家数，2014 年和 2015 年均为 101 家，占比分别为 81.45%、79.53%，表明存货占用了企业大量的营运资金。应收及预付款项占比区间统计，占比大于 100% 的企业家数 2014 年、2015 年分别为 13 家、16 家，占比分别为 10.48%、12.6%，表明这些企业应收及预付款项管理水平在 2015 年略有下降。应付及预收款项占比区间统计，占比大于 100% 的企业家数 2014

表 25 - 6　2014 ~ 2015 年房地产行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布分段统计表

区间（%）	按存货占比区间统计				按应收及预付款项占比区间统计				按应付及预收款项占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重
≤0	9	7.26	9	7.09	8	6.45	7	5.51	8	6.45	7	5.51
(0, 25]	3	2.42	3	2.36	62	50.00	56	44.09	6	4.84	7	5.51
(25, 50]	1	0.81	1	0.79	35	28.23	34	26.77	26	20.97	24	18.90
(50, 75]	2	1.61	2	1.57	4	3.23	10	7.87	27	21.77	26	20.47
(75, 100]	8	6.45	11	8.66	2	1.61	4	3.15	16	12.90	18	14.17
>100	101	81.45	101	79.53	13	10.48	16	12.60	41	33.06	45	35.43
总计	124	100	127	100	124	100	127	100	124	100	127	100

年、2015 年分别为 41 家、45 家，占比分别为 41%、45%，表明这些企业营运资金占用水平较高，营运资金管理绩效水平较低。

四、2015 年房地产业上市公司营运资金管理绩效分析

（一）房地产行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额分析

如表 25 - 7 所示，经营活动营运资金占用水平由 2014 年的 1.53 减少为 2015 年的 1.37，经营活动营运资金节约额为 1 173.49 亿元。表明在 2015 年房地产企业经营活动营运资金管理绩效水平有所提升。

表 25 - 7　2014 ~ 2015 年房地产行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额

项　目	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约额（亿元）
	2014 年	2015 年	
行业总体	1.53	1.37	1 173.49
行业平均	2.04	1.99	—
最大值	8.06	8.42	—
中位数	1.81	1.70	—
最小值	-3.99	-3.98	—
样本量	124	127	—

（二）房地产行业上市公司分渠道的营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

本部分将从采购、生产、营销三个渠道分析房地产业上市公司经营活动营运资金的管理绩效。从房地产行业整体层面分析 2015 年各渠道营运资金管理绩效变化情况。

2014 ~ 2015 年房地产业各渠道营运资金周转期如表 25 - 8 所示。

表 25 - 8　2014 ~ 2015 年房地产行业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项　目	采购渠道营运资金周转期		生产渠道营运资金周转期		营销渠道营运资金周转期		经营活动营运资金周转期（按渠道）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业整体	-59.9	-81.4	699.7	657.7	-140.9	-113.7	499.0	462.6

总体来看，按渠道的经营活动营运资金周转期从 2014 年的 499 天减少到 2015 年的 462.6 天，减少幅度为 7.29%。其中，2015 年采购渠道营运资金周转期从 2014 年的 -59.9 天下降到 -81.4 天，下降幅度为 35.89%，说明采购渠道营运资金管理有所改善。生产渠道营运资金周转期从 2014 年的 699.7

天减少到2015年的657.7天，减少幅度为6.00%，说明2015年生产渠道营运资金管理水平也有所改善。2015年营销渠道营运资金管理绩效从2014年的-140.9天增加到2015年-113.7天，增加幅度为19.30%，这说明营销渠道营运资金管理绩效有所下降。

通过数据可以看出，相对于2014年，2015年的经营活动营运资金管理绩效是有所改善的，相比于2014年房地产行业市场整体比较低迷的状态有所回升。其采购渠道和生产渠道的营运资金管理绩效都有所上升，但营销渠道营运资金管理绩效下滑比较严重，分析其原因，主要是因为2015年房地产行业整体仍比较低迷，房企的销售回款速度均出现大幅度的下降。

接下来通过对比5年来各渠道营运资金周转期的变化情况，来分析近5年经营活动营运资金管理绩效的变化情况。

2011~2015年房地产行业各渠道营运资金周转期变化情况如表25-9和图25-5所示。

表25-9　　2011~2015年房地产行业营运资金周转期　　单位：天

项　目	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
采购渠道营运资金周转期	-15.00	-33.00	-48.36	-59.9	-81.4
生产渠道营运资金周转期	706.00	685.00	668.91	699.7	657.7
营销渠道营运资金周转期	-155.00	-200.00	-177.58	-140.9	-113.7
经营活动营运资金（按渠道）周转期	536.00	451.00	442.96	499.0	462.6

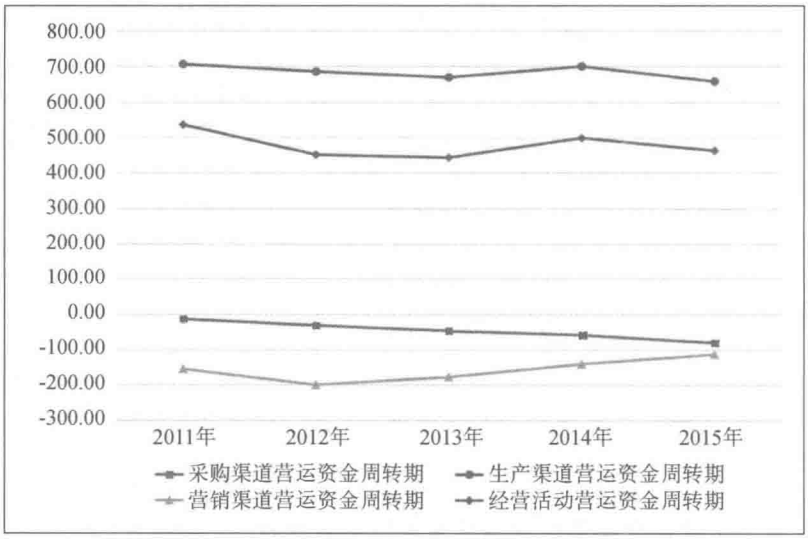


图25-5　2011~2015年房地产行业经营活动各渠道营运资金周转期变化趋势

从图25-5可以看出，按渠道对房地产行业的营运资金进行分析，近5年房地产行业经营活动营运资金周转期一直在不停地变化，其中在2011年达到最高为536天，2015年为463天。

采购渠道营运资金周转期可以看出是在逐年下降，从2011年的-15天下降到2015年的-81天，下降幅度达到81.48%，幅度很大。说明5年来采购渠道营运资金管理水平有很大幅度的上升，这与近几年房地产投资水平不断变化相关。

生产渠道营运资金周转期总体处于下降中，除2014年有一定程度的上升，2015年生产渠道营运资金周转期为近5年最低658天。但是总体变动幅度都不大，2011年的周转期为706天，2015年的周转期为658天，变化幅度为6.79%。整体看来，生产渠道营运资金周转期处于相对稳定的状态，说明近5年来，房地产行业的营运资金管理绩效变化不大，这与房地产行业整体生产特点相关。

营销渠道营运资金周转期同样处在不断变化中，涨幅最大的是2013~2014年周转期上升了19.66%。下降幅度最大的是2011~2012年下降了29.03%。变动的幅度相对较大，这说明近5年来营

销渠道营运资金管理绩效不断变化，这与近几年来房地产市场成交量跌宕起伏的变化相关。

2. 企业层面

将行业进一步细分，从企业层面分析 2015 年房地产行业各渠道营运资金管理绩效变化情况。

2014 ~ 2015 年企业层面分析房地产业各渠道营运资金管理绩效变化情况如表 25 - 10 所示。

表 25 - 10　　2014 ~ 2015 年房地产行业各渠道经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短（家）	59	49	28	41
	缩短占比（%）	50.43	41.88	23.93	35.04
	基本不变（家）	15	22	9	16
	基本不变占比（%）	12.82	18.80	7.69	13.68
	延长（家）	43	46	80	60
	延长占比（%）	36.75	39.32	68.38	51.28
可比样本总数		117			

从表 25 - 10 中的数据可以看出，117 家样本企业中，有 41 家的企业经营活动营运资金周转期是缩短的，占比 35.04%；有 16 家企业经营活动营运资金周转期与去年基本持平，占比 13.68%；有 60 家的企业经营活动营运资金周转期是延长的，占比 51.28%。说明 2015 年房地产行业经营活动营运资金管理绩效整体水平不高。

具体分析各渠道的营运资金管理绩效。有近半数企业的采购渠道营运资金周转期都有所下降，占比 50.43%。这说明采购渠道营运资金管理绩效整体改善比较明显。分析其原因，在 2015 年，房地产行业整体的投资水平增速下降幅度比较明显。这会使得房地产企业的材料存货、预付账款都会减少，从而使得采购渠道营运资金周转期下降。

生产渠道营运资金周转期的变化情况，从数量上看，周转期有所上升的房企和有所下降的房企数量相差不大，仅相差 3 家。从变动幅度上看，只有 18.8% 的房企生产渠道营运资金周转期变化幅度都不大。这说明生产渠道营运资金管理绩效波动比较大，企业之间营运资金管理水平也有较大差距。这与 2015 年房地产企业整体形势低迷有关。

有 68.38% 的房企营销渠道营运资金周转期都有所上升。这说明 2015 年的营销渠道营运资金管理绩效下降比较严重。分析其原因，2015 年房地产行业销售面积和销售量下降幅度都比较大，而且投资虽然涨幅下降但仍然有所上涨，造成了房企成品存货的大量积压。另外，2015 年房企的销售回款量也有所下降，即应收账款无法及时回收，预收账款减少。这就造成了整个营销渠道营运资金周转期大幅度上升。

（三）房地产行业上市公司分要素的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

本部分将从存货、应收账款、应付账款三要素分析房地产业上市公司经营活动营运资金的管理绩效。首先，从房地产行业整体层面，分析 2015 年各要素营运资金管理绩效变化情况。

2014 ~ 2015 年房地产业各要素营运资金周转期如表 25 - 11 所示。

表 25 - 11　　2014 ~ 2015 年房地产行业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	存货周转期		应收账款周转期		应付账款周转期		经营活动营运资金周转期（按要素）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业整体	914.5	848.2	17.8	19.0	124.7	133.6	807.5	733.6

整体来看，按要素分析的经营活动营运资金周转期从2014年的807.5天下降到2015年的733.6天，下降幅度为9.15%，整体变动幅度不大。

具体来看，存货周转期从2014年的914.5天下降到2015年的848.2天，变动幅度为7.25%，周转期有所下降，但变化不大。存货周转期变化却不大，这主要是因为，存货中除了库存商品，还包括材料存货等，所以存货整体的周转期虽有下降但变化不大。

应收账款周转期从2014年的17.8天上升到2015年的19.0天，增加幅度为6.74%。应收账款周转期的增加与房地产行业2015年的整体相对低迷相关。2014年房地产企业的资金来源中，只有39.8%来自于销售回款，而其余59.09%均来自于银行借款和金融融资。由于2015年房地产市场的相对低迷，在上半年，许多房地产企业推出了价格优惠政策来促进销售，其中包括“零首付”等措施，导致2015年应收账款的周转期高于2014年。

应付账款周转期从2014年的124.7天增加到2015年的133.6天，增加幅度为7.14%，虽然2015年应收账款周转期相较2014年增加幅度并不大，这主要是由于2015年房地产行业资金压力较大，销售回款的减少导致企业营运资金出现缺口，所以房地产企业纷纷利用商业信用来拉长应付账款的周期，并通过短期借款和海外融资来补充现金流。所以2015年的应付账款周转期有所上升。

对房地产业2011～2015年各要素营运资金进行分析如表25－12所示，5年趋势分析见图25－6。

表25－12　　2011～2015年房地产行业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项　目	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
存货周转期	914.00	872.00	858.58	914.5	848.2
应收账款周转期	12.00	15.00	15.63	17.8	19.0
应付账款周转期	75.00	101.00	110.78	124.7	133.6
经营活动营运资金周转期（按要素）	851.00	786.00	763.44	807.5	733.6

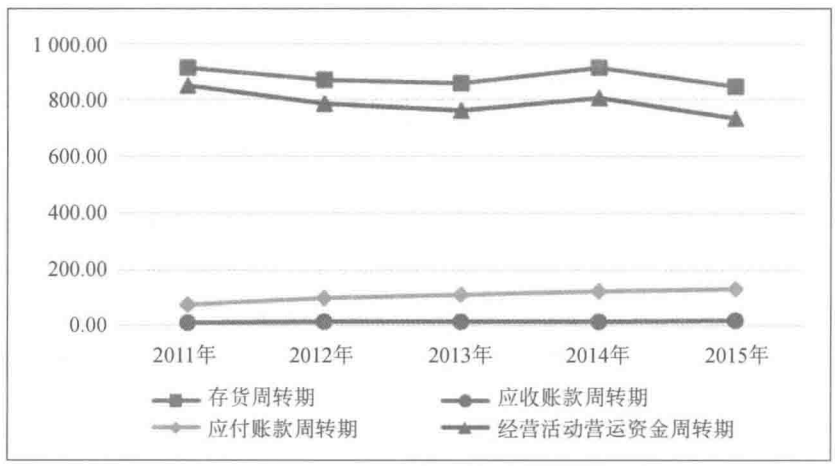


图25－6　2011～2015年房地产行业经营活动各要素营运资金周转期变化趋势

从表25－12中可以看出，存货周转期2014年的存货周转期接近5年来的峰值，达到913天，在2015年存货周转期有所下降，为848.2天，说明企业仍面临着比较严重的库存压力，但相较于2014年已经有所好转。说明存货管理绩效对营运资金管理绩效的影响较大，应着重对存货的管理。

应收账款周转期近5年来的变化趋势呈现出上升趋势，说明应收账款的管理绩效正在逐渐变差。主要是由于近年来，一些城市已经出现了供过于求的情况，为了促进销售，不得不拉长应收账款的回收期。

应付账款周转期近5年来的变化趋势也呈现出上升趋势，说明应付账款的管理绩效正在逐渐改善。这主要是由于越来越多的房企利用商业信用来补充企业的营运资金。这种做法有利有弊，好处在于相

对于短期借款和海外融资，商业信用的资金成本更低；弊端在于，对其供应商来说，资金压力较大，若遇到较差的经济环境，供应商可能出现资金链断裂，这会使得房企面临较大的经营风险。

经营活动营运资金周转期在 2015 年达到新低 733.6 天，相较于 2014 年 807.7 天，下降幅度为 9.17%，说明 2015 年房地产行业整体经营情况比 2014 年有所回升。

2. 企业层面

其次，将行业进行细分，从企业层面按要素分析 2015 年房地产行业的营运资金管理绩效。2014 ~ 2015 年房地产行业各要素周转期如表 25 - 13 所示。

表 25 - 13　　2014 ~ 2015 年房地产行业各要素经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
周转期变化统计	缩短（家）	37	43	40	39
	缩短占比（%）	31.62	36.75	34.19	33.33
	基本不变（家）	31	20	20	26
	基本不变占比（%）	26.50	17.09	17.09	22.22
	延长（家）	49	54	57	52
	延长占比（%）	41.88	46.15	48.72	44.44
可比样本总数		117			

总体来看，有 44.44% 的房企按要素分析的经营活动营运资金周转期有所上升，即 117 家房地产企业中有 52 家的营运资金管理绩效有所下滑。有 33.33% 的房企按要素分析的经营活动营运资金周转期有所下降，即 117 家房地产企业中有 39 家的营运资金管理绩效有所上升。从变化幅度上看，大部分的房企周转期变长。这说明相对于 2014 年，2015 年房地产行业的按要素分析的营运资金管理绩效水平偏低。

详细分析各要素的周转期，大部分的房企存货周转期都有所上升，即大部分企业的存货管理绩效有所下滑。从变化幅度上来看，大部分的房企存货周转期的变化幅度并不大。说明房地产行业的整体存货管理绩效没有很大改变。分析其原因，即库存商品的周转期上升，但材料存货周转期下降，所以存货整体周转期变化不大。

从数量上看，117 家房企中有 54 家应收账款周转期上升，43 家应收账款周转期缩短。这些应收账款周转期上升明显的企业将面临着比较严重的资金压力。主要也是 2015 年房地产行情整体低迷的原因而导致的。其中 48.72% 的房企即 57 家房企应付账款周转期有所下降，远超过应付账款周转期上升的企业。这说明大部分的房企应付账款管理绩效都有所改善。这主要是由于大部分房企纷纷利用商业信用来补充资金流。

五、2015 年房地产业上市公司资金回报分析

2014 ~ 2015 年房地产行业上市公司资金回报如表 25 - 14 和图 25 - 7 至图 25 - 10 所示。

表 25 - 14　　2014 ~ 2015 年房地产行业上市公司资金回报率统计分析表

项目	总资金回报率		经营活动资金回报率		金融活动资金回报率		投资活动资金回报率	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	8.18	7.46	10.21	8.72	-29.16	-32.88	3.98	4.83
行业平均	5.95	5.12	5.27	5.13	-73.87	18.72	5.37	7.00
最大值	25.21	24.81	224.52	170.73	16.11	350.99	99.88	297.05
中位数	6.34	5.05	6.90	5.33	0.00	0.00	1.17	1.07
最小值	-30.80	-12.85	-452.15	-121.46	-316.42	-187.12	-4.59	-6.83
样本量	124	127	124	127	7	9	124	127

注：金融经营活动资金回报率统计样本以本行业内金融经营活动资金不为 0 的企业家数为准。

如表 25 - 14 所示，与 2014 年相比，2015 年房地产行业总体总资金回报率有所下降，下降了 0.72%；行业平均总资金回报率亦有所下降，2015 年较 2014 年下降了 0.83%，这说明房地产行业总体资金回报率是下降的，投资者投入资金的回报率较上一年下降。2015 年房地产行业总资金回报率的最大值和中位数都呈下降趋势，分别下降了 0.4%、1.29%，由此可见处于中间位置的房地产企业总资金回报率下降尤为明显。最小值较 2014 年有所上升，从 -30.80% 上升至 -12.85%，上升了 17.85%。行业样本数自 2014 年的 124 家上升至 127 家，增加了 3 家。

2015 年房地产行业的总体经营活动资金回报率较 2014 年有所下降，下降了 1.49%；行业平均经营活动资金回报率同 2014 年相比下降了 0.14%，这说明行业平均经营活动资金回报率和总体经营活动资金回报率虽较上年有所下降，但下降幅度并不大。2015 年房地产行业经营活动资金回报率的最大值和中位数都呈下降趋势，其中最大值下降幅度较大，下降了 53.79%，而中位数下降幅度不大，降低了 1.57%。最小值较上年有所上升，上升幅度为 330.69%。这说明房地产行业总体经营活动资金回报率是下降的。

与 2014 年相比，2015 年的行业总体金融活动资金回报率下降，下降幅度为 3.72%，而行业平均金融活动资金回报率较上年却有所增长，上升幅度为 92.59%，由负值变为正值，回报率为正。最大值较上年上升，上升幅度为 334.88%，中位数两年都为 0，最小值较上年上升，上升幅度为 129.3%。行业样本数自 2014 年的 7 家上升至 9 家，增加了 2 家。

2015 年的投资活动资金回报率同上一年相比，总体上升，上升幅度为 0.85%，行业平均的投资活动资金回报率也呈上升趋势，上升百分比为 1.63，这说明房地产行业总体投资活动资金回报率同上年相比是上升的。投资活动资金回报率的最大值比 2014 年有所上升，上升幅度为 197.17%，中位数与最小值同上年相比却有所降低，下降幅度分别为 0.1%、2.24%。这说明 2015 年的投资活动资金回报率行业总体较上年上升，虽然存在部分投资活动资金回报率下降的情况，但总体还是呈上升趋势。

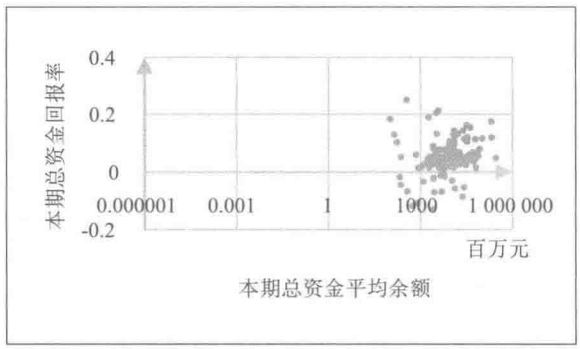


图 25 - 7　2015 年房地产行业上市公司总资金占用与总资金回报率散点图

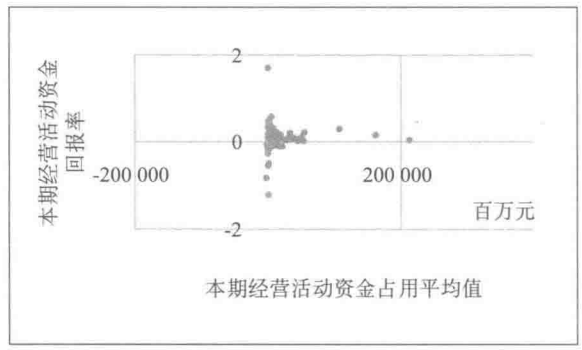


图 25 - 8　2015 年房地产行业上市公司经营活动资金占用与经营活动资金回报率散点图

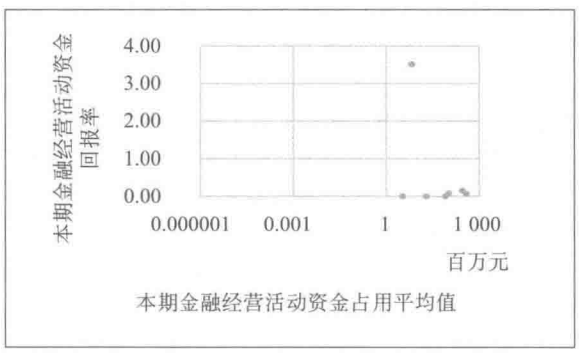


图 25 - 9　2015 年房地产行业上市公司金融活动资金占用与金融活动资金回报率散点图

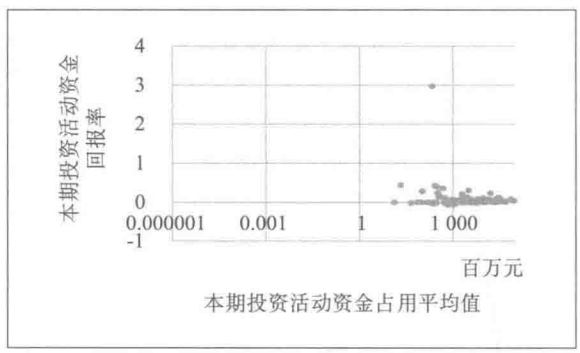


图 25 - 10　2015 年房地产行业上市公司投资活动资金占用与投资活动资金回报率散点图

由图 25 - 7 可知房地产行业 2015 年总资金回报率分布较为集中，大多在 0 ~ 0. 1 区间内，小部分分布在 0. 1 ~ 0. 2 区间，极少的点大于 0. 2 或小于 0。由图 25 - 8 可知经营活动资金回报率分布更为集中，在 0 ~ 0. 5 区间内，只有极个别点分布在该区间之外。由图 25 - 9 所示金融活动资金与投资活动报酬率较为集中，只有一个点在集中区间外。由图 25 - 10 可知，投资活动资金与投资活动报酬率大多分布在 0 ~ 0. 5 区间内，只有极个别的点在该区间之外。

六、2015 年房地产业上市公司融资结构与财务风险分析

（一）总资金融资结构与长期财务风险分析

1. 行业层面

2014 ~ 2015 年房地产行业上市公司融资结构与财务风险行业层面统计分析见表 25 - 15。

表 25 - 15 反映了房地产行业总资金融资结构与财务杠杆。2015 年年末同 2014 年年末相比，行业总体借入资金占比上升了 1. 71%，这表明房地产行业总体同上年相比借入了更多的外部资金，财务风险增大；而 2015 年的行业平均借入资金占比则有所下降，下降了 0. 26%，这说明房地产行业平均同上年相比借入更少的资金，财务风险降低。借入资金占比的最大值上升了 19. 07%，中位数下降了 3. 09%，最小值没有变化，2015 年和 2014 年都为 0，这表明房地产行业的总体借入资金占比呈上升趋势。样本量从 2014 年的 124 家上升至 2015 年的 127 家。

表 25 - 15　　2014 ~ 2015 年房地产行业总资金融资结构与财务杠杆统计分析表

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末	2014 年	2015 年
行业总体	57. 38	59. 09	42. 62	40. 91	1. 13	1. 16
行业平均	46. 27	46. 01	53. 76	51. 09	1. 25	1. 07
最大值	89. 41	108. 48	100. 00	99. 92	5. 69	5. 76
中位数	51. 42	48. 33	48. 58	49. 70	1. 14	1. 08
最小值	0. 00	0. 00	10. 59	-27. 34	-8. 84	-7. 25
样本量	124	127	124	127	124	127

同 2014 年相比，2015 年行业总体的自有资金占比下降了 4. 01%，行业平均的自有资金占比下降了 4. 97%，这表明行业总体的财务风险上升，行业平均的财务风险也上升了。2015 年的自有资金占比同上年相比，最大值下降了 0. 08%，中位数上升了 2. 3%，最小值下降了 358. 16%，这表明房地产行业的总体自由资金占比呈下降趋势。样本量从 2014 年的 124 家上升至 2015 年的 127 家。

2015 年的行业总体财务杠杆同 2014 年相比增大了 0. 03，行业平均财务杠杆下降了 0. 18，这表明 2015 年同 2014 年相比，房地产行业的总体财务风险整体上呈增大趋势，而平均财务风险则呈下降趋势。2015 年财务杠杆同上年相比上升了 7%，中位数下降了 6%，最小值上升了 1. 59%，这表明行业总体财务杠杆呈上升趋势，房地产行业 2015 年财务风险较上年相比增大。样本量从 2014 年的 124 家上升至 2015 年的 127 家。

如图 25 - 11 所示，2015 年同 2014 年相比借入资金占比较上年降低，相反的自有资金占比同 2014 年相比上升了，这说明自有资金在企业总融资结构占有的比重增大，对外部资金的依赖程度减小。如图 25 - 12 所示，2015 年财务杠杆比 2014 年上升了 1. 16%，这说明企业负有更多的负债。

2. 企业层面

2014 ~ 2015 年房地产行业上市公司融资结构与财务风险企业层面统计分析见表 25 - 16。

如表 25 - 16 所示，2015 年房地产行业总资金融资结构从企业层面分析，按借入资金占比区间统计，借入资金占比最多的区间为（50，75］，有 47 家，占样本数的比重为 37. 01%，与上年相比增加了 11 家，占比上升了 8. 04%；其次为（25，50］，有 44 家，占样本数的比重为 34. 65%，较上年相比减少了 8 家，占比下降了 7. 34%；最少的区间为≤0，仅有 3 家，占比 2. 36%，这表明大部分房地产行业

图 25 - 11　2014 ~ 2015 年房地产行业上市公司总资金融资结构

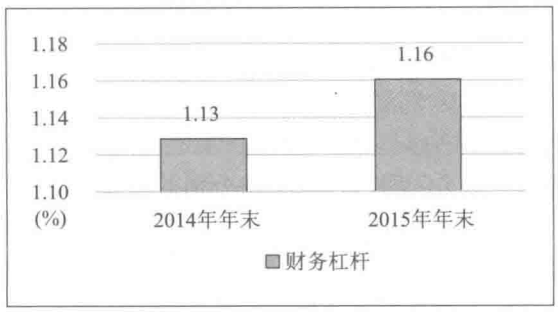


图 25 - 12　2014 ~ 2015 年房地产行业财务杠杆

表 25 - 16　　2014 ~ 2015 年房地产行业总资金融资结构分段统计表

比例区间（%）	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	4	3.23	3	2.36	0	0.00	1	0.79
(0，25]	23	18.55	22	17.32	9	7.26	13	10.24
(25，50]	33	26.61	44	34.65	55	44.35	50	39.37
(50，75]	55	44.35	47	37.01	33	26.61	43	33.86
(75，100]	9	7.26	10	7.87	27	21.77	20	15.75
>100	0	0.00	1	0.79	0	0.00	0	0.00
总计	124	100	127	100	124	100	127	100

外部资金占企业总资金来源的比重较大，有较大部分企业外部借入资金占比大于 50%，有较大的财务风险。

按自有资金占比区间统计，自有资金占比最多的区间为（25，50]，有 50 家，占样本的比重为 39.37%，较上年相比减少了 5 家，占比下降了 4.03%；其次为（50，75]，有 43 家，占样本的比重为 33.86%，较上年相比增加了 9 家，占比增加了 7.26%；最少的区间为≤0，有 1 家，占比仅为 0.79%。这表明大部分房地产行业自有资金占企业总资金来源的比重较小，有较大部分企业自有资金占比小于 50%，财务风险较大。

如图 25 - 13 所示，借入资金占比占总资金的比重分布较为分散，每个企业的融资状况差别较大。

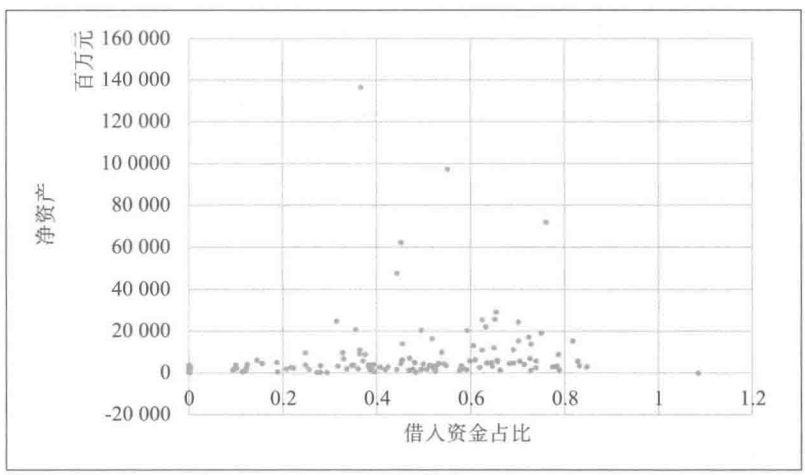


图 25 - 13　2014 ~ 2015 年房地产行业上市公司借入资金占比与净资产散点图

2014 ~ 2015 年房地产行业财务杠杆分段统计情况如表 25 - 17 所示。

表 25 - 17　　2014 ~ 2015 年房地产行业财务杠杆分段统计表

比例区间	财务杠杆			
	2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）
[1，1.5)	80	64.52	75	59.06
[1.5，2)	12	9.68	9	7.09
[2，3)	5	4.03	5	3.94
≥3	4	3.23	3	2.36
总计	124	100	127	100

如表 25 - 17 所示，2014 ~ 2015 年房地产行业财务杠杆分段统计表明 2015 年末有 75 家行业的财务杠杆在［1，1.5），占样本数的比重为 59.06%，较上年相比减少了 5 家，比重下降了 5.46%；财务杠杆在［1.5，2）之间的有 9 家，较上年相比减少了 3 家，占比下降了 2.59%；财务杠杆在［2，3）的有 5 家，与上年相比没有变化，比重下降了 0.09%；≥3 仅有 3 家，占比仅为 2.36%，较上年减少了 1 家，比重降低了 0.87%。这表明大部分房地产行业的财务杠杆并不高，虽然大于 1，但绝大多数都处于可以接受的范围内，财务风险不大。

如图 25 - 14 所示，2015 年房地产行业财务杠杆分布较为集中，大部分分布在 0 ~ 2 之间，这说明大部分的房地产行业都在的财务杠杆都在可以接受的范围内，风险并不大。

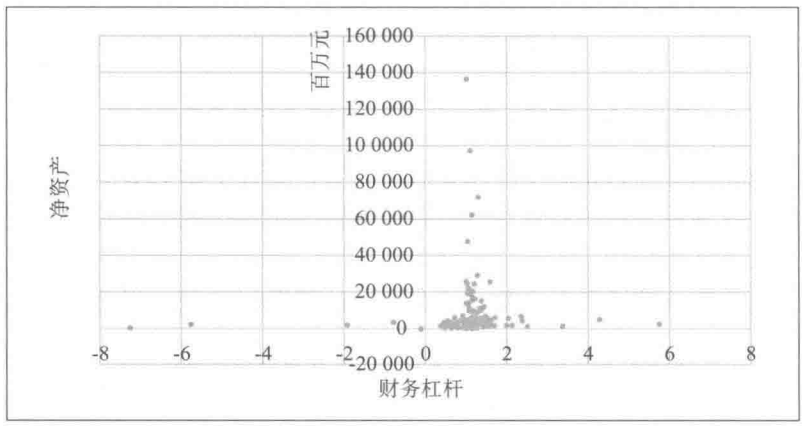


图 25 - 14　2015 年房地产行业上市公司财务杠杆与净资产散点图

（二）营运资金融资结构与短期财务风险分析

2014 ~ 2015 年房地产行业营运资金融资结构与短期财务风险统计分析情况如表 25 - 18 和图 25 - 15 所示。

表 25 - 18　　2014 ~ 2015 年房地产行业营运资金融资结构统计分析表　　单位：%

项目	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
行业总体	28.63	25.50	71.37	74.50
行业平均	31.59	22.58	68.41	77.42
最大值	863.84	220.83	1 614.15	622.55
中位数	26.05	22.31	73.95	77.69
最小值	-1 514.15	-522.55	-763.84	-120.83
样本量	124	127	124	127

1. 行业层面

如表 25 - 18 所示，对 2014 ~ 2015 年房地产行业营运资金融资结构进行统计分析后发现，2015 年年末同 2014 年年末相比，行业总体短期金融性负债占比有所下降，下降幅度为 3.13%；行业平均短期金融性负债占比也有所下降，下降幅度为 9.01%；这表明 2015 年房地产行业整体短期金融性负债占比较上年有所下降，短期财务风险下降。最大值、中位数较上年相比分别下降了 643.01%、3.74%，最小值较上年相比上升了 991.6%。样本量自 2014 年的 124 家上升至 2015 年的 127 家。

2015 年年末同 2014 年年末相比，行业总体营运资本占比较上年相比有所上升，上升幅度为 3.13%；行业平均运资本占比同上年相比上升了 9.01%，这表明房地产行业 2015 年利用营运资本进行筹资的比重加大，企业利用营运资金的效率加大。最大值与上年相比有所下降，下降幅度为 991.6%，中位数和最小值同去年相比有所上升，上升幅度分别为 3.74% 和 991.6%。样本量自 2014 年的 124 家上升至 2015 年的 127 家。

图 25 - 15　2014 ~ 2015 年房地产行业营运资金融资结构

2015 年房地产行业营运资本占比较上年相比有所上升，上升了 3.13%，短期金融性负债占比较上年相比下降了 3.13%，这说明房地产行业短期财务风险较上年相比有所降低。

2. 企业层面

2014 ~ 2015 年房地产行业营运资金来源结构分段统计情况如表 25 - 19 所示。

表 25 - 19　　2014 ~ 2015 年房地产行业营运资金来源结构分段统计表

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	7	5.65	7	5.51	6	4.84	5	3.94
(0, 25]	49	39.52	66	51.97	2	1.61	4	3.15
(25, 50]	51	41.13	39	30.71	9	7.26	6	4.72
(50, 75]	9	7.26	6	4.72	51	41.13	39	30.71
(75, 100]	2	1.61	4	3.15	54	43.55	69	54.33
>100	6	4.84	5	3.94	2	1.61	4	3.15
总计	124	100	127	100	124	100	127	100

从企业层面对 2014 ~ 2015 年房地产行业营运资金来源结构进行分析后得出，短期金融性负债占比数量最多的区间是（0，25]，企业数有 66 家，占比 51.97%，同 2014 年相比增加 17 家，占比增长 12.45%；其次的区间为（25，50]，企业数有 39 家，占比 30.71%，同 2014 年相比减少了 12 家，占比下降 10.42%，这说明房地产行业 2015 年总体的短期金融性负债占比较上年下降，财务风险较上年

降低。

营运资本占比数量最多的区间是（75，100］，有企业 69 家，占比 54.33%，较上年相比增长了 15 家，占比增加 10.78%；其次为（50，75］，该区间企业数量为 39 家，同上年相比减少了 12 家，占比下降了 10.42%，这说明 2015 年房地产行业整体较多的采用营运本来满足日常营运的需求。

如图 25－16 所示，2015 年房地产行业上市公司短期金融性负债占比分布较为集中，大多分布在 0～1 之间，净资产分布也较为集中，这说明房地产行业的大部分企业的短期财务风险较为接近。

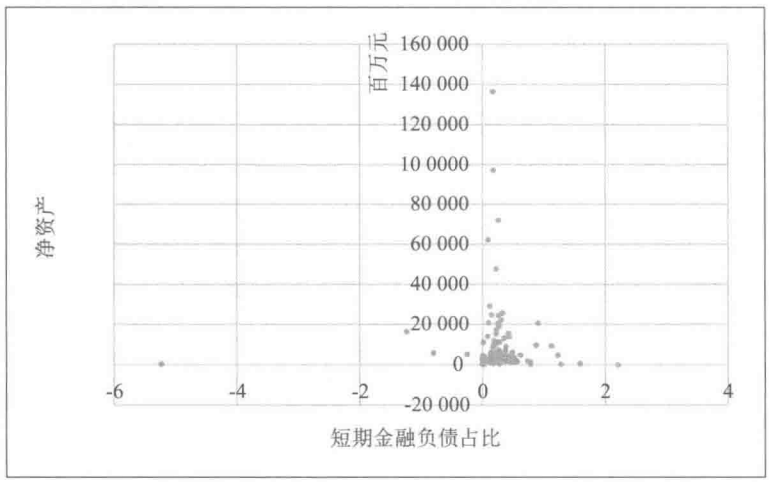


图 25－16　2015 年房地产行业上市公司短期金融性负债占比与净资产散点图

七、2015 年房地产业上市公司营运资金管理绩效排行榜

本部分分别按“经营活动营运资金周转期（按要素）”和“经营活动营运资金周转期（按渠道）”进行排名，考察房地产业上市公司营运资金管理绩效。在对上市公司营运资金管理绩效进行排名时，剔除了财务数据异常的公司，详见附录 1。

八、2015 年房地产业上市公司营运资金管理典型案例

（一）万科集团

1. 万科企业股份有限公司基本情况

万科企业股份有限公司（000002）成立于 1984 年 5 月，是中国目前最大的专业住宅开发企业，也是股市里的代表性地产蓝筹股。总部设在广东深圳，截至 2009 年，已在 20 多个城市设立分公司。2010 年公司完成新开工面积 1 248 万平方米，实现销售面积 897.7 万平方米，销售金额 1 081.6 亿元。深圳万科总部营业收入 507.1 亿元，净利润 72.8 亿元。这意味着，万科率先成为全国第一个年销售额超千亿的房地产公司。这个数字，是一个让同行眼红，让外行震惊的数字，相当于美国四大住宅公司高峰时的总和。在企业领导人王石的带领下，万科通过专注于住宅开发行业，建立起内部完善的制度体系，组建专业化团队，树立专业品牌，以所谓“万科化”的企业文化享誉业内。

万科自 1988 年进入房地产行业，1993 年将大众住宅开发确定为公司核心业务。截至 2008 年年末，业务覆盖到以珠三角、长三角、环渤海三大城市经济圈为重点的 31 个城市。当年共销售住宅 42 500 套，在全国商品住宅市场的占有率从 2.07% 提升到 2.34%，其中市场占有率在深圳、上海、天津、佛山、厦门、沈阳、武汉、镇江、鞍山 9 个城市排名首位。1991 年万科成为深圳证券交易所第二家上市公司，持续增长的业绩以及规范透明的公司治理结构，使公司赢得了投资者的广泛认可。过去 20 年，万科营业收入复合增长率为 31.4.%，净利润复合增长率为 36.2%；公司在发展过程中先后入选《福布斯》“全球 200 家最佳中小企业”、“亚洲最佳小企业 200 强”、“亚洲最优 50 大上市公司”排行榜；多次获得《投资者关系》等国际权威媒体评出的最佳公司治理、最佳投资者关系等奖项。王石经过多年努力，万科逐渐确立了在住宅行业的竞争优势：“万科”成为行业第一个全国驰名商标，旗下“四

季花城”、“城市花园”、“金色家园”等品牌得到各地消费者的接受和喜爱；公司开发的“情景花园洋房”是中国住宅行业第一个专利产品和第一项发明专利；公司物业服务通过全国首批 ISO9 002 质量体系认证；公司创立的“万客会”是住宅行业的第一个客户关系组织。同时也是国内第一家聘请第三方机构，每年进行全方位客户满意度调查的住宅企业。

万科企业股份有限公司，简称万科或万科集团，证券简称：万科 A、证券代码：000 002，证券曾用简称：深万科 A、G 万科 A。公司总股本 1 099 521.02 万股（2008 年二季度），总部位于中国深圳市福田区梅林路 63 号万科建筑研究中心，时任董事长为王石，总经理为郁亮。万科集团在地产中国网举办的红榜评选活动中，连续三次上榜。

2. 2015 年万科集团经营业绩

公司坚持精细化运营，增强组织效能，提升经营效率。2015 年全面摊薄的净资产收益率为 18.09%，较 2014 年上升 0.23 个百分点。

由表 25 -20 可知 2015 年，公司实现营业利润 3 312 277.73 万元，比上年增长了 33.58%，利润总额 3 380 261.76 万元，较上年相比增长了 33.86%，归属于上市公司股东的净利润 1 811 940.62 万元，与上年同期上升了 15.08%，基本每股收益 1.64 元，较上年同期增长了 14.69%。

表 25 -20　　2015 年万科集团经营业绩　　单位：万元

项目	2015 年度	上年同期	增减变动幅度
营业总收入	19 554 913.00	14 638 800.45	33.58%
营业利润	3 312 277.73	2 497 935.89	32.60%
利润总额	3 380 261.76	2 525 236.32	33.86%
归属于母公司股东的净利润	1 811 940.62	1 574 545.41	15.08%
基本每股收益（元）	1.64	1.43	14.69%
加权平均净资产收益率	19.14%	19.17%	-0.03%
	2015 年 12 月 31 日	2014 年 12 月 31 日	增减变动幅度
总资产	61 129 556.77	50 840 875.54	20.24%
归属于上市公司股东的所有者权益	10 018 351.78	8 816 456.99	13.63%
股本（万股）	110 516.12	103 750.72	0.13%
归属于上市公司股东的每股净资产	9.08	7.99	13.64%

3. 2015 年万科集团营运资金管理绩效分析

万科集团 2014 ~ 2015 年两年间的经营活动营运资金周转期（按渠道）变化趋势如表 25 -21 所示。

表 25 -21　　2015 年万科集团 2014 ~ 2015 年营运资金周转期（按要素）　　单位：天

项目	2015 年	排名	2014 年	排名	2015 年行业平均	2014 年行业平均
存货周转期	633	31	798.78	51	848.2	914.5
应收账款周转期	4	38	6.2	45	19.0	17.8
应付账款周转期	181	95	205.44	105	133.6	124.7
现金周转期	456	24	599.54	37	733.6	807.5

2015 年万科集团经营活动营运资金周转期（按要素）为 456 天，低于 2014 年行业平均水平 733.6 天。从要素视角进一步分析，2015 年存货周转期为 633 天，低于行业平均值 848.2 天，应收账款周转期为 4 天，低于行业平均值 19 天，应付账款周转期 181 天，高于 2015 年行业平均值 133.6 天。说明存货、应收账款要素的周转期远低于行业平均水平，是万科集团经营活动营运资金周转期（按要素）在

行业中领先的关键。而从 2014 ~ 2015 两年纵向比较可以看出，经营活动营运资金周转期（按要素）分别为 456 天、 - 599. 54 天，呈现下降的变化趋势。具体分析，2014 ~ 2015 两年间存货周转期由 798. 78 天降到 633 天，应收账款周转期也逐年缩短，2014 年较 2015 年减少 2. 2 天，减少幅度 33. 33%，有一个比较明显的下降幅度；应付账款周转期呈延长的趋势，2015 年较 2014 年延长 24 天。根据以上分析，存货及应收账款周转绩效逐步改善，而应付账款周转绩效有恶化的趋势。因此，万科集团今后应继续加强应付账款的管理，保持经营活动营运资金周转绩效（按要素）在行业中的领先地位，提高营运资金管理绩效。

万科集团 2014 ~ 2015 年两年间经营活动营运资金周转期（按要素）变化趋势如表 25 - 22 所示。

表 25 - 22　　2015 年万科集团 2014 ~ 2015 年营运资金周转期（按渠道）　　单位：天

项目	2015 年	排名	2014 年	排名	2015 年行业平均	2014 年行业平均
采购渠道营运资金周转期	- 117	44	- 134. 02	27	- 81. 4	- 59. 9
生产渠道营运资金周转期	591	58	718. 27	74	657. 7	699. 7
营销渠道营运资金周转期	- 306	6	- 359. 43	5	- 113. 7	- 140. 9
经营活动营运资金周转期	168	17	224. 82	22	462. 6	499. 0

表 25 - 22 反映了从渠道分析的角度来看，万科集团采购渠道营运资金周转期从 2014 年的 - 134 天延长到 - 117 天，始终短于各年的行业平均水平；生产渠道营运资金周转期从 2014 年的 718 天缩短到 591 天，从落后行业平均到领先；营销渠道营运资金周转期则从 - 359. 43 天延长至 - 306 天，始终短于各年的行业平均水平。从 2014 ~ 2015 年，除生产渠道营运资金周转期在行业内排名有所上升，其他两个渠道的营运资金周转期在整个行业内的排名均有所下降。经营活动营运资金周转期在行业内排名有所上升。因此万科集团采购渠道的营运资金周转效率还有待提高。

综合以上两个表格分析：采购渠道营运资金周转绩效的提高得益于应付账款周转期的大幅延长，使得企业有很多的活动资金。存货周转效益正逐步提高，但仍不能带动生产渠道营运资金周转效益的提高。应收账款周转期绩效的不足还未对营销渠道营运资金周转期绩效造成太大的影响。但是从整体上看，无论是按渠道看还是按要素看营运资金周转绩效分析，世纪星源的营运资金周转管理从 2014 ~ 2015 年都有了很大的提高，这得益于万科集团在这一年中在营运资金管理方面做出的改善。

（二）世纪星源（000005）

1. 世纪星源股份有限公司基本情况

世纪星源（000005）是于 1990 年 2 月 1 日在广东省深圳市正式注册成功的不动产投资开发公司，于 1990 年 12 月 10 日正式上市，其全称为深圳世纪星源股份有限公司。世纪星源的前身是深圳市原野纺织股份有限公司，在股份制改组以后，于 1990 年 1 月正式更名为深圳原野股份有限公司，其共发放了包括原法人股在内 6 550 万股。1992 年 7 月 7 日被调查停牌，并于 1994 年 1 月 4 日复牌。在此期间，其通过股份改组又将名称更换为现在的世纪星源。世纪星源的主营业务结构中主要分为以下几类：交通及清洁能源基础设施经营、低碳技术集成和环境处理服务、不动产开发管理及工程监理、酒店经营及综合物管服务、不动产项目权益投资组合管理。

公司于 2015 年发行股份购买博世华成功后，新增了环保业务，即环境污染治理和生态环境修复。加快了把公司储备的清洁技术嫁接于合适商业模式的进程。通过重组，本司形成了环保专家、科研人才、知识产权和财务内控的管理平台，初步形成了具有国际化视野并符合现代公司治理结构的管理新环保业务的团队。在 2015 年度内，博世华环保实现的销售收入为 30 857. 37 万元，比上年增长 34. 60%。实现的净利润为 5 141. 81 万元，比上年增长 100. 18%。

2. 2015 年世纪星源营运资金管理绩效分析

世纪星源 2014 ~ 2015 年两年间的经营活动营运资金周转期（按渠道）变化趋势如表 25 - 23 所示。

表 25－23　　世纪星源 2014～2015 年营运资金周转期（按要素）　　单位：天

项目	2015 年	排名	2014 年	排名	2015 年行业平均	2014 年行业平均
存货周转期	691.73	35	110.27	9	848.2	914.5
应收账款周转期	179.1	118	26.13	79	19.0	17.8
应付账款周转期	438.34	123	352.05	120	133.6	124.7
现金周转期	432.49	22	－215.65	2	733.6	807.5

2015 年世纪星源经营活动营运资金周转期（按要素）为 432 天，低于 2014 年行业平均水平 733.6 天。从要素视角进一步分析，2015 年存货周转期为 691 天，低于行业平均值 848.2 天，应收账款周转期为 118 天，高于行业平均值 19 天，应付账款周转期 438 天，高于 2015 年行业平均值 133.6 天，说明存货的周转期低于行业平均水平，是世纪星源经营活动营运资金周转期（按要素）2015 年在行业中领先的关键。而 2014～2015 两年纵向比较可以看出，经营活动营运资金周转期（按要素）分别为 432 天、－215.65 天，呈现下降的变化趋势。具体分析，2014～2015 两年间存货周转期由 110 天下降到 691 天，；应收账款周转期明显增加，2015 年较 2014 年增加 153 天，增加幅度 588.46%，有一个很明显的增加幅度；应付账款周转期也呈延长的趋势，2015 年较 2014 年延长了 86 天。根据以上分析，存货周转绩效逐步改善，而应收账款、应付账款周转绩效有恶化的趋势。因此，世纪星源今后应继续加强应收、应付账款的管理，保持经营活动营运资金周转绩效（按要素）在行业中的领先地位，提高营运资金管理绩效。

世纪星源 2014～2015 年两年间经营活动营运资金周转期（按要素）变化趋势如表 25－24 所示。

表 25－24　　世纪星源 2014～2015 年营运资金周转期（按渠道）　　单位：天

项目	2015 年	排名	2014 年	排名	2015 年行业平均	2014 年行业平均
采购渠道营运资金周转期	－381.82	5	－173.96	13	－81.4	－59.9
生产渠道营运资金周转期	915.32	90	860.17	85	657.7	699.7
营销渠道营运资金周转期	－1 061.12	1	－1 882.75	1	－113.7	－140.9
经营活动营运资金周转期	－527.61	2	－1 196.54	1	462.6	499.0

表 25－24 反映了从渠道的角度来看，世纪星源采购渠道营运资金周转期从 2014 年的－174 天缩短到－382 天，始终短于各年的行业平均水平；生产渠道营运资金周转期从 2014 年的 860 天延长到 915 天，始终落后于各年的行业平均水平；营销渠道营运资金周转期则从－1 882.75 天延长至－1 061.12 天，始终短于各年的行业平均水平，保持行业第一的领先水平。从 2014～2015 年，采购渠道营运资金周转期在行业内排名有所上升，生产渠道营运资金周转期在整个行业内的排名均有所下降，营销渠道营运资金周转期始终处于行业第一的领先水平，经营活动营运资金周转期在行业内由第一位下降到第二位。因此世纪星生产渠道的营运资金周转效率还有待提高。

综合以上两个表格分析：应付账款周转期的大幅延长，使得企业有很多的活动资金，从而使采购渠道营运资金周转绩效有所提高。存货周转效益的下降导致生产渠道营运资金周转效益的下降，应收账款周转期绩效的不足使得营销渠道营运资金周转期绩效有所下降。但是从整体航看，无论是按渠道看还是按要素看营运资金周转绩效分析，世纪星源的营运资金周转管理从 2014～2015 年都有所下滑，因此作为 2014 年行业内排名第一的公司，世纪星源在 2015 年以及日后应加强对于营运资金的管理。

（三）保利地产

1. 保利地产股份有限公司基本情况

保利地产（600048）是一家专注于房地产开发及销售的大型企业集团，拥有国家一级房地产开发资质。在 20 余年专业开发过程中，公司培养了以商品住宅开发销售为主、经营性物业开发持有为辅的综合开发能力；以“和者筑善”为价值理念，致力于创造自然、建筑、人文交融的人居生活，打造了康居、善居、逸居、尊居四大品牌系列，包含花园系、心语系、香槟系、公馆系、林语系、康桥系、

十二橡树系等多种品类，涵盖住宅、写字楼、星级酒店、购物中心、商贸会展、高端休闲地产等多种业态；形成了覆盖珠三角、长三角、环渤海、中部、西南主要经济圈，遍布全国 60 个主流城市的战略布局。在房地产开发主业快速发展的同时，公司还积极拓展了建筑设计、工程施工、销售代理、物业管理、商业运营、会展服务、健康养老、房地产金融等相关行业，形成了以房地产开发为主、相关行业稳步发展的业务格局。报告期内房地产开发业务营业收入占公司营业总收入的 96.14%。

公司凭借雄厚的经营实力，在稳固传统银行合作渠道的同时，公司积极开拓中期票据、公司债等长期限、低成本的融资渠道。报告期内，公司注册并发行 5 年期中期票据 60 亿元，综合融资成本 4.65%；获批公司债券 150 亿元，并以 3.4% 和 3.68% 的行业超低成本成功发行 3 +2 年期公司债 30 亿元和 5 +2 年期公司债 20 亿元。

2015 年，公司营业收入和净利润分别为 1 234 亿元和 168 亿元，同比增长 13.18% 和 18.24%。但受少数股东权益摊薄的影响，公司归属母公司净利润为 123.5 亿元，基本与 2014 年持平。尽管通过合作方式获取的土地会降低项目权益，从而影响到公司的归母净利润，但该方式有利于减少竞争，保证项目利润率水平。2015 年，在行业利润空间缩小的背景下，公司利润率水平不降反升，公司综合毛利率为 33.2%，净利率 13.63%，分别较上年同期上涨 1.17 和 0.58 个百分点。

2. 2015 年保利地产营运资金管理绩效分析

保利地产 2014 ~ 2015 年两年间的经营活动营运资金周转期（按渠道）变化趋势如表 25 - 25 所示。

表 25 - 25　　保利地产 2014 ~ 2015 年营运资金周转期（按要素）　　单位：天

项目	2015 年	排名	2014 年	排名	2015 年行业平均	2014 年行业平均
存货周转期	811.56	51	837.74	58	848.2	914.5
应收账款周转期	10.07	57	9.88	53	19.0	17.8
应付账款周转期	82.93	40	68.13	24	133.6	124.7
现金周转期	738.69	53	779.5	61	733.6	807.5

2015 年保利地产经营活动营运资金周转期（按要素）为 739 天，高于 2015 年行业平均水平 733.6 天。从要素视角进一步分析，2015 年存货周转期为 812 天，低于行业平均值 848.2 天，应收账款周转期为 10 天，低于行业平均值 19 天，应付账款周转期 83 天，低于 2015 年行业平均值 133.6 天，说明存货、应收账款、应付账款要素的周转期都略低于行业平均水平，是保利地产经营活动营运资金周转期（按要素）2015 年在行业中未能取得领先的关键。而从 2014 ~ 2015 年两年纵向比较可以看出，经营活动营运资金周转期（按要素）分别为 456 天、-599.54 天，呈现下降的变化趋势。具体分析，2014 ~ 2015 年两年间存货周转期由 837 天降 811 天，虽有所改善，但成效不显著；应收账款周转期也从 2014 年的 9.88 天延长至 2015 年的 10.07 天，有一个略微的增加幅度；应付账款周转期也呈延长的趋势，2015 年较 2014 年延长了 15 天。根据以上分析，存货及应收账款、应付账款周转绩效都有恶化的趋势。因此，保利地产今后应继续加强存货及应收账款、应付账款各要素的管理，提高营运资金管理绩效。

保利地产 2014 ~ 2015 年两年间经营活动营运资金周转期（按要素）变化趋势如表 25 - 26 所示。

表 25 - 26　　保利地产 2014 ~ 2015 年营运资金周转期（按渠道）　　单位：天

项目	2015 年	排名	2014 年	排名	2015 年行业平均	2014 年行业平均
采购渠道营运资金周转期	-12.96	103	1.02	107	-81.4	-59.9
生产渠道营运资金周转期	666.1	65	686.8	70	657.7	699.7
营销渠道营运资金周转期	-193.38	17	-230.26	16	-113.7	-140.9
经营活动营运资金周转期	459.76	48	457.56	50	462.6	499.0

表 25 - 26 反映了从渠道的角度来看，保利地产采购渠道营运资金周转期从 2014 年的 1.02 天缩短到 -12.96 天，始终长于各年的行业平均水平；生产渠道营运资金周转期从 2014 年的 687 天缩短到

666 天，也始终长于各年的行业平均水平；营销渠道营运资金周转期则从 -230 天延长至 -193 天，始终低于各年的行业平均水平。2014 ~ 2015 年，除营销渠道营运资金周转期在行业内排名有所下降，其他两个渠道的营运资金周转期在整个行业内的排名均有所上升。经营活动营运资金周转期在行业内排名有所上升。因此保利地产采购渠道的营运资金周转效率还有待提高。

综合以上两个表格分析：采购渠道营运资金周转绩效的提高得益于应付账款周转期的延长，使得企业有很多的活动资金。存货周转效益正逐步提高，使得生产渠道营运资金周转效益也有所提高。应收账款周转期绩效的不足使得营销渠道营运资金周转期绩效有所下滑。但是从整体航看，无论是按渠道看还是按要素看营运资金周转绩效分析，保利地产的营运资金周转管理 2014 ~ 2015 年都有了一定程度的提高，这得益于保利地产在这一年中在营运资金管理方面做出的改善。

九、2015 年房地产业上市公司营运资金管理调查结论与建议

（一）调查结论

1. 行业平均规模略增，行业经营绩效改善，采购渠道营运资金周转效益稳步提升

2015 年房地产行业在规模略增的情况下经营活动营运资金占用减少，相较于 2014 年经营情况有所好转。采购渠道营运资金周转期由 2014 年的 -59.9 天缩短到 2015 年的 -81.4 天，近几年一直在稳步缩短，并且 2014 ~ 2015 年度采购渠道营运资金周转效率有所改善的企业数量达到了 50.43%，表明大部分房地产企业在采购渠道的营运资金管理方面有很大的提高，有利于提高营运资金周转效率。

2. 经营活动营运资金占用较多，而投资活动营运资金占用较少，融资渠道单一

房地产业经营活动营运资金 2015 年较 2014 年绝对金额有所上升，占比略有下降，2014 年经营活动营运资金为 12 209.44 万元，占比 76.28%，2015 年经营活动营运资金为 15 957.73 万元，占比 73.63%。短期金融性负债占比 2014 年为 28.63%，2015 年为 25.50%，相反，营运资本占比 2014 年为 71.37%，2015 年为 74.50%，但房地产行业的资金来源主要银行贷款、销售房款、企业自有资金和企业垫资，其中销售房款多采用预收款的方式，而客户多以分期付款，即贷款为主来购置房产，由此看来，除去企业自身所付，外部获取的资金都来自于银行，因而我国房产企业对我国的商业银行有很大的依赖性。过高的依赖性暗示出企业最薄弱的环节，银行政策稍有变动将有可能对房地产企业造成很大的伤害。近年来，国家政策日益严苛，无论是对客户向银行的贷款还是房地产企业向银行的贷款，都受到了约束，这对房地产企业的营运资金管理是非常不利的。

3. 市场波动大，营销渠道营运资金周转绩效变差

受国家政策以及外部环境的影响，房地产市场的波动较大，往往因为房屋建设的两年时间内市场的变化，本由高价拍到的土地建设完成后却不能按照原计划价格卖出，销量也急剧下滑，使得营销渠道的营运资金周转期延长。2014 ~ 2015 年，营销渠道营运资金周转期有所改善的仅占 23.93%，而降低的有 80 家企业，占 68.38%。资金难以正常回转，将影响到企业的运行，严重将导致资金链的断裂。

4. 存货占比例较大，严重影响营运资金周转速度

房地产企业的资产结构具有其独特性，它并不像其他产业那样具有很多的固定资产，相反，在土地开发阶段需要投入大量的资金，进行购置备用土地等，其中土地在存货中占有比例较大。然而，房地产项目的开发并不是短期项目，成本回收较慢，周转资金量受到极大的约束。因此，存货在资产结构中占有很大的比重。2014 年存货所占比重的行业平均水平为 135.68%，而行业总体占比重 178.09%，2015 年存货所占比重的行业平均水平为 197.34%，行业总体水平为 182.95%。近几年，国家为控制房地产市场房价的飞涨，颁布的一系列政策在一定程度上限制了房地产市场的发展，使房地产市场呈现“低迷”的状态，大部分房地产公司无法按计划完成销售目标，大量不动产变为积压的存货，限制了企业营运资金的周转。

（二）对策建议

1. 加强引起关系管理，银行是房地产行业利益相关者关系管理的重点

房地产行业是资金密集型行业，房地产开发活动具有高风险性，因此必须合理配置资源和资金，

房地产行业普遍资金及短期借款的比例较高，银行是房地产行业重要的利益相关者。加强银企关系，提高资金使用效率，降低现金接待成本，对资金量级巨大的房地产行业具有非常重要的意义。房地产行业可以建设财务集中管理平台、与银行合作设立灵活理财业务等，提高营运资金整体管理水平。

2. 提高营销渠道管理水平，借此改善应收账款营运资金管理绩效

营销渠道在港地产行业管理中具有绝对重要的地位，房地产行业资源分布与经济发展趋式逆行的规律使房地产行业的成本节节攀升，营销渠道的管理水平直接关系着企业经营活动的周转能力，进而影响盈利能力。针对房地产行业销售不景气的问题，房地产行业应加强渠道关系管理，建立良好的客户关系，扩大销售覆盖面积，并利用供应链金融，更好地解决企业营运资金需求问题。

3. 借助渠道优势，加强生产管理，继续稳定经营活动营运资金管理水平，提高投资活动营运资金管理绩效

在采购渠道和生产渠道表现良好的情况下，房地产行业经营活动营运资金占用并不大，占用资金的比例不高，但投资活动中的货币资金管理不容忽视。良好的渠道管理水平也可使企业保持较低的安全资金储备量；加强安全意识建设，提高安全生产水平，对生产渠道的效率影响深远。房地产行业的营运资金管理效率水平仍有很大的改善空间。

主要参考文献

1. 王竹泉、马广林："分销渠道控制：跨区分销企业营运资金管理的重心"，《会计研究》，2005 年第 6 期。

2. 王竹泉、逄咏梅、孙建强："国内外营运资金管理研究的回顾与展望"，《会计研究》，2007 年第 2 期。

3. 王竹泉、刘文静、王兴河、张欣怡、杨丽霏："中国上市公司营运资金管理调查：2007 ~ 2008"，会计研究，2009 年第 9 期。

4. 王竹泉、孙建强等：《营运资金管理发展报告（2011）》，中国财政经济出版社 2011 年版。

5. 王竹泉、孙莹、王秀华、张先敏、杜媛："中国上市公司营运资金管理调查：2012"，《会计研究》，2013 年第 12 期。

6. 王竹泉、孙莹、张先敏、杜媛、王秀华："中国上市公司营运资金管理调查：2013"，《会计研究》，2014 年第 12 期。

7. 王竹泉、孙莹、张先敏、杜媛、王秀华："中国上市公司营运资金管理调查：2014"，《会计研究》，2015 年第 12 期。

8. 巨潮资讯网站，http：//www. cninfo. com. cn。

第二十六章　2015 年社会服务业上市公司营运资金管理调查

【摘要】党的十八大以来，我国经济保持了总体平稳、稳中有进的发展态势，其中服务业发挥了重要的稳定器作用。不同于制造业，社会服务业经营一般对土地、设备需求量不是很大。同时由于服务业具有劳动密集等产业特点，服务业的快速发展创造了更多的社会就业机会和就业岗位。2012 年，服务业现价增加值占国内生产总值的比重达到 45.5%，成为国民经济第一大产业。2015 年，我国服务业继续保持较快增长，社会服务业增加值同比增长 8.3%，分别高于国内生产总值和第二产业增加值增速 1.4 和 2.3 个百分点。社会服务业已经开始擎起国民经济半壁江山。

本章对 2015 年社会服务业的营运资金管理情况进行了调查分析，主要得到以下结论：第一，企业经营活动营运资金配置占用有所提升，占比有所降低，投资活动营运资金占用和占比有所提升；第二，在经营活动营运资金配置结构（按渠道）中，生产渠道营运资金占用与占比大幅度提升，采购渠道与生产渠道营运资金占用与占比较大幅度降低；第三，在经营活动营运资金配置结构（按要素）中，存货占用有较大幅度的上升，应收及预付款项占用则有大幅度的上升，应付及预收款项为经营活动所提供的营运资金有大幅提升；第四，在营运资金管理绩效（按渠道）结构中，生产渠道、采购渠道营运资金管理绩效略微下降，营销渠道营运资金管理绩效略微提升，营运资金管理绩效略微下降，但以上各项指标较 2014 年基本保持稳定；第五，在营运资金管理绩效（按要素）结构中，存货周转期小幅缩短，应收账款周转期小幅延长，应付账款和经营活动营运资金周转期基本不变；第六，行业资金回报率小幅下降，其中，经营活动资金回报率小幅下降，但投资活动资金回报率基本保持不变；第七，行业总资金融资结构以自有资金为主，营运资金融资结构以短期金融性负债为主，行业内有更多的企业短期财务风险在加大，但行业整体财务风险可控。根据以上结论，本书认为社会服务业企业未来应当在以下三个方面作出改善：适当多元化经营，提高资产流动性，避免将过多的速冻资产投入投资领域而带来经营风险；加强与上游供应商的联系，与客户建立稳定长久的交易关系，改善渠道管理；制定长远而具有战略性的经营政策，全面加强社会服务企业整体营运资金管理水平。

一、社会服务业上市公司营运资金基本特征

1. 营运资金需求量低

不同于制造业，社会服务业经营一般对土地、设备需求量不是很大，因而具有投资较少的特点。社会服务业经营活动的营运资金占营业收入占比在 15% 左右，属于营运资金占用水平较低的行业。

2. 营运资金多集中在投资活动上

据统计，2011 ~ 2015 年，社会服务业企业投资活动的营运资金期末占比依次为 93.53%、80.06%、78.91%、66.15%、74.04%。由此可见，社会服务业的营运资金使用重心集中在投资领域而非经营活动领域，这与该行业流动资产较少，且较少运用营运资金进行经营运作的特点有关。此外，从总体来看，投资活动营运资金所占比重在近几年呈下降趋势，可见经营活动营运资金的使用正变得越来越重要，这可能是服务业的经营趋向多元化、经营性流动资产增加或经营性流动负债减少造成的。

3. 采购渠道营运资金占用为负，营销渠道营运资金占比逐年提高

根据营运资金管理发展报告显示，2011 ~ 2015 年 5 年间，社会服务业采购渠道的期末营运资金占比依次为 -130.01%、-96.43%、-116.35%、-40.22%、-61.97%。社会服务业采购渠道营运资金占总经营活动营运资金的比例最低，且连续为负，说明采购渠道不仅没有占用企业的营运资金，反而为企业提供了融资渠道。这与社会服务业提供商品的异质性有关，追求服务的多样性及个性化使企

业核心竞争力增强，从而提高了利益相关者在交易谈判时的话语权。此外，营销渠道的营运资金占用水平逐渐高于其他两个渠道，说明销售部门在社会服务业企业中的地位越来越重要。

4. 应付及预收款项为企业提供资金支持

近五年的营运资金管理发展报告数据显示，应付及预收款项在经营活动营运资金中的占比最高，其次是存货和应收及预付款项。这与社会服务业的行业特点有关。此外，三种要素的营运资金占用金额呈逐渐上升的趋势，说明社会服务业的行业规模得到了较快的发展。

5. 短期金融性负债比重稍高，行业财务风险略大

我国社会服务业的营运资金来源中，短期金融性负债的比重略大于营运资本所占比重，属于财务风险略大的行业。2012 ~ 2015 年的 4 年间，社会服务业短期金融性负债占比依次为 44.86%、56.54%、53.14%、54.84%，行业营运资金来源的变化趋于稳定。

6. 营运资金管理水平不高

依据营运资金管理发展报告数据，分渠道对营运资金周转期分析发现，近五年间，采购渠道的营运资金周转期平均值为 -26.8 天，比上市公司整体平均值高 12.8 天，生产渠道平均值 31.4 天，比上市公司整体平均值低 4.0 天，营销渠道平均值 27.9 天，比行业平均值低 7.1 天，经营活动营运资金周转期 32.8 天，比上市公司整体平均值高 2.2 天。由此可见社会服务业除采购渠道和经营活动总体的营运资金管理水平低于上市公司整体管理水平。

分要素对营运资金周转期分析发现，存货的平均周转期 87.6 天，高于上市公司整体平均值 0.6 天，应收及预付款项平均周转期 45.2 天，较上市公司整体低 2.2 天，应付及预收款项平均周转期 54.8 天，较上市公司整体平均周转期低 13.8 天，经营活动营运资金周转期平均值 78.0 天，较上市公司整体行业平均值高 12 天。

由此可见，我国的社会服务业的流动资金管理没有受到足够的重视，营运资金管理水平还有较大的提升空间。

二、2015 年社会服务业经营环境变化主题词与大事件

（一）2015 年社会服务业经营环境变化主题词

1. 经济转型

《国家“十二五”规划纲要》强调，要把推动服务业大发展作为产业结构优化升级的战略重点，营造有利于服务业发展的政策和体制环境，这为服务业大发展奠定了良好基础。《“十三五”纲要》的出台，进一步提出推进中国经济转型升级，关键在于加快服务业主导的转型改革，尽快形成服务业主导的经济新格局。随着“十三五”规划的提出，社会资本将成为服务业发展的主体力量。然而，由于我国社会服务业企业的营运资金管理水平不高，大量社会资本的注入，给企业带来活力的同时，也对企业的营运资金管理提出了新的挑战。

2. 国企改革

从国企改革的视角来看，社会服务业具有改革阻力小、潜在标的多、改善空间大等特点，是这一主题投资策略下的最佳目标行业，优质资产注入是当下最具弹性和爆发力的投资逻辑。借力国企改革，社会服务业企业有望改善公司治理，提升上市公司价值。此外，我国积极鼓励外资并购方式参与国企改革，这将有利于带动企业转型升级，有利于引入国际领先的管理经验，从而提高企业的营运资金管理绩效。

（二）2015 年社会服务业经营环境变化大事件

1.《关于鼓励民间资本参与养老服务业发展的实施意见》出台，鼓励民间资本参与养老服务业发展

2015 年 2 月 25 日，民政部、发展改革委、教育部等十部委联合发布了《关于鼓励民间资本参与养老服务业发展的实施意见》。意见提出，鼓励民间资本在城镇社区举办或运营老年人日间照料中心、老年人活动中心等养老服务设施，为有需求的老年人提供集中就餐、托养、助浴、健康、休闲和上门

照护服务等工作。意见同时对落实税费优惠政策、加强人才保障、保障用地需求等作出了相关规定。该意见有助于解决社会服务业企业因民间资本不足而带来的总量规模偏小和税费负担重的问题，有利于养老服务产业的多元化发展，企业经营活动营运资金的管理也显得越来越重要。

2.《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》出台，服务业迎来又一发展契机

国务院办公厅于2015年11月22日发布《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》。意见指出，今后一个时期，重点发展贴近服务人民群众生活、需求潜力大、带动作用强的生活性服务领域，发展方向主要包括：居民和家庭服务、健康、养老、旅游、体育、文化、法律、批发零售、住宿餐饮、教育培训服务等。依据该意见，政府相关部门拟采取围绕旅游休闲、教育文化体育和养老健康家政等领域尽快组织实施一批重大工程，将生活性服务业纳入营改增范围，支持符合条件的生活性服务业公司上市融资和发行债券等一系列措施。大量资本的涌入将给社会服务业营运资金管理水平的提升带来新的动力，也对企业营运资金的管理绩效提出了更高的要求。

3.“水十条”出台，水处理行业将迎来大发展期

2015年4月16日国务院印发《水污染防治行动计划》，又称“水十条”。伴随“水十条”的出台，水处理行业将迎来黄金发展期。水污染治理已成地方环保治理的重头戏，据测算，“水十条”投资将达20 000亿元。目前我国的水务市场正处于快速发展阶段，“水十条”的出台将进一步提升行业的景气度。此外，行业企业有望享受更大的政策红利，对企业的营运资金管理提供良好的外部环境。

4. 量子通信技术带动科学研究和技术服务业大发展

在“十三五”规划关于体现国家战略意图的重大科技项目中，量子通信的排序仅次于航空发动机。有消息表示，我国新的科技计划体系将对面向未来的量子通信等方面基础研究进行重点支持。各路资本纷纷投入量子通信领域，对量子信息领域的前瞻性研究必将促进科学研究和技术服务等相关行业的迅速发展。

5. 巨人网络借壳世纪游轮，世纪游轮推出社会服务业

2015年10月世纪游轮发出公告，表示世纪游轮与巨人网络签订了《重大资产重组意向框架协议》，拟定交易方式为公司拟向巨人网络全体股东非公开发行股份购买巨人网络100%股权并配套募集资金。此前，世纪游轮的主营业务为内河涉外豪华游轮运营业务和旅行社业务。本次交易完成后，上市公司的盈利能力及发展空间将得到有效提升，上市公司的营运资金管理管理绩效也将得到改善，但上市公司退出社会服务业，成为一家以网络游戏为主的综合性互联网企业。

6. 蓝色光标收购两大移动广告公司

2015年6月，蓝色光标同时收购中国两大移动广告公司。其中，以2.89亿美元收购多盟开曼100%的股权和多盟智胜95%的股权；以6 120万美元收购亿动51%的股权，同时以1 000万美元对亿动进行增资。从财务数据来看，蓝色光标收购的三家公司2013年、2014年业绩并不明朗。2015年一季报显示，蓝色光标业绩也捉襟见肘。蓝色光标负责人表示，并购后将把大量的资源共享给被并购企业，以期令其快速实现盈利。当下的移动互联网+行业，已摆脱了传统“收购利润”的模式，数据、技术、移动广告的基因对蓝色光标意义重大，此次并购有望与蓝色光标实现资源整合，提高企业的盈利能力。

7. 段先念带来华侨城A发展新思路

2015年9月，华侨城集团免去刘平春、侯松容华侨城集团公司党委常委职务以及吴斯远华侨城集团公司副总经理职务，由华侨城集团总经理段先念接任华侨城A董事长一职。华侨城的高毛利是以长周期、低周转为基础的，也容易导致业绩表现不稳定。据了解，在华侨城内部也认为公司发展过于保守、滞缓，需要变革。段先念给华侨城这个老牌央企带来了更开阔的发展思路，也有望为华侨城A的营运资金管理带来更高的效率。

8. 怡亚通“蛇吞象”风险重重

2015年怡亚通筹划收购某境外上市公司，且计划收购的公司是《财富》世界500强之一。然而，

怡亚通的资金现状以及巨额的收购成本等问题，给这次“蛇吞象”的收购增加了极大的不确定性。据悉，2012 年、2013 年、2014 年和 2015 年（截至 6 月 30 日）怡亚通的资产负债率分别为 85.40%、79.57%、82.13%、86.64%，处于高负债状态。据悉，被收购企业很可能是英迈国际，而英迈国际存在很大的营运资金缺口。在营运资金吃紧的情况下，怡亚通抛出新的非公开发行股票计划去收购一家世界 500 强企业，无疑给企业营运资金的管理带来较大压力。

9. 锦江收购铂涛 81% 股权中国酒店集团首家跻身全球前五

2015 年 9 月 18 日，锦江国际与铂涛集团正式签订战略合作协议，锦江股份将作为投资主体，战略投资铂涛集团 81% 股权，本次交易标的公司价值超过 100 亿元人民币。这也标志着国内酒店业积淀最深的锦江国际集团将携手铂涛集团，一跃成为首家跻身全球前五的中国酒店集团。锦江认为该次收购有助于提升锦江股份整体的收入规模，降低锦江股份的经营成本，提升锦江股份的整体盈利能力。

三、2015 年社会服务业上市公司营运资金存量及其分布状况

（一）社会服务业上市公司营运资金存量及其分布状况总体分析

1. 行业层面

从图 26－1 中可以看出，社会服务业总体的营运资金分布多集中在投资活动上，且 2015 年该行业用于投资活动的营运资金比重在大幅增加。此外，金融经营活动的营运资金占用水平较低。

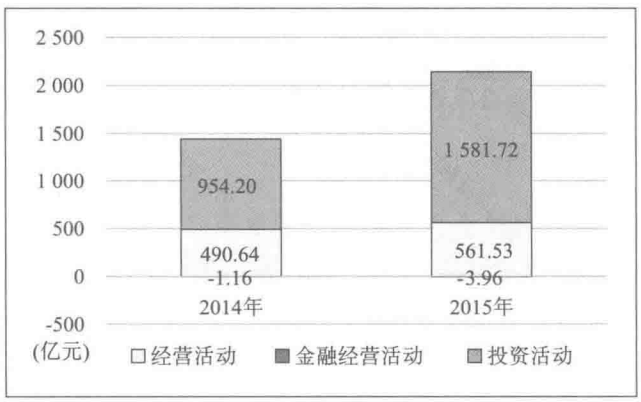


图 26－1　2014～2015 年社会服务业总体营运资金存量

从表 26－1 和图 26－2 中可以看到，2015 年社会服务业的营运资金期末占用总额达到了 2 139.29 亿元，较 2014 年增长了 695.62 亿元，行业平均值增长到 22.28 亿元，最大值增长到 445.79 亿，总体来看，除营运资金期末占用的最小值有较大金额的下降外，其他指标均有上升。由此可见，社会服务业整体流动资产规模大于流动负债，财务状况稳固。从经营活动营运资金来看，行业总体的经营活动营运资金期末占用额达到了 561.53 亿元，较 2014 年增长了 70.89 亿元，而期末占比则由 33.99% 下降到了 26.25%，经营活动营运资金期末占用的行业平均值由 2014 年的 6.46 亿元下降到了 5.85 亿元，期末占比也下降到了 2.42%，较 2014 年下降了 9.07 个百分点。因此，从总体来看经营活动的营运资金需求呈上升趋势，但从其比重的下降可以看出，经营活动营运资金使用的重要性较去年有所下降。

从金融经营活动营运资金来看，2015 年营运资金期末占用总额为－3.96 亿元，较 2014 年减少了 2.8 亿元，期末占比为－0.19%，较 2014 年下降了 0.11 个百分点，从行业平均值来看，2015 年的期末占用额为－0.04 亿元，较 2014 年下降了一倍，期末占比也由 2014 年的－0.04% 下降到了－1.00%。可见，金融经营活动不仅没有占用企业的营运资金，反而为企业提供了资金，且金融经营活动的重要性正在增加。

从投资活动营运资金来看，2015 年的期末占用总额达到了 1 581.72 亿元，较 2014 年增加了 627.52 亿元，期末占比达到了 73.94%，较 2014 年增加了 7.84 个百分点，2015 年投资活动的营运资金占用行业平均值为 16.48 亿元，较 2014 年增加了 3.92 亿元，期末占比 98.58%，较 2014 年增加了

表 26－1　　2014—2015 年社会服务业营运资金存量及其分布状况

项目	营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用（亿元）		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用（亿元）		投资活动营运资金期末占比（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	1 443.67	2 139.29	490.64	561.53	33.99	26.25	－1.16	－3.96	－0.08	－0.19	954.20	1 581.72	66.10	73.94
行业平均	19.00	22.28	6.46	5.85	11.49	2.42	－0.02	－0.04	－0.04	－1.00	12.56	16.48	88.55	98.58
最大值	330.98	445.79	187.84	294.49	—	—	0.30	73.32	—	—	143.14	394.79	—	—
中位数	5.99	6.67	1.27	1.74	23.75	38.59	0.00	0.00	0.00	0.00	4.47	4.52	76.25	61.41
最小值	－0.93	－23.09	－29.83	－51.36	—	—	－1.30	－3.56	—	—	－5.68	0.20	—	—
样本量	76	96	76	96	76	96	76	96	76	96	76.00	96.00	76.00	96.00

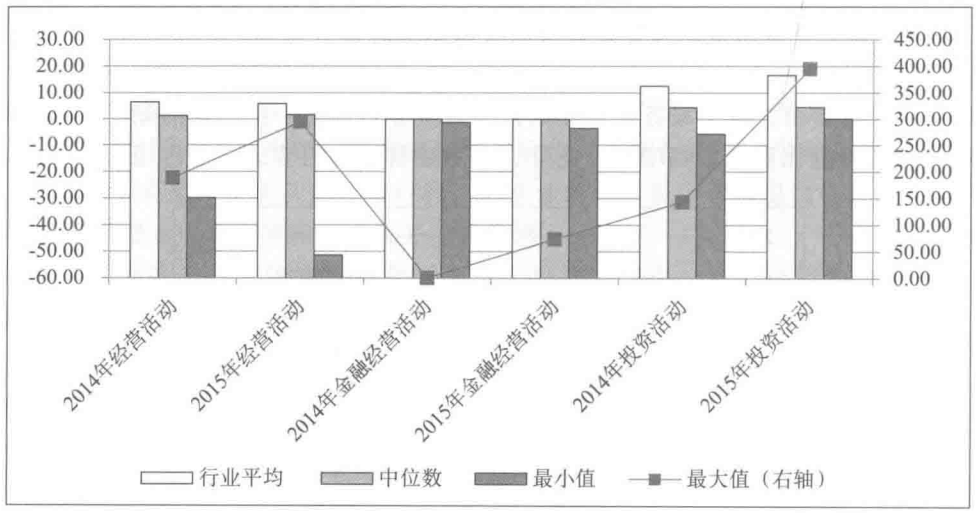


图 26－2　2014～2015 年社会服务业营运资金分布统计数据

10.03 个百分点。由此可见，社会服务业营运资金使用的重心落在了投资领域，且其重要性正在增加。

2. 企业层面

如表 26－2 所示，从经营活动营运资金占比区间的统计结果看，2015 年的社会服务业企业经营活动营运资金占比均主要集中于≤0 和 50%～75% 两个区间，另外，在 0～25% 和 25%～50% 这两个区间内的分布也较为集中。从总体来看，2014～2015 年间，50% 以上的企业经营活动营运资金占比不超过 50%，90% 以上的企业经营活动营运资金占比不超过 75%。2015 年占比≤0 的企业共 28 家，比重为 29.17%，较 2014 年增加了 6 家，占比提高了 0.22%，在 0～25% 区间内的企业数量由 2014 年的 17 家下降到了 12 家，比重也由 22.37% 下降到了 12.63%，同样，在 25%～50% 的区间内，企业的家数和占比也较 2014 年有所下降，而在 50%～75% 的区间内，企业的家数由 2014 年的 14 家增加到了 2015 年的 31 家，占比达到了 32.29%，较 2014 年上升了 13.87 个百分点。由此可见，总体来说，社会服务业企业的经营活动营运资金占比不超过 50%，且占比＜0 的极端情况较为明显，应该主要源于该行业流动资产较少，也较少运用营运资金进行经营运作，同时流动负债较多。从趋势上看，2015 年企业经营活动营运资金占比有增加的趋势，这可能与行业内企业出现的多元化经营倾向有关。

从金融经营活动营运资金占比区间的统计结果看，2015 年有 94 家企业处于小于 0 的区间内，占比达 97.92%，与 2014 年仅相差 0.76 个百分点，说明该行业的金融经营活动几乎不会占用企业的营运资金，并且持续为企业的经营活动提供了营运资金支持。

从投资活动营运资金占比区间的统计结果看，2015 年的企业占比区间分布多集中在 25%～50% 和大于 100% 这两个区间，50% 以上的企业投资活动营运资金占比大于 50%。2015 年占比大于 100% 的

表 26 - 2　　2014 ~ 2015 年社会服务业上市公司营运资金分布状况分段统计表

区间（%）	按实体经营活动营运资金占比区间统计				按金融经营活动营运资金占比区间统计				按投资活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	22	28.95	28	29.17	75	98.68	94	97.92	3	3.95	5	5.21
(0, 25]	17	22.37	12	12.50	1	1.32	2	2.08	3	3.95	4	4.17
(25, 50]	17	22.37	16	16.67	0	0.00	0	0.00	14	18.42	31	32.29
(50, 75]	14	18.42	31	32.29	0	0.00	0	0.00	17	22.37	16	16.67
(75, 100]	3	3.95	4	4.17	0	0.00	0	0.00	17	22.37	11	11.46
>100	3	3.95	5	5.21	0	0.00	0	0.00	22	28.95	29	30.21
总计	76	100	96	100	76	100	96	100.00	76	100.00	96	100.00

企业有 29 家，占比 30.21%，较 2014 年增加了 7 家，占比提高了 1.26 个百分点，占比位于区间 25% ~50% 的企业有 31 家，占比 32.29%，较 2014 年增加了 17 家，比重提高了 13.87%。在区间 50% ~75% 中，2015 年的企业数量有 16 家，占比 16.67%，较 2014 年下降了 5.70%，在区间 75% ~100% 中，2015 年的企业数量有 11 家，占比 11.46%，较 2014 年下降了 10.91%。总体来看，社会服务业的营运资金使用主要集中在投资活动上，但在部分企业中出现了投资活动营运资金比重下降的趋势。

（二）社会服务业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布状况

1. 行业层面

（1）采购渠道营运资金占用分析

如表 26 - 3 和图 26 - 3 所示，从采购渠道看，2015 年行业整体营运资金占用额约为 - 347.32 亿元，占经营活动营运资金总额的 - 61.85%，较 2014 年下降了 140.19 亿元，仍然保持负值，行业平均占用额为 - 3.62 亿元，较 2014 年下降了 0.89 亿元。此外，2015 年采购渠道营运资金最小值为 - 82.40 亿元，较 2014 年下降了 32.05 亿元，最大值为 46.21 亿元，较 2014 年下降了 18.84 亿元。可见，与 2014 年相比，2015 年采购渠道为企业节省了更多的营运资金，营运资金的管理绩效有较大提升。社会服务业采购渠道营运资金占经营活动营运资金的比例最低，且连续为负，这符合社会服务业采购渠道营运资金的行业特点，同时也是经营活动营运资金占营运资金比重较低的根源。

表 26 - 3　　2014 ~ 2015 年社会服务业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计表

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	- 207.13	- 347.32	125.54	342.21	572.22	566.64	490.64	561.53
	行业平均	- 2.73	- 3.62	1.65	3.56	7.53	5.90	6.46	5.85
	最大值	65.05	46.21	140.79	203.53	97.41	139.31	187.84	294.49
	中位数	- 1.31	- 1.44	- 0.06	0.02	3.06	2.62	1.27	1.74
	最小值	- 50.35	- 82.40	- 30.10	- 21.39	- 11.96	- 95.34	- 29.83	- 51.36
占比（%）	行业总体	- 42.22	- 61.85	25.59	60.94	116.63	100.91	—	—
	行业平均	- 76.10	228.14	41.35	- 49.80	134.76	- 78.34	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	- 5.14	- 4.13	8.85	17.87	99.88	83.17	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本量		76	96	76	96	76	96	76	96

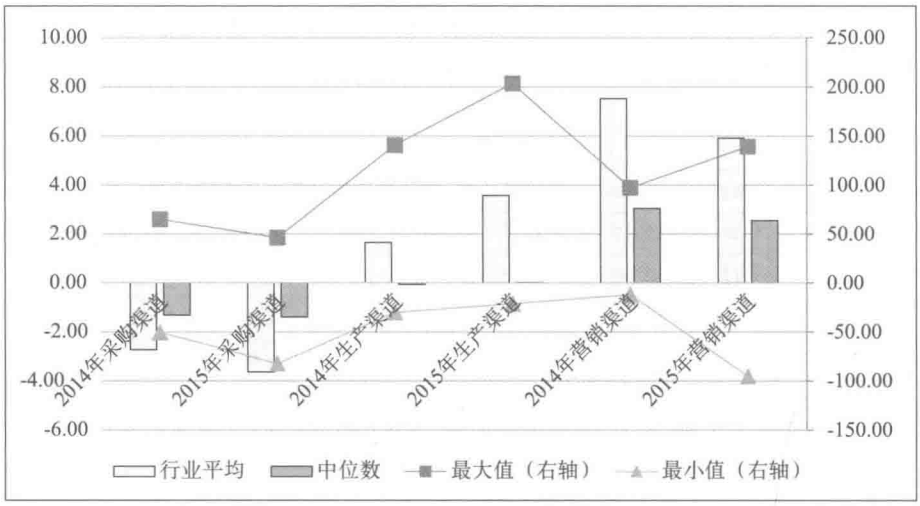


图 26－3　2014～2015 年社会服务业经营活动各渠道营运资金分布统计数据

（2）生产渠道营运资金占用分析

从生产渠道看，2015 年行业整体营运资金占用额约为 342.21 亿元，占经营活动营运资金总额的 60.94%，较 2014 年增长了 216.67 亿元，行业平均占用额为 3.56 亿元，较 2014 年增长了 1.91 亿元。此外，2015 年生产渠道营运资金最小值为 －21.39 亿元，较 2014 年增长了 8.71 亿元，最大值为 203.53 亿元，较 2014 年增长了 62.74 亿元。从以上数据可见，2015 年生产渠道的营运资金占用量有所增加，这可能与社会服务业企业的多元化经营趋势有关。生产渠道的营运资金占用量在三个渠道中处于中间位置，主要是由于大部分社会服务业对自己的产品实行自产自销，对于生产渠道投入的资金相对较多，从而节省公司的服务成本。另外，随着物价的升高，社会服务业公司的生产成本不断增加，这也加大了生产渠道的营运资金占用。

（3）营销渠道营运资金占用分析

从营销渠道看，2015 年行业整体的营运资金占用额约为 562.85 亿元，占经营活动营运资金总额的 100.98%，较 2014 年下降了 9.37 亿元，行业平均占用额为 5.92 亿元，较 2014 年下降了 1.61 亿元。此外，营销渠道营运资金占用的最小值为 －95.34 亿元，较 2014 年下降了 83.38 亿元，最大值为 139.31 亿元，较 2014 年增长了 41.90 亿元，波动较大。从趋势上看，营销渠道的营运资金占用量有所下降。从总额上看，营销渠道的资金占用水平高于其他两个渠道，说明销售部门在社会服务业企业中的地位举足轻重。

2. 企业层面

（1）采购渠道营运资金占用分析

从表 26－4 可以看出，社会服务业 2015 年采购渠道营运资金占比主要集中在≤0 的区间，占比为 57.29%，比 2014 年增加了 3.34 个百分点，企业数量也由 2014 年的 41 家增加到了 55 家，与社会服务业整体采购渠道营运资金占用为负的情况相一致。此外，随着采购渠道营运资金占比的增加，企业的数量和比重逐渐减少。

（2）生产渠道营运资金占用分析

2015 年生产渠道营运资金占比主要集中在≤0 和 0～25% 的区间内，比重超过了 50%，分布在≤0 的区间内的企业有 29 家，比重为 30.21%，与 2014 年相比企业数减少了 2 家，比重下降了 5.32 个百分点，分布在 0～25% 区间内的企业有 23 家，比重为 23.96%，较 2014 年企业数增加了 5 家，比重增加了 0.28 个百分点。在其他区间中，2015 年企业所占比重较 2014 年均略有增加。对比两年数据可以发现，生产渠道的营运资金占用量有增加的趋势。

表 26 - 4　　2014 ~ 2015 年社会服务业上市公司经营活动营运资金按渠道分布情况分段统计表

区间（%）	按采购渠道营运资金占比区间统计				按生产渠道营运资金占比区间统计				按营销渠道营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	41	53.95	55	57.29	27	35.53	29	30.21	20	26.32	23	23.96
(0, 25]	13	17.11	14	14.58	18	23.68	23	23.96	5	6.58	9	9.38
(25, 50]	5	6.58	8	8.33	8	10.53	11	11.46	5	6.58	10	10.42
(50, 75]	4	5.26	4	4.17	6	7.89	9	9.38	4	5.26	2	2.08
(75, 100]	3	3.95	4	4.17	2	2.63	4	4.17	4	5.26	14	14.58
>100	10	13.16	11	11.46	15	19.74	20	20.83	38	50.00	38	39.58
总计	76	100	96	100	76	100	96	100	76	100	96	100

（3）营销渠道营运资金占比分析

2015 年营销渠道的营运资金占比主要集中在 75% 以上的区间内，其中在大于 100% 的区间内有企业 38 家，占比 39.58%，企业数量与 2014 年相同，比重较 2014 年降低了 10.42 个百分点，在 75% ~ 100% 的区间内，企业数量为 14 家，占比为 14.58%，较 2014 年企业数量增加 10 家，比重增加 9.32 个百分点。此外，2015 年分布在≤0 的区间内的企业数量为 23 家，比重为 23.96%，企业数量较 2014 年增加了 3 家，比重降低了 2.36 个百分点。从连续两年变动趋势来看，企业的营销渠道营运资金占比有下降的趋势。从整体企业分布情况来看，营销渠道的营运资金分布存在一定的两极分化现象。

（三）社会服务业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布状况

1. 行业层面

（1）存货

从表 26 - 5 和图 26 - 4 可以看出，2015 年社会服务业整体存货的资金占用额约为 990.04 亿元，占经营活动营运资金总量的 176.31%，比 2014 年增加了 229.34 亿元。行业平均存货资金占用量为 10.31 亿元，比 2014 年增加了 0.30 亿元。总体来看，大部分上市公司的存货资金占用额较高，存货资金占用水平上升，其中生产存货资金占用比例最高，营销其次，采购存货资金占用水平较低，这主要是因为社会服务业企业主要实行自产自销，生产存货占用较多。

表 26 - 5　　2014 ~ 2015 年社会服务业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布总体统计表

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	760.70	990.04	880.68	1 403.30	1 150.74	1 831.81	490.64	561.53
	行业平均	10.01	10.31	11.59	14.62	15.14	19.08	6.46	5.85
	最大值	447.94	512.37	128.29	157.31	322.38	375.19	187.84	294.49
	中位数	0.71	0.76	4.52	5.17	4.56	5.34	1.27	1.74
	最小值	0.00	0.00	0.08	0.13	0.43	0.36	-29.83	-51.36
占比（%）	行业总体	155.04	176.31	179.50	249.91	234.54	326.22	—	—
	行业平均	110.35	-74.65	184.27	-98.01	194.62	-272.67	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	11.91	1.72	139.61	118.77	71.59	57.97	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本数量		76	96	76	96	76	96	76	96

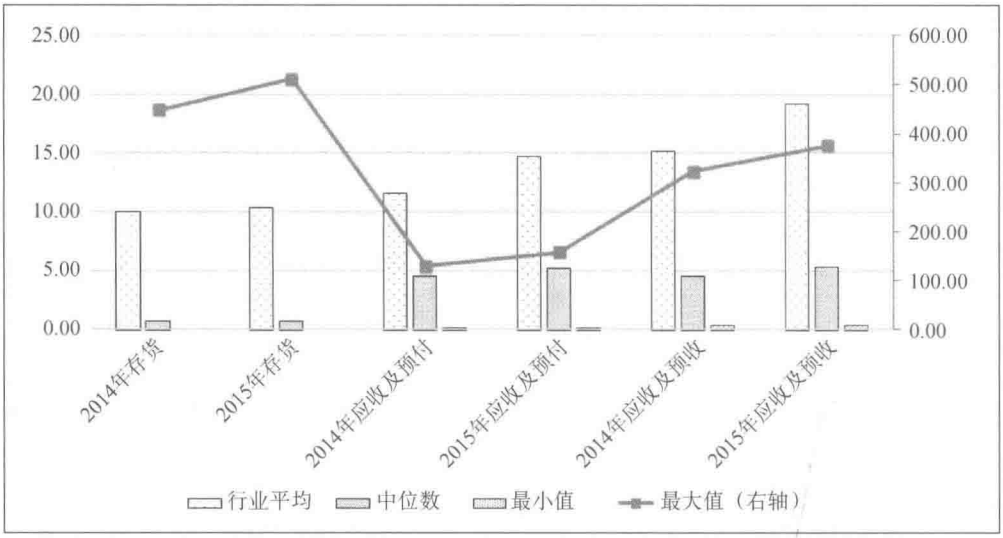


图 26－4　2014～2015 年社会服务业经营活动各要素营运资金分布统计数据

（2）应收及预付账款

2015 年社会服务业的应收及预付账款整体占用的营运资金为 1 403.3 亿元，占经营活动营运资金的 249.91%，较 2014 年增加了 522.62 亿元。行业平均应收及预付账款占用的营运资金为 14.62 亿元，与去年相比增加了 3.03 亿元。从图 26－4 中可以直观地看出，行业整体的应收及预付账款的比重有了较大的提高。由此可见，行业内上市公司利用商业信用提高资金周转效率的能力有所提升。

（3）应付及预收账款

2014 年社会服务业应付及预收账款项目整体占用的营运资金为 1 831.81 亿元，占经营活动营运资金的 326.22%，绝对金额较去年增加了 681.07 亿元。行业平均应付及预收账款占用的营运资金也由 15.14 亿元增加到了 19.08 亿元，由图 26－4 可以看出，应付及预收款项的行业平均值增加明显。整体来看，应付及预付款项增加幅度较大。

2. 企业层面

（1）存货

由表 26－6 可以看出，2015 年社会服务业企业的存货占比主要集中于≤0 的区间，在该区间内共有企业 40 家，比去年增加 15 家，占比达到了 41.67%，较 2014 年增加了 8.78 个百分点。此外，在区间 0～25% 内共有企业 16 家，较去年减少 1 家，比重为 16.67%。在区间 25%～50% 内共有企业 11 家，较 2014 年增加了 3 家，比重达到了 11.46%。而在＞100% 的区间内有企业 15 家，比去年减少了 3 家，比重为 15.63%。总体来看，69.80% 以上的企业存货占经营活动营运资金的比重较低甚至为负，这符合社会服务业企业存货在流动资产中占比较低的特征，且该趋势在 2015 年更加显著。

表 26－6　2014～2015 年社会服务业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布分段统计表

区间（%）	按存货占比区间统计				按应收及预付款项占比区间统计				按应付及预收款项占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	25	32.89	40	41.67	24	31.58	33	34.38	24	31.58	33	34.38
（0，25］	17	22.37	16	16.67	0	0.00	1	1.04	2	2.63	4	4.17
（25，50］	8	10.53	11	11.46	3	3.95	1	1.04	3	3.95	9	9.38
（50，75］	3	3.95	10	10.42	1	1.32	2	2.08	10	13.16	7	7.29
（75，100］	5	6.58	4	4.17	1	1.32	2	2.08	3	3.95	5	5.21
＞100	18	23.68	15	15.63	47	61.84	57	59.38	34	44.74	38	39.58
总计	76	100	96	100	76	100	96	100	76	100	96	100

（2）应收及预付账款

从表 26－6 中的数据可以看出，应收及预付账款的分布状况呈现出两极分化的现象，主要集中于≤0 和＞100%这两个区间内。其中，在≤0 的区间内共有企业 33 家，较去年增加 9 家，占比达到 34.38%，在＞100%的区间内共有企业 57 家，较去年增加 10 家，比重达到 59.38%。由此可见，社会服务业企业的应收及预付账款占经营活动营运资金的比重有明显的两极分化现象，行业内差距较大。

（3）应付及预收账款

同应收及预付账款一样，应付及预收账款同样呈现出集中分布于极端区间的特征，主要集中于≤0 和＞100%的区间内。其中 33 家企业位于≤0 的区间内，较 2014 年增加了 9 家，比重为 34.38%，38 家位于＞100%内，较 2014 年增加了 4 家，占比达到了 39.58%。由此可见，行业内企业的应付及预收账款的管理水平存在发展不均衡的情况。

四、2015 年社会服务业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析

（一）社会服务业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额分析

从表 26－7 可以看出，2015 年社会服务业总体经营活动营运资金占用水平为 15%，较 2014 年下降了 3 个百分点，说明行业总体营业收入占用的经营活动营运资金的比重在下降。从行业平均情况来看，2015 年经营活动营运资金占用水平较 2014 年增加了 2 个百分点，说明单位营业收入占用的经营活动营运资金在增加。引起行业总体情况与行业平均差异的一个重要原因是个别企业经营活动营运资金占用水平较高。从最值看，2015 年经营活动营运资金占用水平的最大值较 2014 年增加了 31 个百分点，最小值较 2014 年下降了 265 个百分点。由此可见，行业内经营活动营运资金占用水平的差异在扩大。从经营活动营运资金的节约额来看，2015 年经营活动营运资金的节约额为－24.60 亿元，说明与 2014 年相比，2015 年经营活动营运资金的占用量在增加。这可能与行业整体经营规模的扩大有关。从行业总体和行业平均两方面的数据可以看出，2015 年社会服务业企业整体实现了经营活动营运资金的节约，但是企业间经营互动营运资金管理效率两极分化有扩大趋势。

表 26－7　　2014～2015 年社会服务业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额

项　目	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约额（亿元）
	2014 年	2015 年	
行业总体	0.18	0.15	－24.60
行业平均	0.17	0.19	—
最大值	1.41	1.72	—
中位数	0.13	0.15	—
最小值	－0.55	－3.20	—
样本量	76	96	—

（二）社会服务业上市公司分渠道的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

（1）采购渠道营运资金周转期

由表 26－8 可以看出，社会服务业采购渠道 2015 年的周转期为－28.1 天，较 2014 年增加了 2.0 天，行业总体采购渠道营运资金管理绩效变化不明显。从行业细分来看，变动较大的有住宿业、专业技术服务业、公共设施管理业以及生态保护和环境治理业几个行业。其中，公共设施管理业的变化最为显著，周转期由 2014 年的－76.8 天上升到了 2015 年的－12.1 天；其次是专业技术服务业，由 2014 年的－72.1 天下降到了 2015 年的－92.8 天，而住宿业则由 2014 年的－66.3 天上升到了－48.3 天，另外生态保护和环境治理业的采购渠道营运资金周转期由 2014 年的－80.8 天下降到了 2015 年的－93.2 天。该行业整体的采购渠道营运资金周转期为负值，说明社会服务业采购渠道不但没有占用企业的资金，反而为企业提供了融资平台，这与服务业所提供商品的异质性有关。此外，各子行业内采

购渠道营运资金周转期波动较大，说明部分子行业内企业的采购渠道营运资金管理状况不太稳定。如表 26－9 所示，近 5 年社会服务业采购渠道营运资金周转期经历了一段先下降后上升的轻微波动的过程，从 2011～2015 年的 5 年间，采购渠道的营运资金周转期由 2012 年的－29 天降低到了 2013 年的－33 天，又上升到了 2015 年的－28.1 天，从图 26－5 中可以直观地看出，该行业采购渠道近 5 年的营运资金管理绩效波动不大，较为稳定。

表 26－8　　2014～2015 年社会服务业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	采购渠道营运资金周转期		生产渠道营运资金周转期		营销渠道营运资金周转期		经营活动营运资金周转期（按渠道）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
住宿业	－66.3	－48.3	26.2	9.3	－6.1	14.2	－46.3	－24.7
餐饮业	－6.8	－12.5	－1.8	－3.9	27.1	－6.6	18.5	－23.02
商务服务业	－6.4	－16.6	3.5	12.8	39.5	28.8	36.7	24.97
租赁业	－25.2	－19.7	－238.2	－92.7	15.8	42.1	－247.6	－70.3
专业技术服务业	－72.1	－92.8	－0.2	53.7	130.4	131.8	58.0	92.6
研究和试验发展	0.0	－6.6	0.0	－47.7	0.0	－240.3	0.0	－294.6
公共设施管理业	－76.8	－12.1	173.1	155.3	26.4	70.0	122.8	213.2
生态保护和环境治理业	－80.8	－93.2	1.3	26.7	154.5	110.8	75.0	44.3
卫生和社会工作	－22.3	－31.1	－7.2	－8.2	60.8	92.7	31.3	53.4
行业整体	－30.1	－28.1	24.5	29.3	51.5	47.1	45.9	48.3

（2）生产渠道营运资金周转期

2015 年行业整体的生产渠道营运资金周转期为 29.3 天，较 2014 年增加了 4.8 天，管理较小有所下降。这主要是由租赁业、专业技术服务业以及生态保护和环境治理业生产渠道营运资金周转期的提高造成的。租赁业 2015 年的周转期为－92.7 天，较 2014 年增加了 145.5 天，专业技术服务业 2015 年的周转期为 53.7 天，较 2014 年增加了 53.5 天，生态保护和环境治理业 2015 年的周转期为 26.7 天，较 2014 年增长了 25.4 天。此外，诸多子行业的生产渠道营运资金周转期出现了下降。其中，住宿业的周转期由 2014 的 26.2 天下降到了 2015 的 9.3 天，公共设施管理业的周转期由 173.1 天下降到了今年的 155.3 天。此外，研究和实验发展业－47.7 天的周转率业为社会服务业整体生产渠道营运资金周转期的下降作出了贡献。总体来看，社会服务业整体的生产渠道营运资金周转期有一定程度的增加，说明该渠道的营运资金管理绩效有所下降。从表 26－9 来看，生产渠道的营运资金周转期经历了先上升后下降再上升的过程。生产渠道的周转期先由 2011 年的 6 天上升到了 2012 年的 57 天，再下降到了 2014 年的 24.5 天，又在 2015 年上升到了 29.3 天。从图 26－5 中可以看到，近 5 年生产渠道的营运资金管理绩效变化较大。

（3）营销渠道营运资金周转期

2015 年营销渠道的营运资金周转期为 47.1 天，较 2014 年下降了 4.6 天，管理绩效有所提高。这主要是由于餐饮业的周转期由 2014 年的 27.1 天下降到了 2015 年的－6.6 天，商务服务业由 2014 年的 39.5 天下降到了 2015 年的 28.8 天，生态保护和环境治理业由 2014 年的 154.5 天下降到了 2015 年的 110.8 天，以及新增加的研究和实验发展业－240.3 天的周转期所带来的。此外，部分子行业的周转期发生了较大幅度的增长。住宿业的周转期由 2014 年的－6.1 天增加到了 2015 年的 14.2 天，租赁业由 2014 年的 15.8 天增长到了 2015 年的 42.1 天，公共设施管理业的周转期由 2014 年的 26.4 天增长到了 2015 年的 70.0 天，卫生和社会工作业也由 60.8 天增长到了 92.7 天，管理绩效明显下降。从表 26－9 来看，营销渠道的营运资金周转期经历了先下降再上升，随后再下降的过程。营销渠道的周转期由 2011 年的 26 天下降到了 2013 年的 0 天，又在 2014 年和 2015 年分别达到了 51.5 天和 47.1 天。可见近

几年营销渠道的营运资金管理绩效也呈现出一定的下降趋势。

（4）经营活动营运资金周转期（按渠道）

从表 26－8 中可以看到，经营活动营运资金周转期（按渠道）从 2014 年的 45.9 天增加到了 2015 年的 48.3 天，行业整体变动幅度不大。从各细分行业来看，住宿业的周转期为－24.7 天，较 2014 年增加了 21.6 天；租赁业的周转期为－70.3 天，较 2014 年增加了 177.3 天；专业技术服务业周转期为 92.6 天，较 2014 年增加了 34.6 天；公共设施管理业的周转期为 213.2 天，较 2014 年增加了 90.4 天。这些子行业的经营活动营运资金周转期增长幅度较大。此外，部分行业的经营活动营运资金周转期则明显降低。餐饮业的周转期为－23.2 天，较 2014 年下降了 41.52 天；生态保护和环境治理业的周转期为 44.3 天，较 2014 年降低了 30.7 天。

此外，从图 26－5 中可以直观的看到，经营活动营运资金在不同年份的周转期大体呈现了先上升后下降再上升的趋势，可见营运资金的管理绩效先下降再上升再下降。如表 26－9 所示，从行业整体经营活动营运资金周转期来看，2012 年周转期为 44 天，随后降低到 2013 年的 8 天，之后一路上升到 2015 年的 48.3 天，可见，社会服务业经营活动营运资金管理绩效经历了先上升后下降的过程，而近几年，该行业的营运资金管理绩效呈下降趋势。

表 26－9　　2014～2015 年社会服务业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项　　目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
采购渠道营运资金周转期	－14.00	－29.00	－33.00	－30.1	－28.1
生产渠道营运资金周转期	6.00	57.00	40.00	24.5	29.3
营销渠道营运资金周转期	26.00	15.00	0.00	51.5	47.1
经营活动营运资金周转期（按渠道）	18.00	44.00	8.00	45.9	48.3

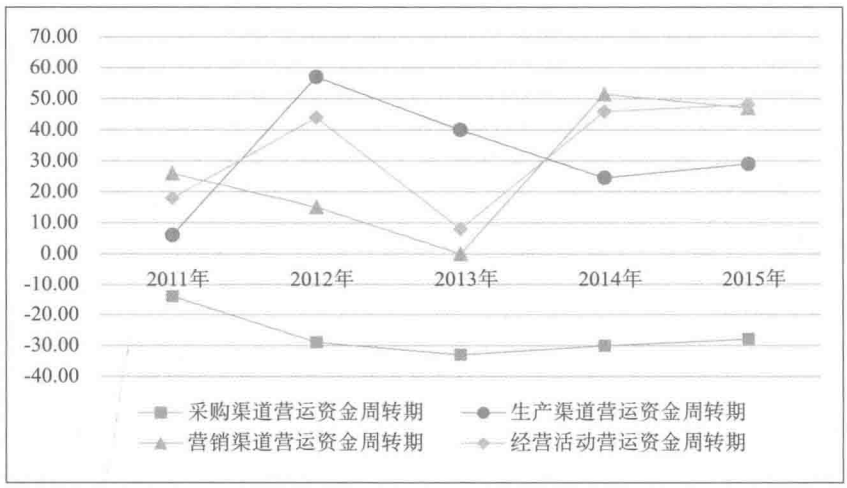


图 26－5　2011～2015 年社会服务业经营活动各渠道营运资金周转期变化趋势

2. 企业层面

（1）采购渠道营运资金周转期

从表 26－10 可以看出，2015 年社会服务业中有 44 家企业采购渠道营运资金管理绩效比 2014 年有所改善，占该行业样本总量的 58.67%，20 家企业绩效下降，占样本总量的 26.67%。采购渠道周转期下降的企业数量大于周转期上升的企业数量，可见采购渠道营运资金管理水平有所提高。

（2）生产渠道营运资金周转期

2015 年社会服务业企业中有 26 家生产渠道营运资金管理绩效比 2014 年有所改善，占该行业样本总量的 34.67%，由 41 家企业的管理绩效下降，占样本总量的 54.67%。生产渠道的周转期下降的企

表 26－10　　2014～2015 年社会服务业各渠道经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短（家）	44	26	31	29
	缩短占比（%）	58.67	34.67	41.33	38.67
	基本不变（家）	11	8	10	12
	基本不变占比（%）	14.67	10.67	13.33	16
	延长（家）	20	41	34	34
	延长占比（%）	26.67	54.67	45.33	45.33
可比样本总数		75			

业数量小于上升的企业数量，行业整体生产渠道的营运资金管理绩效有所下降。

（3）营销渠道营运资金周转期

2015 年社会服务业企业中有 31 家企业的营销渠道营运资金周转期下降，占行业样本数量的 41.33%，有 34 家企业的周转期延长，占该行业样本总量的 45.33%，营销渠道周转期缩短的企业数量略小于周转期延长的企业数量，说明营销渠道的营运资金管理水平略有下降。

（4）经营活动营运资金周转期（按渠道）

按渠道分析，2015 年社会服务业中有 29 家企业的经营活动营运资金管理绩效比 2014 年有所改善，占该行业样本总量的 38.67%，有 34 家企业的经营活动营运资金管理绩效比 2014 年下降，占该行业样本总量的 45.33%。经营活动营运资金管理绩效改善的企业数量少于下降的企业家数，说明 2015 年行业整体的经营活动营运资金的管理绩效较去年有所下降。

（三）社会服务业上市公司分要素的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

（1）存货周转期

由表 26－11 可以看出，社会服务业 2015 年的存货周转期为 89.1 天，比 2014 年减少了 6.8 天。在各细分行业 2015 年的存货周转期中，住宿业的周转期为 98.1 天，较 2014 年下降了 57.5 天，管理绩效提升幅度较大。而商务服务业 2015 年的存货周转期由 28.1 天上升到了 40.1 天，专业技术服务业由 76.7 天上升到了 91.4 天，公共设施管理业由 404.4 天上升到了 428.7 天，卫生和社会工作业由 16.6 天上升到了 27.5 天，管理绩效有所下降。从图 26－6 可以直观的看到，从 2011 年到 2015 年，社会服务业的存货周转期经历了先上升后下降的过程。根据表 26－12 的数据可以看出，该行业的存货周转期在 2012 年达到最高，为 119 天，此后逐年下降，直到 2015 年下降到 89.1 天，可见近年来社会服务业的存货管理绩效正逐年提高。

表 26－11　　2014～2015 年社会服务业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	存货周转期		应收账款周转期		应付账款周转期		经营活动营运资金周转期（按要素）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
住宿业	155.6	98.1	19.0	21.9	104.4	73.2	70.2	46.8
餐饮业	18.2	18.1	39.0	15.7	37.7	29.2	19.5	4.6
商务服务业	28.1	40.1	36.6	40.6	39.5	44.0	25.2	36.7
租赁业	0.1	0.1	34.4	47.2	26.1	20.0	8.4	27.3
专业技术服务业	76.7	91.4	124.6	180.9	100.6	123.3	100.7	149.0
研究和试验发展	0.0	44.3	0.0	104.1	0.0	25.1	0.0	123.3
公共设施管理业	404.4	428.7	17.4	16.9	100.4	87.9	321.5	357.8
生态保护和环境治理业	58.0	55.0	155.8	153.7	113.1	120.2	100.6	88.5
卫生和社会工作	16.6	27.5	50.7	83.2	33.0	50.0	34.3	60.7
行业整体	95.9	89.1	48.8	56.4	60.2	60.1	84.6	85.4

表 26 - 12　　2014 ~ 2015 年社会服务业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项　　目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
存货周转期	37.00	119.00	97.00	95.9	89.1
应收账款周转期	40.00	43.00	38.00	48.8	56.4
应付账款周转期	40.00	57.00	57.00	60.2	60.1
经营活动营运资金周转期（按要素）	37.00	105.00	78.00	84.6	85.4

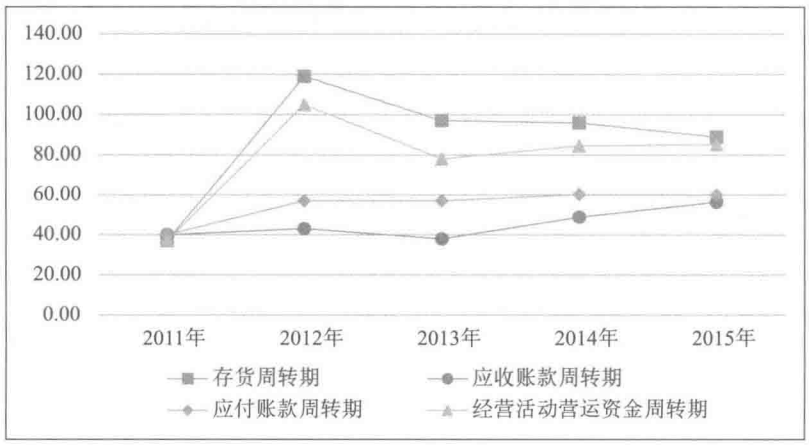


图 26 - 6　2011 ~ 2015 年社会服务业经营活动各要素营运资金周转期变化趋势

（2）应收账款周转期

社会服务业 2015 年的应收账款周转期为 56.4 天，较 2014 年增加了 7.6 天，管理绩效有所下降。除餐饮业的周转期由 2014 年的 39 天下降到了 2015 年的 15.7 天，除公共设施管理业以及生态保护和环境治理业的周转期基本不变外，其他子行业的应收账款周转期都有不同程度的增加。从图 26 - 6 中可以看出，社会服务业的应收账款周转期除在 2013 年出现下降外，其他年份均呈缓慢上升的趋势，从 2011 年的 40 天逐渐增加到了 2015 年的 56.4 天，可见社会服务业的应收账款管理绩效呈下降趋势。

（3）应付账款周转期

社会服务业 2015 年的应付账款周转期为 60.1 天，较 2014 年下降了 0.1 天。其中住宿业的周转期为 73.2 天，较 2014 年下降了 31.2 天，公共设施管理业的周转期为 87.9 天，较 2014 年下降了 12.5 天，属于应收账款管理绩效提升较大的子行业。而专业技术服务业的周转期由 2014 年的 100.6 天上升到了 2015 年的 123.3 天，增加了 22.7 天，卫生和社会工作业由 2014 年的 33 天上升到了 2015 年的 50 天，增加了 17 天，应收账款的管理绩效下降幅度较大。纵向来看，近几年应收账款的管理绩效比较稳定，除在 2011 ~ 2012 年间有一定幅度的提升外，一直维持在 60 天左右。

（4）经营活动营运资金周转期（按要素）

社会服务业 2015 年经营活动营运资金周转期为 85.4 天，较 2014 年增加了 0.8 天。从行业细分来看，住宿业的经营活动营运资金周转期由 2014 年的 70.2 天下降到了 2015 年的 46.8 天，下降了 23.4 天，餐饮业由 2014 年的 19.5 天下降到了 2015 年的 4.6 天，下降了 14.9 天，生态保护和环境治理业由 2014 年的 100.6 天下降到了 2015 年的 88.5 天，下降了 12.1 天，是下降幅度较大的行业。而租赁业的周转期由 2014 年的 8.4 天上升到了 2015 年的 27.3 天，增加了 18.9 天，专业技术服务业由 2014 年的 100.7 天上升到了 2015 年的 149 天，增加了 48.3 天，卫生和社会工作业周转期由 2014 年的 34.3 天上升到了 60.7 天，增加了 26.4 天，以上行业的经营活动营运资金管理绩效则发生了较大的下降。从图 26 - 6 来看，从 2011 ~ 2015 年，社会服务业的经营活动营运资金管理绩效发生了较大的波动。2011 年，经营活动营运资金的周转期为 37 天，处于最低点，随后在 2012 年达到了 105 天的 5 年来最大值，之后又从 2013 年的 78 天逐渐增加到了 2015 年的 85.4 天，可见现阶段，经营活动的营运资金绩效正

处于轻微下降的阶段。

2. 企业层面

（1）存货周转期

从表 26－13 可以看出，2015 年社会服务业企业存货周转期缩短的企业数量是 23 家，占到样本总量的 30.67%，周转期延长的企业数量由 30 家，占样本总量的 40%，周转期缩短的企业数量少于周转期增加的企业数量，表明存货管理水平有所下降。

表 26－13　　2014～2015 年社会服务业各要素经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
周转期变化统计	缩短（家）	23	16	19	19
	缩短占比（%）	30.67	21.33	25.33	25.33
	基本不变（家）	22	22	18	22
	基本不变占比（%）	29.33	29.33	24.00	29.33
	延长（家）	30	37	38	34
	延长占比（%）	40.00	49.33	50.67	45.33
可比样本总数		75			

（2）应收账款周转期

2015 年社会服务业企业的应收账款周转期缩短的企业有 16 家，占样本总量的 21.33%，周转期延长的有 37 家，占样本总量的 49.33%。应收账款周转期缩短的企业数量明显低于应收账款周转期增加的企业数量，整体来看行业内企业整体的应收账款管理绩效下降。

（3）应付账款周转期

2015 年该行业的应付账款周转期缩短的企业数量为 19 家，占样本总量的 25.33%，应付账款周转期增加的企业数为 34 家，占样本总量的 45.33%。应付账款周转期缩短的企业数明显低于应收账款增加的企业数，行业内企业整体的应付账款管理绩效下降。

（4）经营活动营运资金周转期（按要素）

从要素角度看，2015 年社会服务业企业中有 19 家的经营活动营运资金周转期缩短，占样本总量的 25.33%，有 34 家企业的周转期延长，占样本总量的 45.33%。总体来看，经营活动营运资金周转期缩短的企业数量明显低于周转期延长的企业数量，说明社会服务业企业整体营运资金管理水平呈下降趋势。

五、2015 年社会服务业上市公司资金回报分析

（1）总资金回报率

从行业的总资金回报率来看，2015 年社会服务业行业总体的总资金回报率为 8.51%，较 2014 年下降了 1.74 个百分点。从行业平均值来看，2015 年的行业总资金回报率为 12.44%，较 2014 年增加了 3.89 个百分点。从这一数据可以看出行业总体的总资金回报率有所下降，而其中又有部分企业的总资金回报率有了较大幅度的提升。图 26－7 具体呈现了行业内样本企业的总资金平均余额情况及其对应的总资金回报率。从图中可以看到，大部分企业的总资金平均余额都远大于 100 万，而其资金回报率处于 0～50% 的区间内，且多数企业的总资金回报率 <25%，仅有一家企业的总资金回报率达到了 200% 以上。

（2）经营活动资金回报率

从表 26－14 可以看出，2015 年社会服务业行业总体的经营活动资金回报率为 12.07%，较 2014 年下降了 2.13 个百分点。从行业平均值来看，2015 年社会服务业的经营活动资金回报率为 10.23%，较 2014 年上升了 9.39 个百分点，上升幅度较大。由以上数据可以看出，2015 年社会服务业总体的经

营活动资金管理绩效有所下降，但行业内部分企业的经营活动资金管理绩效有了较大幅度的提高，从而带动了行业平均经营活动资金回报率的大幅提升。从图 26－8 可以看到，社会服务业大部分企业的本期经营活动资金占用平均值处于 10 000 百万以内，资金回报率多处于 50% 的区间范围内。

表 26－14　　2014～2015 年社会服务业上市公司资金回报率统计分析表

项目	总资金回报率（%）		经营活动资金回报率（%）		投资活动资金回报率（%）		金融经营活动资金回报率（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	10.25	8.51	14.20	12.07	3.28	2.74	15.34	10.13
行业平均	8.55	12.44	0.84	10.23	2.48	6.69	148.76	－5.25
最大值	54.84	212.13	165.08	68.31	33.60	266.50	858.39	19.95
中位数	9.99	10.57	12.51	12.57	0.59	1.17	7.76	0.00
最小值	－147.98	－10.62	－887.46	－200.97	－1.13	－2.00	0.00	－83.88
样本量	76	96	76	96	76	96	6	10

注：金融经营活动资金回报率统计样本以本行业内金融经营活动资金不为 0 的企业家数为准。

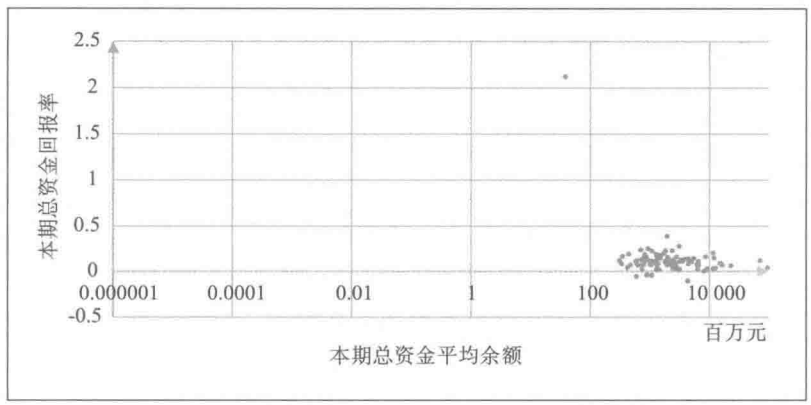


图 26－7　2015 年社会服务业上市公司总资金占用与总资金回报率散点图

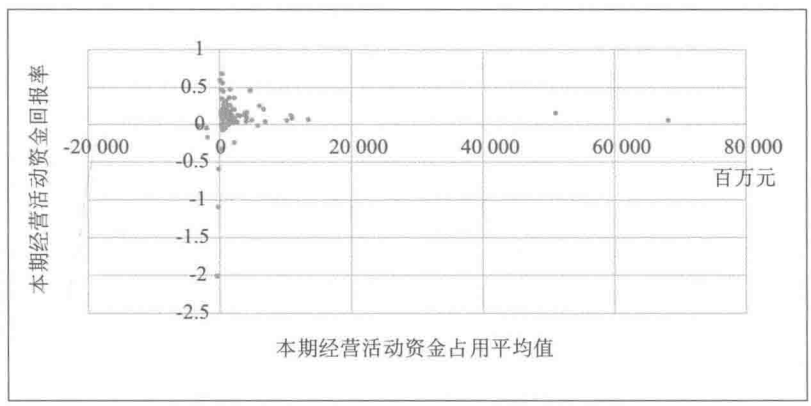


图 26－8　2015 年社会服务业上市公司经营活动资金占用与总资金回报率散点图

（3）投资活动资金回报率

2015 年社会服务业行业总体的投资活动资金回报率为 2.74%，较 2014 年下降了 0.54 个百分点。从行业平均值来看，2015 年社会服务业的投资活动资金回报率为 6.69%，较 2014 年上升了 4.21 个百分点，上升幅度较大。由此可见，2015 年社会服务业总体的投资活动资金管理绩效有所下降，但行业内部分企业的投资活动资金管理绩效有了一定的改善，从而带动了行业平均经营活动资金回报率的大

幅提升。从图 26 - 9 可以看出，2015 年社会服务业企业的投资活动资金占用平均值多位于 100 百万 ~ 10 000 百万的区间内，而资金回报率多处于 0 ~ 25% 的范围内。此外，将投资活动与经营活动的资金回报率进行对比可以发现，目前社会服务业的经营活动资金回报率远高于投资活动，可见社会服务行业经营活动的营运资金管理绩效高于投资活动。

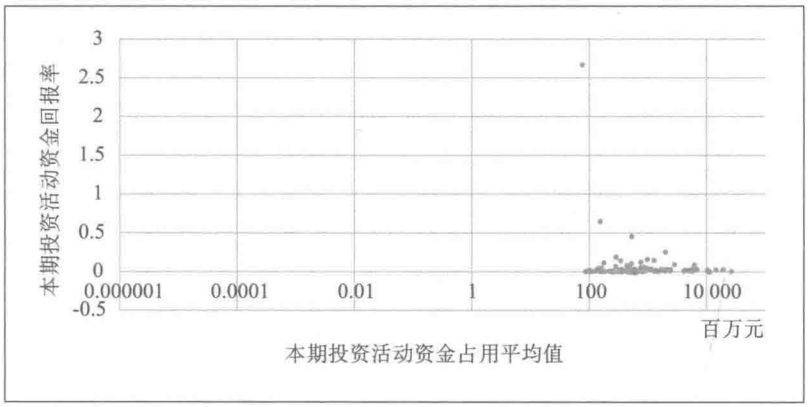


图 26 - 9　2015 年社会服务业上市公司投资活动资金占用与总资金回报率散点图

（4）金融经营活动资金回报率

2015 年社会服务业行业总体的金融经营活动资金回报率为 10.13%，较 2014 年下降了 5.21 个百分点。从行业平均值来看，2015 年社会服务业的金融经营活动资金回报率为 -5.25%，较 2014 年下降了 -154.01 个百分点，下降幅度较大。从图 26 - 10 中可以看出，存在金融经营活动的社会服务业企业数量较少，仅有 6 家，因而容易造成样本数据的大幅波动。从 2015 年的数据来看，有 2 家企业的资金回报率大于 15%，而其他 3 家企业的资金回报率均处于 0 附近，另有一家企业的资金回报率为负值。

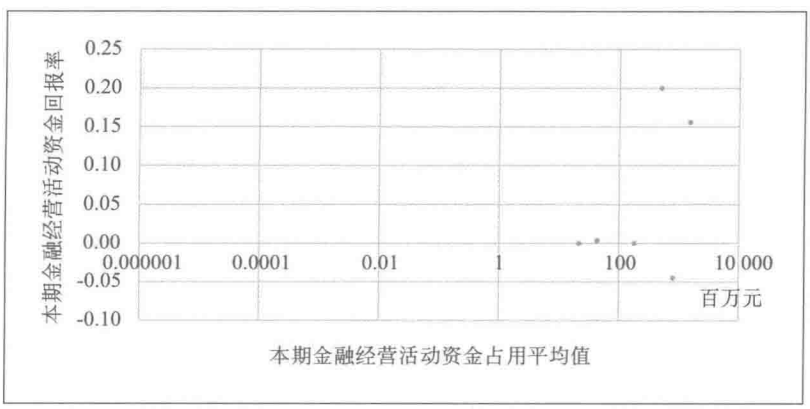


图 26 - 10　2015 年社会服务业上市公司投资活动资金占用与投资活动资金回报率散点图

六、2015 年社会服务业上市公司融资结构与财务风险分析

（一）总资金融资结构与长期财务风险分析

1. 行业层面

从企业的总资金融资结构可以看出企业所面临的长期财务风险。如表 26 - 15 所示，从行业总体看，2015 年借入资金占比为 45.95%，自有资金占比为 54.05%，说明企业总资金主要来源于股东投资，长期财务风险不大，但与 2014 年相比，借入资金占比增加 3.18 个百分点，说明行业内长期财务风险有所上升。2015 年借入资金占比的最大值与最小值差值较比 2014 年有所减少，说明行业内总资金融资结构差异在减小。从行业平均水平来看，社会服务业总资金融资结构呈现出借入资金“退”而自有资金“退”的局面。

表 26 - 15　　2014 ~ 2015 年社会服务业总资金融资结构与财务杠杆统计分析表

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末	2014 年	2015 年
行业总体	42.77	45.95	57.23	54.05	1.14	1.20
行业平均	26.12	23.05	73.88	76.95	1.27	1.51
最大值	312.49	92.55	99.97	99.98	14.41	22.88
中位数	16.66	17.65	81.10	77.89	1.03	1.05
最小值	0.00	0.00	-295.97	7.09	-0.41	0.01
样本量	76	96	76	96	76	96

2. 企业层面

由表 26 - 16 可知，2015 年借入资金占比在 0 ~ 50% 之间的企业家数为 73 家，占比 76.05%，说明该行业大部分上市公司长期财务风险较低。通过两年对比来看，发现 2014 年与 2015 年借入资金占比无较大变化，说明该行业总资金融资结构稳定。

表 26 - 16　　2014 ~ 2015 年社会服务业总资金融资结构分段统计表

比例区间（%）	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	9	11.84	13	13.54	2	2.63	0	0.00
(0, 25]	39	51.32	46	47.92	3	3.95	3	3.13
(25, 50]	18	23.68	27	28.13	5	6.58	11	11.46
(50, 75]	5	6.58	9	9.38	21	27.63	27	28.13
(75, 100]	4	5.26	1	1.04	45	59.21	55	57.29
>100	1	1.32	0	0.00	0	0.00	0	0.00
总计	76	100	96	100	76	100	96	100

财务杠杆是指在企业的资金总额中，由于使用利率固定的债务资金而对企业主权资金收益产生的重大影响。财务杠杆的高低反映了企业财务风险的大小。2015 年，行业内财务杠杆在 1 ~ 1.5 之间的公司有 53 家，占比 55.21%，说明该行业超过一半以上的上市公司长期财务风险较低。但 2015 年，行业内 4 家上市公司财务杠杆不低于 3，较 2014 年上涨了 2.85 个百分点，这部分企业财务费用过高，融资更多的依赖于企业债务，长期财务风险很大，如表 26 - 17 所示。

表 26 - 17　　2014 ~ 2015 年社会服务业财务杠杆分段统计表

比例区间	财务杠杆			
	2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）
[1, 1.5)	38	50.00	53	55.21
[1.5, 2)	3	3.95	8	8.33
[2, 3)	5	6.58	6	6.25
≥3	1	1.32	4	4.17
总计	76	100	96	100

（二）营运资金融资结构与短期财务风险分析

1. 行业层面

从营运资金的来源情况可以看出企业所面临的财务风险。如表 26 - 18 所示，从行业总体看，2015

年短期金融性负债占比 54.66%，与去年相比有所增加，说明营运资金主要来源于短期金融性负债，行业的短期财务风险较大。从行业平均水平来看，2015 年短期金融性负债较去年增加约 41 个百分点，这可能是受行业内极值影响。2015 年短期金融性负债行业最大值高达 5 250.97%，远大于 100%，该上市公司短期金融性负债不仅用于满足营运资本融资需求，还为长期资产融资提供支持，融资结构十分不合理，财务风险巨大。2015 年短期金融负债占比的最大值与最小值差值比 2014 年有所增加，说明行业上市公司间融资结构差异加大。

表 26－18　　2014～2015 年社会服务业营运资金融资结构统计分析表　　单位：%

项目	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
行业总体	53.27	54.66	46.73	45.34
行业平均	79.14	119.85	20.86	－19.85
最大值	2 065.13	5 250.97	293.78	449.50
中位数	24.22	23.79	75.78	76.21
最小值	－193.78	－349.50	－1 965.13	－5 150.97
样本量	76	96	76	96

2. 企业层面

由表 26－19 分析可见，2015 年短期金融性负债占比≤0 及＞100% 的企业数量合计为 33 家，占比达 34.38%，这些企业融资结构极不合理。其中，短期金融性负债占比大于 100% 的企业，存在短借长投的现象，甚至全部的短期金融性负债也不能满足长期资产的融资需求，长期资产还需通过营业活动进行筹资，融资来源十分不稳定，财务风险巨大；短期金融性负债占比介于 0～100% 之间的企业数量为 63 家，占比 65.62%，说明行业大部分上市公司融资结构相对合理，其中短期金融性负债占比介于 0～50% 之间的企业数量为 46 家，占比 47.91%，短期财务风险较低；短期金融性负债占比介于 50%～100% 之间的企业数量为 17 家，占比 17.71%，而 2014 年同区间的企业数量为 9 家，占比 11.84%，说明行业内有更多的企业短期财务风险在加大。

表 26－19　　2014～2015 年社会服务业营运资金来源结构分段统计表

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	13	17.11	18	18.75	12	15.79	15	15.63
（0，25］	26	34.21	32	33.33	6	7.89	10	10.42
（25，50］	16	21.05	14	14.58	3	3.95	7	7.29
（50，75］	3	3.95	7	7.29	16	21.05	14	14.58
（75，100］	6	7.89	10	10.42	37	48.68	46	47.92
＞100	12	15.79	15	15.63	2	2.63	4	4.17
总计	76	100	96	100	76	100	96	100

七、2015 年社会服务业上市公司营运资金管理绩效排行榜

本部分分别按“经营活动营运资金周转期（按要素）”和“经营活动营运资金周转期（按渠道）”进行排名，考察社会服务业上市公司营运资金管理绩效。在对上市公司营运资金管理绩效进行排名时，剔除了财务数据异常的公司，详见附录 1。

八、2015 年社会服务业上市公司营运资金管理典型案例

（一）电科院（300215）基本情况简介

苏州电器科学研究院股份有限公司，简称电科院，近三年中，其经营活动营运资金周转期与现金

周转期持续位列社会服务业与科学研究与技术服务业行业细分的前列。该公司于 2009 年 7 月 29 日首次注册，2011 年 6 月 28 日首次公开发行股票，其注册资本多次变更，至报告期已增至 72 000 万元。2015 年全年公司共实现营业收入 417 402，157.37 元，较去年同期减少 1.03%。报告期内，公司主营业务仍由低压电器检测、高压电器检测、环境检测和认证四部分组成。2015 年 9 月始，照明电器检测纳入公司主营业务中的低压电器检测。报告期内，公司主营业务未能实现平稳增长。主营业务收入比去年同期减少了 0.62%。2015 年，公司实现高压电器检测收入 25 589.10 万元，较上年同期增长了 1.84%，占公司主营业务收入的 62.05%，占比较去年同期增加了 1.50 个百分点。公司募集资金投资的抗震试验系统项目报告期内实现收入 3 229.37 万元，占总体高压电器检测收入的 12.62%，占比较去年同期增加了 9.89 个百分点。2015 年，公司实现低压电器检测收入 11 962.19 万元，较上年同期减少了 8.64%，占公司主营业务收入的 29.01%，较去年同期占比减少了 2.54 个百分点。其中，公司募集资金投资的低压大电流接通分断能力试验系统项目实现营业收入 5 256.65 万元，较去年同期减少了 6.28%，占公司低压电器检测收入的 43.94%，较去年同期占比增加了 1.10 个百分点；母公司原低压电器检测收入 5 804.06 万元，较去年同期减少了 13.39%，占公司低压电器检测收入的 48.52%，较去年同期占比减少了 2.67 个百分点。

近三年来，该公司的研发投入金额分别为 2013 年 3 055 万元、2014 年 3 717 万元、2015 年 3 743 万元，逐年增长。截至 2015 年，公司从事的研发项目有：高压电器试验电源系统建设，在国内首次成功进行了 500kV 电力变压器短路承受能力试验，填补了国内空白，技术水平和试验能力达到国际先进水平；高压及核电电器抗震性能试验系统，2.5m × 2.5m 抗震台“输变电装备、核电设备抗震性能试验系统”通过省级新技术鉴定，试验系统的技术和试验能力处于国际领先水平；太阳能光伏系统，该太阳能光伏检测实验室通过 CNAS 评审；风力发电设备检测，公司在风力发电机、风电变流器试验系统的基础上，完善了检测手段，形成了单相、三相异步电机、三相同步电机、直流电机等普通电机的试验能力，通过了 CNAS 实验室现场评审。报告期内，电科院母公司新增十七项已获得专利权的发明和实用新型专利；截至报告期末，新增四项已受理的发明和实用新型专利。

（二）电科院（300215）营运资金周转绩效分析

电科院（300215）近三年按渠道划分的营运资金周转期见表 26 - 20。

表 26 - 20　　2013 ~ 2015 年电科院营运资金管理绩效表（按渠道）　　单位：天

指标	采购渠道	生产渠道	营销渠道	经营活动
2013 年	- 119	- 2	14	- 107
2014 年	- 157	- 1	67	- 90
2015 年	- 185	- 2	- 11	- 198
2015 年科学研究和技术服务业	- 89	47	119	78
2015 年行业平均水平	- 28	29	47	48

从采购渠道来看，周转期自 2013 ~ 2015 年呈现出逐年降低的趋势，说明采购渠道营运资金管理绩效在持续提升；生产渠道周转期则变化基本稳定，维持在 <0 附近；从营销渠道来看，2014 年较 2013 年增长了近 4 倍，但 2015 年又大幅降低至 - 11 天，这主要是由于 2014 年较 2013 年公司经营范围扩大，流动资产增加，而 2015 年营运资金管理绩效得到较大幅度的改善主要是由于待检项目增加，导致预收款增加。

总体来说，从 2015 年行业平均水平以及科学研究和技术服务业平均水平来看，该公司都远远低于平均值，一方面可能是该公司的营运资金管理绩效良好，另一方面该公司主要提供检测服务，不需要大量原材料的投入，存货量极少，并且资产结构以固定资产、在建工程及无形资产为主使得流动资产的规模大大降低，而公司应付账款和短期借款等流动负债又相对较多，因此经营活动营运资金的周转期很短。

电科院（300215）近三年按要素划分的营运资金周转期见表 26－21。

表 26－21　　2013～2015 年电科院营运资金管理绩效表（按要素）　　单位：天

指标	存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动
2013 年	0	5	130	－125
2014 年	1	9	169	－159
2015 年	1	14	190	－175
2015 年科学研究和技术服务业	87	178	119	146
2015 年行业平均水平	89	56	60	85

该公司存货和应收账款周转期较低，而应付账款周转期则过高。存货周转期上，近三年都接近于 0 天，主要是由于公司检测服务不需要大量原材料的投入，检测过程所需主要耗材为一些电器设备安装及电路连接过程的连接线、配件等，消耗较快；应收账款周转期上，近三年有小幅度的增加，但从 2015 年行业平均值来看，仍远低于行业平均水平，原因是该公司主要以现收及预收为主，应收账款较少；应付账款周转期上，近三年持续上升，且从 2015 年行业平均值可以看出该公司应付账款周转期远高于行业平均水平，虽然这在一定程度上有助于经营活动营运资金管理绩效的提高，但是过高的应付账款会给公司带来一定的财务风险，因此公司仍然需要对应付账款加强管理，适当加快结算，并通过其他融资手段多元化组合，降低风险。

（三）电科院（300215）营运资金管理展望

公司既定的整体发展战略就是始终坚持“质量第一、用户第一，信誉第一，科学管理，测试公正，数据准确”的质量方针，在巩固现有市场领先地位的同时，进一步提升公司核心竞争优势，充分发挥公司的研发优势、人才优势、市场优势和技术优势，努力将公司建成“中国第一，世界知名”的综合电器检测基地。

1. 外部经营环境影响

我国电网和电源投资规模近年来不断扩大，电力工业实现了跨越式高速发展，我国电器检测行业已成为增长最快、前景最好的现代服务业之一。特别是 2011 年，国家将发展智能电网和特高压正式列入《“十二五”规划纲要》；在城乡电网改造、特高压电网建设、智能电网建设、核电投资建设以及我国电器制造业产业升级等因素的带动下，电器检测行业未来将面临较为广阔的市场空间。2014 年以来，国内外经济环境依然错综复杂，全球经济复苏曲折缓慢；受宏观经济整体增幅放缓的影响，下游电力行业及电器设备制造业 2014 年下半年开始增速放缓。随着 2015 年 5 月《中国制造 2025》打造制造强国战略规划的出台以及国家核电项目的重启，国家将加快发展包括检验检测认证等生产性服务业，提高对制造业转型升级的支撑能力；7 月，国家能源局和发改委共同出台《关于促进智能电网发展的指导意见》；8 月，国家能源局出台《配电网建设改造行动（2015～2020 年）》，同时新版《低压成套开关设备和控制设备》标准自 2015 年 8 月 1 日开始实施，预计电器检测市场的潜在需求将进一步扩大。2015 年年中以来，受国家相继出台的配电网、智能电网和特高压等大规模投资计划以及电力装备“十三五”规划等利好政策的刺激，公司下游电器设备制造业开始逐步复苏，由此将会使该公司的经营业绩提升，营业收入增长从而带来正现金流，公司要注重自身流动资产如货币资金等重要项目的存量，以抵御风险。

2. 行业及公司发展趋势影响

电器检测是实物检测，尤其是高压电器产品，体积大、质量大，长距离运输成本较高。能否提供全覆盖的一站式检测服务成为客户选择检测机构的重要因素。增强能够为客户提供一站式服务的检测能力，减少客户为不同产品寻找不同检测机构的管理及交易成本，是电器检测行业的未来发展趋势。公司以客户需求为导向，提供全覆盖的一站式电器检测服务，从而建立自身的客户群，稳定营业收入，如果进一步提高对客户的销售结算周期，或者形成良好的商业提高预收款项的比例，则会进一步带来

正现金流，提高现金周转期。

此外，随着我国电器检测行业逐渐发展成熟，市场竞争程度不断提高，电器检测机构不仅需要拥有先进的检测技术和检测设备，以确保检测数据的准确性及可靠性，还需要具备完善的服务体系、高效的运营管理能力以及良好的市场开发能力，以增强其综合竞争能力。公司管理团队、核心技术人员长期保持稳定状态，近年来又陆续引入了一批高级技术人才和专家，确保了公司能够不断增强研发实力并充分适应电器制造技术和标准的不断更新换代。而从该公司近几年销售费用、管理费用的增长可以看出，它们主要源于公司规模扩大，研发人员与管理人员数量及薪酬的增长，这就对公司持续引进人才应付薪酬数额的扩大提出了保障性要求。2015 年，公司继续各投资项目建设，融资借款额增加导致利息增加；部分项目已完工，融资借款利息支出费用化增加，导致财务费用大幅增长了 44.41%，公司财务风险加大。为此，公司需要扩大营运资金使用，保证相当规模的流动资产以支持流动负债。

九、2015 年社会服务业上市公司营运资金管理调查结论与建议

（一）调查结论

今年来，我国社会服务业正进入转型阶段，国家进一步放宽服务领域市场准入，加强了金融市场和金融开放的力度，并加大对新型服务业，尤其是高技术服务业的扶持力度。而社会服务业自身也发展强劲，我国社会服务业年平均增长速度持续高于整体经济增长速度，吸纳就业能力也已超过第一及第二产业，同时社会服务业就业人数比重高于其增加值比重的现象则说明我国社会服务业向技能型方向发展。

但是，我国多数服务业以内需市场为主，服务水平和服务质量不能适应国际市场的需求，进口长期大于出口，国际竞争力还比较弱，加入世界贸易组织以来，中国服务贸易一直处于逆差状态。逆差主要集中于运输服务、保险服务、专有权利使用和特许费及旅游等服务类别。此外，世界主要国家和地区服务业增加值除韩国以外，中国香港、美国、加拿大等国家和地区服务业增加值的比重都在 60% 以上，个别国家达到了 80%，而我国服务业增加值占 GDP 的比重偏低，不足 50%。

因此，社会服务业作为一个朝阳行业，有着较大的增长潜质，也有待于全面兴起，受到了经济发展趋势的推动和国家政策的支持，但同时因为自身的不成熟还有诸多缺陷和瓶颈。本书从营运资金管理的角度分析该经营绩效，通过其营运资金配置与来源以及营运资金绩效几个方面考察，总结如下：

1. 营运资金总量大幅上升，结构小幅调整

2015 年营运资金总额与行业均值较 2014 年都实现了增长，分别达到 2 131.94 亿元和 22.44 亿元，总体财务状况较为良好。在营运资金结构上，投资活动营运资金占比 74.04%，具有绝对优势且较 2014 年 66.10% 有所上升。对于经营活动，社会服务业不需要大量的原料投入进行商品生产，因此有较多的短期闲置资金进行实物投资和理财活动，因此投资活动是营运资金使用的重心。从金融经营活动的角度来看，2015 年行业金融经营活动营运资金期末占用金额持续为负，且较 2014 年有所下降，这说明金融经营活动不仅没有占用企业的营运资金，反而为企业提供了资金，且金融经营活动的重要性正在增加。

2. 经营活动营运资金分渠道配置差异显著，分要素配置特征鲜明

在分渠道配置方面，首先，采购渠道的经营活动营运资金占比最低，连续呈现负值，2015 年较 2014 年降低 66.77%；其次，生产性营运资金占比居中，且 2015 年生产渠道的营运资金占用量有所增加，这可能与社会服务业企业的多元化经营趋势有关，大部分社会服务业对自己的产品实行自产自销，对于生产渠道投入的资金相对较多；最后，营销渠道营运资金占比最大，这与社会服务业销售费用与运营成本普遍偏高有关。

在分要素配置上，首先，大多数企业的存货占经营活动营运资金不超过半数，且其中多为负，符合行业特征，同时其变动基本稳定偏向增加；其次，应收及预付账款、应付及预收账款呈现出两极分化的占比现象，行业内差距较大，主要集中于≤0 和 >100% 的区间，同时近两年，以上两个要素的经营活动营运资金占比区间无较大波动。

3. 经营活动营运资金分渠道波动较大，分要素较均衡

经营活动营运资金周转期无论是分渠道还是分要素，2012 年较 2011 年大幅上升以后，2013 年有一定程度的回落，2014 年又有所增加，2015 年较 2014 年相对稳定，但有微小的增加。从行业细分来看，科学研究和技术服务业的变动较大，而卫生和社会服务业则相对稳定。

在分渠道管理上，2015 年经营活动营运资金周转期较 2014 年无较大变化，有小幅上升，这主要是由于生产渠道营运资金周转期增加 18.5% 所致，而采购渠道和营销渠道的营运资金周转期并无明显变化。但从近 5 年的变化趋势发现，采购渠道营运资金周转期先下降后趋于平稳，总体绩效水平趋于提高；生产渠道营运资金周转期波动下降后趋于平稳，总体绩效水平趋于提高；营销渠道营运资金周转期自 2011～2013 年持续下降，但于 2014 年迅速反弹，2015 年虽有小幅回落但仍偏高，说明近年来行业内营销渠道营运资金管理绩效水平有所下降。

在分要素管理上，2015 年各要素周转期 2014 年无明显变化，说明营运资金管理绩效较为稳定。在近 5 年的变化上，存货周转期在经历了 2012 年的峰值后逐年下降，营运资金管理绩效得到改善；应付账款周转期自 2012 年以来趋于平稳；应收账款营运资金周转期则有小幅平稳上升的趋势，说明其营运资金管理绩效在持续下降。

4. 营运资金来源小幅变化，存在潜在财务风险

营运资金主要由短期金融性负债与营运资本两部分构成，从行业总体来看，短期金融性负债占比 2015 年较 2014 年小幅上升，但与营运资本占比仍趋于平衡。从行业平均水平来看，短期金融性负债增长显著而营运资本明显下降。企业营运资金结构波动较大，加大了短期财务风险和财务成本，会降低企业短期偿债能力，增加融资压力。

（二）对策建议

1. 提高资产流动性，抵御经营风险

社会服务业的资产结构倾向于固定资产、无形资产等长期资产，缺乏存货类流动资产，企业灵活性由此受到影响，其他短期资产相对于较多的短期负债来说较为薄弱，支撑力度不够，易引发财务风险。在营运资金较少的情况下，投资活动占用了大多数营运资金，用于企业自身再生产和扩大经营的部分相应被削减。虽然社会服务业企业以提供服务为主，但可以适当多元化经营，在改进服务方式、提高服务质量的同时辅之以周边产品的资产和销售，从而在采购渠道增加原料性资产，在生产渠道增加开发性资产，在营销渠道增加成品资产。避免将过多的货币资金等速冻资产投入投资领域而带来经营风险。

2. 把握要素特点，改善渠道管理

社会服务业与上游供应商的关系不是很紧密，易忽视上游供应链的管理与交易成本的降低，应当加强与上游供应商的合作，实现存货库存得共同管理，争取更多的商业信用，宽松的应付账款期限，延长现金流出时间，保证自身现金流量；在与客户的关系上，应建立稳定长久的交易关系，保证收入，加快应收账款的收回，通过一定的预售、预存机制着重降低销售渠道营运资金周转期。在提高资产流动性的基础上，进一步向变现能力强的资产逐层推进，在流动负债上则趋向于从金融性负债到经营负债的平衡。

3. 制定长远战略，稳定经营政策

由以上分析可以发现，就社会服务业而言，无论分渠道还是分要素的营运资金管理，其绝对数与相对数都存在趋于极端值的现象，行业内管理水平与各自特点参差不齐，难以发现有规律的数据结果。该现象一方面说明我国的社会服务业还处于不成熟的阶段，经营波动较大，另一方面业说明，企业自身缺乏稳定的经营政策，经营较为随意。这样异常的变动使得企业自身对营运资管理无法掌控，带来极大的经营风险，因此企业应制定长远而具有战略性的经营政策。

主要参考文献

1. 中国证券监督管理委员会：《上市公司行业分类指引》，2015 年。

2.《中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》，2011 年。

3. 王竹泉、刘文静、高芳："中国上市公司营运资金管理调查：1997～2006"，《会计研究》，2007 年第 12 期。

4. 王竹泉、逄咏梅、孙建强："国内外营运资金管理研究的回顾与展望"，《会计研究》，2007 年第 2 期。

5. 顾严："社会服务业上市公司内部控制有效性评价研究"，《宏观经济管理》，2015 年第 6 期。

6. 程承坪、张蒂："中国经济的八大增长潜力"，《当代经济管理》，2015 年第 7 期。

7. 周玲珍、王姮："以社会服务业为重点加快发展第三产业"，《商业研究》，2004 年第 5 期。

8. 张玉兰、王旭冉、汤景辉："社会服务业上市公司内部控制有效性评价研究"，《会计之友》，2013 年第 10 期。

9. 王世娇："社会服务业上市公司利润结构分析"，《商场现代化》，2012 年第 6 期。

10. 董明月："我国服务业发展报告"，《调研世界》，2013 年第 2 期。

11. 中华人民共和国国家统计局官方网站：http：//www. stats. gov. cn。

第二十七章　2015 年传播与文化行业上市公司营运资金管理调查

【摘要】在当今文化全球化和世界各国都十分重视文化产业发展的背景下，文化传媒产业发展迅速，而目前我国文化产业也处于建设文化强国的重要战略机遇期和攻坚期，对营运资金管理水平提升的需求更加迫切。为此，本书分析了 2015 年传播与文化行业上市公司营运资金占用、来源、各渠道和各要素的营运资金管理绩效等情况。结果显示，与 2014 年相比，行业营运资金总体占用水平有所增加，且资金更多地流入到投资活动；从渠道视角看，行业营销渠道的资金占用是经营活动营运资金占用的主要构成，且呈现上升趋势；从要素视角看，应收账款及预付账款的增加是经营活动营运资金增加的主要原因；从营运资金管理绩效看，应付账款周转期有所降低，存货和应收账款管理的周转期呈下降趋势，整体上经营活动营运资金周转期有较大幅度的上升；从营运资金来源看，行业营运资金主要来源于长期资金，2015 年进一步减少了对短期借款的依赖，增加了营运资本的比重。综合来看，文化与传播行业财务风险较低，企业未来需要关注营销渠道的资金占用，以提高资金的运营效率。

一、传播与文化行业上市公司营运资金基本特征

1. 行业受国家政策管制程度较大，国有企业占多数

文化传媒产品及服务具有双重属性：公共产品属性和竞争性产品属性。作为竞争性产品，文化传媒产品和服务涉及到普通民生和大众消费，具有产业的特性，能够通过市场化、产业化运营，产生巨大的经济效益，并成为经济发展的重要增长点和支柱产业，而作为公共产品，传媒负担了政治宣传、舆论导向、社会价值体系构建等社会公共职能和政治任务。因此在世界各国，文化传媒均属于政治敏感地带，也属于政党和政府介入最深、法律监管最严格的产业，经营活动受国家政策影响较大，近 5 年我国该行业的上市公司中实际控制人产权性质为国有的比例分别为 57.4%、57.4%、57.4%、55.3%、55.3%，均超过 50%，国有的产权性质有利于企业的资金筹集，从资金筹集角度降低了营运资金管理的风险。

2. 营运资金大多靠长期资金解决，风险水平较低

营运资金是指流动资产减掉商业信用，即公司需通过融资途径解决的短期资金需求部分，近 5 年少部分企业营运资金为负，即经营中所需的流动资产完全可以依靠经营过程中的回款以及对商业信用的利用解决，2011～2015 年营运资金为负的企业占所有企业的比例分别为 6.38%、7.55%、10.91%、8.77%、8.77%、5.41%，需要依靠融资解决经营活动中对流动资产需求的公司，其营运资金中营运资本的比例较高，2010～2015 年分别为 66.89%、67.84%、66.63%、72.51%、74.47%、66.44%，可见出该行业营运资金需求较大部分由营运资本解决，较少部分由短期金融性负债解决，风险水平低。

3. 改革增加了经营活动的资金需求，资金密集程度加大

该行业经营活动营运资金占用水平，即单位营业收入所需的占用的营运资金，以 2012 年为界，2010～2011 年，经营活动营运资金净额为负，说明经营活动非但没有占用营运资金，还为投资等其他活动提供了资金；2012 年营运资金占用的金额也较少，仅占营业收入的 2%，说明单位营业收入只需很少的营运资金支持；而 2013～2015 年经营活动营运资金出现了大幅度的上升，占营业收入的比重上升到 22%、30% 和 28%，单位营业收入所需的占用的营运资金大幅增加，该行业资金密集性提高；同时，在营运资金的配置方面，该行业同样以 2012 年为分界线，2010～2012 年企业将全部或绝大部分资金都配置在理财活动，理财活动占用的营运最近占营运资金总量的比例分别为 117.04%、106.43%、97.42%，而 2013 年开始，该行业配置在经营活动中的营运资金显著增加，理财活动营运资金在营运

资金总额中所占比例显著降低，分别为 81.61%、79.74%，从绝对额看，2014 年该行业在经营活动营运资金的配置上比 2010 年增加了 608.85%，从相对额看，2014 年经营活动营运资金占营运资金总额的比例比 2010 年增加了 218.86%。2013 年经营活动营运资金占用的大幅度增加与传播与文化行业的整合变革有关，2013 年国家提出了整合文化资源，推动新旧媒体融合的文化产业发展策略，众多传媒公司开始将自身定位于互联网时代的传媒集团，不困守传统媒体日渐萎缩的一方天地，而是主动出击开疆辟土，主动的变革必然增加资金占用。

4. 与互联网的深度融合大大降低了各渠道的营运资金周转期

网络与出版、传媒相融合的程度远远高于其他行业，这在降低文化传播业成本的同时也大大改变了该行业的经营模式，生产过程不再需要积压大量纸质等原材、网络支付使得回款速度大为提高。经营模式的改变带来了营运资金周转期的大幅度降低。2010～2015 年，该行业生产、采购渠道的营运资金周转期呈现降低的趋势，经营活动营运资金周转期从 2010 年的 67 天降低到 2015 年的 36 天。可见与互联网的深度融合使得该行业的营运资金管理效率提高的速度大大超过了上市公司的平均速度。

5. 文化产品的积存、下游企业商业信用的利用导致营销渠道营运资金占用量逐年增加

2010～2015 年传播与文化行业生产渠道占用的营运资金各年均为负数，且占用水平有所下降，而存货占用量总体呈现增加的趋势，我们知道，存货要素包含生产渠道的材料和在产品，也包括营销渠道的产成品，这说明营销渠道的产成品占用营运资金额较大且呈增加的态势，同时应收账款要素的营运资金占用量呈逐年增加的态势，这些都共同说明了产成品积压与下游企业对商业信用的利用导致了文化传播行业营销渠道营运资金占用额的增加。

二、2015 年传播与文化行业经营环境变化主题词与大事件

（一）2015 年传播与文化行业行业营运资金管理关键词

1. IPO

随着我国资本市场的日渐完善，越来越多的文化企业选择利用资本市场进行融资。2015 年，万达院线、中文在线、读者传媒等 15 家文化企业在沪深两市上市，占 2015 年所有上市公司的 6.67%，既包括传统的印刷媒体又包括新兴的网络传媒公司，公开上市大大提高了文化传播企业融资的便利程度，权益资本可用于经营和理财活动的营运资金，降低了营运资金管理的风险。

2. 互联网金融

“互联网 +”时代的到来，特别是互联网金融的出现催生出的 P2P、众筹、P2C、P2B 等平台在让普通投资者的投资热情得到释放的同时，更是让目前正在面临融资困境的名不见经传的融资项目看到了一丝曙光。互联网金融打开了文化产业资金需求与供给两端的窗户，为文化产业的融资开辟了一条新的路径。在聚米金融大文化众筹平台，由腾讯资深设计师、QQ 空间代言人“鹏飞姐”参演的电影《灵魂罪男女》在短短 3 小时内即众筹成功，可见，文化投资面临的融资难题有望通过互联网金融得到破解。同时，互联网金融所特有的灵活、快捷的特点也使其可以更方便地提供日常经营所需的资金，有利于企业的营运资金管理。

（二）2015 年传播与文化行业营运资金管理大事件

1. “一带一路”战略拓宽文化市场，影响各个渠道的营运资金管理

2015 年 3 月 28 日，国家发展改革委、外交部、商务部联合发布《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，在合作重点中提出了加强与沿线各国的文化交流、积极开展文化产业合作、塑造和谐友好的文化生态的新要求。原本就承载着几千年中华文化内涵的“一带一路”战略的实施，给中华文化走向世界提供了绝佳的机遇，市场的扩大一方面促进文化产业摆脱本土消费的生产倾向，更多从国外文化市场的角度开发新的文化产品，一方面扩宽了营销的渠道，对文化行业企业生产和营销渠道的营运资金管理带来了巨大影响。

2. “互联网 + 文化产业”改善了文化产业过度依赖政府拨款和融资难的状况

过去，我国的文化产业发展寄希望于政府部门的支持，但在市场起决定性作用的情况下，完全依赖政府扶持也有弊端。比如很多我国动漫产业的从业者盯着政府补助，导致创作的积极性不能被完全激发，令人满意的作品数量寥寥。“互联网 +”突破了产业的界限，实现了更高端的文化产业投融资方式。以阿里为例，收购文化中国、注资恒大、入股优酷土豆、入股光线传媒，阿里加码文化产业的动作着实让人应接不暇。大型互联网企业对文化产业的“偏爱”，也为文化产业的投融资方式带来了转型期盼。一直以来，因为牵涉到人才、创意等许多难以估量的无形资产，文化企业的发展都受到融资难的问题困扰。而大型互联网企业的进入，改变了这一困局。

3. 财政部出台文化产业出口服务增值税减免通知，在税收层面减少了文化产业企业营运资金需求

2015 年 10 月 30 日，国家财政部发布《关于影视等出口服务适用增值税零税率政策的通知》，通知规定境内单位和个人向境外单位提供广播影视节目（作品）的制作和发行服务、技术转让服务、软件服务、电路设计及测试服务、信息系统服务、业务流程管理服务，以及离岸服务外包业务（包括信息技术外包服务（ITO）、技术性业务流程外包服务（BPO）、技术性知识流程外包服务（KPO），其所涉及的具体业务活动按照《应税服务范围注释》（财税〔2013〕106 号）相对应的业务活动执行）等应税服务适用增值税零税率政策。通知减少了文化产业公司的应交税费，降低了营运资金需求，提高文化产业企业的管理效率。

4. 财政部下发通知，扩宽文化产业基金支持范围，缓解中小文化企业资金压力

2015 年 2 月 26 日财政部下发通知，就开展 2015 年度文化产业发展专项资金的申报工作进行安排，通知中对申请企业的净资产规模、申请金额比例、申请项目数量等进行了规定。值得注意的是规定专门指出，凡符合《中小企业划型标准规定》（工信部联企业〔2011〕300 号）标准的小微文化企业，其净资产规模及申请金额比例不受上述条款限制。这一政策将中小文化企业列入了国家文化产业发展专项基金的支持范围，扩宽了中小文化企业营运资金来源的渠道。

5. 行业巨头积极对上下游进行布局，一体化的并购重组减少了营运资金的占用

据不完全统计，2013 年，文化产业发生 96 起并购事件，并购金额为 500 亿元，2014 年发生 159 起，并购总规模达 1 000 亿元，而 2015 年这一数字达近 1 500 亿元，并购多涉及供应链的延伸，如 2015 年 6 月，万达收购澳大利亚电影线运营商 Hoyts 集团，阿里巴巴影业集团收购广东粤科软件工程有限公司，产业链的延伸使一部分的采购和销售业务变成公司内部的业务活动，节约了交易成本，并减少了应收账款、预付账款占用的营运资金占用。

6. 音乐产业版权管理加强，促进行业聚集，集中调配资金

2015 年 7 月国家版权局下发《关于责令网络音乐服务商停止未经授权传播音乐作品的通知》，截至同年 11 月各大移动网络音乐平台纷纷下架版权不明的音乐作品，提高了存货要素营运资金的占用率，同时版权购买的需要将提高音乐产业的采购成本，使采购渠道的营运资金占用增加；同时，由于各大巨头也开启了音乐版权市场的激烈争夺，目前国内市场聚合度提升，形成海洋音乐集团、腾讯音乐集团和百度音乐集团三大版权阵营，产业聚合度的提升有利于产业内企业集中统筹营运资金的利用、优化资源配置。

三、2015 年传播与文化行业上市公司营运资金存量及其分布状况

（一）传播与文化行业上市公司营运资金存量及其分布状况总体分析

1. 行业层面

从表 27 - 1 可以看出，2015 年底传播与文化行业营运资金占用总量 852.16 亿元，其中经营活动营运资金占用为 129.15 亿元，投资活动营运资金占用为 723.02 亿元，金融经营活动营运资金占用为 -0.01 亿元。2015 年营运资金期末总值较去年增加了 273.25 亿元，上升了 47.20%，营运资金行业期末平均占用额比 2014 年增加了 4.36 亿元，上升了 23.33%，说明 2015 年该行业企业在经营过程中对短期资金的占用有所增加。

表 27 - 1　　2014 ~ 2015 年传播与文化行业营运资金存量及其分布状况

项目	营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用（亿元）		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用（亿元）		投资活动营运资金期末占比（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	578.91	852.16	113.27	129.15	19.57	15.16	-0.06	-0.01	-0.01	0.00	465.70	723.02	80.44	84.85
行业平均	18.67	23.03	3.65	3.49	38.75	-21.49	0.00	0.00	0.00	0.00	15.02	19.54	61.25	121.49
最大值	92.24	101.81	21.27	30.11	—	—	0.00	18.06	—	—	107.42	114.87	—	—
中位数	12.04	14.25	2.11	1.97	26.76	20.19	0.00	0.00	0.00	0.00	8.90	11.17	73.35	79.83
最小值	-4.38	-9.59	-15.18	-17.77	—	—	-0.06	-0.01	—	—	0.23	0.60	—	—
样本量	31	37	31	37	31	37	31	37	31	37	31.00	37.00	31.00	37.00

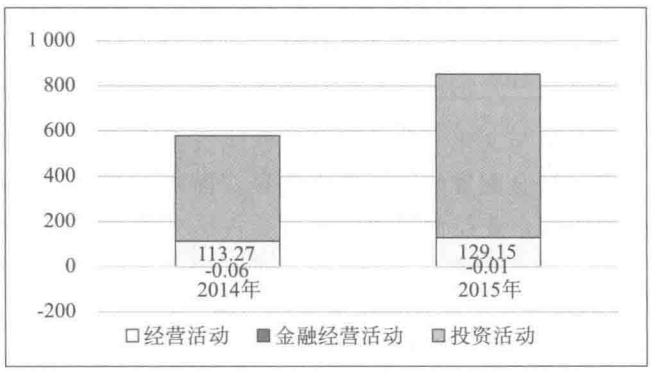


图 27 - 1　2014 ~ 2015 年传播与文化行业总体营运资金存量及其分布状况

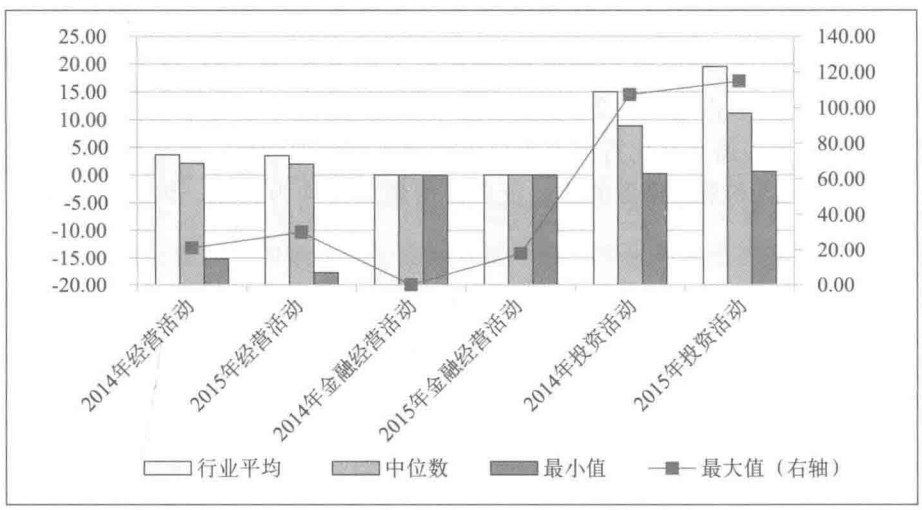


图 27 - 2　2014 ~ 2015 年传播与文化行业营运资金分布统计数据

从营运资金配置结构看，2015 年传播与文化行业总体将 129.15 亿元营运资金投放在经营活动领域，较上年增加 15.88 亿元，而投放在投资活动领域的营运资金为 723.02 亿元，较上年增加 257.32 亿元，同时，该行业内企业经营活动平均占用营运资金为 3.49 亿元，较上年下降 4.48%，而投资活动平均占用营运资金为 19.54 亿元，较上年同期增加 30%，同时，从经营活动和投资活动营运资金在营运资金总额中的占比来看，经营活动营运资金占比有所下降而投资活动营运资金占比有所上升，这些都说明 2015 年该行业企业更多地将营运资金配置在理财活动中。

可见，2015 年，传播与文化业营运资金配置在总体上有所扩大，且更加倾向配置到投资活动中。

2. 企业层面

2014～2015 年传播与文化业上市公司营运资金配置变化情况及变动幅度如表 27－2 所示。

表 27－2　　2014～2015 年传播与文化行业上市公司营运资金分布状况分段统计表

区间（%）	按实体经营活动营运资金占比区间统计				按金融经营活动营运资金占比区间统计				按投资活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重
≤0	7	22.58	9	24.32	31	100.00	37	100.00	2	6.45	2	5.41
(0，25]	8	25.81	11	29.73	0	0.00	0	0.00	4	12.90	3	8.11
(25，50]	7	22.58	8	21.62	0	0.00	0	0.00	3	9.68	4	10.81
(50，75]	3	9.68	4	10.81	0	0.00	0	0.00	7	22.58	8	21.62
(75，100]	4	12.90	3	8.11	0	0.00	0	0.00	8	25.81	11	29.73
>100	2	6.45	2	5.41	0	0.00	0	0.00	7	22.58	9	24.32
总计	31	100	37	100	31	100	37	100.00	31	100	37	100

由表 27－2 可以看出，在传播与文化行业金融经营营运资金占比微乎其微，经营活动营运资金和投资活动营运资金是该行业营运资金配置的两大基本途径。而从企业的分部来看，经营活动营运资金的占比偏低，2014 年有 70.97% 的企业经营活动营运资金占比小于 50%，2015 年有 75.68% 的企业经营活动营运资金占比小于 50%，这说明在传播与文化行业，企业的营运资金更多的配置到了投资活动中并且 2015 年有更多的企业将短期资金配置到投资活动当中。

（二）传播与文化行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布状况

1. 行业层面

根据表 27－3 及图 27－3，从行业整体看，2015 年传播与文化业总体经营活动营运资金平均占用水平为 129.15 亿元，较 2014 年上升了 14.02%；其中采购产渠道的营运资金平均占用－137.87 亿元，较 2014 年下降了 3.12%；生产渠道的营运资金平均占用水平为－55.18 亿元，较 2014 年下降了 965.36%；营销渠道营运资金占用 322.21 亿元，较 2014 年上升了 39.81%。经营活动营运资金占用总体有所上升主要系 2015 年传播与文化行业上市公司数量有所增加所致，而从行业整体的营运资金分布来看，传播与文化行业生产和采购渠道的营运资金占用量总体均为负数，该行业营运资金主要分布在下游的营销渠道。

表 27－3　　2014～2015 年传播与文化行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计表

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额	行业总体	－112.02	－137.87	－5.18	－55.18	230.47	322.21	113.27	129.15
	行业平均	－3.61	－3.73	－0.17	－1.49	7.43	8.71	3.65	3.49
	最大值	7.78	7.78	5.13	5.81	35.25	51.44	21.27	30.11
	中位数	－1.23	－0.81	－0.06	－0.78	4.92	3.85	2.11	1.97
	最小值	－22.05	－23.98	－6.91	－10.14	－5.62	－5.64	－15.18	－17.77
占比（%）	行业总体	－98.89	－106.76	－4.57	－42.73	203.47	249.49	—	—
	行业平均	58.68	813.23	－38.27	303.15	79.60	－1 016.38	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	3.54	3.96	4.27	16.42	86.55	102.84	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本量			31	37	31	37	31	37	31

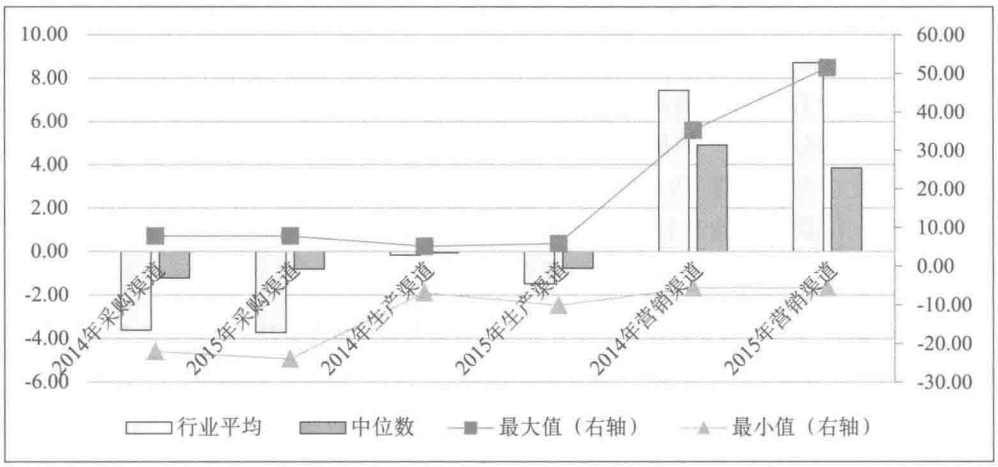


图 27－3　2014～2015 年传播与文化行业经营活动各渠道营运资金分布统计数据

从行业平均看，2015 年传播与文化业采购渠道的营运资金平均占用水平为－3.73 亿元，较 2014 年下降了 3.12%；生产渠道的营运资金平均占用水平为－1.49 亿元，较 2014 年下降了 792.6%；营销渠道的营运资金平均占用水平为 8.71 亿元，较 2014 年上升了 17.13%；经营活动营运资金平均占用水平为 3.49 亿元，较 2014 年下降了 4.47%。从分渠道的营运资金占用分析可以看出，2015 年该行业企业经营活动营运资金平均占用额有所下降，其中采购渠道和生产渠道营运资金平均占用处于下降趋势，而营销渠道营运资金平均占用略有上升，说明该行业企业的营运资金管理绩效整体有所提升，但营销渠道的管理绩效仍有待进一步提高。

2. 企业层面

表 27－4 是 2014～2015 年传播与文化行业上市公司经营活动营运资金渠道配置结构情况统计表，由此表可以看出，在传播与文化行业上市公司中，经营活动营运资金更多的配置到了营销渠道，2014～2015 年传播与文化行业每年都有过半的上市公司营销渠道营运资金占比超过 50%，在 2014 年有 35.48% 的公司营销渠道营运资金占比超过 100%，2015 年该比例达到 51.35%；对于采购渠道，2014 年、2015 年采购渠道营运资金占比小于 0 的公司分别占样本总额的 48.39% 和 48.65%；同时，大部分的上市公司生产渠道营运资金在经营活动营运资金中占比小于 25%，在 2014 年有 77.42% 的公司生产渠道营运资金占比小于 25%，2015 年则为 62.16%。总体上看，传播与文化行业的上市公司在 2015 年的经营活动营运资金渠道配置上更加倾向于配置到营销渠道，而采购渠道的营运资金占用则有所降低，公司更加倾向于将营运资金配置到生产的中下游。

表 27－4　2014～2015 年传播与文化行业上市公司经营活动营运资金按渠道分布情况分段统计表

区间（%）	按采购渠道营运资金占比区间统计				按生产渠道营运资金占比区间统计				按营销渠道营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重
≤0	15	48.39	18	48.65	12	38.71	11	29.73	6	19.35	7	18.92
(0，25]	5	16.13	7	18.92	12	38.71	12	32.43	1	3.23	0	0.00
(25，50]	4	12.90	6	16.22	1	3.23	6	16.22	3	9.68	5	13.51
(50，75]	2	6.45	1	2.70	4	12.90	3	8.11	4	12.90	3	8.11
(75，100]	1	3.23	1	2.70	0	0.00	1	2.70	6	19.35	3	8.11
>100	4	12.90	4	10.81	2	6.45	4	10.81	11	35.48	19	51.35
总计	31	100	37	100	31	100	37	100	31	100	37	100

（三）传播与文化行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布状况

1. 行业层面

从表 27－5 和图 27－4 可以看出，2015 年传播与文化业经营活动营运资金（分要素）占用量为

129.15 亿元，与上年相比增加了 15.88 亿元，增幅为 14.02%。平均每家上市公司经营活动营运资金（分要素）占用量为 3.49 亿元，较上年相比减少了 0.16 亿元，下降幅度为 4.47%。从资金配置结构看，2015 年传播与文化业存货占经营活动营运资金（分要素）比上年增加了 1.17 个百分点；应收账款占经营活动营运资金（分要素）的比重比上年增加了 78.45 个百分点；应付账款占经营活动营运资金（分要素）的比重比上年增加了 79.62 个百分点。可见，从要素视角看该行业营运资金中存货的占比基本持平，应收和应付款占比均有较大增长，说明该行业上下游商业信用的利用有所增加，该行业企业应进一步加强商业信用的管理以提高营运资金管理的效率。

表 27－5　2014～2015 年传播与文化行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布总体统计表

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	161.24	185.35	336.42	484.90	384.39	541.10	113.27	129.15
	行业平均	5.20	5.01	10.85	13.11	12.40	14.62	3.65	3.49
	最大值	29.55	29.56	43.25	53.99	46.36	50.30	21.27	30.11
	中位数	3.67	2.99	8.16	10.66	8.31	9.96	2.11	1.97
	最小值	0.01	0.00	0.24	0.50	0.44	0.92	－15.18	－17.77
占比（%）	行业总体	142.35	143.52	297.00	375.45	339.35	418.97	—	—
	行业平均	－4.63	－486.33	31.40	－54.03	－73.23	－640.37	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	48.22	47.60	102.42	117.82	55.49	83.39	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本数量			31	37	31	37	31	37	31

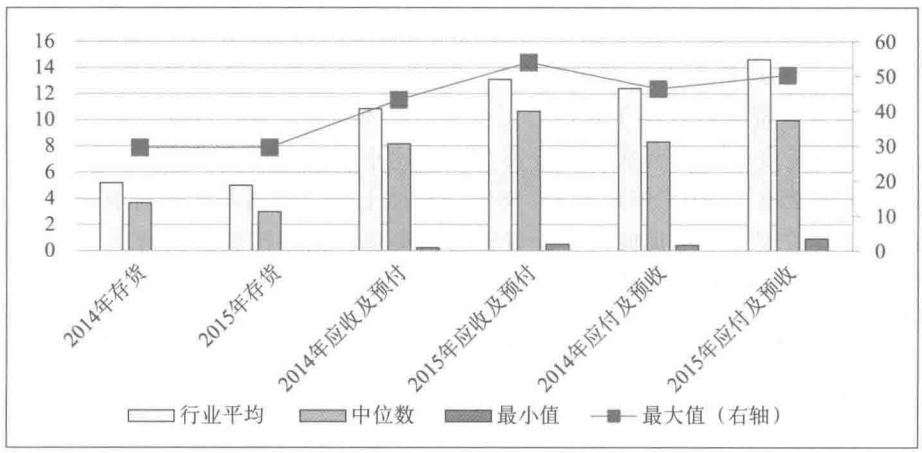


图 27－4　2014～2015 年传播与文化行业经营活动各要素营运资金分布统计数据

2. 企业层面

表 27－6 是 2014～2015 年传播与文化行业上市公司经营活动营运资金要素配置结构情况统计表。由此表可以看出，在传播与文化行业上市公司中，2014 年有 48.39% 的公司存货占比大于 50%，2015 年有 48.65% 的公司存货占比大于 50%，2014 年有 70.97% 的公司其应收及预付款项占比大于 50%，而 2015 年则有 70.27% 的公司其应收及预付款项占比大于 50%，2014 年有 54.84% 的公司其应付及预收款项占比大于 50%，而 2015 年则有 54.05% 的公司其应收及预付款项占比大于 50%。2015 年各区段的企业数量与 2014 年相差不多，说明营运资金在各要素中的分布较为稳定，同时，应收及预付款项在营运资金中所占的比例较大，传播与文化行业的上市公司应收及预付款项的管理需要提高。

表 27 - 6　　2014 ~ 2015 年传播与文化行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布分段统计表

区间（%）	按存货占比区间统计				按应收及预付款项占比区间统计				按应付及预收款项占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重
≤0	9	29.03	11	29.73	9	29.03	11	29.73	9	29.03	11	29.73
(0, 25]	3	9.68	3	8.11	0	0.00	0	0.00	2	6.45	2	5.41
(25, 50]	4	12.90	5	13.51	0	0.00	0	0.00	3	9.68	4	10.81
(50, 75]	6	19.35	8	21.62	2	6.45	2	5.41	2	6.45	1	2.70
(75, 100]	3	9.68	1	2.70	4	12.90	3	8.11	1	3.23	4	10.81
>100	6	19.35	9	24.32	16	51.61	21	56.76	14	45.16	15	40.54
总计	31	100	37	100	31	100	37	100	31	100	37	100

四、2015 年传播与文化行业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析

（一）传播与文化行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额分析

由表 27 - 7 可以看出，2015 年传播与文化行业的上市公司经营活动营运资金在营业收入中所占的比重由 2014 年的 0.13 下降到 0.11，同时，节约经营活动营运资金 17.12 亿元，均说明 2015 年该行业总体的营运资金管理绩效有所上升，但 2015 年经营活动营运资金占用水平的行业平均值有所提高，说明从企业层面讲，该行业企业 2015 年的经营活动营运资金在营业收入中所占比重有所提高，中位数小于平均数，说明大部分上市公司的营运资金占用水平低于行业平均水平，这也是行业平均水平与行业总体水平差距较大的原因所在。

表 27 - 7　　2014 ~ 2015 年传播与文化行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额

项　目	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约额（亿元）
	2014 年	2015 年	
行业总体	0.13	0.11	17.12
行业平均	0.24	0.28	—
最大值	1.89	1.96	—
中位数	0.13	0.15	—
最小值	-0.77	-0.65	—
样本量	31	37	—

（二）传播与文化行业上市公司分渠道的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

由表 27 - 8 可知，2015 年行业内上市公司采购渠道营运资金周转期较 2014 年增加了 4.2 天，增加比例为 11.31%，其中文化艺术业增加了 56 天，教育业增加了 4.2 天；生产渠道营运资金周转期较 2014 年减少了 8.6 天，减少了 310.39%，下降幅度较大，其中，文化艺术业减少了 21.9 天，广播、电视、电影和影视录音制作业减少了 26.9 天，教育业的周转期减少了 22.5 天，周转期下降幅度均较大；营销渠道营运资金的周转期比 2014 年减少了 1.73 天，减少幅度为 1.94%，其中新闻和出版业的周转期有所上升，其他三个可比行业的周转期均有所下降。该行业经营活动营运资金周转期（分渠道）总体较 2014 年减少了 5.2 天，减少幅度为 12.72%，其中，教育和广播、电视、电影和影视录音制作业营运资金周转期有所下降，而新闻和出版业和文化艺术业营运资金周转期有所上升。

如表 27 - 9 及图 27 - 5 所示，从 2011 ~ 2015 年这五年，传播与文化行业上市公司分渠道的经营活动营运资金周转期呈现逐渐增加的趋势，采购渠道营运资金周转期整体呈现先减后增的局面，而生产渠道营运资金周转期整体则呈现逐渐减少状态，营销渠道的营运资金周转期则呈现逐渐增加的趋势，

表 27－8　　2014～2015 年传播与文化行业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	采购渠道营运资金周转期		生产渠道营运资金周转期		营销渠道营运资金周转期		经营活动营运资金周转期（按渠道）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
教育	－5.2	－1.0	－0.1	－22.6	－48.0	－96.6	－53.3	－120.2
广播、电视、电影和影视录音制作业	－7.5	－4.5	10.6	－16.3	90.2	84.3	93.3	63.53
新闻和出版业	－53.7	－55.1	－6.0	－8.9	89.9	94.7	30.1	30.74
文化艺术业	－52.9	3.1	－3.2	－25.1	84.0	69.0	28.0	47.0
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	－34.8	0.0	6.3	0.0	112.5	0.0	84.0	0.0
行业整体	－45.2	－40.1	－2.8	－11.4	89.1	87.4	41.2	36.0

在营销渠道所用的营运资金越来越多，由此可以看出传播与文化行业采购、生产渠道的营运资金稳中有降，而营销渠道的营运资金则逐年上升，由此导致经营活动营运资金周转期整体处于上升趋势，可见，该行业上市公司应更加注重营销渠道的绩效管理。

表 27－9　　2011～2015 年传播与文化行业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项　目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
采购渠道营运资金周转期	－35.00	－38.00	－44.80	－45.2	－40.1
生产渠道营运资金周转期	－0.50	1.0	－0.40	－2.8	－11.4
营销渠道营运资金周转期	49.00	69.00	85.20	89.1	87.4
经营活动营运资金周转期（按渠道）	13.00	32.00	39.90	41.2	36.0

图 27－5　2011～2015 年传播与文化行业经营活动各渠道营运资金周转期变化趋势

2. 企业层面

传播与文化行业 2015 年共有 37 家上市公司，与 2014 年可比的样本公司为 28 家，该行业营运资金周转绩效变化统计如表 27－10 所示。由表 27－10 可以看出，相比 2014 年，传播与文化行业的上市公司在 2015 年经营活动营运资金周转期有 14 家改善，有 10 家降低，经营活动营运资金管理绩效改善的上市公司占样本总数的 50%；从分渠道的营运资金管理绩效来看，采购渠道、生产渠道的营运资金周转期改善的比例均低于降低的比例，而营销渠道营运资金周转期延长的比例大于降低的比例，即营运资金管理绩效改善的比例更大。

（三）传播与文化行业上市公司分要素的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

如表 27－11 所示，从传播与文化行业整体来看，2015 年存货周转期比 2014 年缩短了 11.14%，其中，除了文化艺术业的存货周转期有所延长，2015 年其他三个细分行业的周转期均有所缩短，而教

表 27－10　　2014～2015 年传播与文化行业各渠道经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短（家）	9	12	9	14
	缩短占比（%）	32.14	42.86	32.14	50.00
	基本不变（家）	8	3	7	4
	基本不变占比（%）	28.57	10.71	25	14.29
	延长（家）	11	13	12	10
	延长占比（%）	39.29	46.43	42.86	35.71
可比样本总数		28			

育行业缩短了 61.72%，2015 年在各个细分行业中存货管理的改善程度最高；传播与文化业 2015 年应收账款周转期比 2014 年延长了 8.2%，其中教育和广播、电视、电影和影视录音制作业的周转期有所缩短，教育行业更是缩短了 59.31% 之多，而新闻和出版业和文化艺术业的周转期有所延长，文化艺术也延长了 43.81%，延长的较多；该行业 2015 年应付账款周转期比 2014 缩短了 9.23%，其中各细分行业的周转期均有所缩短，说明 2015 年传播与行业下游企业的商业信用政策可能有所收紧，该行业上市公司应付账款的付款期限普遍缩短；2015 年传播与文化行业经营活动营运资金周转期相比 2014 年总体延长了 10.94%，其中教育和广播、电视、电影和影视录音制作业的周转期有所缩短，教育行业更是缩短了 65.46% 之多，而新闻和出版业和文化艺术业的周转期有所延长，文化艺术也延长了 900.02%，延长的较多，说明与 2014 年相比，2015 年文化与传播行业按要素的营运资金管理绩效总体有所降低，而各细分行业营运资金管理绩效差别较大，教育行业营运资金管理绩效管理效率有较大的提升，而文化艺术业则有较大幅度的下降，该细分行业的上市公司应在经营活动中应更加关注对营运资金的管理，提高短期资金的利用效率。

表 27－11　　2014～2015 年传播与文化行业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	存货周转期		应收账款周转期		应付账款周转期		经营活动营运资金周转期（按要素）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
教育	35.1	13.4	23.7	9.6	20.5	9.8	38.3	13.2
广播、电视、电影和影视录音制作业	87.3	63.0	146.3	120.9	65.4	47.4	168.1	136.5
新闻和出版业	58.4	54.0	47.6	52.3	80.4	79.1	25.5	27.2
文化艺术业	28.3	32.5	35.4	50.9	60.0	42.9	3.7	40.5
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	56.4	0.0	71.0	0.0	62.4	0.0	65.0	0.0
行业整体	61.6	54.8	62.9	68.1	76.0	69.0	48.5	53.9

从表 27－12 和图 27－6 中可以看出，传播与文化行业 2011～2015 年五年的存货周转期稳中有降，应付账款周转期处于缩短的趋势，而应收账款周转期则在波动中上升，经营活动营运资金周转期总体处于上升的趋势，说明从该行业营运资金的管理效率在降低，而降低的主要原因是该行业上市公司的商业信用管理，说明该行业上市公司应加强对商业信用的管理以缩短应收账款周转期、延长应付账款周转期进而提高经营性营运资金管理的效率。

表 27－12　　2011～2015 年传播与文化行业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项　目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
存货周转期	65.00	65.00	62.40	61.6	54.8
应收账款周转期	53.00	63.00	55.90	62.9	68.1
应付账款周转期	87.00	84.00	78.10	76.0	69.0
经营活动营运资金周转期（按要素）	38.00	43.00	40.20	48.5	53.9

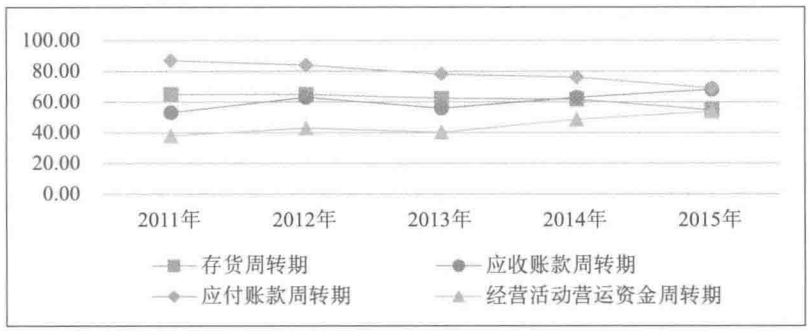


图 27－6　2011～2015 年传播与文化行业经营活动各要素营运资金周转期变化趋势

2. 企业层面

如表 27－13 所示，2015 年，传播与文化行业与 2014 年相比共有 28 家可比企业，其中有 9 家企业存货周转得以改善，占可比样本的 32.14%，50% 的企业存货周转期基本不变，说明大部分企业存货管理的绩效基本稳定或出现有所改善迹象，可见，存货管理水平在总体稳定的情况下呈现一定的改善趋势；该行业只有 6 家公司的应收账款周转期得以改善，占 21.43%，53.57% 的公司应收账款管理绩效降低，可以看出该行业大部分企业 2015 年应收账款的周转期有所延长；应付账款管理绩效改善和恶化的上市公司所占比例均为 28.57%，42.86% 的公司应付账款管理绩效基本不变，2015 年该行业上市公司的应付账款管理绩效变化较为均衡。从行业整体来看，经营活动营运资金的管理有 32.14% 的公司得到改善，53.57% 的公司管理绩效降低，总体来看传播与文化行业上市公司的经营活动营运资金（分要素）管理绩效略有降低，这一点主要是应收账款的管理出现了问题，导致应收账款的周转期大幅延长，该行业应注重应收账款的管理，提高应收账款周转效率，进一步提高整个经营活动的营运资金周转效率。

表 27－13　　2014～2015 年传播与文化行业各要素经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
周转期变化统计	缩短（家）	9	6	8	9
	缩短占比（%）	32.14	21.43	28.57	32.14
	基本不变（家）	14	7	12	4
	基本不变占比（%）	50.00	25.00	42.86	14.29
	延长（家）	5	15	8	15
	延长占比（%）	17.86	53.57	28.57	53.57
可比样本总数		28			

五、2015 年传播与文化行业上市公司资金回报分析

2015 年、2014 年传播与文化行业的营运资金回报率统计如表 27－14 和图 27－7 至图 27－10 所示。

表 27－14　　2014～2015 年传播与文化行业上市公司资金回报率统计分析表

项目	总资金回报率		经营活动资金回报率		投资活动资金回报率		金融经营活动资金回报率	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	11.79	11.42	20.83	20.30	3.09	2.97	11.25	8.94
行业平均	11.69	12.36	24.71	28.03	2.84	2.98	5.59	4.44
最大值	28.07	47.72	174.75	294.71	12.94	13.73	11.18	8.87
中位数	11.95	11.39	20.58	18.15	1.50	1.68	5.59	4.44
最小值	1.80	－2.33	－2.76	－7.89	－1.21	－0.11	0.00	0.00
样本量	31	37	31	37	31	37	2	2

注：金融经营活动资金回报率统计样本以本行业内金融经营活动资金不为 0 的企业家数为准。

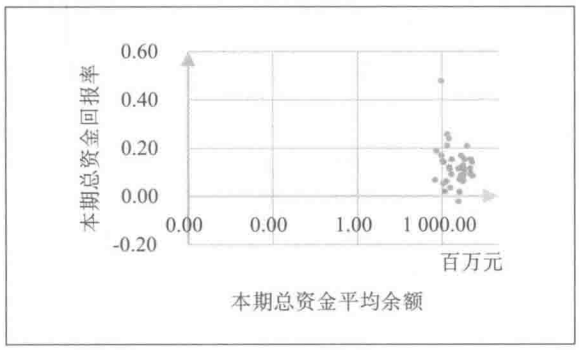


图 27－7　2015 年传播与文化业上市公司总资金占用与总资金回报率散点图

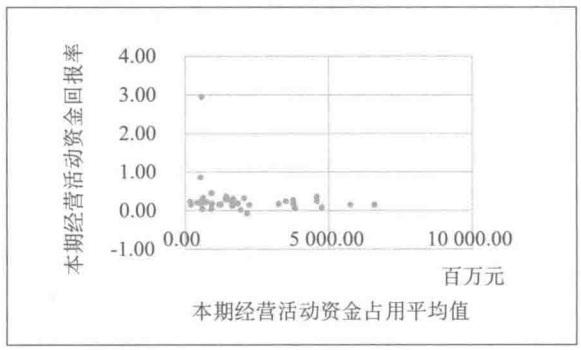


图 27－8　2015 年传播与文化行业上市公司经营活动资金占用与经营活动资金回报率散点图

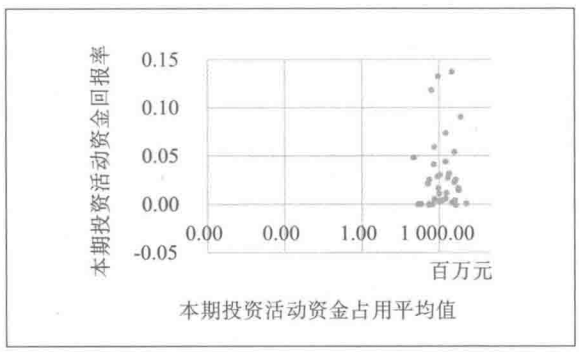


图 27－9　2015 年传播与文化行业上市公司经营金融活动资金占用与经营金融活动资金回报率散点图

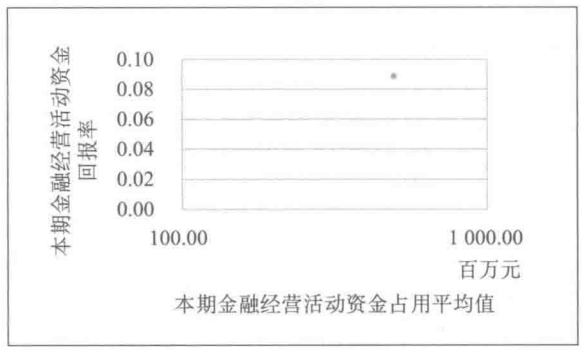


图 27－10　2015 年传播与文化行业上市公司投资活动资金占用与投资活动资金回报率散点图

从表 27－14 中可以看出，2015 年传播与文化行业总体的总资金回报率比 2014 年下降了 0.37 个百分点，下降了 3.14%；经营活动资金回报率下降了 0.53 个百分点，下降了 2.52%，投资活动资金回报率下降了 0.12 个百分点，下降了 3.61%；金融经营活动资金回报率下降了 2.31 个百分点，下降了 20.54%。可见，除了金融经营活动的资金回报率有较大幅度的下降之外，其他三个资金回报率与上年相比基本保持稳定，这可能与该行业金融经营活动企业家数较少有关。而 2015 年行业平均的总资金回报率、经营活动资金回报率和投资活动资金回报率均有所上升，说明相对于 2014 年，从单个企业资金利用的情况来看，该行业的总资金、经营活动资金和投资活动资金的利用情况有所改善，而金融经营活动资金回报率下降了 1.15 个百分点，下降了 20.66%，与从行业整体层面作出的分析一致，说明该行业上市公司 2015 年的金融经营活动资金利用效率有所降低。

六、2015 年传播与文化行业上市公司融资结构与财务风险分析

（一）总资金融资结构与长期财务风险分析

1. 行业层面

从表 27－15、图 27－11 和图 27－12 中可知，2014 年、2015 年两年公司的融资结构相对稳定，从行业总体来看，资金来源中自有资金所占比例分别为 89.34% 和 89.87%，说明该行业上市公司的资金主要来源于自有，公司财务风险相对较低。同时，两年的财务杠杆［财务杠杆 =（利润总额 + 财务费用）/利润总额］均为 0.99，小于 1，说明从总体来看，该行业总体负担的财务费用为负数，进一步说明该行业上市公司对外借款额较小、财务风险较低；从行业内企业的平均水平来看，2014 年、2015 年两年资金来源中自有资金所占比例分别为 89.97% 和 89.34%，财务杠杆分别为 1.02 和 0.93，说明从公司个体的层面看，该行业的财务风险仍然较低，公司资金多来源于自有；借入资金比例的中位数低于行业平均数，说明大多数公司借入资金的比例低于行业平均，进一步说明该行业公司的资金更多来

源于自有。通过以上分析可知，传播与文化行业的资金主要来自于企业内部，公司的财务风险较低，这可能与上市公司权益融资较为便利相关，该行业的上市公司在利用权益融资之外可考虑提高外部借款的比例，利用财务杠杆的效用为股东创造更多的财富。

表 27－15　　2014～2015 年传播与文化行业总资金融资结构与财务杠杆统计分析表

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末	2014 年	2015 年
行业总体	10.66	10.13	89.34	89.87	0.99	0.99
行业平均	10.03	10.66	89.97	89.34	1.02	0.93
最大值	44.18	49.49	100.00	100.00	1.34	1.24
中位数	6.54	7.33	93.46	92.67	1.00	1.00
最小值	0.00	0.00	55.82	50.51	0.71	－1.16
样本量	31	37	31	37	31	37

图 27－11　2014～2015 年传播与文化行业上市公司总资金融资结构

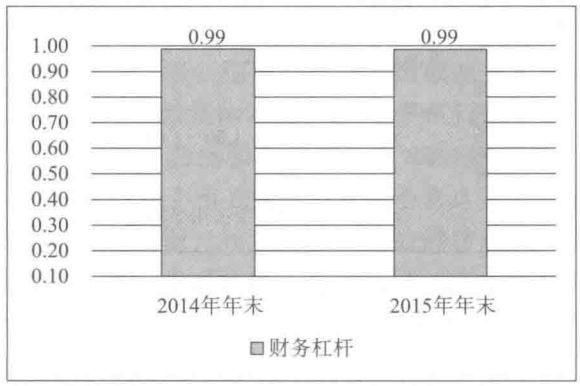


图 27－12　2014～2015 年传播与文化行业财务杠杆

2. 企业层面

从表 27－16 和图 27－13 中可知，2014 年、2015 年传播与文化行业上市公司中借入资金在总资金中所占比例低于 25% 的公司比例分别为 90.32% 和 86.49%，借入资金占比的散点图中也可以看出，绝大部分公司借入资金在总资金中所占的比例分布在 0.00～0.20 的区域，都说明绝大多数传播与文化行业上市公司的资金来源于权益而非负债，该行业公司的财务风险较低。

表 27－16　　2014～2015 年传播与文化行业总资金融资结构分段统计表

比例区间（%）	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	7	22.58	5	13.51	0	0.00	0	0.00
(0，25]	21	67.74	27	72.97	0	0.00	0	0.00
(25，50]	3	9.68	5	13.51	0	0.00	0	0.00
(50，75]	0	0.00	0	0.00	3	9.68	5	13.51
(75，100]	0	0.00	0	0.00	28	90.32	32	86.49
>100	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
总计	31	100	37	100	31	100	37	100

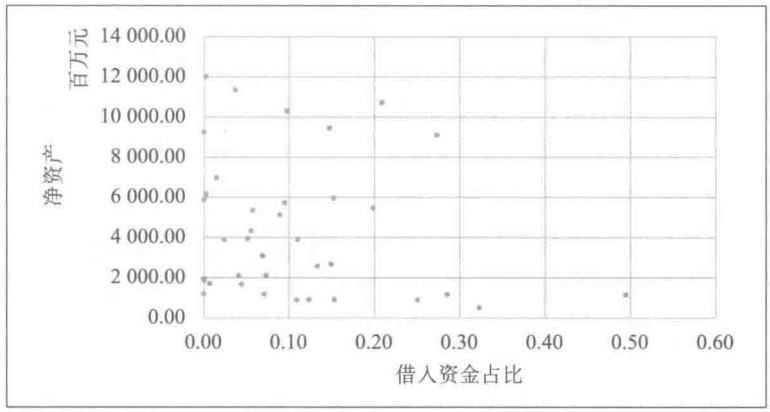


图 27－13　2015 年传播与文化行业上市公司借入资金占比与净资产散点图

从表 27－17 和图 27－14 中可知，传播与文化行业 2014 年、2015 年财务杠杆 <1 的上市公司分别占样本总量的 54.84% 和 51.35%，说明该行业超过一半的公司当年的财务费用为负数，即企业对外借款额较少，从散点图看，绝大部分样本企业的财务杠杆分布在 1 左右，说明绝大部分企业的财务费用相对于当年的利润总额数额较低，财务杠杆的最大值在 1.2 左右，没有超过 1.5 的公司，说明利润总额对公司的利息费用有较强的保障能力，该行业上市公司的财务风险较低。

表 27－17　　2014～2015 年传播与文化行业财务杠杆分段统计表

比例区间	财务杠杆			
	2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）
<0	0	0.00	1	2.70
[0，0.5）	0	0.00	0	0.00
[0.5，1）	17	54.84	19	51.35
[1，1.5）	14	45.16	17	45.95
总计	31	100	37	100

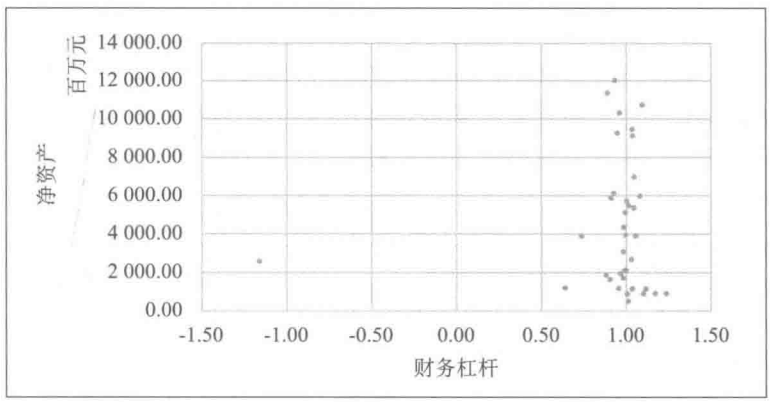


图 27－14　2015 年传播与文化行业上市公司财务杠杆与净资产散点图

（二）营运资金融资结构与短期财务风险分析

1. 行业层面

从表 27－18 和图 27－15 来看，传播与文化行业 2015 年短期金融性负债占比总体为 12.54%，较 2014 年有所下降，而该行业企业短期金融性负债在营运资金所占比例的平均数为 33.56%，较 2014 年

有大幅度的上升，2015 年短期金融性负债占比的中位数为 8.18%，小于行业平均数，说明大部分企业的短期金融性负债在营运资金中的占比水平大大低于行业平均数，即行业平均水平较高可能是由于个别企业的短期负债水平较高所导致。传播与文化行业的上市公司 2014 年的营运资本占比为 87.34%，2015 年则为 87.46%，有一定程度的提高，公司营运资本占比提高，使公司可以减少对短期金融性负债的利用，减小公司的经营风险。

表 27－18　　2014～2015 年传播与文化行业营运资金融资结构统计分析表　　单位：%

项目	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
行业总体	12.66	12.54	87.34	87.46
行业平均	5.91	33.56	94.09	66.44
最大值	143.78	731.23	347.77	165.32
中位数	5.33	8.18	94.67	91.82
最小值	－247.77	－65.32	－43.78	－631.23
样本量	31	37	31	37

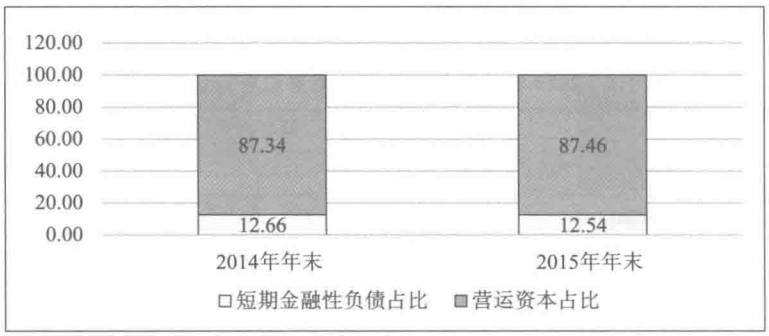


图 27－15　2014～2015 年传播与文化行业营运资金融资结构

2. 企业层面

从表 27－19 中可知，2015 年和 2014 年传播与文化行业营运资本在营运资金中占比超过 75% 的上市公司的比例分别为 75.68% 和 80.65%，说明两年中，绝大部分该行业上市公司的营运资金更多地来自于长期资金。从图 27－16 可知，2015 年传播与文化行业上市公司的短期金融负债占比密集分部在 0 的位置，即，大多数企业的短期金融负债在营运资金中所占的比例较低。以上分析均表明该行业营运资金更多地来源于长期资金，样本企业的财务风险较低。

表 27－19　　2014～2015 年传播与文化行业营运资金来源结构分段统计表

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	9	29.03	7	18.92	1	3.23	2	5.41
(0，25]	16	51.61	21	56.76	1	3.23	1	2.70
(25，50]	4	12.90	4	10.81	0	0.00	2	5.41
(50，75]	0	0.00	2	5.41	4	12.90	4	10.81
(75，100]	1	3.23	1	2.70	23	74.19	26	70.27
>100	1	3.23	2	5.41	2	6.45	2	5.41
总计	31	100	37	100	31	100	37	100

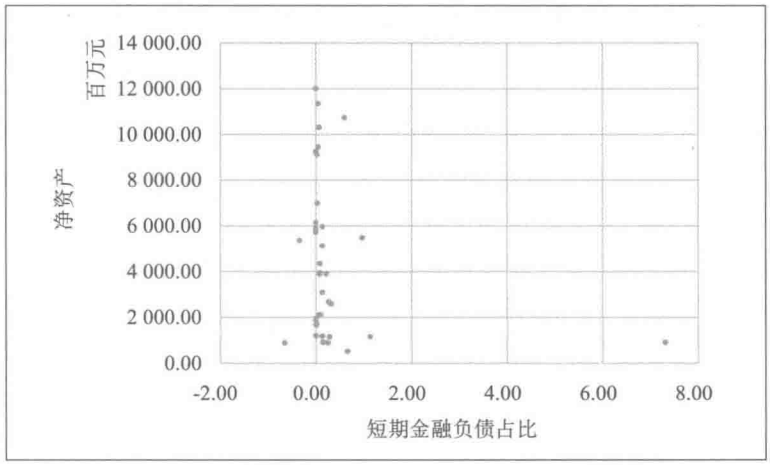


图 27－16　2015 年传播与文化行业上市公司短期金融性负债占比与净资产散点图

七、2015 年传播与文化行业上市公司营运资金管理绩效排行榜

本部分分别按“经营活动营运资金周转期（按要素）”和“经营活动营运资金周转期（按渠道）”进行排名，考察传播与文化行业上市公司营运资金管理绩效。在对上市公司营运资金管理绩效进行排名时，剔除了财务数据异常的公司，详见附录 1。

八、2015 年传播与文化行业上市公司营运资金管理典型案例

（一）华数传媒简介

华数传媒网络有限公司（以下简称：华数传媒）是华数数字电视传媒集团有限公司旗下专业从事数字电视网络运营与新传媒发展的运营企业。

华数传媒是杭州地区有线数字电视网络运营商，拥有超过 2 000 万数字电视用户；华数传媒大力实施走出去、规模化的发展战略，通过市场化的方式实现了浙江省内各地市有线电视网络的业务联合，新业务范围覆盖浙江全省 600 多万户有线电视用户；同时，凭着自身在互动电视技术、内容、应用、运营等方面的积累，华数传媒与北京、重庆、陕西、安徽、云南、新疆、河北、武汉、厦门、福州、南昌等全国 25 个省百余个城市广电网络建立了联合运营的战略合作伙伴关系，共同推进“下一代广播电视网”（NGB）的发展。华数传媒拥有全国最大的数字化节目内容媒体资源库，是全国最大的互动电视内容提供商、全国最大的 3G 手机电视内容提供商，是本地有线数字电视网络运营平台和面向全国的互动电视运营服务主平台。华数传媒拥有 IPTV 运营牌照，并且在全国率先获取 3G 手机电视全国集成运营牌照，并正在大力推动与各大通信运营商在 3G 手机电视业务上的战略合作。

（二）华数传媒营运资金管理绩效分析

如表 27－20 所示，2015 年华数传媒的经营活动营运资金周转期为－175 天，远远低于当年行业的平均水平 83 天，在行业 37 家上市公司中，排名第 2 位，而参考 2013 年和 2014 年的数据，华数传媒经营活动营运资金周转期分别在行业中均排名第 2 位。可以说，华数传媒的经营活动营运资金的管理水平在行业内是较为出色的。下面，我们进一步分析。从 2015 年当年来看，华数传媒的采购渠道营运资金周转期为－85 天，生产渠道的营运资金周转期为－27 天，营销渠道的营运资金周转期为－63 天，三个渠道的营运资金周转期均远低于行业的平均水平，其中，营销渠道的营运资金周转更是比行业平均水平快了 171 天。而从与 2013～2014 年的纵向比较可以看出，经营活动营运资金周转期处于逐年增加的趋势，其主要原因在于采购渠道营运资金周转期的逐年增加。

具体分析，我们可以看出，采购渠道营运资金周转期方面，2014 年比 2013 年延长了 11 天，2015 年比 2014 年延长了 6 天，与 2013 年相比，上升了 17 天；在生产渠道营运资金周转期方面，2014 年比 2013 年延长了 1 天，但 2015 年比 2014 年缩短了 7 天，比 2013 年缩短了 6 天，且均低于行业的平均水平；在营销渠道营运资金周转期方面，2014 年与 2013 年相比缩短了 4 天，2015 年比 2014 年延长了 5

表 27－20　　华数传媒 2013～2015 年经营活动营运资金周转期（按渠道）变化趋势表　　单位：天

指标	采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
2013	－102（3）	－21（6）	－64（3）	－187（2）
2014	－91（4）	－20（7）	－68（2）	－179（2）
2015	－85（4）	－27（10）	－63（4）	－175（2）
2015 年行业平均值	－22	－4	108	83

天，但在行业中的排名均处于上游水平。综上分析，华数传媒生产渠道和采购渠道的营运资金周转期三年均显著低于行业平均水平，处于行业营运资金管理的上游，这得益于华数传媒注重渠道管理和供应链管理，将营运资金与供应链结合起来，实施基于供应链的营运资金管理，而这正是华数传媒保持其经营活动营运资金管理绩效提高的主要原因。

如表 27－21 所示，2015 年华数传媒经营活动营运资金周转期（按要素）为－42 天，远低于行业的平均水平 111 天，在行业内排名第 3 位。从要素视角进一步分析，2015 年华数传媒存货周转期为 6 天，比行业平均水平低 62 天，应收账款周转期为 58 天，比行业平均水平低 44 天，应付账款周转期 96 天，比行业平均水平高 37 天，存货和应收账款的周转期均短于行业平均水平，而应付账款的周转期又比行业平均水平长，因此华数传媒的经营活动营运资金的周转期与行业内其他企业相比具有显著的优势。

表 27－21　　华数传媒 2013～2015 年经营活动营运资金周转期（按要素）变化趋势表　　单位：天

指标	存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
2013	9（3）	61（16）	112（3）	－42（3）
2014	8（5）	55（15）	101（6）	－38（3）
2015	6（7）	58（16）	96（5）	－32（3）
2015 年行业平均值	68	102	59	111

从 2013～2015 年的纵向比较来看，华数传媒经营活动营运资金的周转期一直处于下降的趋势，2014 年比 2013 年下降了 9.52%，2015 年比 2014 年下降了 15.79%。具体分析，这三年存货周转期始终保持下降的趋势并处于行业领先的位置，应付账款周转期处于缩短的趋势，即企业对于上游供应商商业信用的利用程度有所减弱，但仍然处于行业领先地位；应收账款周转期则有所波动，2014 年相比 2013 年有小幅度的下降，2015 年相比于 2014 年又有小幅度的上升，应收账款周转期在行业中处于中下游的水平。从分要素的纵向比较分析中可以看出，应收账款的管理在华数传媒三个要素的管理中处于相对弱势的地位，可以说应收账款管理绩效的提高，是华数传媒提高经营活动营运资金周转效率的重要影响因素。

从分渠道的营运资金管理绩效的分析中可以看出，华数传媒各个渠道的周转期均位于行业中的上游水平，而其中生产渠道的周转期排名相对靠后，企业应加强对内部生产流程和存货等的管理，以提高生产渠道的营运自己周转效率进而提升经营活动营运资金的管理效率；从分要素的营运资金管理绩效分析中可以看出，华数传媒各个存货、应收账款、应付账款的周转期均领先于行业其他企业，而其中应收账款的周转期排名相对靠后，企业应加强与下游客户的合作进而提高应收账款的周转期，以提升经营活动营运资金的管理效率。

（三）华数传媒营运资金管理特色总结

浙报传媒公司是中国报业集团中第一家媒体经营性资产整体上市的公司，浙江省第一家国有上市文化企业。公司在 2013 年顺利完成对杭州边锋、上海浩方游戏平台收购，核心竞争优势更加明显，在营运资金管理中特色突出，同时也表现出一定的不足。

1. 借助新媒体、新网络的龙头企业的地位优势加强资金利用效率

公司有效利用自身有线电视网络和牌照资源，在“新媒体”、“新网络”方面实现了新老业务融合发展，并在多网融合方面领先于全国其他运营商。在新媒体领域，华数为全国 20 多个省、百余个城市广电网络提供互动电视内容、增值服务及解决方案，覆盖全国 90% 广电企业。公司互联网电视业务在全国拥有 60% 以上的市场份额，此外，华数在杭州地区拥有宽带网络用户近 50 万，已成长为杭州宽带接入市场龙头企业。

同时，自 2014 年以来，公司围绕互联网电视业务进行布局，认购万好万家股份，入股新疆广电旗下视讯传媒、唐人影视、上海银润传媒广告，同时设立投资基金。除此之外，公司进行了组织结构的调整，对原有互联网和互联网电视业务人员进行整合调整，成立“互联网事业部”以及“互联网电视事业部”。根据公司战略，未来公司将加大对内容领域的投资；而终端方面的布局和投资或与阿里终端战略同步。

华数传媒在媒体行业的地位优势以及产业布局为其带来了议价优势，公司与下游供应商的议价能力较强，故从渠道营运资金管理来看，采购渠道的营运资金管理效率较高，从要素营运资金管理的角度看，应付账款的周转期限领先于行业的大部分企业。

2. 从内容、支付、运营三个方面为用户提供更精细的服务以提高营销渠道营运资金的管理绩效

随着“家庭围绕设备”的流量经济，逐渐转化为“设备围绕家庭”的场景经济，用户会为了更好的内容、服务和运营形成的体验买单。华数从内容、支付、运营三个方面做更精细化的互联网化升级，升级家庭娱乐服务。

首先是内容进一步互联网化。华数不仅将推进内容采购及投资计划更倾斜互联网化内容，更是会加入到 IP 制作、甚至是创造 IP 的行列，积极布局内容产业上游，不断巩固和加强华数在内容领域的优势，推助华数在内容上的王者地位。其次是支付进一步互联网化，随着快捷支付的体验升级，用户进行登录、支付，3 秒即可完成。微信服务号以及支付宝服务号中的推广加支付相结合的模式，产生了不可估量的结果。最后是运营进一步互联网化。华数在内容大数据、生活大数据以及大数据上进行着采集、处理、整合、共享、挖掘、分析和应用。将这些成果应用到实际的运营中去，便能够做到更精准地定位、更精准地推荐以及更精准的营销。

通过内容、支付、运营三方面为用户提供更为完善的服务，使得用户从产品体验、付款的便捷等方面都得到改善，提高了款项回笼的速度，这也是公司最近三年营销渠道的营运资金周转期限遥遥领先同行业公司的重要原因。

3. 新产品的研发和推广加大了公司生产渠道对营运资金的需求

华数传媒以“新网络 + 应用”、“新媒体 + 内容”、“大数据 + 开发”三大战略为指导思想，加大“新网络”、“新媒体”的投资力度。在“新网络”方面，2015 年华数传媒在杭州地区有线电视网络业务保持稳步健康增长，高清整转工程主体阶段已经完成，高清覆盖率提升至 52%。宽带网络业务超额完成定向增发时的利润承诺，大众宽带用户规模超过 60 万。在“新媒体”方面，华数传媒全国互动电视用户规模同比增长 31.78%，业务收入同比增长 24.1%；互联网电视业务继续保持全国领先地位，用户覆盖规模达 8 000 万，激活点播用户超 3 200 万，市场占有率约 50%，业务收入同比增长 181.85%；手机电视用户达 3 000 万，累积付费用户达 1 000 万，业务收入同比增长 19.13%；新媒体广告业务收入同比增长 128.16%。新产品的开发和推广增加了生产领域的资金需求，这也是公司生产渠道营运资金的周转效率相对另外两个渠道较低的原因所在。

九、2015 年传播与文化行业上市公司营运资金管理调查结论与建议

（一）调查结论

通过对 2015 年中国传播与文化行业上市公司营运资金管理绩效的调查和分析，初步可以得出以下结论。

1. 营运资金使用途径多元化，更多配置在投资领域

2015 年传播与文化行业上市公司的营运资金有 84.85% 配置在投资领域，这一比例较 2014 年上升了 4.4 个百分点，说明传播与文化行业的上市公司短期资金不仅仅用于满足日常生产经营的需要，该行业上市公司较注重自身的使用效率，其配置的途径更加多元化，并且投资领域已经成为营运资金配置的主体。

2. 营销渠道营运资金管理绩效恶化，导致经营活动营运资金管理绩效的恶化

2011 ~ 2015 年在营运资金管理分渠道分析的视角下，传播与文化行业分要素的经营活动营运资金周转期限处于上升的趋势，从 2011 年的 13 天增加到 2015 年的 36 天。其中，采购渠道和生产渠道营运资金周转期整体呈现稳定状态，而营销渠道的营运资金周转期变化幅度比较大，从 2011 ~ 2015 年五年的变动趋势来看，传播与文化行业营销渠道营运资金周转期从 2011 年的 49 天逐渐增加到 2015 年的 89.1 天，一直呈现恶化的趋势，这是影响该行业经营活动营运资金管理绩效（分渠道）的主要因素。

买方市场的现状是造成营销渠道资金周转期限较慢的原因之一，但企业必须树立以渠道管理为重心的管理理念，着力改进和优化营销业务流程，加强营销流程的优化和管理，降低周期，从而改善经营活动营运资金管理绩效。

3. 应收账款的管理存在不足

2011 ~ 2015 年应收账款和应付账款的周转期来看，在应付账款周转期略有下降的趋势下，应收账款的周转期却呈现出较为明显的不稳定状态。分析可见，传播与文化行业上市公司已经逐步减少通过拖欠应付账款来融资的方式，从而弱化以损害供应链关系为代价换取营运资金管理绩效提高的行为，这也表明了上市公司已经逐步认识到从供应链管理、客户关系管理方面提升营运资金管理水平的重要性。同时，面对较为复杂的经济环境，应收账款周转期的增加表明管理上存在着不合理。企业在改革的大背景下，应该筹措资金投入到新兴产业中，面临经济结构调整的形势，企业要加快回笼资金实现供应链中资金的高速运转。

4. 短期借款依赖程度较低

从行业总体来看，2015 年传播与文化行业营运资金融资结构中短期金融性负债占比为 12.54%，较 2014 年略有下降，处于较低的水平。虽然行业平均的占比情况较 2014 年有所升高，但仍处于风险较低的水平，这说明该行业营运资金中短期借款所占的比重较低，风险较小。

（二）对策建议

1. 更新营运资金管理观念，重视渠道建设

上述调查结论表明，传播与文化行业较为重视分要素的营运资金管理，而且从要素角度对营运资金进行管理的水平也相对来说较为成熟，但单纯依靠财务部门对营运资金进行管理和控制，其对营运资金管理绩效的改善作用将越来越小，改善营运资金管理绩效最为根本的是从业务流程和渠道角度进行优化。但是从分渠道的角度来看，营销渠道营运资金管理绩效依然呈恶化趋势，随着我国文化体制改革以及文化产业的市场化，传播与文化企业要想获得持续竞争优势，在营运资金管理上必须进一步加强渠道管理，特别是营销渠道，才能更好的实现企业营运资金的高效运转。

2. 优化供应链关系，强化产业链管理

上述调查结论表明，传播与文化行业营运资金的融资结构中对于上下游企业的资金占用水平均处于较低的水平，说明该行业的大多数企业尚不能利用供应链融资优化自身的营运资金结构，这也是传播与文化行业营运资金管理的关键。因此，文化与传播行业应重视对产业链上下游企业的关系管理，利用商业信用以及供应链关系提高自身的经营活动营运资金管理水平。企业以供应链的优化整合为核心，加强渠道管理，优化供应链结构等措施，进行营运资金的全面管理可以有效地提高营运资金管理绩效。具体表现为：充分利用地区的地理位置、交通网络、特色资源和产业优势，形成区域内的供应链一体化和地区内产业衔接，并通过加强区域间的经济合作等方式，将企业的单体优势转化为区域和产业的整体优势，从而形成区域和产业的核心竞争力。因此，传播与文化上市公司应该更新营运资金管理观念，重视渠道建设，确立以供应链整体绩效提升为根本的目标导向，从根源上为提升营运资金

管理绩效打下坚实基础。

3. 拓宽融资渠道，实现产业多元化发展

要加快文化产业的发展，需要拓宽传播与文化企业的融资渠道，提高该行业的产业多元化发展。特别是对非公益性传媒领域，要进一步打破垄断经营，放宽市场的准入机制，引进竞争机制，增加竞争主体，加快培育多元化经营主体。在融资渠道方面通过企业间的联合、重组、兼并等方式实现对优势传媒资源的控制，使转型成功的传播与文化企业继续作大作强，鼓励扶持有条件的文化企业走出去整合境外优质资源，实现产业结构调整和产业升级，打通产业链条，提升企业市场化、产业化、集约化程度，打造具有竞争优势的新兴传媒产业集团。

4. 建立新的商业模式，借助宏观形势带动产业发展

2015 年是中国传播与文化行业发展的新时期、新阶段，原有传播与文化行业在营运资金管理理念和方法上都比较落后，在新的经济形势和经营环境下，企业应转变传统营运资金管理观念，借助较好的宏观经济形势，带动产业的整体发展。特别是当今世界文化及传媒产业格局正在发生新的变化、国家文化产业振兴规划也已经出台，文化体制改革和文化及传媒产业向纵深发展，在这样的宏观背景下，传播与文化企业更要抓住机遇，建立新的业务经营模式，以推进我国文化及传媒产业实现跨越式发展。

主要参考文献

1. 中国海洋大学企业营运资金管理研究课题组："中国上市公司营运资金管理调查：2009"，《会计研究》，2010 年第 9 期。

2. 王竹泉、王秀华、孙建强、王贞洁："上市公司营运资金管理调查：2014"，《会计研究》。

3. 王竹泉、孙莹、孙建强等：《营运资金管理发展报告 2013》，中国财政经济出版社 2013 年版。

4. 王竹泉、马广林："分销渠道控制：跨区分销企业营运资金管理的重心"，《会计研究》，2005 年第 6 版。

5. 华数传媒集团股份有限公司网站：http：//www. wusa. com. cn/。

6. 中华人名共和国国家新闻出版广电总局网站：http：//www. sarft. gov. cn/。

7. 王竹泉、逄咏梅、孙建强："国内外营运资金管理研究的回顾与展望"，《会计研究》，2007 年第 2 期。

第二十八章　2015 年综合类上市公司营运资金管理调查

【摘要】本报告分析了 2015 年综合类行业共 18 家上市公司营运资金占用、来源、各渠道和各要素的营运资金管理绩效等情况。结果显示，与 2014 年相比，总体规模减少了两家上市公司，行业营运资金总体占用水平略有下降，2015 年综合类营运资金虽仍主要配置在经营活动上，但经营活动配置比率比 2014 年有所下降，营运资金向投资活动转移；从渠道视角看，行业营销渠道的资金占用是经营活动营运资金占用的主要构成，且呈现微幅上升趋势，采购渠道营运资金占用水平一直为负；从要素视角看，2015 年综合类经营活动营运资金总额在降低，存货仍是经营活动营运资金的主体，且存货的营运资金占用水平有所下降；从营运资金管理绩效看，营销渠道营运资金周转期上升，而采购渠道和生产渠道营运资金周转期在下降，应收账款和应付账款周转期有所上升，存货周转基本不变，整体上经营活动营运资金周转期保持基本稳定；从营运资金来源看，行业营运资金主要来源于长期资金，但 2015 年综合类行业财务杠杆大幅上升，增加了行业总体财务风险。整体来看，综合类行业财务风险较高，企业未来需要关注营销渠道的资金占用，加强存货管理，以提高资金的运营效率。

一、综合类上市公司营运资金基本特征

（一）综合类企业自身特征决定其营运资金管理特点

综合类上市公司的最大特点是主营业务多元化，涉及房地产行业、批发零售业、制造业、服务业、运输业、建筑业以及煤炭开采业、电力等行业。这类企业的经营成果受多个行业的经济环境和政策形势影响。这些广泛涉足多种行业的综合类企业多为集团公司，综合实力较为雄厚，在市场中具有较强的竞争力。几乎所有综合类企业均或多或少地涉足房地产业务，这意味着综合类公司对国家货币政策，房地产调控政策相对敏感。除了均涉足房地产业务外，大部分企业也涉足批发、零售行业。而批发、零售业主要从事商品的流转业务，其经营特点是交易品种多，交易次数频繁，商品和资金流转速度都很快，经营周期短。批发、零售业与人们的日常生活需求密切相关。因此，受物价水平和人们的购买力水平影响较大。此外，综合类企业集团大多进行的是相关多元化投资，主要是投资于某个行业的上下游企业，由此可以降低市场的交易费用，也有利于综合类企业进行供应链管理。

综合类企业经营活动的特点决定了其营运资金管理的特点。因此综合类行业营运资金管理具有如下特点：

1. 多涉及房地产行业，资金周转水平不高

综合类行业的企业多有涉及房地产行业，在生产渠道和营销渠道上受房地产行业的影响较大，无论是生产渠道尚处于建设中的土地还是营销渠道大量囤积的商品房，导致存货周期过长，远高于其他行业的存货周转期，降低了生产渠道和营销渠道周转水平。据调查报告显示，综合类行业的经营活动营运资金周转期呈现波动上升的趋势，2015 年周转期比 2014 年有微幅下降。按要素来看，2015 年综合类行业经营活动营运资金周转期比 2014 年近缩短了 4.5 天，下降仅 1.4%；按渠道来算，则缩短了不到 1 天。由此可见，综合类行业总体营运资金管理水平不高，且趋势未得到根本的改变。

2. 应付账款周转期长于应收账款周转期，充分利用供应链管理营运资金

由于综合类企业通常实力雄厚，具有较强的议价能力，能够说服下游企业给予一定的信用还款期限，从而延长应付账款周转期，从供应链上获得低成本融资，有利于加快企业的营运资金周转。而且从调查报告的数据显示，综合类行业应付账款周转期从 2011～2015 年分别是 54 天、54 天、74 天、91 天、102 天，呈现不断上升的明显趋势；而应收账款周转期分别为 30 天、30 天、46 天、79 天、87 天，

表明其应收账款周转期变长。但总体而言，应付账款周转期长于应收账款周转期。

3. 生产渠道营运资金周转期较长，采购渠道和营销渠道营运资金周转期较短

综合类行业采购渠道营运资金周转期都为负值，而且 2011 ~ 2015 年不断缩短；而生产渠道和营销渠道营运资金周转期近 5 年呈现波动延长的趋势；但总体而言，生产渠道和营销渠道营运资金周转期较长，采购渠道周转期相对较短。主要是由于商品房从建造到销售一般都要经历一个相对较长的时间，生产渠道营运资金受房地产企业中在产品存货即土地影响最大。由于综合类企业具有很强的综合实力以及较完善的供应链管理系统，因此该行业的采购渠道的营运资金管理较为先进。

（二）综合类行业营运资金配置特征与来源分析

1. 综合类行业营运资金配置特征

据上市公司营运资金调查报告所提供数据来看，近 5 年来综合类行业营运资金配置具有以下特点：营运资金向投资活动不断倾斜，但从总体上来看，近几主要将营运资金配置在经营活动。2015 年将营运资金的 60.8% 都投放在经营活动领域，投放在投资活动领域的占营运资金总额的 39.2%。在渠道配置层面，综合类企业采购渠道营运资金占比绝对值在增加，表明其能够充分利用上游供应商的资金，使其自身采购渠道不仅没有融资需求，还可以作为融资平台为其他资金需求提供融资支持。就要素层面而言，存货是经营活动营运资金的绝对主体，加强存货管理对于综合类上市公司来说至关重要。

2. 综合类行业营运资金来源特征

营运资金来源不同，企业财务风险大小也就不同。相比长期负债和企业自有资金融资，短期金融性负债融资带来的财务风险更大。因此短期金融性负债占营运资金之比越高，财务风险越大，综合类上市公司营运资金来源状况具有如下趋势：综合类短期金融负债占营运资金之比的行业均值先上升后下降，但 2015 年较 2014 年短期金融性负债占比的行业均值明显上升，表明综合类行业过度依赖短期金融负债的状况不仅没有得到改善，反而增加了整个行业的财务风险。

二、2015 年综合类行业经营环境变化主题词与大事件

（一）2015 年综合类行业经营环境变化主题词

1. 创新

大众创业，万众创新。2015 年一些创新项目层出不穷，随着技术创新的升级，移动互联、云计算、大数据、物联网等技术与现代制造开始不断结合，促进了电子商务、工业互联网和互联网金融的兴起和不断发展。政府鼓励“互联网 +”新经济形态，积极布局工业 4.0，“互联网 +”成为我国经济社会创新发展的重要驱动力量。互联网企业以其互联网思维创新及技术支撑，使之不断挑战和颠覆传统产业，创新商业模式。这一形势的发展，企业面临的竞争更加激烈，当下跨界经营已成为很普遍的现象，企业的竞争不止来自同行业，还有来自其他行业的企业。互联网与传统行业进行深度跨界融合，创造出的新的发展生态，催生了一些新的商业模式，这些都大大提高了企业的营运资金使用效率，减少了营运资金在生产及销售渠道的占用。

2. 改革

2015 年总体经济增长速度放缓，国内大部分行业产能过剩，供需不平衡。政府实施供给侧改革，在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革，提高供给体系质量和效率，增强经济持续增长动力。国有企业改革在 2015 年实现了大规模的开展，实行混合所有制。这些改革旨在提高企业资本配置效率，改善国企经营效率低下的状况。显然这些改革措施会不断提高企业的运营能力，营运资金管理水平也会逐步提高提升。

（二）2015 年综合类行业经营环境变化大事件

1. 宝安集团调整转型促资金回笼

2015 年中国宝安集团响应转型升级的号召，以近 12 亿元总价向东旭集团有限公司转让宝安地产 15% 股份，加快向新材料新能源产业战略转型的步伐。剥离不景气的房地产业务，加速资金回笼，积

极布局新能源，提高资金的使用效率。在2015年中国资本市场高峰论坛上，中国宝安获得“最佳持续投资价值奖”。获得投资者的一致认可，这对于宝安集团日后融资大有益处。

2. 江苏吴中与工行的产融结合

另一个综合类企业江苏吴中实业股份有限公司在2015年与中国工商银行苏州分行达成战略合作协议。工商银行苏州分行将致力于成为该公司紧密的合作伙伴，为公司量身定制直接融资、股权融资、私人银行等全方位金融服务方案，助力江苏吴中作大作强。在一定意义上来说是产融结合的良好典范，对于江苏吴中的经营来说，其营运资金保障能力可以得到提高，能够稳定地从工行渠道借款，降低财务和经营风险。

3. 货币政策影响融资

稳健的货币政策注重松紧适度，央行多次降准降息，创新货币政策工具，加大对实体经济支持力度。进一步降低企业融资成本，综合类企业大多是集团公司，涉及行业和子公司众多，这些政策能够改善其融资环境，拓宽营运资金来源。同时实施积极的财政政策，扩大结构性减税范围，助推经济结构调整转型。

4. 技术创新打破信息不对称

当互联网越来越成为社会的一项基础设施时，互联网与各产业不断的融合，这些技术创新在不断颠覆旧的商业模式，同时也创造了大量的便利和机会。以传统批发、零售行业来说，互联网企业的跨界使其经营模式被颠覆，遭遇重大冲击。这些技术应用打破了供需之间的信息不对称，使供需高度匹配，实现即需即供，大大提高了资金运营效率。这一行业多是综合类企业所涉足的行业，因此综合类企业应拥抱变化，利用好互联网这一基础设施，改善其经营管理方式，提高营运资金管理效率。

5. 金融创新拓展融资模式

2015年金融体制改革，我国进行了一系列金融创新，尤其以互联网金融发展势头最为强劲。提高金融服务试题经济效率，实现金融风险监管全覆盖。国家推进股票、债券市场改革，促进多层次资本市场健康发展，调高直接融资比重，规范发展互联网金融等。金融创新的持续发展为企业的融资模式创造了更多的选择机会，有助于提高企业融资水平。

6. 商业模式创新减少渠道资金占用

现在企业之间的竞争不再是产品与产品的竞争，更多的是商业模式的竞争。近年来国内经济主体的创新活动进入加速期，尤以商业模式的创新最为活跃。逐步从零售领域扩展到物流、批发和各类服务行业，渗透到流通业的经营思想、技术手段、管理方法等诸多方面。大众创业、万人创新的时代，创新的商业模式此起彼伏，它们不断挑战和颠覆旧的商业模式，当然它们也需要等待时间的检验。这个过程就足够给社会带来进步，在技术支持下，新的商业模式中，可以实行个性化定制，进行精准营销，大大节约了企业在各个渠道的资金占有，提高营运资金使用效率。

7. 以用户为中心，倒逼供应链

消费者主权时代到来。以用户主导、数据为驱动的社群商业已成为未来发展的大势所趋。品牌商家与消费者的关系逐渐由前者单向的宣传，过渡到两者双向的协调与互动。在信息经济时代，一些过去单纯的消费者，现在变成了集品牌商品宣传推广者、创新推动者和项目投资者“三位一体”的消费商。真正做到以客户为中心，与客户实现互利共赢的企业才能可持续的生存下去。体验经济时代，给予客户更好的体验才能携消费者以令供应商和客户，实现营运资金的高效利用。

三、2015年综合类上市公司营运资金存量及其分布状况

（一）综合类上市公司营运资金存量及其分布状况总体分析

2015年综合类有18家上市公司，相比2014年减少2家。其中可比样本企业总数为17家。该行业上市公司一般都进行多元化经营，且各种经营收入的比重大致相当。

1. 行业层面

2015年，综合类行业层面营运资金存量及分布状况见表28－1、图28－1、图28－2。

表 28 - 1　　2014 ~ 2015 年综合类行业营运资金存量及其分布状况

项目	营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用（亿元）		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用（亿元）		投资活动营运资金期末占比（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	316.04	299.77	217.01	182.26	68.66	60.80	0.00	0.00	0.00	0.00	99.04	117.51	31.34	39.20
行业平均	15.80	16.65	10.85	10.13	85.20	65.11	0.00	0.00	0.00	0.00	4.95	6.53	14.80	34.89
最大值	71.88	95.16	49.10	53.08	—	—	0.00	0.00	—	—	22.78	42.08	—	—
中位数	8.83	10.02	5.19	5.47	76.41	68.13	0.00	0.00	0.00	0.00	2.72	3.10	23.59	31.87
最小值	-3.39	-9.18	-5.36	-10.24	—	—	0.00	0.00	—	—	0.29	0.03	—	—
样本量	20	18	20	18	20	18	20	18	20	18	20	18	20	18

图 28 - 1　2014 ~ 2015 年综合类行业总体营运资金存量及其分布状况

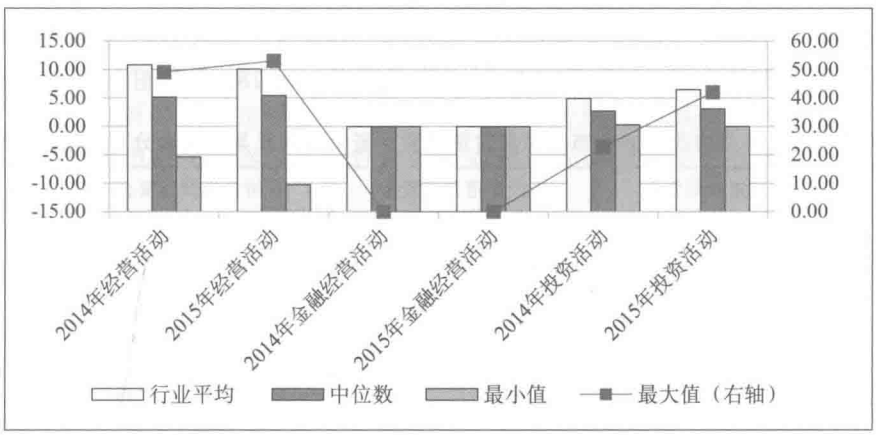


图 28 - 2　2014 ~ 2015 年综合类行业营运资金分布统计数据

从表 28 - 1 可见，2015 年综合类整体营运资金占用总额为 299.77 亿元，平均资金占用为 16.65 亿元，同比上升 5.39%；2015 年该行业营运资金占用量最大值为 95.16 亿元，中位数为 10.02 亿元，最小值为 -9.18 亿元。总体上 2015 年行业平均营业活动的流动资金需求有较小幅度的上升，行业内上市公司营运资金占有呈相对平缓的上升趋势。

结合图 28 - 1 和图 28 - 2 看营运资金配置结构，不难发现 2015 年综合类将约 60.80%（299.77 亿元）的营运资金投放在经营活动领域，同比下降 7.86 个百分点；投放在投资活动领域的营运资金比重由 31.34% 上升到 39.20%。2015 年综合类营运资金虽仍主要配置在经营活动上，但经营活动配置比率

比 2014 年有所下降，营运资金向投资活动转移。

2. 企业层面

为了更好地分析综合类上市公司营运资金的配置结构，本文对 2015 年和 2014 年上市公司的营运资金配置结构进行分段统计，统计结构如表 28 -2 所示。

表 28 -2　　2014 ~ 2015 年综合类行业上市公司营运资金分布状况分段统计表

区间（%）	按实体经营活动营运资金占比区间统计				按金融经营活动营运资金占比区间统计				按投资活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重
≤0	1	5.00	0	0.00	20	100.00	18	100.00	3	15.00	2	11.11
(0, 25]	1	5.00	3	16.67	0	0.00	0	0.00	8	40.00	5	27.78
(25, 50]	1	5.00	1	5.56	0	0.00	0	0.00	6	30.00	7	38.89
(50, 75]	6	30.00	7	38.89	0	0.00	0	0.00	1	5.00	1	5.56
(75, 100]	8	40.00	5	27.78	0	0.00	0	0.00	1	5.00	3	16.67
>100	3	15.00	2	11.11	0	0.00	0	0.00	1	5.00	0	0.00
总计	20	100	18	100	20	100	18	100.00	20	100.00	18	100.00

表 28 -2 中数据显示 2015 年综合类上市公司经营活动营运资金配置比例在 0 ~ 25%、50% ~ 75% 的公司数量有所增加，而 75% ~ 100% 范围内的公司数量的比重减少了 12.22 个百分点，配置率在 100% 以上的公司数量及比重也有所降低，说明经营活动营运资金配置率整体有降低的趋势。综合类行业并无上市公司将营运资金配置在金融经营活动领域。同时，2015 年综合类行业上市公司投资活动营运资金配置在 25% ~ 50%、50% ~ 75%、75% ~ 100% 的公司数量都在增加，说明 2015 年综合类上市公司营运资金的配置率总体上有从经营活动向投资活动转移的趋势。

（二）综合类行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布状况

1. 行业层面

2014 ~ 2015 年综合类经营活动营运资金的渠道配置情况如表 28 -3 和图 28 -3 所示。

表 28 -3　　2014 ~ 2015 年综合类行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计表

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	-53.35	-55.14	117.56	109.18	152.80	128.23	217.01	182.26
	行业平均	-2.67	-3.06	5.88	6.07	7.64	7.12	10.85	10.13
	最大值	1.41	5.36	30.93	29.14	29.96	37.13	49.10	53.08
	中位数	-1.66	-1.05	2.62	2.79	4.65	4.13	5.19	5.47
	最小值	-11.79	-13.18	-5.92	-9.11	-0.72	-0.50	-5.36	-10.24
占比（%）	行业总体	-24.58	-30.25	54.17	59.90	70.41	70.35	—	—
	行业平均	-26.06	-91.91	58.89	94.89	67.17	97.02	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	-18.68	-24.67	53.99	63.69	58.65	41.83	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本量		20	18	20	18	20	18	20	18

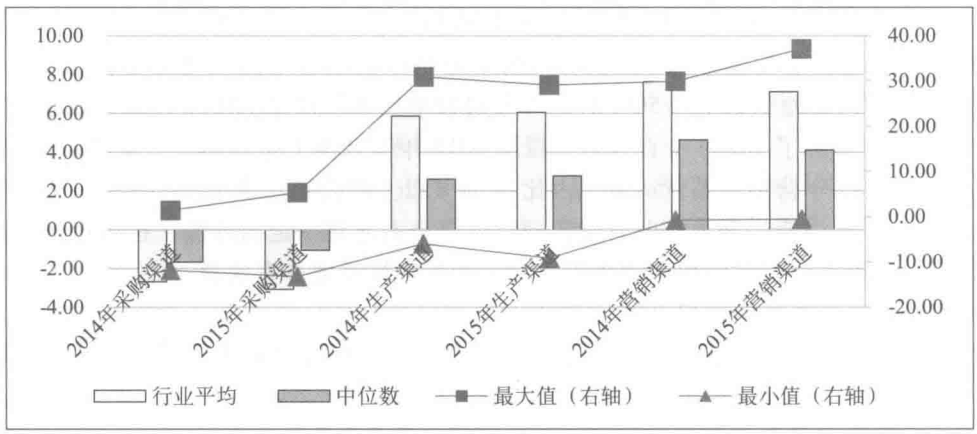


图 28－3　2014～2015 年综合类行业经营活动各渠道营运资金分布统计数据

结合表 28－3 和图 28－3，从经营活动营运资金的渠道配置来看，2015 年综合类上市公司采购渠道营运资金总量为－55.14 亿元，占经营活动营运资金的－30.25%；采购渠道平均营运资金为－3.06 亿元，占行业平均经营活动营运资金的－30.21%。从行业平均占比来看，这表明 2015 年综合类上市公司在整个供应链上与上游供应商保持着较好的合作，充分利用上游供应商的资金，使其自身采购渠道不仅没有融资需求，还可以作为融资平台为其他资金需求提供融资支持。并且从行业总体占比来看，与上游供应商的这种融资平台的作用依然很稳固，上市公司应维持好合作关系，增强该渠道的融资作用。

2015 年综合类上市公司垫支在生产渠道的营运资金总量为 109.18 亿元，占经营活动营运资金的 59.90%，与 2014 年相比，配置率上升 5.73 个百分点。生产渠道平均营运资金为 6.07 亿元，占行业平均经营活动营运资金的 59.92%。这表明 2015 年综合类上市公司生产渠道仍占用了大部分的经营活动营运资金，且与 2014 年相比总体占用水平略有上升，上市公司对生产渠道资金管理水平还应当进一步提高。

2015 年综合类上市公司垫支在营销渠道上的营运资金总量为 128.23 亿元，占经营活动营运资金总量的 70.35%；营销渠道平均营运资金为 7.12 亿元，占行业平均经营活动营运资金的 97.02%，配置率较上一年上升 29.85 个百分点。这说明营销渠道也占用了大部分的经营活动营运资金，行业平均配置率微幅上升，该行业上市公司应继续加强对营销渠道营运资金的管理，以减少对经营活动营运资金的占用。

2. 企业层面

2014～2015 年综合类上市公司经营活动营运资金的渠道配置情况见表 28－4。

表 28－4　　2014～2015 年综合类行业上市公司经营活动营运资金按渠道分布情况分段统计表

区间（%）	按采购渠道营运资金占比区间统计				按生产渠道营运资金占比区间统计				按营销渠道营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重
0	17	85.00	14	77.78	2	10.00	2	11.11	1	5.00	1	5.56
（0，25］	3	15.00	4	22.22	1	5.00	1	5.56	3	15.00	5	27.78
（25，50］	0	0.00	0	0.00	6	30.00	1	5.56	4	20.00	4	22.22
（50，75］	0	0.00	0	0.00	4	20.00	7	38.89	5	25.00	2	11.11
（75，100］	0	0.00	0	0.00	4	20.00	4	22.22	2	10.00	0	0.00
＞100	0	0.00	0	0.00	3	15.00	3	16.67	5	25.00	6	33.33
总计	20	100	18	100	20	100	18	100	20	100	18	100

从表 28 - 4 可以看出，2015 年综合类上市公司采购渠道营运资金配置全部都在 25% 以下，且有 14 家公司的采购渠道营运资金配置率为 0，表明采购渠道整体能很好地为其他渠道提供资金支持；2015 年生产渠道营运资金配置处于 25% ~ 50% 的上市公司数量比重下降 24.44 个百分点，而资金配置比率大于 75% 的公司比重增加了 18.89 个百分点，说明 2015 年综合类上市公司生产渠道营运资金的配置区间有上移的趋势；2015 年营销渠道营运资金占比在 50% 以上的公司比重为 44.44%，而 2014 年在此范围内的公司占 60%，这说明综合类行业营销活动营运资金占比有一定的降低，但占比依然很高。

（三）综合类行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布状况

1. 行业层面

2014 ~ 2015 年综合类上市公司经营活动营运资金的要素配置结构及分布如表 28 - 5 和图 28 - 4 所示。

表 28 - 5　2014 ~ 2015 年综合类行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布总体统计表

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	299.08	248.66	112.19	144.55	194.25	210.95	217.01	182.26
	行业平均	14.95	13.81	5.61	8.03	9.71	11.72	10.85	10.13
	最大值	61.76	63.08	18.73	26.12	34.22	45.08	49.10	53.08
	中位数	5.58	5.61	4.05	7.58	8.07	9.57	5.19	5.47
	最小值	0.00	0.00	0.08	0.26	0.12	0.10	-5.36	-10.24
占比（%）	行业总体	137.82	136.43	51.70	79.31	89.51	115.74	—	—
	行业平均	93.35	125.69	51.94	192.48	45.28	218.17	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	105.28	103.35	47.17	97.33	67.28	91.94	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本数量		20	18	20	18	20	18	20	18

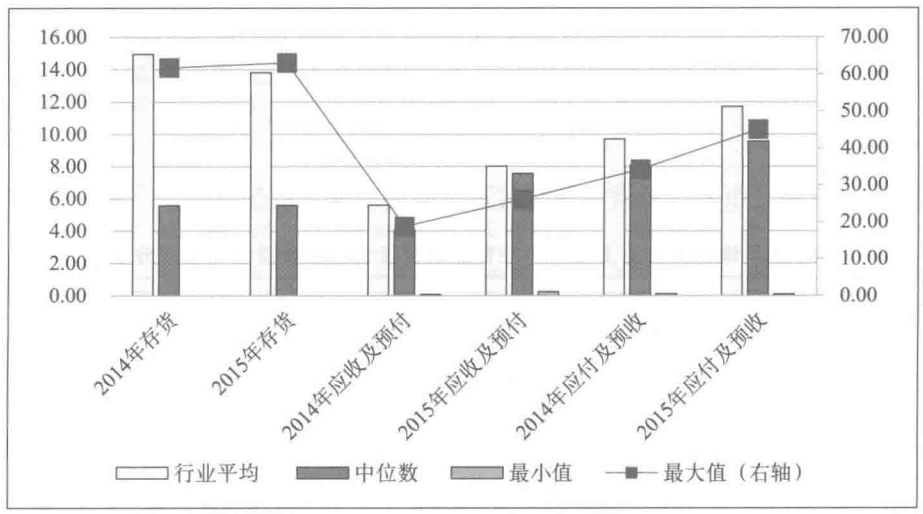


图 28 - 4　2014 ~ 2015 年综合类行业经营活动各要素营运资金分布统计数据

从表 28 - 5 和图 28 - 4 可以看出，2015 年综合类经营活动营运资金总额比 2014 年减少 16.01%，存货资金占用总额为 248.66 亿元，占经营活动营运资金总量的 136%；2015 年应收及预付账款营运资金占用额为 144.55 亿元，占经营活动营运资金总量的 79%；2015 年应付及预收款项营运资金占用额

为 210.95 亿元，占经营活动营运资金总量的 116%。2015 年综合类上市公司存货资金占用相比 2014 年降低了 16.86%，应收及预付款营运资金占用同比增长 28.84%，应付及预收款项同比增加 8.6%，因此，2015 年综合类经营活动营运资金总额在降低。此外，不难发现存货仍是经营活动营运资金的主体，因此加强存货管理对于综合类上市公司来说至关重要。

从行业平均来看，2015 年存货平均资金占用为 13.81 亿元，较 2014 年下降了 7.63%；应收及预付账款平均资金占用为 8.03 亿元，较 2014 年上升了 43.14%；应付及预收款项平均资金占用为 11.72 亿元，较 2014 年上升了 20.70%。说明 2015 年综合类上市公司管理存货的能力提高，存货能够较快地周转，同时上市公司能够充分利用其自身的信用额度，利用应付及预收账款为自身经营活动提供资金支持，但上市公司的应收账款管理能力减弱，应加强对应收及预付款的管理，促使资金及时回笼。

2. 企业层面

2014 ~ 2015 年综合类上市公司经营活动营运资金存量按要素配置结构情况如表 28 - 6 所示。

表 28 - 6　2014 ~ 2015 年综合类行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布分段统计表

区间（%）	按存货占比区间统计				按应收及预付款项占比区间统计				按应付及预收款项占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重
≤0	5	25.00	3	16.67	4	20.00	2	11.11	4	20.00	2	11.11
(0, 25]	0	0.00	1	5.56	1	5.00	0	0.00	3	15.00	1	5.56
(25, 50]	0	0.00	0	0.00	7	35.00	3	16.67	1	5.00	1	5.56
(50, 75]	3	15.00	1	5.56	1	5.00	3	16.67	3	15.00	4	22.22
(75, 100]	2	10.00	3	16.67	0	0.00	1	5.56	2	10.00	1	5.56
>100	10	50.00	10	55.56	7	35.00	9	50.00	7	35.00	9	50.00
总计	20	100	18	100	20	100	18	100	20	100	18	100

通过以上表 28 - 6 分析可以发现，2015 年综合类有 56% 的上市公司存货资金占比在 100% 以上，2014 年这一配置区间的公司数量比重为 50%；相比较 2014 年，上市公司存货资金配置区间变化幅度不大。

2015 年综合类上市公司应收及预付款项资金占比在 100% 以上的公司有 9 家，其比重为 50%，比 2014 年上升了 15.56 个百分点；另有 3 家公司配置率在 50% ~ 75% 范围内，占可比公司总量的 16.67%，比 2014 年增加了近 12 个百分点，因此上市公司应收及预付款项资金配置区间有上移的趋势。

2015 年综合类上市公司应付及预收款项资金占比在 100% 以上的公司有 9 家，占可比公司数量的 50%，比 2014 年增加 15 个百分点；相比较 2014 年，配置率在 50% ~ 100% 范围内上市公司增加了 2 家，占比增加了近 18 个百分点，因此应付及预收款项资金配置区间略有下移的趋势。

通过以上分析发现，综合类上市公司对应收及预付账款的管理能力有待提高，同时应充分利用应付及预收账款进行融资。

四、2015 年综合类行业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析

（一）综合类行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额分析

2014 ~ 2015 年综合类上市公司经营活动营运资金占用水平如表 28 - 7 所示。

营运资金占用水平方面，我们用经营活动营运资金与营业收入的比值，消除不同企业间的规模差异，来比较不同企业间的经营活动营运资金占用水平。经营活动营运资金比营业收入的比值越大，表明经营活动所需的净流动资金越多，反之，经营活动所需的净流动资金越少。从表 28 - 7 中可以看出，2015 年综合类上市公司总体经营活动营运资金占用水平约为 0.65%，相比 2014 年有所减少，表明 2015 年比 2014 年经营活动所需的净流动资金稍有减少。2015 年综合类上市公司经营活动营运资金占

表 28－7　　2014～2015 年综合类行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额

项　目	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约额（亿元）
	2014 年	2015 年	
行业总体	0.70	0.65	0.20
行业平均	0.51	0.41	—
最大值	3.15	1.32	—
中位数	0.40	0.68	—
最小值	－1.70	－2.26	—
样本量	20	18	—

用水平最大值为 1.32，最小值为 －2.26。可见，行业内各企业营业活动流动资金的净需求有很大的差别，财务一体化管理水平也存在差异。有些企业营运资金小于零，财务业务一体化管理水平较高，营业活动不仅没有融资需求，还可以作为融资平台为长期资金需求提供融资支持；而有些企业的营业活动需要财务上提供大量的融资支持。但应该看到这一差异比 2014 年已经有所缩小。

营运资金节约方面，从表中数据可以看出，2015 年综合类行业总体经营活动营运资金节约额为 0.2 亿元，表明 2015 年比 2014 年经营活动所占用的净流动资金增加。

（二）综合类行业上市公司分渠道的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

综合类行业层面分渠道的营运资金管理绩效如表 28－8、表 28－9 和图 28－5 所示。

表 28－8　　2014～2015 年综合类行业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	采购渠道营运资金周转期		生产渠道营运资金周转期		营销渠道营运资金周转期		经营活动营运资金周转期（按渠道）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
综合类	－63	－67	148	139	158	170	243	243
行业整体	－63	－67	148	139	158	170	243	243

表 28－9　　2011～2015 年综合类行业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项　目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
采购渠道营运资金周转期	－9	－15	－46	－63	－67
生产渠道营运资金周转期	76	96	76	148	139
营销渠道营运资金周转期	11	8	68	158	170
经营活动营运资金周转期（按渠道）	78	89	97	243	243

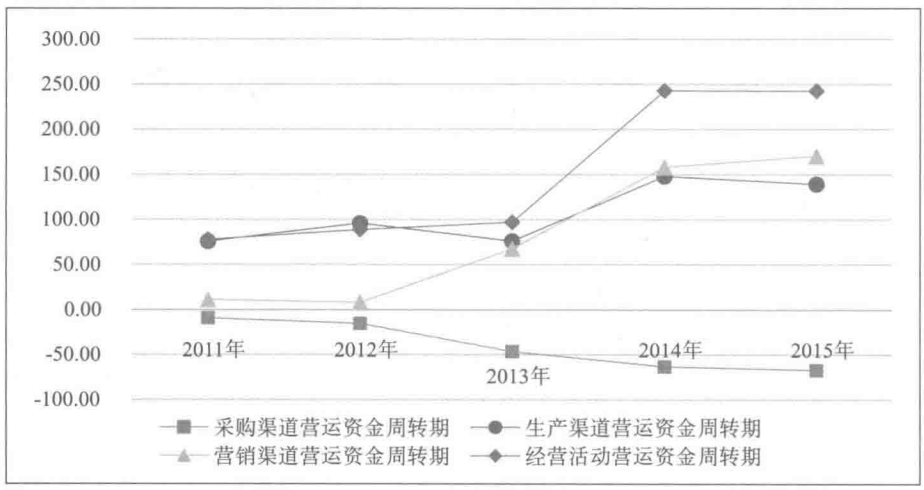


图 28－5　2011～2015 年综合类行业经营活动各渠道营运资金周转期变化趋势

从表 28 - 8 可以看出，在行业层面上，虽然采购渠道与生产渠道营运资金绩效略有上升，但营销渠道营运资金绩效却有相当幅度的降低，因此 2015 年综合类行业总体营运资金管理绩效较 2014 年并无变化。具体来看，采购渠道营运资金周转期降到了 - 67 天，比 2014 年稍微下降；生产渠道营运资金周转期减少至 139 天，相比 2014 年下降了近 6%；而营销渠道营运资金周转期则增加至 170 天，增幅为 7.6%，这导致总体营运资金管理绩效相较 2014 年并无明显改变。

从图 28 - 5 可以看出，从整个经营活动营运资金管理来看，2011 ~ 2015 年综合类行业上市公司营运资金周转期总的趋势是增加的，且 2014 年增幅尤其明显。综合类上市公司资金管理绩效下降，应提高经营活动营运资金运用效率，重点关注生产和营销渠道营运资金的管理。

采购渠道营运资金周转期 2011 ~ 2015 年总体上呈现不断下降的趋势，并且采购渠道营运资金周转期一直为负数，说明企业对于上游供应商管理已经有所成效。

生产渠道营运资金周转期呈现出先上升后下降的波动趋势，但在 2014 年有大幅的增加，增幅达到 94.74%，表明近几年生产渠道营运资金管理绩效呈现不稳定的状态，2014 年管理绩效显著降低，因此应该注意对生产渠道营运资金的管理。

营销渠道营运资金周转期则为不断上升的趋势，尤其 2012 ~ 2014 年上升速度最快，表明该渠道营运资金周转状况在不断变差，需要加大对该渠道的管理以减少资金占用。

2. 企业层面

经过对 2015 年综合类上市公司与 2014 年该行业上市公司按照代码相同的原则进行匹配后发现上市公司可比样本为 17 家，综合类行业各渠道经营活动营运资金管理效率变化情况如下表 28 - 10 所示。

表 28 - 10　　2014 ~ 2015 年综合类行业各渠道经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短（家）	9	7	7	7
	缩短占比（%）	52.94	41.18	41.18	41.18
	基本不变（家）	4	2	0	1
	基本不变占比（%）	23.52941176	11.76470588	0	5.882352941
	延长（家）	4	8	10	9
	延长占比（%）	23.53	47.06	58.82	52.94
可比样本总数		17			

从周转期变化来看，虽然采购渠道改善比例达到 52.94%，但生产渠道和营销渠道营运资金周转期的降低企业数大于提高的企业数量，且降低比例为 47.06% 和 58.82%，这导致了总体经营活动营运资金周转绩效没有得到大的改善，仍有 52.94% 的企业周转期降低，因此应进一步强化对这部分企业生产渠道和营销渠道营运资金的重视和管理。

总体来看，在 17 家可比企业中，经营活动营运资金管理绩效降低的企业数达 13 家，占可比企业数比例高达 52.94%，说明行业整体营运资金管理效率降低，这些企业应有针对性地对生产和营销渠道的营运资金加强管理。

（三）综合类行业上市公司分要素的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

如表 28 - 11 所示，2015 年综合类行业上市公司存货周转期基本未变，而应收账款周转期和应付账款周转期均有不同程度的增加。其中应收账款周转期为 86.6 天，较上一年增长 10.13%；应付账款周转期为 102 天，较上一年增长 12.09%。应收账款周转期的增加表明 2015 年综合类行业上市公司应收账款的管理绩效水平有一定幅度的下降，而应付账款周转期的增加则表明其应付账款利用水平的提升。但总体而言，管理者还应不断提高存货的管理水平以及加强应收账款的回收。

表 28－11　　2014～2015 年综合类行业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	存货周转期		应收账款周转期		应付账款周转期		经营活动营运资金周转期（按要素）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
综合类	335	334	79	87	91	102	323	319
行业整体	335	334	79	87	91	102	323	319

从表 28－12 和图 28－6 可以看出，2011～2015 年综合类上市公司的存货、应收账款和应付账款的周转期变化趋势基本相同，一直都呈上升趋势。其中，2014 年存货周转期增加幅度最大，同时应收账款和应付账款在 2014 年也有较大幅度的增加。这表明近两年综合类上市公司营运资金管理绩效在不断下滑，企业需要全面加强存货、应收账款、应付账款营运资金的管理。

表 28－12　　2011～2015 年综合类行业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项　目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
存货周转期	136	154	182	335	334
应收账款周转期	30	30	46	79	87
应付账款周转期	54	54	74	91	102
经营活动营运资金周转期（按要素）	112	130	154	323	319

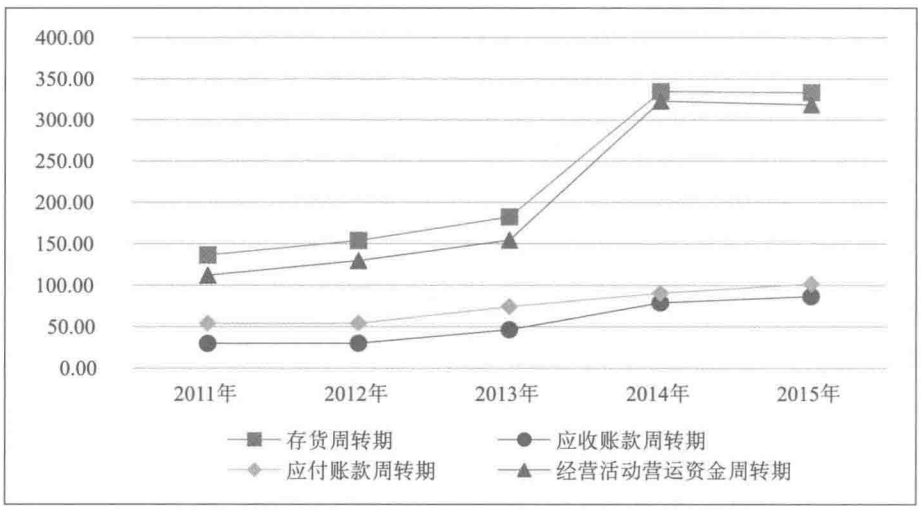


图 28－6　2011～2015 年综合类行业经营活动各要素营运资金周转期变化趋势

2. 企业层面

从整个行业的经营活动营运资金管理来看（见表 28－13），与 2014 年相比，综合类行业上市公司存货、应收账款、应付账款的管理绩效降低的企业比例均超过 47%。具体来看，2015 年综合类上市公司应付账款周转期缩短的只有 3 家，占可比样本企业的 17.65%，应付账款周转期延长的达到 10 家，占可比样本企业的 58.82%。说明该行业应收账款周转管理绩效总体有下降趋势。应付账款周转期缩短的 3 家，占可比样本企业的 17.65%，但应付账款周转期延长的有 8 家，占比为 47.06%，表明其应付账款管理能力的轻微提升。2015 年综合类上市公司中存货和应付账款管理绩效的绩效变化趋势相似，其管理绩效总体略有上升的趋势。

表 28 - 13　　2014 ~ 2015 年综合类行业各要素经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
周转期变化统计	缩短（家）	3	3	3	6
	缩短占比（%）	17.65	17.65	17.65	35.29
	基本不变（家）	6	4	6	2
	基本不变占比（%）	35.29	23.53	35.29	11.76
	延长（家）	8	10	8	9
	延长占比（%）	47.06	58.82	47.06	52.94
可比样本总数		17			

五、2015 年综合类行业上市公司资金回报分析

从表 28 - 14 不难看出，2015 年综合类行业上市公司总资金回报率为 3.76%，较上一年下降 3.49 个百分点，行业平均值仅 0.79%，较 2014 年下降 4.16 个百分点，总资金回报率的最小值达到 -35.72%。2015 年综合类行业经营活动资金回报率达 -1.25%，较上一年下降 5.8 个百分点，经营活动资金回报率的平均值、最大值、最小值都在大幅降低。2015 年投资活动资金回报率相对 2014 年变化幅度不大，而金融经营活动资金回报率则有所提高，因为 2014 年金融经营活动资金回报率为 0。因此可知，2015 年综合类上市公司总资金回报率的大幅下降是由于该行业经营活动资金回报率的大幅度下降所致，也间接说明 2015 年该行业经营活动投资效率的下降。

表 28 - 14　　2014 ~ 2015 年综合类行业上市公司资金回报率统计分析表

项目	总资金回报率（%）		经营活动资金回报率（%）		投资活动资金回报率（%）		金融经营活动资金回报率（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	7.25	3.76	4.55	-1.25	10.83	9.40	0.00	23.59
行业平均	4.95	0.79	3.53	-2.22	6.41	8.73	0.00	23.59
最大值	18.99	14.99	15.60	11.94	38.25	71.85	0.00	23.59
中位数	4.38	4.62	3.53	2.81	1.19	3.49	0.00	23.59
最小值	-5.98	-35.72	-7.45	-57.03	-2.84	-3.43	0.00	23.59
样本量	20	18	20	18	20	18	1	1

注：金融经营活动资金回报率统计样本以本行业内金融经营活动资金不为 0 的企业家数为准。

从图 28 - 7 可以发现，2015 年综合类行业总资金报酬率分布相对比较集中，大都落在 0 ~ 10% 之间，极端值的两个区间分别位是（-20%，-30%）和（-30%，-40%），行业均值受极端值影响比较大。从图形分布来看，总资金占用与总资金报酬率并不具有明显的相关性。从图 28 - 8 来看，2015 年综合类行业上市公司经营活动营运资金报酬率分布较为分散，但仍有 60% 以上的公司位于（0，10%）的区间内，其中极端值影响也比较大。从整个散点图来看，经营活动营运资金占用与经营活动资金报酬率存在反向相关性，即随着资金占用的增加，经营活动资金回报率会在一定程度上降低。从图 28 - 10 能看出，投资活动资金报酬率分布比较集中，且大多落在（0，10%）的区间范围内，从散点图还可以看出，2015 年综合类行业投资活动资金占用与资金报酬率大体上可以看作存在一种正向相关性，即投资活动资金报酬率会随着投资活动资金占用的增加而有一定程度的提高。2015 年综合类行业上市公司中仅有 1 家存在金融经营活动（见图 28 - 9）。

六、2015 年综合类行业上市公司融资结构与财务风险分析

（一）总资金融资结构与长期财务风险分析

1. 行业层面

从表 28 - 5 可以看出，2015 年综合类行业借入资金占比较 2014 年占比降低了 3.2 个百分点，自有资金占比同比上升了 3.2 个百分点，但 2015 年综合类行业财务杠杆却从 2014 年的 1.48% 上升到 2.47%，同比大幅度上升了 66.89%，说明 2015 年综合类行业财务风险较 2014 年大幅度提高。

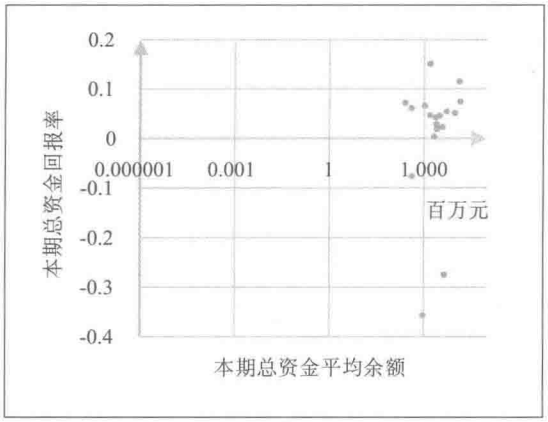


图 28 - 7　2015 年综合类行业上市公司总资金占用与总资金回报率散点图

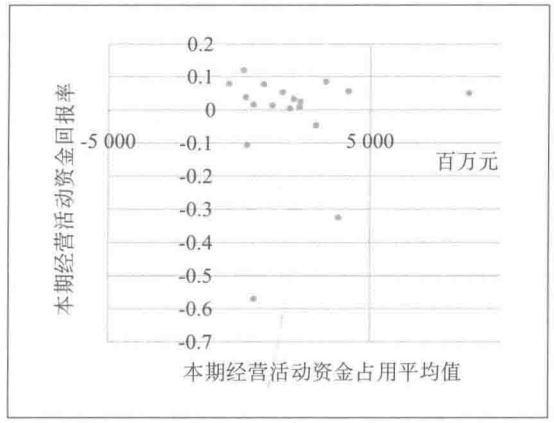


图 28 - 8　2015 年综合类行业上市公司经营活动资金占用与经营活动资金回报率散点图

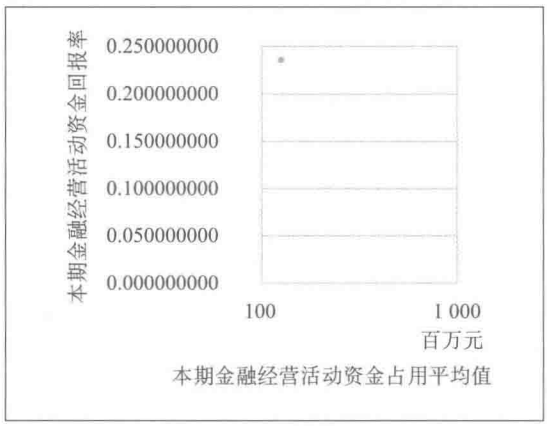


图 28 - 9　2015 年综合类行业上市公司金融经营活动资金占用与金融经营活动资金回报率散点图

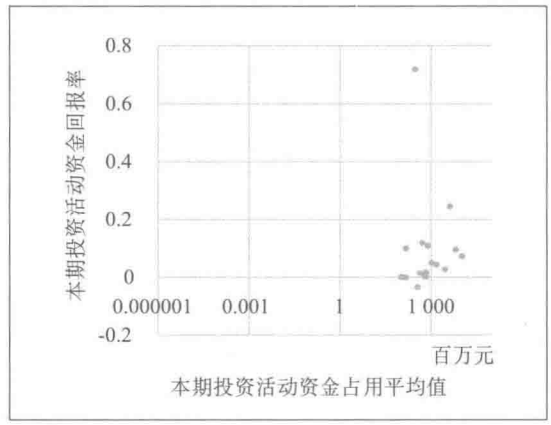


图 28 - 10　2015 年综合类行业上市公司投资活动资金占用与投资活动资金回报率散点图

表 28 - 15　　2014 ~ 2015 年综合类行业总资金融资结构与财务杠杆统计分析表

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末	2014 年	2015 年
行业总体	44.17	40.97	55.83	59.03	1.48	2.47
行业平均	34.15	34.04	65.85	65.96	1.01	1.24
最大值	63.10	69.57	100.00	99.95	3.42	3.00
中位数	35.62	36.45	64.38	63.55	1.28	1.24
最小值	0.00	0.05	36.90	30.43	-8.99	-1.02
样本量	20	18	20	18	20	18

从图 28 - 11 和图 28 - 12 可以直观地看出，在融资结构中，综合类行业自有资金与借入资金占比相当，但自有资金始终占比较多，并且 2015 年较 2014 年自有资金占比略有上升。而综合类行业财务杠杆变化却非常大，较 2014 年有很大幅度的增加，表明综合类行业 2015 年财务风险有很大程度的增大，需要引起各个上市公司的注意。

2. 企业层面

从表 28 - 16 可以看出，借入资金占比区间呈现以下趋势：借入资金占比处于（25%，50%］区间的上市公司数量由 2014 年的 7 家增加到 2015 年的 9 家，而借入资金占比处于（50%，75%］区间的上市公司数量由 2014 年的 6 家减少到 2015 年的 4 家，说明 2015 年综合类上市公司借入资金占比区间存在上移的趋势。自有资金占比处于（25%，50%］区间的上市公司数量由 2014 年的 10 家大幅减少到 2015 年的 4 家，而处于（50%，75%］区间的上市公司数量由 2014 年的 7 家增加到 2015 年的 11 家，表明 2015 年综合类上市公司自有资金占比区间存在下移的趋势。

表 28 - 16　　2014 ~ 2015 年综合类行业总资金融资结构分段统计表

比例区间（%）	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	1	5.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
（0，25］	6	30.00	5	27.78	0	0.00	1	5.56
（25，50］	7	35.00	9	50.00	10	50.00	4	22.22
（50，75］	6	30.00	4	22.22	7	35.00	11	61.11
（75，100］	0	0.00	0	0.00	3	15.00	2	11.11
>100	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
总计	20	100	18	100	20	100	18	100

从图 28 - 13 可以得出，2015 年综合类上市公司净资产分布比较集中，大都处于 0 ~ 20 亿之间，而借入资金占比分布则比较分散，借入资金占比最高的能达到 70% 左右，说明个别公司的财务风险非常大。从散点图的分布来看，综合类行业上市公司净资产与借入资金基本存在负相关性，即一般情况下净资产高的企业，借入资金占比一般比较低，随着净资产的增加，借入资金占比在一定程度上会减少。

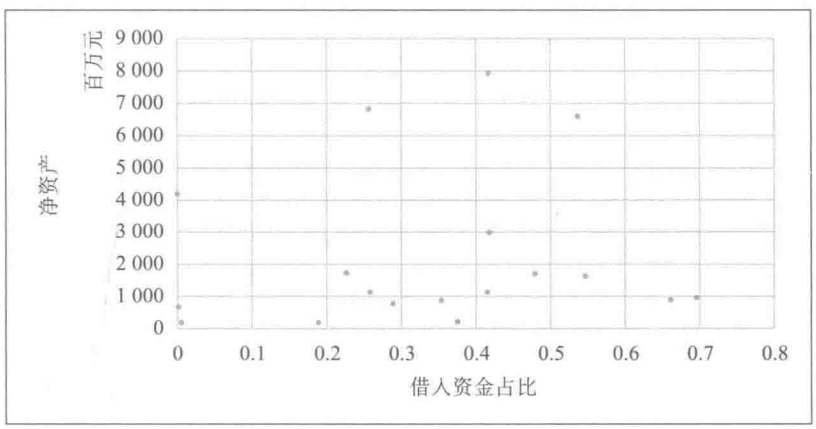


图 28 - 13　2014 ~ 2015 年综合类行业上市公司借入资金占比与净资产散点图

从表 28 - 17 可以看出，财务杠杆位于［1，1.5）区间的上市公司数量 2014 年为 9 家，占比为 45%，2015 年减少到 5 家，占比为 27.78%；财务杠杆位于［1.5，2）区间的上市公司数量 2014 年为 3 家，占比为 15%，2015 年减少到 2 家，占比为 11.11%；财务杠杆位于［2，3）区间的上市公司数量 2014 年为 3 家，占比为 15%，2015 年增加到 4 家，占比为 22.22%；2014 年有 1 家上市公司的财务杠杆已大于 3，而 2015 年不存在财务杠杆大于 3 的上市公司，表明这一风险有所降低。但结合之前的分析可知，2015 年综合类行业总体财务杠杆较 2014 年有所加大。

表 28－17　　2014～2015 年综合类行业财务杠杆分段统计表

比例区间	财务杠杆			
	2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）
[1，1.5）	9	45.00	5	27.78
[1.5，2）	3	15.00	2	11.11
[2，3）	3	15.00	4	22.22
≥3	1	5.00	0	0.00
总计	20	100	18	100

从图 28－14 可以发现，2015 年综合类行业上市公司财务杠杆大都在区间（1，2）中，且分布较为集中。综合类行业上市公司净资产与财务杠杆基本存在负相关性，即一般情况下净资产高的企业，财务杠杆一般比较低，随着净资产的增加，财务杠杆在一定程度上会降低。

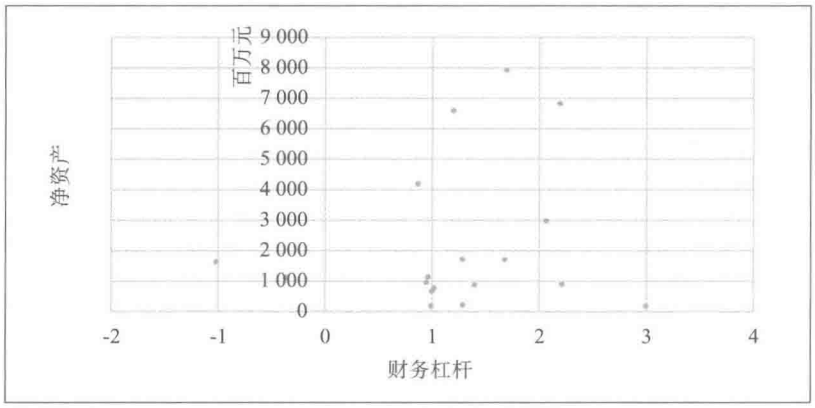


图 28－14　2015 年综合类行业上市公司财务杠杆与净资产散点图

（二）营运资金融资结构与短期财务风险分析

1. 行业层面

营运资本（营运资本＝流动资产－流动负债）可以被视为一个筹资来源，即用长期资本（长期负债与所有者权益之和）来满足经营性融资需求；与之相对应的概念是营业活动资金净融资需求，即新定义的营运资金（营运资金＝营运资本 ＋ 短期金融性负债）。因此通过计算短期金融负债和营运资本各自与营运资金的比值，就可以分析出企业营运资金来源或融资结构，即企业的营运资金（营业活动流动资金净需求）有多少是通过短期金融负债来筹集的，有多少是通过长期资本来融通的。

很显然营运资金来源不同，企业财务风险大小也就存在很大差异。相比长期负债和企业自有资金融资，短期金融性负债融资的财务风险更大。因此短期金融性负债占营运资金之比越高，财务风险越大；特殊的，当短期金融性负债比例小于 0 时，表明企业营运资金小于 0，即企业营业活动不仅没有融资需求，还可作为融资平台为企业其他资金需求提供融资支持。2014～2015 年综合类上市公司营运资金融资结构如下表 28－18 和图 28－15 所示。

表 28－18　　2014～2015 年综合类行业营运资金融资结构统计分析表 单位：%

项目	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
行业总体	57.85	60.40	42.15	39.60
行业平均	34.79	48.05	65.21	51.95
最大值	148.97	208.94	175.00	113.52

续表

项目	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
中位数	36.74	44.23	63.26	55.77
最小值	-75.00	-13.52	-48.97	-108.94
样本量	20	18	20	18

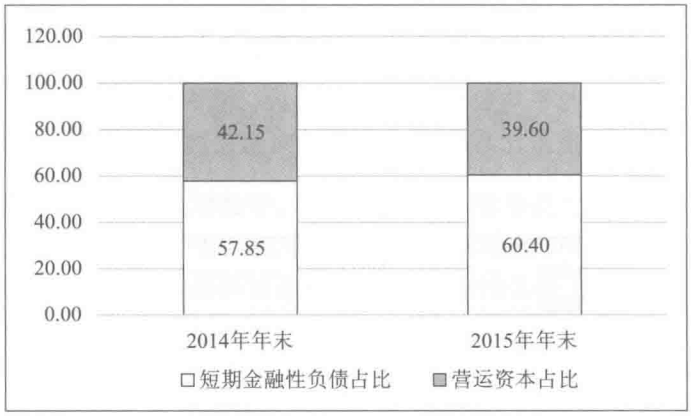


图 28-15　2014~2015 年综合类行业营运资金融资结构

从表 28-18 可以看出，2015 年综合类短期金融性负债占营运资金之比的行业均值为 48.05%，较上一年上升了 13.26 个百分点，财务风险有一定幅度的增加；2015 年综合类短期金融性负债占比的最大值高达 208.94%，表明其过度依赖短期金融性负债，面临的财务风险过大，融资结构不合理；而最小值仅为 -13.52%，这表明该企业营业活动不仅没有融资需求，还作为融资平台为企业其他资金需求提供融资支持。上述差异也反映了综合类各企业营运资金融资策略存在很大不同，面临的财务风险也差别很大，但存在的差异较以前年度有一定程度的减弱。

从图 28-15 可以很直观的看出，综合类行业整体上短期金融性负债占比较高，近两年均维持在 60% 左右，说明综合类行业整体上存在相对较高的财务风险。并且，2015 年短期金融性负债占比依然增加，该行业财务风险水平进一步升高。

2. 企业层面

从表 28-19 可以看出，2015 年短期金融性负债占营运资金之比大于 100% 的企业数有 2 家，这些企业面临着非常大的财务风险，应注意调整营运资金融资策略，减少对短期金融性负债的依赖，有效地降低财务风险；有 2 家企业短期金融性负债占营业自己之比小于 0，这些企业营业活动本身就作为融资平台进行资金融通；相比 2014 年，2015 年短期金融性发展占比在（0，25%］的企业数减少 1 家，在（25%，50%］的企业数增加 3 家，在（50%，75%］的企业数减少 3 家，总体来看，2015 年综合类上市公司财务风险稍有上升。

表 28-19　　2014~2015 年综合类行业营运资金来源结构分段统计表

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	4	20.00	2	11.11	2	10.00	2	11.11
(0，25]	5	25.00	4	22.22	1	5.00	2	11.11
(25，50]	3	15.00	6	33.33	5	25.00	2	11.11
(50，75]	5	25.00	2	11.11	3	15.00	6	33.33

续表

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
（75，100]	1	5.00	2	11.11	6	30.00	4	22.22
>100	2	10.00	2	11.11	3	15.00	2	11.11
总计	20	100	18	100	20	100	18	100

从图 28－16 可以发现，2015 年综合类上市公司短期金融性负债占比大部分均落在 50% 附近，分布相对较为集中，可见其中位数与平均数均应在 50% 附近。除去极端值影响，从图形中可大致看出综合类行业上市公司短期金融性负债占比与净资产存在反向相关性，即随着公司净资产的增加其短期金融性负债占比在降低。

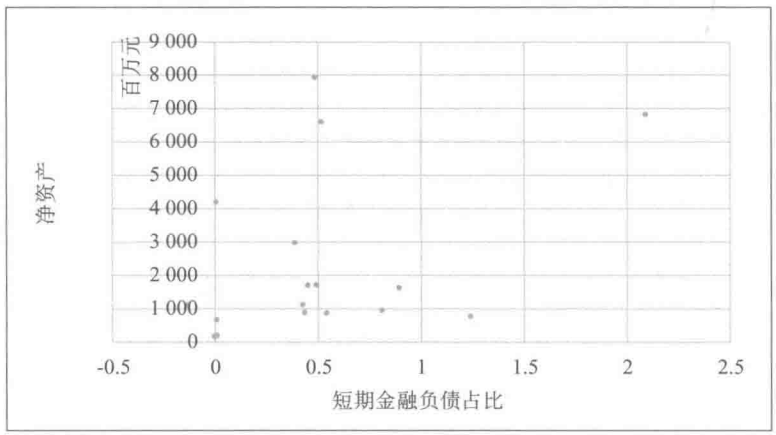


图 28－16　2015 年综合类行业上市公司短期金融性负债占比与净资产散点图

七、2015 年综合类上市公司营运资金管理绩效排行榜

本部分分别按“经营活动营运资金周转期（按要素）”和“经营活动营运资金周转期（按渠道）”进行排名，考察综合类上市公司营运资金管理绩效。在对上市公司营运资金管理绩效进行排名时，剔除了财务数据异常的公司，详见附录 1。

八、2015 年综合类上市公司营运资金管理典型案例

营运资金是企业日常活动的血液，其管理越来越受到企业的重视，如今融资难问题逐渐突出，更加凸显了营运资金管理的重要地位，营运资金管理受到了空前的关注。相关的研究重点由以要素为基础的营运资金管理向以渠道为基础的营运资金管理转移。王竹泉教授将营运资金按照渠道进行了重新分类，将营运资金与供应链管理、渠道管理和客户管理相结合，并在营运资金绩效评价体系的指标设计上提出将渠道、供应链管理对营运资金管理的影响体现出来。该部分以中国宝安公司为例，从渠道管理和要素管理两方面分析综合类企业的营运资金管理效率。

（一）上海复旦复华营运资金管理绩效分析

1. 复旦复华基本介绍

上海复旦复华科技股份有限公司（复旦复华：600624）是复旦大学控股的上市公司。1986 年，复旦大学科技开发总公司注册成立。1992 年 6 月，公司改制为上海复华实业股份有限公司，成为全国高校控股第一家上市公司（证券代码：600 624）。1993 年 1 月，公司股票在上海证券交易所正式挂牌交易。2001 年 6 月，公司更名为上海复旦复华科技股份有限公司。

依托复旦大学雄厚的科研、技术、人才优势，历经初创拓展、改制上市、调整转型、全面发展，

复旦复华在“发展高科技、实现产业化”的探索与实践中，成功确立了以软件开发、生物医药、园区房产为核心的科技产业体系，目前已拥有中国重要的对日软件出口平台，具有科技创新能力的药品研发、生产、营销基地，以及广纳国内外高新技术企业的国家级高新技术园区，企业经营呈现出持续、稳定、健康发展的良好态势。

随着营运资金管理研究的发展，与其相关的研究重点由以单一要素为基础的营运资金管理向以渠道为基础的营运资金管理转移。将供应链管理、渠道关系管理和客户关系管理等现代管理的理念与方法融入到营运资金管理中去。本书希望通过现有数据资料总结，利用新的营运资金绩效评价的方法原理，分析中国宝安营运资金管理绩效的优劣，吸取其营运资金管理的经验教训，提出进一步的建议。

2. 复旦复华营运资金管理绩效指标分析

从表 28 - 20、表 28 - 21 可以看出，复旦复华经营活动营运资金占用水平呈现不断上升的趋势，垫支在采购渠道的营运资金最少，但与以前年份相比，采购渠道的营运资金占用也逐渐增多。在周转期方面，复旦复华采购渠道营运资金周转期最好，生产渠道和营销渠道占经营活动营运资金的绝大多数。2015 年经营活动营运资金周转期虽然上升，而采购渠道的周转期较 2014 年有所下降，但从 2013 年开始复旦复华的采购渠道营运资金周转期由负转正。负营运资金代表整个供应链上与上游供应商保持着较好地合作，充分利用上层供应商的资金，使其自身采购渠道不仅没有融资需求，还可以作为融资平台为其他资金需求提供融资支持。这说明现金其采购渠道也需要占用一部分营运资金，采购渠道营运资金管理水平下降；生产渠道资金占用的增加及周转期的延长，反映其在产品、半成品等积压变多，生产流程并没有得到优化，这是需要企业注意的。在营销渠道方面，复旦复华也表现得相对较差，每年营销渠道资金占用都有所增加，资金占用水平高且有不断上升的趋势。

表 28 - 20　　复旦复华 2011 ~ 2015 年经营活动营运资金各渠道资金占用　　单位：亿元

项目	采购渠道营运资金	生产渠道营运资金	营销渠道营运资金	经营活动营运资金
2011 年	- 0. 25	2. 92	2. 12	4. 79
2012 年	- 0. 18	1. 37	2. 16	3. 34
2013 年	0. 49	1. 52	1. 29	3. 3
2014 年	0. 67	2. 67	1. 48	4. 82
2015 年	0. 356	2. 81	1. 84	5. 01

表 28 - 21　　复旦复华 2011 ~ 2015 年经营活动营运资金周转期（按渠道）　　单位：天

项目	采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）	行业平均经营活动营运资金周转期
2011 年	- 12	144	104	236	78
2012 年	- 8	57	90	139	89
2013 年	18	57	49	125	97
2014 年	24	95	53	172	242. 86
2015 年	18	141	92	251	242. 6

（1）基于要素营运资金管理绩效指标的分析

从表 28 - 22、表 28 - 23 可以看出，虽然复旦复华各要素每年的经营活动营运资金占用都有增加，但是对周转期而言，其中一大亮点就是应付账款周转期在延长，这表明复旦复华能够充分利用供应链融资，体现了其较好的运营能力。但存货和应收账款占有及周转期的长期居高不下并不断攀升，也显示出了复旦复华较差的存货及应收账款管理能力，这对企业营运资金需求形成挑战。此外，复旦复华的现金周期也远远高于行业的平均现金周期水平，这说明，企业的资金流动相比同行业其他企业来说流动速度较慢，并且 5 年的营运资金生产和营销渠道绩效不断下滑，存货和应收账款要素管理绩效也不断下降，致使企业的总体绩效也明显下降。这些都警示复旦复华应该提高存货及应收、应付账款的

管理水平。

表 28－22　　复旦复华经营活动营运资金占用水平（按要素）　　单位：亿元

项目	存货	应收及预付款项	应付及预收款项	经营活动营运资金
2011 年	3.08	1.1	0.84	4.79
2012 年	2.3	1.18	0.77	3.34
2013 年	2.61	0.94	0.37	3.3
2014 年	3.75	0.99	0.29	4.82
2015 年	3.77	1.05	0.4	5.01

表 28－23　　复旦复华经营活动营运资金周转期（按要素）　　单位：天

项目	存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	现金周转期
2011 年	152	54	41	165
2012 年	96	49	32	112
2013 年	99	36	14	121
2014 年	134	36	10	159
2015 年	189	53	20	222

（二）复旦复华营运资金管理的建议

由以上的分析可以看出，从渠道角度分析，综合类行业的大多数企业营运资金大多集中于生产和营销渠道方面，复旦复华在这方面也不例外，生产渠道和营销渠道营运资金占有及周转期不断增加，5年来波动较大，生产和营销渠道的大量资金占用和周转期过长使得复旦复华的经营活动营运资金周转期也不断增加，营运资金管理绩效明显低于该行业其他企业。

在采购渠道方面复旦复华保持着相对较好的周转绩效，值得学习和借鉴，但是仍有进一步优化的空间。在生产渠道的表现则差强人意，还需要进一步提高。如何在保持或进一步提高现有采购管理水平的前提下，争取更大的发展，复旦复华可以参考以下建议：

1. “零库存”模式，降低生产渠道和存货周转期

零库存要求企业以严密的计划，科学的采购达到生产资料的最佳衔接，要求资金高效率运转，原材料、生产成本在标准时间内发挥较好的作用与效益，达到库存最少的目的。但是“零库存”模式对市场提出更高的要求，要求企业对市场需求特别了解，以销定产、以产定购，将产品更快的投向市场。这一模式对企业的生产管理提出了较高的要求，但是可以大大降低生产渠道的周转期，提高生产渠道的绩效水平。丰田集团在此方面有领先的经验可以借鉴。

2. VMI 供应商管理

VMI（Vendor Managed Inventory）是一种以用户和供应商双方都获得最低成本为目的，在一个共同的协议下由供应商管理库存，并不断监督协议执行情况和修正协议内容，使库存管理得到持续改进的合作性策略。这种库存管理策略打破了传统的“各自为政”的库存管理模式，体现了供应链的集成化管理思想。海尔集团对供应商的管理经验被许多企业学习效仿，能够很好地利用供应商的资金用于自我的经营活动。此外海尔利用 VMI 管理，真正实现原材料的零库存，做到看单拉料，使供应商与海尔供应链协同。这一管理模式可以大大的降低库存，提高采购渠道和生产渠道的周转率。

九、2015 年综合类上市公司营运资金管理调查结论与建议

（一）调查结论

1. 行业总体经营活动营运资金配置率稍有下降，营运资金管理绩效小幅下降

2015 年综合类行业上市公司行业平均营运资金期末占用为 16.65 亿元，较上一年上升了 5.39%；经营活动营运资金最大值为 53.08 亿元，最小值为 -10.24 亿元，平均占比 65.11%，较上一年降低了

20 个百分点；投资活动营运资金期末占用 117.51 亿元，较上一年增加了 18.65%。相比 2014 年，综合类上市公司平均营运资金占用量和投资活动平均占用比例均增加，资金从经营领域向投资领域转移。行业内各企业营业活动净资金的需求存在一定的差异，有些企业营运资金小于零，财务业务一体化管理水平较高，营业活动不仅没有融资需求，还可以作为融资平台为长期资金需求提供融资支持，并且这种融资能力增强；而另一些企业的营业活动则需要财务上提供资金支持。总体而言，综合类企业财务业务一体化管理水平增强。

2. 经营活动营运资金（按渠道）主要配置在生产渠道和营销渠道

从经营活动营运资金的渠道配置结构上看，2015 年综合类采购渠道平均营运资金占用额为 -3.06 亿元；垫支在生产渠道上的营运资金为 109.18 亿元，较上一年下降了 7.13%；垫支在营销渠道上的营运资金为 128.23 亿元，配置率略有下降。可见，2015 年综合类在整个供应链上与上游供应商保持着较好的合作，充分利用上层供应商的资金，使其自身采购渠道不仅没有融资需求，还可以作为融资平台为其他资金需求提供融资支持；垫支在生产渠道平均营运资金为 6.07 亿元，占行业平均经营活动营运资金的 59.92%，与 2014 年相比，配置比率基本持平。这表明 2015 年综合类上市公司生产渠道仍占用了大部分的经营活动营运资金，且与 2014 年相比平均占用水平相当，上市公司对生产渠道资金管理水平还应当进一步提高。在营销渠道上垫支的营运资金最多，且相比 2014 年占用比例上升，综合类上市公司应该加强对营销渠道资金管理水平，减少资金的占用。

3. 存货是经营活动营运资金（按要素）占用的绝对主体

2015 年存货资金占用额为 248.66 亿元，仍是经营活动营运资金（按要素）的绝对主体，因此加强存货管理对于综合类上市公司来说至关重要；应收及预付款项配置率较上一年上升了 28 个百分点，说明其应收及预付账款的管理能力减弱，资金占有率有一定程度的提高；应付及预收款项配置率同比上升了 26 个百分点，表明 2015 年综合类上市公司应付款项管理水平得到提高。上市公司能够充分利用其自身的信用额度，利用上游供应商的资金对自己的经营活动提供资金支持，同时应加强对应收及预付款项的管理，及时回笼资金。

4. 经营活动营运资金占用水平总体有所降低，行业内差别进没有明显缩小

2015 年经营活动营运资金占用水平同比稍有降低，所需的净流动资金有所减少；经营活动营运资金占用水平最大值为 1.32，而最小值仅为 -2.26，行业内各企业营业活动流动资金的净需求有很大差别；在营运资金节约方面，行业间的差异也较大。综合类上市公司因其业务范围的广泛性，财务业务一体化水平差异较大，部分企业需要增强资金管理水平，提高经营活动营运资金的运转效率。

5. 营运资金融资结构以短期金融负债为主状况没有得到改变，财务风险总体有增加

2015 年综合类上市公司短期金融性负债占营运资金之比的行业均值为 48.05%，较上一年上升约 13.26 个百分点，说明该行业以短期金融负债为主的融资方式的情况没有得到改善，对短期金融负债的依赖度又增强，财务在风险一定程度上有所提高；短期金融性负债占比的最大值为 208.94%，表明其过度依赖短期金融性负债，面临的财务风险过大，融资结构极不合理；而最小值仅为 -13.52%，这表明该企业营业活动不仅没有融资需求，还作为融资平台为企业其他资金需求提供融资支持。上述差异也反映了综合类各企业营运资金融资策略存在很大差异，面临的财务风险也差别较大。

6. 营运资金管理（按要素）管理绩效有所下降，需加强重视和管理

从要素视角看，存货周转期依然是经营活动营运资金（按要素）的绝对主体，通过分析可以看出，2015 年综合类上市公司存货周转期为 334 天，与 2014 年基本持平，存货资金管理绩效没有得到提高，应收账款和应付账款的周转期有不同程度的增加。2013 年、2014 年综合类行业上市公司行业平均存货周转期、应收账款周转期和应付账款周转期比 2011 年、2012 年有明显的增加，营运资金管理绩效不断下降。管理者应该加强对营运资金绩效的管理，提高存货的管理水平，加强应收账款的回收，提高应付账款的利用水平。

7. 分渠道营运资金管理绩效波动很大，生产、营销渠道为关注重点

根据调查结果可以看出，2011～2015 年综合类上市公司采购渠道周转期在分渠道的营运资金周转期中是最短的，并且逐年下降，生产渠道营运资金周转期在三个渠道的营运资金周转期中是最长的，并且波动较大，营销渠道的波动最为明显，2015 年营销渠道周转期较 2014 年略有提高，2014 年的周转期是 2013 年的 2 倍多。因此生产、营销渠道应该是综合类行业关注的重点。

（二）对策建议

1. 加强营销渠道建设，提高业务—财务一体化水平

由上述分析可以发现，2015 年综合类行业上市公司按渠道分析，采购渠道周转期降低，然而营销渠道营运资金周转期较其他渠道周转期上升明显，使总体营运资金管理绩效无大的改变。因此，营销渠道应该是企业经营活动中管理的重点。企业应当及时转变营运资金管理理念，重视营销渠道的营运资金管理，建立和完善分渠道的营运资金管理模式；应注意加强对应收账款、应收票据的管理，加大对营销渠道的投入力度，加强营销渠道建设，通过提升营销渠道的渠道影响力和控制力；学习在营销渠道绩效较好的企业的先进经验和管理方法，新提高行业整体营运资金管理管理水平；利用现代电子商务技术对产品进行宣传销售，以销定产，降低生产渠道资金的挤压占用；同时建立电子支付结算系统，加快营销渠道的资金收回，提高营销渠道营运资金管理绩效。

2. 加强供应链营运资金管理，进一步提高存货与应收账款管理水平

根据调查结论，从要素视角看，存货周转期依然是经营活动营运资金（按要素）的绝对主体，2015 年存货周转期未变，应收账款、应付账款周转期有所增加，应付账款和应收账款周转期较为明显。因此综合类企业应该全面提高存货和应收账款的管理水平。在整个供应链管理方面，加强存货及应收账款管理是解决资金占用困扰的一项重要措施。营销部门应加强与客户关系管理，关注客户经营状况和信用等级，选择资信较好的客户，同时保持对市场需求的敏感度，及时将市场需求反馈给生产部门；生产部门合理安排生产作业计划，在有效订单下生产适销产品，同时利用有效的物流进行配送，削减库存，消除供应链库存资金浪费。此外，针对存货管理，应该建立健全存货管理的内部控制制度，在物资采购、领用、销售及产品管理上建立规范的制度，堵住漏洞以形成有力的内部牵制，定期检查盘点，尽可能压缩积压的库存物资，避免资金呆滞。

3. 优化营运资金融资结构，控制企业财务风险

综合类上市公司营运资金融资结构以短期金融性负债为主的状况更加严重；有些企业短期金融性负债占营运资金之比仍然超过了 100%，表明其过度依赖短期金融性负债，财务风险过大，融资结构极不合理。因此需要合理优化营运资金融资结构，充分利用采购渠道、销售渠道的融资平台作用，增加营运资本的比例，降低对短期金融负债的依赖程度，以降低财务风险。

主要参考文献

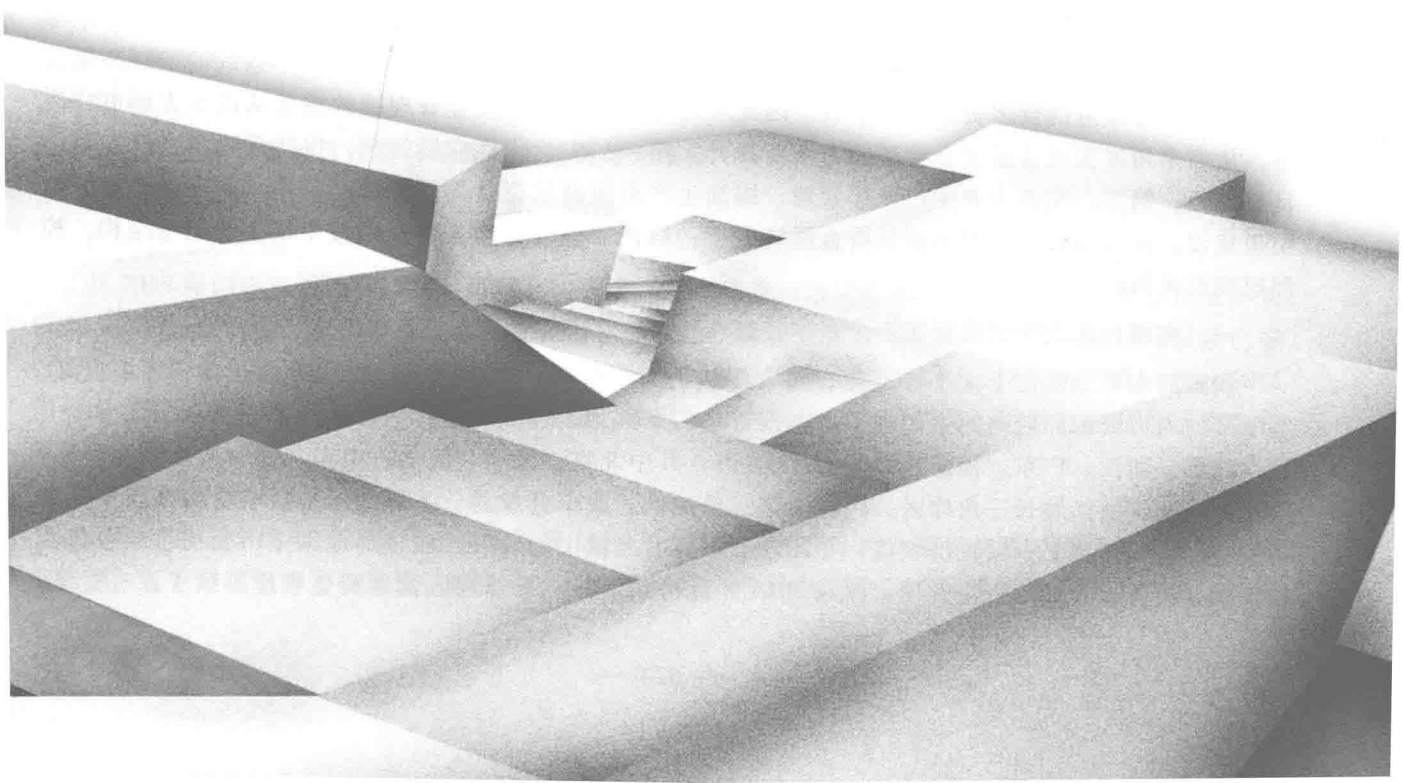
1. 杜媛、孙莹、王苑琢：“混合所有制改革推动资本管理创新和营运资金管理发展——中国企业营运资金管理研究中心协同创新回顾及 2014 年论坛综述”，《会计研究》，2015 年第 1 期。

2. 王竹泉、王秀华：“业务流程与经营性营运资金管理绩效：影响机理与案例”，《财会通讯》，2012 年第 3 期。

3. 王竹泉、孙莹、孙建强：《营运资金管理发展报告 2014》，中国财政经济出版社 2014 年版。

4. 朱大鹏：“基于利益相关者视角的企业营运资金管理策略研究”，《财会通讯：综合（中）》，2015 第 3 期。

第三篇 地区调查与专题调查



第二十九章　2015 年东部地区上市公司营运资金管理调查

【摘要】营运资金管理是企业财务管理的重要组成部分，也是企业资金结构中最具活力的部分。企业营运资金管理的核心是企业资金的运用和筹措，这对企业发展来说举足轻重。而营运资金的运转效率很大程度上决定了企业的生存与发展，因此如何提高营运资金管理效率，减少资金的持有成本与机会成本，使得上市公司总体成本最小，提高上市公司在市场环境中的竞争力，成为营运资金管理领域的重要研究课题。

我国的东部地区位于太平洋西岸，自然环境良好，有丰富的人力资源和较高的生产水平。改革开放后，东部地区积极响应国家政策，大力发展经济，拓宽中国经济领域，并促进了东部沿海城市的发展，成为我国经济发展最发达的地区，它的发展对于我国经济的发展起着至关重要的作用，对其营运资金管理的研究也越显重要。为更深入地了解 2015 年我国东部地区上市公司营运资金的管理现状，本章以中国企业营运资金管理研究中心“中国上市公司营运资金管理数据库”提供的数据为基础，对东部地区营运资金管理情况进行了调查分析。

本报告的结构如下：第一部分概括描述东部地区营运资金管理的特点；第二部分主要分析 2015 年东部地区的经营环境的重要变化以及重要事件；第三部分是对 2015 年东部地区上市公司营运资金存量及其分布状况，该部分主要包括三个方面，分别是营运资金存量及其分布状况总体分析、经营活动营运资金存量及其按渠道分布状况及经营活动营运资金存量及其按要素分布状况分析；第四部分是东部地区上市公司经营活动营运资金管理绩效分析，从渠道和要素两个角度对东部地区上市公司营运资金管理的绩效进行分析；第五部分上市公司资金回报分析；第六部分上市公司融资结构与财务风险分析；第七部分根据东部地区各省份经营活动营运资金周转期，分别按渠道和按要素对东部地区各省份的营运资金管理绩效进行排名；第八部分为案例分析，选取青岛啤酒作为东部上市公司营运资金管理的典型案例；第九部分对本章的调查进行了总结，并提出了东部地区改善营运资金管理的相关建议。

通过本次调查发现，2015 年度东部地区生产活动营运资金占用量为 32 876.22 亿元，与去年相比有所提高，一定程度上说明东部地区经济持续稳定发展，投资活动营运资金的占用量远大于经营活动的营运资金的占用量。在资金来源和财务风险方面，较 2014 年短期金融性负债占比而言，2015 年东部总体该指标基本稳定。但从绩效分析来看，我国 2015 年整体宏观形势不容乐观，不景气的宏观环境直接影响了东部渠道的营运资金管理绩效。因此东部地区提高营运资金管理绩效需要从以下方面进行改善，从而多角度实现营运资金管理能力不断提升。第一，应优化供应链管理，保持采购渠道营运资金良好绩效；第二，完善企业生产流程管理，提高生产渠道营运资金周转效率；第三，应完善企业营销渠道建设，保证良好营销渠道营运资金周转效率；第四，应改善营运资金回报率及企业融资结构，控制短期财务风险。

一、东部地区上市公司营运资金基本特征

我国的东部地区位于太平洋西岸，具有绵长的海岸线和优良的港口，交通方便，自然环境良好，有丰富的人力资源和较高的生产水平。本报告中的东部地区涉及北京、天津、河北、山东、辽宁、上海、江苏、浙江、广东、福建、海南 11 个省市；其中北京、天津、河北、山东、辽宁属环渤海地区，上海、江苏、浙江属长三角地区，广东为珠三角地区。改革开放后，东部地区积极响应国家政策，大力发展经济，拓宽了中国经济领域，并促进了东部沿海城市的发展。而东部地区上市公司也结合经营管理状况改善自身营运资金管理。面对 2015 年经济新形势，东部地区营运资金管理延续了原有优势，

同时又发生新的变化。2015 年度东部地区营运资金管理基本特征归纳如下：

1. 营运资金占用总量大，其中投资活动占比高

2015 年度东部地区营运资金总量达到 62 197.99 亿元。东部沿海地区凭借天然区位优势以及资源优势，经济发展程度明显高于中西部地区，从而造就该地区一大批规模大、经营业绩良好的企业；此外部地区各行业属于资金密集型及技术密集型企业，从研发到生产销售都需要大量资金投入，使得营运资金总量大。其中投资活动占营运资金总量比重最大为 67.37%。而金融经营活动营运资金期末占比呈负数，说明企业外部资金需求少，更多的需要将资金用于投资，投资活动营运资金占比最高。

2. 采购及营销渠道营运资金管理效率高

2015 年度东部地区生产活动营运资金占用量为 32 876.22 亿元。东部地区分布行业众多，其中的传统行业规模大、产品生产周期长，加之 2015 年度东部地区产能过剩情况依然明显，造成生产渠道占用大量营运资金；而营销及采购活动方面占用营运资金比重小于生产活动，尤其是采购渠道资金占用额连年下降，2015 年降至 -32 753.08 亿元。由于东部地区存在发达的运输网络及物流系统，地区内行业内供应商及销售商众多，同时完善的分销渠道使东部地区的营运资金管理在采购和营销的效率上占有很大的优势。

3. 营运资金各要素占用比重大，应付账款为企业提供资金支持

东部地区经营活动营运资金各要素的占用情况体现明显差异，其中占比最大为应付账款，占用 91 773.43 亿元。由于东部地区存在大量资源密集型产业，产业链长，资金周转较慢，产品生产周期长，所以东部地区企业存货和应收账款占用较多的资金，其中存货占比最高。同时由于东部地区上市公司多属于规模大，信用情况良好的企业，在供应链中常处于核心地位，因而在供应链环节中获得较多的商业信用，可通过应付账款作为资金支持。

4. 企业总体自由资金与借入资金占比持平，财务风险在可控范围内

2015 年东部地区总体借入资金占比和自有资金占比相较 2014 年无显著变化，而地区财务杠杆小幅上升，从 2014 年的 1.21 倍上升到 2015 年的 1.25 倍。表明东部地区上市公司长期资本仍可支持长期资产投资的需求，虽需要通过借入资金进行经营，但借入资金比例较稳定。随着财务杠杆增加以及当前经济增速放缓，银行信贷政策也会随时有所变动，未来财务风险仍需进一步关注。

5. 营运资金管理整体效率有所下降

渠道视角下东部地区近五年来营运资金周转期不断延长，2015 年升至 39.9 天，体现出周转效率总体下降，但其中采购渠道营运资金周转有所改善，体现东部地区企业渠道管理较为有效。在要素视角下，我国东部地区上市公司 2015 年经营活动营运资金周转期上升至 84.4 天，相比 2013、2014 年周转期，2015 年度东部地区企业对各要素管理绩效明显低于往年，但其中应付账款周转效率小幅上升，存货及应收账款周转效率有所下降。因此东部地区需采取更先进的管理方式以进一步提高本地区营运资管理水平。

二、2015 年东部地区经营环境变化主题词与大事件

（一）2015 年东部地区经营环境变化主题词

1. 经济增速放缓

从 2015 年国内宏观经济运行态势看，三大需求继续收缩，通货紧缩压力上升，经济增长前景不容乐观。但截止到目前，我国消费需求虽收缩但总体较为平稳，投资需求出现下滑，宽松货币政策已难以刺激投资需求短期回升，导致“投资驱动”增长方式难以为继，同时实际出口不断下降，导致 2015 年我国全年 GDP 增速下降至 6.9%。经济增速的放缓势必影响企业经营状况，从而对企业营运资金管理总体状况造成影响。

2. 产业结构持续优化

2015 年前三季度第三产业所占比重继续上升，但距离世界平均水平还有差距，所以经济还处于调结构中。工业内部结构调整加快，新产业、新业态、新产品增长较快，以计算机通讯、新能源、新材

料等产业为代表的高新技术产业快速发展。以煤炭、钢铁为代表的资源类、重工业类行业产能过剩现象严重，还处于调整探底的发展阶段，短期无法走出困境，这些行业必然会经历“清理退、重组整合”的过程。而以电子商务、物流快递等行业为代表的新兴服务业发展势头强劲，延续近两年高增长态势。这势必对不同行业的企业营运资金管理及绩效方面产生影响。

3. 区域协同发展

自 2015 年，我国主动适应经济发展新常态，深入实施区域发展总体战略，着力推进“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带等重大国家战略，进一步优化经济发展空间格局，加强国际国内区域开放合作，不断完善创新区域政策，健全区域协调发展体制机制，促进各地区协调发展、协同发展、共同发展。除此之外，我国在陆海统筹发展、国际国内区域合作方面取得新突破，这有利于加大东部地区开放合作力度，提高企业经济效益，从而有助于提高营运资金管理能力。

（二）2015 年东部地区经营环境变化大事件

1. 国企改革顶层设计方案出炉

2015 年 9 月 13 日，中共中央、国务院印发的《关于深化国有企业改革的指导意见》公布，这份改革文件的出台标志着新一轮国企改革大幕拉开。此后，国企改革 9 个配套文件相继出台，预计还有 10 个配套文件陆续发布。在国企改革顶层设计方案出台后，央企、地方国企加快了落实改革举措的步子，如推进国企分类改革、分类发展、分类监管、分类定责、分类考核，探索体制机制创新；积极引入其他国有资本或各类非国有资本实现股权多元化；探索实行混合所有制企业员工持股等等。目前我国的国有资产分布呈现出较为明显的区域特点，主要分布在五大区域内。但整体上看，东部地区将是地方国企改革的重点区域。

2. 创业创新成为国家战略

2015 年 6 月，国务院印发《关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施的意见》，真正将大众创业上升到国家战略来践行。为贯彻落实《意见》有关精神，共同推进大众创业万众创新蓬勃发展，国务院同意建立由发展改革委牵头的推进大众创业万众创新部际联席会议制度。“双创”的国家战略将激活大众创业热情，培养一批有企业家精神的领军者，解决当前就业问题，并为中国经济发展注入活力，从而将中国的人口数量红利逐步转变为质量红利。东部沿海地区凭借自有的丰富技术及高素质人才资源着力推动大众创业万众创新，从而为地区发展提供重要动力。

3. 粤闽津三大自贸区挂牌

2015 年 4 月 21 日，继 2013 年上海自贸试验区正式挂牌一年多后，广东自由贸易试验区、天津自由贸易试验区、福建自由贸易试验区在 4 月 21 日同日挂牌。第二批自贸区建设正式启动，标志着我国自贸区建设迎来了“2.0”时代。总体而言，开放度大大提高。按照国务院印发的四份自贸试验区方案，广东自贸试验区立足推动内地与港澳经济深度合作，并将通过加工贸易转型，带动泛珠三角区域和内地区域的产业升级。天津自贸试验区以制度创新为核心任务，以可复制和推广为基本要求，努力成为京津冀协同发展高水平的对外开放平台。福建自贸试验区将立足两岸、服务全国、面向世界，建设成为制度创新的试验田，深化两岸经济合作的示范区和建设 21 世纪海上丝绸之路的核心区。

4. “一带一路”建设进一步开展

2015 年 3 月，习近平主席在出席博鳌亚洲论坛时详细阐述“一带一路”战略构想，其间多部委联合公布《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》。此后，“一带一路”建设进入务实推进阶段。目前，“一带一路”对中国外贸和对外投资的引领作用已经显现。据商务部数据，2015 年前 11 个月中国企业对“一带一路”沿线 49 个国家进行的直接投资额合计 140.1 亿美元，同比增长 35.3%。因此，“一带一路”建设将会促进我国中西部地区和沿边地区对外开放，推动东部沿海地区开放型经济率先转型升级，进而形成海陆统筹、东西互济、面向全球的开放新格局。

5. 人民币成功纳入 SDR

2015 年 11 月，国际货币基金组织（IMF）总裁拉加德宣布正式将人民币纳入 SDR（特别提款权）

货币篮子，人民币历史性的成为首个被纳入 SDR 的新兴市场货币。成功加入 SDR 是人民币国际化进程中的里程碑，这不仅将加深中国与周边国家的经贸合作，还有助于我国东部沿海地区进一步发展外向型经济，减少外币汇兑风险，有助于开展跨境投资，从而深化对外经济发展。同时，人民币加入 SDR 也成为我国金融改革的重要催化剂。

6. 京津冀地区进一步协同发展

中共中央政治局于 2015 年 4 月 30 日召开会议，审议通过了《京津冀协同发展规划纲要》。《规划》包括总纲、实施细则和具体名录。既有顶层设计纲要，也有实施方案细则和路线图。细则包括交通一体化细则、环保一体化细则和产业一体化细则。随着《京津冀协同发展规划纲要》的出台，京津冀协调发展有了细化清单和路径设。“协同发展”将成为今后一段时间京津冀区域经济的核心主题，为破解地区经济发展差距、公共资源配置不均衡、资源环境制约等难题提供解决方案，有助于东部区域协同发展。

7. 沪港通实现多次突破

2014 年 4 月，中国证监会与香港证监会发布《联合公告》，批准在中国内地与香港股票市场建立股票市场互联互通机制试点。2015 年 11 月 17 日沪港通迎来了一周年。沪港通开闸一年来，沪港通运作平稳、交易结算机制不断完善；同时也取得了多项零的突破。在资本项目尚未完全可兑换的情况下，沪港通大幅提升了跨境投资资本流动效率，为境内外投资者提供了更为便捷的投资于对方市场的渠道，有力促进了内地与香港市场的融合，实现两地企业资金融通。

8. 中国海洋发展报告发布新兴产业成新增长极

2015 年 6 月 23 日，国家海洋局海洋发展战略研究所发布《中国海洋发展报告（2015）》。该报告指出，中国海洋经济总量巨大，部分海洋产业位居世界前列，引领了世界“蓝色经济”的发展方向。全国及沿海各地的海洋经济发展总体势头良好，部分领域进展突出，海洋经济结构已进入加速调整期。在今后“十三五”期间，我国将围绕海洋经济的提质增效，东部沿海地区将凭借区位优势继续大力培育和发展海洋战略性新兴产业、未来海洋产业，逐步将海洋经济增长点从传统产业转向新兴产业，积极推动传统产业的技术转化和优化升级，加快绿色转型步伐。

三、2015 年东部地区上市公司营运资金存量及其分布状况

（一）东部地区上市公司营运资金存量及其分布状况总体分析

1. 地区层面

从表 29－1、图 29－1 和图 29－2 分析得出：东部地区上市公司的总体营运资金期末占用由 2014 年的 51 133.33 亿元上升到 62 197.99 亿元，地区总体经营活动营运资金期末占用量由 2014 年的 19 295.32 亿元增加到 2015 年的 21 460.68 亿元，投资活动运营资金期末占用同样也从 2014 年的 32 884.90 亿元增加到 41 904.43 亿元，虽然 2015 年金融经营活动营运资金期末占比相较于 2014 年有所下降，但可以看出东部地区的上市公司的整体营运资金占用在 2015 年有所提高，说明所有因素的综合影响是有利于东部地区的企业发展的。

表 29－1　　2014～2015 年东部地区营运资金存量及其分布状况

项目	营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用（亿元）		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用（亿元）		投资活动营运资金期末占比（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
地区总体	51 133.33	62 197.99	19 295.32	21 460.68	37.74	34.50	－1 064.38	－1 167.12	－2.08	－1.88	32 884.90	41 904.43	64.31	67.37
地区平均	31.41	35.04	11.85	12.09	－16.36	6.11	－0.65	－0.66	0.11	0.00	20.20	23.61	29.23	5.83
最大值	2 605.53	3 068.67	1 533.02	2 073.09	—	—	34.86	581.66	—	—	1 727.54	2 517.23	—	—
中位数	9.44	10.23	4.25	4.38	56.07	52.98	0.00	0.00	0.00	0.00	4.79	5.14	43.89	47.05

续表

项目	营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用（亿元）		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用（亿元）		投资活动营运资金期末占比（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
最小值	-1 235.48	-1 834.42	-1 489.62	-2 056.75	—	—	-447.58	-678.14	—	—	-42.18	-42.35	—	—
样本量	1 628	1 775	1 628	1 775	1 628	1 775	1 628	1 775	1 628	1 775	1 628.00	1 775.00	1 628.00	1 775.00
环渤海	22 693.39	27 571.49	6 191.33	6 506.61	27.28	23.60	-122.87	-290.33	-0.54	-1.05	16 611.47	21 355.20	73.20	77.45
长三角	13 219.61	16 747.01	5 064.43	6 157.00	38.31	36.76	-979.58	-935.31	-7.41	-5.58	9 132.90	11 525.32	69.09	68.82
珠三角	12 443.27	14 552.23	6 230.54	6 854.62	50.07	47.10	45.00	76.32	0.36	0.52	6 166.07	7 621.28	49.55	52.37
区域均值	18 664.79	20 732.66	7 234.44	7 153.56	39.06	36.52	-369.66	-389.04	-2.66	-2.10	11 792.74	13 968.14	63.57	65.58
北京	15 821.34	20 329.47	3 786.66	4 533.24	23.93	22.30	-122.88	-290.35	-0.78	-1.43	12 157.56	16 086.58	76.84	79.13
河北	1 590.18	2 022.74	570.89	560.42	35.90	27.71	0.00	0.00	0.00	0.00	1 019.29	1 462.32	64.10	72.29
辽宁	1 103.57	741.75	416.95	-61.07	37.78	-8.23	0.00	0.00	0.00	0.00	674.50	802.83	61.12	108.23
天津	1 710.38	1 659.58	740.61	676.56	43.30	40.77	0.00	0.02	0.00	0.00	969.78	983.01	56.70	59.23
山东	2 467.93	2 817.94	676.22	797.46	27.40	28.30	0.02	0.00	0.00	0.00	1 790.35	2 020.47	72.54	71.70
上海	4 478.57	6 403.84	252.07	1 086.46	5.63	16.97	-955.45	-893.99	-21.33	-13.96	4 478.57	6 403.84	252.07	1 086.46
浙江	4 911.32	6 038.56	2 977.66	3 411.37	60.63	56.49	-21.46	-27.29	-0.44	-0.45	4 911.32	6 038.56	2 977.66	3 411.37
江苏	3 829.72	4 304.61	1 834.70	1 659.18	47.91	38.54	-2.67	-14.03	-0.07	-0.33	1 997.69	2 659.47	52.16	61.78
广东	12 443.27	14 552.23	6 230.54	6 854.62	50.07	47.10	45.00	76.32	0.36	0.52	6 166.07	7 621.28	49.55	52.37
福建	2 332.69	2 898.54	1 756.66	1 870.19	75.31	64.52	-3.95	-4.46	-0.17	-0.15	579.98	1 032.80	24.86	35.63
海南	444.36	428.73	52.35	72.25	11.78	16.85	-2.99	-13.35	-0.67	-3.11	394.49	369.83	88.78	86.26

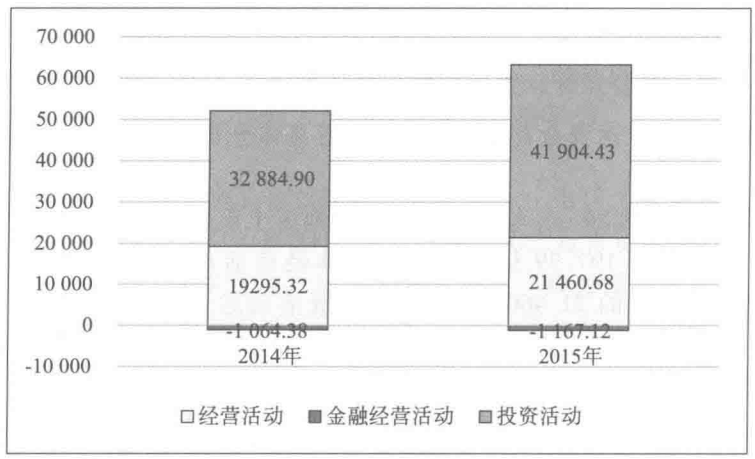


图 29 - 1　2014 ~ 2015 年东部地区总体营运资金存量及分布状况

从表 29 - 1 中还可以看出：环渤海区域的上市企业在营运资金期末占用量最多，为 27 571.49 亿元，珠三角地区紧随其后，长三角地区最低；珠三角地区在经营活动营运资金期末占用最高，为 6 854.62 亿元，环渤海地区居中；金融经营活动营运资金期末占用最多的地区是长三角地区；而投资活动营运资金期末占用最多的地区依然是环渤海区域。

根据表 29 - 1 中东部地区各省的上市公司营运资金占用数据分析可得：北京在营运资金占用量和投资活动营运资金占用中都名列前茅，且远远高于地区的平均水平；广东省以 6 854.62 亿元在经营活动营运资金占用量中排第一位；海南省在三个数据比较方面均较低；辽宁省 2015 年经营活动营运资金占用量出现负值，经营状况表现不佳，而这也与所处经济圈发展状况有密切关系。

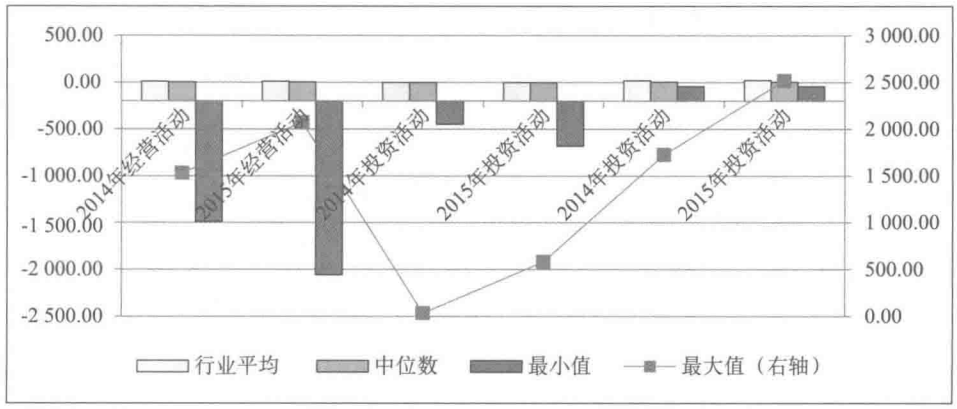


图 29－2　2014～2015 年东部地区总体营运资金分布统计数据

2. 企业层面

从表 29－2 中可以看出：2014 年和 2015 年，东部地区上市公司按实体经营活动营运资金所占比重在 50%～75% 这个区间的企业数量最多，分别为 547 家和 626 家，营运资金所占大于 100% 的范围内公司数量最少；按金融经营活动营运资金占比区间统计，≤0 区间内的公司数量最多，2015 年占比高达 98.48%，其次是 0～25% 区间，其他区间内公司数量基本为 0；而投资活动营运资金所占比重在 25%～50% 这个区间内的公司数量最多，分别为 546 家和 625 家，而所占比重在小于等于 0 的范围内企业数量最少。

表 29－2　　2014～2015 年东部地区上市公司营运资金配置结构情况分段统计表

区间（%）	按实体经营活动营运资金占比区间统计				按金融经营活动营运资金占比区间统计				按投资活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重	家数	比重
≤0	187	11.49	222	12.51	1 611	98.96	1 748	98.48	62	3.81	55	3.10
(0，25]	173	10.63	188	10.59	16	0.98	26	1.46	313	19.24	279	15.72
(25，50]	345	21.19	404	22.76	0	0.00	0	0.00	546	33.56	625	35.21
(50，75]	547	33.62	626	35.27	0	0.00	1	0.06	346	21.25	402	22.65
(75，100]	313	19.24	279	15.72	0	0.00	0	0.00	172	10.57	188	10.59
>100	63	3.87	56	3.15	1	0.06	0	0.00	189	11.62	226	12.73
总计	1 628	100	1 775	100	1 628	100	1 775	100.0	1 628	100.0	1 775	100.0

（二）东部地区上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布状况

1. 地区层面

表 29－3 和图 29－3 从渠道的角度呈现了东部地区上市公司不同渠道的营运资金量，其中 2015 年，整个东部地区的经营活动营运资金总量为 21 460.68 亿元，平均值为 12.09 亿元，较 2014 年相比增加。从采购渠道、生产渠道和营销渠道的角度来看，2015 年的东部地区运营资金总量分别为－32 753.08 亿元、32 876.22 亿元和 21 337.53 亿元，采购渠道和营销渠道营运资金相较于 2014 年有所下降，生产渠道营运资金相较于 2014 年有所上升。剔除极端值对各渠道营运资金重新计算发现经营活动营运资金总量为 21 444.34 亿元，比剔除极端值前减少 16.34 亿元。从采购渠道、生产渠道和营销渠道的角度来看 2015 年的东部地区运营资金总量分别为－32 753.08 亿元、32 876.22 亿元和 21 337.53 亿元。采购渠道和营销渠道营运资金总量分别比剔除极端前增加 2 968.95 亿元和 580.17 亿元，生产渠道营运资金总量比剔除极端前降低 3 020.39 亿元。

表 29－3　　2014～2015 年东部地区经营活动营运资金的渠道配置结构分析

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	地区总体	－27 080.98	－32 753.08	21 695.89	32 876.22	24 680.41	21 337.53	19 295.32	21 460.68
	地区平均	－16.63	－18.45	13.33	18.52	15.16	12.02	11.85	12.09
	最大值	65.05	54.47	2 943.48	3 446.88	1 874.45	1 163.57	1 533.02	2 073.09
	中位数	－1.62	－1.65	0.21	0.16	5.32	5.58	4.25	4.38
	最小值	－2 346.05	－2 922.42	－497.69	－426.49	－1 546.93	－1 743.74	－1 489.62	－2 056.75
	环渤海	－16 517.83	－18 752.52	9 114.53	14 954.19	13 594.63	10 304.94	6 191.33	6 506.61
	长三角	－6 562.54	－8 988.31	3 219.75	6 956.25	8 407.21	8 189.06	5 064.43	6 157.00
	珠三角	－3 613.44	－4 492.92	7 710.06	9 259.79	2 133.93	2 087.75	6 230.54	6 854.62
	区域均值	－9 239.25	－10 917.69	7 497.68	10 958.74	8 976.00	7 112.51	7 234.44	7 153.56
	北京	－13 482.68	－15 235.74	7 480.68	12 913.96	9 788.66	6 855.02	3 786.66	4 533.24
	河北	－1 007.46	－1 319.17	1 164.43	1 639.39	413.92	240.21	570.89	560.42
	辽宁	－338.63	－445.39	170.62	64.26	584.97	320.06	416.95	－61.07
	天津	－365.06	－370.20	321.15	362.47	784.52	684.28	740.61	676.56
	山东	－1 324.00	－1 382.03	－22.35	－25.89	2 022.57	2 205.38	676.22	797.46
	上海	－3 435.05	－5 431.88	1 013.25	4 285.52	2 673.87	2 232.82	252.07	1 086.46
	浙江	－1 222.74	－1 463.44	1 525.55	1 896.59	2 674.85	2 978.22	2 977.66	3 411.37
	江苏	－1 904.75	－2 092.99	680.95	774.14	3 058.50	2 978.02	1 834.70	1 659.18
	广东	－3 613.44	－4 492.92	7 710.06	9 259.79	2 133.93	2 087.75	6 230.54	6 854.62
	福建	－260.03	－420.87	1 624.49	1 667.30	392.21	623.75	1 756.66	1 870.19
	海南	－127.14	－98.46	27.06	38.69	152.43	132.02	52.35	72.25
占比（%）	地区总体	－140.35	－152.62	112.44	153.19	127.91	99.43	—	—
	地区平均	－128.43	－25.78	7.78	72.13	220.64	53.65	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	－17.89	－18.23	8.79	7.69	105.03	107.79	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
	环渤海	－266.79	－288.21	147.21	229.83	219.58	158.38	—	—
	长三角	－129.58	－145.99	63.58	112.98	166.01	133.00	—	—
	珠三角	－58.00	－65.55	123.75	135.09	34.25	30.46	—	—
	区域均值	－142.63	－163.73	100.43	155.82	142.21	107.90	—	—
	北京	－356.06	－336.09	197.55	284.87	258.50	151.22	—	—
	河北	－176.47	－235.39	203.97	292.53	72.50	42.86	—	—
	辽宁	－81.22	729.26	40.92	－105.21	140.30	－524.05	—	—
	天津	－49.29	－54.72	43.36	53.58	105.93	101.14	—	—
	山东	－195.79	－173.30	－3.30	－3.25	299.10	276.55	—	—
	上海	－1 362.74	－499.96	401.97	394.45	1 060.76	205.51	—	—
	浙江	－41.06	－42.90	51.23	55.60	89.83	87.30	—	—
	江苏	－103.82	－126.15	37.12	46.66	166.70	179.49	—	—
	广东	－58.00	－65.55	123.75	135.09	34.25	30.46	—	—
	福建	－14.80	－22.50	92.48	89.15	22.33	33.35	—	—
	海南	－242.84	－136.29	51.69	53.56	291.14	182.73	—	—
样本量		1 628	1 775	1 628	1 775	1 628	1 775	1 628	1 775

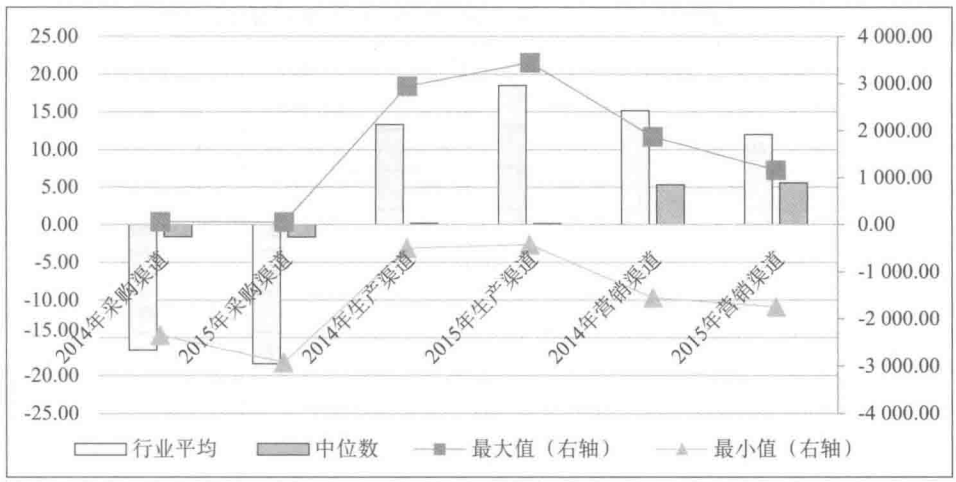


图 29－3　2014～2015 年东部地区各渠道营运资金分布统计数据

从区域的角度来看，环渤海区域在采购渠道运营资金的数量上少于其他两个地区，而在营销渠道上多于其余两个区域，在生产渠道上居中。2014 年珠三角区域的公司在生产渠道的营运资金量是最多的，而在采购渠道和营销渠道的营运资金总量最低，2015 年环渤海地区生产渠道营运资金量超过了珠三角地区。长三角区域在三个渠道的营运资金上均不占据优势，因而经营活动运营资金量也是最少的，且低于区域平均水平。

从省级的角度来看各个渠道的营运资金，2015 年，北京在采购渠道和营销渠道的营运资金所占比重最多，而在生产渠道方面居中。而在生产渠道营运资金所占比重最多的是广东省。

2. 企业层面

从表 29－4 分析可得：2014～2015 年，在采购渠道方面，营运资金所占比重≤0 的范围内企业的数量最多；在生产渠道方面，营运资金所占比重≤0 的公司数量最多；在营销渠道方面，大多数公司的营销渠道营运资金的占比处于＞100% 的区间内。

表 29－4　　2014～2015 年东部地区上市公司经营活动营运资金渠道配置结构情况分段统计表

区间（%）	按采购渠道营运资金占比区间统计				按生产渠道营运资金占比区间统计				按营销活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	1 111	68.22	1 234	69.52	510	31.35	613	34.54	240	14.75	234	13.18
（0，25］	243	14.94	254	14.31	601	36.94	579	32.62	78	4.79	97	5.46
（25，50］	75	4.61	75	4.23	189	11.62	200	11.27	77	4.73	87	4.90
（50，75］	32	1.97	42	2.37	85	5.22	98	5.52	109	6.70	134	7.55
（75，100］	30	1.84	27	1.52	74	4.55	89	5.01	241	14.81	231	13.01
＞100	137	8.42	143	8.06	169	10.33	196	11.04	883	54.21	992	55.89
总计	1 628	100	1 775	100	1 628	100	1 775	100	1 628	100	1 775	100

（三）东部地区上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布状况

1. 地区层面

表 29－5 和图 29－4 是东部地区的上市企业在 2015 年度按照要素配置的经营活动营运资金结构，主要从地区总量、区域、省级三个方面来分析。

2014～2015 年度东部地区分要素的总体经营活动运营资金有上升趋势，从 19 312.81 亿元上升到 21 465.21 亿元，具体到各个要素，也均呈增长趋势，东部地区总体存货运营资金由 2014 年的 52 309.89 亿元增长到 2015 年的 60 939.23 亿元，而应收以及预付款项的总体运营资金上升到 52 299.41

表 29 - 5　　2014 ~ 2015 年东部地区经营活动营运资金的要素配置结构分析

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	地区总体	52 309.89	60 939.23	45 256.27	52 299.41	78 253.36	91 773.43	19 312.81	21 465.21
	地区平均	32.13	34.33	27.80	29.46	48.07	51.70	11.86	12.09
	最大值	3 526.50	3 987.60	2 235.23	2 119.84	4 714.40	5 414.99	1 533.02	2 073.09
	中位数	3.70	3.50	6.42	7.26	5.89	6.37	4.25	4.38
	最小值	0.00	0.00	0.03	0.05	-0.94	-0.19	-1 489.62	-2 056.75
	环渤海	26 733.99	28 523.35	24 188.52	26 087.15	44 717.72	48 103.78	6 204.79	6 506.72
	长三角	10 512.11	15 221.09	11 769.96	15 070.59	17 215.77	24 134.67	5 066.29	6 157.00
	珠三角	12 515.46	14 391.66	7 756.32	9 379.98	14 039.58	16 912.60	6 232.20	6 859.05
	区域均值	18 577.51	20 313.08	16 230.86	17 433.14	27 566.65	30 591.14	7 241.71	7 155.07
	北京	21 494.92	23 115.65	18 617.33	20 056.62	36 325.59	38 639.02	3 786.66	4 533.24
	河北	2 029.33	2 421.08	1 480.66	1 560.92	2 939.11	3 421.58	570.89	560.42
	辽宁	762.64	598.26	815.23	924.35	1 148.80	1 583.69	429.07	-61.07
	天津	855.12	796.84	814.46	751.64	928.97	871.92	740.61	676.56
	山东	1 591.97	1 591.51	2 460.84	2 793.63	3 375.25	3 587.56	677.56	797.57
	上海	4 691.52	8 784.10	5 439.83	7 102.05	9 877.38	14 799.69	253.97	1 086.46
	浙江	3 532.65	3 799.82	2 997.26	3 994.81	3 552.28	4 383.26	2 977.63	3 411.37
	江苏	2 287.94	2 637.17	3 332.87	3 973.73	3 786.11	4 951.73	1 834.70	1 659.18
	广东	12 515.46	14 391.66	7 756.32	9 379.98	14 039.58	16 912.60	6 232.20	6 859.05
	福建	2 414.43	2 652.67	1 310.02	1 541.31	1 967.79	2 323.80	1 756.66	1 870.19
	海南	133.90	150.46	231.46	220.38	312.50	298.59	52.86	72.25
占比（%）	地区总体	270.86	283.90	234.33	243.65	405.19	427.54	—	—
	地区平均	120.05	174.23	199.75	307.61	219.80	381.84	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	58.11	55.85	109.01	113.66	70.42	72.30	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
	环渤海	435.67	438.37	415.31	400.93	750.98	739.29	—	—
	长三角	207.49	247.22	232.32	244.77	339.81	391.99	—	—
	珠三角	200.82	209.82	124.46	136.75	225.27	246.57	—	—
	区域均值	267.42	293.65	245.09	257.43	412.51	451.08	—	—
	北京	617.75	509.91	569.04	442.43	1 086.79	852.35	—	—
	河北	355.47	432.01	259.36	278.53	514.83	610.54	—	—
	辽宁	177.74	-979.57	190.00	-1 513.50	267.74	-2 593.07	—	—
	天津	115.46	117.78	109.97	111.10	125.43	128.88	—	—
	山东	234.96	199.54	363.19	350.27	498.15	449.81	—	—
	上海	1 847.30	808.51	2 141.95	653.69	3 889.25	1 362.19	—	—
	浙江	118.64	111.39	100.66	117.10	119.30	128.49	—	—
	江苏	124.70	158.94	181.66	239.50	206.36	298.44	—	—
	广东	200.82	209.82	124.46	136.75	225.27	246.57	—	—
	福建	137.44	141.84	74.57	82.41	112.02	124.25	—	—
	海南	253.30	208.26	437.84	305.03	591.14	413.29	—	—
样本量		1 628	1 775	1 628	1 775	1 628	1 775	1 628	1 775

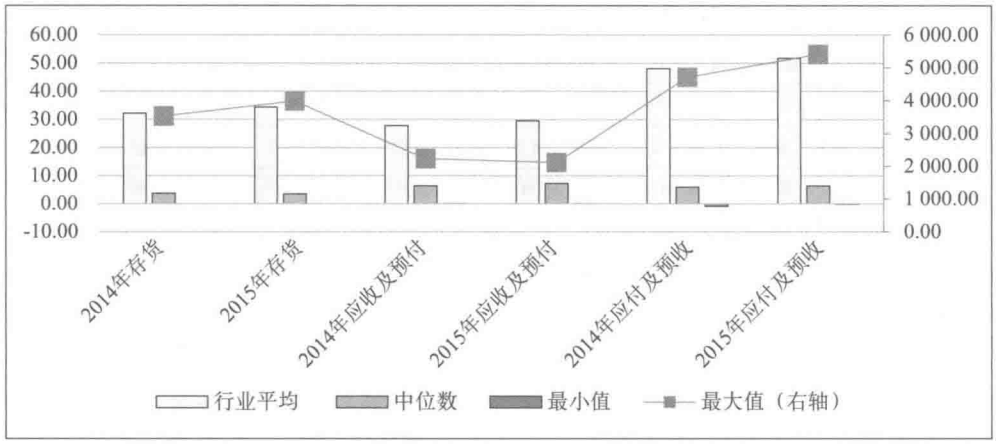


图 29－4　2014～2015 年东部地区经营活动各要素营运资金分布统计数据

亿元，应付以及预收款项由 2014 年的 78 253.36 亿元增加到 91 773.43 亿元。同时，东部地区按要素划分的经营活动营运资金均值增加，表示 2015 年度东部地区的企业发展良好，经济呈增长的趋势。剔除极端值对各渠道营运资金重新计算发现，经营活动营运资金总量为 21 444.34 亿元，比剔除极端值前减少 16.34 亿元。

从区域的角度来看，环渤海地区在各要素方面的营运资金均是最高的，且远高于地区均值，与 2014 年相比，2015 年均有上升的现象。2015 年长三角地区的上市公司的存货营运资金相较于 2014 年有明显增长，达到 15 221.09 亿元，超过了珠三角地区位列第二，同时，应收及预付款项、应付及预收款项运营资金在 2015 年也均有所上涨。珠三角地区的上市企业 2015 年在存货、应收及预付款项和应付及预收款这三个要素中的营运资金均处于落后的位置，且其任何要素的营运资金均低于区域均值。

从省级的方面来看，在存货、应收及预付款项、应付及预收款项的比重上，均为北京的经营资金占用最高，其次是广东省，海南省最低。而在分要素的经营活动营运资金占用上，广东省最高，其次为浙江省，海南省最低。在 2015 年，北京、江苏省、浙江省、广东省、福建省的按要素的经营活动营运资金高于地区均值。

2. 企业层面

从表 29－6 中可以得出 2015 年度东部地区的上市公司按要素分配的经营活动运营资金的比重分段数据。按存货统计，2015 年存货占比 > 100% 的企业数量最多，所占比重 25.80%，同时与 2014 年相比减少了 3 家公司；而存货占比处于 0～25% 这个区间内的企业数量最少；按应收及预付款项统计，2015 年应收及预付占比 > 100% 的公司数量超过了处于其他所有区间内公司数量的总和，比例达到 58.42%，比 2014 年增加了 126 家公司；同样应收及预付占比处于 0～25% 这个区间的企业数量最少。按应付及预收款项占比来分析，同样是占比大于 100% 的区间内企业数量最多，2015 年有 695 家，比 2014 年增加了 66 家公司。

四、2015 年东部地区上市公司经营活动营运资金管理绩效分析

（一）东部地区上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额分析

通过表 29－7 可以看出，2015 年的东部地区企业的经营活动营运资金节约额为－3 780.13 亿元，即东部地区企业并没有真正实现经营活动营运资金的节约，而与 2014 年东部地区总体经营活动营运资金占用水平相比，从平均值、最大值、最小值和中位数来说都没有明显的变化。地区总体占用水平为 0.11，比 2015 年的 0.10 增加了 0.01；地区平均占用水平为 0.43，比 2015 年的 0.44 减少了 0.01；占用水平的最大值从 2014 年的 8.06 提高到了 8.42，占用水平最小值由－3.99 提高到了－3.20，而中位数则没有变化。

表 29－6　　2014～2015 年东部地区上市公司经营活动营运资金要素配置结构情况分段统计表

区间（%）	按存货占比区间统计				按应收及预付款项占比区间统计				按应付及预收款项占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	256	15.73	293	16.51	246	15.12	275	15.49	248	15.24	276	15.55
（0，25］	152	9.34	204	11.49	72	4.43	54	3.04	104	6.39	123	6.93
（25，50］	306	18.81	306	17.24	78	4.79	84	4.73	250	15.37	258	14.54
（50，75］	275	16.90	309	17.41	111	6.82	112	6.31	247	15.18	250	14.08
（75，100］	178	10.94	205	11.55	209	12.85	213	12.00	149	9.16	173	9.75
>100	461	28.27	458	25.80	911	55.99	1 037	58.42	629	38.66	695	39.15
总计	1 628	100	1 775	100	1 628	100	1 775	100	1 628	100	1 775	100

表 29－7　　2014～2015 年东部地区上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额

项　目	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约额（亿元）
	2014 年	2015 年	
地区总体	0.10	0.11	－3 780.13
地区平均	0.44	0.43	—
最大值	8.06	8.42	—
中位数	0.31	0.31	—
最小值	－3.99	－3.20	—
样本量	1 628	1 775	—

（二）东部地区上市公司分渠道的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 地区层面

表 29－8 描述了东部各地区在采购渠道、生产渠道、营销渠道以及经营活动营运资金的周转期，分别从以下几个方面研究营运资金的管理绩效：

表 29－8　　2014～2015 年东部地区上市公司各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	采购渠道营运资金周转期		生产渠道营运资金周转期		营销渠道营运资金周转期		经营活动营运资金周转期（按渠道）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
环渤海	－44.7	－58.7	25.4	46.5	35.9	33.2	16.6	21.0
长三角	－46.4	－55.6	27.6	48.5	54.1	52.9	35.3	45.7
珠三角	－51.9	－57.6	118.4	122.9	24.1	28.8	90.5	94.1
区域均值	－46.5	－54.2	55.9	69.6	38.1	38.1	47.5	53.4
北京	－41.9	－58.6	25.7	49.2	32.2	27.0	16.0	17.6
河北	－63.7	－93.3	74.8	117.2	27.3	20.8	38.4	44.69
辽宁	－32.3	－43.6	18.1	9.1	55.1	35.3	40.8	0.9
天津	－28.6	－37.7	33.7	43.4	64.3	83.3	69.4	88.95
山东	－48.7	－54.3	－0.6	0.0	73.9	84.5	24.6	30.2
上海	－42.2	－57.7	14.7	51.0	29.6	25.1	2.0	18.31
浙江	－41.9	－41.5	64.9	61.4	94.5	86.2	117.4	106.1
江苏	－63.1	－65.0	27.6	27.8	106.2	94.1	70.7	56.98
广东	－51.9	－57.6	118.4	122.9	24.1	28.8	90.5	94.1
福建	－5.4	－11.8	86.0	90.5	14.9	21.1	95.5	99.76
海南	－51.3	－50.3	9.0	16.6	61.4	64.7	19.0	31.0
地区整体	－44.9	－56.1	38.5	58.5	39.1	37.5	32.8	39.9

（1）采购渠道营运资金周转期分析

从东部地区整体来看，采购渠道营运资金周转期均为负值。2015 年东部地区采购渠道营运资金周转期为 -56.1 天，较 2014 年的 -44.9 天缩短了 11.3 天，说明 2015 年东部地区采购渠道营运资金周转效率提升，管理绩效提高。

从各省和直辖市情况来看，2015 年采购渠道营运资金周转效率最高、即周转期最短的为河北省 -93.3 天；江苏省的周转期为 -65.0 天，位居第二；北京、上海和广东省的周转期也较短，分别为 -58.6 天、-57.7 天、-57.6 天，紧随其后的山东省和海南省分别为 -54.3 天和 -50.3 天，采购渠道营运资金周转效率相对较低的有四个省分，天津的周转期为 -37.7 天，浙江省的周转期为 -41.5 天，辽宁省的周转期为 -43.6 天，周转效率最低的为福建省，其周转期高达 -11.8 天，比周转期最短的河北省高 81.5 天。就东部地区总体而言，采购渠道营运资金周转期较短，周转效率较高，但各省市差异明显。

从环渤海、长三角、珠三角三个区域来看，2015 年采购渠道营运资金周转效率最高，即周转期最短的为环渤海地区 -58.7 天，其次是珠三角地区 -57.6 天，周转期最长的为长三角区域的 -55.6 天，比东部整体周转期高 0.5 天，说明各地区采购渠道营运资金周转期较短，周转效率较高。

从 2015 年各省市采购渠道营运资金周转期与 2014 年对比分析来看，11 个省市中，3 个省市（浙江、江苏、海南）的采购渠道营运资金周转期基本不变，周转效率基本稳定；天津、山东省、广东省、福建省 4 个省市的采购渠道营运资金周转期有轻微缩短，北京、河北省、辽宁省、上海 4 个省市则出现较大幅度缩短，其中河北省周转期缩短最高，达到 29.6 天，较 2014 年变化了 45.77%，说明河北省的营运资金管理绩效得到大幅提升。

从 2015 年各区域采购渠道营运资金周转期与 2014 年对比分析来看，三个地区 2015 年采购渠道营运资金周转期均比 2014 年降低，其中环渤海地区采购渠道营运资金周转期比 2014 年缩短 14 天，缩短比例高达 31.32%，说明环渤海地区采购渠道营运资金周转效率大幅提高，营运资金管理绩效大幅提升；长三角和珠三角地区采购渠道营运资金周转期缩短比例分别为 19.83% 和 10.98%，说明长三角和珠三角地区采购渠道营运资金周转效率也有较大提高，营运资金管理绩效有所提高。

（2）生产渠道营运资金周转期分析

从东部地区整体来看，2015 年生产渠道营运资金周转期除山东省为 0 天外，其余的省市和地区均为正值。2015 年东部地区生产渠道营运资金周转期为 58.5 天，较 2014 年 38.5 天延长了 20 天，延长幅度为 51.95%，说明 2015 年东部地区生产渠道营运资金周转效率大幅下降，管理绩效严重降低。

从各省市情况来看，2015 年生产渠道营运资金周转效率最高，即周转期最短的为山东省 0.0 天；周转效率最低的为广东省，其周转期为 122.9 天，其次是河北省、福建省、浙江省，其周转期分别为 117.2 天，90.5 天、61.4 天；周转效率较低的有周转期为 51 天的上海市、周转期为 49.2 天的北京市以及周转期为 43.4 天的天津市；周转效率较高的有三个省市，分别是江苏省、海南省和辽宁省，其周转期分别为 27.8 天、16.6 天和 9.1 天。总体来看，东部地区生产渠道营运资金周转期较长，周转效率较低。

从环渤海、长三角、珠三角三个区域来看，2015 年生产渠道营运资金周转效率最高，即周转期最短的为环渤海地区 46.5 天，其次是长三角地区 48.5 天，周转期最长的为珠三角区域的 122.9 天，比周转期最短的环渤海地区高 76.4 天，说明各地区生产渠道营运资金周转期有明显差异。

从 2015 年各省市生产渠道营运资金周转期与 2014 年对比分析来看，11 个省市中，4 个省市（江苏省、广东省、福建省、山东省）的生产渠道营运资金周转期基本不变，周转效率基本稳定；2 个省市（浙江省、辽宁省）的生产渠道营运资金周转期缩短，其中浙江省省周转期 2015 年较 2014 年缩短了 3.5 天，辽宁省缩短了 9 天，说明这两个省的营运资金管理绩效有所提升；5 个省市（上海市、北京市、海南省、河北省、天津市）的生产渠道营运资金周转期延长，其中上海市、北京市生产渠道营运资金周转期 2015 年较 2014 年延长比例最高，分别延长 246.94% 和 91.44%，说明这两个省市采购渠道营运资金周转效率降低，营运资金管理绩效下降较为明显。

从 2015 年各区域生产渠道营运资金周转期与 2014 年对比分析来看，环渤海地区生产渠道营运资

金周转期延长比例为83.07%，说明环渤海地区生产渠道营运资金周转效率下降幅度较大，营运资金管理绩效显著降低；2015年长三角地区生产渠道营运资金周转期比2014年延长20.9天，延长比例达75.72%，说明长三角地区采购渠道营运资金周转效率也有所降低，营运资金管理绩效下降；珠三角地区生产渠道营运资金周转期缩短比例为3.80%，说明珠三角地区生产渠道营运资金周转效率变化幅度不大，营运资金管理绩效基本稳定。

（3）营销渠道营运资金周转期分析

2015年东部地区营销渠道营运资金周转期为37.5天。从各省市情况来看，在东部11个省市中，2015年营销渠道营运资金周转效率最高的为河北省，其周转期仅为20.8天，周转效率最低的为江苏省，其周转期长达94.1天。福建、上海、北京、广东、辽宁省5个省市营销渠道营运资金周转效率也较高，营销渠道营运资金周转期分别为21.1天、25.1天、27.0天、28.8天、35.2天，而海南、天津、山东、浙江的营销渠道营运资金周转期在50~90天之间。总体来看，东部地区营销渠道营运资金周转期较短，周转效率较高。

从环渤海、长三角、珠三角三个区域来看，2015年营销渠道营运资金周转效率最高，即周转期最短的为珠三角地区28.8天，其次是环渤海地区33.2天，周转期最长的为珠三角区域的52.9天，各地区之间差别不是很大，营销渠道营运资金周转期基本稳定。

2015年东部地区营销渠道营运资金周转期较2014年基本维持不变。从各个省市来看，上升幅度最大的为福建省和天津市，分别上升41.61%和29.55%。3个省市（广东省、山东省、海南省）2015年周转期上升幅度在0~20%之间。缩减幅度最大的为辽宁省和河北省，分别为35.93%和23.81%。4个省市（浙江省、北京市、江苏省、上海市）2015年周转期下降在0-20%之间。环渤海、长三角、珠三角地区2015年周转期上升比例分别为-7.52%、-2.22%和19.50%。由此可见，东部地区2015年营销渠道营运资金周转期有微弱缩减，营运资金管理绩效小幅提升。

表29-9和图29-5反映了东部地区营运资金周转期（按渠道）2011~2015年的变化趋势。从中可知从2011~2015年，东部地区的经营活动营运资金周转期呈逐年延长的趋势，但各年的增长程度较为缓和。从总体上看，东部地区近五年来营运资金周转期延长，周转效率总体下降，营运资金管理效率降低。

表29-9　　2011~2015年东部地区各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项　目	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
采购渠道营运资金周转期	-27.00	-37.00	-39.00	-44.9	-56.1
生产渠道营运资金周转期	25.00	38.00	40.00	38.5	58.5
营销渠道营运资金周转期	22.00	20.00	25.00	39.1	37.5
经营活动营运资金周转期	20.00	21.00	26.00	32.8	39.9

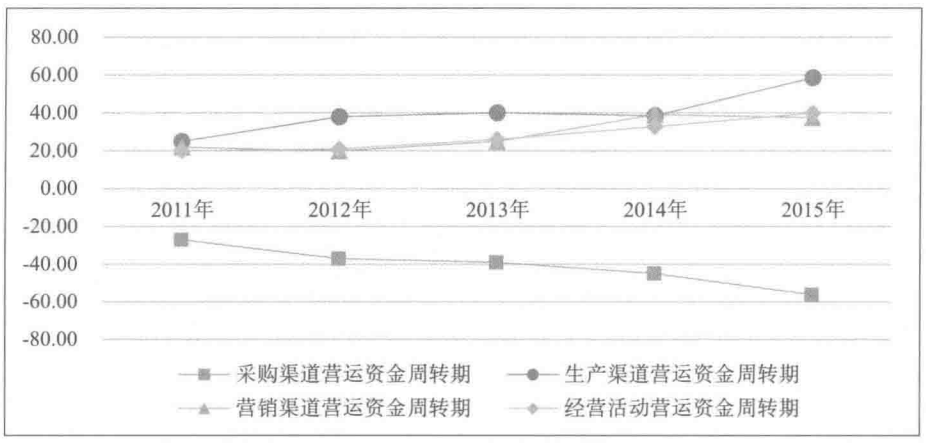


图29-5　2011~2015年东部地区上市公司各渠道经营活动营运资金周转期变化趋势

从各渠道的营运资金周转期数据来看，2011～2015 年东部地区采购渠道营运资金周转期都为负值，且呈现逐年下降的趋势，2012～2014 年的变化较轻微，其余年份间的变化较为剧烈，其中 2015 年比 2014 年采购渠道的营运资金周转期缩短了 24.94%。而生产渠道的营运资金周转期在 2012 年到 2013 年的变化也不显著，主要在 38 天上下浮动，2011～2012 年以及 2014～2015 年则出现较剧烈的延长情况，2012 年较前一年延长了 52%，2015 年则延长了 51.95%。2011～2015 年的营销渠道营运资金周转期则可主要分为两阶段，从 2011～2013 年，该渠道的营运资金周转期主要在 22 天上下浮动，从 2013～2014 年则出现了一次大幅度延长，2014 年与 2015 年则维持在 38 天左右。由此看来，东部地区采购渠道营运资金管理绩效逐年都有提高的趋势，生产渠道的营运资金管理绩效则在 2015 年出现较严重退步，2015 年的营销渠道营运资金管理绩效则较为稳定。

2. 企业层面

根据表 29－10 的数据可知，2015 年东部地区有 676 家企业的经营活动营运资金周转期延长、营运资金管理效率降低，占样本总数的 43.64%；而营运资金管理效率改善的有 517 家，占比为 33.31%，小于营运资金管理效率降低的企业数量；经营活动营运资金周转期基本不变的企业最少，有 357 家，占比仅为 23.05%。

表 29－10　　2015 年东部地区上市公司各渠道营运资金管理绩效变化统计表

项目		采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短（家）	816	737	371	517
	缩短占比（%）	52.61	47.58	23.89	33.31
	基本不变（家）	331	232	415	357
	基本不变占比（%）	21.37	14.98	26.79	23.05
	延长（家）	403	581	764	676
	延长占比（%）	26.02	37.44	49.32	43.64
可比样本总数		1 550			

从渠道来看，采购渠道有 331 家企业基本稳定，占比 21.37%，816 家企业采购渠道营运资金管理绩效得到了改善，超过了总体的一半，403 家企业相关的管理效率则下降，占比 26.02%；生产渠道营运资金管理有所改善的企业有 737 家，占比 47.58%，基本保持稳定的有 232 家，效率降低的有 580 家，占比分别为 14.98% 和 37.44%；415 家企业营销渠道营运资金周转期保持稳定，占比为 26.79%，管理效率有所降低的企业接近一半，为 764 家，有所提升的为 371 家（23.89%）。

（三）东部地区上市公司分要素的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 地区层面

表 29－11 描述了东部各地区在存货、应收账款、应付账款以及经营活动营运资金的周转期，分别从这几个方面研究营运资金的管理绩效。

表 29－11　　2014～2015 年东部地区上市公司各要素经营活动营运资金周转期　　单元：天

项目	存货周转期		应收账款周转期		应付账款周转期		经营活动营运资金周转期（按要素）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
环渤海	76.8	92.7	42.2	52.4	70.1	84.6	48.9	60.4
长三角	84.8	106.1	59.8	60.5	70.3	78.7	74.3	88.0
珠三角	189.5	193.9	62.0	62.9	80.9	85.9	170.6	170.9
区域均值	115.3	130.9	54.4	58.6	72.7	83.1	96.9	106.4

续表

项目	存货周转期		应收账款周转期		应付账款周转期		经营活动营运资金周转期（按要素）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
北京	74.8	91.9	33.3	48.9	64.1	82.8	44.0	58.0
河北	139.2	176.3	59.0	64.3	122.7	142.2	75.5	98.4
辽宁	76.6	66.8	57.1	61.2	71.7	80.1	62.0	48.0
天津	89.4	104.3	48.5	61.5	59.4	71.6	78.5	94.3
山东	60.7	64.2	69.1	74.7	73.7	79.2	56.1	59.7
上海	64.6	105.0	43.7	46.1	62.9	77.4	45.5	73.7
浙江	140.0	123.5	77.0	75.1	66.3	65.1	150.7	133.6
江苏	88.3	90.4	87.8	84.7	94.6	96.5	81.5	78.6
广东	189.5	193.9	62.0	62.9	80.9	85.9	170.6	170.9
福建	133.0	139.0	36.1	36.8	46.1	50.2	123.0	125.7
海南	58.0	64.5	41.4	47.7	72.3	71.8	27.1	40.5
地区整体	93.4	111.1	48.2	55.4	70.7	82.0	70.9	84.4

（1）存货周转期分析

如表 29－11 所示，2014 年东部地区存货周转期为 111.1 天。从各省市来看，2015 年存货周期效率最高，即存货周转期最短的为山东省 64.2 天，排名第二的是海南省的 64.5 天，排名第三和第四的分别是辽宁省的 66.8 天和江苏省的 90.4 天，其次是北京市、天津市和上海市，分别为 91.9 天、104.3 天和 105 天。浙江省、福建省和河北省的存货周转期相对较长，分别为 123.5 天、139 天和 176.3 天，而存货周转效率最差的为广东省，其存货周转期长达 193.9 天，较周转期最短的山东省高 129.7 天。从环渤海、长三角、珠三角三个区域来看，存货周转率效率最高的为环渤海地区，其存货周转期为 92.7 天；其次是长三角地区，其存货周转率为 106.1 天；而珠三角区域的周转期最长，为 193.9 天。总体而言，存货周转期各个省市差异较大，周转期较长，存货管理效率不佳。因此东部各企业尤其是珠三角地区的企业应加强对存货的管理，提高存货周转效率，降低存货周转期。

从 2014 年和 2015 年对比分析来看，2015 年东部地区存货周转期为 111.1 天，较 2014 年 93.4 天延长 17.7 天，延长了 18.95%，11 个省市中，除了 2 个省市（辽宁省、浙江省）的存货周转期 2015 年较 2014 年有所下降，其他省市存货周转期都有所上升。存货周转期有 2 个省市（辽宁省、浙江省）有所改善，5 个省市（江苏省、山东省、广东省、福建省、海南省）基本稳定，2 个省市（天津市、北京市）有所延长，2 个省市（河北省、上海市）延长较大。从环渤海、长三角、珠三角三个区域比较来看，环渤海地区 2015 年存货较 2014 年延长了 15.9 天，长三角地区 2015 年存货周转期较 2014 年延长了约 21 天，2015 年珠三角区域存货周转期较 2014 年延长 4.4 天。区域均值由 2014 年的 115.3 天延长到 130.9 天，延长幅度仅为 11.92%。总体来看，2015 年东部地区存货周转期较 2014 年出现了延长，存货管理效率有所下降。

（2）应收账款周转期分析

如表 29－11 所示，2015 年东部地区应收账款周转期为 55.4 天。从各省市来看，福建省、北京市、海南省、上海市的应收账款周转期都低于东部地区整体水平，应收账款周转期较短，应收账款周转较快。其中福建省和上海市的应收账款周转期最短，分别为 36.8 天和 46.1 天。天津市、辽宁省、河北省、广东省、山东省、浙江省和江苏省的应收账款周转相对较慢，周转期均长于的东部地区整体水平，其中江苏省周转期长达 84.7 天。从环渤海、长三角、珠三角三个区域来看，环渤海地区应收账款周转期最短，为 52.4 天，长三角地区次之，为 60.5 天，珠三角地区的周转期最长，为 62.9 天。总体来看，大多数地区应收账款周转期较短，应收账款回款效率较高。

从 2015 年和 2014 年对比分析来看，2015 年东部地区应收账款周转期为 55.4 天，较 2014 年 48.2 天延长 7.2 天，延长了 14.94%。从各省市来看，除江苏省和浙江省应收账款周转期有小幅缩短外，其余省市的周转期都较 2014 年有所延长。江苏省和浙江省的缩短幅度分别为 3.53% 和 2.47%。其中 6 个省市（广东省、福建省、上海市、辽宁省、山东省、河北省）周转期基本稳定，3 个省市（天津市、北京市、海南省）周转期延长幅度较大，其中北京市 2015 年周转期较 2014 年增长幅度最大，为 46.85%。从环渤海、长三角、珠三角三个区域比较来看，长三角和珠三角地区应收账款周转期基本保持稳定状态，2015 年周转期较 2014 各缩短了 0.7 和 0.9 天。环渤海地区 2015 年应收账款周转期较 2014 年有所延长，延长了 10.2 天。总体来看，2014 年东部地区应收账款管理绩效与 2013 年相比有所下降，因此东部地区各企业应重视对应收账款的管理，加快应收账款的回款速度，以缩短应收账款周转期。

（3）应付账款周转期分析

如表 29－11 所示，2015 年东部地区应付账款周转天数为 82 天。从各省市来看，福建省的周转期最短，为 50.2 天。浙江省周转期 65.1 天位居第二位，天津市、海南省、上海市次之，周转期分别为 71.6 天、71.8 天、77.4 天，辽宁省、山东省周转期基本相当，都在 80 天左右，分别为 78.2 天 80.1 天；应付账款周转相对较慢的北京市、广东省和江苏省的周转期分别为 82.8 天、85.9 天和 96.5 天，河北省应付账款管理绩效最差，周转期长达 142.2 天。从环渤海、长三角、珠三角三个区域比较来看，应付账款管理绩效最好的为长三角地区，其周转期为 78.7 天，环渤海地区以 84.6 天的周转期位于第二位，珠三角地区管理绩效最差，周转期最长，为 85.9 天。总体来看，福建省和浙江省的应付账款管理绩效最好，河北省的管理绩效最差，三个区域应付账款管理绩效相差不大。

从 2015 年和 2014 年对比分析来看，2014 年东部地区应付账款周转期为 82 天，较 2014 年 70.7 天延长 11.3 天，延长了 15.98%。从各省市来看，2 个省市（海南省、浙江省）应付账款周转期有小幅缩短，4 个省市（福建、广东、山东、江苏）应付账款周转期基本稳定，5 个省市（北京市、上海市、天津市、河北省、辽宁省）应付账款周转期有所延长，其中北京市 2015 年应付账款较 2014 年延长幅度高达 29.17%，说明北京市利用应付账款为企业创造绩效的能力最弱。从环渤海、长三角、珠三角三个区域比较来看，这三个区域 2015 年的应付账款周转期都较 2014 年都有所延长，其中环渤海地区延长幅度最大，为 20.68%，长三角地区次之，为 11.95%，珠三角地区延长幅度最小，为 6.18%。总体来看，2015 年除海南省和浙江省应付账款周转期比 2014 年下降外，其余省市和地区都放缓了应付账款的还款速度，应付账款管理绩效较 2014 年都有所下降。

通过表 29－12 和图 29－6，可见 2011～2015 年，东部地区总体的经营活动营运资金周转期呈现逐年延长的趋势，其中 2012～2014 年的增长趋势较缓，经历了从 60 天到 64 天再到 70.9 天的变化和，其他年份都出现了较大程度的延长，延长 10 天以上。2015 年东部地区分地区按要素经营活动营运资金周转期为 84.4 天，增长了 13.5 天。

表 29－12　　2011～2015 年东部地区各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项　目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
存货周转期	71.0	82.0	86.0	93.4	111.1
应收账款周转期	35.0	41.0	44.0	48.2	55.4
应付账款周转期	56.0	63.0	66.0	70.7	82.0
经营活动营运资金周转期（按要素）	50.00	60.00	64.00	70.9	84.4

从各要素的营运资金周转期数据来看，各个要素的变化趋势呈明显的逐年延长状态，且与东部地区总体的经营活动营运资金周转期的增长趋势类似。2012～2014 年存货周期的增长趋势较缓，分别增长了 4.88% 和 8.60%，其他年份的增长程度则较大，2012 年较 2011 年增长了 15.49%，2015 年较 2014 年延长幅度为 18.96%。应收账款周转期的变化在 2012～2014 年间的增长幅度较其他年份的变化

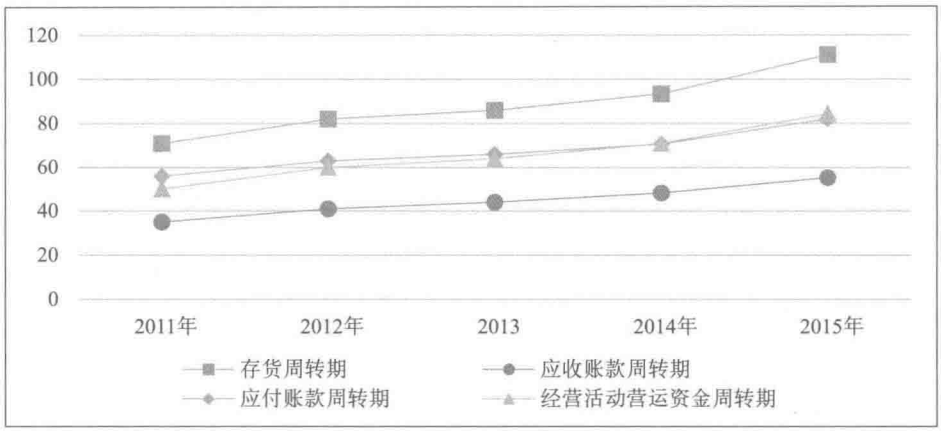


图 29－6　2011～2015 年东部地区上市公司各渠道经营活动营运资金周转期变化趋势

也更平缓，但比其他要素在这一时间段的变化稍微明显，分别增长了 7.32% 和 9.55%，2012 年则增长了 17.14%，2015 年的变化幅度比其他要素 2015 年的变化弱，为 14.94%。应付账款周转期的变化情况与存货周转期的变化趋势接近，2012 年增长了 12.50%，2013 年增长了 4.76%，2014 年增长了 7.12%，2015 年则增长了 19.19%。由此看来，东部地区总体的经营活动营运资金周转期在 2011～2015 年的变化情况均受到各个要素周转期的影响。

2. 企业层面

表 29－13 展示了 2014～2015 年数据可比的 1 550 家东部上市公司经营活动营运资金各要素管理绩效变化的统计数据。根据表 29－13 中的数据可知，2015 年东部地区有 428 家企业的经营活动营运资金周转期变短、营运资金管理效率改善，占样本总数的 27.57%；而营运资金管理效率降低的有 648 家，占比达 41.83%，高于营运资金管理效率改善的企业数量；经营活动营运资金周转期基本不变的企业最少，有 474 家，占比为 30.60%，略高于营运资金管理效率改善的企业数量。

表 29－13　　2014～2015 年东部地区上市公司各要素经营活动营运资金管理绩效变化统计表

项目		存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
周转期变化统计	缩短（家）	365	272	338	428
	缩短占比（%）	23.56	17.56	21.82	27.57
	基本不变（家）	609	574	526	474
	基本不变占比（%）	39.25	36.99	33.96	30.60
	延长（家）	576	704	686	648
	延长占比（%）	37.19	45.45	44.22	41.83
可比样本总数		1 550			

按 2015 年各要素的营运资金周转期数据来看，存货的周转期与应付账款的周转期有所缩减的企业分别为 365 家和 338 家，占比皆超过 20%，而应收账款的周转期缩短的企业有 272 家，占比为 17.56%。而三种要素的周转期与 2014 年相比基本维持不变的企业均超过总数的 1/3，分别为存货周转期保持不变的有 609 家，占 39.25%；应收账款周转期不变的有 574 家，占比 36.99%，应付账款周转期不变的有 526 家，占比 33.96%。另外，三种要素的周转期出现延长的占比都比较多，出现应收账款周转期延长和应付账款周转期延长的企业占比约 45%，分别为 704 家（45.45%）和 686 家（44.22%），存货周转期延长的为 576 家，占比 37.19%。由此可见，较 2015 年的各要素周转期，2015 年东部地区上市公司的经营活动营运资金管理效率有所下降，无论是总体上看还是从各要素上看，出现周转期延长的企业占比都在 40% 左右，而周转期有所缩减的企业占比却没有达到 25%。

五、2015 年东部地区上市公司资金回报分析

表 29 - 14 是东部地区的上市企业在 2015 年度营运资金回报率分析，分别对总资金回报率、经营活动资金回报率、金融活动资金回报率和投资活动资金回报率进行分析，主要分为地区总量、省级两个层面。

表 29 - 14　　2014 ~ 2015 年东部地区上市公司资金回报率统计分析表

项目	总资金回报率（%）		经营活动资金回报率（%）		投资活动资金回报率（%）		金融经营活动资金回报率（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
地区总体	8.86	7.74	10.34	8.62	4.52	5.13	-28.86	-52.83
地区平均	8.68	8.49	66.41	7.85	3.71	3.57	-95.15	26.81
最大值	227.32	212.13	90 029.97	489.11	546.80	266.50	858.39	3 227.67
中位数	7.79	7.72	9.81	9.37	0.73	1.06	0.00	0.00
最小值	-147.98	-56.15	-887.46	-6 963.27	-24.70	-111.32	-8 956.61	-557.81
样本量	1 628	1 775	1 628	1 775	1 628	1 775	84	109
北京	8.58	6.65	10.02	7.34	2.97	3.86	-99.87	-48.94
河北	8.68	7.84	10.69	8.88	2.32	4.95	16.58	21.63
辽宁	4.66	4.12	4.71	4.07	4.51	4.29	10.80	13.28
天津	7.44	5.72	8.68	6.40	4.71	4.08	38.77	49.30
山东	8.98	7.76	10.66	9.42	3.26	2.26	25.68	26.00
上海	9.85	9.30	11.34	10.85	6.21	5.90	-491.93	161.21
浙江	9.33	8.82	9.17	8.23	8.58	8.65	-4.61	-15.76
江苏	8.14	8.78	10.19	10.92	3.68	4.79	18.11	24.19
广东	10.25	10.35	13.50	13.24	3.92	5.04	12.91	13.11
福建	9.25	7.28	10.36	8.44	5.21	3.70	0.00	0.00
海南	5.88	5.05	8.11	5.77	2.87	4.05	2.05	1.51

2015 年度东部地区总资金回报率相较于 2014 年有所下降，其中经营活动资金回报率和金融经营活动资金回报率下降较为显著，分别从 2014 年的 10.12% 和 -28.86% 下降到 8.62% 和 -52.83%；投资活动资金回报率有小幅上升，2015 年达到 5.13%。2015 年东部地区整体经营活动和金融活动资金回报率不乐观，而投资活动资金回报率的小幅上升对地区总资金回报率影响也不显著。

从省级方面来看，广东省总资金回报率最高且 2015 年相较于 2014 年有小幅上升；北京、天津、福建省总资金回报率有较大程度的下降，分别从 2014 年的 8.58%、7.44%、9.25% 下降到 2015 年的 6.65%、5.72%、7.28%，下降幅度分别为 1.93%、1.72%、1.97%。经营活动资金回报率各省均有不同幅度的下降，只有江苏省有小幅度的上升。北京、河北、浙江省、广东省和海南省投资活动回报率有所上升，其他省份均有不同程度的下降。上海金融经营活动资金回报率上升显著，但这对上海地区总资金回报率影响并不显著。

图 29 - 7、图 29 - 8、图 29 - 9、图 29 - 10 为各类型资金占用与资金回报率散点图。从图 29 - 7 可以看出，东部地区总资金回报率主要分布在（-10%，10%）区间内，分布较为分散。由图 29 - 8 可以得出，东部地区上市公司经营活动资金回报率集中分布在横坐标轴附近。由图 29 - 9 可以看出，投资活动资金回报率分布较为分散，主要分布在横坐标轴上方，但地区总体投资活动资金报酬率为负，说明受极端值影响严重。从图 29 - 10 可以得出，东部地区上市公司金融经营活动投资回报率主要分布在横坐标轴附近，上下浮动较小，分布较为集中。

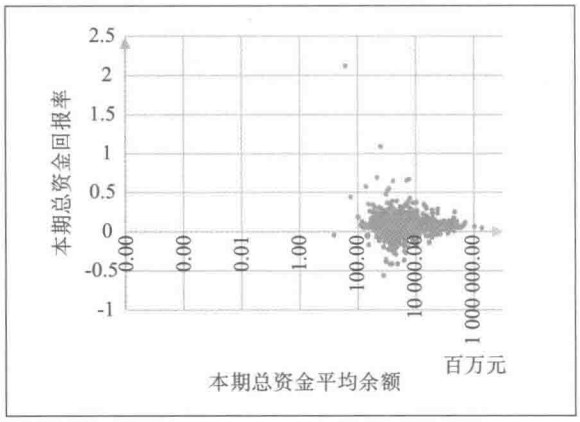


图 29－7　2015 年东部地区上市公司总资金占用与总资金回报率散点图

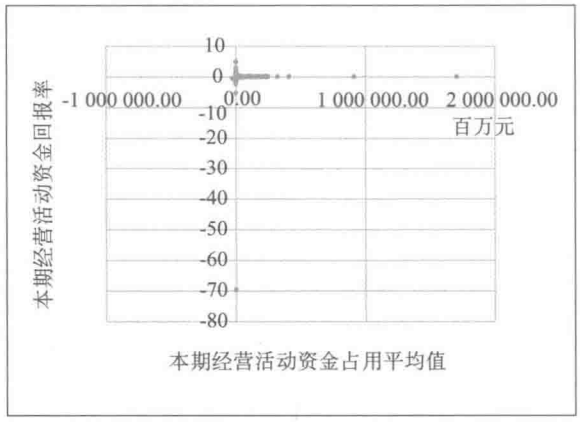


图 29－8　2015 年东部地区上市公司经营活动资金占用与经营活动资金回报率散点图

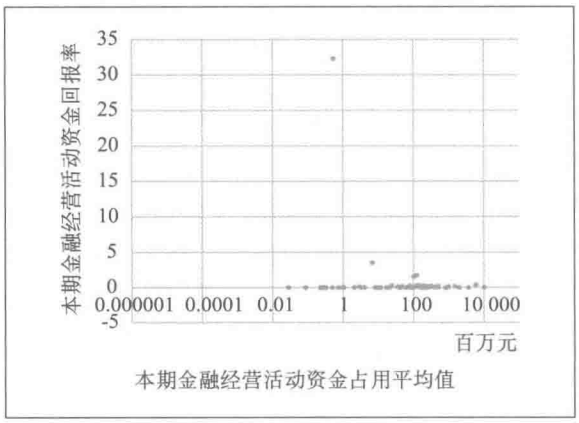


图 29－9　2015 年东部地区上市公司投资活动资金占用与投资活动资金回报率散点图

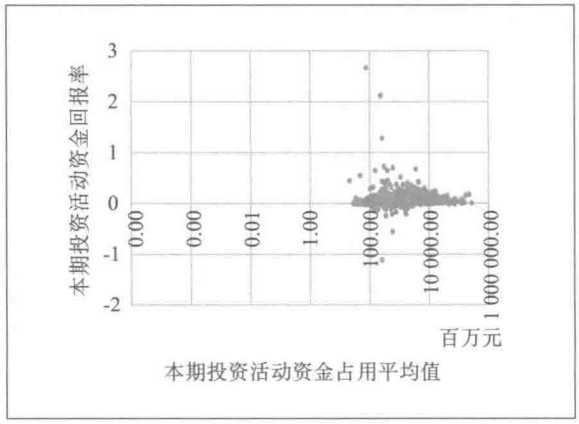


图 29－10　2015 年东部地区上市公司经营金融活动资金占用与经营金融活动资金回报率散点图

六、2015 年东部地区上市公司融资结构与财务风险分析

（一）总资金融资结构与长期财务风险分析

1. 地区层面

表 29－15、图 29－11 和图 29－12 是东部地区的上市公司资金融资结构和财务杠杆统计分析表和分析图，分别对地区总体和各省份的借入资金和自有资金进行统计，并对其财务杠杆进行分析。

表 29－15　　2014～2015 年东部地区总资金融资结构与财务杠杆统计分析表

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末	2014 年	2015 年
地区总体	41.07	40.20	58.93	59.80	1.21	1.25
地区平均	25.10	22.62	74.90	77.38	1.22	1.42
最大值	1 237.19	110.13	100.00	100.00	38.99	160.05
中位数	19.57	18.24	80.43	81.76	1.07	1.04
最小值	0.00	0.00	－1 137.19	－10.13	－253.74	－16.24
样本量	1 628	1 775	1 628	1 775	1 628	1 775
北京	43.26	41.90	54.73	56.18	1.23	1.30

续表

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末	2014 年	2015 年
河北	47.62	47.83	52.38	52.17	1.39	1.40
辽宁	41.57	47.93	58.43	52.07	1.97	2.46
天津	47.68	47.60	52.32	52.40	1.24	1.33
山东	43.83	41.22	56.17	58.78	1.28	1.32
上海	35.05	38.91	64.95	61.09	1.14	1.19
浙江	33.37	31.21	66.63	68.79	1.17	1.15
江苏	31.77	29.23	68.23	70.77	1.23	1.16
广东	40.54	38.43	59.46	61.57	1.13	1.14
福建	45.93	43.18	54.07	56.82	1.22	1.25
海南	49.85	48.10	50.15	51.90	1.78	2.53

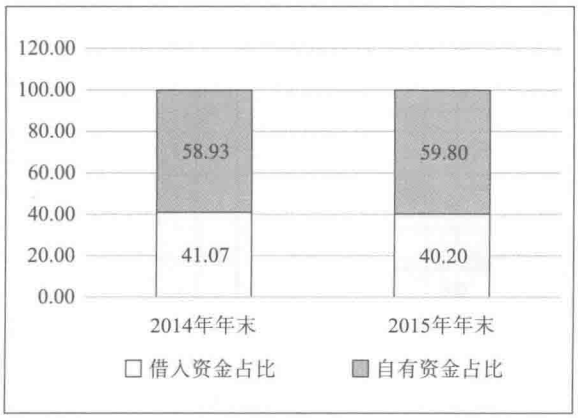


图 29－11　2014～2015 年东部地区上市公司总资金融资结构

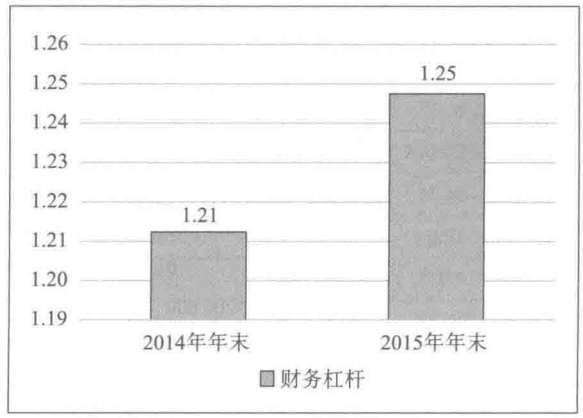


图 29－12　2014～2015 年东部地区财务杠杆

由表 29－15 可以看出，2015 年东部地区总体借入资金占比和自有资金占比相较于 2014 年没有显著变化，财务杠杆有小幅度上升，从 2014 年的 1.21 倍上升到 2015 年的 1.25 倍。

从各省份情况来看，2015 年各省份资金融资结构变化相对均衡。江苏省借入资金占比最少，自有资金占比最多。辽宁省 2015 年借入资金占比变化较为显著，由 2014 年的 41.57% 上升到 2015 年的 47.93%，而自有资金占比则从 2014 年的 58.43% 下降到 2015 年的 52.07%，财务杠杆增加了 0.49 倍。海南省借入资金占比与自有资金占比相对平衡，2015 年相较于 2014 年借入资金占比小幅下降，自有资金占比小幅上升，但财务杠杆发生了较大变化，由 1.78 倍上升至 2.53 倍。

2. 企业层面

从表 29－16 中可以得出 2014～2015 年东部地区总资金融资结构分段统计数据。按借入资金占比区间统计，2015 年借入资金占比处于 0～25% 这个区间的企业数量最多，所占比重 49.46%，同时与 2014 年相比增加了 95 家公司；而借入资金占比 >100% 的企业数量最少。按自有资金占比统计，2015 年东部地区自有资金占比处于 75%～100% 这个区间的公司数量超过了处于其他所有区间内公司数量的总和，比例达到 59.04%，相比 2014 年的 945 家增加了 103 家公司；自有资金占比 <0 的企业数量最少，仅为 3 家企业。

图 29－13 表示 2014～2015 年东部地区上市公司借入资金与净资产散点图。净资产主要分布在 0 到 400 亿区间内，分布较为集中；借入资金占比在 0～0.8 区间内，分布较为分散。

表 29－16　　2014～2015 年东部地区总资金融资结构分段统计表

比例区间（%）	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	162	9.96	188	10.59	3	0.18	3	0.17
(0，25]	783	48.13	878	49.46	28	1.72	20	1.13
(25，50]	453	27.84	501	28.23	198	12.17	185	10.42
(50，75]	198	12.17	185	10.42	453	27.84	501	28.23
(75，100]	28	1.72	20	1.13	945	58.08	1 048	59.04
>100	3	0.18	3	0.17	0	0.00	18	1.01
总计	1 628	100	1 775	100	1 628	100	1 775	100

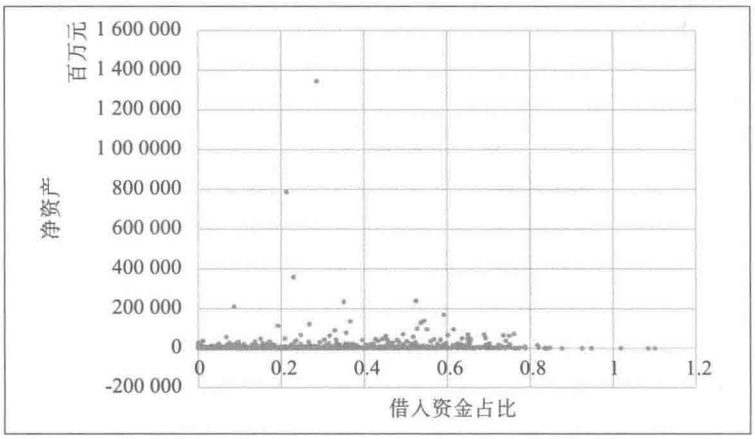


图 29－13　2014～2015 年东部地区上市公司借入资金占比与净资产散点图

从表 29－17 中可以得出 2014～2015 年东部地区财务杠杆分段统计数据。按财务杠杆占比区间统计，2015 年财务杠杆倍数处于 1～1.5 这个区间的企业数量最多，所占比重 45.24%，同时与 2014 年相比增加了 60 家公司；而财务杠杆倍数大于 3 的企业数量最少，所占比重仅为 4.34%。

表 29－17　　2014～2015 年东部地区财务杠杆分段统计表

比例区间	财务杠杆			
	2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）
[1，1.5)	743	45.61	803	45.24
[1.5，2)	134	8.24	130	7.32
[2，3)	91	5.59	79	4.45
≥3	91	5.59	77	4.34
总计	1 628	100	1 775	100

图 29－14 表示 2015 年东部地区上市公司财务杠杆与净资产散点图，净资产主要分布在 0～400 亿区间内，分布较为集中；而财务杠杆主要分布在纵坐标轴左右两侧，分布较为分散。

（二）营运资金融资结构与短期财务风险分析

1. 地区层面

表 29－18 和图 29－15 是东部地区的上市公司营运资金融资结构统计分析表和分析图，分别地区总体、区域和各省份的短期金融性负债占比和营运资本占比进行统计分析。

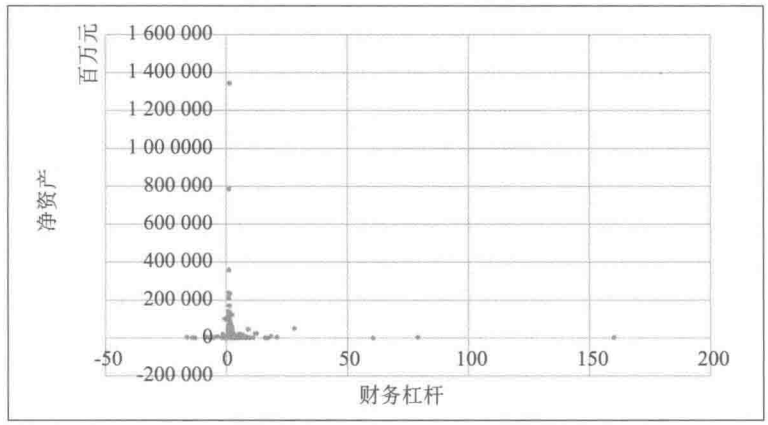


图 29－14　2015 年东部地区上市公司财务杠杆与净资产散点图

表 29－18　　2014～2015 年东部地区营运资金融资结构统计分析表　　单位：%

项目	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
地区总体	63.73	54.26	36.27	45.74
地区平均	133.78	40.71	－33.78	59.29
最大值	109 765.97	5 250.97	5 410.58	7 336.59
中位数	23.19	24.12	76.81	75.88
最小值	－5 310.58	－7 236.59	－109 665.97	－5 150.97
样本量	1 628	1 775	1 628	1 775
环渤海	81.92	65.30	18.08	34.70
长三角	61.06	54.14	38.94	45.86
珠三角	41.42	37.35	58.58	62.65
区域均值	62.66	52.26	37.34	47.74
北京	83.15	58.59	16.85	41.41
河北	95.96	83.32	4.04	16.68
辽宁	98.11	201.39	1.89	－101.39
天津	45.37	43.74	54.63	56.26
山东	83.11	77.70	16.89	22.30
上海	95.48	74.53	4.52	25.47
浙江	40.22	39.85	59.78	60.15
江苏	47.53	43.83	52.47	56.17
广东	36.03	35.76	63.97	64.24
福建	44.90	39.14	55.10	60.86
海南	88.23	79.42	11.77	20.58

由表 29－18 可以得出，2015 年东部地区总体短期金融性负债占比相较于 2014 年有大幅度下降，从 2014 年的 63.73% 下降到 2015 年的 54.26%，下降幅度达 9.47 个百分点，且地区的平均值、极大极小值都出现大幅度下降；而东部地区总体营运资本占比有所上升，2014 年仅为 36.27%，2015 年上升到 45.74%。

从区域方面进行分析，环渤海、长三角和珠三角三个地区短期金融负债占比均有所下降，营运资本占比均有所上升。其中环渤海地区短期金融负债占比最高为 65.3%，且 2015 年相较于 2014 年下降

图 29－15　2014～2015 年东部地区营运资金融资结构

最为显著，下降了 16.62 个百分点；珠三角地区营运资本占比最高为 62.65%。

从各省份情况来看，辽宁省短期金融性负债占比最大，高达 201.39%，而营运资本占比为 －101.39%，且相对于 2014 年变化明显。2015 年北京地区短期金融负债占比和营运资本占比相较于 2014 年变化显著，其中短期金融负债占比下降 24.56%，营运资本占比上升 24.56%。

2. 企业层面

从表 29－19 中可以得出 2014～2015 年东部地区营运资金来源结构分段统计数据。按短期金融性负债占比区间统计，2015 年短期金融性负债占比处于 0～25% 这个区间的企业数量最多，所占比重 36.39%，同时与 2014 年相比增加了 53 家公司；而短期金融性负债占比处于 75%～100% 这个区间的企业数量最少。按营运资本占比统计，2015 年东部地区自有资金占比处于 75%～100% 这个区间的公司数量最多，比例达到 46.93%，比 2014 年增加了 53 家公司；同样营运资本占 >100 的企业数量最少。

表 29－19　　2014～2015 年东部地区营运资金来源结构分段统计表

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	242	14.87	256	14.42	176	10.82	194	10.93
（0，25］	593	36.45	646	36.39	105	6.45	100	5.63
（25，50］	317	19.42	384	21.63	195	11.99	195	10.99
（50，75］	195	11.99	195	10.99	317	19.42	384	21.63
（75，100］	105	6.45	100	5.63	780	47.94	833	46.93
>100	176	10.82	194	10.93	55	3.38	69	3.89
总计	1 628	100	1 775	100	1 627	100	1 775	100

图 29－16 表示 2015 年东部地区上市公司短期金融性负债占比与净资产散点图。净资产主要分布在 0～250 亿区间内，分布较为集中；短期金融性负债占比分布在纵坐标轴左右两侧，分布较为分散。

七、2015 年东部地区上市公司营运资金管理绩效排行榜

本章分别按“经营活动营运资金周转期（按要素）”和“经营活动营运资金周转期（按渠道）”进行排名，考察东部地区上市公司营运资金管理绩效。在对上市公司营运资金管理绩效进行排名时，剔除了财务数据异常的公司，详见附录 1。

八、2015 年东部地区上市公司营运资金管理的典型案例

（一）青岛啤酒基本运营情况

青岛啤酒股份有限公司（简称青岛啤酒）始建于 1903 年，经营范围为啤酒制造、销售以及与之相

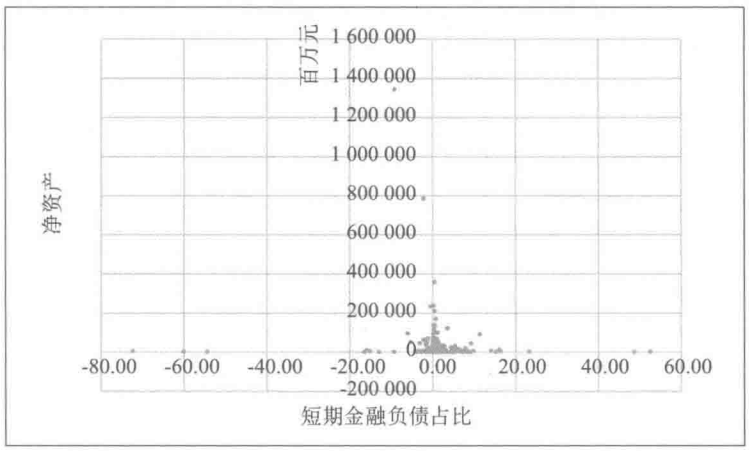


图 29－16　2015 年东部地区上市公司短期金融性负债占比与净资产散点图

关的业务。是中国历史悠久的啤酒制造厂商，20 世纪 90 年代后期，运用兼并重组、破产收购、合资建厂等多种资本运作方式，青岛啤酒在中国 20 个省、市、自治区拥有 60 多家啤酒生产基地，基本完成了全国性的战略布局。目前公司在国内拥有 55 家全资和控股的啤酒生产企业，及 12 家联营及合营啤酒生产企业，分布于全国 20 个省、直辖市、自治区，规模和市场份额居国内啤酒行业领先地位，同时其产品远销美国、日本、德国、法国、英国、意大利、加拿大、巴西、墨西哥等世界 90 多个国家和地区，使得青岛啤酒成为世界第六大啤酒生产商。其目前品牌价值为 1 055.68 亿元，居中国啤酒行业首位，位列世界品牌 500 强，几乎囊括了 1949 年新中国成立以来所举办的啤酒质量评比的所有金奖，并在世界各地举办的国际评比大赛中多次荣获金奖。

青岛啤酒公司下辖青啤一厂、二厂、四厂、扬州啤酒厂和青岛啤酒麦芽厂五个生产企业及青岛啤酒实业开发公司、广发实业公司。青岛啤酒作为中国历史最悠久的啤酒生产企业，高度重视产品质量，使得青岛啤酒产品多次在国内外质量评比中荣获冠军，并在国内外消费者中获得了广泛的好评。近年来通过不断改造完善，使公司的主要生产设备装备达到国际先进水平，并通过对原料、工艺、技术、操作等方面的强化管理和控制，保障了食品安全和产品的高品质，也提升了产品的口味公司在努力为股东创造更高价值的同时，随着公司的发展，积极回报广大股东，已连续 15 年为股东现金分红，且分红金额不断提高。公司积极进取、诚信有为的精神，获得了国内外投资者的广泛认同。2015 年度青岛啤酒营业收入达到 276.3 亿元人民币，比 2014 年度减少 4.87%；归属于上市公司股东的净利润为 17.13 亿元，比 2014 年度下降了 13.96%；实现基本每股收益 1.268 元，比 2014 年度下降了 13.92%。

（二）营运资金周转绩效数据分析

啤酒行业是一个市场指向型、技术密集型行业，消费者市场需求是影响啤酒行业的决定性因素；同时啤酒的生产受到主原料、辅助原料、包装物材料供应及价格的共同影响。而啤酒作为快速消费品，其行业利润水平相对较低，更多的是依靠规模化营销实现公司业绩。此外其行业自身的生产、销售呈现季节周期性变化，周期相对其他行业比较短，而近年来。啤酒市场发展将从以往的高增长阶段进入低速增长的“新常态”，市场竞争会由前期产能、规模的扩张，转向以质量型、差异化为主的竞争。基于上述情况，我国主要啤酒行业增长和发展必须依靠自身运营能力的提高。

1. 基于渠道的营运资金管理变动情况

由表 29－20 数据可知，青岛啤酒公司从 2011 年经营活动营运资金周转期（按渠道）的－50.34 天，到 2015 年经营活动营运资金周转期（按渠道）的－65.4 天，另一方面，公司经营活动营运资金周转期（按要素）从 2011 年的 18.78 天优化至 2015 年的 0.78 天。这体现了青岛啤酒营运资金管理绩效呈现出稳中有升的态势，且始终处于行业的领先水平。

表 29－20　　青岛啤酒营运资金周转期情况

项　目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
采购渠道营运资金周转期（天）	2.93	－1.1	－9.93	－12.35	－14.39
生产渠道营运资金周转期（天）	－45.78	－47.47	－50.27	－53.66	－56.67
营销渠道营运资金周转期（天）	－7.48	－0.74	1.29	4.79	5.66
经营活动营运资金周转期（按渠道）（天）	－50.34	－49.31	－58.9	－61.22	－65.40
存货周转期（天）	36.7	35.73	31.35	31.29	30.57
应收账款周转期（天）	6.02	5.57	5.17	4.99	4.58
应付账款周转期（天）	23.93	26.68	31.31	33.65	34.37
经营活动营运资金周转期（按要素）（天）	18.78	14.62	5.22	2.62	0.78

此外由图 29－17 也可以看出，2011～2015 年采购渠道和生产渠道营运资金周转期变短，这说明青岛啤酒随着自身业绩的发展，更加注重自身作为产业链条上核心企业的作用，利用信息化手段及高效的物流加强对采购渠道资金的管理，同时更加重视生产成本的管理。而青岛啤酒营销渠道营运资金周转期从 2011～2015 年却呈现上升态势。由于国内宏观经济增长呈现放缓态势，加之促进结构调整的“新常态”现象的出现，使得自 2014 年来国内啤酒业出现了 24 年以来的首次负增长，由此造成的啤酒产品销售情况不畅使得啤酒企业营销渠道资金运转速度减缓。

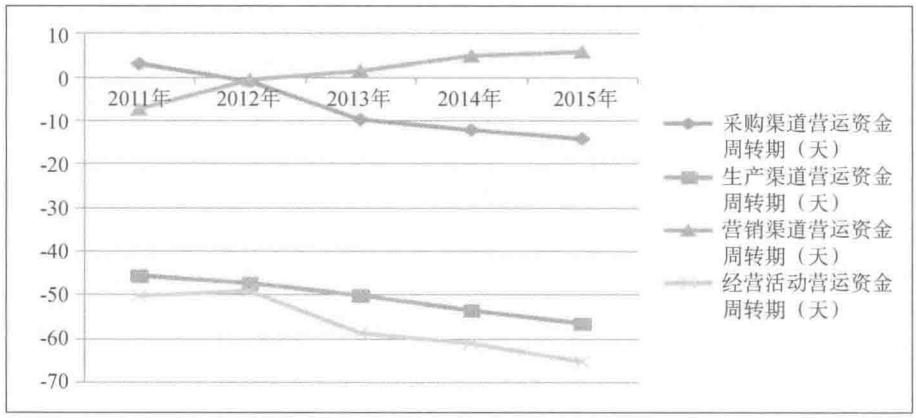


图 29－17　分渠道营运资金周转期变化趋势图

由图 29－17 及表 29－20 可知，青岛啤酒的采购渠道及营销渠道营运资金管理水平的排名并不靠前，但生产渠道营运资金及经营活动营运资金（按渠道）整体的管理水平却名列前茅并在近 5 年来呈平稳态势。这表明青岛啤酒并非仅重视单一的渠道管理，而是更加重视各渠道的协同，从而使得营运资金整体管理水平较高。

2. 基于要素的营运资金管理变动情况

由图 29－18 可知青岛啤酒，公司在近 5 年中存货周转期有一定改善，从 2011 年的 36.7 天降低到 2015 年的 30.57 天。而应收账款水平基本稳定并有所下降。值得注意的是，青岛啤酒应付账款周转期有提高，由 2011 年的 23.93 天下降到 2015 年的 34.37 天，从图 29－18 中可以看出其与存货周转期以及应收账款周转期变化趋势存在着差异。而该指标的上升体现的是青岛啤酒作为产业链上的核心企业，其占用供应商资金的能力不断增强，也体现出青岛啤酒的整体经营呈现稳健增强态势。由表 29－20 可知，公司在 2011 年经营活动营运资金周转期（按要素）为 18.78 天，提升至 2015 年该周期为 0.78 天，且其排名也一直名列前茅并不断提升，这充分体现青岛啤酒近 5 年来营运资金管理能力不断提升。

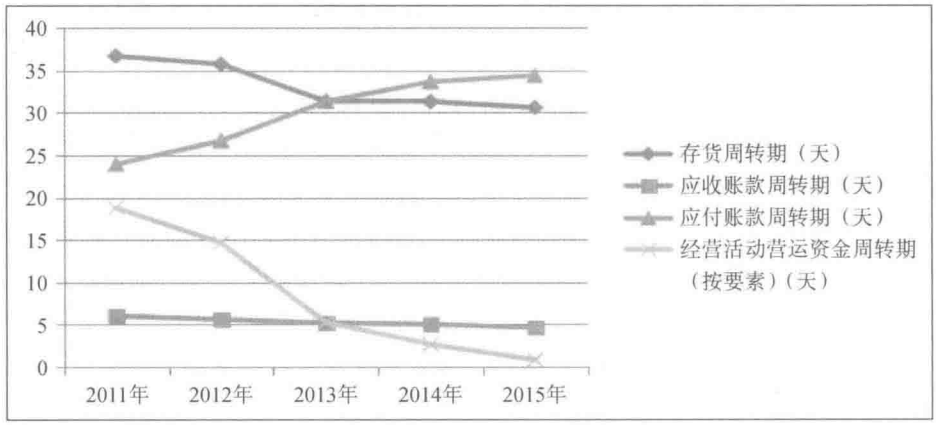


图 29－18　分要素营运资金周转期变化趋势图

从青岛啤酒的各要素营运资金管理绩效排名和经营活动营运资金（按要素）管理绩效排名上，我们同样发现了渠道类似的现象，即单一要素营运资金管理水平并非很突出，但协同管理效果好，这与那些仅注重单一要素或渠道营运资金管理却忽视营运资金各要素、各渠道协同管理的企业形成了巨大的反差，从而值得其他企业学习借鉴。

（三）营运资金协同管理特色总结

1. 及时调整公司发展战略

面对经济发展“新常态”的综合形势，青岛啤酒在提高市场份额的同时，努力提升产品结构。公司通过多种渠道、方式加大市场推广力度，发挥青岛啤酒品牌品质的核心优势，加快品牌和品种结构升级，公司在 2015 年 8 月份明确将品牌战略调整为“1 +1 + N”，即青岛啤酒主品牌 + 全国性第二品牌崂山啤酒 + 汉斯、山水、银麦等区域品牌，更加适应市场竞争的需求，使公司在行业性衰退的情况下继续保持了销量、收入、利润的持续增长，市场份额获得不断提升。同时公司积极开拓中高端产品市场，保持了在国内中高端市场的领先地位。

青岛啤酒内公司加强营销体系的建设和完善，在全国市场不断深化和推广“大客户 + 微观运营”的营销模式，使公司营销管理能力和对市场的掌控能力进一步提升。一方面继续巩固和加强山东等基地市场的建设，精耕细作，使基地市场保持了良好的发展势头，并带动了周边区域市场的销量提升。另一方面公司聚焦资源，加大成长性市场的开发、整合力度，持续推进省级基地市场及工厂所在地基地市场建设，发挥区域协同效应，有效提升产能利用率，并带动产品结构的升级。年内公司完成了青啤三厂、菏泽公司、甘肃公司等多个迁建和改扩建工程，使公司产能规模、技术和装备水平进一步提升，为公司今后继续开拓当地市场奠定了坚实基础。

2. 采用基于供应链的物流采购模式

青岛啤酒在供应链上的采购和库存管理中，与供应商建立了长期合作伙伴关系，原材料的质量保障和有计划的数量供应，使得产品以保质保量的形象进入市场，资金循环加快，有效地响应市场需求，提高价值链整体的增值能力。在供应商关系管理中，作为啤酒行业上游的供应商，其大多为中小企业，生产管理经验缺乏。青岛啤酒从供应链整体角度出发，积极履行其社会责任，向上游企业输入现进的管理理念和生产工艺，与供应链整体共进步。

崂山玻璃厂和青岛双台中学纸箱厂作为青岛啤酒供应商关系管理的对象，在青岛啤酒的支持和帮助下，利用现代化工艺进行生产，发展迅速。优秀的供应商关系管理和“共赢”的供应链理念保证了采购过程的即需即供，减少营运资金占用，提高资金利用效率。作为啤酒行业，其营销渠道的库存管理是企业降低成本，加速营运资金周转的制高点。青岛啤酒对原来营销渠道上总公司和分公司都有仓库的结构进行优化，建立 CDC（中央分发中心），下级设立 RDC（4 个区域物流中心）和 FDC（前段物流中心），结合第三方物流的配送网络，加强企业与供应和销售厂家的沟通，降低运营成本和库存费

用，实现商品在分销渠道上的有序增值，加快价值链整体营运资金周转效率。

3. 发挥财务管控优势，加强存货管理

存货作为企业运营的生产资料，其管理水平的高低，管理程度的细化、深化直接影响到企业参与行业竞争的实力。青岛啤酒在存货管理方面，首先发挥财务监督查核职能，建立了存货管理三级保障系统。第一层系统为组织体系保障，即制定生产车间、财务部门、品管部门等重要部门的工作职责以保证工厂合理规划管理职能；第二层系统为以岗位责任制为核心的制度保障体系。首先制定相关的岗位说明书及岗位工作流程，实现不同岗位相互制约与监督，其次建立存货管理制度，为全厂的存货管理提供操作标准及执行细则。最后再由财务部门牵头建立并落实全场存货管理考核责任体系；第三层系统为以定期查核和通报为职责的监督保障体系。该体系由财务部门牵头组织，相关存货部门参加，查核范围涉及存货管理的全部过程。

其次，青岛啤酒通过实施存货定额管理，使财务部门对采购、库存、生产耗用数据进行测算并与存货管理部门实际操作相结合，对采购及库存存货建立定额管理控制模式并严格执行，从而大幅降低工厂库存额，实现了工厂最佳库存管理。

最后，青岛啤酒借助信息系统功能，通过财务部门协同库存管理部门，应用 ERP 信息系统建立存货子库存管理系统，将物料纳入工厂仓库以统一进行管理，从而还原工厂的物料结存量，真实反映一定时期内物料使用情况，保证账实相符。

4. 广泛采用多种手段，实现多元化营销

青岛啤酒在原有营销战略基础上，继续积极开展体育营销和市场推广，有力提升了产品影响力和市场竞争力。公司整合聚焦现有资源，通过系列化的推广延伸活动，做深做透体育营销，实现资源的最大化利用与传播。公司第二品牌崂山啤酒也已正式成为中国男子篮球职业联赛官方合作伙伴。同时公司以分布全国各地的生产基地为依托，持续打造各地啤酒节经典项目，提升消费者认同感和参与度。

与此同时，青岛啤酒公司成立了营销中心创新营销事业总部，发力新产品开发与销售，积极拓展电子商务等新型业态，开拓新的经济增长点。公司持续培育战略性新产品，年内陆续上市了一系列新产品，引领了国内市场消费潮流。此外，公司积极布局线上销售渠道，借助第三方成熟的电子商务平台开设品牌旗舰店，电商发展领跑行业，继年内率先创建青岛啤酒天猫官方旗舰店并上线后，公司相继在京东、1 号店、亚马逊等大型电商平台建立了官方旗舰店；“青岛啤酒官方商城”正式上线微信商城，成为了首家跨入移动购物领域的中国啤酒企业。

5. 建立在线收单系统

青岛啤酒充分利用现代互联网等信息技术，建立了在线收单系统以实现瞬时收款。青啤工厂财务部门通过对各类物料周转速度的测算，结合资金使用情况和供应商分类标准，对存货供应商制定了不同的账期标准，即利用系统订单以及发票数据信息实现对供应商的标准账期管理。一方面，开发出在线收单系统，实现区域资金集中管理，降低了收款结算费用，公司的发货时间也由原来的半天至一天时间缩短为 10 分钟。另一方面，建立了工厂瓶箱在线收款系统，实现瓶箱资产、资金统一管理，工厂瓶箱资产收款由过去次月结算缩短为实时到账，加快了营运资金周转。

6. 完善营销渠道管理模式

在营销理念上，青岛啤酒以顾客为导向，提出“顾客价值导向”为中心的经营模式，不断探索获得消费者忠诚的方法和渠道。销售渠道的营运资金主要集中在应收账款和产成品存货上，通过加强客户忠诚度培养，减少了营销渠道营运资金的占用。在营销模式上，青岛啤酒倡导“三位一体”，即将产品销售、品牌传播、消费者体验三种竞争手段结合运用，三个组成部分相互支持、相互促进，并且逐步调整经营战略。青岛啤酒从单纯追求盈利能力到推进“双轮驱动”（品牌升级 + 销售扩张）的战略，提升了品牌竞争力。

7. 加强内部控制及流动资产管理

青岛啤酒强化对流动资产效率的管理。自 1998 年以来，青岛啤酒严控对外担保，至今除对控股子

公司的担保外，公司实际对外担保为零，降低了公司的经营风险。近十年来，青岛啤酒一直采取严禁赊销的原则，对应收账款进行全方位控制，并将其纳入年度绩效考核，公司应收账款逐年下降，有效防范了信用风险，确保了资产安全。为提高流动资产使用效率，青岛啤酒公司设置了相关管理指标，并纳入公司经营绩效考核体系，加强对流动资产的监控力度，减少资金占用，提高周转效率。同时，青岛啤酒此前通过建立财务公司，集中公司资金，实行计划管理，打造公司资金供应链和金融服务链，并通过资金的调度和合理安排，支持公司主业；而在营运资金管理方面青岛啤酒采取了“集中管理与分散管理相结合”的模式，在母公司行集中资金、收支两条线管理。这些措施在提高资金管理效率的同时，也有助于扩大啤酒市场规模。

九、2015 年东部地区上市公司营运资金管理调查的结论与建议

（一）调查结论

1. 营运资金占用水平方面

在营运资金总体存量及其分布总体方面，2015 年度东部地区营运资金总额、经营活动营运资金总额、投资活动营运资金总额较 2014 年均有所上升，金融经营活动营运资金占用总额有小幅下降。本年度营运资金总量达到 62 197.99 亿元，比去年同期增长 28.17%，从比例结构看，本年东部地区总量占比最高为投资活动，其次为经营活动，且该两者比例维持在 2：1 左右。而金融经营活动营运资金占用相对较少。地区层面看，各地区营运资金总量及结构分布存在明显差异性，环渤海地区上市公司营运资金期末占用量最多，经营活动、金融活动、投资活动营运资金占比最高地区分别为珠三角、长三角、环渤海地区。微观层面看，全国及各地区经营活动营运资金占比在 50% ~75% 的区间内企业数量最多，其中北京市营运资金数量总体第一，而海南省营运资金总量及结构占比方面排名最后。综合而言，东部地区虽处经济发达区域但各省市之间差异较大，但总体配置结构稳定。

2. 营运资金配置结构方面

从渠道方面的营运资金结构配置角度来看，2015 年经营活动营运资金总量为为 21 460.68 亿元，平均值为 12.09 亿元，较 2014 年相比增加。从区域角度分析，综合来看珠三角地区的按渠道进行的营运资金配置方面较为合理，但三大地区在按渠道进行的营运资金配置结构各有所长。其中在采购渠道方面，珠三角地区位列第一，环渤海地区第二，长三角地区第三；在生产渠道方面，环渤海地区第一，珠三角地区第二，长三角地区第三；从生产渠道来看，环渤海地区排第一，从营销渠道来看，环渤海地区第一，长三角地区第二，珠三角地区第三。从省级的角度分析，2015 年北京在采购渠道和营销渠道的营运资金所占比重最大，广东省在生产渠道营运资金所占比重最多。微观层面分析，在采购渠道方面和生产渠道方面，营运资金所占比重小于等于 0 的范围内企业的数量最多。在营销渠道大多数公司营运资金的占比处于大于 100 的区间内。

从要素视角研究营运资金结构的配置中，2015 年经营活动的运营资金地区总量为 21 465.21 亿元，比 2015 年 16.44% 增长。从地区角度分析，环渤海、长三角、珠三角三地区较 2014 年相比都有所增长。环渤海地区在各要素方面的营运资金均是最高的，且远高于地区均值，从省级的方面分析，在存货、应收及预付款项、应付及预收款项的比重上，均为北京的经营资金占用最高，其次是广东省，海南省最低；在分要素的经营活动营运资金占用上，广东省最高，其次为浙江省，海南省最低。综合分析可知，东部地区中对要素方面营运资金管理最有效的是环渤海地区；而省市层面，各省市之间出现了较大的差距，影响了整个东部地区的营运资金管理水平。

3. 营运资金管理绩效方面

2015 年的东部地区企业的经营活动营运资金节约额为 -3 855.17 亿元，即东部地区上市公司在营运资金方面出现了耗费，而并未真正实现经营活动营运资金的节约。而与 2014 年东部地区总体经营活动营运资金占用水平相比都没有明显的变化。究其原因可能与 2015 年度我国宏观经济增速下行导致企业整体经营状况不容乐观，从而使得本地区营运资金管理方面存在一定问题。，

从渠道角度分析：从 2011 年到 2015 年，东部地区的经营活动营运资金周转期呈逐年延长的趋势，

但各年的增长程度较为缓和。从总体上看，东部地区近五年来营运资金周转期延长，周转效率总体下降，营运资金管理效率降低。其中采购渠道营运资金管理绩效逐年都有提高的趋势，生产渠道的营运资金管理绩效则在2015年出现较大幅度下降，2015年的营销渠道营运资金管理绩效与往年持平其次。从企业层面来看，2015年东部地区经营活动营运资金管理效率降低占样本总数的43.64%，管理效率改善的企业数量占比为33.31%，管理效率不变占比为23.05%。从渠道看，采购渠道、生产渠道、营销渠道营运资金管理绩效改善的企业占比分别为50%、47.58%、23.89%。

从要素角度分析：2015年东部地区分地区按要素经营活动营运资金周转期为84.4天，较去年相比增长了14.3天。其中从2011年到2015年，东部地区总体的经营活动营运资金周转期呈现逐年延长的趋势。而从各要素的营运资金周转期数据分析，存货周转期、应收账款周转期及应付账款周转期的变化趋势呈明显的逐年延长状态，且与东部地区总体的经营活动营运资金周转期的增长趋势类似。从企业层面看在存货、应收账款、应付账款营运资金周转期改善的企业占比分别为23.56%、17.56%、21.82%，体现出改善显著和改善较大的企业数量较少，基本稳定、有所降低的企业较多，显示了东部地区上市公司近5年来营运资金管理绩效需要关注。

4. 公司资金回报方面

在总资金回报率方面，2015年东部地区上市公司总资金回报率为7.74%，相较2014年有所下降。从其细分情况分析，2015年东部地区整体经营活动和投资活动资金回报率均呈现下降态势，而金融经营活动资金回报率的小幅上升，但对地区总资金回报率影响也不显著。但从省市层面分析，11省市在资金回报率方面增减存在较大差异投资活动资金回报率分布较为分散，地区总体投资活动资金报酬率为负，由此体现东部地区上市公司2015年资金回报情况并不乐观。

5. 资金来源及财务风险

2015年东部地区总体短期金融性负债占比相较于2014年出现下降，从65.64%下降到54.26%，但仍然超过50%。而地区的平均值、极大极小值都出现大幅度下降。且从企业层面可知2015年度企业短期金融负债融资占比集中在0－25%之间，表明东部地区的上市企业的营运资金仍然有相当一部分来源于短期金融负债，但总体比率差异在减小。其中短期金融性负债占营运资金来源最高的是环渤海地区，而珠三角与长三角地区融资方式风险相对较低。此外，2015年东部地区财务杠杆有小幅度上升但几乎与2014年持平，但财务风险仍存在。

（二）对策建议

1. 建立健全营运资金管理制度，强化内部控制

营运资金管理在企业生产、销售及采购业务中处于重要地位，对企业利润目标的实现会产生重大影响。因此无论从渠道还是从要素角度，企业都应建立一套科学系统的营运资金管理制度对各要素进行科学管理。首先，企业通过对购销环节中的风险进行事先预测、分析和控制，建立客户信用档案，控制信用期，从而尽量规避风险；其次在生产过程中企业应做好对内部成本、费用的控制，加强生产管理力度，减少不必要的支出；此外企业应强化内部管理责任制，根据不同的业务活动对相关人员落实责任，做到全员参与，并建立企业营运资金管理激励措施，从而在完善企业营运资金管理同时，强化内部控制及风险防范意识。

2. 优化供应链管理，保持采购渠道营运资金良好绩效

东部地区在采购渠道总体营运资金绩效一直处于领先地位，这与本地区天然区位优势、良好的供应链关系以及企业管理制度有密切联系。因此未来东部地区应保持在采购营运资金绩效的良好势头，完善采购渠道的管理程序，加强管理力度首先应通过协议或公开招标方式选择信誉良好、配货效率高的供应商合作，保证采购渠道通畅。此外，企业应增强自身经营能力，使自身成为供应链的核心环节，从而使自身获得更多商业信用，增加应付账款周转时间，保证企业营运资金运作。企业还应让供应链管理更适应互联网时代规律，做好企业的采购改革工作。将“互联网＋”与采购活动相结合，建设实施完善透明的采购流程，推动企业供应链的优化管理。

3. 完善企业生产流程管理，提高生产渠道营运资金周转效率

东部沿海虽处经济发达地区，但 2015 年宏观经济增速下行，以及部分企业自身仍存生产管理模式落后、管理体系不健全以及管理不到位的现状，直接导致东部地区生产环节营运资金效率降低。而生产环接对销售具有重大影响，并直接影响企业经营收益。因此提高生产渠道的资金周转效率成为提高营运资金绩效的重要环节。东部地区各企业应完善企业管理体系，实现公司生产流程化管理，做好本企业的生产计划，提高生产质量，优化生产工序，从而尽量减少在产品等的资金占用，降低成本费用。此外应通过必要存货管理，提高存货周转率，降低不必要库存。此外，还应加强与客户、供应商的紧密合作，为企业获取更多的营运资金，提高资金使用效率。

4. 完善企业营销渠道建设，保证良好营销渠道营运资金周转效率

总体而言，东部地区营销渠道营运资金周转效率较高。但具体到企业层面，2015 年营销渠道营运资金周转期降低的企业占 49.32%，虽然比 2014 年度的 67.09% 有所改善，但比例仍旧大，说明营销渠道管理仍是今后营运资金管理改革重点质疑。面对产能过剩以及企业市场竞争情况加剧，东部地区应进一步完善营销渠道建设，扩大自己的营销规模，建立系统高效的分销渠道。首先建立企业信用档案，加快应收账款回款以及对超龄应收款的监控。同时企业还应健全对经销商的供货管理，在此基础上帮助经销商建立并销售子网，分散销售及库存压力，加快商品流通速度；加强对经销商广告、促销的支持，减少商品流通阻力；提高商品的销售力，促进销售同时企业应加强客户关系管理，开发潜在客户群，制定有针对性的营销策略。最后企业可借助互联网技术，发展电子商务，利用线上营销拓展营销渠道，从而提高营销渠道营运资金周转效率。

5. 提高资金使用效率，改善营运资金回报率

在总资金回报率方面，2015 年东部地区上市公司总资金回报率相较 2014 年有所下降。且 2015 年东部地区整体经营活动和投资活动资金回报率也均呈现下降态势。说明东部地区上市公司 2015 年资金回报情况并不乐观。因此东部地区尤其是资本密集型行业，降低成本和提高资本支出效率是提升资金回报率的途径。首先企业应制定严谨的成本改善方法，提高营运资本优化能力；其次，企业应加强产业调整，转移或关闭业务所需一次性成本很高的重资产行业，采取战略性兼并收购手段提升绩效以获取更多资金及重要的竞争力资源，提升企业价值，从而在经营活动，投资活动等各方面提升营运资金回报率。

6. 改善企业融资结构，控制短期财务风险

2015 年东部地区总体的营运资金有 54.26% 来自于外部金融性负债，且本年东部地区财务杠杆有小幅度上升，说明企业在资金来源方面仍存在财务风险。而融资结构的合理与否，直接关系到企业生产经营活动、盈利状况甚至生存和发展。为了防止风险过大，企业应合理配置融资结构，将短期财务风险控制在合理范围内。首先应健全企业集团内部资金池管理，制定资金使用计划，对各项融资进行必要监控，避免资金损失。另外，企业应建立短期财务预警系统，对期限短的金融性负债进行必要关注。同时，企业应采用多元融资方式，利用福费廷、应收账款保理、供应商保理等新型融资方式拓宽融资渠道，降低整体融资成本，转移或降低财务风险。最后企业应主动与银行建立良好银企关系，维持自身良好声誉从而获取较高信用。通过以上途径，企业可从资金来源视角关注企业营运资金效率，从而加强对营运资金方面的管理。

主要参考文献

1. 朱甫：《沃尔玛与家乐福——全球两大零售帝国的超级零售方法》，中国经济出版社 2006 年版。
2. 杨晓雁、周艳军、傅永华：《供应链管理》，复旦大学出版社 2005 年版。
3. 张广玲、邬金涛：《分销渠道管理》，武汉大学出版社 2005 年版。
4. 马士华、林勇：《供应链管理》，机械工业出版社 2006 年版。
5. 王竹泉："跨地区营销企业如何进行商流规划"，《经济管理》，2001 年第 11 期。
6. 王竹泉、路万忠："应收账款分析评价方法和指标体系"，《经济管理》，2000 年第 4 期。

7. 王竹泉："制造企业物流革命及其对企业管理的要求"，《经济纵横》，2000 年第 9 期。

8. 王竹泉、盛中华："跨地区连锁该如何配送"，《中外管理》，2000 年第 8 期。

9. 王竹泉、盛中华："构筑跨区分销的财务管理平台"，《会计之友》，2004 年第 1 期。

10. 王竹泉、盛中华："打造跨区分销企业的定单价值链流程"，《会计之友》，2004 年第 4 期。

11. 王竹泉、盛中华："跨区分销企业的现金流规划"，《会计之友》，2004 年第 5 期。

12. 王竹泉：《跨地区经营企业会计问题研究》，经济管理出版社 2003 年版。

13. 王竹泉、马广林："分销渠道控制：跨区分销企业营运资金管理的重心"，《会计研究》，2005 年第 6 版。

14. 王竹泉、刘文静、高芳："中国上市公司营运资金管理调查：1997～2006"，《会计研究》，2007 年第 12 期。

15. 王竹泉、逄咏梅、孙建强："国内外营运资金管理研究的回顾与展望"，《会计研究》，2007 年第 2 期。

16. 李树坤："烟台张裕葡萄酿酒股份有限公司营销策略研究"，硕士论文，2005 年。

17. 丁娅琳："七匹狼的平衡之道：转变模式延伸供应链"，《IT 经理世界》。

18. 刘汉元："农牧业已到'迈坎'时"，四川经济日报。

19. "浙江珍珠业遇困，企业抱团取暖"，浙江理财网。

20. 金枫："国外营运资本管理理论的发展及其演进"，《中国海洋大学学报》（社会科学版），2006 年第 2 期。

21. 濮秀君、吕顺利："中西方企业营运资金管理比较"，《四川预算与会计》，1999 年第 1 期。

22. 傅元略："企业集团财务资源协同管理效应的度量"，《中国工业经济》，2003 年第 9 期。

23. 王化成、佟岩："财务管理理论研究的回顾与展望——20 世纪 20 年中国财务理论研究述评"，《会计研究》，2001 年第 12 期。

24. 刘树海、齐二石："流程管理模式下的营运资金管理研究"，《现代管理科学》，2008 年第 10 期。

25. 汤中明、易逝品："VMI 与 TPL 集成供应链研究"，《管理评论》，2010 年第 1 期。

26. 梁彤缨、陈广兵："中小企业财务资金营运管理的外包策略研究"，《当代财经》，2003 年第 10 期。

27. 储海林、石敏、原家德："浅谈跨国公司的营运资金管理"，《财金贸易》1999 年第 4 期。

28. 刘建民："论跨国公司的现金管理"，《集团经济研究》，2005 年第 10 期。

29. 胡继灵：《供应链的合作与冲突管理管理》，上海财经大学出版社 2007 年版。

30. 王国才，赵彦辉："多重渠道冲突管理的渠道间隔与整合策略——基于电子商务的研究框架为例"，《经济管理》，2009 年第 9 期。

31. 杜媛、孙莹、王苑琢："混合所有制改革推动资本管理创新和营运资金管理发展"，《会计研究》，2015 年第 1 期。

32. 柳艺："基于渠道的营运资金需求预测"，《财务管理》，2013 第 5 期。

33. 逄咏梅："供应链交易、制衡机制与营运资金管理效率研究"，南京大学硕士论文，2013 年。

34. 赖辉："基于渠道管理的营运资金管理探讨——以青岛海尔为例"，硕士学位论文，2013 年。

35. 闫云阁："上市公司各渠道营运资金管理绩效对盈利能力影响研究"，中国海洋大学硕士学位论文，2013 年。

36. 谢姝琳、李强、房俊峰："环渤海、长三角、珠三角的经济发展战略比较分析"，《环渤海经济瞭望》，2008 年 5 期。

37. 韩沚清、张李妍："企业营运资金管理绩效评价研究述评"，《财会通讯》，2015 年第 1 期。

38. 张欣怡：《基于业务流程管理的营运资金管理研究》，中国海洋大学硕士学位论文，2010 年。

39. 亚盛集团网站，吉林森工网站，新五丰网站，通威股份网站，现代物流报，中国贸易金融网，中国行业研究网，中企联合网等。

第三十章　2015 年中部地区上市公司营运资金管理调查

【摘要】2015 年以来，中国经济运行遭遇到不少预期内和预期外的冲击与挑战，经济下行压力持续加大。中国正在着力推动兼并重组，加快落后产能淘汰和“僵尸企业”退出，促进企业效益和资源配置效率回升，中国经济正处于转型升级的“关键节点”。同时，2015 年也是中国企业尤其是传统企业转型之年。营运资金是企业进行经营周转使用的日常性流动资金，作为一种短期资本，它的投入和收回是在不断循环过程中进行的，只有营运资金不断处于良好的管理和运转下，才能保证企业供、产、销各阶段的维继，财务管理需要以更有效的资本投入维持企业的良好生存与发展，因此企业营运资金的管理水平以及营运资金回报率至关重要。中部地区在我国经济社会发展中具有重要地位，加快中部地区崛起，有利于发挥中部地区综合优势，克服经济转型及国际经济形势低迷对企业发展造成的困难，加深对中部地区的营运资金研究，有利于深入了解中部地区企业的营运资金管理水平、特点，有利于指导中部地区的企业健康持续发展。本书首先通过要素和渠道两个方面分析中部地区上市公司营运资金的管理绩效，其次，还从地区总体以及各省市具体情况着手，详细分析了中部地区上市公司营运资金回报率以及其融资结构和财务风险。

本章节的主要结构如下：第一部分详细分析中部地区营运资金管理的特点；第二部分是分析 2014 年中部地区经营环境变化及对营运资金管理的影响；第三部分是对 2015 年中部地区上市公司进行营运资金配置与来源分析，主要包括分渠道、分要素的经营活动营运资金配置分析和营运资金来源与财务风险分析；第四部分从渠道和要素两个角度分析中部地区上市公司营运资金管理绩效；第七部分根据中部地区各省份经营活动营运资金周转期，分别按渠道和按要素对中部地区各省份的营运资金管理绩效进行排名；第八部分选取中部地区具有代表性的企业进行案例分析，从微观企业层面直观阐释营运资金有关情况；第九部分对本章的调查分析进行了总结，并提出了中部地区改善营运资金周转绩效的建议措施。

通过本次调查可以发现，中部地区营运资金总体占用水平略微增加，投资活动营运资金占比较去年同期增加，经营活动营运资金占比下降；企业层面营销渠道营运资金管理水平不稳定，企业间差异较大，但是整体管理水平上升，而生产渠道的管理水平下降，各渠道的周转期都有增加，周转速率下降；受 2015 年经济增速放缓、国内经济转型、产业结构调整、国际市场不景气等的影响，部分省份的企业面临着巨大的存货、回款及还款的压力，对企业的持续发展造成不利影响。尤其是山西省上市公司整体应付及预收账款数额及占比巨大，存在很大隐患。中部地区整体短期性金融负债占比变化不大，较为稳定，行业总体财务杠杆小幅增加，但总体来看风险较低。

一、中部地区上市公司营运资金的基本特征

作为我国四大发展区域之一，国家腹地的中部地区在全国经济格局中扮演着重要角色。中部地区包括山西、江西、安徽、河南、湖南、湖北、黑龙江和吉林 8 个省，具有承东启西、连接南北的区位优势。国家也大力支持着中部地区的发展，2010 年国务院批复武汉市为中部地区的区域中心城市，还有“中部崛起”和“振兴东北老工业基地”等政策无不在昭示着政府推进中部地区发展的决心。国家“十三五”规划纲要提出：“制定实施新时期促进中部地区崛起规划，完善支持政策体系，推动城镇化与产业支撑、人口集聚有机结合，形成重要战略支撑区。支持中部地区加快建设贯通南北、连接东西的现代立体交通体系和现代物流体系，培育壮大沿江沿线城市群和都市圈增长极。”

中部地区人口众多，劳动力资源优势明显，自然和文化资源十分丰富，中部八省矿产资源种类齐全，储量丰富，矿种数量很多，重要或稀有矿产资源的丰度远优于东部，密度也高于西部，且资源配

套程度较高。例如山西省的煤炭储量占全国的三分之一，江西的铜储量占全国的五分之一，钨、金、银等均占全国较高份额。中部六省形成了以山西、河南、安徽为三角的煤炭基地；以江西、湖北、湖南为三角的有色金属基地；以湖北、湖南为中心的磷化矿基地。同时，中部六省地处温带和亚热带，气候温和，日照充足，雨量充沛，拥有宜农平原、宜林山地、宜牧草场和宜渔湖泊等多种农业自然生态系统，使得中部六省的水资源、森林资源、动植物资源等较为丰富。这种自然资源的分布以及空间组合决定了中部地区在发展能源和原材料工业方面具有较优越的条件。同时，也决定了中部地区上市公司的主要类型是采掘业、石油化工以及金融非金属制造等行业。中部地区在我国经济社会发展中具有重要地位，对于形成东中西互动、优势互补、相互促进、共同发展的新格局，具有重大的现实意义。加快中部地区崛起，有利于发挥中部地区综合优势，进一步完善促进中部地崛起的政策体系，加快推进“三个基地、一个枢纽”建设，因此，对中部地区营运资金的研究也愈显重要。

通过对近几年来中部地区 8 个省份各上市公司的营运资金管理情况进行分析研究，总结出了中部地区营运资金管理的几个特点。

（一）中部地区各省的营运资金周转期延长

横向来看，近几年的各渠道周转期的数据显示，中部地区的营运资金管理绩效明显优于东部地区和西部地区。但是纵向来看，中部地区的营运资金周转期呈逐步延长的态势，除采购渠道的营运资金周转期小幅缩短外，生产渠道和营销渠道的营运资金周转期都呈延长状态，尤其是营销渠道呈现逐年恶化趋式，2015 年地区整体的经营活动营运资金的周转期相较 2014 年，增长了 186.8%，从此可以看出中部地区的营运资金管理绩效呈下降的趋势。这是因为中部有长江中下游经济群，湖南、湖北、安徽等省份制造业，特别是工程机械等重工业发达，而自 2015 年以来我国经济下行，产业结构调整，机械制造业受到一些冲击，导致中部地区各省的营运资金周转期大幅延长。

（二）中部地区经营活动营运资金管理水平差异缩小

地理位置、自然资源、产业布局、政策方针、市场需求等诸多因素均会影响到营运资金管理水平，所以，中部地区各省份之间经营活动营运资金管理绩效存在差异是正常的。但是跟往年数据相比，2015 年中部地区各省经营活动营运资金周转期差异缩小。但是，按渠道对各省份的营运资金周转情况进行对比分析，中部地区经营活动营运资金管理水平差异的缩小是因为若干个省份经营活动营运资金周转期延长的原因。其中，河南省、黑龙江省、湖北省以及湖南省的经营活动营运资金周转期明显延长，这主要是和各省的经济情况有关的。黑龙江省和吉林省属于老工业基地，河南省、湖南省和湖北省存在很多石油企业、金属企业以及机械行业，这几个行业都面临较大的问题，如成本增加、市场需求增速较缓，进而影响到企业营运资金的周转效率。

（三）中部地区金融活动营运资金表现突出

相较于东部和西部地区，中部地区金融活动营运资金表现突出，尤其是在 2015 年，金融活动营运资金占总营运资金呈现负值状态，这表明 2015 年中部地区企业的金融活动营运资金未被大幅占用，并且金融活动营运资金回报率相较于 2014 年增长幅度巨大，中部地区资金回报率高达 266%，由此可以看出，2015 年中部地区上市公司金融活动营运资金表现相对突出。

二、2015 年中部地区经营环境变化及对营运资金管理的影响主题词与大事件

（一）中部地区经营环境变化大事件

1. 中部地区经济增速放缓，处于产业结构调整阵痛期

2015 年我国经济仍将延续“调结构，稳增长”的新常态特征，且处于“增长速度换档期，结构调整阵痛期，前期政策刺激消化期”三期叠加阶段。中部地区受国内外环境的影响，经济增速大幅回落。前三季度六省平均增速为 8.1%[①]，较上年同期回落 0.7 个百分点，但仍高于全国平均 1.2 个百分点。其中，第一季度为全年增长的最低点，增速仅为 7.6%，较上年同期回落 1.2 个百分点。第二、三季度

① 阮华彪等：《2015 年中部地区经济形势分析及 2016 年展望》，社会科学文献出版社、北京市社会科学院 2015 年版。

呈现明显的回升态势。从各省增速看，山西省经济增速仅为 2.8%，黑龙江省经济增速为 6.9%，吉林省为 6.5%，其余各省前三季度均保持 8.2% 以上的增速，这是因为山西受煤炭行业低迷的影响，而黑龙江省和吉林省的重工业也受到产业结构调整的影响，两省份的经济总量整体下滑，在全国经济总量排名中，几近垫底。经济增速也分别下降到 5.6% 和 6.5%。

2. 工业增长大幅放缓，产业结构进一步改善

受市场需求低迷的影响，中部各省工业出现较大幅度回落。2015 年前三季度，江西省规模以上工业增速仍保持在 9% 以上，山西省则出现负增长。结构调整持续加速。新兴产业保持相对较快增长，比重稳步提高。湖南省高新技术产业中，属于新兴领域的资源与环境技术、电子信息技术和新能源及节能技术增加值分别增长 36.4%、33.9% 和 17.7%，远高于规模工业平均水平；湖北省高新技术制造业增长 10.3%，快于规模以上工业增速 2 个百分点；安徽省高新技术产业、装备制造业增加值占比分别由上年同期的 34.7%、33，9% 提高到 36.6%、35.6%，战略性新兴产业产值占比由 19.3% 提高到 21%。服务业对经济增长的贡献加大。河南省第三产业增加值增长 10.0%，高于第二产业增速 1.8 个百分点，对 GDP 增长的贡献率为 35.9%；安徽省服务业比重由上年同期的 34.3% 提高到 36%；湖北第三产业增加值增长 10.1%，快于规模以上工业增速 1.8 个百分点，金融业、房地产行业增加值分别增长 17.5% 和 7.0%。

3. 市场需求疲软，企业生产经营艰难

2015 年，中部地区市场仍面临供大于求的局面，市场需求疲软，企业生产经营艰难。前三季度江西省 PPI 下降 5.9%，已连续 44 个月下降；安徽省 PPI 同比下降 5.8%；工业生产者购进价格下降 6.2%；湖北省工业总产值过 10 亿元的 334 家大中型中有 127 家企业的总产值同比减少，包括武钢、武石化、大冶有色、东风商用车和联想等在内的重点企业工业总产值均有下降。受有色金属和煤炭开采业下滑影响，河南省 PPI 同比下降 4.2%，累计增速已连续 37 个月回落；江西省规模以上工业利润增幅比上年同期大幅下滑 14.9 个百分点，创 2008 年以来历史新低，亏损企业亏损额增长 32.7%。2015 年吉林省和黑龙江省规模以上工业企业利润总额分别下滑 38%、16% 和 58%，亏损企业数量大幅增加。

4. 国家政策促进中部地区的崛起

加快中部地区发展是提高中国国家竞争力的重大战略举措，是东西融合、南北对接，推动区域经济发展的客观需要。2004 年 3 月，温家宝总理在政府工作报告中，首次明确提出促进中部崛起。2012 年 8 月 27 日，《国务院关于大力实施促进中部地区崛起战略的若干意见》正式出台。《意见》指出，促进中部地区崛起战略实施以来，中部地区抢抓机遇、开拓进取，经济实现较快增长，总体实力大幅提升，经济总量占全国的比重逐步提高；粮食生产基地、能源原材料基地、现代装备制造及高技术产业基地和综合交通运输枢纽建设加快，产业结构调整取得积极进展，资源节约型和环境友好型社会建设成效显著。2013 年，中部六省和国务院有关部门认真贯彻党的十八大、十八届三中全会和中央一系列重要会议精神，全面落实促进中部地区崛起的政策措施，切实加强规划引导、政策协调、项目安排、体制创新等各项工作，努力开创中部崛起工作新局面。2014 年 2 月国家发展改革委印发《2014 年促进中部地区崛起工作工作要点》。《要点》提出，要落实完善区域规划和政策，抓紧开展《促进中部地区崛起规划》评估工作，启动新十年促进中部地区崛起规划前期研究工作。通知具体从农业、产业结构优化升级、重大基础设施建设、新型城镇化发展、重点地区发展、深化重点领域改革和开放合作、生态文明建设、保障和改善民生等九个方面提出了促进中部地区崛起战略的总体部署。国务院发展研究中心发展战略和区域经济研究部研究员刘云中表示，推动中部崛起工作再上新台阶，需要以更加开放的视野推动中部地区与东西部地区的经济协调发展。

2015 年是老中部崛起计划实施的最后一年。2015 年 4 月初，国家发改委召集中部六省发改委负责人、国家宏观政策研究中心、中国社会科学院相关专家，在北京座谈新十年促进中部地区崛起规划编制相关问题，听取了各方意见和建议。与会人员围绕新十年中部地区面临的新形势、新机遇、新挑战、

新作为；中部地区的战略定位；发展的空间布局；需要解决的重大问题；如何形成中部地区自身的重大政策支持；区域及次区域内外的合作开放；保障措施等方面，充分发表了意见和建议，新中部崛起计划有望在2016年全面展开。

（二）中部地区经营环境变化主题词

1. 中部地区崛起计划

近年来我国经济增速放缓，市场需求严重不足，上市公司的采购成本普遍上升，中部地区上市公司采购渠道营运资金的周转效率从而受到了很大的影响。不过，2014年我国发改委公布了关于促进中部地区崛起的工作，其中包括扎实推进“三基地、一枢纽”建设，这对提高采购渠道周转效率有巨大意义。2015年是老中部崛起计划的最后一年，政府继续实施新增千亿斤粮食生产能力规划，进一步提高粮食综合生产能力。支持实施了河南省南水北调渠首及沿线、湖北省南水北调沿江沿线和湖南省洞庭湖区土地整治重大工程。落实工业转型升级规划，加大对中部地区钢铁、石化、有色金属、造船等产业升级改造的支持力度，支持开展园区循环化改造。通过国家科技重大专项、战略性新兴产业发展专项等支持中部地区发展高技术产业和战略性新兴产业，推动战略性新兴产业集聚发展。加快建设中部地区综合交通运输枢纽。鼓励中部地区有条件的企业开展对外投资合作，加强对中部地区境外投资的宏观指导和政策支持，鼓励有实力的企业到境外开发资源，在海外建立生产加工基地、营销网络和研发中心；改善中部地区的投资环境，创新外商投资管理方式。

2. 经济环境下行压力

中部地区上市公司生产渠道营运资金的主要构成项目包括在产品、半成品，其他应收款和其他应付款等。中部地区应依靠其在原材料方面的优势，通过政府的政策扶持、兼并重组、引入外资等方式，鼓励企业向传统优势产业的上下游发展，使区域产业链趋于完善。完善的产业链有利于加强产业链上企业之间的合作，便于优化各环节之间的协调性。加之中部地区产业链上企业之间的合作比较便利，交通条件较优越，自然资源丰富，这些会减少公司在在产品和半成品上的资金占用，使中部地区在生产领域具有领先优势，有利于降低营运资金在产业链上的周转期，从而提高生产渠道营运资金周转效率，使生产渠道的营运资金管理效率在全国处于领先水平。

与东部和西部相比，中部地区生产渠道营运资金管理效率处于领先水平，但纵向来看，中部地区生产渠道营运资金也难以抵抗经济大环境的影响。中部地区上市公司主要是以传统行业领域为主，如采矿业、房地产业、建筑业和食品饮料行业等，这几个传统行业中，中部地区的采矿业占据资源优势，其生产渠道营运资金管理水平小幅提升，其他行业均出现大幅下降的情况，这主要还是因为房地产业、建筑业和食品饮料行业受经济下行压力较大。建筑行业宏观经济下行、房地产投资持续低迷、建材价格频频探底、建筑业总产值增速更是创下历史新低。食品饮料行业整体需求不振，受国内经济增速下滑影响，近几年食品饮料行业整体需求低迷，食品CPI同比增速自2012年以来持续降低。其他行业也在一定程度上受到经济下行压力的影响，这都使得中部地区的生产渠道营运资金周转效率有小幅下降的趋势。

3. 盈利水平下降

上市公司营销渠道营运资金的周转效率受到多种因素的影响，例如消费者的收入水平、支出模式、储蓄和信贷情况、消费结构都会直接影响上市公司的营销情况。2015年国内外经济增长放缓，产业结构调整政策进一步实施，中部地区面临着生产成本增加、市场需求调整的现状，中部地区大多数企业盈利水平下降，加之其下游企业也面临这一市场大环境的影响，使得应收账款收回更加艰难，这都导致中部地区上市公司营销渠道营运资金周转情况进一步恶化。

营销渠道连接着企业和消费者，是企业实现其商品价值的直接和重要通道，与此同时，也是企业获得资金的主要途径。库存商品、应收账款（票据）、预收账款可以说是公司营销渠营运资金构成的最重要的几个项目，缩短公司营销渠道营运资金的周转期可以通过催收应收账款和保持平衡的库存商品数量。

三、2015 年中部地区上市公司营运资金存量及其分布状况

（一）2015 年中部地区上市公司营运资金存量总体配置结构分析

1. 地区层面

2015 年中部地区上市公司营运资金存量总体配置结构如表 30 - 1、图 30 - 1 和图 30 - 2 所示。

表 30 - 1　　2014 ~ 2015 中部地区营运资金存量及其分布状况　　单位：亿元

项目	营运资金期末占用		经营活动营运资金期末占用		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用		投资活动营运资金期末占比（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
地区总体	7 783.26	7 819.41	3 039.39	2 539.29	39.05	32.47	-36.55	-37.82	-0.47	-0.48	4 780.43	5 318.56	61.42	68.02
地区平均	19.46	18.18	7.60	5.91	7.32	15.84	-0.09	-0.09	-0.04	-0.32	11.95	12.37	42.21	30.54
最大值	489.69	347.50	246.60	190.20	-	-	0.00	163.55	-	-	243.09	178.13	-	-
中位数	9.22	9.41	3.61	3.86	55.68	51.43	0.00	0.00	0.00	0.00	5.13	5.82	44.76	48.75
最小值	-47.69	-48.45	-99.97	-144.10	-	-	-17.00	-19.01	-	-	-6.23	-5.62	-	-
样本量	400.00	430	400.00	430	400	430	400	430	400	430	400.00	430	400	430
安徽	1 445.32	1 456.75	565.36	406.54	39.12	27.91	-17.02	-19.03	-1.18	-1.31	879.966	1 069.24	60.88	80.01
河南	1 067.67	1 163.90	306.60	301.84	28.72	25.93	-9.26	0.22	-0.87	0.02	761.07	862.44	71.28	94.06
黑龙江	289.30	417.48	76.4	174.80	26.41	41.87	-0.10	0.00	-0.03	0.00	212.90	242.68	73.59	62.51
湖北	1 519.31	1 970.37	8 523.87	950.44	54.23	48.24	0.00 032	-5.01	0.00	-0.25	695.44	1 024.94	45.77	62.92
湖南	982.94	1 195.07	474.25	478.71	48.25	40.06	-10.11	-14.07	-1.03	-1.18	508.69	730.43	51.75	68.84
吉林	839.83	554.15	441.35	243.13	52.55	43.87	0.00	0.00	0.00	0.00	398.49	311.02	47.45	50.62
江西	997.79	518.68	313.18	54.79	31.39	10.56	-0.061	-0.0 091	0.00	0.00	684.62	463.89	68.61	91.60
山西	624.27	543.01	-12.71	-70.98	-2.04	-13.07	0.00	0.070	0.00	0.00	636.98	613.92	102.04	117.59

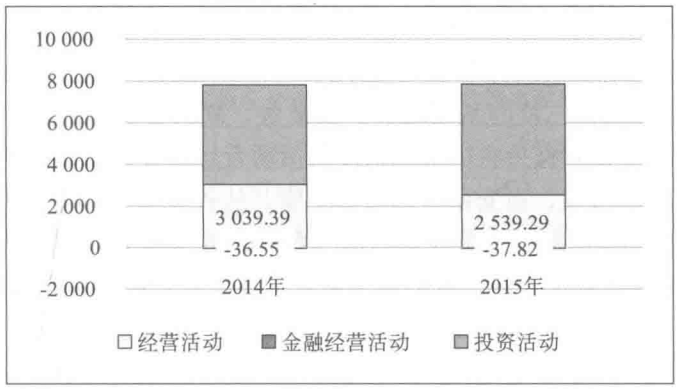


图 30 - 1　2015 年中部地区上市公司营运资金分布状况

从中部地区上市公司营运资金期末总体占用情况来看，2015 年营运资金期末占用总量为 7 819.41 亿元，比 2014 年相同指标增加了 36.15 亿元，增幅 0.46%。其中，经营活动营运资金期末占用总量为 2 539.29 亿元，占比为 32.47%，比 2014 年相同指标减少了 500.10 亿元，占比减少了 6.58%；投资活动营运资金期末占用总量为 5 318.56 亿元，比 2014 年相同指标增加了 538.13 亿元，占比增加了 6.6%。

从中部地区上市公司营运资金期末地区平均占用情况来看，2015 年营运资金期末平均占用量为 18.18 亿元，比 2014 年相同指标减少了 1.28 亿元。经营活动营运资金期末平均占用量为 5.91 亿元，

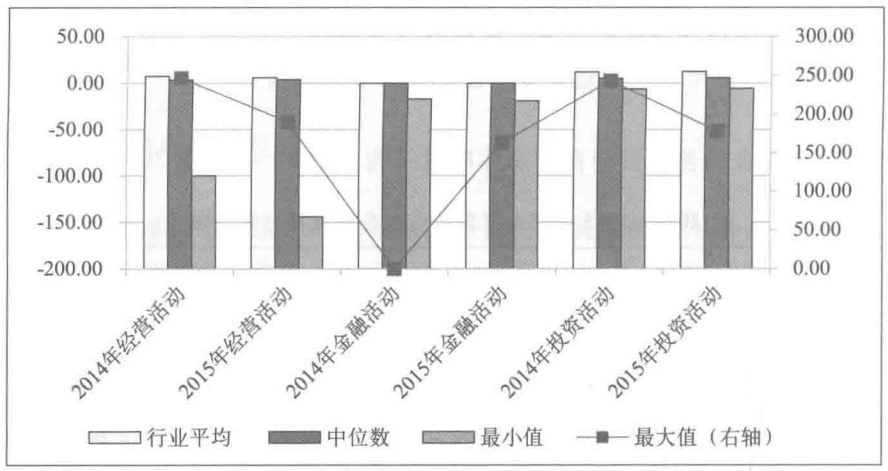


图 30－2　2015 年中部地区上市公司营运资金分布状况

比 2014 年相同指标减少了 1.69 亿元，占比增加 8.52%；投资活动营运资金期末平均占用量为 12.37 亿元，比 2014 年相同指标增加了 0.42 亿元，占比减少 11.67%。

从中部地区上市公司营运资金期末占用最大值和最小值来看，2015 年的营运资金期末占用最大值为 347.50 亿元，比 2014 年相同指标减少了 142.19 亿元；最小值为 －48.45 亿元，比 2014 年最小值减少 0.76 亿元。经营活动营运资金期末占用最大值为 190.20 亿元，比 2014 年减少了 56.4 亿元，最小值为 －144.10，比 2014 年减少了 44.13 亿元；投资活动营运资金期末占用最大值为 178.13 亿元，比 2014 年减少了 64.96 亿元，最小值为 －5.62 亿元，比 2014 年增加了 0.61 亿元。

从各省份营运资金期末占用情况来看，2015 年营运资金期末占用量较大的前三名依次为湖北省、安徽省、湖南省，其占用量依次为 1 970.37 亿元、1 456.75 亿元、1 195.07 亿元。其中，2014 年营运资金期末占用量前三名的省份为湖北省、安徽省、河南省，其占用量依次为 1 519.31 亿元、1 445.32 亿元、1 067.67 亿元。通过比较可以看出，中部地区的湖北省和安徽省的营运资金占用量在 2015 年继续保持较高排名，而 2015 年排名第三位的湖南省在 2014 年期末为第五位，为 982.94 亿元。从各省份经营活动营运资金期末占用情况来看，2015 年经营活动营运资金期末占用量较大的前三位依次为湖北省、湖南省、安徽省，其占用量依次为 950.44 亿元、478.71 亿元、406.54 亿元。其中，2014 年经营活动营运资金期末占用量排名前三位的是湖北省、安徽省、湖南省。比较后可知，湖北省、湖南省和安徽省这 3 个省份在 2015 年依然保持在中部地区经营活动营运资金占用量的前三位，其中湖北省和湖南省的占用量比 2014 年有所增加，而安徽省的有所下降。从各省份投资活动营运资金期末占用情况来看，2015 年投资活动营运资金期末占用量较大的前三名依次为安徽省、湖北省、河南省。其中，2014 年投资活动营运资金期末占用量排名前三位的是安徽省、河南省、湖北省，其占用量分别为 879.97 亿元、761.07 亿元和 695.44 亿元。比较后可知，安徽省、湖北省和河南省这三个省份在 2015 年依然保持在中部地区投资活动营运资金占用量的前三名，3 个省份的占用量均比 2014 年有所增加。

2. 企业层面

如表 30－2 和图 30－3 所示，从中部地区上市公司经营活动营运资金占比区间统计情况来看，2015 年区间（50%，75%］的上市公司数量最多，与上一年情况相同，但上市公司数量相比 2014 年增加了 8 家；2015 年区间 >100% 范围的上市公司数量最少，与上一年的情况相同，但上市公司数量相比 2014 年减少了 4 家。可以发现，在≤0、（0%，25%］、（25%，50］、（50%，75%］这几个区间内，2015 年的上市公司数量均比 2014 年有所增加，而（75%，100%］、大于 100% 这两个区间内，2015 年的上市公司数量均比 2014 年有所减少，其余区间的上市公司数量均有所增加，总比重达到了 79.07%。在 2015 年中部地区上市公司样本总数增加 30 家的情况下，这一现象表明 2015 年中部地区上市公司经营活动营运资金的占比情况有所下降。

表 30 - 2　　2014 ~ 2015 年中部地区上市公司营运资金配置结构情况分段统计表　　单位：家

区间（%）	按经营活动营运资金占比区间统计				按金融活动营运资金占比区间统计				按投资活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	59	14.75	62	14.42	398	99.50	425	98.84	37	9.25	33	7.67
(0, 25]	43	10.75	55	12.79	2	0.50	5	1.16	63	15.75	57	13.26
(25, 50]	68	17.00	85	19.77	0	0.00	0	0.00	128	32.00	137	31.86
(50, 75]	130	32.50	138	32.09	0	0.00	0	0.00	70	17.50	86	20.00
(75, 100]	63	15.75	57	13.26	0	0.00	0	0.00	43	10.75	55	12.79
>100	37	9.25	33	7.67	0	0.00	0	0.00	59	14.75	62	14.42
总计	400	100	430	100	400	100	430	100	400	100	430	100

从中部地区上市公司金融活动营运资金占比区间统计情况来看，2015 年区间≤0 的上市公司数量最多，比上年增加了 27 家，2014 年也是≤0 区间内的上市公司数量最多；其余上市公司的金融活动营运资金占比均在（0%，25%］区间内，2015 年在该区间的上市公司数量为 5 家，比上年增加 3 家。

从中部地区上市公司投资活动营运资金占比区间统计情况来看，2015 年区间（25%，50%］的上市公司数量最多，与上一年的情况相同，但上市公司数量比 2014 年增加了 9 家；2015 年区间≤0 范围的上市公司数量最少，与上一年的情况一致，但上市公司数量相比 2014 年减少了 4 家。可以发现，在≤0、(0%，25%］这两个区间内，2015 年的上市公司数量比 2014 年有所减少，其余区间内的公司数量均比上年有所增加，总比重达到了 79.07%。可以看出 2015 年中部地区上市公司投资活动营运资金占比情况有所上升。

（二）中部地区上市公司经营活动营运资金分渠道的配置结构分析

1. 地区层面

如表 30 - 3 和图 30 - 3 所示，从渠道的角度分析中部地区经营活动营运资金总体水平，2015 年采购渠道营运资金期末余额为 - 3 725.15 亿元，比 2014 年减少 517.21 亿元；生产渠道营运资金期末余额为 1 295.27 亿元，比 2014 年减少 106.99 亿元；营销渠道营运资金期末余额为 4 969.16 亿元，比 2014 年增加 124.09 亿元。

表 30 - 3　　2014 ~ 2015 年中部地区经营活动营运资金的渠道配置结构分析

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	地区总体	- 3 207.94	- 3 725.15	1 402.26	1 295.27	4 845.07	4 969.16	3 039.39	2 539.29
	地区平均	- 8.02	- 8.66	3.51	3.01	12.11	11.56	7.60	5.91
	最大值	53.77	39.63	212.96	202.33	212.05	207.35	246.60	190.20
	中位数	- 1.99	- 1.95	0.14	0.10	5.80	5.89	3.62	3.86
	最小值	- 129.21	- 191.50	- 46.96	- 43.97	- 33.36	- 35.00	- 99.97	- 144.10
	安徽	- 528.86	- 746.60	222.79	188.95	871.42	964.19	565.36	406.54
	河南	- 684.61	- 666.87	62.03	45.93	929.18	922.79	306.60	301.84
	黑龙江	- 152.97	- 180.76	71.38	92.93	157.99	262.63	76.40	174.80
	湖北	- 533.30	- 761.31	504.39	591.28	852.78	1 120.48	823.87	950.44
	湖南	- 279.50	- 399.89	281.41	294.99	472.35	583.62	474.25	478.71
	吉林	- 220.17	- 223.64	281.05	223.76	380.47	243.01	441.35	243.13
	江西	- 226.47	- 283.75	25.47	- 18.41	514.17	356.95	313.18	54.79
	山西	- 599.99	- 462.32	- 42.66	- 124.15	629.94	515.49	- 12.71	- 70.98

续表

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
	地区总体	-105.55	-146.70	46.14	51.01	159.41	195.69	-	-
	地区平均	53.50	-540.85	89.20	106.29	-42.70	534.56	-	-
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	-6.46	-11.27	10.74	8.04	90.86	100.90	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
	安徽	-94	-183.86	39	46.48	154	237.17		
占比（%）	河南	-223	-220.93	20	15.22	303	305.72		
	黑龙江	-200	-103.41	93	53.16	207	150.24		
	湖北	-65	-80.10	61	62.21	104	117.89		
	湖南	-59	-83.53	59	61.62	100	121.91		
	吉林	-50	-91.98	64	92.03	86	99.95		
	江西	-72	-517.88	8	-33.59	164	651.48		
	山西	4 719	651.31	336	174.91	-4 955	-726.22		
样本量		400	430	400	430	400	430	400	430

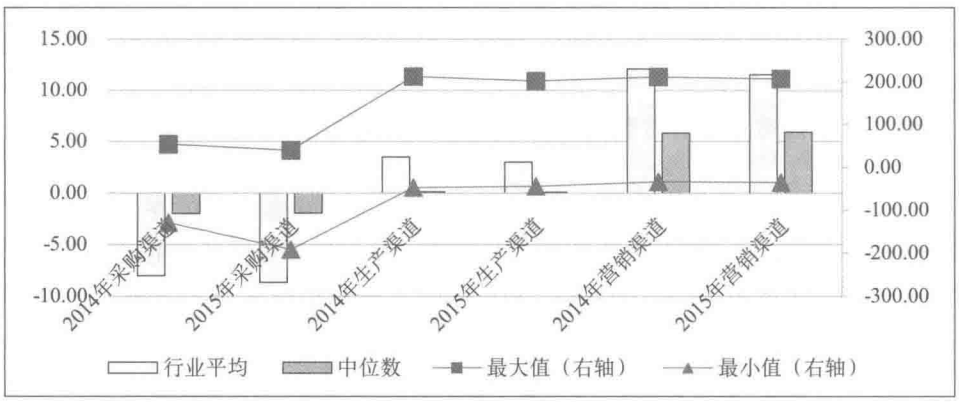


图 30-3　中部地区经营活动各渠道营运资金分布统计图

从渠道的角度分析中部地区经营活动营运资金平均水平，2015 年采购渠道营运资金地区平均值为 -8.66 亿元，比 2014 年减少 0.64 亿元；生产渠道营运资金地区平均值为 3.01 亿元，比 2014 年减少 0.50 亿元；营销渠道营运资金地区平均值为 11.56 亿元，比 2014 年减少 0.55 亿元。对比 2015 年各渠道营运资金总额，可以看出中部地区各渠道营运资金的平均占用量相比 2014 年有所减少。

从渠道的角度分析中部地区经营活动营运资金占用量的最大值和最小值，2015 年采购渠道营运资金最大值为 39.63 亿元，比 2014 年减少 14.14 亿元，最小值为 -191.50 亿元，比 2014 年减少 62.29 亿元；生产渠道营运资金最大值为 202.33 亿元，比 2014 年减少 10.63 亿元，最小值为 -43.97 亿元，比 2014 年增加 2.99 亿元；营销渠道营运资金最大值为 207.35 亿元，比 2014 年减少 4.7 亿元，最小值为 -35.00 亿元，比 2014 年减少 1.64 亿元。对比 2015 年各渠道营运资金最值，可以看出中部地区各渠道营运资金的最值与上年变动幅度不大。

从各省份渠道的角度分析中部地区经营活动营运资金分布状况，如表 30-3 所示，通过比较可以发现，黑龙江省、吉林省和江西省在 2015 年仍然保持在采购渠道营运资金总量的前三位，其中黑龙江省和江西省的总量均有所减少，而吉林省的总量比上年增加。2015 年中部地区湖北省、湖南省和吉林省在生产渠道营运资金总量仍然是前三位，其中湖北省和湖南省的总量均有所增加，而吉林省的总量

比上年减少。2015 年中部地区年营销渠道营运资金总量方面，河南省、湖北省和安徽省在 2015 年仍然保持在营销渠道营运资金总量的前三位，其中湖北省和安徽省的总量均有所增加，而河南省的总量比上年减少。总体来看，各省份采购渠道的营运资金均为负值，生产渠道除山西省和江西省是负数外其余均为正值，营销渠道各省份也均为正值。

可见，采购渠道为企业提供营运资金，中部地区上市公司营运资金主要配置在生产渠道和营销渠道。

2. 企业层面

如表 30 - 4 所示，从中部地区上市公司采购渠道营运资金占比区间统计情况来看，2015 年处于≤0 区间的上市公司数量最多，与上一年情况相同，但上市公司数量相比 2014 年增加了 42 家；2015 年区间（75%，100%］范围的上市公司数量最少，与上一年的情况相同，但上市公司数量相比 2014 年减少了 3 家。可以发现，在≤0、>100% 这几个区间内，2015 年的上市公司数量均比 2014 年有所增加，总比重达到了 76.52%，而处于（0%，25%］、（25%，50%］、（50%，75%］、（75%，100%］这几个区间内，2015 年的上市公司数量均比 2014 年有所减少。

表 30 - 4　　2014 ~ 2015 年中部地区上市公司经营活动营运资金渠道配置结构情况分段统计表　　单位：家

区间（%）	按采购渠道营运资金占比区间统计				按生产渠道营运资金占比区间统计				按营销活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	226	56.50	268	62.33	126	31.50	142	33.02	77	19.25	79	18.37
(0, 25]	59	14.75	55	12.79	136	34.00	142	33.02	21	5.25	25	5.81
(25, 50]	30	7.50	21	4.88	56	14.00	58	13.49	28	7.00	31	7.21
(50, 75]	17	4.25	16	3.72	28	7.00	23	5.35	37	9.25	29	6.74
(75, 100]	12	3.00	9	2.09	13	3.25	20	4.65	61	15.25	47	10.93
>100	56	14.00	61	14.19	41	10.25	45	10.47	176	44.00	219	50.93
总计	400	100.00	430	100.00	400	100.00	430	100.0	400	100.00	430	100.00

从中部地区上市公司生产渠道营运资金占比区间统计情况来看，2015 年区间在≤0%、（0%，25%］的上市公司数量最多，与上一年的情况相同，但上市公司数量共比 2014 年增加了 22 家；2015 年区间处于（75%，100%］范围的上市公司数量最少，与上一年的情况一致，但上市公司数量相比 2014 年增加了 7 家。可以发现，在（50%，75%］这个区间内，2015 年的上市公司数量比 2014 年有所减少，其余区间内的公司数量均比上年有所增加，总比重达到了 94.65%。

从中部地区上市公司营销渠道营运资金占比区间统计情况来看，2015 年在 >100% 区间的上市公司数量最多，与上一年的情况相同，但上市公司数量共比 2014 年增加了 43 家；2015 年区间（0%，25%］范围的上市公司数量最少，与上一年的情况一致，但上市公司数量相比 2014 年增加了 4 家。可以发现，在（50%，75%］、（75%，100%］这个区间内，2015 年的上市公司数量比 2014 年有所减少，其余区间内的公司数量均比上年有所增加，总比重达到了 82.33%。

（三）中部地区上市公司经营活动营运资金分要素的配置结构分析

1. 地区层面

如表 30 - 5 和图 30 - 4 所示，从要素角度来分析中部地区经营活动营运资金的总体分布，2015 年中部地区存货期末余额为 5 096.20 亿元，比 2014 年减少了 11.41 亿元；应收及预付款项期末余额为 6 977.82 亿元，比 2014 年增加 234.48 亿元；应付及预收款项期末余额为 9 534.74 亿元，比 2014 年增加 723.18 亿元。

表 30－5　　2014～2015 年中部地区经营活动营运资金的要素配置结构分析

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	地区总体	5 107.61	5 096.20	6 743.34	6 977.82	8 811.56	9 534.74	3 039.39	2 539.29
	地区平均	12.77	11.85	16.86	16.23	22.03	22.17	7.60	5.91
	最大值	296.87	296.85	266.72	335.91	410.42	452.27	246.60	190.20
	中位数	4.15	3.82	6.72	7.29	7.55	7.73	3.62	3.86
	最小值	0.00	0.00	0.08	0.12	0.24	0.08	－99.97	－144.10
	安徽	879.30	817.72	1 180.54	802.05	1 494.49	1 094.61	565.36	406.54
	河南	619.81	581.31	1 078.44	725.88	1 391.65	954.71	306.60	301.84
	黑龙江	263.72	303.51	263.42	241.66	450.74	284.90	76.40	174.80
	湖北	1 245.85	1 590.21	1 442.30	1 076.93	1 864.27	1 372.19	823.87	950.44
	湖南	778.76	844.92	601.77	433.51	906.28	639.26	474.25	478.71
	吉林	591.90	452.85	507.28	254.87	657.83	302.00	441.35	243.13
	江西	380.17	236.95	658.98	270.28	725.97	411.72	313.18	54.79
	山西	347.75	268.72	1 007.82	555.32	1 368.29	679.48	－12.71	－70.98
占比（%）	地区总体	168.05	200.69	221.86	274.79	289.91	375.49	－	－
	地区平均	52.04	280.39	－76.04	611.46	－124.00	791.85	－	－
	最大值	－	－	－	－	－	－	－	－
	中位数	58.30	58.14	99.27	108.03	63.74	69.41	－	－
	最小值	－	－	－	－	－	－	－	－
	安徽	1.56	2.01	2.09	1.97	2.64	2.69		
	河南	2.02	1.93	3.52	2.40	4.54	3.16		
	黑龙江	3.45	1.74	3.45	1.38	5.90	1.63		
	湖北	1.51	1.67	1.75	1.13	2.26	1.44		
	湖南	1.64	1.76	1.27	0.91	1.91	1.34		
	吉林	1.34	1.86	1.15	1.05	1.49	1.24		
	江西	1.21	4.32	2.10	4.93	2.32	7.51		
	山西	－27.35	－3.79	－79.27	－7.82	－107.63	－9.57		
样本量		400	430	400	430	400	430		

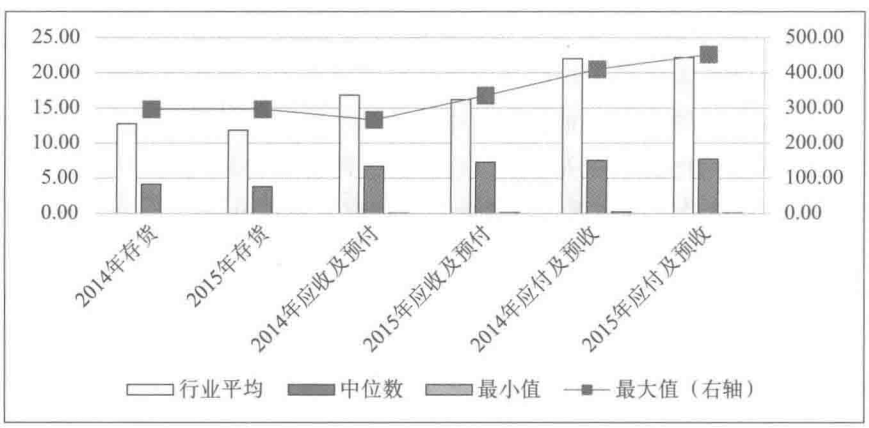


图 30－4　中部地区各要素营运资金分布统计图

从要素的角度分析中部地区经营活动营运资金平均水平，2015 年存货地区平均值为 11.85 亿元，比 2014 年减少 0.92 亿元；应收及预付款项地区平均值为 16.23 亿元，比 2014 年减少 0.63 亿元；应付及预付款项地区平均值为 22.17 亿元，比 2014 年增加 0.14 亿元。对比 2015 年各要素营运资金总额，可以看出中部地区各要素营运资金的平均占用量相比 2014 年变化不大。

从要素的角度分析中部地区经营活动营运资金占用量的最大值和最小值，2015 年存货最大值为 296.85 亿元，比 2014 年减少 0.02 亿元，最小值为 0 亿元，与 2014 年相同；应收及预付款项最大值为 335.91 亿元，比 2014 年增加 69.19 亿元，最小值为 0.12 亿元，比 2014 年增加 0.04 亿元；应付及预收款项最大值为 452.27 亿元，比 2014 年增加 41.85 亿元，最小值为 0.08 亿元，比 2014 年减少 0.16 亿元。对比 2015 年各要素营运资金最值，可以看出中部地区各要素营运资金的最值与上年变动幅度不大。

从各省份要素的角度分析中部地区经营活动营运资金分布状况，2015 年中部地区年存货总量前三位的是湖北省、湖南省、安徽省，相比 2014 年存货总量前三位的是湖北省、安徽省和湖南省，通过比较可以发现，湖北省湖南省和安徽省在 2015 年仍然保持在存货总量的前三位，其中湖北省和湖南省的总量均有所增加，而安徽省的总量比上年减少。2015 年中部地区年应收及预付款项总量前三位的是湖北省、安徽省和河南省，相比 2014 年应收及预付款项总量前三位的是湖北省、安徽省和河南省，通过比较可以发现，湖北省安徽省和河南省在 2015 年仍然保持在应收及预付款项总量的前三位，其中 3 个省份的总量均有所减少。2015 年中部地区年应付及预付款项总量前三位的是湖北省、安徽省和河南省，相比 2014 年应付及预收款项总量前三位的是湖北省、安徽省和河南省，金通过比较可以发现，这 3 个省份在 2015 年仍然保持在营销渠道营运资金总量的前三位，并且总量均比上年有所减少。

2. 企业层面

如表 30－6 所示，从中部地区上市公司存货占比区间统计情况来看，2015 年处于＞100% 区间的上市公司数量最多，与上一年情况相同，但上市公司数量相比 2014 年增加了 21 家，其次是≤0% 区间内的公司数量，与上一年情况相同，上市公司数量增加 1 家；2015 年区间（0%，25%］范围的上市公司数量最少，与上一年的情况相同，但上市公司数量相比 2014 年增加了 13 家。可以发现，在小于或等于 0%、（0%，25%］、（25%，50%］、（75%，100%］、＞100% 这几个区间内，2015 年的上市公司数量均比 2014 年有所增加，总比重达到了 86.51%，而（50%，75%］区间内，2015 年的上市公司数量均比 2014 年有所减少。

表 30－6　　2014～2015 年中部地区上市公司经营活动营运资金要素配置结构情况分段统计表　　单位：家

区间（%）	按存货占比区间统计				按应收及预付款项占比区间统计				按应付及预收款项占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	94	23.50	95	22.09	94	23.50	93	21.63	94	23.50	93	21.63
（0，25］	23	5.75	36	8.37	8	2.00	6	1.40	29	7.25	27	6.28
（25，50］	64	16.00	70	16.28	14	3.50	9	2.09	45	11.25	60	13.95
（50，75］	71	17.75	58	13.49	32	8.00	34	7.91	52	13.00	46	10.70
（75，100］	46	11.50	48	11.16	53	13.25	43	10.00	35	8.75	35	8.14
＞100	102	25.50	123	28.60	199	49.75	245	56.98	145	36.25	169	39.30
总计	400	100.00	430	100.00	400	100.00	430	100.00	400	100.00	430	100.00

从中部地区上市公司应收及预付款项占比区间统计情况来看，2015 年处于＞100% 的区间的上市公司数量最多，与上一年的情况相同，但上市公司数量共比 2014 年增加了 46 家；2015 年区间（0%，25%］范围的上市公司数量最少，与上一年的情况一致，但上市公司数量相比 2014 年减少了 2 家。可以发现，在≤0%、（0%，25%］（25%，50%］、（75%，100%］这个区间内，2015 年的上市公司数

量比 2014 年有所减少，比重达到了 35.12%，其余区间内的公司数量均比上年有所增加。

从中部地区上市公司应付及预收款项占比区间统计情况来看，2015 年区间大于 100% 的上市公司数量最多，与上一年的情况相同，但上市公司数量共比 2014 年增加了 24 家；2015 年区间（0%，25%］范围的上市公司数量最少，与上一年的情况一致，但上市公司数量相比 2014 年减少了 2 家。可以发现，在小于或等于 0%、(0%，25%］、(50%，75%］这几个区间内，2015 年的上市公司数量比 2014 年有所减少，其余区间内的公司数量均比上年有所增加，总比重达到了 38.61%。

从中部地区上市公司存货占比变化幅度的统计数据来看，变化幅度［-30%，-10%）的上市公司数量最多，比重为 14.92%，其次为［-100%，-50%）区间内公司数量，比重为 14.45%，然后是［-10%，+10%］区间内 58 家上市公司，比重为 13.52%。从中部地区上市公司应收及预付款项占比变化幅度的统计数据来看，变化幅度［-10%，+10%］区间的上市公司数量最多，比重为 21.50%，其次是［-30%，-10%）区间内公司数量，比重为 16.12%。从中部地区上市公司应付及预收款项占比变化幅度的统计数据来看，变化幅度［-10%，+10%］的上市公司数量最多，比重为 16.98%，其次为［-100%，-50%）区间内公司数量，比重为 13.95%。可以看出，中部地区 2015 年存货占比变化幅度比较大，而应收及预付款项和应付及预收款项占比变化幅度相对来说较小。

四、中部地区上市公司营运资金管理绩效分析

（一）中部地区上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额分析

通过表 30-7 可以看出，2015 年的中部地区企业的经营活动营运资金节约额为 111.89 亿元，即中部地区企业实现了经营活动营运资金的节约，经营活动营运资金管理水平略有上升。而与 2014 年中部地区总体经营活动营运资金占用水平相比，从平均值、最小值和中位数来说都没有明显的变化。最大值变化较大，由 2014 年的 4.86 亿元上升为 5.69 亿元，地区总体占用水平为 0.11，比 2014 年的 0.11 增加了 0.01；地区平均占用水平为 0.33，比 2014 年的 0.31 增加了 0.02。

表 30-7　　2014~2015 年中部地区上市公司经营活动营运资金　　单位：亿元

项　目	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约额（亿元）
	2014 年	2015 年	
行业总体	0.12	0.11	111.89
行业平均	0.31	0.33	—
最大值	4.86	5.69	—
中位数	0.23	0.25	—
最小值	-3.97	-3.98	—
样本量	400	430	—

（二）中部地区上市公司分渠道的营运资金管理绩效分析

1. 地区层面

（1）采购渠道营运资金周转期分析

如表 30-8 所示，从中部地区采购渠道营运资金周转期整体来看，2015 年周转期为 -53.5 天，比 2014 年缩短 14.1 天，说明 2014~2015 年周转率有所上升，采购渠道营运资金管理绩效总体上呈改善趋势。从各省份采购渠道营运资金周转期来看，2015 年周转期较短的前三个省份分别是山西省、河南省、安徽省，周转期分别为 -77.04 天、-60.22 天、-57.66 天，相比而言，2014 年周转期较短的前三个省份分别是河南省、吉林省、山西省，其周转期分别为 -59.49 天、-57.03 天、-50.71 天，其中山西省和河南省均比 2014 年有所缩短，而吉林省采购渠道营运资金周转期比 2014 年有所延长，安徽省周转期缩短 22.14 天。总体来看，中部地区绝大多数省份的采购渠道营运资金周转期都有所缩短，而黑龙江省和吉林省的周转期有所延长。分析其原因，2015 年黑龙江省仍然处于适应经济发展新常态过程中，面临着省内原油减产、石油价格大幅下跌、煤价持续下降和玉米临储价格下调以及天然林商

业性采伐全面停止等，对经济增长产生的严峻挑战；吉林省在 2015 年面临着老工业基地深层次体制机制和结构性矛盾，现代服务业及民营经济发展相对滞后，支柱产业创新转型不快和新兴产业接续能力不强等。这些原因可能对采购渠道营运自己周转效率产生了不利影响。中部地区 2011～2015 年采购渠道营运资金周转期一直为负数并呈现逐年缩短的趋势，说明通过采购渠道占用其他单位和个人的营运资金来为上市公司提供营运资金，且 2011～2015 年购渠道营运资金的管理效率逐步提升（见表 30－9 和图 30－5）。

表 30－8　　2014～2015 年中部地区各渠道营运资金周转期　　单元：天

项目	采购渠道营运资金周转期		生产渠道营运资金周转期		营销渠道营运资金周转期		经营活动营运资金周转期（按渠道）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
安徽	－35.52	－57.66	13.44	26.88	60.50	118.21	38.43	87.43
河南	－59.49	－60.22	4.41	14.39	88.98	162.76	33.90	116.93
黑龙江	－46.41	－46.45	32.12	34.13	65.80	128.42	51.51	116.10
湖北	－33.03	－48.05	35.76	52.17	57.12	119.89	59.85	124.00
湖南	－36.37	－54.39	35.52	95.45	66.93	133.68	66.08	174.73
吉林	－57.03	－47.72	78.16	99.24	81.60	144.01	102.73	195.53
江西	－19.26	－47.07	2.22	7.83	44.03	132.35	26.99	93.11
山西	－50.71	－77.04	－8.87	1.40	61.78	116.09	2.20	40.45
地区整体	－39.4	－53.5	17.6	20.4	63.9	73.4	42.1	40.3

表 30－9　　2011～2015 年中部地区营运资金周转期　　单位：天

项　　目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
经营活动营运资金（按渠道）周转期	32	35.4	37.4	42.1	40.3
采购渠道营运资金周转期	－20	－29.7	－31.7	－39.4	－53.5
生产渠道营运资金周转期	11	13.3	14.1	17.6	20.4
营销渠道营运资金周转期	41	51.8	54.9	63.9	73.4

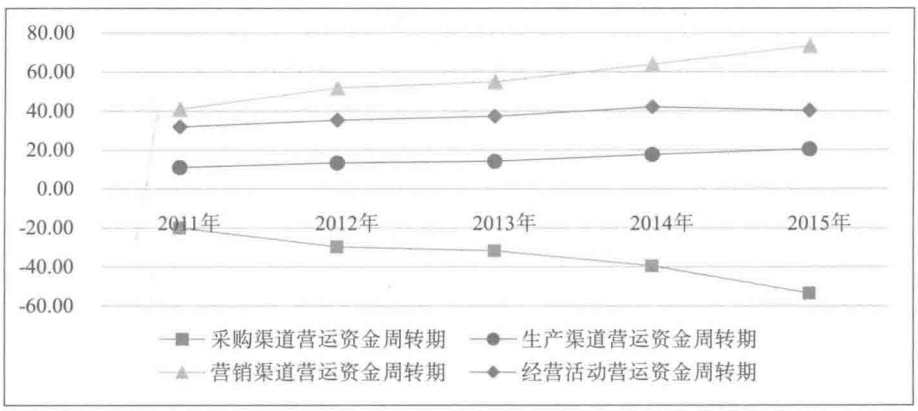


图 30－5　2011～2015 年中部地区各渠道营运资金周转期变化

（2）生产渠道营运资金周转期分析

如表 30－8 所示，从中部地区生产渠道营运资金周转期整体来看，2015 年周转期为 20.4 天，比 2014 年延长 2.8 天，说明 2014～2015 年周转率有所下降，生产渠道营运资金管理绩效总体上呈下降趋势。从各省份生产渠道营运资金周转期来看，2015 年周转期较短的前三个省份分别是山西省、江西省

和河南省，周转期分别为1.40天、7.83天、14.39天，相比而言，2014年周转期较短的前三个省份也分别是山西省、江西省和河南省，其周转期分别为-8.87天、2.22天、4.41天，三个省份分别比2013年延长了10.27天、5.61天和9.98天，剩余5个省份的周转期也均有延长。总体看来，中部地区所有省份的生产渠道营运资金周转期都有所延长，生产渠道营运资金的管理效率也有所下降。分析其原因，由表30-16中数据可知，中部地区各省份的存货周转期均有不同程度的延长，意味着中部地区的产成品占用了更多的营运资金，使得生产渠道的营运资金有所减少；另外，中部地区上市公司的生产技术与东部经济发达地区相比仍然存在一定的差距，对生产渠道的效率也会有一定的影响。中部地区2011~2015年生产渠道营运资金周转期呈现逐年延长的趋势，说明上市公司生产渠道营运资金的管理效率逐年下降。一方面是上市公司转型不到位，生产技术相对落后；另一方面是存货周转期持续延长，造成资金占用和产品积压。

（3）营销渠道营运资金周转期分析

如表30-8所示，从中部地区营销渠道营运资金周转期整体来看，2015年周转期为73.4天，比2014年延长9.5天，说明2014~2015年周转率有所下降，营销渠道营运资金管理绩效总体上呈下降趋势。从各省份营销渠道营运资金周转期来看，2015年周转期较短的前三个省份分别是山西省、安徽省、湖北省，周转期分别为116.09天、118.21天、119.89天，相比而言，2014年周转期较短的前三个省份分别是江西省、湖北省和安徽省，其周转期分别为44.03天、57.12天、60.50天，其中湖北省和安徽省分别比上年延长了62.77天、57.71天，山西省比上年延长54.31天，剩余五个省份的周转期也均有延长。总体看来，中部地区所有省份的营销渠道营运资金周转期都有所延长，营销渠道营运资金的管理效率也有所下降。分析其原因，由表30-16中数据可知，中部地区整体的存货周转期和应收账款周转期均有不同程度的延长，表示产成品积压，货款回收比较困难，使得营销渠道周转期延长。中部地区2011~2015年营销渠道营运资金周转期呈现逐年延长的趋势，说明上市公司营销渠道营运资金的管理效率逐年下降。

2. 企业层面

（1）采购渠道营运资金周转期分析

对中部地区采购渠道营运资金周转期变化统计，如表30-10所示，2015年中部地区上市公司中有220家周转期缩短，占比57.89%；有73家周转期基本不变，占比19.21%；有87家周转期延长，占比22.89%。绝大多数企业的周转期呈现缩短或者基本不变的态势，说明大多数上市公司采购渠道营运资金周转情况得以改善或者基本保持稳定。

表30-10　　2014~2015年中部地区各渠道营运资金管理绩效变化统计表

项目		采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短（家）	220	170	88	145
	缩短占比（%）	57.89	44.74	23.16	38.16
	基本不变（家）	73	61	96	84
	基本不变占比（%）	19.21	16.05	25.26	22.11
	延长（家）	87	149	196	151
	延长占比（%）	22.89	39.21	51.58	39.74
可比样本总数		380			

（2）生产渠道营运资金周转期分析

对中部地区生产渠道营运资金周转期变化统计，如表30-10所示，2015年中部地区上市公司中有170家周转期缩短，占比44.74%；有61家周转期基本不变，占比16.05%；有149家周转期延长，占比39.21%。从公司数量上来看，中部地区大多数上市公司的生产渠道营运资金管理状况有所改善或

基本保持稳定，但结合 30 - 13 中的数据可知，地区整体的生产渠道营运资金周转效率有所下降，说明中部地区上市公司仍然在生产渠道营运资金管理方面有待提高，结合各省份在 2015 年的实际发展情况和政策优势加以改善。

（3）营销渠道营运资金周转期分析

对中部地区营销渠道营运资金周转期变化统计，如表 30 - 10 所示，2015 年中部地区上市公司中有 88 家周转期缩短，占比 23.16%；有 96 家周转期基本不变，占比 25.26%；有 196 家周转期延长，占比 51.58%。绝大多数企业的周转期呈现出延长的态势，说明大多数上市公司营销渠道营运资金周转情况有所恶化。上市公司存货周转期延长、生产渠道营运资金周转期延长、应收账款周转期延长反映出存货积压、生产能力降低和应收账款回收不及时等问题，进一步反映出上市公司的销售状况不太乐观，“去库存”压力仍然较大，市场需求不活跃等问题。这些情况的出现不利于企业的健康发展，企业应当加强营销渠道营运资金的管理。

（三）中部地区上市公司分要素的营运资金管理绩效分析

1. 地区层面

（1）存货周转期分析

如表 30 - 11 所示，从中部地区存货营运资金周转期整体来看，2015 年周转期为 80.4 天，比 2014 年延长 9.7 天，说明 2014 ~ 2015 年周转率有所下降，存货营运资金管理绩效总体上呈恶化趋势。从各省份存货营运资金周转期来看，2015 年周转期较短的前三个省份分别是山西省、江西省和安徽省，周转期分别为 65.03 天、85.12 天、94.94 天，相比而言，2014 年周转期较短的前三个省份分别是江西省、山西省和安徽省，其周转期分别为 35.90 天、35.69 天、58.73 天，三个省份周转期比上年均有所延长，其余省份也是如此。总体看来，中部地区所有省份的存货营运资金周转效率均有所恶化。分析其原因，中部地区的自然资源丰富，产业模式相对落后，创新能力亟待提高，产品竞争力不高，一定程度上造成产品积压，存货周转期延长。中部地区 2011 ~ 2015 年 5 年间，存货周转期总体延长，表明企业对于存货的管理力度和管理效率有所下降，说明企业并没有完全消除金融危机的影响（见表 30 - 12 和图 30 - 6）。

表 30 - 11　　2014 ~ 2015 年中部地区各要素周转期　　单位：天

项目	存货周转期		应收账款周转期		应付账款周转期		经营活动营运资金周转期（按要素）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
安徽	58.73	94.94	85.02	100.03	105.33	92.82	38.43	102.14
河南	64.13	96.83	105.17	125.00	135.41	102.66	23.90	119.16
黑龙江	113.22	113.83	113.49	106.44	175.20	91.71	51.51	128.57
湖北	93.03	147.61	106.13	113.96	139.31	97.50	59.85	164.07
湖南	107.51	140.56	86.25	100.97	127.68	95.96	66.08	145.56
吉林	151.43	212.15	130.39	103.42	179.10	95.20	102.73	220.37
江西	35.69	85.12	57.56	108.04	66.27	82.01	26.99	111.15
山西	35.90	65.03	99.32	108.22	133.03	120.98	2.20	52.26
地区整体	70.7	80.4	60.6	68.0	73.9	88.6	57.4	59.7

表 30 - 12　　2011 ~ 2015 年中部地区各要素周转期　　单位：天

项　目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
现金周转期	48	35.4	37.39	57.4	59.7
存货周转期	61	66.4	66.84	70.7	80.4
应收账款周转期	43	82.9	85.64	60.6	68.0
应付账款周转期	56	113.9	115.09	73.9	88.6

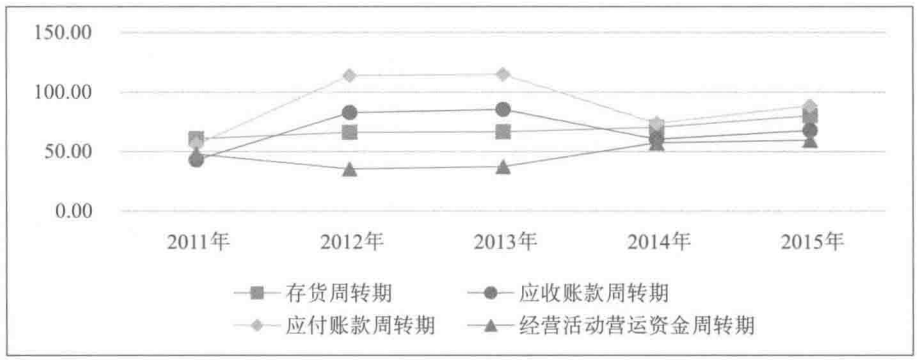


图 30－6　2011～2015 年中部地区各要素营运资金周转期变化

（2）应收账款周转期分析

如表 30－11 所示，从中部地区应收账款营运资金周转期整体来看，2015 年周转期为 68 天，比 2014 年延长了 7.4 天，说明 2014～2015 年周转率有所下降，应收账款营运资金管理绩效总体上呈恶化趋势。从各省份应收账款营运资金周转期来看，2015 年周转期较短的前三个省份分别是安徽省、湖南省和吉林省，周转期分别为 100.03 天、100.97 天、103.42 天，相比而言，2014 年周转期较短的前三个省份分别是江西省、安徽省和湖南省，其周转期分别为 57.56 天、85.023 天、86.25 天。安徽省、湖南省分别比上年延长 15.01 天、14.72 天，吉林省比上年缩短了 26.97 天。另外黑龙江省比上年缩短了 7.05 天，其余省份均比上年有所延长。总体看来，中部地区绝大多数省份的应收账款营运资金周转期都有所延长，仅黑龙江省和吉林省的周转期有所缩短。分析其原因，从采购渠道营运资金为负值可以看出，大多数上市公司通过采购渠道利用其他单位和个人的营运资金为本单位提供营运资金，同时经济不景气而使得上市公司客户的偿还应付账款的能力下降，导致上市公司应收账款周转期延长。在 2011～2015 年应收账款周转期先延长后缩短。2012 年相对于 2011 年，应收账款周转期延长了 92.79%，由于受到经济下行周期导致的企业生产销售下降以及银行贷款增速减缓的影响，各个企业的营运资金都很紧张，导致应收账款的回收速度变慢，同时为了尽可能扩大销售，企业也不得不延长应收账款的信用期限，以致应收账款周转缓慢，周转期延长，因此 2012 年应收账款的管理效率出现显著下降，并且 2013～2015 年应收账款周转期有所下降，说明应收账款的管理效率得到了提高，金融危机的影响有所减弱。

（3）应付账款周转期分析

从中部地区应付账款营运资金周转期整体来看，如表 30－11 所示，2015 年周转期为 88.6 天，比 2014 年延长 14.7 天，说明 2014～2015 年周转率有所下降，应付账款营运资金管理绩效总体上呈恶化趋势。从各省份应付账款营运资金周转期来看，2015 年周转期较短的前三个省份分别是江西省、黑龙江省和安徽省，周转期分别为 82.01 天、91.71 天、92.82 天，相比而言，2014 年周转期较短的前三个省份分别是江西省、安徽省和湖南省，其周转期分别为 66.27 天、105.33 天、127.68 天。其中江西省的应付账款周转期有所延长，其他省份均有所缩短。总体看来，中部地区绝大多数省份的应付账款营运资金周转期都有所延长。说明上市公司可以更多地占用供应商货款来补充营运资本而无需向银行短期借款。2011～2015 年中部地区各省份应付账款周转期先增加后降低然后又增加，说明 2012～2013 年间企业应付账款的偿还速度减慢，应付账款的管理效率提高。然而，2014 年的应付账款周转期相较于 2013 年却有明显的变化，缩短了，这说明在经济低迷的大环境下，企业的应付账款偿还速度普遍变快，应付账款的管理效率降低；在 2014～2015 年应付账款偿还期都有增加，说明企业应付账款还款速度下降，应付账款的管理效率提高。

2. 企业层面

（1）存货周转期分析

如表 30－13 所示，对中部地区存货营运资金周转期变化统计，2015 年中部地区上市公司中有 92

家周转期缩短，占比 24.21%；有 134 家周转期基本不变，占比 35.26%；有 154 家周转期延长，占比 40.53%。绝大多数企业的周转期呈现延长或者基本不变的态势，说明大多数上市公司存货营运资金周转情况基本不变或恶化。

表 30－13　　2014～2015 年中部地区经营活动营运资金各要素管理绩效变化统计表

项目		存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
周转期变化统计	缩短（家）	92	81	84	131
	缩短占比（%）	24.21	21.32	22.11	34.47
	基本不变（家）	134	117	106	89
	基本不变占比（%）	35.26	30.79	27.89	23.42
	延长（家）	154	182	190	160
	延长占比（%）	40.53	47.89	50.00	42.11
可比样本总数		380			

注：上表中除了百分比之外的数字单位为：家。

（2）应收账款周转期分析

如表 30－13 所示，对中部地区应收账款营运资金周转期变化统计，2015 年中部地区上市公司中有 81 家周转期缩短，占比 21.32%；有 117 家周转期基本不变，占比 30.79%；有 182 家周转期延长，占比 47.89%。绝大多数企业的周转期呈现延长或者基本不变的态势，说明大多数上市公司应收账款营运资金周转情况恶化或基本保持稳定。

（3）应付账款周转期

如表 30－13 所示，对中部地区应付账款营运资金周转期变化统计，2015 年中部地区上市公司中有 131 家周转期缩短，占比 34.47%；有 89 家周转期基本不变，占比 23.42%；有 160 家周转期延长，占比 42.11%。过半企业的周转期呈现延长或者基本不变的态势，说明大多数上市公司应付账款营运资金周转情况得以改善或者基本保持稳定。

五、2015 年中部地区上市公司资金回报分析

2014～2015 年中部地区资金回报率统计，如表 30－14 所示。

表 30－14　　2014～2015 年中部地区资金回报率统计分析表

项目	总资金回报率（%）		经营活动资金回报率（%）		投资活动资金回报率（%）		金融经营活动资金回报率（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
地区总体	7.49	5.43	7.95	5.72	5.98	4.42	－121.06	266.57
地区平均	5.69	5.95	9.34	11.61	4.69	5.27	－15.76	4.02
最大值	32.97	53.49	249.95	864.52	280.58	605.17	55.22	115.61
中位数	5.97	6.32	7.50	7.27	0.54	0.75	13.61	0.00
最小值	－45.63	－170.14	－188.47	－121.46	－10.63	－95.53	－319.74	－140.46
样本量	400	430	400	430	400	430	19	24
安徽省	7.59	5.45	6.68	5.82	10.44	4.08	－2.24	－36.11
河南省	7.58	4.94	8.74	5.51	3.84	3.01	22.37	10.85
黑龙江省	7.25	6.47	6.33	6.19	8.98	7.00	98.65	24.89
湖北省	8.02	5.72	8.67	6.32	5.54	3.64	38.98	－104.00
湖南省	6.01	4.15	7.07	4.43	1.89	2.96	－28.69	－25.72
吉林省	6.81	6.83	6.51	4.66	7.48	11.80	35.08	24.48
江西省	7.56	7.51	9.34	9.79	4.19	3.21	22.95	0.00
山西省	7.94	4.80	8.67	5.05	5.04	3.75	0.00	0.00

从资金回报率的地区总体水平来看，2015 年的总资金回报率为 5.43%，与 2014 年相比，下降接近 2 个百分点，表明中部地区总体资金回报水平有小幅下降的趋势。就经营活动和投资活动资金回报率而言，其变动趋势与总资金回报率相似，呈现些许下降；但是 2015 年的金融经营活动资金回报率为 266.57%，与 2014 年的 -121.06% 相比，上升幅度很大，转负为正，表明中部地区上市公司金融经营活动资金回报率有大幅上升趋势，金融经营活动的发展前景良好。

从资金回报率的地区平均水平来看，与 2014 年相比，2015 年的总资金回报率为 5.95%，呈现一定程度的上升趋势。就经营活动、投资活动和金融经营活动资金回报率而言，相较 2014 年都有所增长，表明中部地区营业活动的资金回报率水平有上升的趋势。

从最大值和最小值来看，2015 年较 2014 年，总资金回报率的最大值有所上升，最小值大幅下降，表明中部地区总体资金回报率有一定幅度的波动趋势。就经营活动和金融经营活动资金回报率而言，最大值和最小值都大幅增加；投资活动资金回报率最大值大幅增加，而最小值大幅下降，主要原因是外部市场经济环境呈现一定的波动性，对企业营业活动的资金回报水平产生影响。因此，从总体上来说，中部地区总资金回报率水平适中，经营活动资金回报率水平较高，金融经营活动资金回报率水平增幅较大。

对 2015 年各省份的总资金回报率进行分析，与 2014 年总体对比，各省份该指标变化趋势不一。其中江西省该指标最大，为 7.51%；湖南省该指标最小，为 4.15%。与 2014 年相比，除吉林省以外，其他省份都有不同幅度的下降，山西省额下降幅度最大，达到 39.57%，这与总体水平的下降趋势相吻合。而 2015 年各省份的经营活动资金回报率也呈现出类似的变动趋势。

对 2015 年各省份的投资活动资金回报率进行分析，与 2014 年总体对比，各省份该指标变化趋势不一。其中吉林省该指标最大，为 11.80%；湖南省该指标最小，为 2.96%。与 2014 年相比，安徽省投资活动资金回报率显著下降，下降幅度达到 60.94%；湖南省和吉林省该指标有所上升，上升幅度均超过 50%，说明投资活动受到经济状况变动的冲击较大。

对 2015 年各省份的金融经营活动资金回报率进行分析，与 2014 年总体对比，安徽省金融经营活动资金回报率显著上升，上升幅度高达 1 514.12%，说明该省开展金融经营活动的市场环境良好；于此形成鲜明对比，湖北省该指标的下降幅度达到 366.77%。

如图 30 -7、图 30 -8、图 30 -9、图 30 -10 所示，从上述资金占用与资金报酬率散点图可以看出，2015 年中部地区上市企业的总资金占用规模比较大，基本分布在区间［1 亿元，1 000 亿元］上，总资金报酬率基本分布在区间［-0.5，0.5］上；经营活动资金占用大部分分布在区间［0 100 亿元］上，但是也有少数企业资金占用规模达到 600 亿元以上，而经营活动资金报酬率基本分布在区间［-1，1］上；投资活动资金占用大部分分布在区间［1 亿元，100 亿元］上，投资活动资金报酬率基本分布在区间［0，1］上；金融经营活动资金占用分布较为零散，大部分分布在区间［1 亿元，10 亿元］上，而金融经营活动资金报酬率基本分布在区间［0，0.5］上。由此可以看出，中部地区上市公司资金占用与资金报酬率水平都比较稳定。

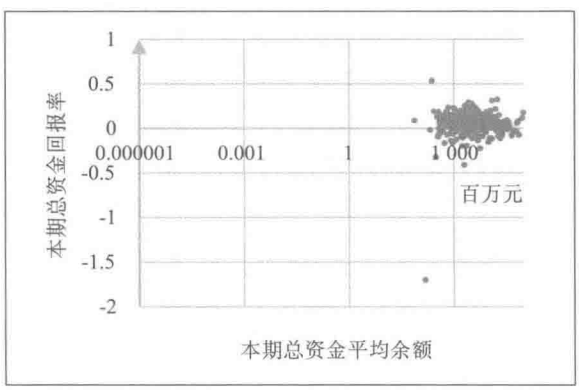


图 30 -7　2015 年中部地区总资金占用与总资金报酬率散点图

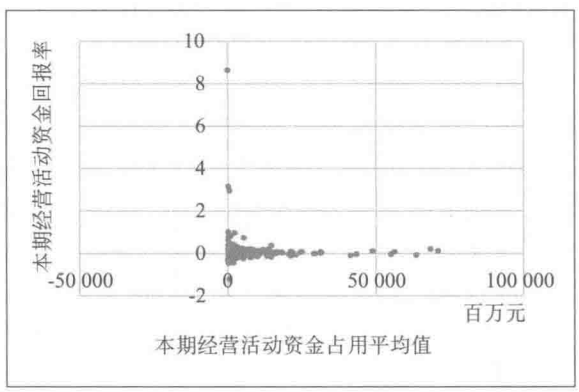


图 30 -8　2015 年中部地区经营活动资金占用与经营活动资金报酬率散点图

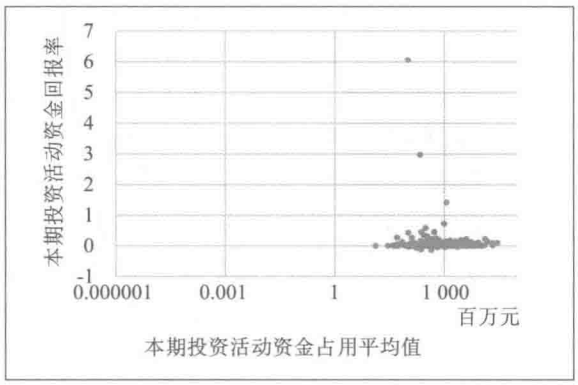


图 30－9　2015 年中部地区投资活动资金占用与投资活动资金报酬率散点图

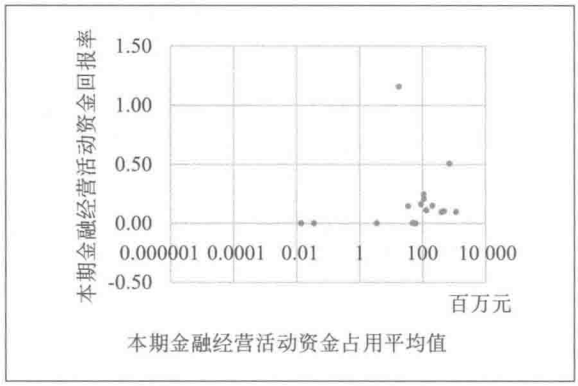


图 30－10　2015 年中部地区金融经营活动资金占用与金融经营活动资金报酬率散点图

六、2015 年中部地区上市公司融资结构与财务风险分析

（一）总资金融资结构与长期财务风险分析

1. 地区层面

借入资金与自有资金占比分别是指企业借入资金与自有资金为企业总资金提供的资金数量。一般来说，前者比例越高，表明借入资金为企业总资金提供的资金比例越高，相应的财务风险也就越大，在营运资金报告中的中部地区分析中，加入该考核指标，并将 2014 年年末与 2015 年年末的值进行对比，能在很大程度上反映中部地区企业总资金的来源情况。

从 2014～2015 年中部地区总资金融资结构与财务杠杆统计分析表（如表 30－15 所示）中可以看出，较 2014 年借入资金、自有资金占比和财务杠杆而言，2015 年中部地区借入资金占比的地区总体和平均水平都轻微有所下降，而自有资金占比则都有轻微上升，并且财务杠杆显著增加；从最大值和最小值来看，也表现出相同的情况，这表明在中部地区上市公司的总资金融资结构中，借入资金占比有一定的下降趋势，自有资金占比有上升趋势（如图 30－11 所示），但是企业通过债务融资的比例显著增加，增大了企业面临的财务风险。

表 30－15　　2014～2015 年中部地区总资金融资结构与财务杠杆统计分析表

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
地区总体	41.84	41.33	58.16	58.67	1.38	1.60
地区平均	28.54	26.12	71.46	73.88	1.34	6.64
最大值	109.87	95.05	99.97	139.04	50.56	2 402.77
中位数	23.58	21.67	71.00	74.96	1.16	1.05
最小值	0.00	－2.16	－40.71	0.59	－168.10	－214.29
样本量	400	430	400	430	400	430
安徽省	35.14	33.37	65.36	66.63	1.27	1.37
河南省	40.32	42.89	59.68	57.11	1.42	1.74
黑龙江省	32.64	33.58	67.36	66.42	1.40	1.32
湖北省	45.19	45.24	54.81	54.76	1.40	1.62
湖南省	47.91	43.16	52.09	56.84	1.57	2.26
吉林省	48.29	38.64	51.71	61.36	1.48	1.45
江西省	37.31	34.69	62.69	65.31	1.20	1.24
山西省	44.23	47.67	55.77	52.33	1.42	2.09

图 30－11　2014～2015 年中部地区上市公司总资金融资结构

对 2015 年各省份的借入资金占比进行分析，如表 30－15、图 30－11 所示，与 2014 年总体对比，各省份该指标变化趋势不一。其中山西省该指标最大，为 47.67%，安徽省该指标最小，为 33.37%。与 2014 年相比，吉林省借入资金占比显著下降，下降幅度达到 19.99%，说明该省财务风险显著下降。山西省该指标有所上升，短期金融负债比达到 47.67%，说明财务风险显著增加。

对 2015 年各省份的财务杠杆进行分析，如表 30－15、图 30－12 所示，与 2014 年总体对比，各省份该指标变化趋势不一。其中湖南省该指标最大，为 2.26，江西省该指标最小，为 1.24。与 2014 年相比，黑龙江省财务杠杆系数有所下降，下降幅度达到 5.59%，说明该省债务融资比例下降。山西省该指标显著上升，上升幅度达到 47.13%，说明其债务融资比例显著增加，从而增大了财务风险。

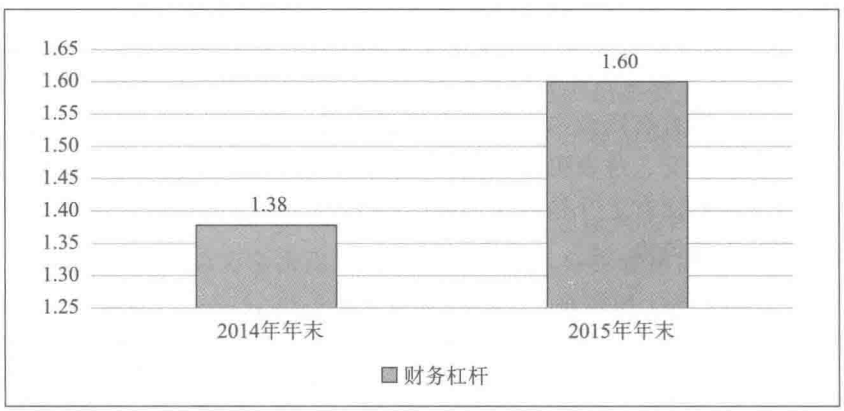


图 30－12　2014～2015 年中部地区上市公司财务杠杆

2. 企业层面

2014～2015 年中部地区总资金融资结构分段统计情况，如表 30－16 所示。

表 30－16　　2014～2015 年中部地区总资金融资结构分段统计表

比例区间（%）	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	24	6.00	42	9.77	2	0.50	0	0.00
(0，25]	181	45.25	195	45.35	12	3.00	16	3.72
(25，50]	117	29.25	114	26.51	73	18.25	74	17.21
(50，75]	67	16.75	66	15.35	131	32.75	128	29.77
(75，100]	10	2.50	13	3.02	182	45.50	211	49.07
>100	1	0.25	0	0.00	0	0.00	1	0.23
总计	400	100	430	100	400	100	430	100

从 2014 ~ 2015 年中部地区总资金融资结构分段统计表中分析得知，2015 年与 2014 年相比，借入资金占比指标值≤0 的公司数目有了较大比例的增加，分别为 24 家和 42 家，相对应企业的借入资金为 0 或者总资金为负；在（0，25%］这个区间内公司数目最多，但是变化不大，这些企业的财务风险相对较小；在区间（25%，50%］和（50%，75%］的公司数目较多，且变化不大；借入资金占比大于 100% 的公司数目由 2014 年的 1 家下降至 2015 年的 0 家，相对应企业的借入资金涵盖所有营运资金的来源，风险较大。总体来看，借入资金占比小于 50% 的企业有 351 家，占可比样本企业的 81.63%，相比 2014 年有所增加，这表明虽然有小部分企业面临较高的融资风险，但是大部分企业的借入资金占比比较低，财务风险较小。

从借入资金占比与净资产散点图（见图 30 - 13）分析看出，中部地区上市企业的净资产基本分布在区间［0 亿元，200 亿元］上，较为集中；但是借入资金占比分布在区间［0，0.6］上的企业较多，少部分企业分布在区间［0.6，0.8］上。由此可知，中部地区上市企业所拥有的净资金差异不大，借入资金占比差异较大。

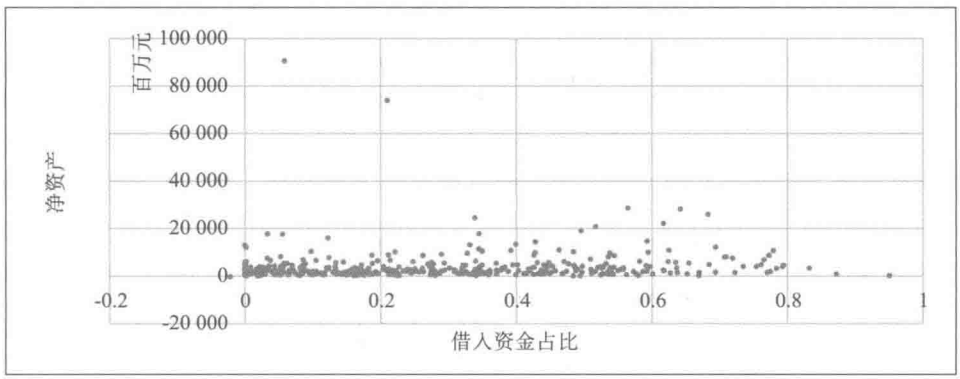


图 30 - 13　2015 年中部地区上市公司借入资金占比与净资产散点图

从 2014 ~ 2015 年中部地区财务杠杆分段统计表（见表 30 - 17）中分析得知，2015 年与 2014 年相比，财务杠杆在区间［1，1.5）的公司数目变化不大，分别为 158 家和 160 家，均占上市企业总数的 1/3 以上；在区间［1.5，2）和［2，3）上的公司数目相对较少，且比 2014 年有所下降；财务杠杆≥3 的公司数目较少，且比 2014 年有所下降；这表明中部地区大部分上市企业的财务杠杆系数较低，面临的财务风险较小，虽然有小部分企业财务杠杆较大，但是与 2014 年相比较，呈下降趋势，面临较高财务风险的企业数目在减少。从上市公司财务杠杆与净资产散点图可以看出（见图 30 - 14），中部地区大部分上市企业的净资产和财务杠杆分布较为集中。

表 30 - 17　　2014 ~ 2015 年中部地区财务杠杆分段统计表

比例区间	财务杠杆			
	2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）
［1，1.5）	158	39.50	160	37.21
［1.5，2）	49	12.25	36	8.37
［2，3）	27	6.75	25	5.81
≥3	42	10.50	34	7.91
总计	400	100	430	100

（二）营运资金融资结构与短期财务风险分析

1. 地区层面

短期金融负债与营运资本占比分别指的是短期金融负债及营运资本为营运资金提供的资金数量，

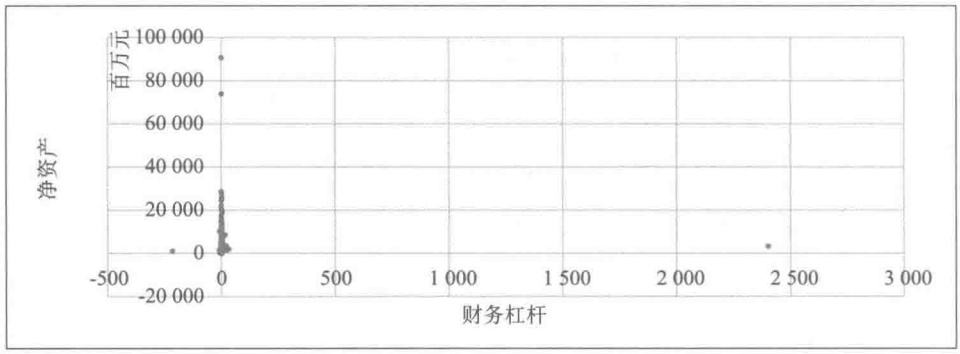


图 30－14　2015 年中部地区上市公司财务杠杆与净资产散点图

存在下列关系：短期金融性负债占比＋营运资本占比＝1。因此，前者比例越高，表明短期金融性负债为营运资金提供的资金比例越高，相应的财务风险也就越大，在营运资金报告中，加入该考核指标，并将 2015 年期初值作为 2014 年期末值，也能在很大程度上反映营运资金的来源情况。

由表 30－18 和图 30－15 可知，较 2014 年短期金融性负债占比而言，2015 年中部总体该指标有一定程度的降低，营运资本占比有一定程度的增加。中部整体短期金融性负债占比的最大值比去年下降幅度非常大，而最小值则变动不大。但是从企业占比的平均值来看，短期性金融负债占比下降显著，减少了 24.91 个百分比，说明存在很多企业短期性金融负债占比下降，降低了企业面临的财务风险。

表 30－18　　2014～2015 年中部地区营运资金融资结构统计分析表　　单位：%

项目	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
地区总体	80.72	80.55	19.28	19.45
地区平均	66.56	49.98	33.44	50.02
最大值	5 644.87	2 564.60	4 582.65	4 359.49
中位数	29.89	25.32	70.11	74.68
最小值	－4 482.65	－4 259.49	－5 544.87	－2 464.60
样本量	400	430	400	430
安徽省	63.95	66.24	36.05	33.76
河南省	73.80	85.23	26.20	14.77
黑龙江省	55.95	67.68	44.05	32.32
湖北省	87.77	69.96	12.23	30.04
湖南省	84.31	77.92	15.69	22.08
吉林省	77.91	81.37	22.09	18.63
江西省	55.61	60.09	44.39	39.91
山西省	164.70	181.74	－64.70	－81.74

图 30－15　2014～2015 年中部地区营运资金融资结构

对 2015 年各省份的短期金融性负债占比进行分析，如表 30 - 18 所示，与去年总体对比，各省份该指标变化趋势不一。其中山西省该指标最大，为 181.74%；江西省该指标最小，为 60.09%。与 2014 年相比，湖北省短期金融性负债比显著下降，下降幅度达到 20.30%，说明该省财务风险显著下降。黑龙江省该指标有所上升，短期金融负债比达到 20.97%，说明财务风险显著增加。

2. 企业层面

2014 ~ 2015 年中部地区一营运资金来源结构分段统计情况，如表 30 - 19 所示。

表 30 - 19　　2014 ~ 2015 年中部地区营运资金来源结构分段统计表

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	65	16.25	79	18.37	83	20.75	78	18.14
(0，25]	115	28.75	134	31.16	21	5.25	22	5.12
(25，50]	76	19.00	69	16.05	40	10.00	48	11.16
(50，75]	40	10.00	48	11.16	76	19.00	69	16.05
(75，100]	21	5.25	22	5.12	145	36.25	181	42.09
>100	83	20.75	78	18.14	35	8.75	32	7.44
总计	400	100	430	100	400	100	430	100

从中部地区营运资金来源结构分段统计表（见表 30 - 19）中看，并非所有中部地区企业的短期融资风险都处于适中区间。2015 年短期金融性负债占比≤0 的企业有 79 家，比 2014 年有所增加，这表明这些企业经营活动对经营性短期负债的依赖性较小。另外，有 78 家企业短期金融性负债占比超过 100%，这些企业用金融性短期负债来满足企业长期融资需求，相比之下是更为严重的“短借长投”，融资风险较高。两类企业合计占到企业总量的 36.51%，说明有近 1/3 的企业面临着融资结构不合理的风险，虽然这一比重较 2014 年有所下降，但依然值得重视。从表 30 - 19 中可以看出，短期金融性负债占比小于 50% 的企业有 282 家，占可比样本企业的 65.58%，这表明虽然有小部分企业面临融资风险高的状况，但大部分企业的短期金融负债占比较低，财务风险较小。

从短期金融性负债占比与净资产散点图（见图 30 - 16）分析看出，中部地区上市企业的净资产基本分布在区间［0 亿元，200 亿元］上，较为集中；短期金融性负债占比主要集中分布在区间［ - 5，5］上。由此可得，中部地区上市企业所拥有净资金和其短期金融性负债占比的差异均不大。

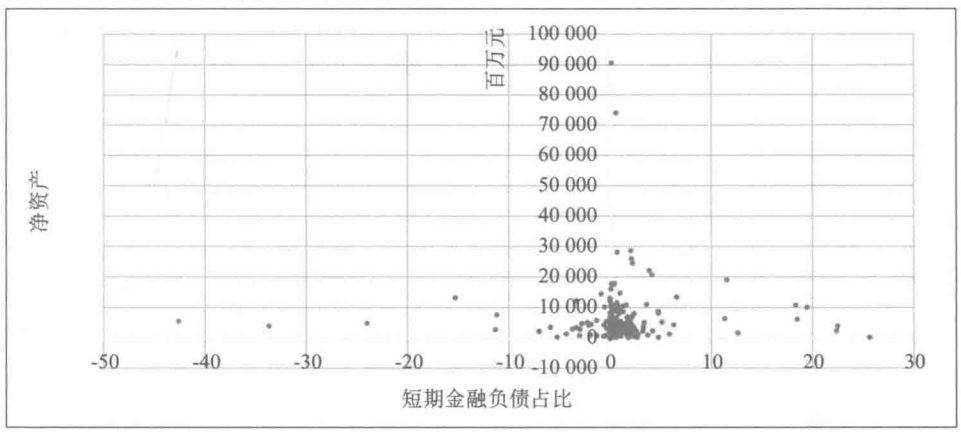


图 30 - 16　2015 年中部地区上市公司短期金融性负债占比与净资产散点图

七、2015 年中部地区上市公司营运资金管理绩效排行榜

本章分别按“经营活动营运资金周转期（按要素）”和“经营活动营运资金周转期（按渠道）”

进行排名，考察中部地区上市公司营运资金管理绩效。在对上市公司营运资金管理绩效进行排名时，剔除了财务数据异常的公司，详见附录1。

八、2015年中部地区上市公司营运资金管理典型案例

（一）欧亚集团基本运营情况

长春欧亚集团股份有限公司是国家大型商业企业，中国500强企业，1992年成立股份有限公司，1993年公司股票在上海证券交易所挂牌交易，是全国知名的上市公司。下辖12个商贸企业、1个城：欧亚商都、欧亚卖场、欧亚车百、欧亚益民、欧亚新发、欧亚星河湾、欧亚万千缘、欧亚四平商贸、欧亚沈阳联营、欧亚通化购物中心、欧亚农安商贸、欧亚科技城、吉林市欧亚商都。企业从1984年改革以来，通过商务经营和资本、资产、资源运作实现了企业规模和经济效益的跳跃式发展。经营版图逐步扩展。告别过去单一门市的商业小店，目前已形成了9省20市百家门店的企业规模，构筑了现代百货、商业综合体、商超连锁为核心业态的经营格局。控股子公司欧亚卖场以60万平方米的经营规模问鼎单体面积世界第一吉尼斯纪录①。

经济效益持续提高。2015年实现销售收入361.78亿元，在全国（零售业）重点商业零售企业销售额排名中列第三位，并连续15年实现了销售、利润持续增长，摘得了沪深两市上市50多家商业类上市公司“持续增长能力最强公司”的桂冠。公司在2015中国企业500强排名378位，较2014年上升30位。分公司欧亚商都连续7年在全国商业大型零售企业单体店销售排名中位居第1位。

品牌形象不断增强。公司先后获“中国商业名牌企业”、“全国商业信誉企业”、“全国五一劳动奖状”、“全国内贸系统先进集体”、“中国商业服务业改革开放30周年卓越企业”、“全国执行物价计量政策法规最佳单位”、“全国精神文明建设先进单位”、“资金信誉评估AAA级企业”等百余项殊荣，被誉为“中国商界的一面旗帜”，“买方市场条件下崛起的中国民族商业典范”。

（二）营运资金周转绩效数据分析

1. 基于渠道的营运资金管理变动情况

由表30-20中数据可知，欧亚集团连续五年各渠道的营运资金周转期均为负，表现出良好的业绩。采购渠道、营销渠道营运资金周转期较2014年有所上升，2014年分别是-22.57天、-55.66天，2015年分别是-10.01天、-22.98天；生产渠道营运资金周转期有所下降，从2014年的-16.09减少到2015年的-50.22，说明生产渠道的营运资金管理表现出明显的持续改善的迹象。从经营活动营运资金周转期（按渠道）来看，2015年经营活动营运资金周转期（按渠道）有所下降。从西部地区营运资金管理绩效情况来看，欧亚集团基于渠道的营运资金管理绩效呈现出稳中有升的态势，且始终处于行业的领先水平。

表30-20　　欧亚集团2011~2015年营运资金管理绩效表（按渠道）　　单位：天

项　目	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
采购渠道营运资金周转期	-22.07	-22.24	-12.34	-22.57	-10.01（301）
生产渠道营运资金周转期	-30.44	-30.62	-21.02	-16.09	-50.22（27）
营销渠道营运资金周转期	-42.93	-51.71	-53.40	-55.66	-22.98（23）
经营活动营运资金周转期（按渠道）	-95.44	-104.57	-86.76	-94.31	-83.21（33）

由图30-17可知，采购渠道、生产渠道和营销渠道的营运资金周转期变动情况不一。2011~2013年期间，三渠道的营运资金周转期变动相对比较稳定，采购和生产渠道的营运资金周转期整体呈上升趋势，营销渠道的营运资金周转期整体呈下降趋势；2014~2015年期间，采购和营销渠道的营运资金周转期显著上升，生产渠道的营运资金周转期显著下降。这说明欧亚集团随着自身的发展，更加注重自身作为产业链条上核心企业的作用，更加重视生产成本的管理。而欧亚集团采购和营销渠道营运资

① 长春欧亚集团股份有限公司公司简介：欧亚集团官网。

金周转期有所延长。由于国内宏观经济增长呈现放缓态势，加之经济下行形势下产业结构也在逐步调整，使得国内批发和零售行业的发展受到冲击，由此造成欧亚集团营销渠道资金运转速度有所减缓。

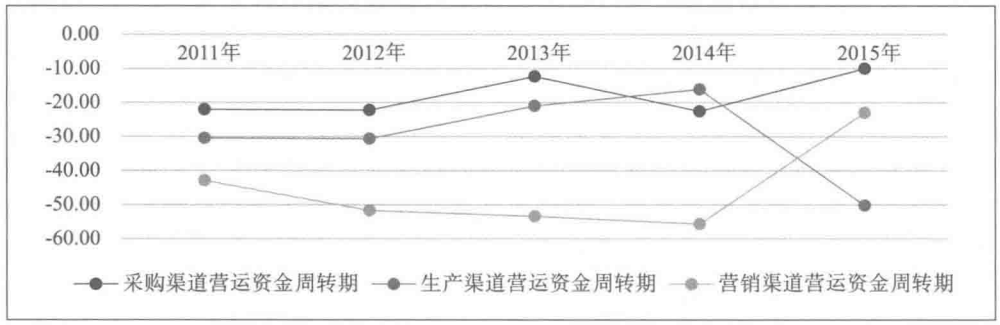


图 30－17　分渠道营运资金周转期变化趋势图

由地区排名可知，欧亚集团的采购渠道营运资金管理水平的排名并不靠前，但生产渠道和营销渠道营运资金及经营活动营运资金（按渠道）整体的管理水平却名列前茅并在呈平稳态势。这表明欧亚集团并非仅重视单一的渠道管理，而是更加重视各渠道的协同，从而使得营运资金整体管理水平较高。

2. 基于要素的营运资金管理变动情况

从表 30－21 中可以看出，欧亚集团存货周转期从 2014 年的 61.07 天增加为 2015 年的 78.59 天；应收账款周转期由 2014 年的 0.62 天减少到 2015 年的 0.27 天，处于地区领先地位；应付账款周转期延长 7.15 天，维持在较高的水平，远远大于应收账款的周转天数，这也是该企业经营活动营运资金周转天数较短的原因，说明该企业充分利用了供应链上其他企业的资金。但是从总体来看，欧亚集团基于要素的营运资金管理绩效呈现出稳中有升的态势。

表 30－21　　欧亚集团 2011～2015 年营运资金管理绩效表（按要素）　　单位：天

项　　目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
存货周转期	23.09	32.38	42.82	61.07	78.59（243）
应收账款周转期	0.48	0.47	0.80	0.62	0.27（3）
应付账款周转期	48.58	47.74	44.17	55.52	62.67（195）
经营活动营运资金周转率（按要素）	－25.01	－14.89	－0.55	6.17	16.20（105）

由图 30－18 可知，2011～2015 年间，欧亚集团的存货周转期、应收账款周转期和应付账款周转期的变化趋势不尽相同。存货周转期和应付账款周转期呈现上升趋势，应收账款周转期较为稳定，维持在较低水平。值得注意的是，欧亚集团应付账款和存货周转期上升幅度都较大，由此可以看出欧亚集团占用供应商资金的能力有所增强，存货管理水平有待进一步改善；但在地区整体中稳中有进，这说明在整体经济环境波动下，欧亚集团的整体经营及其营运资金管理能力呈现稳健增强态势。

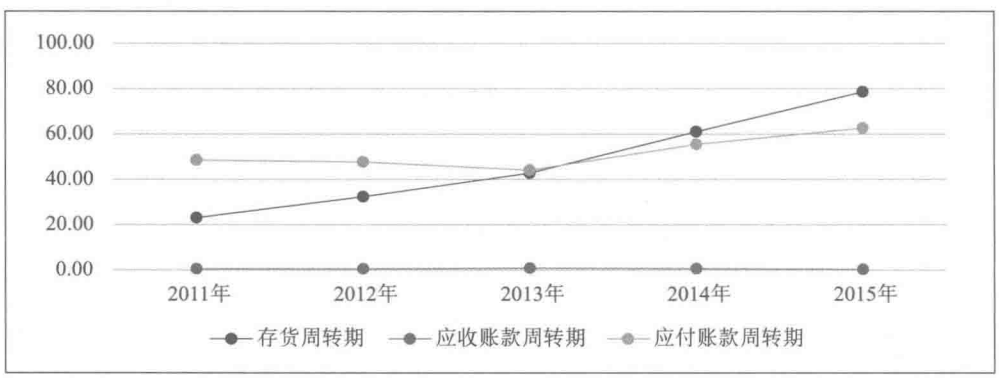


图 30－18　分要素营运资金周转期变化趋势图

从欧亚集团的各要素营运资金管理绩效排名和经营活动营运资金（按要素）管理绩效排名上看，我们同样发现了渠道类似的现象，即单一要素营运资金管理水平并非很突出，但协同管理效果好，这与那些仅注重单一要素或渠道营运资金管理却忽视营运资金各要素、各渠道协同管理的企业形成了巨大的反差，因此值得其他企业学习借鉴。

（三）营运资金协同管理特色总结

1. 连锁经营增强销售渠道建设

欧亚集团公司经营取得显著成效，竞争能力增强，继续以“商都做精、卖场做大、车百做多”为战略基点，调整经营结构，提升经营品质。2003 年，企业开始实行连锁化管理模式，会员体系进行了整合升级；集团内门店实现会员通用，但功能仍以积分、打折为主；以会员消费或者积分排名的营销手段增多，仍然以强调优惠性为导向的促销模式。近年来，更是加快营销规模扩张速度，3.8 万平方米的白城欧亚购物中心、2 万平方米的吉林欧亚商都开业后呈现出较好的发展势头，综合超市发展持续向好，长春西安大路店、红旗超市、四平九州购物中心店、通化二道江店相继开业，标志着综超连锁业务已经成为欧亚集团的主要经营业态。

2. 加强专项营销，特色营销

企业开展特色营销，搞好专项营销，增加经营亮点，其中推动家电下乡，明显扩大经营了成果。在经营结构的战略性调整上取得重大进展，在营销活动的创新实践上实现了新的突破。公司差异化的竞争优势得到提升，经济增长的质量显著提高，发展的协调性进一步增强，市场强势地位进一步巩固。

3. 开展 CRM 营销模式

企业以 CRM 为特色的营销模式为其营销渠道绩效保持领先水平做出了突出的贡献。企业以选择和管理有价值客户及其关系作为一种商业策略，以客户为中心来支持有效的市场营销、销售与服务流程，保证获取、保持和增加可获利客户的方法。市场营销是贯穿于企业整个经营活动的重要理念，以顾客的需求为中心，协调各种可能影响顾客最终选择结果的活动，通过满足消费者需求来保证企业利润最大化目标的实现。同时，企业模式也已经由原来的销售 + 服务变成了销售 + 服务 + 知识 + 关系。

客户关系管理大大增强了应收账款的回收力度，使欧亚集团在营销渠道持续保持行业领先。CRM 对企业营销活动、会员管理实现多样化支持，支持会员增值服务，对会员进行分析，支持决策管理。这些做法无疑将欧亚集团的价值链向营销渠道的下游，充分利用 CRM 管理的优势，分类管理客户资源，提高营销渠道营运资金绩效，不仅提升了企业的客户忠诚度，促进销售收入的实现，而且加快存货的周转。

4. 三星发展战略

欧亚集团致力于制定并实施“三星战略”，又分为小三星、中三星、大三星三个层级。

小三星战略是：在长春以分布在繁华商业中心地带的商贸企业作为“小三星”，各自向外辐射经营，以三足鼎立的经营布局拓展消费市场。

中三星战略是：在国内实施“南进北拓，辐射全国”的战略，以长春为腹地，南部依托东南沿海，北部依托中俄边贸，分别设立边贸窗口，实现国内中三星分布。

大三星战略是：在国际实施“走出国门，渗透经营”的战略，立足国内，以绥芬河为龙头向俄罗斯扩展，以厦门为窗口向东南亚渗透，搭建“大三星”框架。

可以说，“三星战略”的决策、布局和实施反映了企业把握市场、创造市场、创新市场及对企业战略目标的规划能力。

九、2015 年中部地区上市公司营运资金管理调查的结论与建议

（一）调查结论

1. 营运资金总量相对稳定，各省营运资金占用情况大相径庭

首先，从营运资金总量配置分析来看，2015 年中部地区经营活动营运资金总量（按渠道）为 7 819.41 亿元，与去年相比基本稳定，说明虽然中部地区经济增速放缓，但并未在很大程度上影响经营

活动营运资金总量，但在一定程度上影响了经营活动内部结构比例，投资活动营运资金投资活动营运资金的占用量 5 318.56 亿元远大于经营活动的营运资金的占用量 2 539.29 亿元。

其次，各省市营运资金占用及配置结构显示：从营运资金期末占用总量看，黑龙江最低，湖北省最高，吉林省居中，这与各省的区域经济总量密切相关。

最后，从营运资金分渠道配置分析，2015 年中部地区上市公司相比 2014 年，中部地区上市公司分渠道的经营活动营运资金占用总体上稳步上升，一定程度上说明中部地区经济持续稳定发展；同一省市在不同的渠道的营运资金占用情况也不尽相同，安徽采购渠道营运资金占用最低，黑龙江最高，江西居中；山西省生产渠道营运资金占用最低，湖北省最高，黑龙江省居中；吉林省营销渠道营运资金占用最低，湖北省最高，山西省居中。

2. 营运资金管理绩效不容乐观

在渠道的视角下，2015 年中部地区采购渠道营运资金周转期相比于 2014 年减少了 14 天，可见中部地区 2015 年采购渠道营运资金周转效率上升。2015 年与 2014 年相比，生产渠道和营销渠道营运资金管理绩效有所下降。整体而言，大多数中部省份的经营活动营运资金周转期有明显延长，绩效管理水平下降。就近 5 年趋势而言，采购渠道周转期为负数，且总体呈现持续下降的态势，表明了采购渠道营运资金管理效率较高；生产渠道和营销渠道周转期均为正数，且近 5 年呈持续上升的态势，表明了生产和营销渠道营运资金管理效率较低，中部地区营运资金管理绩效不容乐观。

在要素的视角下，2015 年中部总体的存货周转期有所增加。2015 年与 2014 年相比，中部地区应付账款周转天数增加，说明相对于 2014 年，在 2015 年应付账款管理绩效有所提升。2015 年，中部地区整体较 2014 年的应收账款周转期延长 12.21%，同时，所有省市均有所增加，说明 2015 年企业应收账款管理的压力相对于 2014 年有所增加。

3. 自有资金占比上升，长期财务风险略有上升

在资金来源和财务风险方面。较 2014 年，2015 年中部地区借入资金占比的地区总体和平均水平都有所轻微下降，而自有资金占比则都有轻微上升，财务杠杆显著增加，说明中部地区的长期财务风险略有上升；从最大值和最小值来看，也表现出相同的情况，这表明在中部地区上市公司的总资金融资结构中，借入资金占比有一定的下降趋势，自有资金占比有上升趋势，但是企业通过债务融资的比例显著增加，增大了企业面临的财务风险。

较 2014 年，就短期金融性负债占比而言，2015 年中部地区该指标有一定程度的降低，营运资本占比有一定程度的增加。从企业占比的平均值来看，短期性金融负债占比下降显著，说明存在很多企业短期性金融负债占比下降，企业面临的短期财务风险略有下降。

4. 营运资金回报率平均水平上升，金融经营活动营运资金回报率表现优异

地区总体数据显示，相较于 2014 年，2015 年营运资金回报率小幅下降，但是从地区平均数据以及地区最大值最小值来看，2015 年营运资金回报率呈上升的趋势。尤其是金融经营活动，2015 年的金融经营活动资金回报率为 266.57%，与 2014 年的 -121.06% 相比，上升幅度很大，转负为正，表现优异。中部地区经营活动和投资活动资金回报率的平均也有小幅上升，表明中部地区营运资金回报率在经济下行的新形势下，并未受到特别大的冲击。

5. 有针对性的进行渠道营运资金管理

从案例中可以看出，虽然中部地区营销渠道营运资金管理绩效在逐步恶化，但是欧亚集团营销渠道营运资金管理效率在 2014 年之前一直稳中有升，并在 2015 年有了极大改善，这与该企业实施的有关营销策略密切相关。这对于中部地区其他上市公司具有一定的借鉴意义，通过加强营销渠道建设，并找到适合本企业产品的营销模式，这样才可能改善营销渠道营运资金管理水平。同样，对于中部地区上市公司生产渠道和采购渠道营运资金管理也是如此，针对企业各自的情况对症下药，有针对性地采取措施，才能够保证企业营运资金管理水平的提高，保证企业更好地运转。

（二）对策建议

1. 抓住政策优势，推进中部地区全面发展

国家在中部地区发展方面，给予了明显的政策支持，以“一带一路”、长江经济带建设为契机，深入推进中部地区的全方位对内对外开放。加强中部地区省沿江口岸监管平台建设，完善口岸综合服务体系和口岸联络协调机制，推动沿江通关协作，促进区域通关一体化。推动中部各省省会城市以及重要开放节点城市的海关特殊监管区域建设，积极申报中部地区的自由贸易试验区、自由贸易园区以及保税区等，大力提升中部地区的开放功能，不断强化郑州、武汉、长沙、南昌、合肥、哈尔滨以及长春等重要节点城市的辐射带动作用，带动中部地区更加全面深入地融入全球产业链。把握国家基础设施投入向中西部倾斜的政策机遇，引导中部各省统筹规划、协同建设，大力推进基础设施的互联互通，构建多层次对外交通运输通道。以城市群为载体，联手打造对外交流合作的平台，推动商务信息的互通共享，推进中部地区开放开发和开放型经济的全面发展。争取在更广阔的市场中获取和调配更多的要素资源，并通过资本输出消化过剩产能，缩短营运资金的周转期，提高营运资金配置效率。

2. 加强供应链管理，促进营运资金管理绩效提高

有效的供应链管理可以帮助实现四项目标：缩短现金周转时间；降低企业面临的风险；实现盈利增长；提供可预测收入。中部地区上市公司应加强企业供应链管理。从而促进战略供应商关系和战略客户关系的形成，使得供应链成员企业间的有效信息共享、以及企业内部精益生产和延迟策略的实现。其中战略供应商关系及其信息共享能促进战略采购、供应商参与设计、供应商管理库存和采购的实现，能够促进企业采购渠道营运资金管理绩效的提升。内部精益生产和延迟策略的实现有利于降低材料人工等的耗费，促进企业生产渠道营运资金管理绩效的提升。战略客户关系及其信息共享能促进共享市场需求信息、制造商管理库存、战略供货和应收账款加速回收的实现，进而促进企业营销渠道营运资金管理绩效的提升。

3. 适应经济转型的影响，提高资金回报率

中部地区各省份应充分利用国家对于促进中部地区崛起各方面的优惠政策，在经济下行时，应根据自身的经济环境、经济发展水平以及优势产业等因素，尽可能的消除经济转型带来的不利影响。中部地区作为连接东部地区和西部地区的中间地带，其优越的地理位置使其成为承接东部沿海发达地区产业梯度转移以及承接国外产业转移的重要区域，选择性的接收某些产业的转移，并利用产业转移的机会，加快产业结构的调整，适应经济结构调整带来的不利影响，使产业结构更加趋于合理。微观企业应该尽快适应经济转型和产业结构调整带来的阵痛，根据外部宏观环境的变化积极调整经营策略，提高自身盈利水平，争取用最少的资金投入取得最大的回报，从而提高企业经营营运资金的回报率。

主要参考文献

1. 孙建强、李晓、杨云格：“中部地区上市公司营运资金调查总体分析”，《华东经济管理》，2012 年第 6 期。

2. 杨景：“中部地区城镇化对经济增长的影响研究”，辽宁大学硕士学位论文，2015 年。

3. 梁昊光等：《2015 年中部地区经济形势分析及 2016 年展望》，社会科学文献出版社、北京市社会科学院，2015 年版。

4. 晏涛：“促进中部崛起研究”，中国社会科学院博士学位论文，2012 年。

5. 王竹泉：《跨地区经营企业会计问题研究》，经济管理出版社，2003 年版。

6. 王竹泉：“跨地区营销企业如何进行商流规划”，《经济管理》，2001 年第 11 期。

7. 张先敏：“企业战略、组织结构与营运资金管理——以海尔集团为例”，中国会计学会 2010 年学术年会营运资金管理论坛论文集，2010 年。

8. 张巍钰：“中部地区金融发展与产业结构升级理论及实证研究”，湖南大学博士学位论文，2014 年。

9. 孙莹、王竹泉等：“中国上市公司营运资金管理调查：2014”，《会计研究》，2015 年第 12 期。

10. 韩汕清：“营运资金管理评价及风险预警研究综述与展望”，《商业会计》，2015 年第 17 期。

11. 刘文静：“基于业务流程管理的营运资金管理机理与模式”，中国会计学会 2010 年学术年会营运资金管理论坛论文集，2010 年。

12. 王竹泉、孙莹、王秀华、张先敏、杜媛等：“中国上市公司营运资金管理调查：2012”，《会计研究》，2013 年第 12 期。

13. 王冬梅，宋先朋：“宏观经济因素对中小制造企业营运资本管理的影响机理研究”，《现代管理科学》，2013 年第 10 期。

14. 王秀华、王竹泉、秦书亚：“供应链核心企业营运资金管理绩效的情境研究”，《财会月刊》，2013 年 4 月上。

15. 逄咏梅：“供应链交易、制衡机制与营运资金管理效率研究”，南京大学，2013 年。

16. 张先敏：“供应链管理与经营性营运资金管理绩效：影响机理与实证检验”，中国海洋大学，2013 年。

17. 闫云阁：“上市公司各渠道营运资金管理绩效对盈利能力影响研究”，中国海洋大学硕士学位论文，2013 年。

第三十一章　2015 年西部地区上市公司营运资金管理调查

【摘要】营运资金管理是企业财务管理的重要内容，在不断加大的经济下行压力下，提高企业营运资金管理水平，加深对企业营运资金管理的研究，对中国企业的健康发展、中国经济的转型有着非常重要的意义。西部地区疆域辽阔，大部分地区是我国经济欠发达、需要加强开发的地区。20 世纪 90 年代末期以来，我国开始调整经济发展战略，为缩小东西部地区之间的发展差距，实施了西部大开发战略，出台了相关政策与措施，使西部地区经济得到了迅速增长。为了更全面地呈现 2015 年我国西部地区上市公司营运资金的管理状况，依托中国企业营运资金管理研究中心“中国上市公司营运资金管理数据库”提供的数据支持，对西部地区营运资金管理情况进行了调查分析。

为了能够更加深入地分析西部地区营运资金管理情况，本章节的主要结构如下：第一部分详细分析西部地区营运资金管理的特点；第二部分分析 2014 年西部地区经营环境变化及对营运资金管理的影响；第三部分是对 2015 年西部地区上市公司进行营运资金配置与来源分析，主要包括分渠道、分要素的经营活动营运资金配置分析和营运资金来源与财务风险分析；第四部分从渠道和要素两个角度分析西部地区上市公司营运资金管理绩效；第五部分对西部地区上市公司 2015 年资金回报状况进行了分析；第六部分对西部地区上市公司 2015 年融资结构及财务风险进行了分析；第七部分根据西部地区各省区（市）经营活动营运资金周转期，分别按渠道、按要素对西部地区各省区（市）的营运资金管理绩效进行排名；第八部分选取西部地区具有代表性的企业进行案例分析，从微观企业层面直观阐释营运资金有关情况；第九部分对本章的调查分析进行了总结，并提出了西部地区改善营运资金周转绩效的建议措施。

通过本次调查可以发现，从营运资金的配置来看，2015 年西部地区经营活动营运资金总量与去年相比有所提高；投资活动营运资金的占用量远大于经营活动的营运资金的占用量，在一定程度上说明西部地区经济正处于飞速发展时期。从营运资金的来源和财务风险来看，2015 年西部地区短期金融性负债占比和去年相比基本保持稳定，差距也在明显缩小。从绩效分析来看，我国 2015 年整体宏观形势不容乐观，不景气的宏观环境直接影响了西部渠道的营运资金管理绩效。因此，在以后的生产管理工作中，西部地区要加强生产渠道优化和管理，改进采购业务流程，构筑企业高效的内部价值链；加强营销流程的优化和管理，通过降低存货的积压、缓解应收账款的管理压力等手段提高西部地区上市公司营运资金管理绩效。

一、西部地区上市公司营运资金的基本特征

中国的西部民族众多、地域广袤，有 44 个少数民族，是中国少数民族分布最集中的地区。西部地区的少数民族包括蒙古族、回族、藏族、维吾尔族、苗族、彝族、壮族、布依族、满族、侗族等，这些民族在长期的历史变迁中孕育了灿烂的文化。西部文化具有地域性、多元性和原生态性，是中华文化的重要组成部分。西部大开发战略的实施，给西部民族文化的发展提供了广阔的舞台。抓住有利机遇，不断整合西部民族文化资源，对推动西部区域经济和社会发展具有十分重要的意义。中国西部民族文化底蕴深厚，内涵丰富，地域特色浓郁，自然与人文融为一体，形态多姿多彩，独具魅力，开发潜力巨大。我国 20 世纪开始实施的西部大开发，使整个西部地区的综合经济实力大大提升，社会经济发展迅速。

西部大开发战略的实施是进一步扩大国内需求、保持国民经济持续快速健康发展的重要途径。西部地域广大，自然资源丰富，有巨大的发展潜力，也是一个巨大的潜在市场。开发西部，既可以为扩大国内需求提供巨大的潜在市场，创造大量的就业机会，又可以发展西部地区的特色经济，促进各种

资源的合理配置和流动，形成国民经济持续发展的重要支持力量。在西部大开发中遏制生态环境恶化的趋势，不仅对西部地区有利，而且对改善全国生态环境，实施可持续发展战略，都具有不可替代的重要作用。西部地区与周边十多个国家接壤，边境线长，聚居的少数民族比较集中，只有边疆民族地区的经济和社会发展了，各族人民的生活水平不断提高，才能为加强民族团结和巩固边疆奠定坚实的物质和思想基础，为全国的经济建设提供稳定的政治和社会环境。西部大开发战略的实施是适应国内外经济结构调整的需要。世纪之交，经济结构和产业结构的大调整已在世界范围内普遍展开，实施西部大开发，可以充分发挥西部地区市场潜在大、各种资源丰富和劳动力成本低的比较优势，为全国经济结构调整和产业结构优化提供广阔的空间和新的市场。因此，进一步实施西部大开发战略，加速西部地区发展就尤为重要，在这样的背景下，对西部地区营运资金的研究也愈显重要。

通过对近几年来西部地区 12 个省份各上市公司的营运资金管理情况进行分析研究，总结出了西部地区营运资金管理的几个特点。

1. 各渠道营运资金管理水平不均衡

营运资金管理绩效的评价方法主要有基于要素的营运资金周转期和基于渠道的营运资金周转期两种。这种分类既能够将各个营运资金项目涵盖在内，又能够清晰地反映出营运资金在渠道上的分布状况，从而为基于渠道管理的营运资金管理策略和管理模式研究提供支撑。其中，基于渠道的分类将营运资金分为采购渠道营运资金、生产渠道营运资金以及营销渠道营运资金，西部地区不同渠道的营运资金，其管理绩效存在很大的差别。西部地区采购渠道营运资金管理绩效整体有所改善，并且 60% 的企业采购渠道营运资金周转期是缩短的；生产渠道营运资金管理绩效整体下降，其中周转期延长比例的企业达到 47%；营销渠道营运资金管理绩效整体下降，趋势虽然比生产渠道好，但是其有超过 50% 的企业周转期有所延长。由此可见，各渠道营运资金管理绩效差别很大。

2. 西部地区各省营运资金管理水平差异很大

我国西部地区疆域辽阔，各省发展情况不尽相同。西部地区涉及 12 个省、市和自治区，各地区之间经济发展、自然环境、产业布局、政策方针、市场需求等方面存在很大差异，其营运资金管理水平也不平衡，营运资金管理绩效差别很大。渠道视角下，就经营活动营运资金周转期而言，周转天数最大的内蒙古自治区是青海省的两倍；要素视角下，周转天数最多的西藏自治区是内蒙古自治区的四倍多，除最大、最小值外，其他各省的周转天数也参差不齐、差别较大。由此可以看出，西部地区营运资金管理水平具有很大的差异。

3. 西部地区金融经营活动管理水平明显落后

我国西部地区由于地域条件的限制，营运资金管理效率较东部地区和中部地区均存在不小的差距。尤其是在金融经营活动管理上，我国东中部地区的金融经营活动资金回报率在 2015 年有了很大幅度提高，但是西部地区虽有小幅度上升，但其仍然是负值状态。虽然，国家一直致力于西部大开发，使整个西部地区的综合经济实力大大提升，社会经济发展迅速，但不可否认西部地区经济发展相较于其他地区仍有很大的差距。

二、2015 年西部地区经营环境变化主题词与大事件

（一）西部地区经营环境变化主题词

1. 金融危机的持续影响

2015 年的整体经济情况仍然呈现出相对复杂的状况，金融危机的影响依然存在。物价的不断上升使得上市公司的采购成本随之上升，对采购渠道的周转期也产生了一定的负面影响。但是，围绕丝绸之路经济带建设，国家在西部重点地区的互联互通等基础设施建设方面有了相应的大投入，特别是亚欧大陆桥的建设将带动西北地区的优势资源的开发。据国家发改委统计，2015 年国家新开工西部大开发重点工程 30 项，投资总规模为 7 686.52 亿元，重点投向西部地区铁路、公路、大型水利枢纽和能源等重大基础设施建设领域。据统计，2000～2015 年，西部大开发累计新开工重点工程 270 项，投资总规模 56 077 亿元。同时也鼓励西部地区广泛与中东部以及国外联系，鼓励西部地区有条件的企业开展

对外投资合作，改善西部地区的投资环境，创新投资管理的方式，促进西部地区供应链的完善，降低采购业务成本。虽然2015年西部地区面临着较为严峻的经济形势，但是在国家政策的大力扶持下，西部地区采购渠道营运资金管理水平大幅上升，管理绩效有所改善。

2. 严重的路径依赖

整个西部地区的开发模式有严重的路径依赖，由于受到发展基础和一些自然条件的约束，整体上的增长还是靠投资拉动、靠资源驱动，资源要素的贡献比较大。西部地区工业化程度较低，基础设施落后，产业配套设施条件差，难以形成集聚规模效应，不能满足工业发展的需要。区域内产业如采掘业、农林牧业等，多处于产业链上游，加工层次低，对中下游企业缺乏控制力等是当前面临的问题。落后的基础设施与生产技术均会导致过低的生产效率，单位时间产量不高，过多地占用企业的营运资金，从而造成生产渠道过低的营运资金管理效率。2015年，全国都面临经济下行的压力，西部地区虽然经济增速下降幅度比东中部地区小，但企业营运资金管理水平亦受到一定程度的影响，尤其是西部地区的房地产业受宏观经济下行影响较大，一方面，房地产行业原材料价格上涨，生产成本高；另一方面国家加强了对房价的宏观调控，这都使得房地产行业面临很大压力。西部地区生产渠道营运资金周转期整体为不到50天，但西部地区房地产行业生产渠道营运资金周转期达到近1 000天。

国家加快推进经济结构调整，提高发展的质量和效益，要求加快培育发展战略性新兴产业和高技术产业。该举措旨在提高技术水平，形成规模效应，进而缩短生产渠道营运资金周转天数，提高营运资金的管理效率。此外，生产的发展离不开人力资源的支持，西部地区人口占31个省（区、市）常住人口的27.04%，且西部地区的人力成本低于中东部地区。现在西部地区大量的劳动力没有实现就业回流，在后续推进工业化阶段，可使劳动密集型行业、资源密集型行业在向西部转移的过程中均实现就近就业，使人力资源的优势得到更好的发挥，提高人力资源生产效率，从而提高生产渠道营运资金的管理效率。

3. 西部大开发

上市公司营销渠道营运资金的周转效率受到多种因素的影响，例如消费者的收入水平、支出模式、储蓄和信贷情况、消费结构等都会直接影响上市公司的营销情况。2015年国内外经济增长放缓，产业结构调整政策进一步实施，西部地区面临着生产成本增加、市场需求不足的现状，西部地区大多数企业盈利水平下降，加之其下游企业也面临这一市场大环境的影响，使得应收账款的收回更加艰难，这都导致西部地区上市公司营销渠道营运资金周转情况进一步恶化。

国家一直在提倡西部大开发，并从经济政策、配套资源等方面对这些地区予以倾斜，这对于渴望快速发展、快速提高自己的西部企业来说，的确是重要的发展机遇。但西部企业要想赶上这班时代的列车，让自己快速地驶入发展的快车道，还必须要重视企业的品牌塑造，把品牌提升作为企业一项长远的战略发展目标。在产品和品牌营销方面，西部地区受地区条件的制约和限制较多，影响营销渠道营运资金管理的因素也很多。购买力水平会直接影响上市公司的营销环境，消费者的收入水平、消费者的支出模式、消费者储蓄和信贷情况以及消费结构等都会直接影响上市公司的营销情况，同时，西部地区上市公司的投资方向、目标市场以及营销战略也影响着营销活动。西部企业由于运作阶段、战略思路、信息渠道等局限，目前在品牌运作当中，普遍存在着偏差和误区，突出表现为投机心理严重、名牌等于品牌、做品牌就是打广告等。西部地区上市公司在立足于扩大内需市场的同时，要加大对高新技术产品投资研发的力度，提高产品的竞争力，树立品牌意识，加强对营销渠道的管理，进而提高公司的营运资金管理绩效。

（二）西部地区经营环境变化大事件

1. 宏观经济运行稳中有进，工业经济运行总体平稳

从地区生产总值总量来看，排名前三位的依次是四川、陕西和内蒙古，分别达到30 103.1亿元、18 171.86亿元和18 032.79亿元。从增速来看，西部各省区（市）均高过全国平均线（6.9%），重庆、西藏增速均为11%，并列位于西部地区第一位，贵州以10.7%的增速位于西部地区第三位。与上

年同期相比，全国增速下滑 0.5 个百分点，西部各省区（市）除西藏、云南、重庆、宁夏未回落外，其他省区（市）增速均有不同程度的回落，陕西回落程度最大，达到 1.7 个百分点，内蒙古回落程度最小，为 0.1 个百分点。

从规模以上工业增加值增速来看，西部地区除新疆外，其他省份均超过全国平均水平（6.1%），西藏、重庆、贵州增速分别位列西部地区前三位。与上年同期相比，全国规模以上工业增加值增速回落 2.2 个百分点，西部各省区（市）除西藏外增速均有回落，回落幅度在 0.5 ~ 4.8 个百分点之间，新疆回落程度最大，宁夏回落程度最小。

2. 消费市场和固定资产投资增速回落

从社会消费品零售总额来看，排名前三位的依次是四川、陕西和重庆，分别达到 13 877.7 亿元、6 578.11 亿元和 6 424.02 亿元。从增速来看，西部地区共有 6 个省区（市）超过全国平均水平（10.7%），西藏、重庆、四川增速依次位列西部地区前三位。与上年同期相比，全国增速下滑 1.3 个百分点，西部地区除西藏外，各省区（市）增速均有不同程度的回落，回落幅度在 0.5 ~ 3.6 个百分点之间，甘肃回落程度最大，重庆回落程度最小。

从固定资产投资总量来看，四川最高，达到 24 965.56 亿元，陕西、广西紧随其后，分别达到 18 231.03 亿元和 15 654.95 亿元。从增速来看，西部地区共有 10 个省区（市）超过全国平均水平（10%），排名前三位的依次是贵州（21.6%）、西藏（21.2%）和云南（18%）。与上年同期相比，全国增速下滑 5.7 个百分点，西部地区除云南、广西外，其余各省区（市）增速均有不同程度的回落，内蒙古回落程度最大，达到 15.6 个百分点，重庆回落程度最小，为 0.9 个百分点。

3. 政府进一步推进西部大开发，发布《西部地区鼓励类产业目录》

西部大开发战略实施以来，西部地区经济社会快速发展，但其自我发展能力不足的问题依然比较突出，产业发展滞后、产业层次较低的状况仍未得到根本改变，突出表现在农业内部结构不够合理，重工业比重过大且同构化严重，服务业发展很不平衡等。为此，在《国家产业结构调整指导目录》的基础上，国家发展改革委员会结合西部产业发展实际，制定了《西部地区鼓励类产业目录》（以下简称《目录》）。有关负责人指出“实行有差别的产业政策，是中央对西部地区的特殊关心和支持，有利于发挥西部比较优势、大力发展特色优势产业、提升自我发展能力，此举对于优化全国产业分工格局、促进区域协调发展具有重要意义”。东中西部地区发展基础、资源禀赋和环境容量条件存在很大不同，经济发展水平有较大差距，发展阶段、产业分工、急需解决的关键环节也不尽相同。在符合国家产业政策和环境保护要求的前提下，《目录》条目的设置坚持体现差别化，在建设规模等标准方面因地制宜，给予西部地区适当倾斜。

三、2015 年西部地区上市公司营运资金存量及其分布状况

（一）西部地区上市公司营运资金总体配置结构与占用水平分析

1. 地区层面

2015 年西部地区上市公司营运资金存量总体配置结构如表 31 - 1、图 31 - 1 和图 31 - 2 所示。

表 31 - 1　　2014 ~ 2015 年西部地区营运资金存量及其分布状况

项目	营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用（亿元）		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用（亿元）		投资活动营运资金期末占比（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	7 306.53	8 475.39	2 574.94	2 767.79	35.24	32.66	-55.18	-83.43	-0.76	-0.98	4 786.77	5 791.03	65.51	68.33
行业平均	21.68	23.61	7.64	7.71	-8.13	23.17	-0.16	-0.23	0	0	14.2	16.13	66.89	31.98
最大值	417.21	485.31	341.94	391.42	—	—	0.2	0.23	—	—	277.91	394.79	—	—
中位数	8.71	9.99	2.92	3.31	47.5	45.74	0	0	0	0	5.16	5.65	52.85	54.26

续表

项目	营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用（亿元）		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用（亿元）		投资活动营运资金期末占比（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
最小值	-140.22	-94.97	-189.94	-146.08	—	—	-39.56	-59.68	—	—	-2.17	-1.49	—	—
样本量	337	359	337	359	337	359	337	359	337	359	337	359	337	359
甘肃	480.91	485	241.14	245.24	50.14	50.56	0.00	0.00	0.00	0.00	239.77	239.76	49.86	49.44
广西	473.65	517.77	168.1	188.33	35.49	36.37	0.01	0.80	0.00	0.02	305.54	328.64	64.51	63.47
贵州	837.79	981.38	432.35	446.15	51.61	45.46	-39.56	-59.68	-0.11	-0.13	445.01	594.91	53.12	60.62
内蒙古	273.3	264.64	-3.71	-44.05	-1.36	-16.64	0.00	0.00	0.00	0.00	277.01	308.69	101.36	116.64
宁夏	127.79	130.36	85.31	83.49	66.76	64.05	0.20	-0.14	0.00	0.00	42.27	47.01	33.08	36.06
青海	159.47	149.79	30.72	-73.13	19.26	-48.82	-11.43	-14.69	-0.25	-0.33	140.19	237.61	87.91	158.63
陕西	668.45	746.95	184.84	188.31	27.65	25.21	-3.84	-9.13	-0.03	-0.07	487.45	567.77	72.92	76.01
四川	1 844.39	1 907.76	602.71	565.02	32.68	29.62	-0.58	-0.82	-0.01	-0.02	1 242.26	1 343.56	67.35	70.43
西藏	176.05	157.22	95.54	63.58	54.27	40.44	0.02	0.00	0.00	0.00	80.48	93.64	45.72	59.56
新疆	664.16	969.77	87.8	62.62	13.22	6.46	0.00	0.00	0.00	0.00	576.36	907.15	86.78	93.54
云南	878.2	879.65	551.69	520.47	62.82	59.17	0.01	0.23	0.00	0.01	326.58	358.95	37.19	40.81
重庆	1 023.46	1 285.1	439.69	521.77	42.96	40.6	0.00	0.00	0.00	0.00	583.77	763.33	57.04	59.4

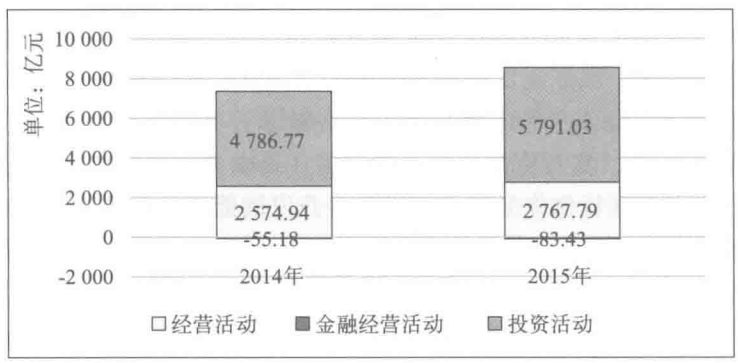


图 31－1　2014～2015 年东部地区总体营运资金存量及分布状况

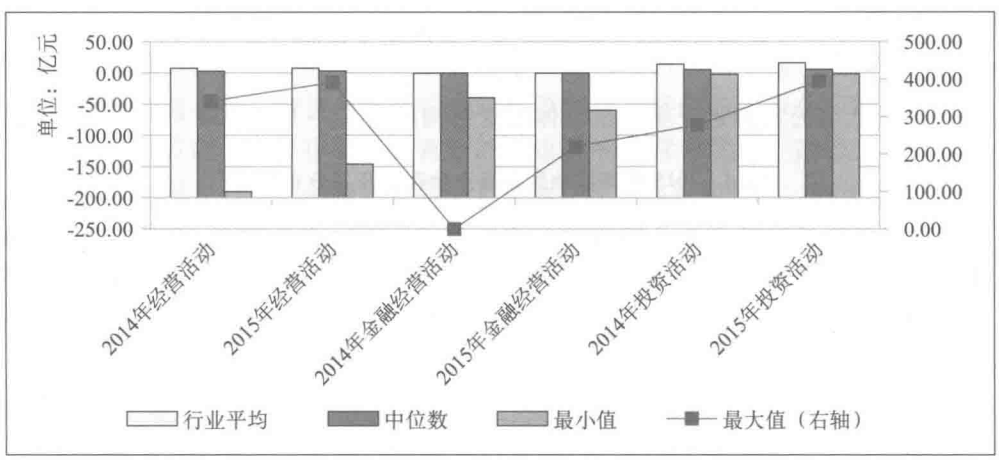


图 31－2　2014～2015 年东部地区总体营运资金分布统计数据

从西部地区上市公司营运资金期末总体占用情况来看，2015 年营运资金期末占用总量为 8 475.39 亿元，比 2014 年相同指标增加了 1 168.86 亿元，增幅约 16.00%。其中，经营活动营运资金期末占用总量为 2 767.79 亿元，占比为 32.66%，比 2014 年相同指标增加了 192.85 亿元，占比增加 2.58%；投资活动营运资金期末占用总量为 5 791.03 亿元，比 2014 年相同指标增加了 1 004.26 亿元，占比增加 2.82%。

从西部地区上市公司营运资金期末地区平均占用情况来看，2015 年营运资金期末平均占用量为 23.61 亿元，比 2014 年相同指标增加了 1.93 亿元。经营活动营运资金期末平均占用量为 7.71 亿元，比 2014 年相同指标增加了 0.07 亿元，占比增加 31.3%；金融活动营运资金期末平均占用量为 -0.23 亿元，比 2014 减少了 0.07 亿元，占比降低约 43.8%；投资活动营运资金期末平均占用量为 16.13 亿元，比 2014 年相同指标增加了 1.93 亿元，占比减少 34.91%。

从西部地区上市公司营运资金期末占用最大值和最小值来看，2015 年的营运资金期末占用最大值为 485.31 亿元，比 2014 年相同指标减少了 68.1 亿元；最小值为 -94.97 亿元，比 2014 年最小值增加了 45.25 亿元。经营活动营运资金期末占用最大值为 391.42 亿元，比 2014 年增加了 49.48 亿元，最小值为 -146.08 亿元，比 2014 年增加了 43.86 亿元；金融活动营运资金期末占用最大值为 0.23 亿元，最小值为 -59.68 亿元；投资活动营运资金期末占用最大值为 394.79 亿元，比 2014 年增加了 116.88 亿元，最小值为 -1.49 亿元，比 2014 年增加了 0.68 亿元。

从各省区（市）营运资金期末占用情况来看，2015 年营运资金期末占用量较大的前三名依次为四川、重庆、贵州。通过比较可以看出，西部地区的四川和重庆的营运资金占用量在 2015 年继续保持较高排名，而 2015 年排名第三的贵州在 2014 年期末排第四名，为 837.79 亿元。从各省区（市）经营活动营运资金期末占用情况来看，2015 年经营活动营运资金期末占用量较大的前三名依次为四川、重庆、云南，与 2014 年相比，四川、重庆和云南这三个省区（市）在 2015 年依然保持在西部地区经营活动营运资金占用量的前三名，其中四川和云南的占用量比 2014 年有所减少，而重庆的有所增加，其余省区（市）中内蒙古、宁夏、青海、西藏、新疆均有所减少，而甘肃、广西、贵州和陕西有所增加。从各省区（市）投资活动营运资金期末占用情况来看，2015 年投资活动营运资金期末占用量较大的前三名依次为四川、新疆和重庆，其占用量依次为 1 343.56 亿元、907.15 亿元、763.33 亿元，与 2014 年相比，四川、重庆和新疆这三个省区（市）在 2015 年依然保持在西部地区投资活动营运资金占用量的前三名，三个省区（市）的占用量均比 2014 年有所增加，其他省区（市）中广西、贵州、内蒙古、宁夏、青海、陕西、西藏和云南均有不同程度的增加，甘肃 2015 年与 2014 年相比基本一致。

综上所述，2015 年西部地区营运资金总体占用和平均占用均比 2014 年有所上升，其中，金融活动营运资金占用下降，投资活动营运资金占用比经营活动营运资金占用增加幅度更大。

2. 企业层面

从西部地区上市公司经营活动营运资金占比区间统计情况来看，如表 31 -2 所示，2015 年（25%，50%］区间内的上市公司数量最多，比上年增加了 18 家；而 2014 年则是（50%，75%］区间内的上市公司数量最多，比 2015 年多了 2 家。2015 年大于 100% 这个区间的上市公司数量最少，与上一年的情况相同，但上市公司数量相比 2014 年增加了 1 家。可以发现，在小于或等于 0%、（0%，25%］、（25%，50］、大于 100% 这几个区间内，2015 年的上市公司数量均比 2014 年有所增加，比重达到了 62.68%，而（50%，75%］区间内的上市公司数量比上年有所减少，大于 100% 区间内的上市公司数量没有发生变化。在 2015 年西部地区上市公司样本总数增加 22 家的情况下，这一现象表明 2015 年西部地区上市公司经营活动营运资金的占比情况有所下降。

从西部地区上市公司经营活动营运资金占比区间统计情况来看，绝大多数企业营运资金占比为小于或等于 0，占比在（25%，50%］区间内的企业屈指可数。这主要是因为许多西部地区上市公司并不存在金融经营活动。

从西部地区上市公司投资活动营运资金占比区间统计情况来看，2015 年（50%，75%］区间内的

表 31－2　　2014～2015 年西部地区上市公司营运资金配置结构情况分段统计

区间（%）	按经营活动营运资金占比区间统计				按金融经营活动营运资金占比区间统计				按投资活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	63	18.69	65	18.11	332	98.52	355	98.89	27	8.01	28	7.80
（0，25］	39	11.57	42	11.70	5	1.48	4	1.11	47	13.95	47	13.09
（25，50］	72	21.36	90	25.07	0	0.00	0	0.00	89	26.41	87	24.23
（50，75］	89	26.41	87	24.23	0	0.00	0	0.00	71	21.07	88	24.51
（75，100］	47	13.95	47	13.09	0	0.00	0	0.00	40	11.87	44	12.26
>100	27	8.01	28	7.80	0	0.00	0	0.00	63	18.69	65	18.11
总计	337	100	359	100	337	100	359	100.00	337	100.00	359	100.00

上市公司数量最多，比上年增加了 17 家；而 2014 年则是（25%，50%］区间内的上市公司数量最多，比 2015 年多了 2 家；2015 年小于或等于 0% 这个区间内的上市公司数量最少，与上一年的情况一致，但上市公司数量相比 2014 年增加了 1 家。可以发现，在小于或等于 0%、（25%，50%］这两个区间内，2015 年的上市公司数量比 2014 年有所减少，（0%，25%］区间内的上市公司数量与上年保持一致，其余区间内的公司数量均比上年有所增加，总比重达到了 54.87%，可以看出 2015 年西部地区上市公司投资活动营运资金占比情况有所上升。

（二）西部地区上市公司分渠道的经营活动营运资金配置分析

1. 地区层面

如表 31－3 和图 31－3 所示，从渠道的角度分析西部地区经营活动营运资金总体水平，2015 年采购渠道营运资金期末余额为－3 320.40 亿元，比 2014 年减少 43.81 亿元；生产渠道营运资金期末余额为 2 453.56 亿元，比 2014 年增加 136.24 亿元；营销渠道营运资金期末余额为 3 634.64 亿元，比 2014 年增加 100.43 亿元。

表 31－3　　2014～2015 年西部地区经营活动营运资金渠道配置结构分析

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	地区总体	－3 276.59	－3 320.40	2 317.32	2 453.56	3 534.21	3 634.64	2 574.94	2 767.79
	地区平均	－9.72	－9.25	6.88	6.83	10.49	10.12	7.64	7.71
	最大值	42.63	29.37	515.96	537.26	201.92	191.83	341.94	391.42
	中位数	－1.55	－1.32	0.18	0.10	4.41	4.41	2.92	3.31
	最小值	－304.26	－321.20	－30.10	－42.97	－96.79	－67.93	－189.94	－146.08
	甘肃	－48.52	－85.02	134.83	97.16	154.83	233.09	241.14	245.24
	广西	－122.27	－75.65	13.81	16.33	276.56	247.65	168.10	188.33
	贵州	－73.36	－116.06	344.92	368.19	160.79	194.01	432.35	446.15
	内蒙古	－142.50	－171.35	－24.841	－23.43	163.62	150.73	－3.71	－44.05
	宁夏	13.00	4.25	3.20	5.58	69.11	73.66	85.31	83.49
	青海	－94.96	－137.67	1.76	－11.80	123.92	76.34	30.72	－73.13
	陕西	－400.96	－425.07	129.85	134.08	455.96	479.30	184.84	188.31
	四川	－736.56	－795.76	698.41	636.60	640.87	724.18	602.71	565.02
	西藏	5.23	－0.67	45.57	27.93	44.74	36.32	95.54	63.58
	新疆	－450.42	－582.94	79.83	82.13	458.39	563.44	87.80	62.62
	云南	－237.39	－311.48	371.04	382.23	418.04	449.72	551.69	520.47
	重庆	－555.06	－622.98	705.10	738.54	289.65	406.21	439.69	521.77

续表

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
占比（%）	地区总体	-127.25	-119.97	90.00	88.65	137.25	131.32		
	地区平均	164.48	-344.27	-93.66	408.92	29.18	35.35		
	最大值	—	—	—	—	—	—		
	中位数	-7.34	-7.48	15.94	13.50	88.06	88.74		
	最小值	—	—	—	—	—	—		
	甘肃	-20.12	-34.67	55.91	39.62	64.21	95.05		
	广西	-72.74	-40.17	8.22	8.67	164.52	131.50		
	贵州	-16.97	-26.01	79.78	82.53	37.19	43.49		
	内蒙古	3 836.75	388.99	668.81	53.19	-4 405.56	-342.18		
	宁夏	15.24	5.09	3.75	6.68	81.01	88.23		
	青海	-309.15	188.25	5.72	16.14	403.43	-104.38		
	陕西	-216.92	-225.73	70.25	71.21	246.67	254.53		
	四川	-122.21	-140.84	115.88	112.67	106.33	128.17		
	西藏	5.48	-1.06	47.70	43.93	46.82	57.13		
	新疆	-512.99	-930.91	90.92	131.15	522.07	899.75		
	云南	-43.03	-59.85	67.25	73.44	75.77	86.41		
	重庆	-126.24	-119.40	160.36	141.54	65.88	77.85		
样本量		337	359	337	359	337	359		

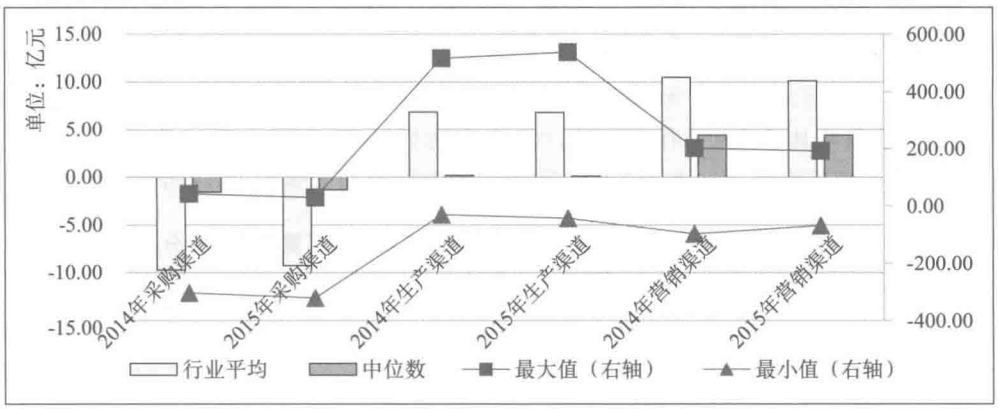


图 31-3　西部地区经营活动各渠道营运资金分布统计

从渠道的角度分析西部地区经营活动营运资金平均水平，2015 年采购渠道营运资金地区平均值为 -9.25 亿元，比 2014 年增加 0.47 亿元；生产渠道营运资金地区平均值为 6.83 亿元，比 2014 年减少 0.05 亿元；营销渠道营运资金地区平均值为 10.12 亿元，比 2014 年减少 0.37 亿元。

从渠道的角度分析西部地区经营活动营运资金占用量的最大值和最小值，2015 年采购渠道营运资金最大值为 29.37 亿元，比 2014 年减少 13.26 亿元，最小值为 -321.20 亿元，比 2014 年减少 16.94 亿元；生产渠道营运资金最大值为 537.26 亿元，比 2014 年增加 21.3 亿元，最小值为 -42.97 亿元，比 2014 年减少 12.87 亿元；营销渠道营运资金最大值为 191.83 亿元，比 2014 年减少 10.09 亿元，最小值为 -67.93 亿元，比 2014 年增加 28.86 亿元。对比 2015 年各渠道营运资金的最值，可以看出西部地区各渠道营运资金的最值与上年相比变动幅度较大。

从各省区（市）渠道的角度分析西部地区经营活动营运资金分布状况，2015 年西部地区年采购渠道营运资金总量前三名的是宁夏、西藏和广西，其金额分别为 4.25 亿元、-0.67 亿元、-75.65 亿

元，2014 年采购渠道营运资金总量前三名的是宁夏、西藏和甘肃，金额分别为 13.00 亿元、5.23 亿元、-48.52 亿元，通过比较可以发现，宁夏和西藏在 2015 年仍然保持在采购渠道营运资金总量的前两名，广西在 2015 年采购渠道营运资金增加 46.62 亿元，甘肃在 2015 年采购渠道营运资金减少 36.50 亿元，其余省区（市）中贵州、内蒙古、青海、陕西、四川、新疆、云南和重庆均有不同程度的减少。2015 年西部地区年生产渠道营运资金总量前三名的是重庆、四川和云南，其金额分别为 738.54 亿元、636.60 亿元、382.23 亿元，2014 年生产渠道营运资金总量前三名的是重庆、四川、云南，金额分别为 705.10 亿元、698.41 亿元、371.04 亿元，通过比较可以发现，重庆、四川和云南在 2015 年仍然保持在生产渠道营运资金总量的前三名，其中四川和云南的总量均有所增加，而四川的总量比上年减少，其余省区（市）中甘肃、青海、西藏均有不同程度的减少，剩下的省区（市）有所增加。2015 年西部地区年营销渠道营运资金总量前三名的是四川、新疆和云南，其金额分别为 724.18 亿元、563.44 亿元、449.72 亿元，2014 年营销渠道营运资金总量前三名的是四川、新疆和陕西，金额分别为 640.87 亿元、458.39 亿元、455.96 亿元，通过比较可以发现，四川和新疆在 2015 年仍然保持在营销渠道营运资金总量的前两名，并且均比上年有所增加，云南 2015 年营销渠道营运资金比上年增加 31.68 亿元，陕西 2015 年比上年增加 23.34 亿元。广西、内蒙古、青海、西藏 2015 年营销渠道营运资金比上年减少，其余省区（市）均有所增加。总体来看，西部地区绝大多数省区（市）采购渠道的营运资金为负值，生产渠道除青海是负数外其余均为正值，营销渠道各省区（市）也均为正值。

可见，采购渠道为企业提供营运资金，西部地区上市公司营运资金主要配置在生产渠道和营销渠道。

2. 企业层面

从西部地区上市公司采购渠道营运资金占比区间统计情况来看，如表 31-4 所示，2015 年区间小于或等于 0% 的上市公司数量最多，与上一年情况相同，但上市公司数量相比 2014 年增加了 13 家；2015 年区间（75%，100%］范围内的上市公司数量最少，而 2014 年大于 100% 区间内的上市公司数量最少。可以发现，在小于或等于 0%、（0%，25%］、（25%，50］、（50%，75%］这几个区间内，2015 年的上市公司数量均比 2014 年有所增加，总比重达到了 83.57%，而（75%，100%］区间内的上市公司数量比 2014 年有所减少，大于 100% 区间内的上市公司数量与 2014 年保持一致。

表 31-4　　2014～2015 年西部地区上市公司经营活动营运资金渠道配置结构情况分段统计

区间（%）	按采购渠道营运资金占比区间统计				按生产渠道营运资金占比区间统计				按营销活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	197	59.46	210	58.50	104	30.86	119	33.15	81	24.04	79	22.01
（0，25］	49	14.54	50	13.93	97	28.78	101	28.13	18	5.34	19	5.29
（25，50］	16	8.88	25	4.96	56	16.62	41	11.42	18	5.34	30	8.36
（50，75］	14	4.57	15	4.18	23	6.82	28	7.80	30	8.90	28	7.80
（75，100］	12	4.15	10	2.79	12	3.56	19	5.29	46	13.65	45	12.53
>100	49	3.56	49	13.65	45	13.35	51	14.21	144	42.73	158	44.01
总计	337	100	359	100	337	100	359	100	338	100	359	100

从西部地区上市公司生产渠道营运资金占比区间统计情况来看，2015 年在区间小于或等于 0% 内的上市公司数量最多，与上一年的情况相同，但上市公司数量比 2014 年增加了 15 家；2015 年区间（75%，100%］范围内的上市公司数量最少，与上一年的情况一致，但上市公司数量相比 2014 年增加了 7 家。可以发现，在（25%，50］这个区间内，2015 年的上市公司数量比 2014 年有所减少，其余区间内的公司数量均比上年有所增加，总比重达到了 88.58%。

从西部地区上市公司营销渠道营运资金占比区间统计情况来看，2015 年在大于 100% 这个区间内的上市公司数量最多，与上一年的情况相同，但上市公司数量比 2014 年增加了 14 家；2015 年区间

（0%，25%］范围内的上市公司数量最少，与上一年的情况一致，但上市公司数量相比 2014 年增加了 1 家。可以发现，在小于或等于 0%、（50%，75%］、（75%，100%］这个区间内，2015 年的上市公司数量比 2014 年有所减少，其余区间内的公司数量均比上年有所增加，总比重达到了 57.66%。

（三）西部地区上市公司分要素的经营活动营运资金配置分析

1. 地区层面

从要素角度来分析西部地区经营活动营运资金的总体分布，如表 31－5 和图 31－4 所示，2015 年西部地区存货期末余额为 5 697.84 亿元，比 2014 年减少 76.68 亿元；应收及预付款项期末余额为 6 060.31 亿元，比 2014 年增加 268.46 亿元；应付及预收款项期末余额为 8 990.35 亿元，比 2014 年减少 1.09 亿元。

表 31－5　　2014～2015 年西部地区经营活动营运资金的要素配置结构分析

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	地区总体	5 774.52	5 697.84	5 791.85	6 060.31	8 991.44	8 990.35	2 574.94	2 767.79
	地区平均	17.14	15.87	17.19	16.88	26.68	25.04	7.64	7.71
	最大值	629.94	732.09	321.37	318.11	572.00	574.76	341.94	391.42
	中位数	3.44	3.14	6.51	6.32	6.89	7.29	2.92	3.31
	最小值	0.00	0.00	0.08	0.07	0.05	0.04	－189.94	－146.08
	甘肃	370.80	303.82	129.76	165.72	160.16	164.03	241.14	245.24
	广西	212.60	195.77	228.27	201.52	261.58	200.69	168.10	188.33
	贵州	558.36	610.22	259.29	336.14	204.53	220.47	432.35	446.15
	内蒙古	141.39	131.62	138.01	150.30	248.71	269.31	－3.71	－44.05
	宁夏	79.22	71.35	47.58	49.53	43.79	39.42	85.31	83.49
	青海	101.12	98.11	95.07	85.63	148.30	181.26	30.72	－73.13
	陕西	432.11	440.48	484.81	512.14	592.51	616.35	184.84	188.31
	四川	1 255.00	1 204.91	1 114.22	1 182.77	1 186.10	1 223.89	602.71	565.02
	西藏	109.78	99.94	26.09	26.77	22.31	20.37	95.54	63.58
	新疆	437.24	424.90	484.34	564.13	625.12	742.17	87.80	62.62
	云南	823.59	849.12	231.90	271.09	451.44	506.19	551.69	520.47
	重庆	1 101.77	1 267.59	412.86	499.42	659.97	745.08	439.69	521.77
占比（%）	地区总体	224.26	205.86	224.93	218.96	349.19	324.82		
	地区平均	－189.60	－1 672.14	－193.17	－1 167.74	－482.77	－2 939.88		
	最大值	—	—	—	—	—	—		
	中位数	55.19	49.13	95.06	101.96	64.61	70.58		
	最小值	—	—	—	—	—	—		
	甘肃	153.77	123.89	53.81	67.58	66.42	66.89		
	广西	126.47	103.95	135.79	107.00	155.61	106.56		
	贵州	129.15	136.78	59.97	75.34	47.31	49.42		
	内蒙古	－3 806.86	－298.79	－3 715.85	－341.19	－6 696.60	－611.38		
	宁夏	92.86	85.46	55.77	59.33	51.34	47.22		
	青海	329.20	－134.16	309.49	－117.08	482.80	－247.86		
	陕西	233.77	233.92	262.28	271.97	320.55	327.31		
	四川	208.23	213.25	184.87	209.33	196.79	216.61		
	西藏	114.90	157.19	27.31	42.10	23.35	32.03		
	新疆	497.98	678.53	551.63	900.86	711.97	1 185.18		
	云南	149.28	163.14	42.03	52.09	81.83	97.26		
	重庆	250.58	242.94	93.90	95.72	150.10	142.80		
样本量		337	359	337	359	337	359		

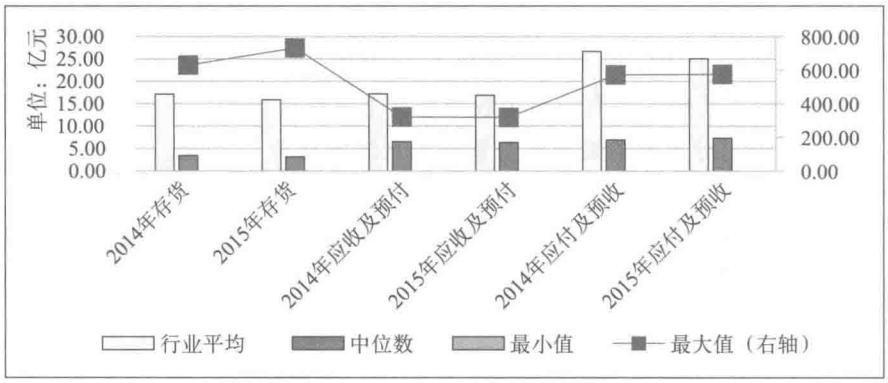


图 31－4　西部地区经营活动各要素营运资金分布统计图

从要素的角度分析西部地区经营活动营运资金平均水平，如表 31－5 所示，2015 年存货地区平均值为 15.87 亿元，比 2014 年减少 1.27 亿元；应收及预付款项地区平均值为 16.88 亿元，比 2014 年减少 0.31 亿元；应付及预付款项地区平均值为 25.04 亿元，比 2014 年减少 1.64 亿元。对比 2015 年各要素营运资金总额，可以看出西部地区各要素营运资金的平均占用量相比 2014 年变化不大。

从要素的角度分析西部地区经营活动营运资金占用量的最大值和最小值，2015 年存货最大值为 732.09 亿元，比 2014 年增加 102.15 亿元，最小值为 0.00 亿元，与 2014 年相同；应收及预付款项最大值为 318.11 亿元，比 2014 年减少 3.26 亿元，最小值为 0.07 亿元，比 2014 年减少 0.01 亿元；应付及预收款项最大值为 574.76 亿元，比 2014 年增加 2.76 亿元，最小值为 0.04 亿元，比 2014 年减少 0.01 亿元。对比 2015 年各要素营运资金最值，可以看出西部地区各要素营运资金的最值与上年相比变动幅度不大。

从各省区（市）要素的角度分析西部地区经营活动营运资金分布状况，2015 年西部地区年存货总量前三名的是重庆、四川、云南，其金额分别为 1 267.59 亿元、1 204.91 亿元、849.12 亿元，2014 年存货总量前三名的是四川、重庆、云南，金额分别为 1 255.00 亿元、1 101.77 亿元、823.59 亿元，通过比较可以发现，四川、重庆和云南在 2015 年仍然保持在存货总量的前三名，其中重庆和云南的总量均有所增加，而四川的总量比上年减少。其他省区（市）中甘肃、广西、内蒙古、宁夏、青海、西藏、新疆这几个省区（市）2015 年存货总量均比上年减少，贵州和陕西 2015 年存货总量比上年有所增加。2015 年西部地区年应收及预付款项总量前三名的是四川、新疆、陕西，其金额分别为 1 182.77 亿元、564.13 亿元、512.14 亿元，2014 年应收及预付款项总量前三名的是四川、陕西、新疆，金额分别为 1 114.22 亿元、484.81 亿元、484.34 亿元，通过比较可以发现，四川、新疆和陕西在 2015 年仍然保持在应收及预付款项总量的前三名，并且均比 2014 年有所增加。其余省区（市）中广西、青海 2015 年应收总量比上年有所减少，其余省区（市）均有所增加。2015 年西部地区应付及预付款项总量前三名的是四川、重庆、新疆，金额分别为 1 223.89 亿元、745.08 亿元、742.17 亿元，2014 年应付及预收款项总量前三名的是四川、重庆和新疆，金额分别为 1 186.10 亿元、659.97 亿元、625.12 亿元，通过比较可以发现，这三个省区（市）在 2015 年仍然保持在营销渠道营运资金总量的前三名，并且总量均比上年有所增加。

2. 企业层面

从西部地区上市公司存货占比区间统计情况来看，如表 31－6 所示，2015 年小于或等于 0% 和大于 100% 这两个区间范围内的上市公司数量最多，均为 95 家，而 2014 年在大于 100% 区间内的上市公司数量最多，为 98 家；2015 年在区间（0%，25%］范围内的上市公司数量最少，与上一年的情况相同，但上市公司数量相比 2014 年增加了 4 家。可以发现，在小于或等于 0%、（0%，25%］（25%，50%］、（50%，75%］、（75%，100%］这几个区间内，2015 年的上市公司数量均比 2014 年有所增加，总比重达到了 73.54%，而在大于 100% 这个区间内，2015 年的上市公司数量均比 2014 年有所减少。

表 31 - 6　　2014 ~ 2015 年西部地区上市公司经营活动营运资金要素配置结构情况分段统计

区间（%）	按存货占比区间统计				按应收及预付款项占比区间统计				按应付及预收款项占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	89	26.41	95	26.46	89	26.41	92	25.63	89	26.41	92	25.63
（0，25］	29	8.61	33	9.19	9	2.67	11	3.06	15	4.45	20	5.57
（25，50］	45	13.35	55	15.32	15	4.45	14	3.90	43	12.76	40	11.14
（50，75］	43	12.76	45	12.53	23	6.82	22	6.13	41	12.17	35	9.75
（75，100］	33	9.79	36	10.03	40	11.87	36	10.03	33	9.79	35	9.75
>100	98	29.08	95	26.46	161	47.77	184	51.25	116	34.42	137	38.16
总计	337	100	359	100	337	100	359	100	337	100	359	100

从西部地区上市公司应收及预付款项占比区间统计情况来看，如表 31 - 6 所示，2015 年大于 100% 区间内的上市公司数量最多，与上一年的情况相同，但上市公司数量比 2014 年增加了 23 家；2015 年区间（0%，25%］范围内的上市公司数量最少，与上一年的情况一致，但上市公司数量相比 2014 年增加了 3 家。可以发现，在小于或等于 0%、（0%，25%］、大于 100% 这些区间内，2015 年的上市公司数量比 2014 年有所增加，比重达到了 79.94%，其余区间内的公司数量均比上年有所减少。

从西部地区上市公司应付及预收款项占比区间统计情况来看，如表 31 - 6 所示，2015 年大于 100% 这个区间内的上市公司数量最多，与上一年的情况相同，但上市公司数量比 2014 年增加了 21 家；2015 年区间（0%，25%］范围内的上市公司数量最少，与上一年的情况一致，但上市公司数量相比 2014 年增加了 5 家。可以发现，在小于或等于 0%、（0%，25%］、（75%，100%］、大于 100% 这几个区间内，2015 年的上市公司数量比 2014 年有所增加，总比重达到了 79.11%，其余区间内的公司数量均比上年有所减少。

四、西部地区上市公司营运资金管理绩效分析

（一）西部地区上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额分析

通过表 31 - 7 可以看出，2015 年的西部地区企业的经营活动营运资金节约额为 - 460.25 亿元，即西部地区企业并没有真正实现经营活动营运资金的节约，而与 2014 年西部地区总体经营活动营运资金占用水平相比，从平均值、最大值、最小值和中位数来说都没有明显变化。地区总体占用水平为 0.15，比 2014 年的 0.14 增加了 0.01；地区平均占用水平为 0.37，比 2014 年的 0.32 增加了 0.05；占用水平的最大值和最小值以及中位数变化都较小。

表 31 - 7　　2014 ~ 2015 年东部地区上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额

项　目	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约额（亿元）
	2014 年	2015 年	
行业总体	0.14	0.15	- 460.25
行业平均	0.32	0.37	—
最大值	6.31	5.90	—
中位数	0.23	0.25	—
最小值	- 1.68	- 2.57	—
样本量	337	359	—

（二）西部地区上市公司分渠道的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 地区层面分渠道的营运资金管理绩效分析

表 31 - 8 列示了 2014 年和 2015 年西部地区及各省区（市）上市公司按渠道划分的经营活动营运

资金周转期。从整体经营活动营运资金周转期来看，西部地区整体2015年按渠道划分的经营活动营运资金周转期较2014年略有上升，总体营运资金管理绩效较2014年略有下降。其中采购渠道营运资金周转期降低较明显，而生产、营销渠道营运资金周转期都有不同程度的增加，生产渠道营运资金周转期变化明显，这表明西部地区整体的营运资金管理绩效有下降的趋势。

表31-8　　2014~2015年西部地区各渠道营运资金周转期　　单位：天

项目	采购渠道营运资金周转期		生产渠道营运资金周转期		营销渠道营运资金周转期		经营活动营运资金周转期（按渠道）	
	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年
甘肃	-7	-26	34	22	43	175	70	171
广西	-25	-43	13	26	77	144	65	128
贵州	-16	-45	116	38	32	139	132	132
内蒙古	-89	-19	-7	49	71	271	-25	301
宁夏	13	-28	11	-77	107	237	131	133
青海	-48	-52	4	-6	75	124	31	66
陕西	-82	-80	29	18	87	143	34	81
四川	-51	-59	37	32	50	130	37	103
西藏	8	-11	2	134	61	137	71	259
新疆	-82	-68	10	47	85	114	12	94
云南	-22	-71	45	144	59	108	81	181
重庆	-98	-65	106	103	39	111	47	149
地区整体	-53	-61	39	49	61	68	47	57

（1）采购渠道营运资金周转期分析。如表31-9、图31-5所示，西部地区2011~2015年采购渠道营运资金周转期一直为负数并呈现逐年缩短的趋势，说明通过采购渠道占用其他单位和个人的营运资金来为上市公司提供营运资金，且2011~2015年采购渠道营运资金的管理效率逐步提升。

表31-9　　2011~2015年西部地区各渠道营运资金周转期　　单位：天

项　目	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年
经营活动营运资金（按渠道）周转期	47	50	44	46	57
采购渠道营运资金周转期	-20	-28	-37	-53	-61
生产渠道营运资金周转期	31	32	32	39	49
营销渠道营运资金周转期	36	46	49	60	68

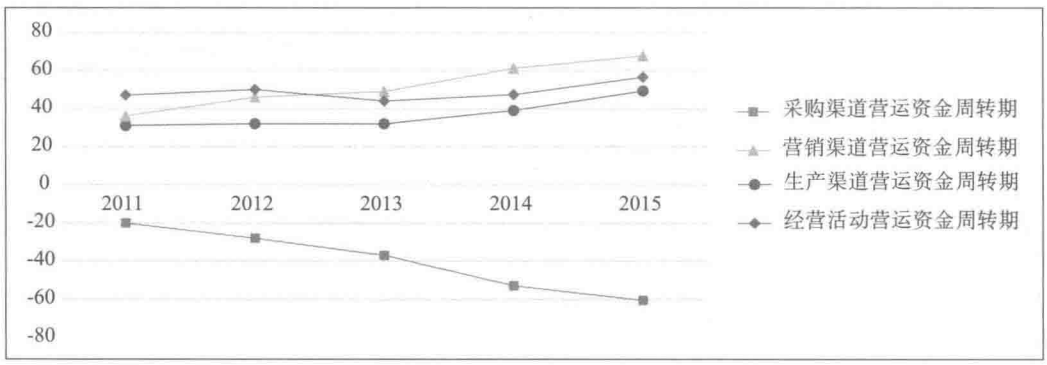


图31-5　2011~2015年西部地区各渠道营运资金周转期趋势

（2）生产渠道营运资金周转期分析。如表 31 - 9、图 31 - 5 所示，西部地区 2011 ~ 2015 年生产渠道营运资金周转期先延长，2013 年与 2012 年保持一致，然后继续逐年延长，总体而言上市公司生产渠道营运资金的管理效率逐年下降。究其原因，一方面是西部地区上市公司转型不到位，生产技术相对落后；另一方面是存货周转期持续延长，造成资金占用和产品积压。

（3）营销渠道营运资金周转期分析。如表 31 - 9、图 31 - 5 所示，西部地区 2011 ~ 2015 年营销渠道营运资金周转期呈现逐年延长的趋势，说明上市公司营销渠道营运资金的管理效率逐年下降。

2. 企业层面分渠道的营运资金管理绩效分析

经过对 2015 年西部地区与 2014 年该行业上市公司按照代码相同的原则进行匹配后发现，2014 年与 2015 年两年内西部地区的可比样本数量为 318 家，本年度可比样本数量有所减少。西部地区各渠道营运资金周转绩效变化统计见表 31 - 10。

表 31 - 10　　2014 ~ 2015 年西部地区各渠道营运资金管理绩效变化统计

项目		采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短（家）	192	127	85	123
	缩短占比（%）	60.38	39.94	26.73	38.68
	基本不变（家）	59	40	68	57
	基本不变占比（%）	18.55	12.58	21.38	17.92
	延长（家）	67	151	165	138
	延长占比（%）	21.07	47.48	51.89	43.40
可比样本总数		318			

（1）采购渠道营运资金周转期分析。对西部地区采购渠道营运资金周转期变化统计，2015 年西部地区上市公司中有 192 家周转期缩短，占比 60.38%；有 59 家周转期基本不变，占比 18.55%；有 67 家周转期延长，占比 21.07%。绝大多数企业的周转期呈现缩短或者基本不变的态势，说明大多数上市公司采购渠道营运资金周转情况得以改善或者基本保持稳定。

（2）生产渠道营运资金周转期分析。对西部地区生产渠道营运资金周转期变化统计，2015 年西部地区上市公司中有 127 家周转期缩短，占比 39.94%；有 40 家周转期基本不变，占比 12.58%；有 151 家周转期延长，占比 47.48%。从公司数量上来看，西部地区大多数上市公司的生产渠道营运资金管理状况有所延长或基本保持稳定，但结合表 31 - 10 中的数据可知，地区整体的生产渠道营运资金周转效率有所下降，说明西部地区上市公司仍然在生产渠道营运资金管理方面有待提高，需结合各省区（市）在 2015 年的实际发展情况和政策优势加以改善。

（3）营销渠道营运资金周转期分析。对西部地区营销渠道营运资金周转期变化统计，2015 年西部地区上市公司中有 123 家周转期缩短，占比 38.68%；有 57 家周转期基本不变，占比 17.92%；有 138 家周转期延长，占比 43.40%。绝大多数企业的周转期呈现出延长的态势，说明大多数上市公司营销渠道营运资金周转情况有所恶化。

（三）西部地区上市公司分要素的营运资金管理绩效分析

1. 地区层面分要素的营运资金管理绩效分析

（1）存货周转期分析。从西部地区存货营运资金周转期整体来看，如表 31 - 11 所示，2015 年周转期为 113 天，比 2014 年延长了 9 天，说明 2014 ~ 2015 年周转率有所下降，存货营运资金管理绩效总体上呈恶化趋势。从各省区（市）存货营运资金周转期来看，2015 年周转期较短的前三个省区（市）分别是内蒙古、陕西、贵州，周转期分别为 80 天、104 天、108 天，相比而言，2014 年周转期较短的前三个省区（市）分别是青海、西藏和内蒙古，其周转期分别为 56 天、63 天、70 天，甘肃、广西、内蒙古、宁夏、青海、陕西、四川、西藏、新疆和云南的存货周转期均比上年有延长，其余省区

（市）有所缩短。总体看来，西部地区大多数省区（市）的存货营运资金周转效率有所恶化。分析其原因，西部地区的自然资源丰富，生产技术相对落后，再加上西部地区对人才的吸引力度较小，创新力度亟待提高，导致产品的竞争能力不高，产品积压，周转期延长。

表 31－11　　2014～2015 年西部地区各要素周转期　　单位：天

项目	存货周转期		应收账款周转期		应付账款周转期		经营活动营运资金周转期（按要素）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
甘肃	96	174	56	109	82	89	70	193
广西	72	127	97	104	104	86	65	145
贵州	190	108	131	138	189	87	132	158
内蒙古	70	80	97	94	192	92	－25	82
宁夏	128	207	120	125	118	142	131	190
青海	56	117	111	102	136	111	31	108
陕西	95	104	135	129	195	116	34	116
四川	87	112	117	133	168	96	37	148
西藏	63	372	113	66	105	41	71	396
新疆	76	158	133	91	196	115	12	134
云南	110	254	63	82	91	112	81	224
重庆	191	189	99	92	244	99	47	183
地区整体	104	113	68	77	92	95	80	94

（2）应收账款周转期分析。从西部地区应收账款营运资金周转期整体来看，如表 31－11 所示，2015 年周转期为 77 天，比 2014 年延长了 9 天，说明 2014～2015 年周转率有所下降，应收账款营运资金管理绩效总体上呈恶化趋势。从各省区（市）应收账款营运资金周转期来看，2015 年周转期较短的前三个省区（市）分别是西藏、云南、重庆，周转期分别为 66 天、82 天、92 天，相比而言，2014 年周转期较短的前四个省区（市）分别是甘肃、云南、广西和内蒙古，其周转期分别为 56 天、63 天、97 天和 97 天。甘肃、广西、贵州、宁夏、四川、云南 2015 年应收账款周转期比上年延长，其余省区（市）有所缩短。总体看来，西部地区绝大多数省区（市）的应收账款营运资金周转期都有所延长，分析其原因，大环境下经济不景气使得上市公司客户的偿还应付账款的能力下降，致使上市公司应收账款周转期延长。

（3）应付账款周转期分析。从西部地区应付账款营运资金周转期整体来看，如表 31－11 所示，2015 年周转期为 95 天，比 2014 年延长了 3 天，说明 2014～2015 年周转率有所上升，应付账款营运资金管理绩效总体上呈改善趋势。从各省区（市）应付账款营运资金周转期来看，2015 年周转期较短的前三个省区（市）分别是西藏、广西和贵州，周转期分别为 41 天、86 天、87 天，相比而言，2014 年周转期较短的前三个省区（市）分别是甘肃、云南和广西，其周转期分别为 82 天、91 天、104 天。甘肃、宁夏、云南三个省区（市）的应付账款周转期比上年延长，其余省区（市）周转期缩短。总体看来，西部地区绝大多数省区（市）的应付账款营运资金周转期都有所缩短。

（4）存货周转期趋势分析。如表 31－12、图 31－6 所示，西部地区 2011～2012 年存货周转期呈现延长趋势，随后在 2013 年缩短，然后在 2014～2015 年持续延长，表明上市公司在 2013 年对于存货的管理力度有所加大，其管理效率有所改善，但随后的几年内存货营运资金管理开始恶化，说明企业并没有完全消除金融危机的影响。

表 31 - 12　　2011 ~ 2015 年西部地区各要素周转期　　单位：天

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
现金周转期	83	84	79	80	94
存货周转期	94	98	97	104	113
应收账款周转期	54	60	60	68	77
应付账款周转期	65	74	78	92	95

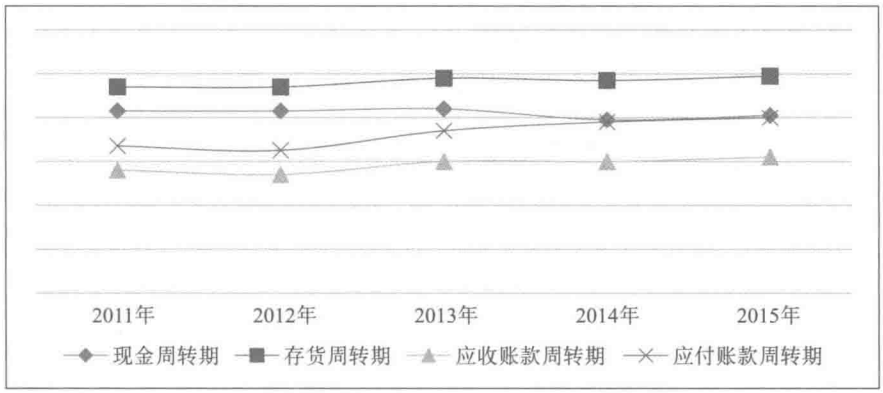


图 31 - 6　2011 ~ 2015 年西部地区各要素周转期趋势

（5）应收账款周转期趋势分析。如表 31 - 12、图 31 - 6 所示，在 2011 ~ 2015 年应收账款周转期先延长、后平稳，然后再延长，表明上市公司 2013 年的应收账款营运资金管理效率基本保持稳定，总体而言应收账款营运资金管理效率有所降低。

（6）应付账款周转期趋势分析。如表 31 - 12、图 31 - 6 所示，2011 ~ 2015 年西部地区各省区（市）应付账款周转期持续延长，说明上市公司应付账款的偿还速度减慢，应付账款的管理效率提高。上市公司可以将供应商的营运资金来用于生产渠道和营销渠道营运资金的使用。

2. 企业层面分要素的营运资金管理绩效分析

匹配 2014 年和 2015 年西部地区样本，共获得可比样本 359 家。西部地区各渠道营运资金周转绩效变化统计见表 31 - 13。

表 31 - 13　　2014 ~ 2015 年西部地区经营活动营运资金各要素管理绩效变化统计

项目		存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短（家）	76	70	65	108
	缩短占比（%）	23.90	22.01	20.44	33.96
	基本不变（家）	107	76	92	76
	基本不变占比（%）	33.65	23.90	28.93	23.90
	延长（家）	135	172	161	134
	延长占比（%）	42.45	54.09	50.63	42.14
可比样本总数		359			

（1）存货周转期分析。对西部地区存货营运资金周转期变化统计，2015 年西部地区上市公司中有 76 家周转期缩短，占比 23.90%；有 107 家周转期基本不变，占比 33.65%；有 135 家周转期延长，占比 42.45%。绝大多数企业的周转期呈现延长或者基本不变的态势，说明大多数上市公司存货营运资金周转情况基本不变或恶化。

（2）应收账款周转期分析。对西部地区应收账款营运资金周转期变化统计，2015 年西部地区上市

公司中有 70 家周转期缩短，占比 22.01%；有 76 家周转期基本不变，占比 23.90%；有 172 家周转期延长，占比 54.09%。绝大多数企业的周转期呈现延长或者基本不变的态势，说明大多数上市公司应收账款营运资金周转情况恶化或基本保持稳定。

（3）应付账款周转期。对西部地区应付账款营运资金周转期变化统计，2015 年西部地区上市公司中有 65 家周转期缩短，占比 20.44%；有 92 家周转期基本不变，占比 28.93%；有 161 家周转期延长，占比 50.63%。过半企业的周转期呈现延长或者基本不变的态势，说明大多数上市公司应付账款营运资金周转情况得以改善或者基本保持稳定。

五、2015 年西部地区上市公司资金回报分析

2014～2015 年西部地区上市公司资金回报率统计如表 31－14 所示。

表 31－14　　2014～2015 年西部地区资金回报率统计分析

项目	总资金回报率（%）		经营活动资金回报率（%）		投资活动资金回报率（%）		金融经营活动资金回报率（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
地区总体	6.82	6.10	7.21	6.34	5.48	5.21	－80.41	－62.97
地区平均	6.21	6.08	－8.77	2.71	5.29	3.32	1.45	1.59
最大值	284.66	103.39	811.79	264.01	513.70	76.80	29.44	30.13
中位数	5.58	5.51	6.21	5.86	0.52	0.74	0.00	0.00
最小值	－172.80	－56.16	－5 770.70	－2 466.77	－264.49	－83.87	－47.07	－33.84
样本量	337	359	337	359	337	359	15	18
甘肃	6.31	－0.15	7.73	－1.05	1.72	3.05	－	－
广西	5.66	6.77	6.40	7.63	3.97	4.57	0.00	0.00
贵州	18.37	16.50	25.01	22.97	0.35	0.42	－17.67	－14.44
内蒙古	8.23	8.37	8.77	9.65	5.16	4.17	－	－
宁夏	2.56	－0.34	2.11	－0.78	5.76	2.39	0.00	4.28
青海	4.50	2.19	5.24	2.80	1.23	－0.01	0.00	0.00
陕西	5.63	4.61	7.10	5.96	1.96	1.33	－47.07	－35.22
四川	5.56	7.05	5.58	7.51	5.53	6.25	4.47	1.91
西藏	6.70	7.23	8.08	9.10	2.01	2.13	0.00	0.00
新疆	5.17	3.82	5.56	4.46	3.63	1.78	27.31	11.52
云南	3.79	2.85	3.85	3.02	3.51	2.04	0.00	0.00
重庆	9.45	10.68	6.10	7.23	15.53	16.21	18.54	22.71

从资金回报率的地区总体水平来看，2015 年的总资金回报率为 6.10%，与 2014 年相比，下降 0.72 个百分点，表明西部地区总体资金回报水平有小幅下降的趋势。就经营活动和投资活动资金回报率而言，其变动趋势与总资金回报率类似，有小幅度下降，但是 2015 年的金融经营活动资金回报率为 －62.97%，与 2014 年的 －80.41% 相比，上升幅度较大，表明西部地区上市公司金融经营活动资金回报率有上升趋势，金融经营活动有进一步的发展空间。

从资金回报率的地区平均水平来看，2015 年的总资金回报率为 6.08%，与 2014 年相比，呈现一定程度的下降趋势。就经营活动资金回报率而言，2015 年为 2.71%，较 2014 年的 －8.77% 相比，出现了较大增长；就投资活动资金回报率而言，与 2014 年相比有近 2 个百分点的下降，表明西部地区营业活动的资金回报率水平有下降的趋势；金融经营活动资金回报率较 2014 年相比有小幅度增长。

从最大值和最小值来看，2015 年较 2014 年，总资金回报率的最大值大幅下降、最小值大幅上升，表明西部地区总体资金回报率的波动幅度呈现缩小趋势。就经营活动和金融经营活动资金回报率而言，呈现相同趋势——最大值大幅下降、最小值大幅上升；投资活动资金回报率最大值变化不大，而最小值有一定幅度上升，主要原因是外部市场经济环境呈现一定的波动性，对企业营业活动的资金回报水平产生影响。因此，从总体上来说，西部地区总资金回报率水平适中，经营活动资金回报率水平较高，

金融经营活动资金回报率水平有所提高。

对 2015 年各省区（市）的总资金回报率进行分析，与 2014 年总体对比，各省区（市）该指标变化趋势不一，其中贵州该指标最大，为 16.50%；宁夏该指标最小，为 -0.34%。与 2014 年相比，大约 58.33% 的省区（市）总资金回报率呈现一定的下降趋势，其中宁夏的下降幅度最大，达到 -113.28%；四川的上升幅度最大，达到 26.85%，这与行业总体水平的下降趋势相吻合，而 2015 年各省区（市）的经营活动资金回报率也呈现出类似的变动趋势。

对 2015 年各省区（市）的投资活动资金回报率进行分析，与 2014 年总体对比，各省区（市）该指标变化趋势不一，其中重庆该指标最大，为 16.21%；青海该指标最小，为 -0.01%。与 2014 年相比，甘肃该指标显著上升，上升幅度达到 77.32%；青海投资活动资金回报率显著下降，下降幅度达到 -100.81%，说明投资活动受到经济状况变动的冲击较大。

对 2015 年各省区（市）的金融经营活动资金回报率进行分析，重庆金融经营活动资金回报率最大，为 22.71%，且与 2014 年总体对比，该指标显著上升，上升幅度高达 22.50%，说明该市发展金融经营活动的市场环境良好。与此形成鲜明对比，湖北该指标的下降幅度达到 57.20%。

如图 31 -7、图 31 -8、图 31 -9、图 31 -10 所示，2015 年西部地区上市企业的总资金占用规模比较大，基本分布在区间［100，100 000］上，总资金报酬率基本分布在区间［ -0.2，0.2］上；经营活动资金占用大部分分布在区间［0，10 000］上，但是也有少数企业资金占用规模达到 6 千万元左右，而经营活动资金报酬率基本分布在区间［ -1，1］上；投资活动资金占用大部分分布在区间［100，10 000］上，投资活动资金报酬率基本分布在区间［0，0.2］上；金融经营活动资金占用分布较为零散，大部分分布在区间［10，1 000］上，而金融经营活动资金报酬率基本分布在区间［0，0.1］上。由此可以看出，西部地区上市公司资金占用与资金报酬率水平都比较稳定。

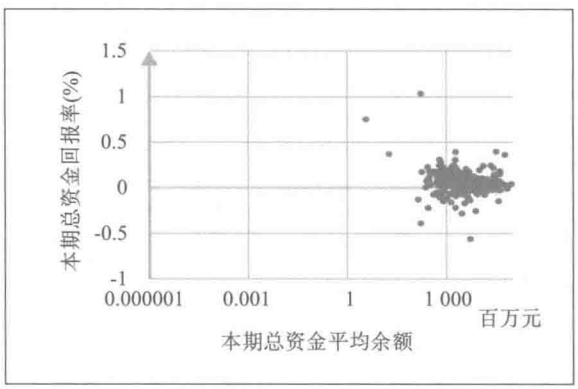


图 31 -7　西部地区 2015 年总资金占用与总资金报酬率散点

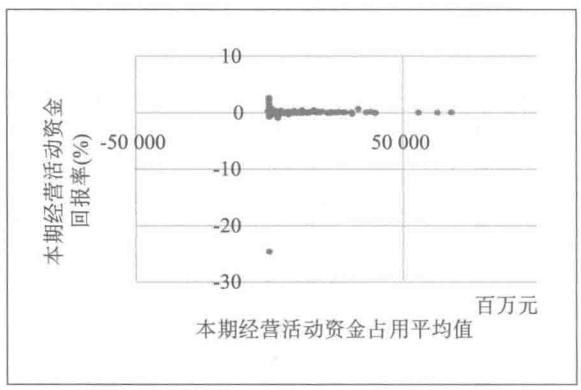


图 31 -8　西部地区 2015 年经营活动资金占用与经营活动资金报酬率散点

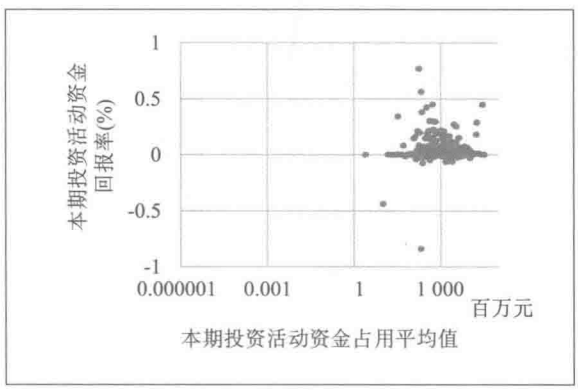


图 31 -9　西部地区 2015 年投资活动资金占用与投资活动资金报酬率散点

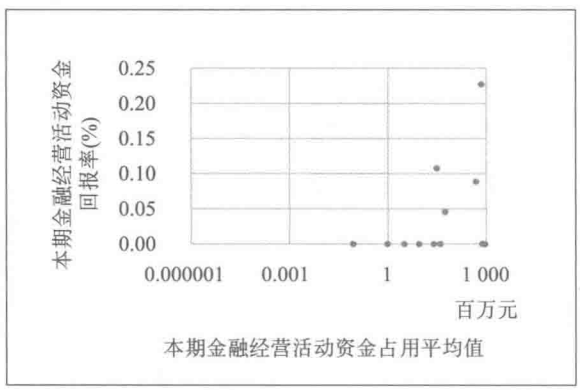


图 31 -10　西部地区 2015 年金融活动资金占用与金融经营活动资金报酬率散点

六、2015 年西部地区上市公司融资结构与财务风险分析

（一）总资金融资结构与长期财务风险分析

1. 地区层面

借入资金与自有资金占比分别指的是企业借入资金与自有资金为企业总资金提供的资金数量。一般来说，前者比例越高，表明借入资金为企业总资金提供的资金比例越高，相应的财务风险也就越大。在营运资金报告中对西部地区的分析中，加入该考核指标，并将 2014 年年末与 2015 年年末的值进行对比，能在很大程度上反映西部地区企业总资金的来源情况。

对 2014～2015 年西部地区总资金融资结构与财务杠杆统计分析，如表 31－15、图 31－11、图 31－12 所示，较 2014 年借入资金、自有资金占比和财务杠杆而言，2015 年西部地区借入资金占比的地区总体和平均水平都有轻微下降，而自有资金占比则都有轻微上升，并且财务杠杆有一定上升幅度。从最大值和最小值来看，借入资金占比最大值显著下降，最小值无变动；自有资金占比最大值变动不大，最小值显著上升；财务杠杆最大值显著下降，最小值显著上升。这表明在西部地区上市公司的总资金融资结构中，借入资金占比有一定的下降趋势，自有资金占比有上升趋势；虽然个别企业面临的财务风险极大地降低了，但是企业通过债务融资的整体比例仍有所上升，增大了企业面临的财务风险。

表 31－15　　2014～2015 年西部地区总资金融资结构与财务杠杆统计分析

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
地区总体	45.89	44.16	54.11	55.84	1.42	1.46
地区平均	33.05	29.45	66.95	70.55	1.05	1.39
最大值	425.07	164.70	110.23	100.00	39.30	9.68
中位数	28.76	23.63	66.98	73.02	1.15	1.08
最小值	0.00	0.00	－398.76	－70.39	－171.03	－9.25
样本量	337	359	337	359	337	359
甘肃	49.45	45.70	50.55	54.30	1.49	0.07
广西	52.05	49.86	47.95	50.14	1.93	1.73
贵州	30.40	30.43	69.60	69.57	1.07	1.08
内蒙古	48.33	41.48	51.67	58.52	1.42	1.40
宁夏	49.01	52.80	50.99	47.20	－10.09	0.11
青海	60.37	57.18	39.63	42.82	1.65	6.48
陕西	30.55	28.96	69.45	71.04	1.53	1.44
四川	38.88	35.12	61.12	64.88	1.36	1.23
西藏	41.08	35.35	58.92	64.65	1.32	1.26
新疆	54.18	56.50	45.82	43.50	1.75	2.28
云南	61.33	59.83	38.67	40.17	7.05	－10.97
重庆	41.35	41.14	58.65	58.86	1.21	1.13

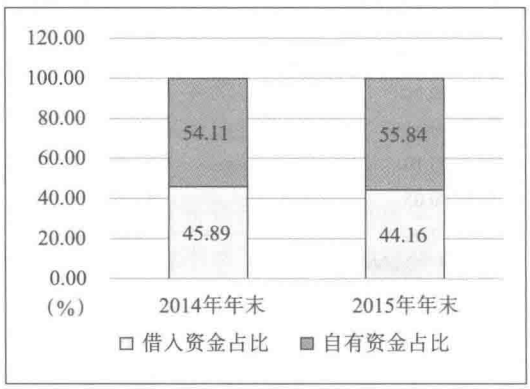


图 31－11　2014～2015 年西部地区上市公司总资金融资结构

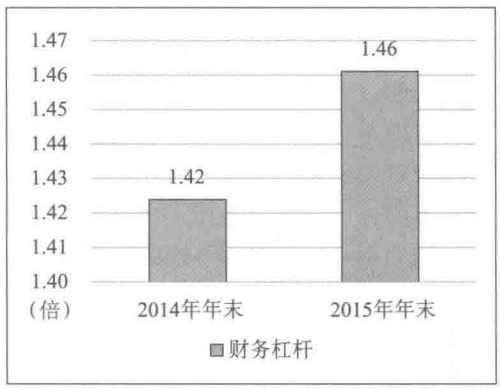


图 31－12　2014～2015 年西部地区财务杠杆

如表 31 - 15 所示，对 2015 年各省区（市）的借入资金占比进行分析，与 2014 年总体对比，各省区（市）该指标变趋势势不一。其中云南该指标最大，为 59.83%，陕西该指标最小，为 28.96%。与 2014 年相比，内蒙古借入资金占比显著下降，下降幅度达到 - 14.17%，说明该区域的财务风险显著下降。宁夏该指标显著上升，上升幅度达到 7.73%，说明该区域的财务风险显著增加。

对 2015 年各省区（市）的财务杠杆进行分析，与 2014 年总体对比，各省区（市）该指标变化趋势不一。其中青海该指标最大，为 6.48 倍，云南该指标最小，数值为 - 10.97。与 2014 年相比，云南财务杠杆系数显著下降，下降幅度高达 - 255.60%，说明其债务融资比例显著下降。青海该指标显著上升，上升幅度达到 292.73%，说明其债务融资比例显著增加，从而增大了所面临的财务风险。

2. 企业层面

2014 ~ 2015 年西部地区总资金融资结构分段统计情况如表 31 - 16 所示。从 2014 ~ 2015 年西部地区总资金融资结构分段统计表中分析得知，2015 年与 2014 年相比，借入资金占比指标值≤0 的公司数目有所增加，分别为 26 家和 30 家，相对应企业的借入资金为 0 或者总资金为负；在（0，25］这个区间内公司数目最多，且有所增加，这些企业的财务风险相对较小；在区间（25，50］和（50，75］内的公司数目较多，占总数的 44.85%，整体变化不大；借入资金占比 >100% 的公司数目无变化，相对应企业的借入资金涵盖所有营运资金的来源，风险较大。总体来看，借入资金占比小于 50% 的企业有 283 家，占可比样本企业的 78.83%，相比 2014 年有所增加，这表明虽然有小部分企业面临较高的融资风险，但是大部分企业的借入资金占比较低，财务风险较小。

表 31 - 16　　2014 ~ 2015 年西部地区总资金融资结构分段统计

比例区间（%）	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	26	7.72	30	8.36	4	1.19	4	1.11
（0，25］	121	35.91	155	43.18	16	4.75	14	3.90
（25，50］	107	31.75	98	27.30	83	24.63	70	19.50
（50，75］	70	20.77	63	17.55	100	29.67	103	28.69
（75，100］	10	2.97	10	2.79	133	39.47	168	46.80
>100	3	0.89	3	0.84	1	0.30	0	0.00
总计	337	100	359	100	337	100	359	100

如图 31 - 13 所示，西部地区上市企业的净资产基本分布在区间［0，10 000］上，较为集中；借入资金占比分布在区间［0，0.6］上的企业较多，少部分企业分布在区间［0.6，0.8］上。由此可得，西部地区上市企业所拥有的净资金差异不大，借入资金占比差异较大。

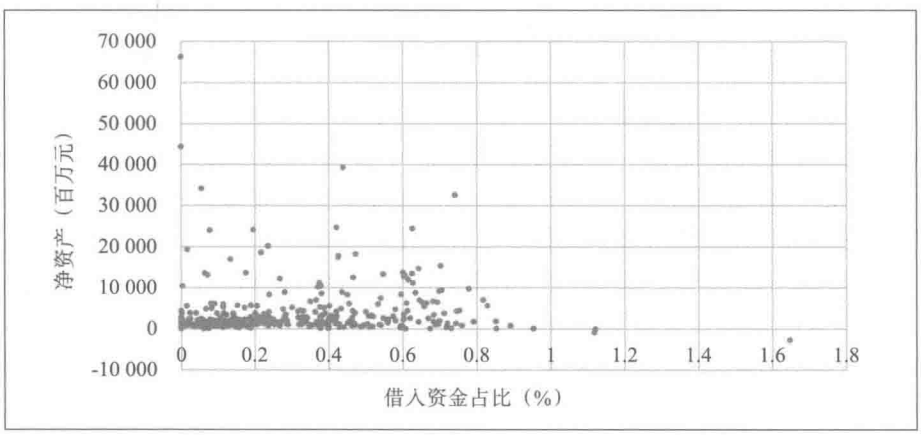


图 31 - 13　2015 年西部地区上市公司借入资金占比与净资产散点

从2014～2015年西部地区财务杠杆分段统计数据分析，如表31－17所示，2015年与2014年相比，财务杠杆在区间［1，1.5）的公司数目变化不大，分别为132家和137家，均占上市企业总数的1/3以上；在区间［1.5，2）和［2，3）上的公司数目相对较少，且比2014年有所下降；财务杠杆≥3的公司数目也相对较少，且比2014年有所下降。这表明西部地区大部分上市企业的财务杠杆系数较低，面临的财务风险较小，虽然有小部分企业财务杠杆较大，但是与2014年相比有下降趋势，面临较高财务风险的企业数目在减少。

表31－17　　2014～2015年西部地区财务杠杆分段统计

比例区间	财务杠杆			
	2014年年末		2015年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）
［1，1.5）	132	39.17	137	38.16
［1.5，2）	38	11.28	32	8.91
［2，3）	31	9.20	27	7.52
≥3	30	8.90	28	7.80
总计	337	100	359	100

如图31－14所示，西部地区大部分上市企业的净资产分布在区间［1，20 000］上，个别企业高达6千万元；财务杠杆主要分布在区间［0，3］上，极少数企业分布在数值±10附近。总体看来，西部地区绝大多数上市企业的净资产与财务杠杆分布较为集中。

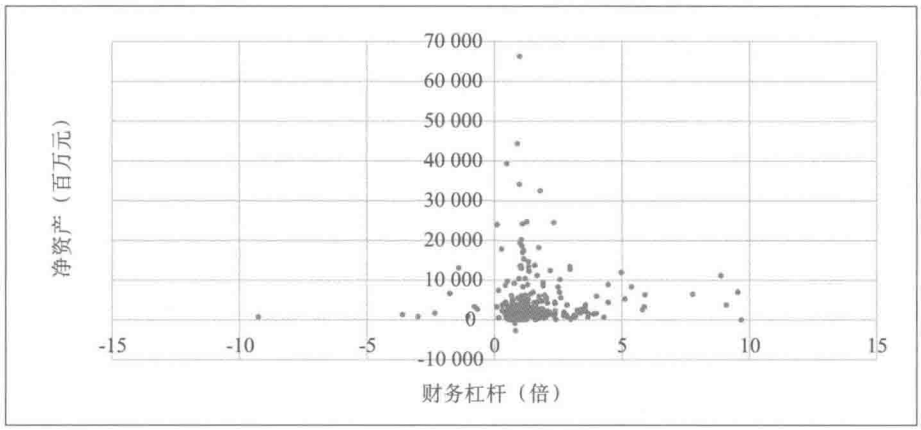


图31－14　2015年西部地区上市公司财务杠杆与净资产散点

（二）营运资金融资结构与短期财务风险分析

1. 地区层面

短期金融负债与营运资本占比分别指的是短期金融负债及营运资本为营运资金提供的资金数量，存在下列关系：短期金融性负债占比＋营运资本占比＝1。一般来说，前者比例越高，表明短期金融性负债为营运资金提供的资金比例越高，相应的财务风险也就越大。在营运资金报告中加入该考核指标，并将2015年期初值作为2014年期末值，也能在很大程度上反映营运资金的来源情况。

由表31－18和图31－15可知，较2014年短期金融性负债占比而言，2015年西部总体该指标有较大幅度（10个百分点）的降低，营运资本占比有较大幅度的增加。西部整体短期金融性负债占比的地区平均值、最大值和最小值均比2014年显著下降，说明西部地区企业短期性金融负债占比存在明显的下降趋势，企业面临的财务风险明显减少。

表 31 - 18　　2014 ~ 2015 年西部地区营运资金融资结构统计分析　　单位:%

项目	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
地区总体	77.57	67.29	22.43	32.71
地区平均	152.56	-14.62	-52.56	114.62
最大值	26 149.53	3 617.41	6 474.46	16 890.54
中位数	36.28	29.65	63.72	70.35
最小值	-6 374.46	-16 790.54	-26 049.53	-3 517.41
样本量	337	359	337	359
甘肃	78.16	80.13	21.84	19.87
广西	83.50	91.31	16.50	8.69
贵州	25.70	26.62	74.30	73.38
内蒙古	364.32	167.60	-264.32	-67.60
宁夏	77.93	80.43	22.07	19.57
青海	172.97	171.16	-72.97	-71.16
陕西	51.29	43.12	48.71	56.88
四川	61.15	47.28	38.85	52.72
西藏	107.60	34.49	-7.60	65.51
新疆	113.06	96.88	-13.06	3.12
云南	94.38	102.09	5.62	-2.09
重庆	49.22	43.08	50.78	56.92

图 31 - 15　2014 ~ 2015 年西部地区营运资金融资结构

对 2015 年各省区（市）的短期金融性负债占比进行分析，如表 31 - 18 所示，与 2014 年总体对比，各省区（市）该指标变化趋势不一。其中青海该指标最大，为 171.16%；贵州该指标最小，为 26.62%。与 2014 年相比，西藏短期金融性负债占比显著下降，下降幅度达到 -67.95%，说明其财务风险显著下降。广西该指标有所上升，短期金融负债比达 91.31%，说明其财务风险显著增加。

2. 企业层面

2014 ~ 2015 年西部地区营运资金来源结构分段统计情况如表 31 - 19 所示。从西部地区营运资金来源结构分段统计表中看，并非所有西部地区企业的短期融资风险都处于适中区间。2015 年短期金融性负债占比在≤0 区间内的企业有 60 家，比 2014 年有所增加，这表明这些企业经营活动对经营性短期负债的依赖性较小。另外，有 80 家企业短期金融性负债占比超过 100%，这些企业用金融性短期负债来

满足企业长期的融资需求，相比之下是更为严重的“短借长投”，融资风险较高。两类企业合计占到企业总量的39.00%，说明有超过1/3的企业面临着融资结构不合理的风险，虽然这一比重较2014年有所下降，但依然值得重视。从表中可以看出，短期金融性负债占比小于50%的企业有230家，占可比样本企业的64.07%，这表明虽然有小部分企业面临融资风险高的现状，但大部分企业的短期金融负债占比较低，财务风险较小。

表31－19　　2014～2015年西部地区营运资金来源结构分段统计

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014年年末		2015年年末		2014年年末		2015年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	53	15.73	60	16.71	85	25.22	80	22.28
（0，25]	81	24.04	105	29.25	21	6.23	19	5.29
（25，50]	62	18.40	65	18.11	35	10.39	30	8.36
（50，75]	35	10.39	30	8.36	62	18.40	65	18.11
（75，100]	21	6.23	19	5.29	109	32.34	137	38.16
>100	85	25.22	80	22.28	25	7.42	28	7.80
总计	337	100	359	100	337	100	359	100

如图31－16所示，西部地区上市企业的净资产基本分布在区间［0，20 000］上，较为集中；短期金融性负债占比集中分布在区间［－10，10］上。由此可得，西部地区上市企业所拥有的净资金和其短期金融性负债占比的差异均不大。

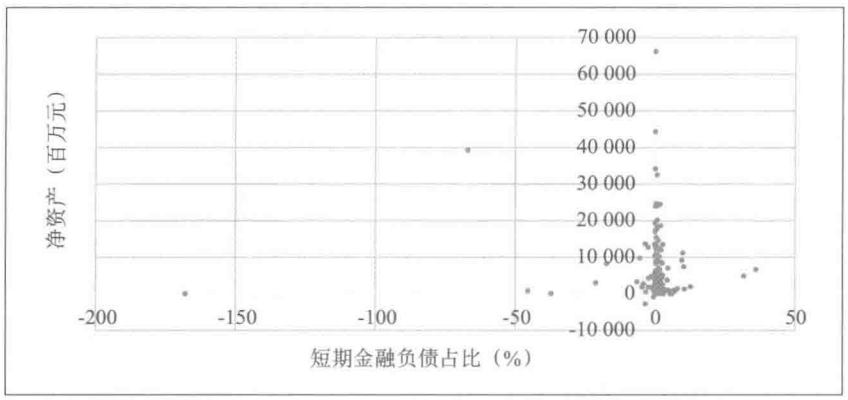


图31－16　2015年西部地区上市公司短期金融性负债占比与净资产散点

七、2015年西部地区上市公司营运资金管理绩效排行榜

本部分分别按“经营活动营运资金周转期（按要素）”和“经营活动营运资金周转期（按渠道）”进行排名，考察西部地区上市公司营运资金管理绩效。在对上市公司营运资金管理绩效进行排名时，剔除了财务数据异常的公司，详见附录一。

八、2015年西部地区上市公司营运资金管理典型案例

（一）基本运营情况

陕西广电网络传媒股份有限公司于1994年2月24日在上海证券交易所上市，证券代码600 831，股票简称“广电网络”，属于传播与文化产业。2001年，陕西广电系统对“ST黄河科”进行了大规模资产重组，置出了家电制造类资产，置入了广电传媒类资产，形成了以有线电视网络运营为主业的崭新业务格局。

陕西广电网络传媒股份有限公司是陕西省行政区域内唯一合法的有线电视、有线数字电视运营商，同时也是陕西省行政区域内拥有合法 ISP 接入业务的服务商，是陕西省电子政务传输网的支撑企业，成为了陕西省信息化建设的主力军。陕西省成为国内第一个整合全省有线电视网络资产后实现整体上市的省份，同时，也开创了国内文化企业“借壳上市”后融资成功的先河。公司改革创新的发展成果和持续增长的经营业绩，得到中央政治局常委李长春同志的高度评价，被中宣部等四部委授予“全国文化体制改革先进企业”和“省级文明单位”等荣誉称号。2010 年 1 月 13 日，国务院常务会议决定加快推进电信网、广播电视网和互联网三网融合，在为企业提供跨区域发展机遇的同时，也为企业保持市场份额提出了挑战。2011 年以来，陕西广电网络传媒股份有限公司连年获得陕西省宣传思想文化工作创新奖。

近年来，广电网络的网络、用户、收入和资产规模迅速扩大，经营效益和综合实力显著提升。截至 2014 年年底，全省在册有线电视用户 628 万户，累计完成双向接入网建设改造 393 万户；在线个人宽带用户突破 60 万户；累计运行集团专网 1 477 个，在网运行互联网专线 2 058 条。2014 年实现经营收入 22.98 亿元。经过十多年的创新发展，陕西广电网络传媒集团的业务范围已从原来单一的有线电视传输服务业务，逐步拓展为包含视音频业务、信息服务、集团专网、互联网接入、节目运营、股权投资在内的全媒体、多网络、综合性业务，创立了以 e + TV 为业务品牌，以视频业务和数据业务为龙头的跨产业、跨行业、跨地域的多元化产业集群①。

（二）营运资金周转绩效数据分析

1. 基于渠道的营运资金管理变动情况

由表 31 - 20 中数据可知，广电网络连续五年各渠道的营运资金周转期均为负，表现出良好的业绩。采购渠道、生产渠道营运资金周转期较 2014 年有所下降，2014 年分别是 - 103.20 天、 - 13.12 天，2015 年分别是 - 110.74 天、 - 15.31 天，说明采购渠道、生产渠道的营运资金管理表现出明显的持续改善迹象。营销渠道营运资金周转期有所上升，从 2014 年的 - 106.70 天增加到 2015 年的 - 90.46 天。从经营活动营运资金周转期（按渠道）来看，2015 年经营活动营运资金周转期（按渠道）有所上升。从西部地区营运资金管理绩效情况来看，广电网络基于渠道的营运资金管理绩效呈现出稳中有升的态势，且始终处于行业的领先水平。

表 31 - 20　　广电网络 2011 ~ 2015 年营运资金管理绩效（按渠道）　　单位：天

项　目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
采购渠道营运资金周转期	- 57.91	- 70.50	- 93.83	- 103.20	- 110.74
生产渠道营运资金周转期	- 24.47	- 16.55	- 13.31	- 13.12	- 15.31
营销渠道营运资金周转期	- 120.41	- 117.93	- 117.25	- 106.70	- 90.46
经营活动营运资金周转期（按渠道）	- 202.79	- 204.98	- 224.39	- 223.02	- 216.51

由图 31 - 17 可知，采购渠道、生产渠道和营销渠道的营运资金周转期变动情况不尽相同。2011 ~ 2015 年期间，生产渠道的营运资金周转期变动相对比较稳定，呈现出一定的上升趋势，采购和营销渠道的营运资金周转期波动较大，采购渠道的营运资金周转期整体呈下降趋势，营销渠道的营运资金周转期整体呈上升趋势，这说明广电网络随着自身的发展，更加重视自身作为产业链条上核心企业的作用，更加注重对供应商关系的管理。广电网络生产和营销渠道营运资金周转期有所延长。由于国内宏观经济增长呈放缓态势，加之促进结构调整的“新常态”现象的出现，使得国内信息传输、软件和信息技术服务业的发展受到冲击，由此造成广电网络营销渠道资金运转速度有所减缓。

① 陕西广电网络公司简介，详见陕西广电网络官网。

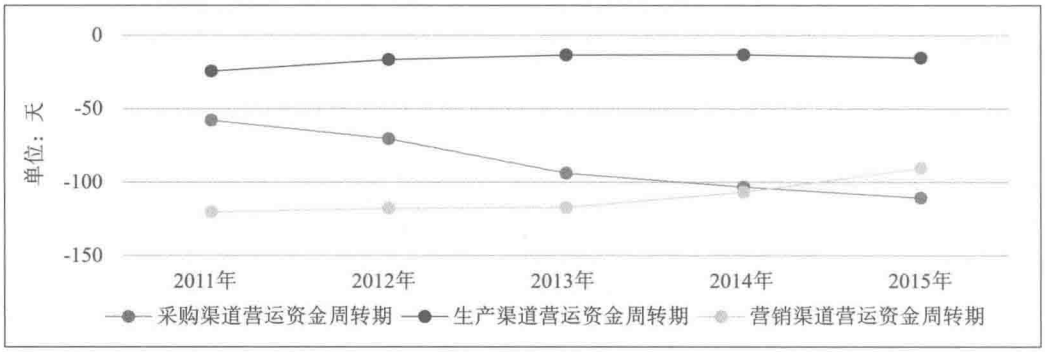


图 31－17　分渠道营运资金周转期变化趋势

由地区排名可知，广电网络的采购渠道和生产渠道营运资金管理水平的排名并不靠前，但营销渠道营运资金及经营活动营运资金（按渠道）整体的管理水平却名列前茅，并呈现出平稳的态势。这表明广电网络并非仅重视单一的渠道管理，而是更加重视各渠道的协同，从而使得其营运资金整体管理水平较高。

2. 基于要素的营运资金管理变动情况

从表 31－21 中可以看出，广电网络存货周转期从 2014 年的 15.81 天增加为 2015 年的 18.78 天；应收账款周转期延长 4.15 天；应付账款周转期由 2014 年的 124.32 天增加到 2015 年的 135.45 天，维持在较高的水平，远远大于应收账款的周转天数，这也是该企业经营活动营运资金周转天数为负，且一直位于地区前列的重要原因之一，说明该企业充分利用了供应链上其他企业的资金，这可能是由于该企业的区域垄断为延长应付账款带来了有利条件。但是从总体来看，广电网络基于要素的营运资金管理绩效呈现出稳中有升的态势。

表 31－21　　广电网络 2011～2015 年营运资金管理绩效（按要素）　　单位：天

项　目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
存货周转期	17.23	14.63	13.55	15.81	18.78
应收账款周转期	5.99	7.08	10.32	14.38	18.53
应付账款周转期	81.56	93.23	114.98	124.32	135.45
经营活动营运资金周转期（按要素）	－58.35	－71.52	－91.11	－94.13	－98.14

由图 31－18 可知，2011～2015 年期间，广电网络的存货周转期、应收账款周转期和应付账款周转期均呈现出上升趋势，但是上升的幅度不尽相同。存货周转期和应收账款周转期虽呈现上升趋势，但是波动幅度较小，较为稳定，且维持在较低水平。值得注意的是，广电网络应付账款上升幅度较大，由此可以看出广电网络占用供应商资金的能力持续增强，在地区整体中稳中有进，这说明在整体经济环境波动下，广电网络的整体经营及其营运资金管理能力呈现出稳健增强的态势。

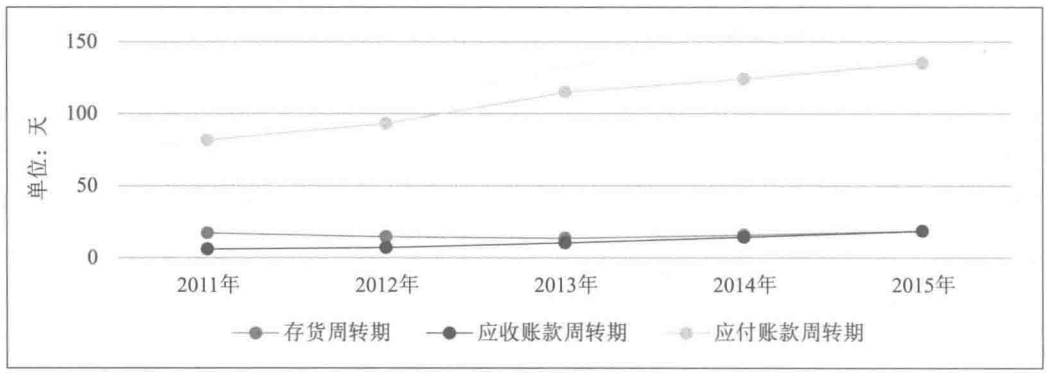


图 31－18　2011～2015 年广电网络分要素营运资金周转期变化趋势

（三）营运资金协同管理特色总结

1. 开展存货管理

广电网络存货管理水平提升的根本原因是由于对管理体制的改革。近年来公司以“管理架构集团化”为方向，在拆分剥离优质业务和资产组建子公司进行运营取得显著效益的同时，对分支机构在管理上按模拟子公司模式组建数据公司，经过一年的模拟化运营，其数据业务回升势头明显。这种管理的优点在于：简政放权，激发和调动分支机构的经营活力。另外，该公司在运营机制上进行创新，坚持效益优先、市场运作原则。一是完善投资预算管控体系，实行投资项目“关键点监控”和“定期报告”制度，严格控制超预算实施；二是借助银行结算网络，建立内部资金调度体系，降低资金使用成本；三是完善物流配送机制，实行“动态配送控制”，有效缓解了资金压力，且在很大程度上减少了企业库存，大大提高了存货管理绩效。此外，2015 年广电网络因积极适应新形势，有效管控风险，财务管理工作成绩突出，被陕西省国资委评为“2015 年度省属企业财务管理工作先进集体”。

2. 开展营销渠道管理

广电网络积极开展市场营销推广活动，对不同的产品运用不同的营销模式，其方式先是进行网内挖潜，发挥多业务整合的优势，实行副终端、节目、数据多业务捆绑营销，采取节目包、单频道、自选包等多种订购方式和营业厅、整转现场、短信、电话、交费卡等多种销售方式，促进各业务全面发展。然后，对个人宽带、集团业务，公司通过成立数据公司（模拟子公司管理），充分挖掘数据业务潜力。对付费电视业务，公司已成立全资节目运营子公司，以期实现节目营销跨越发展，打造新的利润增长点。多种营销模式综合运用，大大提高了企业的营销能力，从而降低了营销渠道营运资金管理周期。

3. 发扬科技创新精神

广电网络大力推进产品及技术创新。一方面秉承“云、管、端”的理念，提供一套完整的基于融合网和智慧城市的用户智慧终端解决方案——“陕西广电 e + TV 智慧家庭解决方案”，并因此获得 2015 年“首届 CCBN 年度创新奖产品创新优秀奖”；另一方面，陕西广电网络传媒与中国传媒大学、北京中传瑞智、北京歌华有线、广东省广播电视网络及湖南广播电视台共同参与完成了有线电视用户大数据应用研究项目——“有线电视用户大数据采集、分析、挖掘和决策支持系统”，并因此获得 2015 年中国电影电视技术学会科学技术一等奖。此外，2016 年 4 月，陕西广电网络传媒公司被陕西省网络信息安全等级保护工作领导小组聘为陕西省网络与信息安全信息通报机制技术首批支持单位。

4. 实施产品优质化策略

广电网络所提供的产品能够实现灵活组网，提供单、双向网络传输；技术含量高，可扩展性强，能够提高网络性能；一网多用，能够实现高速、宽带、多功能的网络平台；在安全性、保密性上具有独特的技术优势，是政府政务网的首选网络；借助西部大开发的良好环境和政策优势，积极开拓市场，创建覆盖全省、辐射全国、联通国际互联网的广电网络大格局，为客户提供高速、宽带、廉价的高技术通道。

九、2015 年西部地区上市公司营运资金管理调查的结论与建议

（一）调查结论

通过对 2015 年西部地区上市公司营运资金管理状况进行全方位的调查与分析，本报告得出以下研究结论。

1. 营运资金占用水平有所增加

根据西部地区上市公司营运资金总体配置结构与占用水平的数据可知，2015 年西部地区上市公司营运资金占用总额较 2014 年增加 1 168.86 亿元，其中经营活动营运资金总额比 2014 年增长 192.85 亿元，投资活动营运资金占用额比 2014 年增长 1 004.26 亿元。从平均占用额数据分析，2015 年西部地区上市公司营运资金平均占用额比 2014 增加 1.93 亿元，其中经营活动营运资金平均占用额比去年增加 0.07 亿元，投资活动营运资金平均占用额为 16.13 亿元，比去年增加 1.93 亿元。分渠道来看，采

购渠道营运资金减少，生产渠道营运资金增加，营销渠道营运资金增加，表示采购渠道占用资金减少，生产渠道和营销渠道营运资金占用增加。从要素视角来看，存货占有量减少，应收及预付款项占用量增加，应付及预收款项占用量增加，西部地区的营运资金管理情况良好。

2. 2015 年西部地区上市公司营运资金管理绩效略有改善

2015 年西部地区上市公司营运资金管理绩效小幅下降。对西部地区上市公司分渠道的营运资金管理绩效调查显示，按渠道划分的经营活动营运资金周转期较 2014 年略有上升，除采购渠道营运资金周转期有所下降外，生产渠道和营销渠道营运资金周转期均有增加，表明采购渠道营运资金周转效率有所提高，但是生产渠道和营销渠道营运资金管理效率有所下降，整体的经营活动营运资金管理效率也呈下降的趋势。

根据对西部地区上市公司分要素的营运资金管理绩效调查显示，2015 年西部地区整体的经营活动营运资金（按要素）周转期有所延长，存货周转期、应收账款周转期以及应付账款周转期都有不同程度的延长。

3. 资金回报率小幅下降，短期财务风险有所降低

2015 年西部地区总资金回报率小幅下降，其中，经营活动和投资活动资金回报率均有不同程度的下降，但是金融经营活动资金回报率呈上升的态势。虽然金融经营活动资金回报率有所上升，但其仍与东部和中部地区具有很大差距，依然存在很大发展空间。

2015 年年末西部地区上市公司的营运资金有 67.29% 来源于短期金融性负债，有 32.71% 来源于营运资本。相比于 2014 年年末短期金融性负债占比 77.57% 和营运资本占比 22.43%，2015 年营运资金来源于短期金融性负债的比例减少了 10.28%，这意味着 2015 年西部地区上市公司面临的财务风险较 2014 年有所降低，但仍不乐观。从各省区（市）的数据来看，2015 年甘肃、四川、西藏、新疆四个地区的短期金融性负债占比较 2014 年有所下降，其余八个地区的短期金融性负债占比均有所增加，其中新疆的降幅明显，新疆 2014 年年末短期金融性负债占比高达 110.17%，但 2015 年年末下降为 96.88%，其面临的财务风险明显降低。大多数省区（市）的短期金融性负债比例均降到 100% 以下，财务风险降低。

（二）对策建议

营运资金的核心内容就是对资金运用和资金筹措的管理，营运资金在企业资金管理中占有重要地位，对企业利润目标的实现会产生重大影响，所以，企业负责人及财务人员应该充分重视营运资金管理，提高现金、应收账款、存货的周转速度，一方面尽量减少资金的过度占用，降低资金使用成本，充分利用短期借款及商业信用、应付款项来解决资金周转困难，提高营运资金周转效率；另一方面，营运资金效率的提高也会带动企业经营绩效的改善，从而提高资金的回报率。营运资金管理水平的提高能够帮助企业加速资金运转，增加自有资金，降低企业财务风险尤其是短期财务风险。现针对营运资金管理水平和资金回报率的改善提出以下建议。

1. 重视各渠道营运资金协同管理，提高营运资金管理效率

西部地区上市公司应重视本企业的营运资金渠道管理，尤其是各渠道协同管理，提高经营活动营运资金管理水平。首先，要努力选择最佳的供应商并达成长期合作关系，在交流与合作中构建产业链上的“利益共同体”，将采购需求及时告知供应商，与供应商进行信息共享，实现需求和供应相结合，从而为企业降低采购成本、减少营运资金占用、优化生产流程创造有利条件。其次，完善企业内部生产流程，企业的内部流程就是要在高质量和快速反应的同时保证成本最低，为了达到这个目标，就必须更加关注速度、创新、合作、质量和低成本。不合理的业务流程设置使大量的生产时间浪费在部门之间的衔接工作上，增加大量的重复作业，影响管理效率及响应速度，而对企业业务流程进行优化管理可以有效地压缩生产过程中的各种浪费，从而减少在产品库存，缩短产品完工时间和订货周期并提高质量，从而提高生产渠道营运资金管理效率。最后，选择适合本企业发展的营销模式，与顾客建立和谐的合作关系，加强对应收账款的回收，从根本上解决营销渠道营运资金周转困难的问题，提高营

运资金使用效率。

从广电网络的案例中，可以发现其在各要素营运资金管理绩效排名和经营活动营运资金（按要素）管理绩效排名上，我们同样发现了渠道类似的现象，即单一要素营运资金管理水平并非很突出，但协同管理效果好，这与那些仅注重单一要素或渠道营运资金管理却忽视营运资金各要素、各渠道协同管理的企业形成了巨大的反差，从而值得其他企业学习与借鉴。

2. 推动经济结构转型，提高资金回报率

对于经济相对落后的西部地区而言，摆脱经济下行压力，西部地区应充分利用自然资源，特别是能源、矿产资源丰富和劳动力成本低廉的比较优势，加快农业产业化发展的步伐，并大力发展资源密集型产业和劳动密集型产业，使资源禀赋结构的提升速度加快和生产成本降低，从而增强地区竞争力，创造更多的社会剩余。西部地区在扩大产能和承接东部地区产业转移的同时，更要大力加强对教育与科技的投入，发挥“干中学”效应，在资本积累的过程中要克服资本深化对资本回报率的负面作用。

要调整和优化产业结构，加快市场化进程，从根本上改善投资环境，将潜在的投资需求转化为现实的投资机会，为私人资本乃至国外资本的进入开辟渠道，也只有推动经济结构调整，加速西部地区产业结构升级，才能促进西部地区上市公司的发展，增强西部上市公司的经济实力，加快营运资金的运转，提高西部地区上市公司盈利能力，从而有利于西部地区资金回报率的提高。

3. 控制企业财务风险，建立财务预警机制

2015 年西部地区不论短期财务风险还是财务风险总体数据显示都有所降低，但是也有一些省区（市）仍然面临比较大的财务风险。因此，企业应牢固树立财务风险管理意识，对潜在风险和危机应有清醒的认识，采用科学的识别、分析和控制方法，采取有利措施，及时有效地阻止不利事件的发生，把风险降到最低。企业应根据自身需要建立健全财务风险预警体系，并采取有效的风险防范方法将风险转化，降低损失出现的概率，将风险可能造成的损失降到最小。健全财务信息收集和传递机制，提供及时完整的经营资料和数据，还应配备专门的人员对信息进行收集、处理和反馈，并向预警系统提供必要的技术支持；健全企业内部控制制度，企业应从资金循环的各个方面入手，完善内部控制制度；完善风险处理机制。对预测发生的和已经发生的风险应采取及时、有效的预防、控制和处理措施，并建立财务预警责任机制。财务预警的实施必须要将风险的责任落实到具体每个人，一旦发生问题，能够及时找到负责对象，并结合有效的奖惩制度，使负责人提高警惕。

主要参考文献

1. 刘立志、孙启明、韦结余：“西部地区经济可持续发展的关键因素分析”，《国际商务——对外经济贸易大学学报》，2014 年第 2 期。

2. 郭婧：“西部地区人力资本结构对经济增长的影响研究”，云南大学硕士学位论文，2015 年。

3. 王竹泉：《跨地区经营企业会计问题研究》，经济管理出版社 2003 年版。

4. 王竹泉：“跨地区营销企业如何进行商流规划”，《经济管理》，2001 年第 11 期。

5. 孙莹、王竹泉等：“中国上市公司营运资金管理调查：2014”，《会计研究》，2015 年第 12 期。

6. 王竹泉、孙莹、王秀华、张先敏、杜媛等：“中国上市公司营运资金管理调查：2012”，《会计研究》，2013 年第 12 期。

7. 甘肃省统计局：“2015 年甘肃省国民经济和社会发展统计公报”，2016 年 3 月 11 日。

8. “2011 年西部大开发新开工 22 项重点工程”，《中国建材资讯》，2012 年第 1 期。

9. 刘杨、毛超、傅鸿源：“西部大开发背景下扶贫铁路的影响研究”，《重庆大学学报》，2012 年第 3 期。

10. 重庆市统计局：“2015 年重庆市国民经济和社会发展统计公报”，2016 年 3 月 15 日。

11. 四川省统计局：“2015 年四川省国民经济和社会发展的统计公报”，2016 年 2 月 25 日。

第三十二章　2015 年产能过剩上市公司营运资金管理调查

【摘要】伴随着“去产能”成为 2016 年的工作重点，产能过剩行业普遍存在的大额资金占用、资产周转率低下的问题日益受到关注。鉴于此，本报告旨在分析 2014 ~ 2015 年度产能过剩上市公司的营运资金占用水平、财务风险和管理绩效。由于钢铁、煤炭行业产能过程问题尤为突出，因此以钢铁、煤炭两个产能过剩关键子行业为样本进行分析。

对钢铁、煤炭行业营运资金占用水平的调查表明：（1）无论是行业总体还是行业平均水平，2015 年钢铁、煤炭行业上市公司营运资金占用均有所减少，营运资金主要投放在投资活动中；（2）从分渠道的经营活动营运资金配置来看，无论是行业总体还是行业平均水平，2015 年钢铁、煤炭行业上市公司各个渠道的营运资金占用量与 2014 年相比均有所减少，采购渠道营运资金占用量减少幅度最大；（3）从按要素的经营活动营运资金配置来看，2015 年应收及预付款项的营运资金占用无明显波动，存货资金占用量大幅减少，应付及预收款项增多；（4）2014 ~ 2015 年我国钢铁、煤炭行业的营运资金全部来自于短期金融负债，这种现象虽然没有挤占自有资金，但是对于企业而言仍面临巨大的财务风险。

对钢铁、煤炭行业资金管理绩效的调查表明：无论是按渠道还是按要素分析，2015 年钢铁、煤炭行业上市公司整体营运资金管理绩效与 2014 年相比均有好转，其中煤炭行业管理绩效小幅度上升，钢铁行业管理绩效显著提高。

根据上述调查结果，本报告提出进一步加强对存货、应收账款和应付账款的综合管理，提高资金使用效率，清理僵尸企业、建立退出机制，加快企业转型升级等相关建议，以期为产能过剩行业上市公司提升营运资金管理水平提供参考。

一、引言

中国在过去 20 年粗放式的发展方式下，很多对经济和出口至关重要的制造产业面临着极为严重的产能过剩问题。与前几轮产能过剩不同，本轮产能过剩的成因包括投资驱动的增长模式、企业投资激励的扭曲以及 2 008 年金融危机后的大规模刺激等多重作用，背景和环境的深刻变化使得本轮产能过剩有着过剩量大、持续时间长的特点。数据显示，2002 ~ 2014 年，水泥、平板玻璃、煤炭、化纤、钢铁、电解铝这六个行业的产量和产能均保持持续增长。其中，水泥、平板玻璃、焦炭、化纤行业的产能增长超过了实际产量的增长，产能的快速扩张表明每年新增产能仍在不断增加，导致这几个行业产能过剩问题越来越严重。2015 年 11 月以来，中央经济工作会议上多次提及推进“供给侧结构性改革”，并部署了“去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板”五大任务，将其作为 2016 年经济工作的一项重要任务。去产能成为首要任务，这一方面说明当前产能过剩问题已经十分严重，另一方面也说明产能过剩问题已经影响到经济的正常运行和可持续增长。

去产能成为首要任务，首当其冲的就是产能严重过剩的煤炭与钢铁行业。受经济增速放缓、经济结构优化、生态环境约束等影响，2012 年以来我国煤炭、钢铁需求不断放缓。2015 年，随着我国进入经济新常态，煤炭、钢铁市场供需严重失衡，产能严重过剩，制约了行业发展。中国煤炭工业协会的数据显示，2006 年以来，全国煤炭采选业固定资产累计投资 3.6 万亿元，累计新增产能 30 亿吨。截至 2015 年年底，全国煤矿产能总规模为 57 亿吨，而 2015 年全国煤炭消费量在 40 亿吨左右，同比下降 3.7%，过剩产能超过了 17 亿吨。2015 年，环渤海动力煤指数由年初的 525 元/吨降至年末的 375 元/吨，降幅达 28.6%。伴随煤炭价格的“断崖式下跌”，2015 年全国规模以上煤炭企业利润总额 440.8 亿元，同比下降 65%，行业亏损面达到 90% 以上。同时，中国钢铁工业协会的数据显示，目前我国粗钢产能约为 12 亿吨，按照 2015 年产量测算，产能利用率不足 67%，而钢材价格也在持续下跌，2015

年，会员钢铁企业实现利润总额为亏损 645.34 亿元，亏损面为 50.5%，亏损企业产量占会员企业钢产量的 46.91%，钢铁行业产能绝对过剩。

2016 年 2 月 1 日，国务院印发《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（以下简称《意见》），率先吹响了煤炭行业实施供给侧结构性改革、坚决落实去产能任务的号角。同月 4 日，国务院印发《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（以下简称《意见》），提出了今后一个时期化解钢铁行业过剩产能、推动钢铁企业实现脱困发展的总体要求、主要任务和政策措施，并就加强组织领导、推进组织实施作出了具体部署，进一步明确了钢铁行业去产能的目标。虽然政策导向已经确定，但落实到实践中时企业的破局之路依然艰难。

钢铁、煤炭行业是反映我国传统行业供给过剩的典型代表，本报告以我国钢铁、煤炭行业为研究对象，从营运资金管理视角研究钢铁、煤炭行业去产能问题，进而对钢铁、煤炭行业去产能的进行建言献策。

二、我国钢铁、煤炭行业上市公司营运资金管理特点

1. 营运资金绝对量庞大，管理困难

钢铁、煤炭行业作为我国工业领域的重要产业，也是关乎国计民生的重要行业，从新中国成立以来就对我国经济发展作出了突出贡献，其中仅钢铁行业的营业收入占我国 GDP 总量的比例就达到 10%以上，再加上煤炭行业，可谓绝对量巨大，相应的营运资金存量也十分庞大。尤其是在钢铁、煤炭行业产能过剩的背景下，钢铁、煤炭行业面临买方市场，无论是授信营销带来的应收账款，还是供大于求所带来的库存积压，都会给企业带来数额巨大的营运资金。这些由市场原因导致的数额巨大的营运资金，一方面需要企业采取更为先进的营运资金管理理念，另一方面也急需更为优秀的营运资金管理人才，再加之去产能的行业背景，使得营运资金管理在当下对钢铁、煤炭行业来说显得重要而艰巨。

2. 资产周转率低，营运资金管理效率不佳

钢铁、煤炭行业生产运营的各个环节资金占用绝对量巨大，总资产周转率低。其中，在近年经济下行的背景下，出现了“收款难、销售难”的困境，以及销售停滞，影响了应收账款的周转速度。存货积压严重，产品滞销，过多的营运资金聚积在存货中不能释放，存货的管理成本增加，占用了大量流动资金，影响了存货的周转速度，导致公司资金不足。

3. 短期金融性负债占比高，融资能力强

钢铁、煤炭行业作为我国重要的支柱产业，是资金密集型行业，拥有国家支持和限制。这样一个拥有政府支持，还相对不差钱的行业，企业负债能力比较强。2014～2015 年，该行业总体的短期金融负债占比都到达 200%以上，从行业总体角度看，企业营运资金融资结构中的资金来源都来自短期金融负债，这就可以看出钢铁、煤炭行业融资能力强的特点。同时值得注意的是，在行业发展的上升期，负债经营会通过财务杠杆效应给企业带来利处，但是，在钢铁、煤炭行业处于下行、去产能亟待解决的当下，这种短期金融负债占比高的优势处理不当，可能会转变为极大的劣势，使行业的财务风险上升。

三、2015 年钢铁、煤炭行业上市公司营运资金存量及其分布状况

（一）钢铁、煤炭行业上市公司营运资金存量及其分布状况总体分析

本报告以 2014、2015 年证监会划分的钢铁、煤炭板块的上市公司为研究对象，得到样本 2014 年 73 家、2015 年 78 家，在此基础上分别从渠道和要素两个视角对钢铁、煤炭行业上市公司 2015 年营运资金管理状况进行了全面调查。

1. 行业层面

表 32－1 为 2014～2015 年钢铁、煤炭行业营运资金存量及其分布状况，可以看出除投资活动营运资金外，无论是总体还是平均水平，2015 年钢铁、煤炭行业上市公司营运资金占用均有所减少。从总体来看，与 2014 年相比，2015 年营运资金占用总体减少了 239.52 亿元，跌幅为 11.21%；2015 年经营活动营运资金占用比 2014 年总体减少了 583.86 亿元；2015 年金融经营活动营运资金占用比 2014 年总体减少了 12.49 亿元；而投资活动营运资金占用总体增加了 356.82 亿元，涨幅为 14.77%。可见，

2015 年钢铁、煤炭行业上市公司营运资金占用有所减少，主要为经营活动营运资金占用减少所致。从营运资金平均占用水平来看，情况相似。综合上述分析得出，2015 年钢铁、煤炭行业上市公司营运资金占用主要是经营活动资金占用减少所致，投资活动营运资金占用略有增加，金融经营活动营运资金占用基本保持稳定。

表 32－1　　2014～2015 年钢铁、煤炭行业营运资金存量及其分布状况

项目	营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用（亿元）		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用（亿元）		投资活动营运资金期末占比（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	2 136.80	1 897.28	－176.75	－760.61	－8.27	－40.09	－102.26	－114.75	－4.79	－6.05	2 415.82	2 772.64	113.06	146.14
行业平均	29.27	24.32	－2.42	－9.75	－41.41	106.30	－1.40	－1.47	－1.02	－3.13	33.09	35.55	142.43	－3.17
最大值	260.95	274.80	144.40	85.02	—	—	0.00	40.12	—	—	266.42	324.94	—	—
中位数	12.34	13.74	2.05	1.54	49.67	49.17	0.00	0.00	0.00	0.00	15.68	18.35	52.87	50.83
最小值	－134.27	－171.02	－203.10	－337.82	—	—	－75.47	－81.99	—	—	0.06	0.23	—	—
样本量	73	78	73	78	73	78	73	78	73	78	73.00	78.00	73.00	78.00

从营运资金配置结构看，营运资金主要投放在投资活动中。从总体来看，2015 年投资活动营运资金总体占比高达 146.14%，经营活动营运资金占比为－40.09%，金融经营活动营运资金占比只有－6.05%。从平均占比来看，2015 年投资活动营运资金占比相较 2014 年减少了 145.6 个百分点，平均占比为－3.17%。可见，钢铁、煤炭行业上市公司营运资金配置中投资活动的主体地位比较明显，这可能会给企业带来较大的财务风险。结合最大值及最小值来看，钢铁、煤炭行业上市公司各企业间营运资金配置存在较大差异。

图 32－1 为 2014 年和 2015 年行业总体营运资金分布状况，可以直观看出投资活动营运资金存量的增长小于经营活动营运资金和金融经营活动营运资金的增长，因此造成了钢铁、煤炭行业 2015 年总体营运资金的减少，且经营活动营运资金存量的影响力加大，是行业总体营运资金占用减少的主要原因，说明 2015 年经营活动营运资金管理取得了良好成效。

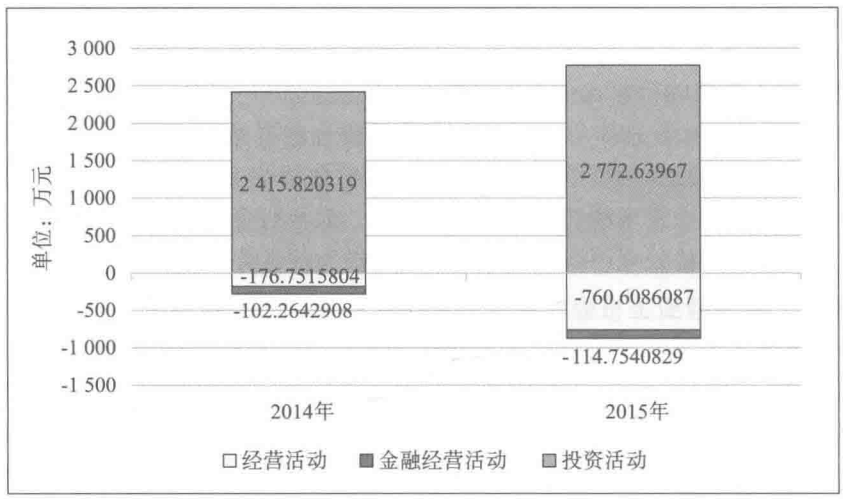


图 32－1　2014～2015 年钢铁、煤炭行业总体营运资金存量及其分布状况

从图 32－2 中的 2014～2015 年钢铁、煤炭行业营运资金分布统计数据可以看出行业平均、中位数、最小值和最大值的直观比较。其中 2015 年经营活动、金融经营活动和投资活动营运资金占用的行业平均和中位数波动较小；2015 年金融经营活动营运资金占用和投资活动营运资金占用的最小值有轻微减少，经营活动营运资金占用大幅减少；2015 年经营活动营运资金占用的最大值减少，金融经营活

动和投资活动营运资金占用的最大值均增加。

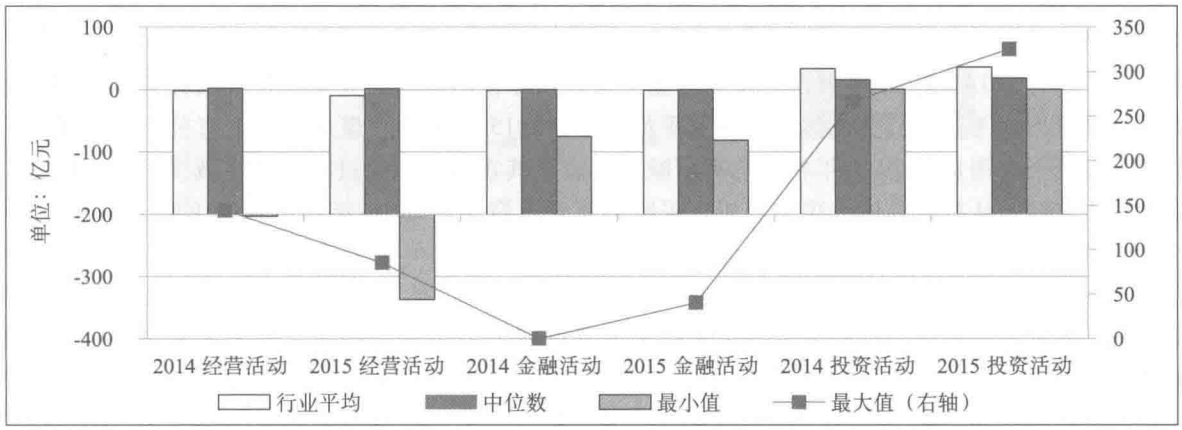


图 32－2　2014～2015 年钢铁、煤炭行业营运资金分布统计数据

2. 企业层面

2014～2015 年钢铁、煤炭行业上市公司营运资金分布状况分段统计如表 32－2 所示。

表 32－2　　2014～2015 年钢铁、煤炭行业上市公司营运资金分布状况分段统计

区间（%）	按经营活动营运资金占比区间统计				按金融经营活动营运资金占比区间统计				按投资活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	17	23.29	20	25.64	73	100.00	77	98.72	13	17.81	16	20.51
(0，25]	5	6.85	7	8.97	0	0.00	1	1.28	8	10.96	5	6.41
(25，50]	16	21.92	13	16.67	0	0.00	0	0.00	12	16.44	17	21.79
(50，75]	14	19.18	17	21.79	0	0.00	0	0.00	18	24.66	12	15.38
(75，100]	8	10.96	5	6.41	0	0.00	0	0.00	5	6.85	7	8.97
>100	13	17.81	16	20.51	0	0.00	0	0.00	17	23.29	21	26.92
总计	73	100	78	100	73	100	78	100.00	73	100.00	78	100.00

表 32－2 为 2014～2015 年钢铁、煤炭行业上市公司营运资金分布状况分段统计表，可以看出，2015 年经营活动营运资金平均占比虽比 2014 年提高了，但大部分企业经营活动营运资金占比仍低于行业平均水平的 106.30%，存在一些高于平均水平的极端值。另外，从表 32－2 中经营活动营运资金占比各区间内的企业分布数量也可以看出，钢铁、煤炭行业上市公司各企业间的经营活动营运资金配置存在较大差异，且 2015 年这一差异进一步加大，趋于向两端分布。

相应地，2015 年金融经营活动营运资金占比小于 0 的有 77 家，比重高达 98.72%，2015 年金融经营活动营运资金平均占比较 2014 年相比略有降低，但基本保持稳定，从其分段区间统计表中的分布状况也能看出无明显变化。2014 年所有钢铁、煤炭行业企业的金融经营活动营运资金占比均小于 0，2015 年除 1 家大于 0 之外，其余企业均小于 0，分布状况单一且无明显变化。

2015 年钢铁、煤炭行业上市公司投资活动营运资金占比大于 0 的企业有 62 家，比重为 79.49%，大部分企业投资活动营运资金占比高于行业平均水平的 -3.17%。可见，2015 年投资活动营运资金行业平均占比相对于 2014 年减少了 145.6%，是少数企业投资活动资金配置减少所致，说明这些少数企业减少幅度较大，数据分布较为分散且不规律。从分布数量来看，占比在 50% 上下区间内的企业有 29 家，比重为 37.18%，占比大于 100% 的企业有 21 家，比重为 26.92%，占比小于 0 的企业有 16 家，比重为 20.51%，其他区间内分布的企业数量比重基本都在 10% 以下。可见，钢铁、煤炭行业上市公司各企业间的投资活动营运资金配置存在较大差异。另外，2015 年钢铁、煤炭行业企业投资活动营运

资金占比分布在两端区间内的企业数量比2014年有所增加，表明2015年这一差异进一步加大。

（二）钢铁、煤炭行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布状况

1. 行业层面

表32－3为2014～2015年钢铁、煤炭行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计表，可以看出，无论是行业总体还是行业平均水平，2015年钢铁、煤炭行业上市公司经营活动各个渠道的营运资金占用量与2014年相比均有所减少，表明其在去产能的过程中正在减少资金的配置，达到了一定的成效。从行业总体分渠道分析，采购渠道营运资金与2014年相比大幅下降，减少了407.2亿元，降幅高达15.91%；生产渠道营运资金占用量比2014年减少6.63亿元，降幅为8.28%；营销渠道营运资金占用量同比减少了170.02亿元，降幅为6.91%。可见，2015年钢铁、煤炭行业上市公司经营活动营运资金总体占用的减少主要由采购渠道营运资金占用减少构成，说明采购渠道的营运资金管理水平有所提升。从行业平均水平看则是营销渠道营运资金的下降幅度最大，为12.86%，生产渠道营运资金占用量的降幅为0.91%，而采购渠道营运资金占用量降幅为8.47%。

表32－3　2014～2015年钢铁、煤炭行业上市公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年
金额（亿元）	行业总体	－2 559.88	－2 967.08	－80.12	－86.75	2 463.24	2 293.22	－176.75	－760.61
	行业平均	－35.07	－38.04	－1.10	－1.11	33.74	29.40	－2.42	－9.75
	最大值	16.52	12.78	84.55	63.86	222.65	207.35	144.40	85.02
	中位数	－11.43	－11.69	－0.36	－0.10	17.61	16.91	2.05	1.54
	最小值	－304.86	－424.50	－57.14	－53.64	－2.77	－2.88	－203.10	－337.82
占比（%）	行业总体	1 448.29	390.09	45.33	11.41	－1 393.62	－301.50	—	—
	行业平均	330.49	－4.03	256.33	21.81	－486.81	82.22	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	8.72	7.13	15.00	5.03	85.53	62.19	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本量		73	78	73	78	73	78	73	78

从资金配置结构上看，2015年钢铁、煤炭行业上市公司采购渠道营运资金行业总体占比最多，营销渠道营运资金行业总体占比为负。2015年采购渠道营运资金行业总体占比减少了1 058.2%，降幅达73.07%；营销渠道营运资金行业总体占比则增加较多，增加了1 092.12%，增幅为78.37%，原因是经营活动营运资金总额的变动。这说明2015年在采购活动中较多地采用了“应付票据”、“应付账款”等赊购方式，使得采购渠道营运资金占用大幅减少。可见，在采购渠道所占用供应商企业的营运资金完全能满足生产渠道营运资金的需要，而相比较采购渠道和生产渠道，营销渠道营运资金占用存在较大压力，需要在2015年所采取的控制措施的基础上，继续对该环节进行把控。

从图32－3的2014～2015年钢铁、煤炭行业经营活动各渠道营运资金分布统计数据可以看出，2015年钢铁、煤炭行业上市公司采购渠道营运资金行业平均和中位数均为负，说明其近两年均是负债运营，良好地利用了“应付票据”、“应付账款”、“长期应付款”等工具，改善了企业的营运资金管理状况；最大值和最小值相差较大，说明各企业间的经营活动营运资金采购渠道配置存在较大差异，与2014年相比，2015年的这一差异有所扩大。生产渠道营运资金的行业平均和中位数较小，变动额也较小，变化趋势不明显。营销渠道营运资金行业平均有所下降，中位数变化不大。

以上分析可以看出，从分渠道的经营活动营运资金配置来看，无论是行业总体还是行业平均水平，2015年钢铁、煤炭行业上市公司各个渠道的营运资金占用量与2014年相比均有所减少，反应了资金管理效率的提高。采购渠道营运资金占用量减少幅度最大，高达15.91%，减少了407.2亿元。从资金配

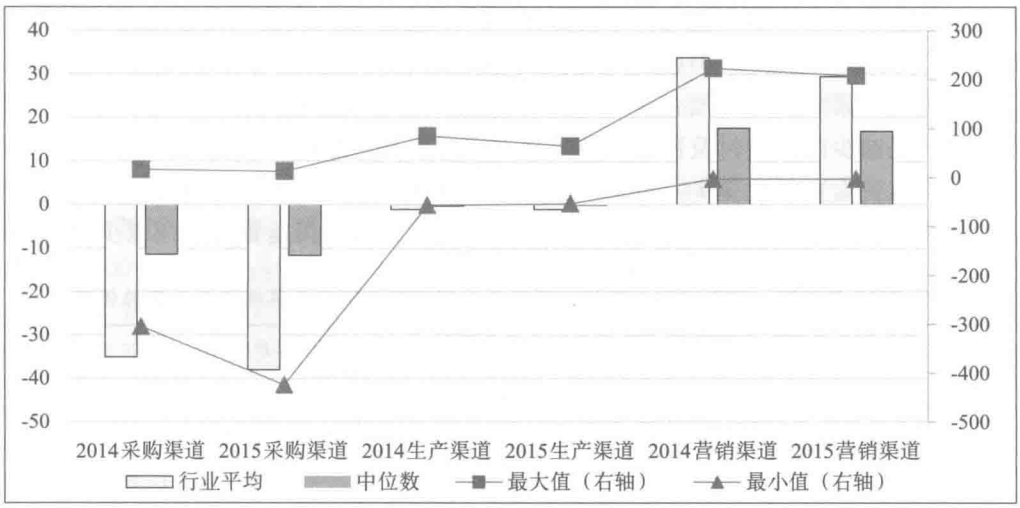


图 32－3　2014～2015 年钢铁、煤炭行业经营活动各渠道营运资金分布统计数据

置结构上看，采购渠道营运资金行业总体占比最多，影响力度最大。未来要想提升行业内的营运资金管理水平主要应从采购渠道和营销渠道下手。

2. 企业层面

表 32－4 为 2014～2015 年钢铁、煤炭行业上市公司经营活动营运资金按渠道分布情况分段统计表，可以看出，2015 年钢铁、煤炭行业上市公司采购渠道营运资金占比小于 0 的企业有 37 家，比重为 47.44%，比 2014 年增加了 1 家；占比大于 100% 的企业有 27 家，比重为 34.62%，比 2014 年增加了 2 家。可见钢铁、煤炭行业上市公司各企业间采购渠道营运资金配置存在较大差异，这一差异与上年基本保持一致。生产渠道营运资金占比小于零的企业有 33 家，比重为 42.31%，比 2014 年增加了 4 家；占比大于 100% 的企业有 6 家，比重为 7.69%，比 2014 年减少了 5 家。生产渠道营运资金占比区间内的企业数量随着生产渠道营运资金占比的提高而减少。营销渠道资金配置情况与采购渠道相似，占比分布在两端区间内的企业数量较高，这表明 2015 年钢铁、煤炭行业上市公司各企业间的采购渠道和营销渠道营运资金配置差异较大。

表 32－4　　2014～2015 年钢铁、煤炭行业上市公司经营活动营运资金按渠道分布情况分段统计

区间（%）	按采购渠道营运资金占比区间统计				按生产渠道营运资金占比区间统计				按营销活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	36	49.32	37	47.44	29	39.73	33	42.31	29	39.73	33	42.31
(0，25]	5	6.85	5	6.41	14	19.18	21	26.92	1	1.37	4	5.13
(25，50]	4	5.48	3	3.85	11	15.07	9	11.54	0	0.00	0	0.00
(50，75]	0	0.00	1	1.28	5	6.85	4	5.13	5	6.85	4	5.13
(75，100]	3	4.11	5	6.41	3	4.11	5	6.41	6	8.22	5	6.41
>100	25	34.25	27	34.62	11	15.07	6	7.69	32	43.84	32	41.03
总计	73	100	78	100	73	100	78	100	73	100	78	100

（三）钢铁、煤炭行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布状况

1. 行业层面

表 32－5 为 2014～2015 年钢铁、煤炭行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布总体统计表，可以看出，2015 年钢铁、煤炭行业上市公司各要素的营运资金占用量与 2014 年相比有增有减，总体趋势有所下降。从行业总体来看，存货资金占用量减少了 311.73 亿元，跌幅为 14.02%；应收及

预付款项资金占用量增加了30.88亿元，增幅为0.88%；应付及预收款项资金占用增幅达5.14%，比2014年增加了303.01亿元。存货和应收及预付款项是上市公司按要素对营运资金的配置形式，而应付及预收款项是企业按要素对外部其他企业经营活动营运资金的占用形式，由于存货和应收及预付款项两项资金占用总和是减少的，应付及预收款项资金占用总和是增加的，导致2015年钢铁、煤炭行业上市公司经营活动营运资金占用比2014年减少了583.86亿元，由此可见，企业营运资金管理能力有一定的提升。从行业平均水平来看，存货资金占用的减少是经营活动营运资金占用减少的主要原因。

表32-5　2014~2015年钢铁、煤炭行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布总体统计

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年
金额（亿元）	行业总体	2 223.15	1 911.42	3 490.75	3 521.63	5 890.65	6 193.66	-176.75	-760.61
	行业平均	30.45	24.51	47.82	45.15	80.69	79.41	-2.42	-9.75
	最大值	293.89	269.89	283.29	311.80	643.11	721.00	144.40	85.02
	中位数	10.53	8.32	24.59	21.51	36.13	34.54	2.05	1.54
	最小值	0.00	0.00	2.14	0.82	0.38	0.67	-203.10	-337.82
占比（%）	行业总体	-1 257.78	-251.30	-1 974.95	-463.00	-3 332.73	-814.30	—	—
	行业平均	0.05	-6.10	-575.50	86.66	-675.44	-19.44	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	22.58	11.37	89.07	64.21	54.37	22.93	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本数量		73	78	73	78	73	78	73	78

从资金配置结构上看，钢铁、煤炭行业上市公司各要素资金占比绝对值均较大，应付及预收款项占比较大。2015年应付及预收款项资金总体占比达-814.30%，这为存货和应收及预付款项的资金需求提供了很大一部分的资金来源，缓解了存货和应收及预付款项的资金压力。同时，应采取有效管理措施压缩存货和应收及预付款项对资金的占用，缓解资金压力。从最大值、最小值来看，钢铁、煤炭行业上市公司各企业间的各要素占用营运资金及经营活动营运资金在各要素上的配置存在较大差异。

从图32-4的2014~2015年钢铁、煤炭行业经营活动各要素营运资金分布统计数据可以看出，近两年钢铁、煤炭行业上市公司应付及预收款项营运资金占用的行业平均值要远远大于存货和应收及预付款项的资金占用，且2015年与2014年相比，各项均有走低趋势。各要素的营运资金分布中位数走势与行业平均值相似，但应付及预收款项与另外两个要素的差距较小。从最大值与最小值来看，存货资金占用与应收及预付款项的差异较小，与应收及预付款项的差异较大。

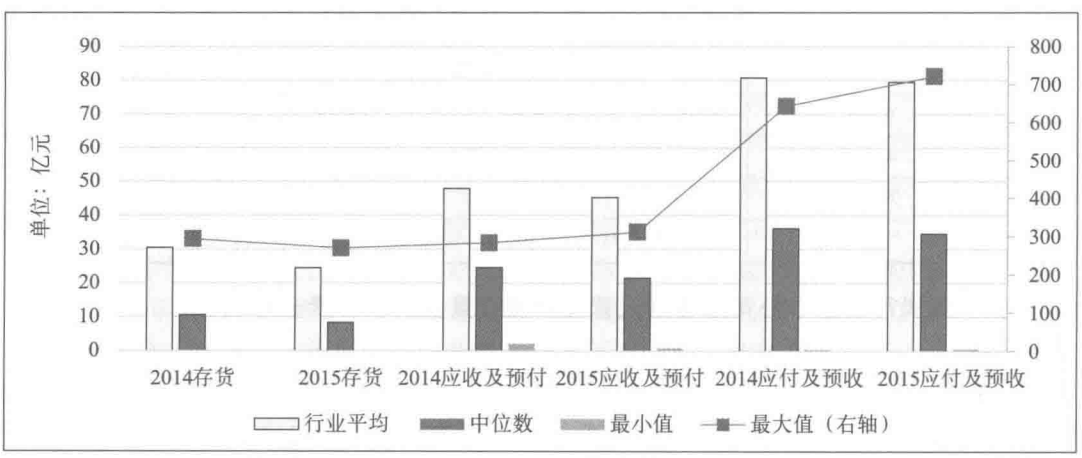


图32-4　2014~2015年钢铁、煤炭行业经营活动各要素营运资金分布统计数据

以上分析可以看出，从按要素的经营活动营运资金配置来看，2015 年应收及预付款项的营运资金占用无明显波动，存货资金占用量大幅减少，应付及预收款项增多。在去产能背景下，钢铁、煤炭行业的营运资金管理取得了一定的成效，应收及预付款项的营运资金管理还有待提升。

2. 企业层面

表 32 - 6 为 2014 ~ 2015 年钢铁、煤炭行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布分段统计表，可以看出，2015 年钢铁、煤炭行业上市公司各要素占比区间的企业分布情况基本相同，其中占比小于 0 和大于 100% 的企业占绝大多数，应收及预付款项和应付及预收款项尤为明显。存货占比小于 0 的企业有 37 家，比重高达 47. 44%，占比大于 100% 的企业有 14 家，比重达 17. 95%；应收及预付款项占比小于 0 和大于 100% 的企业分别有 36 家和 35 家，比重分别为 46. 15% 和 44. 87%；应付及预收款项占比小于 0 和大于 100% 的企业分别有 36 家和 26 家，比重分别为 46. 15% 和 33. 33%。可见，钢铁、煤炭行业上市公司不同企业间各要素配置具有较大的差异，分布不均衡。从纵向来看，2015 年各区间内企业分布数量与 2014 年基本一致，变化不大。

表 32 - 6　2014 ~ 2015 年钢铁、煤炭行业上市公司经营活动营运资金存量及其按要素分布分段统计

区间（%）	按存货占比区间统计				按应收及预付款项占比区间统计				按应付及预收款项占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	30	41. 10	37	47. 44	30	41. 10	36	46. 15	30	41. 10	36	46. 15
(0, 25]	8	10. 96	10	12. 82	0	0. 00	0	0. 00	2	2. 74	4	5. 13
(25, 50]	7	9. 59	11	14. 10	1	1. 37	1	1. 28	2	2. 74	4	5. 13
(50, 75]	6	8. 22	3	3. 85	4	5. 48	4	5. 13	6	8. 22	7	8. 97
(75, 100]	6	8. 22	3	3. 85	3	4. 11	2	2. 56	4	5. 48	1	1. 28
>100	16	21. 92	14	17. 95	35	47. 95	35	44. 87	29	39. 73	26	33. 33
总计	73	100	78	100	73	100	78	100	73	100	78	100

四、2015 年钢铁、煤炭行业上市公司经营活动营运资金管理绩效分析

（一）钢铁、煤炭行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额分析

从表 32 - 7 的 2014 ~ 2015 年钢铁、煤炭行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额可以看出，无论是从行业总体还是从行业平均来看，2015 年钢铁、煤炭行业上市公司经营活动营运资金占用水平较 2014 年均有所降低。从经营活动营运资金节约额来看，就行业总体而言，2015 年钢铁、煤炭行业上市公司经营活动营运资金占用较 2014 年节约了 566. 56 亿元，但是对不同企业来说差别较大，有的企业经营活动营运资金占用水平数值为 1. 35，而有的企业数值为 - 2. 57，最大值与最小值的分布更加分散，这说明行业总体经营活动营运资金占用额有一定程度的降低，但是企业之间差距悬殊，且差距正在加大。

表 32 - 7　　2014 ~ 2015 年钢铁、煤炭行业上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额

项　目	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约额（亿元）
	2014 年	2015 年	
行业总体	- 0. 01	- 0. 06	566. 56
行业平均	0. 07	0. 00	—
最大值	1. 13	1. 35	—
中位数	0. 06	0. 03	—
最小值	- 0. 74	- 2. 57	—
样本量	73	78	—

（二）钢铁、煤炭行业上市公司分渠道经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

表 32－8 列示了 2014～2015 年钢铁、煤炭行业各渠道经营活动营运资金周转期的情况。总体来看，2015 年煤炭行业上市公司采购渠道营运资金周转期缩短了 27.6 天，生产渠道营运资金周转期保持稳定，而营销渠道营运资金周转期增长较大，增长了 23.9 天，致使经营活动营运资金周转期缩短 3.6 天，说明煤炭行业上市公司分渠道营运资金管理绩效小幅度上升。同时，2015 年钢铁行业上市公司采购渠道营运资金周转期缩短 28.8 天，而生产渠道与营销渠道营运资金周转期变化不大，使得经营活动营运资金周转期减少 20.7 天，钢铁行业上市公司营运资金管理绩效有显著提高。2014 年煤炭行业上市公司经营活动营运资金管理绩效水平略高于钢铁行业上市公司，而这一状况在 2015 年得到了反转，钢铁行业的经营活动营运资金管理绩效水平在 2015 年大幅提升，超过了煤炭行业，主要是营销渠道营运资金周转期两者的差异较大，也说明了在销售方面钢铁行业是回款比较快的，企业具有较多的话语权。就钢铁、煤炭行业整体而言，经营活动营运资金周转期总体上是减少的，主要得益于采购渠道营运资金管理绩效的提升，显示出去产能背景下行业整体营运资金管理绩效有所提高。

表 32－8　　2014～2015 年钢铁、煤炭行业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	采购渠道营运资金周转期		生产渠道营运资金周转期		营销渠道营运资金周转期		经营活动营运资金周转期（按渠道）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
煤炭	－58.5	－86.1	－18.6	－18.7	79.0	102.9	1.8	－1.8
钢铁	－40.5	－69.3	5.3	7.1	38.7	44.9	3.5	－17.20
行业整体	－46.0	－74.8	－2.1	－1.3	51.1	63.9	3.0	－12.2

表 32－9 列示了 2011～2015 年钢铁、煤炭行业各渠道经营活动营运资金周转期情况。结合图 32－5 的 2011～2015 年钢铁煤炭行业经营活动各渠道营运资金周转期变化趋势来看，采购渠道营运资金周转期 2011～2015 年间呈明显的下降趋势，近两年波动加大，2015 年达到最小值－74.8 天。采购渠道的营运资金主要是由原材料存货、预付账款、应付账款和应付票据决定的，其呈现负值的周转期说明原材料存货和预付账款的合计数小于应付账款和应付票据的合计数，即钢铁、煤炭行业的应付项目比应收项目大。

表 32－9　　2011～2015 年钢铁、煤炭行业各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项　　目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
采购渠道营运资金周转期	－6.55	－22.78	－32.53	－46.0	－74.8
生产渠道营运资金周转期	5.52	－1.89	－0.93	－2.1	－1.3
营销渠道营运资金周转期	23.91	33.22	38.43	51.1	63.9
经营活动营运资金周转期（按渠道）	22.87	8.55	4.97	3.0	－12.2

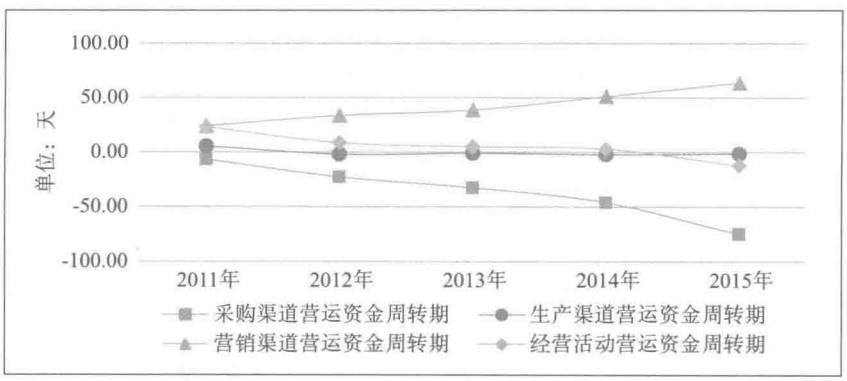


图 32－5　2011～2015 年钢铁、煤炭行业经营活动各渠道营运资金周转期变化趋势

生产渠道营运资金周转期在 2011 ~ 2015 年间无明显波动，基本维持不变，只在 2011 ~ 2012 年间有轻微下降，总体来看比较稳定。生产渠道的营运资金主要是由在产品存货、其他应收款、应付职工薪酬和其他应付款决定的，钢铁、煤炭行业上市公司可以通过减少在产品存货和其他应收款来达到降低生产渠道周转期的目的。

营销渠道营运资金周转期在 2011 ~ 2015 年间呈上升趋势，其中在 2013 年增速放缓，其余各年稳定增长，2015 年达到了 63.9 天。营销渠道营运资金主要由产成品存货、应收账款、应收票据、预收账款和应交税费决定，客户关系的管理好坏直接影响到营销渠道营运资金的周转期长短，良好的客户关系可以减少存货带来的风险。钢铁、煤炭行业上市公司可以考虑从客户关系入手，缩短营销渠道的营运资金周转期。

经营活动营运资金周转期在 2011 ~ 2015 年间呈下降趋势，2015 年有了明显的降低，从表 32 - 9 可以看出，2015 年经营活动营运资金周转期的大幅度缩短主要得益于采购渠道营运资金周转期的大幅缩短，说明钢铁、煤炭行业分渠道营运资金管理绩效逐年上升，其中采购渠道的营运资金管理绩效尤为显著，其原因可能是由于我国企业借鉴国外的经验和管理模式，在国家的重点关注和把控下营运资金管理水平普遍提高，钢铁、煤炭属于典型的产能过剩行业，去产能的呼声较大，所以其营运资金管理绩效也相应有了较大提高。采购渠道营运资金周转期主要反映的是企业和供应商之间的关系，其周转期逐年缩短，说明资金周转速度加快，占用供应商免费资金的时间变长。从企业的长远利益出发，上游供应商之间良好的供应关系能够降低供应成本，同时减少长期的采购成本，帮助企业获得更长远的盈利，这说明钢铁、煤炭行业上市公司借助上游企业的信用政策，尽可能不在采购环节分配资金，也可能是一些钢铁、煤炭公司不断收购上游企业，加强产业链整合，有效降低了原材料采购成本，减少了部分资金占用，为企业经营运转提供了更多的资金保障。

2. 企业层面

分析表 32 - 10 即 2014 ~ 2015 年钢铁、煤炭行业各渠道经营活动营运资金管理绩效变化统计表可以发现，2015 年钢铁、煤炭行业上市公司采购渠道营运资金周转期缩短的有 61 家，占 83.56%，基本不变和延长的都较少，主要分布在缩短区间；生产渠道营运资金周转期缩短的有 30 家，占比 41.10%，基本不变和延长的分别为 12 家和 31 家，分别占比 16.44% 和 42.47%，分布不集中且较为分散；营销渠道营运资金周转期主要分布在延长区间，有 48 家，占比为 65.75%。经营活动营运资金周转期（按渠道）与生产渠道营运资金周转期分布类似，主要分布在缩短和延长区间。综合来看，钢铁、煤炭行业各渠道经营活动营运资金管理绩效变化分布规律为两端多、中间少，主要分布在缩短和延长区间，说明还需重点关注该行业处于延长区间的企业，其营运资金管理还有较大的提升空间，其分布特点也与行业层面的分析结果相照应。

表 32 - 10　　2014 ~ 2015 年钢铁、煤炭行业各渠道经营活动营运资金管理绩效变化统计

项　目		采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短（家）	61	30	13	35
	缩短占比（%）	83.56	41.10	17.81	47.95
	基本不变（家）	7	12	12	12
	基本不变占比（%）	9.59	16.44	16.44	16.44
	延长（家）	5	31	48	26
	延长占比（%）	6.85	42.47	65.75	35.62
可比样本总数		73			

（三）钢铁、煤炭行业上市公司分要素经营活动营运资金管理绩效分析

1. 行业层面

表 32－11 列示了 2014～2015 年钢铁、煤炭行业各要素经营活动营运资金周转期的情况。表中显示，2015 年煤炭和钢铁行业上市公司经营活动周转期（按要素）均比上一年有所降低，表明煤炭和钢铁行业上市公司分要素的营运资金管理绩效均有所提高，其中钢铁行业提升更为明显。从各要素管理绩效来看，2015 年存货周转期、应收账款周转期与应付账款周转期都有一定的延长，说明存货与应收账款管理绩效有所下降，而应付账款管理绩效有所改善。由此可见，煤炭和钢铁行业上市公司分要素的营运资金管理绩效提升主要是由于应付账款营运水平的提高。钢铁行业上市公司经营活动周转期（按要素）明显低于煤炭上市公司，表明钢铁行业上市公司具有更高的营运资金管理水平。其中，钢铁与煤炭行业上市公司的存货、应收账款周转期较大幅度的上升与表 32－8 中在钢铁和煤炭行业上市公司生产、营销渠道营运资金周转期的上升相互呼应，而应付账款周转期的增加也与采购渠道营运资金周转期的缩短相互作用联系。

表 32－11　　2014～2015 年钢铁、煤炭行业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项　目	存货周转期		应收账款周转期		应付账款周转期		经营活动营运资金周转期（按要素）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
煤炭	25.8	33.8	82.0	105.2	85.1	118.1	22.8	20.9
钢铁	58.5	66.6	38.1	43.0	78.9	109.6	17.7	－0.1
行业整体	48.4	55.9	51.7	63.3	80.8	112.4	19.3	6.8

表 32－12 列示了 2011～2015 年钢铁、煤炭行业各要素经营活动营运资金周转期情况。结合图 32－6 的 2011～2015 年钢铁、煤炭行业经营活动各要素营运资金周转期变化趋势来看，存货营运资金周转期在 2011～2015 年间总体呈缓慢上升的趋势，只在 2012 年有轻度下滑，2015 年达到了最高值 55.9 天。存货营运资金管理能力应该力求在保持现有水平的基础上有所提高，存货周转期决定了资金使用效率，一般来说，存货周转率代表了存货转化成现金或者应收账款的效率，而钢铁、煤炭行业上市公司存货周转期持续稳中有升，说明资金使用效率降低、资产流动性变差。想要提高营运资金管理效率，就必须提高存货的管理水平，加快存货周转速度。

表 32－12　　2011～2015 年钢铁、煤炭行业各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项　目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
存货周转期	48.83	41.47	45.47	48.4	55.9
应收账款周转期	30.31	40.68	44.40	51.7	63.3
应付账款周转期	44.91	55.12	66.72	80.8	112.4
经营活动营运资金周转期（按要素）	34.23	27.04	23.14	19.3	6.8

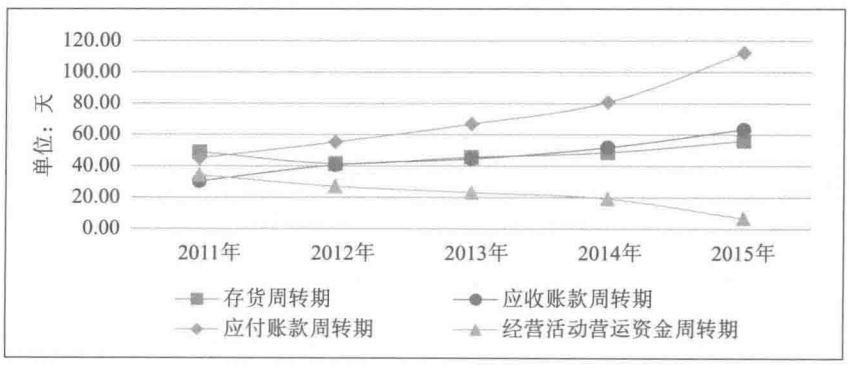


图 32－6　2011～2015 年钢铁、煤炭行业经营活动各要素营运资金周转期变化趋势

应收账款周转期在 2011 ~ 2015 年间呈现持续的增长趋势，其中在 2012 年和 2015 年增长较快，五年间从 30.31 天增长到了 63.3 天。应收账款周转期的延长会带来较大的发生坏账损失的风险，综合来看钢铁、煤炭行业应收账款周转期较为稳定，波动不是很大。

应付账款周转期在 2011 ~ 2015 年间先是平缓上升，在 2015 年实现了迅猛增长，达到了 112.4 天。应付账款周转期代表了企业从收到原材料到企业实际支付现金之间所用的时间，持续增长的走势代表了钢铁、煤炭行业内企业可以占用供应商资金的时间越来越长，企业可支配的营运资金也越来越多，通过占用供应商的资金，减少企业自身营运资金的占用，来达到较好的营运资金管理水平。

经营活动营运资金周转期在 2011 ~ 2015 年间持续下降，且在 2015 年实现了大幅度下降，为 6.8 天。按此速度继续发展，有望在 2016 年实现负值。2015 年按要素分的经营活动营运资金管理效果显著，且从前面对钢铁、煤炭行业各要素经营活动营运资金周转期的分析来看，钢铁、煤炭行业基于要素的营运资金周转期的降低主要是由应付账款周转期的增加导致的。延长付款期限有利于为企业内部争取更多的资金周转时间，从而缓解企业资金周转压力，为企业的经营运转提供更多的资金保障。应付账款周转期的延长主要是由于钢铁、煤炭行业建立和完善了良好的供需关系，保持行业内企业与供应商之间互信互利的长远发展目标，利于企业保持和增加应付账款的信用，或者通过不断收购上游企业，加强产业链整合，有效减少了资金占用。同时，也可能是因为钢铁、煤炭行业企业在去产能的大背景下改进应付账款管理程序，规范应付账款的流程控制，行业内企业的内部控制得到优化，利用信用条件创造最佳付款时机，长远来看就会提升企业的商业信誉，实现最大的信用价值。

2. 企业层面

表 32 - 13 为 2014 ~ 2015 年钢铁、煤炭行业各要素经营活动营运资金管理绩效变化统计表，从企业层面分析，与 2014 年相比，2015 年钢铁、煤炭行业上市公司存货周转期延长的企业占比 57.53%，有 42 家，基本不变的有 24 家，占比 32.88%，缩短的仅有 7 家，占比 9.59%，可以看出主要分布在延长区间。应收账款周转期延长的有 52 家，占比 71.23%，基本不变和缩短的比例分别为 17.81% 和 10.96%，显著分布在延长区间。应付账款周转期延长的有 59 家，占比 80.82%，基本不变和缩短的比例仅为 12.33% 和 6.85%，绝大多数企业处于延长区间。经营活动营运资金周转期（按要素）的变化分布为处于缩短和延长区间的较多，处于基本不变区间的较少。可以看出在综合作用下，钢铁、煤炭行业上市公司经营活动营运资金周转期（按要素）分布具有一定的差异，处于缩短和延长区间的企业均较多，说明钢铁、煤炭行业上市公司分要素的营运资金管理绩效整体上比较分散，不少企业还具有很大的提升空间。上述分析结果也进一步验证了分渠道的营运资金管理绩效的分析结果。

表 32 - 13　　2014 ~ 2015 年钢铁、煤炭行业各要素经营活动营运资金管理绩效变化统计

项　目		存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
周转期变化统计	缩短（家）	7	8	5	33
	缩短占比（%）	9.59	10.96	6.85	45.21
	基本不变（家）	24	13	9	13
	基本不变占比（%）	32.88	17.81	12.33	17.81
	延长（家）	42	52	59	27
	延长占比（%）	57.53	71.23	80.82	36.99
可比样本总数		73			

五、2015 年钢铁、煤炭行业上市公司资金回报分析

从表 32 - 14 的 2014 ~ 2015 年钢铁、煤炭行业上市公司资金回报率统计分析可以看出，2015 年钢铁、煤炭行业经营活动资金行业总体回报率有所降低，行业平均、最大值和最小值均有提高。从图 32 - 7 的 2015 年钢铁、煤炭行业上市公司总资金占用与总资金回报率散点图来看，其分布情况较为集

中，可以看出钢铁、煤炭行业内各个上市公司的总资金平均余额较为接近，而纵轴的总资金回报率有较大差异，大于0与小于0的分布近乎平均，有很大一部分钢铁、煤炭行业上市公司的资金投入未能收回效益，息税前利润为负，导致了总资金回报率呈现负值。总体来说，2015年钢铁、煤炭行业上市公司的价值创造能力减弱，资金的使用效率下降。

表32-14　　2014~2015年钢铁、煤炭行业上市公司资金回报率统计分析

项　目	总资金回报率（%）		经营活动资金回报率（%）		金融经营活动资金回报率（%）		投资活动资金回报率（%）	
	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年
行业总体	4.10	-0.54	4.44	-1.28	-2.24	-1.45	2.26	2.67
行业平均	3.61	-3.33	3.46	8.94	-2.22	-1.54	9.11	3.20
最大值	24.91	24.69	28.88	864.52	0.00	0.00	513.70	29.85
中位数	4.39	0.56	4.70	-0.59	-2.36	-0.57	0.76	0.72
最小值	-34.98	-170.14	-85.54	-28.17	-4.29	-5.02	-10.22	-17.15
样本量	73	78	73	78	3	4	73	78

注：金融经营活动资金回报率统计样本以本行业内金融经营活动资金不为0的企业家数为准。

具体来看，2015年钢铁、煤炭行业上市公司经营活动资金回报率下降较多，该原因也导致了行业总资金回报率的降低。从图32-8的2015年钢铁、煤炭行业上市公司经营活动资金占用与经营活动资金回报率散点图来看，图中出现了较为极端的最大值，除此之外钢铁、煤炭行业内各上市公司经营活动资金回报率相似，但有些小部分公司经营活动资金占用平均值较大，使得经营活动资金占用与经营活动资金回报率散点图呈直线型分布。2015年钢铁、煤炭行业上市公司投资活动资金回报率与上年相比无太大变化，基本保持稳定水平。从图32-9的2015年钢铁、煤炭行业上市公司投资活动资金占用与投资活动资金回报率散点图来看，其分布状况较为分散，大部分企业均处在投资活动资金回报率大于0的区间，其行业总体和中位数也与上年保持相同水平。在图32-10的2015年钢铁、煤炭行业上市公司经营金融活动资金占用与经营金融活动资金回报率散点图中，因统计样本以钢铁、煤炭行业内金融经营活动资金不为0的企业家数为准，所以剔除了许多上市公司，2014年的样本量仅为3家，2015年仅为4家，其资金回报率的行业总体与行业平均都有一定程度的提升。

综上分析可以看出，钢铁、煤炭行业上市公司2015年行业总体总资金回报率水平降低，且由正变负，行业内上市公司价值创造力减弱，资金的使用效果下降。这种局面的形成主要与钢铁、煤炭行业整体的产能过剩情况有关，供大于求，形成了买方市场，获取收益的能力变弱。但从另一角度来看，投资活动的资金回报率有所提升，钢铁、煤炭行业上市公司可以把结余的不需要再投向经营活动的资金用于投资活动，既可以提高企业总资金利用效率，也可以提高企业营运资金管理绩效，帮企业渡过去产能背景下的困境。

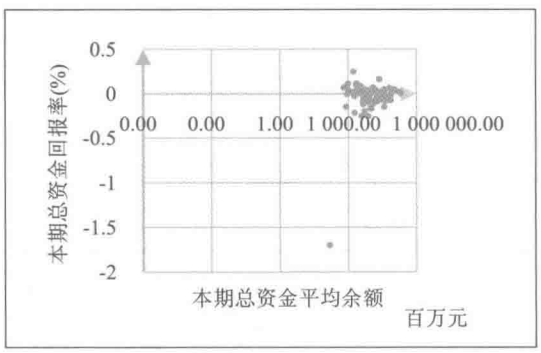


图32-7　2015年钢铁、煤炭行业上市公司总资金占用与总资金回报率散点

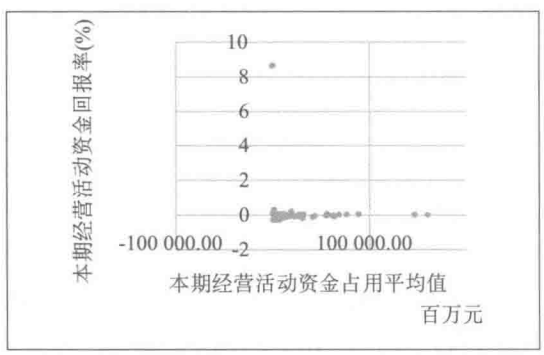


图32-8　2015年钢铁、煤炭行业上市公司经营活动资金占用与经营活动资金回报率散点

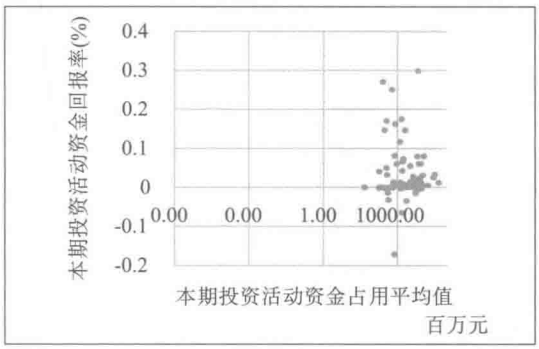


图 32－9　2015 年钢铁、煤炭行业上市公司投资活动资金占用与投资活动资金回报率散点

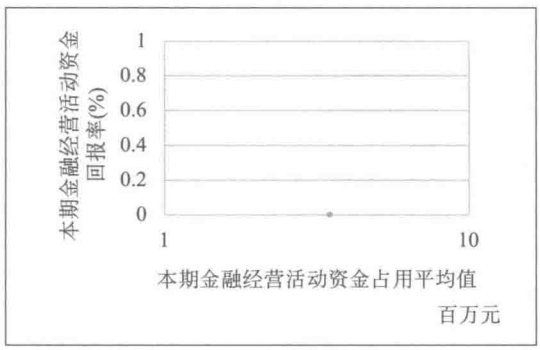


图 32－10　2015 年钢铁、煤炭行业上市公司经营金融活动资金占用与经营金融活动资金回报率散点

六、2015 年钢铁、煤炭行业上市公司融资结构与财务风险分析

站在企业股东的角度看，企业的总资金有两个入口，一个入口是股东的自我投入，我们称作自有资金；另一入口是债务融资，我们称作借入资金。自有资金和借入资金的比例不同会给企业带来不同程度的财务风险。自有资金对股东来说只会出现资金利用回报率的问题，但是借入资金需要负担资金成本，这对企业来说就存在风险。一旦借入资金到期需要还本付息，企业又难以偿还的时候，企业就会面临巨大的财务风险。借入资金是以自有资金为基础，为了维系企业正常运营、扩大经营规模，通过财务杠杆的作用，使企业资产不断得到补偿、增值。财务杠杆是一把双刃剑，当盈利时企业会享受由财务杠杆带来的利益，但是当企业亏损时，有财务杠杆的企业收益下降幅度将会更大，这时财务杠杆也会给企业带来潜在的财务风险。因此，本部分通过2014 年、2015 年钢铁、煤炭行业上市公司的数据来对该行业上市公司融资结构与财务风险进行分析。

（一）总资金融资结构与长期财务风险分析

1. 行业层面

从表 32－15 可以看出，无论是行业总体还是行业平均水平，2015 年我国钢铁、煤炭行业上市公司借入资金占比与 2014 年相比均有所增加。结合图 32－11，从行业总体绝对数角度看，2015 年钢铁、煤炭行业借入资金占比比 2014 年提高了 3.28 个百分点；从相对数角度来看，行业总体增加比例为 6.93%。从行业平均水平来看，虽然有所增长，但是无论是绝对值还是相对值变化都不大。这就说明对整个钢铁、煤炭行业来说，所谓行业总体的增长主要原因来源于 2015 年样本容量的增加。因此，从整个行业来看，相当于钢铁、煤炭行业的总资金融资结构基本没有变化。

表 32－15　　2014～2015 年钢铁、煤炭行业总资金融资结构与财务杠杆统计分析

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	47.33	50.61	52.67	49.39	2.06	0.19
行业平均	40.89	41.96	59.11	58.04	2.71	1.59
最大值	80.36	111.76	100.00	102.16	39.30	15.98
中位数	43.76	44.32	56.24	55.68	1.33	0.93
最小值	0.00	－2.16	19.64	－11.76	－9.45	－7.98
样本量	73	78	73	78	73	78

结合图 32－12，我们再分析一下 2014 年和 2015 年钢铁、煤炭行业财务杠杆的倍数的变化。从行业总体的绝对值看，2015 年行业总体的财务杠杆倍数下降显著，从 2014 年的 2.06 倍下降到 0.19 倍；从相对数来看，跌幅达 90% 多。同时，整个行业平均值也出现剧烈下降，该行业平均的财务杠杆倍数从 2014 年的 2.71 倍降低到 1.59 倍，跌幅也达到了 40% 之多。这说明税后利润变动率相对于变动前息

图 32－11　2014～2015 年钢铁、煤炭行业总资金融资结构

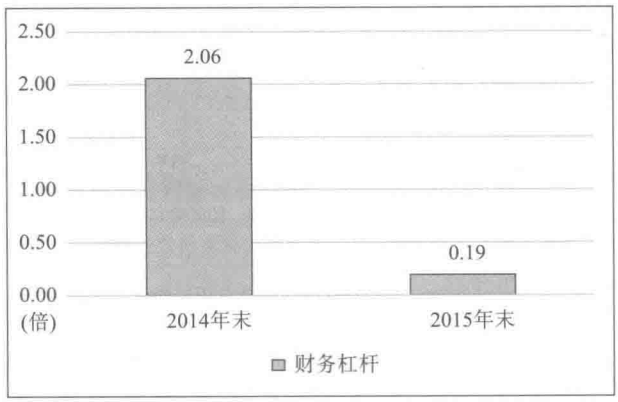


图 32－12　2014～2015 年钢铁、煤炭行业财务杠杆情况

前利润变动率有所减小，虽然财务杠杆的倍数在减小，也许对企业收益的杠杆效应不明显，但是，在我国经济下行、钢铁、煤炭行业正处于低谷的时期，这种小的财务杠杆系数对钢铁、煤炭行业回避长期财务风险也有重要作用。

因此，从行业层面看，可以得出 2015 年我国钢铁、煤炭行业上市公司的总资金结构变化不明显。同时，该行业的财务杠杆系数发生了显著变化，财务杠杆系数相对于 2014 年有大幅降低。表面上看，从行业收益角度，不利于收益率加快增长，但是，在钢铁、煤炭行业去产能的大环境下，对于该行业规避财务风险仍具有十分重要的意义。

2. 企业层面

从表 32－16 可以看到，2015 年我国有钢铁、煤炭行业上市公司借入资金占比小于 25% 的企业有 21 家，比重为 26.92%，比 2014 年增加了 5 家；占比在 25% 到 50% 之间的企业有 24 家，比重为 30.77%，比 2014 年减少了 6 家，总体上看借入资金占比小于 50% 的企业数量与 2014 年基本持平。借入资金占比大于 50% 的企业，2015 年有 33 家，比 2014 年多了 6 家；借入资金占比大于 75% 的企业 2015 年有 9 家，比重达 11.54%，比 2014 年多了 7 家。我们认为借入资金占比大于 50% 的企业财务风险较大，由数据可见，2015 年钢铁、煤炭行业占比出现了比 2014 年上升的趋势，并且相当一部分企业借入资金占比过高，在较高的长期财务风险下运营。

表 32－16　　2014～2015 钢铁、煤炭行业总资金融资结构分段统计

比例区间（%）	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	3	4.11	5	6.41	0	0.00	1	1.28
（0，25］	13	17.81	16	20.51	2	2.74	8	10.26
（25，50］	30	41.10	24	30.77	25	34.25	24	30.77
（50，75］	25	34.25	24	30.77	30	41.10	24	30.77
（75，100］	2	2.74	8	10.26	16	21.92	20	25.64
>100	0	0.00	1	1.28	0	0.00	1	1.28
总计	73	100	78	100	73	100	78	100

从图 32－13 可以更直观看出，在 0 到 1 的区间内，企业借入资金占比的分布接近正态分布，0.2 到 0.8 的区间内分布较多。对于数学而言，正态分布似乎是正常规律，对企业总是希望追求低风险条件下的高回报率而言，却不尽如此。所以，对于企业而言，借入资金占比最好避免落在 0～1 区间的两端，从而既能够实现较高的回报率，又可规避高风险。

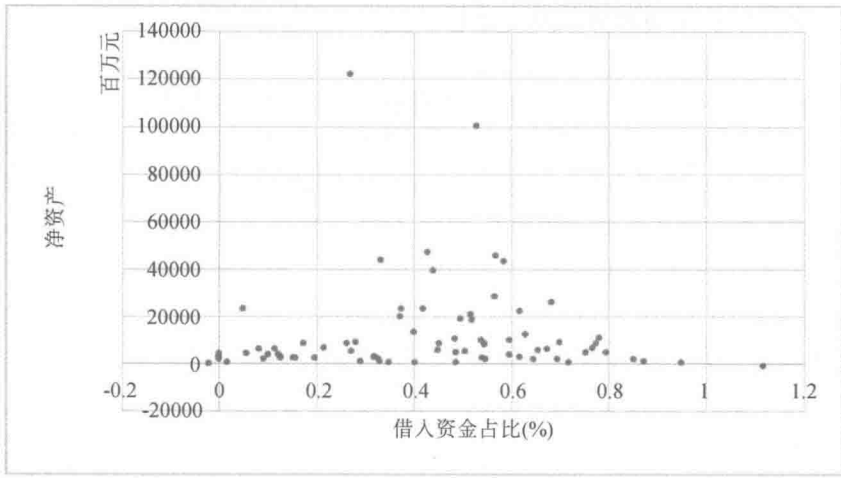


图 32－13　2014～2015 年钢铁、煤炭行业借入资金占比与净资产散点

表 32－17 列示了 2014～2015 年我国钢铁、煤炭行业营运资金融资结构分段统计情况。不难看出，无论是绝对企业家数，还是占比，2015 年相对于 2014 年不同比例区间的企业家数都在下降，说明我国钢铁、煤炭行业上市企业的财务风险呈现下降的趋势。从图 32－14（2014～2015 年钢铁、煤炭行业财务杠杆与净资产散点）直观看，企业净资产和财务杠杆的关系随净资产总量的不同而不同，在 0～200 亿元之间，财务杠杆多集中在大于 0、小于 3 的范围内，且较密集，有正相关的趋势。除该区域外，出现了个别特殊点。

表 32－17　　2014～2015 年我国钢铁、煤炭行业营运资金融资结构分段统计

比例区间（%）	财务杠杆			
	2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）
[1，1.5）	23	31.51	16	20.51
[1.5，2）	9	12.33	2	2.56
[2，3）	8	10.96	7	8.97
≥3	18	24.66	10	12.82
总计	73	100	78	100

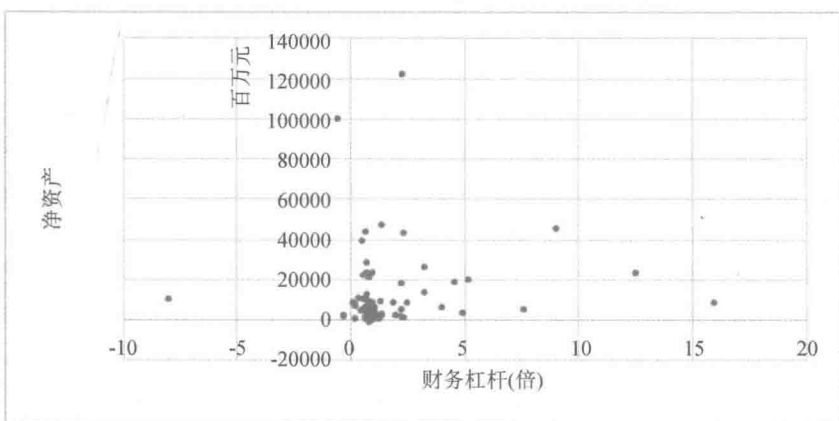


图 32－14　2014～2015 年钢铁、煤炭行业财务杠杆与净资产散点

（二）营运资金融资结构与短期财务风险分析

1. 行业层面

表 32－18 列示了 2014～2015 年我国钢铁、煤炭行业上市公司营运资金的来源状况。纵向比较来看，两年间钢铁、煤炭行业上市公司营运资金来源构成基本一致，从行业总体角度看，营运资金全部来自短期金融负债，营运资本占比为负，这充分表明钢铁、煤炭行业短期金融负债筹资能力比较强，并且 2015 年相对 2014 年短期金融性负债占比提升了 58.65%。从行业平均值角度看，2015 年出现了反转，营运资金基本全部来自于营运资本，营运资本占比高达 99.65%，短期金融负债占比仅有 0.35%。从 2014～2015 年我国钢铁、煤炭行业上市公司数据不难分析出，钢铁、煤炭行业的营运资金全部来自于短期金融负债，这种现象虽然没有挤占自有资金，但是对于企业而言仍面临巨大的财务风险。

表 32－18　　2014～2015 年钢铁、煤炭行业营运资金融资结构统计分析表　　单位：%

项目	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	225.35	284.00	－125.35	－184.00
行业平均	216.72	0.35	－116.72	99.65
最大值	8 517.63	1 946.76	1 982.11	6 798.39
中位数	62.34	62.02	37.66	37.98
最小值	－1 882.11	－6 698.39	－8 417.63	－1 846.76
样本量	73	78	73	78

图 32－15　2014～2015 年钢铁、煤炭行业营运资金融资结构

2. 企业层面

表 32－19 列示了 2014～2015 年我国钢铁、煤炭行业营运资金来源结构分段统计表。从统计数据上看，2014 年和 2015 年短期金融负债占比区间和营运资本占比区间分布情况大致相同。主要区别表现在，短期金融负债占比区间在 50%～75% 的企业家数，2015 年比 2014 年少了 4 家；但是，短期金融负债占比区间在 75%～100% 的企业家数，2015 年比 2014 年又多了 5 家。相对来说，这种变化都是在 50%～100% 这个高的短期金融性负债占比区间内变化，并且有相对低的比例向更高的比例转变，这从某种程度上来说，2015 年我国钢铁、煤炭行业中上市企业相对于 2014 年更倾向于短期金融负债，这就使得企业的财务风险上升。更值得注意的是，大于 100% 的短期金融负债占比区间的企业家数，在 2014 年和 2015 年都达到 30 家，分别占比 41.10% 和 38.46%。虽然，2015 年比 2014 年家数占比有所下降，但是绝对数没有改变，而且这个比例在所有区间内最高。2015 年这种百分比的轻微下降，也仅仅是样本容量多了 5 家企业的原因。由此可以得出，从企业层面来说，我国钢铁、煤炭行业上市公司企业短期金融负债占比超过 50% 的企业比例较大，尤其是超过 100% 的企业数较多，因此我国钢铁、煤炭行业上市公司企业面临十分严峻的财务风险。

表 32－19　　2014～2015 年我国钢铁、煤炭行业营运资金来源结构分段统计

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	16	21.92	20	25.64	30	41.10	30	38.46
(0，25]	8	10.96	7	8.97	2	2.74	7	8.97
(25，50]	9	12.33	10	12.82	8	10.96	4	5.13
(50，75]	8	10.96	4	5.13	9	12.33	10	12.82
(75，100]	2	2.74	7	8.97	11	15.07	12	15.38
>100	30	41.10	30	38.46	13	17.81	15	19.23
总计	73	100	78	100	73	100	78	100

七、2015 年钢铁、煤炭行业上市公司营运资金管理典型案例

（一）武钢股份公司概况

1. 武钢股份简介

武钢（股票代码：600005）是新中国成立后兴建的第一个特大型钢铁联合企业，于 1955 年开始建设，1958 年 9 月 13 日建成投产，是中央和国务院国资委直管的国有重要骨干企业。本部厂区坐落在湖北省武汉市东郊、长江南岸，占地面积 21.17 平方公里。武钢拥有矿山采掘、炼焦、炼铁、炼钢、轧钢及配套公辅设施等一整套先进的钢铁生产工艺设备，是我国重要的优质板材生产基地。武钢已连续六年进入《财富》世界 500 强榜单，2015 年排名第 500 位。目前，武钢本部已经拥有了 1 800 万吨的生产能力，并通过联合重组鄂钢、昆钢股份，成为生产规模近 4 000 万吨的大型企业集团，居世界钢铁行业第四位，已经发展成为全球特大型现代化钢铁联合企业，是全球最具竞争力的钢铁企业之一。

2. 武钢 2015 年发展状况

在去产能的大背景下，钢铁、煤炭行业是重点行业，作为中国钢铁三大央企之一的武钢集团频频爆出大量裁员的新闻，预计将有四万人将被分流至其他行业，约占总人数的一半。这是武钢历史上最严重的裁员情况，也可能是武钢历史上最艰难的时刻。

（二）2015 年武汉钢铁集团经营活动营运资金管理绩效分析

1. 武汉钢铁集团分要素的经营活动营运资金管理绩效分析

从表 32－20 可以看出，2015 年武钢股份营运资金各要素期末存量只有应付及预收款项比 2014 年增加 43.85 亿元，相对增加了 20.3%；另外两个项目变化均较小，增减变动率均没有超过 3%。从整体占用来看，经营活动营运资金占用量 2015 年比 2014 年有大幅度减少，减小比率达 33.59%。横向对比中，从绝对数的角度来说，武钢股份每一项绝对数值都比整个钢铁、煤炭行业平均值和中位数要大，说明武钢股份相对于整个行业各要素的营运资金管理较差。从相对数的角度来说，2015 年武钢股份各要素对应占比都大于行业平均，再次证明了武钢股份各要素营运资金管理水平低于行业平均水平的结论。同时，从相对数来看，各要素占比仍然呈上升趋势，说明武钢股份的营运资金管理还在继续恶化。

表 32－20　　2014～2015 年武钢股份营运资金存量及其按要素分布统计

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	武钢股份	117.04	114.39	226.52	229.97	215.50	259.35	128.03	85.02
	行业平均	30.45	24.51	47.82	45.15	80.69	79.41	-2.42	-9.75
	中位数	10.53	8.32	24.59	21.51	36.13	34.54	2.05	1.54
占比（%）	武钢股份	91.39	135	176.92	270.00	168.32	305.00	—	—
	行业平均	0.05	-6.10	-575.50	86.66	-675.44	-19.44	—	—

2. 武汉钢铁集团分渠道的经营活动营运资金管理绩效分析

表 32 - 21 数据列示了 2014 ~ 2015 年武钢股份经营活动营运资金各渠道营运资金周转期情况。从纵向比较的角度来说，2015 年武钢股份采购渠道营运资金周转期缩短了 42.98 天，生产渠道营运资金周转期增加了 10.4 天，而营销渠道营运资金周转期增长较大，增长了 51.72 天，致使经营活动营运资金周转期增加了 19.14 天，说明武钢股份各渠道营运资金管理绩效处于下降状态。同时，2015 年整个行业上市公司采购渠道营运资金周转期缩短 28.8 天，而生产渠道与营销渠道营运资金周转期分别增长 0.8 天和 12.8 天，使得经营活动营运资金周转期减少 15.2 天，说明武钢股份在各渠道营运资金管理方向和效果上与整个行业趋势基本相同，但是由于武钢股份采购渠道营运资金周转期下降数比生产和营销渠道上升数要小，使得总体上经营活动营运资金周转期呈上升趋势。最终在整体上，行业营运资金管理绩效呈现提高状态，而武钢股份呈现下降状态。

表 32 - 21　　2014 ~ 2015 年武钢股份经营活动营运资金各渠道营运资金周转期情况分布统计　　单位：天

项　目	采购渠道营运资金周转期		生产渠道营运资金周转期		营销渠道营运资金周转期		经营活动营运资金周转期（按渠道）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
武钢股份	-26.94	-69.92	5.14	15.54	68.40	120.12	46.60	65.74
行业整体	-46.0	-74.8	-2.1	-1.3	51.1	63.9	3.0	-12.2

（三）2015 年武汉钢铁集团资金回报分析

从表 32 - 21 统计数据纵向分析得出，2015 年武钢股份总资金回报率为 -7.43%，相对 2014 年下降严重，跌幅达到 264.38%。经营活动资金回报率和投资活动资金回报率也双双下降，其中经营活动资金回报率从 2014 年的 4.18% 跌至 2015 年的 -8.52%，跌幅达到 303.83%；投资活动资金回报率也不容乐观，2014 年作为武钢股份重要的投资回报来源的投资活动，2015 年其回报率跌至 -0.21%，跌幅达到 102.92%，说明武钢股份资金配置出现了极大问题，无论是作为主营业务的经营活动，还是其他业务的投资活动，资本回报率都处于负值状态，长远来看对企业发展极度不利。

表 32 - 21　　2014 ~ 2015 年武钢股份资金回报率情况统计　　单位：%

项　目	总资金回报率		经营活动资金回报率		投资活动资金回报率	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
武钢股份	4.52	-7.43	4.18	-8.52	7.19	-0.21
行业平均	3.61	-3.33	3.46	8.94	9.11	3.20

横向分析则出现了更为严峻的问题。2014 年，武钢股份总资金回报率和经营活动资金回报率分别为 4.52% 和 4.18%，均大于行业平均值 3.61% 和 3.46%。2015 年情况出现恶化趋势，其中总资金回报率低于行业平均值，并且跌幅大于行业平均值跌幅；经营活动资金回报率则在整个行业呈上升趋势的情况下出现大幅度下跌，呈现负值状态；投资活动资金回报率跌至负值，并且跌幅 102.92% 大于行业均值跌幅 64.88%，说明武钢股份营运资金管理的绩效无论是总资金回报率还是经营活动和投资活动回报率都比行业平均情况要差得多。

综上分析可以看出，武钢股份 2015 年总资金回报率水平降低，且由正变负，行业内上市公司价值创造力减弱，资金的使用效果下降。投资活动与金融经营活动的资金回报率无论是纵向比较，还是与同行业均值比较都较差。因此，从资金回报率角度看，武钢股份 2015 年营运资金管理在去产能的时代背景下完全失败。

（四）原因分析

1. 营运资金管理方面的原因

从我国营运资金发展状况角度看，随着我国经济的高速发展，一些国外的营运资金管理模式和经

验传入国内并被许多企业采纳和借鉴。由于企业对营运资金管理的工作愈加完善，使得我国一些高水平企业诞生。在实务与理论的结合下，营运资金管理的定义和价值也愈加明晰，营运资金管理的重要性也越来越被企业所重视。但是，对于武钢股份这种非常庞大的央企，营运资金管理的发展起步时间并不长，在相应的观点、措施、政策、操作上还有很多不成熟的地方，短时间内对营运资金管理实现质的飞跃，迅速建立并形成适合企业自身条件和发展状况的营运资金管理模式几乎不可能。

2. 企业本身战略管理的原因

从企业本身角度分析，近些年钢铁行业一直不景气，供大于求的市场现实使得武钢股份为了应对钢铁行业的不利局面，采取以营销为主的策略，将重心严重偏移到销售上去而忽视了对营运资金的管理。对于这种大型的钢铁企业，营运资金管理本应是企业发展中的战略中心之一，因为只有采取先进的适合企业的营运资金管理政策，保证运营资金的安全和利用的高效，为企业的发展提高安全屏障和强大后盾，才能保证企业的正常高效运营，而武钢股份恰恰忽视了这一点。

3. 外部大环境的原因

从外部大环境的角度看，钢铁、煤炭行业正处在寒冬时节，供大于求的市场局面已成定局，产生这种局面的罪魁祸首是钢铁、煤炭行业产能过剩，并且根据工信部给出的实际数据，这种产能过剩不是相对过剩而是绝对过剩。这就使得武钢股份这种巨型钢铁企业在市场上话语权减弱，要希望在营销渠道实现重大突破，在钢铁行业价格已经触底的情况下，只能通过对客户授信的方式完成销售，这就会使得应收账款大幅上升，在企业实际现金流没有增加的情况下，使得企业的财务风险上升，导致企业营运资金管理效率低下。反过来看，要是企业不大力营销，那么存货会积压更多，这同样会导致营运资金管理效率低下，即使找到了各渠道的综合的营运资金管理方法，一是比较难，需要时间承担风险，二是这个综合营运资金管理方法也仅仅是相对好，而不是更好。归根结底，有产能过剩这一问题存在，像武钢股份这种企业，纵有先进的营运资金管理理念和良好的政策扶持，也无计可施。所以说去产能是时下更为重要的事情，这个根本原因得以解决，再配合优化的营运资金管理政策，才能使武钢股份乃至整个钢铁、煤炭行业发展得更好。

（五）对策

1. 加强企业营运资金管理

从分要素的经营活动营运资金管理的角度出发，2015 年武钢股份各要素占比都大于行业平均值，说明武钢股份这些项目营运资金管理水平确实没有达到行业平均水平。所以说，比起行业平均值，分要素经营活动营运资金管理仍存在继续改善的必要性和可能性。在管理存货上，必须要加强存货管理，提高存货周转速度，一方面，淘汰落后产能，加快存货周转。我们国家提出去产能，总体来说，去落后产能是最重要的部分，武钢股份应加快技术改造的步伐，加大改革创新力度，积极引进先进的技术与设备，淘汰落后生产线，建设高效、优质的生产线，从而提高优质产品供给，加快存货周转。另一方面，完善存货管理制度，建立优质管理团队。在钢铁行业去产能的关键时期，建立健全的存货管理制度，存货的日常管理应将具体责任切实落实到各个部门，实现公司各部门都为存货管理服务，那么建立优质的管理团队就十分必要。在管理应收及预付款项和应付及预收款项上，重视这些账款管理，与供应商和客户建立良好的合作关系。一方面，企业应重视应付账款的管理，建立和完善对应付账款的监控制度，提高监控人员的工作能力，同时充分、有效地利用供应商提供的销售折扣；另一方面，企业在做好应付账款的内部监控的同时，对外树立良好的信誉和形象，与供应商建立和谐的贸易关系，通过积极协作谈判为企业争取尽可能长的还款时间。

从分渠道的经营活动营运资金管理的角度出发，在上文分析中我们可以看出，武钢股份生产和营销渠道营运资金管理水平整体在不断下降，相比行业平均值，需要进行大幅改善。就生产渠道而言，加强生产渠道营运资金管理，提高生产渠道营运资金周转效率，企业需要改进生产管理，提高在产品周转速度。一方面，将企业产品设计和产品生产一体化整合，使产品设计阶段和产品生产阶段充分融合，实现产品高效有序生产；另一方面，改进生产管理，提高在产品周转速度，按作业计划有序、均

衡地生产，以缩短生产周期，并结合生产实际研究有无设立半成品库存的必要，如设立库存则应严格控制半成品的入库数量及日常管理，减少半成品的资金占用。就营销渠道而言，加强营销渠道营运资金管理，提高营销渠道营运资金周转效率。一方面，企业需要建立起良好的客户关系，保证原有营销渠道顺畅；另一方面，企业需要拓展新渠道，创新商业模式，依靠“互联网 +”整合线上、线下。在“互联网 + 传统行业”模式的指导下，开展电子商务，整合传统渠道和网络渠道的资源，进行合理分配。通过“互联网 + 易货”的全新商业模式和全球产品交换，拓展新的营销渠道，在不需要占用企业过多资金的情况下，帮助企业用积压的产品换取所需产品，达到变废为宝，合理配置企业资源。

2. 加快企业转型升级

随着经济步入“新常态”，产能过剩已成为经济结构调整和转型升级中迫切需要解决的关键问题，中国经济正在经历巨大转变。武钢股份在这个转型的重要时期，首先，应改变发展方式，实现产品升级、转型转产、扭亏增盈，促进产业结构调整和企业转型升级。其次，企业要加大科研技术投入，从积极保障资源投入的角度提升企业创新能力。最后，有条件的企业可以选择行业转移，从产能过剩的行业撤离，去产能既是目的又是手段，其关键就在于，一方面，推广运用新技术，更新机械设备，采取效率更高、污染更少的生产方式，对传统工业进行改造提升，消除低端过剩产能；另一方面，推进合作创新，将产学研合作为产业转型的动力支持，引导企业与科研机构开展合作，提高产业创新能力。

3. 合理配置资金，提高企业资金使用效率

前文数据分析结果显示目前整个武钢股份处于负盈利状态，从总资金回报率的三个方面来看，经营活动资金回报率为负是总资金回报率低下的罪魁祸首，相对经营活动，投资活动有利于提高资金使用效率。因此企业应当慎重考虑资金使用方向，将原来资金运用效率低的资金向投资活动倾斜，其关键在于，企业需要仔细甄别投资项目，合理利用结余资金，这样一方面可以提高企业总资金利用效率，另一方面可以提高企业营运资金管理绩效，帮企业渡过去产能环境下的困难。

八、2015 年钢铁、煤炭行业上市公司营运资金管理调查的结论与建议

（一）调查结论

1. 营运资金配置分析结论

（1）营运资金占用平均水平小幅下降，投资活动资金配置增加，经营活动减少。从整个钢铁、煤炭行业上市公司统计数据分析得到，除投资活动营运资金外，无论是总体还是平均水平，2015 年去产能行业上市公司营运资金占用均有所减少。2015 年钢铁、煤炭行业上市公司营运资金占用有所减少，主要为经营活动营运资金占用减少所致。进一步得出，2015 年钢铁、煤炭行业上市公司营运资金占用主要是经营活动资金占用减少所致，投资活动营运资金占用略有增加，金融经营活动营运资金占用基本保持稳定。去产能行业上市公司出现相应项目上投入资金的负水平，表明企业非但不用在经营活动上投入资金，反而大量占用了其他企业的资金为自己的运营服务。

从钢铁、煤炭行业企业层面数据分析得出结论，2015 年钢铁、煤炭行业上市公司投资活动营运资金占比大于 0 的企业有 62 家，比重为 79.49%，大部分企业投资活动营运资金占比高于行业平均水平的 -3.17%。2015 年投资活动营运资金行业平均占比相对于 2014 年有所减少，是少数企业投资活动资金配置减少所致，说明这些少数企业减少幅度较大，数据分布较为分散、较为不规律，钢铁、煤炭行业上市公司各企业间投资活动营运资金配置存在较大差异。另外，2015 年钢铁、煤炭行业企业投资活动营运资金配置差异进一步加大。

（2）各渠道营运资金占用变化。从整个钢铁、煤炭行业数据分析得到，无论是行业总体还是行业平均水平，2015 年去产能行业上市公司经营活动各个渠道营运资金占用量与 2014 年相比均有所减少，表明其在去产能的过程中正在减少资金的配置，且达到了一定成效。并且，2015 年钢铁、煤炭行业上市公司经营活动营运资金总体占用减少主要是由采购渠道营运资金占用减少所致，主要原因是：2015 年在采购活动中较多采用了“应付票据”、“应付账款”等赊购方式，使得采购渠道营运资金占用大幅减少。

从该行业企业层面角度分析，生产渠道营运资金占比区间内的企业数量随着生产渠道营运资金占比的提高而减少。营销渠道资金配置情况与采购渠道相似，同样是占比分布在两端区间内的企业数量较高，表明 2015 年去产能行业上市公司各企业间采购渠道和营销渠道营运资金的配置差异较大。

（3）各要素营运资金占用变化。从整个行业角度看，2014～2015 年去产能行业上市公司应付及预收款项营运资金占用的行业平均值要远远大于存货和应收及预付款项的资金占用，且 2015 年相比 2014 年均有走低趋势，各要素的营运资金分布中位数走势与行业平均值相似，但应付及预收款项与另外两个要素的差距较小。从按要素的经营活动营运资金配置来看，2015 年应收及预付款项的营运资金占用无明显波动，存货资金占用量大幅减少，应付及预收款项增多，钢铁、煤炭行业的营运资金管理取得了一定的成效。

从企业层面看，2015 年钢铁、煤炭行业上市公司各要素占比区间的企业分布情况基本相同，其中占比小于 0 和大于 100% 的企业占绝大多数，应收及预付款项和应付及预收款项尤为明显。可见，去产能行业上市公司不同企业间各要素配置具有较大的差异，分布不均衡。从纵向来看，2015 年各区间内企业分布数量与 2014 年基本一致，变化不大。

2. 经营活动营运资金管理绩效分析结论

（1）按渠道分析。从行业层面分析得出结论：无论是从行业总体还是行业平均来看，2015 年去产能行业上市公司经营活动营运资金占用水平较 2014 年均有所降低。从经营活动营运资金节约额来看，就行业总体而言，2015 年去产能行业上市公司经营活动营运资金占用减少，但是对不同企业来说差别较大，最大值与最小值的分布更加分散，这说明行业总体经营活动营运资金占用额有一定程度降低，但是企业之间差距悬殊，且差距正在加大。再将绩效分渠道看，2015 年钢铁、煤炭行业上市公司营运资金周转期都缩短了，最重要的贡献是该行业采购渠道营运资金周转期缩短较大，而生产渠道营运资金周转期保持稳定，营销渠道营运资金周转期增长较大。从分渠道角度看，行业整体营运资金管理绩效得到提高，主要来自于采购渠道营运资金管理绩效的提升。

从企业层面分析得出结论：经营活动营运资金周转期（按渠道）与生产渠道营运资金周转期分布类似，主要分布在缩短和延长区间。综合来看去产能行业各渠道经营活动营运资金管理绩效变化分布规律为两端多、中间少，主要分布在缩短和延长区间，说明还需重点关注该行业处于延长区间的企业，其营运资金管理还有较大的提升空间。

（2）按要素分析。从行业层面分析得出结论：2015 年煤炭和钢铁行业上市公司经营活动周转期（按要素）均比上一年有所降低，煤炭和钢铁行业上市公司分要素的营运资金管理绩效提升主要是由于应付账款营运水平的提高。钢铁行业上市公司经营活动周转期（按要素）明显低于煤炭上市公司，表明钢铁行业上市公司具有更高的营运资金管理水平。其中，钢铁与煤炭行业上市公司的存货、应收账款周转期较大幅度上升与钢铁和煤炭行业上市公司生产、营销渠道营运资金周转期的上升相互呼应，而应付账款周转期的增加也与采购渠道营运资金周转期的缩短相互作用联系。并且，钢铁、煤炭行业基于要素的营运资金周转期的降低主要是由应付账款周转期的增加导致的，且 2015 年按要素经营活动营运资金管理效果显著。

从企业层面分析得出结论：去产能行业上市公司经营活动营运资金周转期（按要素）分布具有一定的差异，处于缩短和延长区间的企业均较多，说明去产能行业上市公司分要素的营运资金管理绩效整体上比较分散，不少企业还具有很大的提升空间。上述分析结果也进一步验证了分渠道的营运资金管理绩效的分析结果。

3. 2015 年钢铁、煤炭行业上市公司资金回报分析结论

2015 年钢铁、煤炭行业经营活动资金行业总体回报率有所降低，行业平均、最大值和最小值均有提高。2015 年钢铁、煤炭行业上市公司经营活动资金回报率下降较多，该原因也导致了行业总资金回报率的降低。但是，2015 年去产能行业上市公司投资活动资金回报率与上年相比无太大变化，基本保持稳定水平。钢铁、煤炭行业上市公司 2015 年行业总体资金回报率水平降低，且由正变负，行业内上

市公司价值创造力减弱，资金的使用效果下降，但投资活动与金融经营活动的资金回报率有所提升，去产能行业内上市公司应分析经营活动中各项活动的资金回报水平，在资本回报率高的地方投入较多的资金，增加投资，提升企业总资金回报率。

4. 融资结构与财务风险分析

（1）总资金融资结构与长期财务风险分析。从行业层面看，可以得出2015年我国钢铁、煤炭行业上市公司的总资金结构变化不明显。同时，该行业的财务杠杆系数发生了显著变化，财务杠杆系数相对于2014年大幅降低。表面上看，从行业收益角度，不利于收益率增长加快，但是，在钢铁、煤炭行业去产能的大环境下，对于该行业规避财务风险具有十分重要的意义。从企业层面看，从企业偿还债务的角度出发，2015年钢铁、煤炭行业借入资金占比出现了上升的趋势，并且相当一部分企业借入资金占比过高，这种借入资金比例过高的企业在较高的长期财务风险下运营，即2015年钢铁、煤炭行业面临着比2014年更高的财务风险。

（2）营运资金融资结构与短期财务风险分析。从2014～2015年我国煤炭行业上市公司数据不难分析出，钢铁、煤炭行业的营运资金几乎全部来自于短期金融负债，这种现象虽然没有挤占自有资金，但是对于企业而言仍面临巨大的财务风险。从企业的角度来看，我国钢铁、煤炭行业上市公司企业短期金融负债占比超过50%的企业较多，超过100%的企业数量更多，所以说我国钢铁、煤炭行业上市公司企业面临十分严峻的财务风险。

（二）对策建议

1. 加强存货、应收账款和应付账款的综合管理

对于钢铁、煤炭行业来说，该行业正处于一个特别的时期。因此，对于其对策建议的提出，不得不联系到大环境。在钢铁、煤炭行业供大于求的市场环境下，供求不平衡必然导致库存积压和应收账款上升。

首先，从库存积压角度看，因为整个行业处于供大于求的市场环境，供给大于需求是大部分企业都面临的窘境。为了使该行业平稳渡过去产能的难关，库存管理成为了一个很重要的方面。存货是企业的重要流动资产，对存货的管理也存在很大风险，若管理不当会造成更为大量的存货积压，不仅占用企业资金，而且增加管理成本。因此，加强存货管理，加快存货周转速度对于提高企业经济效益有重要促进作用，应该采取以下措施：（1）加快技术革新，淘汰落后产能，加快存货周转。钢铁企业应加快技术改造的步伐，加大改革创新力度，积极引进先进的技术与设备，淘汰落后生产线，同时与技术先进、产品优越的企业沟通交流，汲取先进的技术与生产经验，建设高效、优质的生产线。再次加强与高校、科学研究院及国内外科技型企业的交流合作，保持改革创新意识，增强企业技术创新能力，为淘汰落后产能、建立先进生产线提供技术支持。（2）更加重视存货管理，完善存货管理制度，与去产能政策相结合。存货的日常管理应将具体责任切实落实到各个部门，让整个企业至上而下通力合作。存货管理部门要与营销部门建立密切联系，时刻了解市场行情，尽快高效地配合营销部门作出去存货的决策，赢得市场主动权。采购部门、财务部门和营销部门要建立联系，实时将产品原料成本、企业财务预算、市场价格和行情结合分析，淘汰生产成本高、利润率低的产品，与去产能政策紧密结合。总而言之，在去产能的环境下，企业对存货的管理需要各部门通力合作。

其次，从应收账款的角度看，在供大于求的买方市场的环境下，钢铁、煤炭行业企业为了减少库存、增加营业收入，通过授信，将赊销作为一种促销手段吸引客户、增加销量，进而应收账款上升，坏账损失风险快速积累。因此，在销售前，针对购货方做好资信调查，谨慎选择赊销对象；发生赊销后，及时跟踪分析，查看该笔销售货款是否按时、足额收回，对于尚未收回的款项应及时催收欠款；未能按时收回的货款，根据购货方的具体情况制定收款方针；如果存在恶意拖欠的现象，企业应采取相应措施收款，必要时可通过司法途径解决。

再次，从应付账款的角度看，企业在经营过程难免会有应付账款，并且钢铁、煤炭行业因为是政府扶持和资金雄厚的企业，在原料市场中的议价能力很强，企业具有数额较大的应付账款。对于行业

平稳发展时期，这都不是问题。但是，在去产能环境下，钢铁、煤炭行业的议价能力很有可能变差，一方面，将面临应付账款挤兑压力；另一方面，由于议价能力降低，取得应付账款困难，会产生较大的资金缺口。因此，应重视应付账款管理，与供应商建立良好合作关系。在这种对应付账款依赖程度加强，而供应商催款力度加大的状况下，企业应重视应付账款的管理，建立和完善对应付账款的监控制度，提高监控人员的工作能力，同时充分、有效地利用供应商提供的销售折扣。企业在做好应付账款内部监控的同时，对外也应树立良好的信誉和形象，与供应商建立和谐的贸易关系，通过积极协作谈判为企业争取尽可能多的销售折扣。

最后，作为去产能的重要行业，钢铁、煤炭行业正面临着严峻市场环境的考验，在市场供求稳定平衡之前一直会出现企业在营运资金管理上选择存货和应收账款的问题。同时，随着经营环境恶化，应付账款的管理也将给企业带来重大影响。所以说，对钢铁、煤炭行业的企业来说，选取合适的持有策略以达到三者营运资金管理效率最优就显得十分重要。

2. 合理配置资金，提高资金使用效率

从前面数据分析，不难看出我国钢铁行业资金回报率极低，2015 年行业整体出现了负回报率的现象。但是，把企业总资金回报率分三方面来看，经营活动资金回报率为负是总资金回报率低下的罪魁祸首，投资活动资金回报率对总资金回报率是正向的，金融经营活动资金回报率对总资金回报率也是正向，那么这就给钢铁行业发展带来了一个方向，一方面，从企业转型升级、技术创新的角度出发，响应国家供给侧和去产能的号召，必须尽快淘汰那些真正落后的产能，加大对那种具有市场竞争力的产品的研发投入，这既促进了我国钢铁、煤炭行业的飞跃发展，也可以达到去产能的目的；另一方面，需要企业仔细甄别投资项目，合理利用结余资金，这样一可以提高企业总资金利用效率，二可以提高企业营运资金管理绩效，帮企业渡过去产能环境下的难关。

3. 寻求筹资来源和方式的多元化

钢铁、煤炭行业均属于大额资金驱动的行业，大量负债的情形较为常见，其融资渠道过为单一，主要为短期银行借款。一方面，近几年，我国银行借款系统的要求不断增加，条件更为严苛，为使企业财务风险避免过于集中、严格控制财务费用，从而形成了企业筹集资金来源多元化的除采用传统商业贷款、办理银行承兑汇票、票据贴现等方法以外，钢铁行业可积极开辟保理、信用证等多种形式的筹资方式。但在现如今市场经济新兴资金的管理体制下，应该更加注重筹资方案的多元化，并保证筹资方案的科学性、合理性与安全效益性，最终使得筹资方式与筹资渠道安全，使综合资金成本率达到最低，确保建设项目按期完成。另一方面，短期借款比重过高，应在合理规划预算的基础上适当提高长期资本融资的比重，优化融资结构，降低财务风险。

4. 建立健全行业退出机制

政策上必须节源导流，从源头上严控新的产能。从导流方面，积极化解产能，建立良好的退出机制。一方面，依法依规退出。对于钢铁、煤炭行业，要严格执行节能、环保、技术等法律法规和产业政策，达不到标准要求的产能要依法依规退出。可见，这一部分淘汰的是环保不达标、能耗较高、技术落后的产能，清理一些钢铁、煤炭行业中的“僵尸企业”。另一方面，引导主动退出。从企业角度来说，企业应当根据自身架构和运营需要，抓紧制定实施推动产业重组、处置“僵尸企业或部门”的总体方案，引导“僵尸企业或部门”平稳退出，积极推进破局性、战略性的兼并重组，同时要彻底改变思维，舍弃低贡献、低毛利，甚至亏损的产品，这一做法有助于打破供给严重过剩的格局，改善企业的经营效益。

5. 加快企业转型升级

加快企业转型升级，适当进行行业转移。从“三驾马车”到“供给侧改革”，中国经济正在经历巨大转变。首先，在经济新常态下，我国经济发展进入增速换档、结构调整的阵痛阶段，企业应改变发展方式，实现产品升级、转型转产、扭亏增盈，促进产业结构调整和企业转型升级。其次，企业要加大科研技术投入，从积极保障资源投入的角度提升企业创新能力。例如，“依托钢铁主业，适度多元

发展”的河北钢铁集团利用自身的“三废”发电，目前其60%的用电量是自备电厂发电；布局节能环保产业，新成立的河钢能源环保公司以产业化、专业化、规模化思维，将“世界最清洁钢厂”的品牌优势打造成为新效益增长极。最后，有条件的企业可以选择行业转移，从产能过剩的行业撤离，使“去产能”政策既是目的又是手段。

主要参考文献

1. 郑锐锋：“当前我国煤炭行业产能过剩的原因及对策简析”，《煤炭经济研究》，2015 年第 12 期。

2. 潘文轩：“化解过剩产能引发负面冲击的总体思路与对策框架”，《财经科学》，2016 年第 5 期。

3. 任泽平、张庆昌：“供给侧改革去产能的挑战、应对、风险与机遇”，《发展研究》，2016 年第 4 期。

4. 陈文玲：“化解过剩产能需要新思路和新突破”，《经济研究参考》，2014 年第 7 期。

5. 魏琪嘉：“钢铁行业产能过剩研究”，《企业研究》，2014 年第 12 期。

6. 刘伟、苏剑：“‘新常态’下的中国宏观调控”，《经济科学》，2014 年第 4 期。

7. “‘一行三会’发文支持钢铁、煤炭行业化解过剩产能”，《金融世界》，2016 年第 5 期。

8. 陈哲：“煤炭企业迎来多元发展新机遇”，《煤炭经济研究》，2016 年第 3 期。

9. 林毅夫：“去产能需要政府和市场的协同发力”，《财经界》，2016 年第 4 期。

10. 赵晓辉、刘开雄、安娜：“攻坚煤钢去产能”，《金融世界》，2016 年第 5 期。

第三十三章　2015 年不同经济性质[①]上市公司营运资金管理调查

【摘要】本调查从股权设置的视角出发，调查分析 2015 年度不同性质上市公司（国有控股公司、民营控股公司及混合持股公司）营运资金的占用水平及管理绩效、资金回报及财务风险情况。

调查结果表明：（1）2015 年国有和民营控股公司营运资金占用均有所增加，但国有控股公司营运资金占用的增加幅度大于民营控股公司，而混合持股公司 2015 年营运资金占用有所下降。国有控股公司和混合持股公司营运资金主要投放在投资活动中，民营控股公司营运资金配置较均衡。（2）从分渠道的经营活动营运资金占用来看，2015 年国有控股公司、民营控股公司及混合持股公司营销渠道的营运资金占用量与 2014 年相比均有所下降，而生产渠道营运资金则有所上升，国有和民营控股公司采购渠道营运资金占用有所下降，但混合持股公司采购渠道营运资金占用有所增加但增幅较小。（3）从按要素的经营活动营运资金占用来看，2015 年国有和民营控股公司各要素占用总体有所上升，但国有控股公司上升的幅度高于民营控股公司，而 2015 年混合持股公司除应收及预付款项有所下降外，其他各要素资金占用都有所上升。（4）不管从渠道还是要素分析，国有控股公司经营活动营运资金周转期最短，尽管 2015 年有所降低，可是仍然遥遥领先。民营控股公司经营活动营运资金周转期最长，管理绩效最低，尽管 2015 年有所上升，但是仍然远远落后。混合持股公司营销渠道营运资金周转期表现最为突出，很有优势，最终经营活动营运资金周转期介于国有企业和民营企业之间且偏低，管理绩效较高。（5）从行业平均来看，2014 ~2015 年民营控股公司总资金回报率在 10% 左右，而国有控股公司及混合持股公司总资金回报率在 6% ~7% 左右。相比之下，民营控股公司经营活动资金回报率较高，而国有控股和混合持股公司投资活动资金回报率较高。（6）国有和民营控股公司都是自有资金占比大且民营企业更大，混合股权借入资金占比略大，与 2014 年相比，国有和民营企业 2015 年财务杠杆有所提高，混合持股公司 2015 年却有所降低，同时国有控股公司和混合持股公司都是以短期金融负债为主，以营运资本为辅，2015 年混合持股公司短期金融负债比例最大，三种性质的企业中国有控股公司变化最大，说明其营运资金策略最为不稳定，混合股权次之。

根据上述调查结果，本报告提出了进一步加强各渠道营运资金管理、重点关注生产渠道，合理配置营运资金、提高营运资金使用效率，合理确定营运资金来源、降低财务风险，加强库存与应收账款管理等对策建议，以期为不同经济性质的控股公司提升营运资金管理水平提供一定的借鉴意义。

一、不同经济性质控股公司营运资金基本特征

（一）国有控股公司营运资金管理的特点

1. 投资活动营运资金占比大，风险承受能力强

国有控股公司特殊的产权背景为其营运资金的流动性、安全性提供了有力保障，资金来源多样，具有更广阔的投资领域与更大的风险承担能力。同时，投资活动往往带来较高的收益，将营运资金更多投入到投资活动中，带动民间社会的投资力度。

2. 短期金融性负债占比高，融资能力强

国有控股公司自由资金占比较高，与民营控股公司相比，国有控股公司拥有财政拨款、国家银行

① 本调查根据实际控制人性质和持股比例将控股公司划分为国有控股、民营控股和混合持股三类。其中，国有控股公司为实际控制人是国有且控股比例大于 50% 的控股公司；民营控股公司为实际控制人为民营且控股比例大于 50% 的控股公司；混合持股公司为前三大股东的实际控制人中非国有股权与国有股权之比大于 0.5 小于 2 的公司。控股公司实际控制人的判定主要来自国泰安数据库，部分通过手工整理完成。

贷款、发行主权债券等特殊的融资渠道，同时，较高的信誉与稳固性也增强了其在资本市场融资的主动性。因此，短期金融性负债在国有控股公司营运资金的构成中占有很大比重，国有控股公司也更倾向于采用较为激进的财务政策。

3. 充分利用政策优势，经营活动占主动地位

国有控股公司较高的市场地位以及国家的扶持为其经营活动带来优势，使国有控股公司在生产、营销过程中占据主动地位，资金流动性强、易变现、周转周期短，从而在一定程度上有更高的营运资金管理水平。

（二）民营控股公司营运资金管理特点

1. 投资愿望弱化，保障营运资金稳定性

民营控股公司在政策支持、资源提供等方面缺乏优势，导致其营运资金受外部冲击影响较明显。因此民营控股公司投资活动资金占比不大，倾向于稳妥的投资模式，更加专注实业以确保营运资金乃至企业生存发展的稳定。

2. 融资困难，短期金融性负债占比不大

民营控股公司自由资金比国有企业高，相对国有控股公司，大多数民营控股公司不具备足够的信誉及稳固度，导致融资困难，企业只能采用偏于保守的财务政策。对营运资金带来的影响在于短期金融性负债较低，使营运资本在营运资金中占较大比例，提高了企业的资金成本。

3. 经营水平薄弱，流动资产周转缓慢

缺少国家扶持，缺乏足够资金、先进技术及优秀人才的支撑，民营控股公司在供应链处于低端地位，在生产、营销过程中的营运资金管理明显落后于国有控股公司，相对应地表现在企业存货、应收账款等流动资产的周转水平较低。

（三）混合持股公司营运资金管理特点

1. 投资活动营运资金占比较大，风险承受能力强

混合持股公司是企业通过混合所有制改革进一步优化治理结构和资本配置，进而得以提升企业价值的产物。在这方面，国有资本应当充分发挥信用好、抗风险能力强等方面的优势，民营资本应充分发挥其机制灵活、市场反应敏锐等优势。因此，国有成分背景为其营运资金的流动性、安全性提供了一定保障，资金来源多样，具有更广阔的投资领域与更大的风险承担能力。

2. 短期金融性负债占比更高，融资能力更强

与国有和民营控股公司相比，混合持股公司借入资金占比较高，混合持股公司的特殊性使其拥有短期融资、票据贴现、短期借款等融资渠道，同时机制灵活、市场反应敏锐。因此，短期金融性负债在国有控股公司营运资金的构成中占有很大比重，混合持股公司也更倾向于采用较为激进的财务政策。

3. 充分利用自身优势，经营活动占主动地位

与国有和民营控股公司相比，混合持股公司因其自身制度的特殊性为其经营活动带来优势，使混合持股公司经营活动营运资金周转期介于国有与民营企业之间且偏低，其营销活动营运资金周转期最短，最大程度地提升了营运资金利用率、周转率及其能力，推动了混合股权企业整体盈利能力的提升。

二、2015 年不同经济性质控股公司经营环境变化主题词与大事件

（一）不同经济性质控股公司经营环境变化主题词

1. 国企改革

国有企业属于全民所有，是推进国家现代化、保障人民共同利益的重要力量，是我们党和国家事业发展的重要物质基础和政治基础。改革开放以来，国有企业改革发展不断取得重大进展，但还是存在一些亟待解决的突出矛盾和问题，如国有资本运行效率需进一步提高、国有资产流失等。为了更好进行国企改革，2015 年 9 月，国务院公开发布了《关于深化国有企业改革的指导意见》，开启了国企改革的新篇章，以期待提高国有资本效率和效益。

2. 混合所有制

混合所有制经济是基本经济制度实现的重要形式，加强推进国有企业混合所有制改革，以促进国有企业转换经营机制，放大国有资本功能，提高国有资本配置和运行效率，实现各种所有制资本取长补短、相互促进、共同发展的目标，稳妥推动国有企业发展混合所有制经济。可通过引入非国有资本参与国有企业改革，鼓励国有资本以多种方式入股非国有企业，积极探索实行混合所有制企业员工持股，激发企业活力，提高资金的使用效率。

3. 经济新常态

2015 年以来，中国经济增长动力进入了关键的“换挡期”，经济运行遭遇到不少预期内和预期外的冲击与挑战，经济下行压力持续加大。面对错综复杂的形势，党中央、国务院坚持稳中求进的工作总基调，实施了一系列稳增长、调结构、促改革、惠民生、防风险的政策组合，使国民经济运行保持在合理区间，实现国民经济稳步发展。在这大背景下，不同经济性质的控股公司需要采取适当的营运资金管理策略，实现企业的可持续发展。

（二）2015 年不同经济性质控股公司经营环境变化大事件

1. 国务院发布《关于深化国有企业改革的指导意见》，全面推进国企改革

2015 年 9 月，国务院公开发布了《关于深化国有企业改革的指导意见》（以下简称《意见》），开启了国企改革新的篇章。《意见》强调由“管资产”向“管资本”转变，提高国有资本运作效率，分类推进国企改革，完善现代企业制度，强化监督，防止国有资产流失，为国有企业的发展提供良好的环境。《意见》的颁布，表明了政府进行国企改革的决心，这有利于提高国有资本合理配置及资金的使用效率。

2. 完善各类国有资产管理体制，深化国企改革

2015 年 10 月 29 日召开了十八届五中全会，会议强调 2015 年是深化改革的关键年，要完善各类国有资产管理体制，增强国有资本的活力和创造力，提高全社会的生产力水平。2015 年 7 月，《人民日报》概括了习近平总书记有关国企改革的六大重点：（1）加强党对国有企业的领导；（2）防止国有资产流失；（3）真正确立国企市场主体地位；（4）把国企做大、做强、做优；（5）推动国有资本保值增值；（6）维护好职工群众的合法权益。一系列关于国企改革的措施一定会对国有企业的营运资金管理策略产生影响。

3. 实行供给侧结构性改革，增强企业活力

在 2015 年 11 月 10 日召开的中央财经领导小组第十一次会议上，习近平总书记提出了“供给侧结构性改革”的概念，即在适度扩大总需求的同时，着力加强供给侧结构性改革，着力提高供给体系的质量和效率，增强经济持续增长动力。强调从供给、生产端入手，通过解放生产力，提升竞争力，促进经济发展。具体而言，就是要清理僵尸企业，淘汰落后产能，将发展方向锁定新兴领域、创新领域，创造新的经济增长点。实行供给侧改革会对不同经济性质的控股公司营运资金管理产生影响，企业会更加注重产品的质量，提高资金的使用效率，减少库存，更好地实现企业发展。

4. 加快推进中央企业重组，提高国有资本运作效率

2015 年，“合并”成为央企整合最重要的关键词，一批包括装备制造、能源、航运在内的央企巨头实现兼并重组，至此，国资委直接监管的中央企业减至 106 家。2015 年在两会记者招待会上国资委主任肖亚庆披露：2015 年中央企业有 6 对、12 家企业完成了重组，涉及至少 27 家控股公司，如中国南北车合并、国家核电和中国电力投资集团宣布成立国家电力投资集团公司等，央企进行重组是深化国企改革的重要举措，有利于国有资本的有效利用和提高资金的使用效率。

5. 全面推进混合所有制改革，实现企业的结构转型

2014 年，中石化、中石油、中海油等通过引进私人资本实现了部分业务的混合所有制改革，取得了较好的效果。2015 年，混合所有制改革全面推进，一些大型民营企业、以民营资本为主的大型投资基金，以战略投资者的身份参与国有企业的改制，他们通过资本的投入，改变国有企业一股独大的股权结构，将自身的优势资源和机制与国有企业掌握的资源进行有效嫁接，但同时要注意，由于民营企

业的资金实力与国有企业相比较弱，会遭到一些不公平的待遇，因此要努力实现国企和民营企业的公平竞争，实现“国民共进”的美好局面。

6. 国务院实施“互联网+”行动，互联网与工业加速融合

2015年7月4日，国务院发布了《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》。同年12月，工信部发布了《工业和信息化部关于贯彻落实〈国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见〉的行动计划》，重点发展“互联网+”制造业和“互联网+”小微企业。2015年，互联网与工业融合创新加快推进，工信部新增100家企业开展互联网与工业融合创新试点，网络众包、个性化定制等新业态、新模式不断涌现。“互联网+”与工业融合将对不同经济性质控股公司的生产流程及各渠道对营运资金的占用产生一定影响。

三、2015年不同经济性质控股公司营运资金存量及其分布状况

本报告分别以2014年299家国有控股公司、358家民营控股公司、140家混合持股公司（包括97家国有混合公司及43家民营混合公司），2015年290家国有控股公司、404家民营控股公司和151家混合持股公司（包括102家国有混合公司及49家民营混合公司）为研究对象，从渠道和要素两个视角对不同经济性质控股公司2015年营运资金存量及分布状况进行了全面调查与剖析。

（一）不同经济性质控股公司营运资金存量及其分布状况总体分析

1. 整体层面

2014~2015年国有控股公司营运资金存量及分布情况如表33-1所示。

表33-1　　2014~2015年国有控股公司营运资金存量及分布情况

项目	营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用（亿元）		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用（亿元）		投资活动营运资金期末占比（%）	
	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年	2014年	2015年
行业总体	17 314.28	21 875.66	1 282.59	732.37	7.41	3.35	-669.21	-1 041.00	-3.87	-4.76	16 686.23	22 184.29	96.37	101.41
行业平均	57.91	75.43	4.29	2.53	9.58	20.42	-2.24	-3.59	-0.45	-1.67	55.81	76.50	56.96	49.52
最大值	1 688.94	3 068.67	868.10	700.18	—	—	2.19	581.66	—	—	1 111.86	2 517.23	—	—
中位数	18.79	20.04	3.26	3.77	44.72	38.47	0.00	0.00	0.00	0.00	13.54	16.06	56.42	62.58
最小值	-1 235.48	-1 834.43	-1 489.62	-2 056.75	—	—	-447.58	-678.14	—	—	-42.18	-42.35	—	—
样本量	299	290	299	290	299	290	299	290	299	290	299	290	299	290

由表33-1可知，无论是总体还是平均水平，2015年国有控股公司营运资金期末占用均有所增加。与2014年相比，2015年营运资金期末占用总体增加了4 561.38亿元，涨幅为26.34%。2015年经营活动营运资金期末占用总体减少了550.22亿元，金融经营活动营运资金期末占用下降了371.79亿元，而投资活动营运资金占用总体增加了5 498.06亿元，涨幅为32.94%。由此可见，2015年国有控股公司营运资金占用有所增加主要为投资活动营运资金占用增加所致。从营运资金平均占用水平来看，也是如此。从最大值及最小值来看，不同的国有控股公司差距较大。综合上述分析可得出，2015年国有控股公司营运资金期末占用增加主要是投资活动资金占用增加所致，经营活动营运资金占用有所下降。

从营运资金配置结构看，国有控股公司营运资金主要投放在投资活动中。从总体来看，2015年投资活动营运资金总体占比高达101.41%，经营活动营运资金占比只有3.35%，而金融经营活动营运资金占比为-4.76%，平均占比在50%左右。可见，国有控股公司营运资金配置中投资活动的主体地位比较明显，说明国有控股公司营运资金比较充裕，可能是因为得到政府的相关财政支持较多，可进行大规模的投资活动。

2014~2015年民营控股公司营运资金存量及分布情况如表33-2所示。

表 33－2　　2014～2015 年民营控股公司营运资金存量及分布情况

项目	营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用（亿元）		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用（亿元）		投资活动营运资金期末占比（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	7 652.96	8 250.00	4 588.37	4 565.23	59.96	51.70	－67.51	－127.70	－0.88	－1.55	3 132.13	4 113.09	40.93	49.86
行业平均	21.38	20.43	12.82	10.56	27.47	20.27	－0.19	－0.32	－0.05	－0.06	8.75	10.18	27.89	28.81
最大值	447.68	668.22	414.14	450.33	—	—	0.02	96.89	—	—	171.00	375.04	—	—
中位数	8.78	9.08	4.23	3.75	55.46	55.08	0.00	0.00	0.00	0.00	4.02	4.11	44.54	44.98
最小值	－20.80	－6.00	－70.47	－51.36	—	—	－65.84	－124.79	—	—	0.08	－5.62	—	—
样本量	358	404	358	404	358	404	358	404	358	404	358	404	358	404

从表 33－2 可以看出，无论是总体还是平均水平，2015 年民营控股公司营运资金期末占用均有所增加。从总体来看，与 2014 年相比，2015 年营运资金期末占用总体增加 597.04 亿元，涨幅为 7.80%。经营活动营运资金期末占用总体下降 23.14 亿元，跌幅较小。2015 年金融经营活动营运资金期末占用下降 60.19 亿元，2015 年投资活动营运资金占用增加了 980.96 亿元，涨幅达 31.32%。由最值可以看出，不同民营控股公司营运资金占用情况差距较大，且有较大部分比例的数据小于平均值。

从营运资金配置结构看，2015 年经营活动营运资金总体占比有所下降，投资活动营运资金占比则相应地有所上升，但两者维持在 50% 左右。不论从整体还是从平均来看，2015 年民营控股公司的资金配置基本保持稳定，变动的幅度较小。

2014～2015 年混合持股公司营运资金存量及分布情况如表 33－3 所示。

表 33－3　　2014～2015 年混合持股公司营运资金存量及分布情况

项目	营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用（亿元）		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用（亿元）		投资活动营运资金期末占比（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	7 147.98	6 821.87	2 235.25	1 775.84	31.27	26.03	－9.74	－11.36	－0.14	－0.17	4 922.46	5 057.39	68.87	74.13
行业平均	51.06	45.18	15.97	11.76	40.93	－12.33	－0.07	－0.08	－0.23	0.04	35.16	33.49	59.30	112.29
最大值	1 435.00	1 550.73	807.49	1 017.70	—	—	0.36	338.03	—	—	627.15	531.80	—	—
中位数	12.92	11.31	2.59	2.21	47.58	44.37	0.00	0.00	0.00	0.00	8.18	9.33	52.83	55.63
最小值	－105.10	－211.33	－166.29	－285.21	—	—	－9.26	－11.20	—	—	－41.46	－3.00	—	—
样本量	140	151	140	151	140	151	140	151	140	151	140	151	140	151

从表 33－3 可以看出，无论是总体还是平均水平，2015 年混合持股公司营运资金期末占用均有所下降。从总体来看，与 2014 年相比，2015 年营运资金期末占用总体下降 326.11 亿元，跌幅为 4.56%。经营活动营运资金期末占用总体下降 459.41 亿元，跌幅为 20.55%。2015 年金融经营活动营运资金期末占用下降 1.62 亿元，而 2015 年投资活动营运资金占用增加了 134.93 亿元，涨幅达 2.74%。由最值可以看出，不同混合持股公司营运资金占用情况差距较大。由此可见，2015 年混合持股公司投资活动营运资金占用较多，是营运资金主要的投放领域。从营运资金配置结构看，2015 年经营活动营运资金总体占比有所下降，投资活动营运资金占比则相应地有所上升，2015 年营运资金占用中主要是投资活动营运资金的占用。

综上所述，从行业平均来看，2015 年国有控股公司营运资金占用最多，为 75.43 亿元，其次是混合控股公司，为 45.18 亿元，最后是民营控股公司仅占 20.43 亿元，且三种类型的公司差距较大。从营运资金的配置来看，2015 年无论是国有控股、民营控股还是混合持股的控股公司其金融经营活动营

运资金占用较少且都为负数，说明三种类型的公司都在不同程度上占用其他公司的资金且不太注重金融经营活动营运资金的管理。2015 年国有控股公司和混合持股公司营运资金主要投放在投资活动，民营控股公司营运资金的配置比较均衡，经营活动和投资活动占比在 50% 左右。为更好比较国有混合以及民营混合控股公司营运资金的占用及分布情况，将混合持股的控股公司按照实际控制人进一步进行分析，如表 33 -4 所示。

表 33 -4　　2014 ~ 2015 年国有混合和民营混合公司营运资金存量及分布情况

混合公司类型	项目	营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占用（亿元）		经营活动营运资金期末占比（%）		金融经营活动营运资金期末占用（亿元）		金融经营活动营运资金期末占比（%）		投资活动营运资金期末占用（亿元）		投资活动营运资金期末占比（%）	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
国有混合公司	行业总体	6 057.87	5 513.62	1 839.52	1 385.04	30.37	25.12	-8.84	-9.77	-0.15	-0.18	4 227.19	4 138.35	69.78	75.06
	行业平均	62.45	54.06	18.96	13.58	42.77	-12.77	-0.09	-0.10	-0.30	0.10	43.58	40.57	57.53	112.68
	最大值	1 435.00	1 550.73	807.49	1 017.70	—	—	0.36	338.03	—	—	627.15	531.80	—	—
	中位数	14.28	14.32	2.60	2.38	49.90	45.79	0.00	0.00	0.00	0.00	10.17	11.31	52.27	54.18
	最小值	-105.10	-211.33	-166.29	-285.21	—	—	-9.26	-11.20	—	—	-41.46	-3.00	—	—
	样本量	97	102	97	102	97	102	97	102	97	102	97	102	97	102
民营混合公司	行业总体	1 090.11	1 308.25	395.73	390.80	36.30	29.87	-0.90	-1.58	-0.08	-0.12	695.27	919.04	63.78	70.25
	行业平均	25.35	26.70	9.20	7.98	36.78	-11.41	-0.02	-0.03	-0.06	-0.08	16.17	18.76	63.29	111.50
	最大值	405.23	531.65	222.37	251.50	—	—	0.00	43.04	—	—	182.86	280.25	—	—
	中位数	8.24	8.99	2.59	2.21	44.53	38.18	0.00	0.00	0.00	0.00	5.05	6.33	55.47	61.82
	最小值	-1.75	-2.60	-49.87	-45.64	—	—	-0.90	-1.49	—	—	0.11	0.01	—	—
	样本量	43	49	43	49	43	49	43	49	43	49	43	49	43	49

从表 33 -4 可以看出，2015 年国有混合公司的数量是民营混合公司的两倍多，国有混合公司数量占绝对优势。对于国有混合公司，无论是总体还是平均水平，2015 年国有混合公司营运资金期末占用均有所下降。从总体来看，与 2014 年相比，2015 年国有混合公司经营活动营运资金期末占用总体下降 454.48 亿元，2015 年金融经营活动营运资金期末占用下降 0.93 亿元，2015 年投资活动营运资金期末占用下降 88.84 亿元，虽然都所有下降，但资金仍然主要投放在投资领域。

而对于民营混合公司，无论是总体还是平均水平，2015 年民营混合公司营运资金期末占用均有所上升。从总体来看，与 2014 年相比，2015 年民营混合公司经营活动和金融经营活动营运资金期末占用有小幅下降，而 2015 年投资活动营运资金占用上升 223.77 亿元，增加了 32.18%，这表明民营混合公司在 2015 年将更多的营运资金投放在投资领域。

综上所述，从营运资金期末平均占用来看，国有混合公司营运资金期末占用是民营混合公司的 2 倍左右。由于国有混合公司经营活动占用资金并不多，这也表明国有混合公司将更多的闲置资金用于投资活动。从营运资金的分布情况可知，国有混合公司和民营混合公司经营活动营运资金和金融经营活动营运资金占用有所下降，但这两种类型的公司均将资金主要投放在投资领域，可能是因为投资活动带来的回报高于经营活动带来的回报，国有混合公司与民营混合公司愿意将资金用于投资。

2. 企业层面

通过匹配，2014 年和 2015 年国有控股公司总数分别为 299 家和 290 家，民营控股公司总数分别为 358 家和 404 家，混合控股公司总数分别为 140 家和 151 家。

2014 ~ 2015 年国有控股公司营运资金分布情况分段统计表如 33 -5 所示。

表 33 - 5　　2014 ~ 2015 年国有控股公司营运资金分布情况分段统计

区间（%）	按经营活动营运资金占比区间统计				按金融经营活动营运资金占比区间统计				按投资活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	79	26.42	86	29.66	294	98.33	284	97.93	33	11.04	28	9.66
(0, 25]	37	12.37	28	9.66	5	1.67	6	2.07	33	11.04	25	8.62
(25, 50]	45	15.05	62	21.38	0	0.00	0	0.00	68	22.74	60	20.69
(50, 75]	72	24.08	60	20.69	0	0.00	0	0.00	50	16.72	57	19.66
(75, 100]	33	11.04	25	8.62	0	0.00	0	0.00	35	11.71	32	11.03
>100	33	11.04	29	10.00	0	0.00	0	0.00	80	26.76	88	30.34
总计	299	100	290	100	299	100	290	100	299	100	290	100

由表 33 - 5 可知，2015 年国有控股公司经营活动营运资金占比小于等于 0 的家数最多，有 86 家，比 2014 年多 7 家，且 2015 年各区间经营活动营运资金占比波动相比 2014 年较大，使得不同国有控股公司的经营活动营运资金占用差距进一步加大。金融经营活动方面，2014 年和 2015 年有将近 98% 的公司的金融经营活动营运资金占用水平为负值，表明绝大部分国有控股公司金融经营活动的营运资金占用了其他公司的资金进行日常周转。

投资活动方面，2015 年国有控股公司营运资金占比大于 100% 的公司最多，有 88 家。2015 年高于行业平均占比 49.52% 的企业约有 177 家，比重为 61.03%，一半以上的公司的投资活动营运资金占比高于行业平均水平。与 2014 年相比，2015 年除了在 50% ~75% 和大于 100% 的区间之外，各区间占比波动较小，2015 年投资活动营运资金占比有所下降。从投资活动营运资金占比各区间内企业分布数量来看，0 ~25% 区间内的公司有 25 家，比占比最多的公司少 63 家，表明不同的国有控股公司投资活动营运资金占用差异较大。

2014 ~2015 年民营控股公司营运资金分布情况分段统计表如 33 - 6 所示。

表 33 - 6　　2014 ~ 2015 年民营控股公司营运资金分布情况分段统计

区间（%）	按经营活动营运资金占比区间统计				按金融经营活动营运资金占比区间统计				按投资活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	29	8.10	35	8.66	357	99.72	403	99.75	5	1.40	6	1.49
(0, 25]	44	12.29	38	9.41	1	0.28	1	0.25	68	18.99	67	16.58
(25, 50]	81	22.63	99	24.50	0	0.00	0	0.00	131	36.59	157	38.86
(50, 75]	130	36.31	159	39.36	0	0.00	0	0.00	81	22.63	101	25.00
(75, 100]	69	19.27	67	16.58	0	0.00	0	0.00	44	12.29	38	9.41
>100	5	1.40	6	1.49	0	0.00	0	0.00	29	8.10	35	8.66
总计	358	100	404	100	358	100	404	100	358	100	404	100

从表 33 - 6 中经营活动营运资金占比各区间内民营控股公司分布数量来看，2015 年民营控股公司经营活动占比基本符合正态分布，与国有控股企业分布在两端和中间有明显区别，且与 2014 年相比在 25% ~75% 区间内表现得更为集中。可见，与国有控股公司相比，民营控股公司各企业间经营活动营运资金配置的差异要小于国有控股企业。金融经营活动方面，与国有控股企业类似，2014 年和 2015 年几乎所有的民营控股公司金融活动营运资金占比都小于等于 0。

2015 年大部分民营控股公司投资活动营运资金占比高于行业平均，投资活动营运资金占比和经营活动营运资金占比的区间分布类似，都是两端较低、中间较高，符合正态分布，说明民营控股公司经营活动和投资活动营运资金占比主要集中在 25% ~75% 之间。

2014～2015 年混合持股公司营运资金分布情况分段统计表如 33－7 所示。

表 33－7　　2014～2015 年混合持股公司营运资金分布情况分段统计

区间（%）	按经营活动营运资金占比区间统计				按金融经营活动营运资金占比区间统计				按投资活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	34	24.29	37	24.50	138	98.57	143	94.70	14	10.00	15	9.93
（0，25］	13	9.29	19	12.58	2	1.43	8	5.30	17	12.14	17	11.26
（25，50］	25	17.86	31	20.53	0	0.00	0	0.00	36	25.71	32	21.19
（50，75］	37	26.43	32	21.19	0	0.00	0	0.00	26	18.57	31	20.53
（75，100］	17	12.14	17	11.26	0	0.00	0	0.00	13	9.29	19	12.58
>100	14	10.00	15	9.93	0	0.00	0	0.00	34	24.29	37	24.50
总计	140	100	151	100	140	100	151	100.0	140	100.0	151	100.0

由表 33－7 可知，2015 年，过半数混合持股公司经营活动营运资金占比高于行业平均值－12.33%，经营活动营运资金占比两端的公司数分别为 37 家和 15 家，且两端相差较大，表明不同混合控股公司经营活动营运资金占比之间差距较大。与 2014 年各区间占比相比，2015 年经营活动营运资金占比波动幅度较小，基本保持稳定状态。

与 2014 年金融活动营运资金占比不大于 0 相比，2015 年金融活动营运资金占比下降了 3.87%，但 2014 年和 2015 年都有 90% 以上的公司在不大于 0 的区间内。

2015 年混合控股公司投资活动营运资金占比高于行业平均的仅有 37 家公司，这表明 75.5% 的混合控股公司低于行业平均水平。2014 年和 2015 年投资活动营运资金在各区间内的占比变动较小，基本保持平衡状态。

综上所述，2015 年国有控股公司和混合持股公司经营活动和投资活动营运资金占比都出现了两端和中间区别明显的情况，而民营控股公司经营活动和投资活动营运资金基本是正态分布。无论是国有控股、民营控股还是混合持股公司，其金融经营活动营运资金的占比几乎都不大于 0。

对混合持股公司进一步分析，如表 33－8 所示。

表 33－8　　2014～2015 年国有混合和民营混合公司营运资金分布情况分段统计

混合公司类型	区间（%）	按经营活动营运资金占比区间统计				按金融经营活动营运资金占比区间统计				按投资活动营运资金占比区间统计			
		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
		家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
国有混合公司	≤0	26	26.80	28	27.45	95	97.94	95	93.14	13	13.40	14	13.73
	（0，25］	6	6.19	9	8.82	2	2.06	7	6.86	13	13.40	12	11.76
	（25，50］	17	17.53	20	19.61	0	0.00	0	0.00	21	21.65	19	18.63
	（50，75］	22	22.68	19	18.63	0	0.00	0	0.00	18	18.56	20	19.61
	（75，100］	13	13.40	12	11.76	0	0.00	0	0.00	6	6.19	9	8.82
	>100	13	13.40	14	13.73	0	0.00	0	0.00	26	26.80	28	27.45
	总计	97	100	102	100	97	100	102	100	97	100	102	100
民营混合公司	≤0	8	18.60	9	18.37	43	100.0	48	97.96	1	2.33	1	2.04
	（0，25］	7	16.28	10	20.41	0	0.00	1	2.04	4	9.30	5	10.20
	（25，50］	8	18.60	11	22.45	0	0.00	0	0.00	15	34.88	13	26.53
	（50，75］	15	34.88	13	26.53	0	0.00	0	0.00	8	18.60	11	22.45
	（75，100］	4	9.30	5	10.20	0	0.00	0	0.00	7	16.28	10	20.41
	>100	1	2.33	1	2.04	0	0.00	0	0.00	8	18.60	9	18.37
	总计	43	100	49	100	43	100	49	100	43	100	49	100

由表 33 - 8 可知，与 2014 年相比，国有混合持股公司经营活动营运资金占比在 50% 以下的公司增加了 5.36%，民营混合持股公司经营活动营运资金占比在 50% 以下的公司增加了 7.75%，表明混合公司经营活动占用资金在减少，民营比国有混合持股公司减少的程度更大。

2014 年和 2015 年国有和民营混合持股公司金融活动营运资金占用不大于 0 的都在 90% 以上，2015 年金融活动营运资金占比在 0 ~ 25% 之间的比 2014 年分别增加了 4.8% 和 2.04%，基本维持稳定。

在投资活动方面，2015 年国有混合持股公司各区间营运资金占比变动在 0 ~ 3% 之间，变动幅度不大。民营混合公司投资活动营运资金占用两端相差较大，可能因为不同民营公司采取的投资策略不同，使不同民营公司投资活动资金占用差距较大。

综上所述，2015 年与民营混合公司相比，国有混合公司经营活动营运资金占比大于 50% 的区间的企业这数总计增加了 4.99%，这表明国有混合公司可能采取了比较保守的营运资金策略。金融经营活动营运资金占比相差不大，90% 以上的公司占用了其他公司的资金。国有混合公司投资活动营运资金各区间占比波动较小，表明不同国有混合公司投资活动营运资金占比的差距小于民营混合公司。

（二）不同经济性质控股公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布状况

1. 整体层面

2014 ~ 2015 年国有控股公司经营活动各渠道营运资金配置情况如表 33 - 9 所示。

表 33 - 9　　2014 ~ 2015 年国有控股公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	- 17 010.35	- 21 730.26	5 978.50	12 905.01	12 314.44	9 557.62	1 282.59	732.37
	行业平均	- 56.89	- 74.93	19.99	44.50	41.19	32.96	4.29	2.53
	最大值	65.05	47.76	1 723.19	3 225.34	1 874.45	1 163.57	868.10	700.18
	中位数	- 5.79	- 7.46	- 0.01	0.24	9.72	9.16	3.26	3.77
	最小值	- 1 846.63	- 2 922.42	- 497.69	- 426.49	- 323.48	- 431.54	- 1 489.62	- 2 056.75
占比（%）	行业总体	- 1 326.26	- 2 967.13	466.13	1 762.10	960.13	1 305.03	—	—
	行业平均	88.27	140.08	104.22	173.59	- 92.50	- 213.66	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	- 10.06	- 7.23	27.18	22.41	68.31	66.60	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本量		299	290	299	290	299	290	299	290

从表 33 - 9 可以看出，与 2014 年相比，2015 年国有控股公司经营活动营运资金总体及平均下降幅度较大，这表明国有控股公司减少了在经营活动方面营运资金的投放，将资金更多投在投资领域等，从而提高资金的使用效率。从各渠道分布情况分析，就行业总体而言，与 2014 年相比，虽然生产渠道营运资金占用量增加了 6 926.51 亿元，是 2014 年的 1.16 倍，但采购渠道营运资金和营销渠道营运资金分别减少了 4 719.91 亿元和 2 756.82 亿元，降幅高达 27.75% 和 22.39%，大于生产渠道营运资金的增加量。行业平均也基本反映了同样的趋势。

2014 ~ 2015 年国有控股公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计如图 33 - 1 所示。

由图 33 - 1 可知，与 2014 年相比，采购渠道营运资金占用为负值且下降的幅度较大，表明国有控股公司有较大的话语权，能够从上游供应商那里获得较大的优惠条件，占用供应商的资金进行日常的生产经营。相比而言，2015 年生产渠道营运资金占用大幅增加，可能是因为政府实行了一些政策，刺激国有控股公司加大对生产渠道营运资金的投入。2015 年营销渠道营运资金的占用比 2014 年有所减少，可能与国有控股公司采取的营销策略有关，更加注重改善与下游经销商的关系，从而获得更好的信用条件，减少营销渠道资金的占用。由图可知，2015 年不同国有控股公司生产渠道营运资金占用差

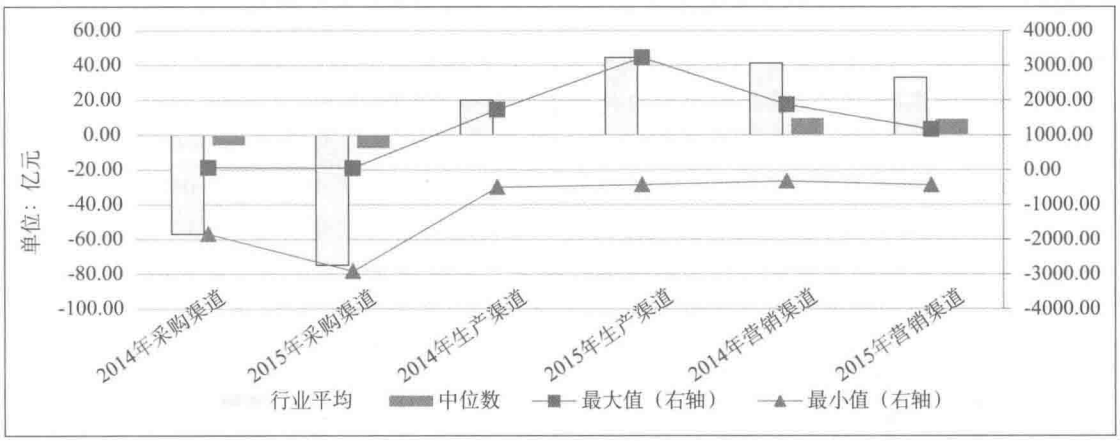


图 33－1　2014～2015 年国有控股公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计

距最大，其次是采购渠道营运资金占用，最后是营销渠道营运资金占用。

2014～2015 年民营控股公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计如表 33－10 所示。

表 33－10　　2014～2015 年民营控股公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	－1 644.37	－2 317.18	3 108.44	3 460.22	3 124.30	3 122.18	4 588.37	4 265.23
	行业平均	－4.59	－5.74	8.68	8.56	8.73	7.73	12.82	10.56
	最大值	53.22	12.05	556.06	887.48	251.90	259.90	414.14	450.33
	中位数	－0.87	－0.91	0.22	0.12	5.06	5.13	4.23	3.75
	最小值	－164.36	－191.82	－21.33	－23.96	－337.82	－514.18	－70.47	－51.36
占比（%）	行业总体	－35.84	－54.33	67.75	81.13	68.09	73.20	—	—
	行业平均	－33.14	－304.04	12.55	336.55	120.59	67.50	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	－17.01	－17.73	6.28	5.61	108.80	111.85	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本量		358	404	358	404	358	404	358	404

从表 33－10 可以看出，与 2014 年相比，2015 年民营控股公司经营活动营运资金总体及平均虽有所下降但幅度较小，这表明与国有控股公司相比，民营控股公司经营活动营运资金占用比较稳定。从各渠道分布情况可知，从行业总体来看，与 2014 年相比，2015 年采购渠道营运资金占用减少了 672.81 亿元，降幅高达 40.92%，生产渠道营运资金占用增加了 351.78 亿元，增幅为 11.32%，2015 年营销渠道营运资金占用量与 2014 年相差较小。2015 年民营控股公司经营活动营运资金占用有所下降主要是采购渠道营运资金占用减少导致的。从行业平均来看，基本保持了同样的变动趋势。

2014～2015 年民营控股公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计如图 33－2 所示。

由图 33－2 可知，与 2014 年相比，采购渠道营运资金占用为负值且下降的幅度较小，表明与国有控股公司相比，民营控股公司话语权较小，能够从上游供应商那里获得的优惠条件不多。相比而言，2015 年生产渠道营运资金的占用基本保持稳定。2015 年营销渠道营运资金的占用比 2014 年有所减少，可能与民营控股公司采取的营销策略有关，更加注重改善与下游经销商的关系，从而获得更好的信用条件，减少营销渠道资金的占用。由图可知，2015 年不同国有控股公司生产渠道营运资金占用差距最大，其次是营销渠道营运资金占用，最后是采购渠道营运资金占用。

2014～2015 年混合持股公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计如表 33－11 所示。

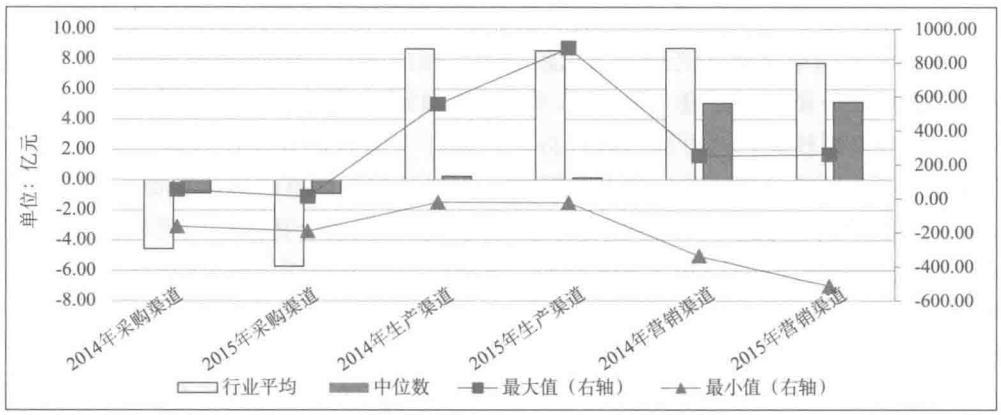


图 33－2　2014～2015 年民营控股公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计

表 33－11　　2014～2015 年混合持股公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计

项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	－3 141.16	－3 101.81	3 701.33	4 158.64	1 675.09	719.01	2 235.25	1 775.84
	行业平均	－22.44	－20.54	26.44	27.54	11.96	4.76	15.97	11.76
	最大值	19.04	15.85	2 943.48	3 446.88	546.92	583.91	807.49	1 017.70
	中位数	－4.48	－4.23	0.20	－0.04	6.98	5.21	2.59	2.21
	最小值	－589.06	－685.44	－65.36	－131.55	－1 546.93	－1 743.74	－166.29	－285.21
占比（%）	行业总体	－140.53	－174.67	165.59	234.18	74.94	40.49	—	—
	行业平均	－1 145.74	24.21	－90.38	16.10	1 336.12	59.70	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	－5.36	－1.41	15.53	14.00	82.97	71.33	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本量		140	151	140	151	140	151	140	151

从表 33－11 可以看出，与 2014 年相比，2015 年混合持股公司经营活动营运资金总体及平均下降幅度较大，这表明混合持股公司减少了在经营活动方面营运资金的投放，将资金更多投在投资领域，从而提高资金的使用效率。从各渠道分布情况可知，从行业总体来看，与 2014 年相比，2015 年采购渠道营运资金占用和生产渠道营运资金占用分别增加了 39.35 亿元和 457.31 亿元，而营销渠道营运资金占用下降了 956.08 亿元。行业平均也基本反映了同样的趋势。

2014～2015 年混合持股公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计如图 33－3 所示。

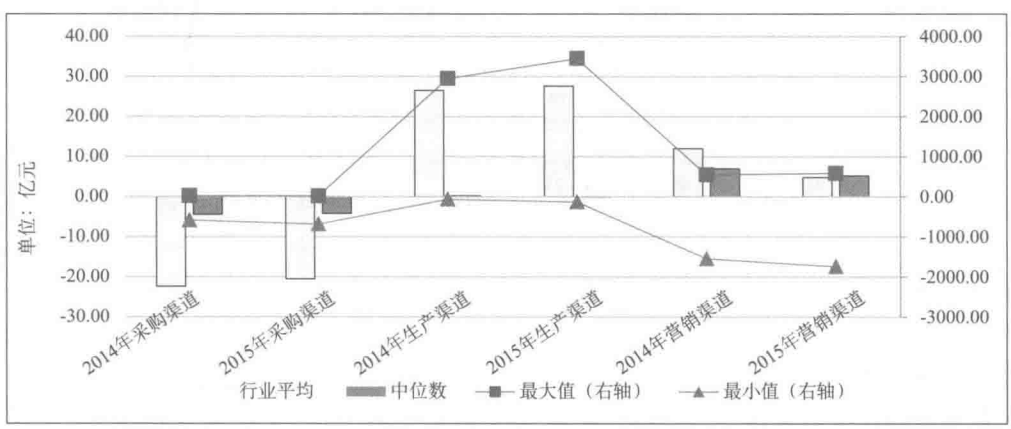


图 33－3　2014～2015 年混合持股公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计

由图 33 - 3 可知，与 2014 年相比，采购渠道营运资金占用为负值且增加的幅度较小，表明 2014 ~ 2015 年混合持股公司采购渠道营运资金占用比较稳定。相比而言，2015 年生产渠道营运资金的占用增幅较大且不同混合持股公司的差距进一步加大。2015 年营销渠道营运资金的占用比 2014 年有所减少且不同混合持股公司的差距较大。这可能与混合持股公司存在国有混合及民营混合公司有关，不同的公司采取不同的营运资金策略，导致营运资金在采购、生产及营销渠道内的营运资金投放不同。

综上所述，与 2014 年相比，2015 年国有控股、民营控股及混合持股公司经营活动营运资金占用都有所下降，其中混合持股公司平均下降幅度最大，表明这三类公司都在减少经营活动营运资金的占用，增加其他活动资金的占用，从而实现公司的更好发展。从各渠道营运资金分布情况可知，国有和民营控股公司采购渠道营运资金占用有所下降，混合持股公司采购渠道营运资金占用有所增加但增幅不大；三类公司生产渠道营运资金占用都有所上升，其中国有控股公司平均上升最大，其次是混合持股公司，最后是民营控股公司；营销渠道营运资金占用都有所下降，其中国有控股公司下降最多。

2014 ~ 2015 年国有混合和民营混合公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计如表 33 - 12 所示。

表 33 - 12　2014 ~ 2015 年国有混合和民营混合公司经营活动营运资金存量及其按渠道分布总体统计

混合公司类型	项目		采购渠道营运资金		生产渠道营运资金		营销渠道营运资金		经营活动营运资金	
			2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
国有混合公司	金额（亿元）	行业总体	-2 648.59	-2 580.70	3 727.11	4 138.65	761.01	-172.90	1 839.52	1 385.04
		行业平均	-27.31	-25.30	38.42	40.57	7.85	-1.70	18.96	13.58
		最大值	19.04	15.85	2 943.48	3 446.88	335.94	397.29	807.49	1 017.70
		中位数	-6.90	-6.65	0.18	-0.17	7.76	6.61	2.60	2.38
		最小值	-589.06	-685.44	-57.14	-131.55	-1 546.93	-1 743.74	-166.29	-285.21
	占比（%）	行业总体	-143.98	-186.33	202.61	298.81	41.37	-12.48	—	—
		行业平均	-1 609.05	-5.37	-209.52	11.17	1 918.57	94.21	—	—
		最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
		中位数	-8.97	-1.07	20.38	14.96	81.91	62.45	—	—
		最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
	样本量		97	102	97	102	97	102	97	102
民营混合公司	金额（亿元）	行业总体	-492.57	-521.11	-25.78	20.00	914.08	891.92	395.73	390.80
		行业平均	-11.46	-10.63	-0.60	0.41	21.26	18.20	9.20	7.98
		最大值	6.60	5.39	46.49	56.67	546.92	583.91	222.37	251.50
		中位数	-0.19	-1.47	0.21	-0.01	5.64	3.31	2.59	2.21
		最小值	-259.19	-278.64	-65.36	-53.77	-18.00	-23.70	-49.87	-45.64
	占比（%）	行业总体	-124.47	-133.34	-6.51	5.12	230.98	228.23	—	—
		行业平均	-100.59	85.78	178.37	26.36	22.22	-12.14	—	—
		最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
		中位数	0.00	-3.21	8.58	10.85	84.04	85.94	—	—
		最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
	样本量		43	49	43	49	43	49	43	49

从表 33 - 12 可以看出，与 2014 年相比，2015 年国有混合持股公司经营活动营运资金总体及平均下降幅度较大，这表明国有混合持股公司减少了在经营活动方面营运资金的投放，将资金更多投在投资领域等，从而提高资金的使用效率。从各渠道分布情况可知，从行业总体和平均来看，与 2014 年相比，2015 年采购渠道营运资金和生产渠道营运资金占用有所增加但增幅不大，相比之下，2015 年营销

渠道营运资金占用量由正转负，行业平均占用资金下降了 9.55 亿元。2015 年混合持股公司经营活动营运资金占用有所下降主要是营销渠道营运资金占用减少所导致。虽然生产渠道营运资金占比最大，但国有混合公司营销渠道营运资金行业平均占比变动幅度最大，可能与国有混合公司的营销策略有关，存在大量的预收款项。

从表 33 - 12 可以看出，与 2014 年相比，2015 年民营混合公司经营活动营运资金总体及平均有所下降但低于国有混合公司。从各渠道分布情况可知，从行业总体和行业平均来看，与 2014 年相比，2015 年采购渠道营运资金占用总体有所下降，但由于 2014 和 2015 年样本数量不同，使 2015 年采购渠道营运资金平均占用上升 0.83 亿元，相比之下，2015 年生产渠道营运资金总体占用量由 - 25.78 亿元增加到 20 亿元，由于生产渠道营运资金占用最少，虽然总量由负转正，但是平均变动幅度较小，这表明生产渠道开始占用营运资金且有增加的趋势。2014 ~ 2015 年民营混合公司营销渠道占用资金最多，与 2014 年相比，2015 年行业总体下降 22.16 亿元，行业平均下降 3.06 亿元。

综上所述，与 2014 年的民营混合公司相比，2015 年国有混合公司经营活动营运资金平均占用下降比例虽较大，但国有混合公司平均占用数额较大。从各渠道营运资金分布可知，国有混合和民营混合公司采购渠道营运资金占用均为负值，表明都占用了上游供应商的资金，只是国有混合公司占用得更多。民营混合公司生产渠道营运资金由负转正，而国有混合公司稳步上升。营销渠道营运资金占用都有所下降，只是国有混合公司营销渠道营运资金占用由正转负，变动幅度较大，表明了国有混合公司在供应链中的强势地位，可占用下游经销商的资金进行日常的生产经营。

2. 企业层面

2014 ~ 2015 年国有控股公司经营活动营运资金按渠道分布情况分段统计如表 33 - 13 所示。

表 33 - 13　　2014 ~ 2015 年国有控股公司经营活动营运资金按渠道分布情况分段统计

区间（%）	按采购渠道营运资金占比区间统计				按生产渠道营运资金占比区间统计				按营销活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	164	54.85	159	54.83	86	28.76	90	31.03	98	32.78	89	30.69
(0, 25]	27	9.03	30	10.34	55	18.39	56	19.31	22	7.36	24	8.28
(25, 50]	13	4.35	16	5.52	57	19.06	39	13.45	16	5.35	18	6.21
(50, 75]	15	5.02	10	3.45	23	7.69	29	10.00	16	5.35	21	7.24
(75, 100]	17	5.69	14	4.83	18	6.02	24	8.28	22	7.36	27	9.31
>100	63	21.07	61	21.03	60	20.07	52	17.91	125	41.81	111	38.28
总计	299	100	290	100	299	100	290	100	299	100	290	100

从表 33 - 13 可以看到，2015 年国有控股公司采购渠道营运资金占比不大于 0 的企业有 159 家，比重达 54.83%，比 2014 年降低 0.02%。占比大于 100% 的企业有 61 家，比重为 21.03%，比 2014 年降低 0.04%。可见，2015 年国有控股公司各企业间采购渠道营运资金配置存在较大差异，且 2015 年这一差异进一步加大。2015 年生产渠道营运资金占用高于行业平均水平 173.59% 的有 52 家公司，占比 17.91%，表明有 82.09% 的公司生产渠道营运资金占用低于行业平均水平。与 2014 年相比，2015 年国有控股公司营销渠道营运资金占用两端的差距较小，表明不同国有控股公司营销渠道营运资金占用差距在逐渐降低。

从表 33 - 14 可以看到，2015 年民营控股公司采购渠道营运资金占比不大于 0 的企业有 289 家，比重达 71.53%，比 2014 年降低 0.54%。占比大于 100% 的企业有 25 家，比重为 6.19%，比 2014 年增加 0.32%。可见，与 2014 年相比，2015 年民营控股公司各企业间采购渠道营运资金配置存在的差异进一步降低。2015 年民营控股公司生产渠道营运资金占用高于行业平均水平 335.71% 有 40 家，占比 9.90%。2015 年民营控股公司营销渠道营运资金占用大于 100% 的有 246 家公司，占比 60.89%，这表

明民营控股公司营销渠道营运资金占用较多。

表 33－14　　2014～2015 年民营控股公司经营活动营运资金按渠道分布情况分段统计

区间（%）	按采购渠道营运资金占比区间统计				按生产渠道营运资金占比区间统计				按营销活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	258	72.07	289	71.53	121	33.80	135	33.42	36	10.06	42	10.40
（0，25］	59	16.48	68	16.83	162	45.25	160	39.60	12	3.35	14	3.47
（25，50］	14	3.91	14	3.47	31	8.66	49	12.13	8	2.23	13	3.22
（50，75］	2	0.56	7	1.73	11	3.07	9	2.23	26	7.26·	27	6.68
（75，100］	4	1.12	1	0.25	10	2.79	11	2.72	66	18.44	62	15.35
>100	21	5.87	25	6.19	23	6.42	40	9.90	210	58.66	246	60.89
总计	358	100	404	100	358	100	404	100	358	100	404	100

2014～2015 年混合持股公司经营活动营运资金按渠道分布情况分段统计如 33－15 所示。

表 33－15　　2014～2015 年混合持股公司经营活动营运资金按渠道分布情况分段统计

区间（%）	按采购渠道营运资金占比区间统计				按生产渠道营运资金占比区间统计				按营销活动营运资金占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	77	55.00	80	52.98	45	32.14	50	33.11	37	26.43	34	22.52
（0，25］	17	12.14	25	16.56	39	27.86	38	25.17	11	7.86	15	9.93
（25，50］	7	5.00	5	3.31	22	15.71	24	15.89	8	5.71	14	9.27
（50，75］	7	5.00	12	7.95	9	6.43	11	7.28	9	6.43	13	8.61
（75，100］	9	6.43	5	3.31	7	5.00	9	5.96	22	15.71	16	10.60
>100	23	16.43	24	15.89	18	12.86	19	12.58	53	37.86	59	39.07
总计	140	100	151	100	140	100	151	100	140	100	151	100

从表 33－15 可以看到，2015 年混合持股公司采购渠道营运资金占比不大于 0 的企业有 80 家，比重达 52.98%，比 2014 年降低 2.02%。占比大于 100% 的企业有 24 家，比重为 15.89%，比 2014 年降低 0.54%。可见，与 2014 年相比，2015 年混合持股公司各企业间采购渠道营运资金配置存在的差异进一步降低。2015 年将近 70% 的混合持股公司生产渠道营运资金占用高于行业平均水平。2015 年混合持股公司营销渠道营运资金占用大于 100% 有 59 家公司，占比 39.07%，不大于 0 的有 34 家公司，占比 22.52%，这表明有 38.41% 的混合持股公司营销渠道营运资金占用在 0～100% 之间，不同的混合持股公司营销渠道营运资金占用差距较大。

综上所述，与国有控股公司及混合持股公司相比，2015 年民营控股公司在采购、生产及营销渠道营运资金占比差异最大，其次在采购渠道和营销渠道营运资金占比差异较大的是混合持股公司，在生产渠道营运资金占比国有控股公司比混合持股公司差距稍大。不同的公司根据自身的发展情况采取不同的营运资金管理策略，这导致各个公司在采购、生产及营销渠道营运资金配置上面存在差异。

2014～2015 年国有混合和民营混合控股公司经营活动营运资金按渠道分布情况分段统计如表 33－16 所示。

由表 33－16 可知，2015 年国有混合控股公司采购渠道营运资金占比不大于 0 的企业有 52 家，比重达 50.89%，比 2014 年降低 5.81%。占比大于 100% 的企业有 17 家，比重为 16.67%，比 2014 年增加 1.21%。可见，与 2014 年相比，2015 年国有混合控股公司各企业间采购渠道营运资金配置存在的差异进一步降低。2015 年国有混合控股公司生产渠道营运资金占用不大于 0 的比重有 28.43%，大于 100% 的比重有 12.75%，处在 0～100% 之间的比重有 58.82%，这表明过半公司生产渠道营运资金占用处在中间位置。2015 年国有混合控股公司营销渠道营运资金占用大于 100% 有 38 家公司，占比

表 33 - 16　2014 ~ 2015 年国有混合和民营混合公司经营活动营运资金按渠道分布情况分段统计

混合公司类型	区间（%）	按采购渠道营运资金占比区间统计				按生产渠道营运资金占比区间统计				按营销活动营运资金占比区间统计			
		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
		家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
国有混合公司	≤0	55	56.70	52	50.98	31	31.96	29	28.43	26	26.80	27	26.47
	(0, 25]	7	7.22	15	14.71	24	24.74	30	29.41	10	10.31	10	9.80
	(25, 50]	5	5.15	5	4.90	12	12.37	17	16.67	7	7.22	9	8.82
	(50, 75]	7	7.22	9	8.82	9	9.28	7	6.86	3	3.09	8	7.84
	(75, 100]	8	8.25	4	3.92	6	6.19	6	5.88	10	10.31	10	9.80
	>100	15	15.46	17	16.67	15	15.46	13	12.75	41	42.27	38	37.25
	总计	97	100	102	100	97	100	102	100	97	100	102	100
民营混合公司	≤0	22	51.16	28	57.14	14	32.56	21	42.86	11	25.58	7	14.29
	(0, 25]	10	23.26	10	20.41	15	34.88	8	16.33	1	2.33	5	10.20
	(25, 50]	2	4.65	0	0.00	10	23.26	7	14.29	1	2.33	5	10.20
	(50, 75]	0	0.00	3	6.12	0	0.00	4	8.16	6	13.95	5	10.20
	(75, 100]	1	2.33	1	2.04	1	2.33	3	6.12	12	27.91	6	12.24
	>100	8	18.60	7	14.29	3	6.98	6	12.24	12	27.91	21	42.86
	总计	43	100	49	100	43	100	49	100	43	100	49	100

37.25%，不大于 0 的有 27 家公司，占比 26.47%，这表明有 36.26% 混合控股公司营销渠道营运资金占用在 0 ~ 100% 之间，与 2014 年相比，2015 年国有混合控股公司营销渠道营运资金占用之间差距减小。

由表 33 - 16 可知，2015 年民营混合控股公司采购渠道营运资金占比不大于 0 的企业有 28 家，比重达 57.14%，比 2014 年增加 5.98%。占比大于 100% 的企业有 7 家，比重为 14.29%，比 2014 年降低 4.31%。可见，与 2014 年相比，2015 年民营混合控股公司各企业间采购渠道营运资金配置存在的差异进一步扩大。2015 年民营混合控股公司生产渠道营运资金占用不大于 0 的占比 42.86%，大于 100% 的占比 12.24%，处在 0 ~ 100% 之间的占比 44.9%，这表明不同民营混合公司生产渠道营运资金占用存在较大差异。与 2014 年相比，2015 年民营混合控股公司营销渠道营运资金占用差距加大。

综上所述，与国有混合公司相比，不同的民营混合控股公司在采购、生产及营销渠道营运资金占比差距较大，可能是因为国有混合公司受政府监督，不同的国有混合公司采取的营运资金管理政策有相似之处，这导致营运资金的配置比较均衡。

（三）不同经济性质控股公司经营活动营运资金存量及其按要素分布状况

1. 整体层面

2014 ~ 2015 年国有控股公司经营活动营运资金存量及其按要素分布状况如表 33 - 17 所示。

表 33 - 17　2014 ~ 2015 年国有控股公司经营活动营运资金存量及按要素分布总体统计

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	23 578.70	27 265.45	23 991.82	27 072.11	46 273.26	53 605.20	1 297.26	732.37
	行业平均	78.86	94.02	80.24	93.35	154.76	184.85	4.34	2.53
	最大值	2 418.92	3 934.32	2 235.23	2 119.84	4 256.79	5 414.99	868.10	700.18
	中位数	10.44	9.29	17.29	17.81	25.96	24.43	3.26	3.77
	最小值	0.00	0.00	0.03	0.05	0.43	0.40	-1 489.62	-2 056.75

续表

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
占比（%）	行业总体	1 817.57	3 722.92	1 849.42	3 696.52	3 566.99	7 319.45	—	—
	行业平均	38.85	3.77	-146.16	-165.88	-207.31	-262.10	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	47.67	42.29	66.30	69.28	67.92	70.30	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本数量		299	290	299	290	299	290	299	290

从表 33 -17 可知，无论是行业总体还是行业平均水平，2015 年国有控股公司各要素的营运资金占用量与 2014 年相比均有所增加。从行业总体来看，存货资金占用量增加了 3 686.75 亿元，增幅 15.64%；应收及预付款项资金占用量增加了 3 080.29 亿元，增幅为 12.84%；应付及预收款项资金占用增幅达 15.84%。存货和应收及预付款项是国有控股公司按要素对营运资金的配置形式，而应付及预收款项是企业按要素对外部其他企业经营活动营运资金的占用形式，由于存货和应收及预付款项两项资金占用增加总额低于应付及预收款项资金占用的增加，导致 2015 年国有控股公司经营活动营运资金占用比 2014 年降低 564.89 亿元，由此可见，企业占用供应商的资金较多，使企业经营活动营运资金占用下降。行业平均也呈现同样的趋势。

2014 ~ 2015 年国有控股公司经营活动营运资金存量及其按要素分布状况如图 33 -4 所示。

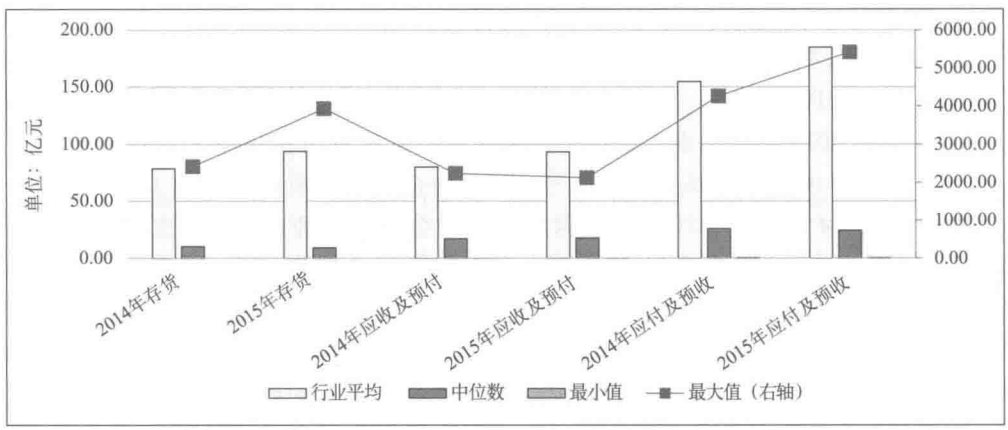


图 33 -4　2014 ~ 2015 年国有控股公司经营活动营运资金存量及按要素分布总体统计

如图 33 -4 所示，与存货、应收及预付款项相比，2014 ~ 2015 年应付及预收款最大值和最小值差距最大，且 2015 年应付及预收款项差距进一步拉大，这表明不同的国有控股公司对上游供应商和下游经销商采取的营运资金策略存在较大的差异。从行业平均来看，国有控股公司普遍利用应付及预收款项，从而降低经营活动营运资金的占用，其次是存货和应收及预付款项 2014 ~ 2015 年营运资金占用逐年上升，但上升的幅度较小，这更加充分说明国有控股公司利用其较好的信誉，获得较好的优惠政策，实现资金的有效利用。

2014 ~ 2015 年民营控股公司经营活动营运资金存量及其按要素分布状况如表 33 -18 所示。

从表 33 -18 可知，从行业总体来看，与 2014 年相比，2015 年民营控股公司存货资金占用量增加了 242.8 亿元，增幅 4.18%；应收及预付款项营运资金占用量增加了 721.06 亿元，增幅为 16.90%；应付及预收款项营运资金占用增幅达 23.44%。由于存货和应收及预付款项两项资金占用增加总额低于应付及预收款项资金占用的增加，导致 2015 年民营控股公司经营活动营运资金占用比 2014 年降低 323.11 亿元，由此可见，企业总体占用供应商的资金较多，使企业经营活动营运资金占用下降。行业平均水平与总体水平类似。但与国有控股公司相比，民营控股公司存货资金占用增加较小而应收及预

表 33 - 18　　2014 ~ 2015 年民营控股公司经营活动营运资金存量及按要素分布总体统计

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	5 813. 25	6 056. 05	4 266. 33	4 987. 39	5 491. 24	6 778. 21	4 588. 34	4 265. 23
	行业平均	16. 24	14. 99	11. 92	12. 35	15. 34	16. 78	12. 82	10. 56
	最大值	783. 33	1 006. 88	284. 21	316. 75	635. 28	944. 73	414. 14	450. 33
	中位数	2. 77	2. 39	5. 32	5. 66	4. 04	3. 61	4. 23	3. 75
	最小值	0. 00	0. 00	0. 16	0. 06	0. 11	0. 13	- 70. 47	- 51. 36
占比（%）	行业总体	126. 70	141. 99	92. 98	116. 93	119. 68	158. 92	—	—
	行业平均	50. 11	- 1 402. 97	106. 43	- 1 049. 08	56. 53	- 2 552. 05	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	55. 39	51. 00	109. 37	108. 12	62. 98	62. 17	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本数量		358	404	358	404	358	404	358	404

付款项资金占用增加幅度较大，说明民营控股公司有更为谨慎的存货持有政策和较为激进的应收账款政策。

2014 ~ 2015 年民营控股公司经营活动营运资金存量及其按要素分布状况如图 33 - 5 所示。

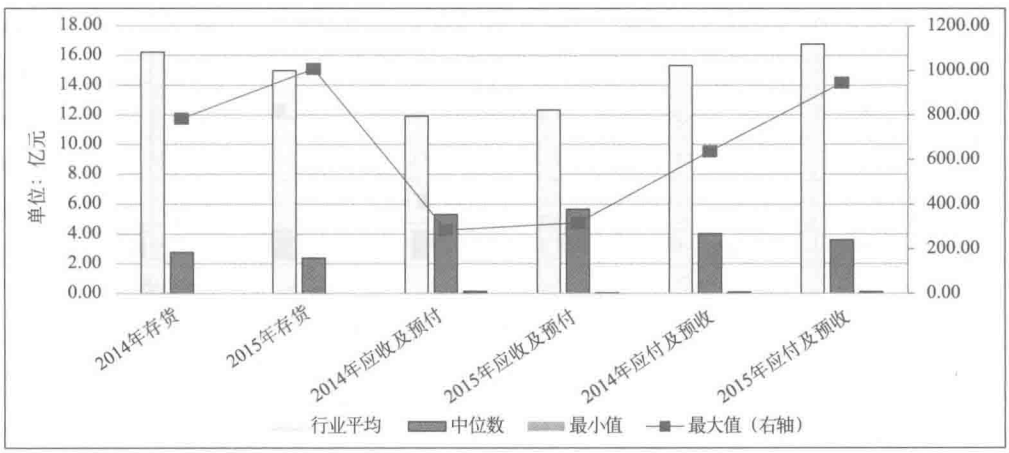


图 33 - 5　2014 ~ 2015 年民营控股公司经营活动营运资金存量及按要素分布总体统计

如图 33 - 5 所示，与应付及预收款项、应收及预付款项相比，2014 ~ 2015 年民营控股公司存货最大值和最小值差距最大，且 2015 年存货差距进一步拉大，这表明不同的民营控股公司对存货管理策略存在较大的差异。从行业平均来看，民营控股公司 2015 年存货的行业平均值与 2014 年相比有所下降，其他两项均有所上升，这说明民营控股公司要加强存货的管理，降低存货资金的占用，同时需要提升自身的话语权，争取获得更多的优惠条件。

2014 ~ 2015 年混合持股公司经营活动营运资金存量及其按要素分布状况如 33 - 19 所示。

表 33 - 19　　2014 ~ 2015 年混合持股公司经营活动营运资金存量及按要素分布总体统计

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
金额（亿元）	行业总体	6 791. 80	7 198. 93	6 040. 65	6 024. 16	10 597. 19	11 442. 83	2 235. 25	1 780. 26
	行业平均	48. 51	47. 68	43. 15	39. 90	75. 69	75. 78	15. 97	11. 79
	最大值	3 184. 90	3 688. 76	847. 44	1 260. 78	3 224. 85	3 931. 84	807. 49	1 017. 70
	中位数	6. 47	5. 23	12. 22	10. 34	10. 45	12. 96	2. 59	2. 21
	最小值	0. 00	0. 00	0. 08	0. 13	0. 12	0. 10	- 166. 29	- 285. 21

续表

项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
占比（%）	行业总体	303.85	404.37	270.24	338.39	474.09	642.76	—	—
	行业平均	636.18	54.23	1 271.68	-2.73	1 807.86	-48.50	—	—
	最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
	中位数	44.52	49.25	91.75	91.41	53.05	52.09	—	—
	最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
样本数量		140	151	140	151	140	151	140	151

从表 33 - 19 可知，从行业总体来看，与 2014 年相比，2015 年混合持股控股公司存货资金占用量增加了 407.13 亿元，增幅 5.99%；应收及预付款项资金占用量稍微下降；应付及预收款项资金占用增加了 845.64 亿元，增幅达 7.98%。由于存货和应收及预付款项两项资金占用变动情况低于应付及预收款项资金占用的增加，导致 2015 年混合持股公司经营活动营运资金占用比 2014 年降低 454.99 亿元。由此可见，混合持股公司通过占用供应商的资金，降低企业自身的经营活动营运资金占用。行业平均水平也呈现类似的情形。

2014 ~ 2015 年混合持股控股公司经营活动营运资金存量及其按要素分布状况如图 33 - 6 所示。

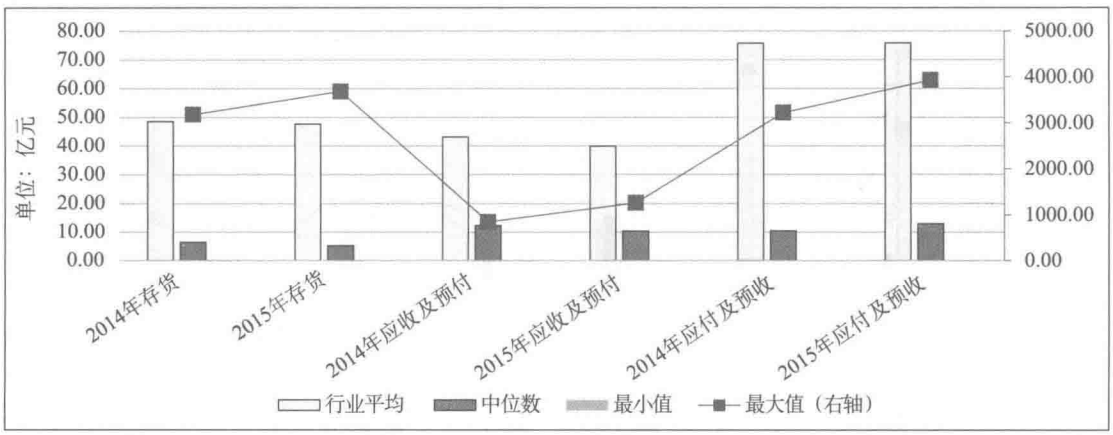


图 33 - 6　2014 ~ 2015 年混合持股控股公司经营活动营运资金存量及按要素分布总体统计

如图 33 - 6 所示，与存货、应收及预付款项相比，2014 ~ 2015 年混合持股公司应付及预收款项最大值和最小值差距最大，且 2015 年差距进一步拉大，这表明不同的混合持股公司对上下游采取的策略存在差异。从行业平均来看，混合持股公司 2015 年存货和应收及预付款项的行业平均值与 2014 年相比有所下降，而应付及预收款项基本保持不变。这说明混合持股公司也拥有较大的话语权，比较容易利用供应链的资金进行日常的生产经营，但要注意不要长时间占用其他企业的资金，以免影响自身的信誉。

2014 ~ 2015 年国有混合和民营混合公司经营活动营运资金存量及其按要素分布状况如表 33 - 20 所示。

从表 33 - 20 可知，从行业总体及行业平均来看，与 2014 年相比，2015 年国有混合控股公司存货资金占用量和应付及预收款项有所增加，而应收及预付款项有所下降，由此可以看出，国有混合控股公司通过改善其营运资金管理策略，多占用供应商的资金，及时收回货款，从而降低企业经营活动营运资金的占用。国有混合控股公司经营活动营运资金的减少主要是因为应付及预收款项的增加。

2015 年民营混合公司与 2014 年相比，经营活动各要素从总体上看有所增加但增幅较小，由于 2015 年的样本量增加了 6 家公司，这导致存货、应收及预付款项和应付及预收款项行业平均值有所下降。与国有混合公司相比，民营混合公司经营活动营运资金按要素变动的比例较小。

表 33－20　2014～2015 年国有混合和民营混合公司经营活动营运资金存量及按要素分布总体统计

混合公司类型	项目		存货		应收及预付款项		应付及预收款项		经营活动营运资金	
			2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
国有混合公司	金额（亿元）	行业总体	6 322.95	6 702.74	5 095.11	4 986.59	9 578.54	10 304.26	1 839.52	1 385.07
		行业平均	65.19	65.71	52.53	48.89	98.75	101.02	18.96	13.58
		最大值	3 184.90	3 688.76	847.44	1 260.78	3 224.85	3 931.84	807.49	1 017.70
		中位数	9.23	7.82	14.19	13.20	19.36	18.39	2.60	2.38
		最小值	0.00	0.00	0.33	0.13	0.83	0.50	－166.29	－285.21
	占比（%）	行业总体	343.73	483.93	276.98	360.02	520.71	743.95	—	—
		行业平均	902.53	69.03	1 822.74	44.35	2 625.27	13.37	—	—
		最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
		中位数	43.17	47.26	76.96	77.58	51.81	46.45	—	—
		最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
	样本数量		97	102	97	102	97	102	97	102
民营混合公司	金额（亿元）	行业总体	468.84	496.19	945.53	1 037.57	1 018.65	1 138.57	395.73	395.19
		行业平均	10.90	10.13	21.99	21.17	23.69	23.24	9.20	8.07
		最大值	215.76	222.12	485.94	532.47	479.32	498.70	222.37	255.89
		中位数	2.55	2.13	6.22	7.01	3.43	4.97	2.59	2.21
		最小值	0.00	0.00	0.08	0.14	0.12	0.10	－49.87	－45.64
	占比（%）	行业总体	118.48	125.56	238.93	262.55	257.41	288.11	—	—
		行业平均	35.35	23.43	28.57	－100.74	－36.08	－177.31	—	—
		最大值	—	—	—	—	—	—	—	—
		中位数	50.72	55.85	103.36	115.80	54.18	66.05	—	—
		最小值	—	—	—	—	—	—	—	—
	样本数量		43	49	43	49	43	49	43	49

综上所述，从整体和行业平均来说，与民营混合控股公司占用的资金相比，国有混合控股公司经营活动按要素划分占用的资金较多，由于样本数量的差异，可能规模上存在很大差异，导致了占用上的差异。2015 年民营混合公司存货、应收及预付款项和应付及预收款项均有所上升，而国有混合公司除应收及预付款项有所下降外，其他各要素也有所上升。

2. 企业层面

2014～2015 年国有控股公司经营活动营运资金存量及其按要素分布分段统计如表 33－21 所示。

表 33－21　　2014～2015 年国有控股公司经营活动营运资金存量及其按要素分布分段统计

区间（%）	按存货占比区间统计				按应收及预付款项占比区间统计				按应付及预收款项占比区间统计			
	2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	112	37.46	115	39.66	112	37.46	115	39.66	112	37.46	115	39.66
（0，25］	21	7.02	14	4.83	13	4.35	8	2.76	3	1.00	2	0.69
（25，50］	17	5.69	23	7.93	16	5.35	14	4.83	16	5.35	12	4.14
（50，75］	26	8.70	25	8.62	10	3.34	14	4.83	27	9.03	21	7.24
（75，100］	22	7.36	26	8.97	13	4.35	9	3.10	14	4.68	14	4.83
>100	101	33.78	87	30.00	135	45.15	130	44.83	127	42.47	126	43.45
总计	299	100	290	100	299	100	290	100	299	100	290	100

由表33－21可知，2015年国有控股公司各要素占比区间的企业分布情况基本相同，其中占比不大于0和大于100%的企业占绝大多数，应收及预付款项和应付及预收款项尤为明显。存货占比小于0的企业有115家，比重高达39.66%，占比大于100%的企业有87家，比重达30.00%；应收及预付款项占比不大于0和大于100%的企业分别有115家和130家，比重分别为39.66%和44.83%；应付及预收款项占比不大于0和大于100%的企业分别有115家和126家，比重分别为39.66%和43.45%。可见，2015年国有控股公司不同企业间各要素配置具有较大的差异，分布不均衡。与2014年相比，2015年各区间内企业分布数量及占比基本保持一致，这表明国有控股公司不同企业间还是存在较大差距。

2014～2015年民营控股公司经营活动营运资金存量及其按要素分布分段统计如表33－22所示。

表33－22　　2014～2015年民营控股公司经营活动营运资金存量及其按要素分布分段统计

区间（%）	按存货占比区间统计				按应收及预付款项占比区间统计				按应付及预收款项占比区间统计			
	2014年		2015年		2014年		2015年		2014年		2015年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	35	9.78	44	10.89	34	9.50	40	9.90	34	9.50	40	9.90
（0，25]	43	12.01	64	15.84	12	3.35	10	2.48	33	9.22	46	11.39
（25，50]	87	24.30	91	22.52	16	4.47	12	2.97	67	18.72	79	19.55
（50，75]	70	19.55	74	18.32	30	8.38	37	9.16	75	20.95	59	14.60
（75，100]	48	13.41	51	12.62	59	16.48	62	15.35	27	7.54	49	12.13
>100	75	20.95	80	19.80	207	57.82	243	60.15	122	34.08	131	32.43
总计	358	100	404	100	358	100	404	100	358	100	404	100

从表33－22可以看到，2015年民营控股公司各要素占比区间的企业分布情况存在较大差异，存货占比各区间分布较均匀，都在10%以上，应收及预付款项占比主要集中在大于100%的区间，应付及预收款项占比较多的区间为25%～50%以及大于100%。存货占比不大于0的企业有44家，比重为10.89%；应收及预付款项占比不大于0的企业有40家，比重为9.90%；应付及预收款项占比不大于0的企业有40家，比重为9.90%，在不大于0的区间内占比基本保持一致。可见，民营控股公司不同企业间各要素配置具有明显的差异。与2014年相比，2015年各区间内企业分布数量基本一致。

2014～2015年混合持股公司经营活动营运资金存量及其按要素分布分段统计如表33－23所示。

表33－23　　2014～2015年混合持股公司经营活动营运资金存量及其按要素分布分段统计

区间（%）	按存货占比区间统计				按应收及预付款项占比区间统计				按应付及预收款项占比区间统计			
	2014年		2015年		2014年		2015年		2014年		2015年	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	47	33.57	52	34.44	47	33.57	51	33.77	47	33.57	51	33.77
（0，25]	9	6.43	12	7.95	3	2.14	3	1.99	6	4.29	8	5.30
（25，50]	18	12.86	12	7.95	1	0.71	5	3.31	15	10.71	12	7.95
（50，75]	20	14.29	17	11.26	13	9.29	7	4.64	16	11.43	15	9.93
（75，100]	12	8.57	16	10.60	7	5.00	17	11.26	6	4.29	8	5.30
>100	34	24.29	42	27.81	69	49.29	68	45.03	50	35.71	57	37.75
总计	140	100	151	100	140	100	151	100	140	100	151	100

由表33－23可知，2015年混合持股公司各要素占比不大于0和大于100%的企业占绝大多数，应收及预付款项和应付及预收款项尤为明显，这与国有控股公司分布类似。存货占比小于0的企业有52家，比重高达34.44%，占比大于100%的企业有42家，比重达27.81%；应收及预付款项占比不大于0和大于100%的企业分别有51家和68家，比重分别为33.77%和45.03%；应付及预收款项占比不大

于 0 和大于 100% 的企业分别有 51 家和 57 家，比重分别为 33.77% 和 37.75%。可见，2015 年混合持股公司不同企业间各要素配置具有较大的差异，分布不均衡。与 2014 年相比，2015 年各区间内企业分布数量及占比基本保持一致，这表明混合持股公司不同企业间还是存在较大差距。

综上所述，国有控股公司与混合持股公司经营活动各要素占比情况类似，都是不大于 0 和大于 100% 的区间内占绝大多数，只是国有控股公司不同企业之间差距要更大一些。相比而言，民营控股公司除应收及预付款项两端占比较大，其他要素在各区间内分布较均衡，企业之间的差距相对较小。

2014 ~ 2015 年国有混合和民营混合公司经营活动营运资金存量及其按要素分布分段统计如表 33 - 24 所示。

表 33 - 24　2014 ~ 2015 年国有混合和民营混合公司经营活动营运资金存量及其按要素分布分段统计

混合公司类型	区间（%）	按存货占比区间统计				按应收及预付款项占比区间统计				按应付及预收款项占比区间统计			
		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年		2014 年		2015 年	
		家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
国有混合公司	≤0	38	39.18	41	40.20	38	39.18	41	40.20	38	39.18	41	40.20
	(0，25]	2	2.06	4	3.92	3	3.09	3	2.94	2	2.06	4	3.92
	(25，50]	13	13.40	7	6.86	0	0.00	1	0.98	8	8.25	8	7.84
	(50，75]	13	13.40	11	10.78	7	7.22	6	5.88	9	9.28	7	6.86
	(75，100]	6	6.19	10	9.80	4	4.12	9	8.82	3	3.09	5	4.90
	>100	25	25.77	29	28.43	45	46.39	42	41.18	37	38.14	37	36.27
	总计	97	100	102	100	97	100	102	100	97	100	102	100
民营混合公司	≤0	9	20.93	11	22.45	9	20.93	10	20.41	9	20.93	10	20.41
	(0，25]	7	16.28	8	16.33	0	0.00	0	0.00	4	9.30	4	8.16
	(25，50]	5	11.63	5	10.20	1	2.33	4	8.16	7	16.28	4	8.16
	(50，75]	7	16.28	6	12.24	6	13.95	1	2.04	7	16.28	8	16.33
	(75，100]	6	13.95	6	12.24	3	6.98	8	16.33	3	6.98	3	6.12
	>100	9	20.93	13	26.53	24	55.81	26	53.06	13	30.23	20	40.82
	总计	43	100	49	100	43	100	49	100	43	100	49	100

由表 33 - 24 可知，2015 年国有混合控股公司各要素占比区间的企业分布情况基本相同，其中占比不大于 0 和大于 100% 的企业占绝大多数，应收及预付款项和应付及预收款项尤为明显。存货占比小于 0 的企业有 41 家，比重高达 40.20%，占比大于 100% 的企业有 29 家，比重达 28.43%；应收及预付款项占比不大于 0 和大于 100% 的企业分别有 41 家和 42 家，比重分别为 40.20% 和 41.18%；应付及预收款项占比不大于 0 和大于 100% 的企业分别有 41 家和 37 家，比重分别为 40.20% 和 36.27%。可见，2015 年国有混合控股公司不同企业间各要素配置存在较大差异，分布不均衡。与 2014 年相比，2015 年各区间内企业分布数量及占比基本保持一致，这表明国有混合控股公司不同企业间还是存在较大差距。

从表 33 - 24 可以看到，2015 年民营混合控股公司各要素占比区间的企业分布情况存在较大差异，存货占比各区间分布较均匀且都在 10% 以上，只是两端占比在 20% 以上；应收及预付款项占比以及应付及预收款项占比绝大多数在不大于 0 和大于 100% 的区间内，这表明民营混合公司不同企业在这两项要素中分布的差距较大，但比国有混合公司不同企业间的差距小。可见，民营混合控股公司不同企业间各要素配置也存在差异。与 2014 年相比，2015 年各区间内企业分布数量基本一致。

综上所述，与民营混合公司相比，国有混合公司不同企业在经营活动营运资金按要素分布上差距较大，主要体现在两端占比较高、0 ~ 100% 之间占比较低，这可能与国有混合公司不同企业的营运资金管理策略有关。

四、2015 年不同经济性质控股公司经营活动营运资金管理绩效分析

（一）不同经济性质控股公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额分析

从表 33 - 25 可以看出，国有上市公司总体经营活动资金占用水平维持在低水平，从行业平均来看，2015 年比 2014 年有小幅降低；从最大值和最小值来看，国有上市公司经营活动营运资金占用水平悬殊，相比 2014 年的最大值大幅减低，最小值有所提高，差距在缩小。从行业总体经营活动营运资金节约额来看，2015 年国有上市公司经营活动营运资金占用较 2014 年没有减少，反而占用得更多，这说明国有上市公司总体经营活动营运资金占用额有一定程度降低，企业之间的差距在缩小。

表 33 - 25　　2014 ~ 2015 年国有上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额

项　目	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约额（亿元）
	2014 年	2015 年	
行业总体	0.01	0.01	-728.43
行业平均	0.24	0.21	—
最大值	6.31	4.79	—
中位数	0.09	0.09	—
最小值	-0.95	-1.72	—
样本量	299	290	—

注：经营活动营运资金节约额 = 2014 年经营活动营运资金占用额 × 2015 年营业收入/2014 年营业收入 - 2015 年经营活动营运资金占用额。

从表 33 - 26 可以看出，无论是从行业总体还是从行业平均来看，2015 年民营上市公司经营活动营运资金占用水平较 2014 年均有所降低；最大值与最小值之间差距悬殊，2015 年相比 2014 年差距在缩小。从经营活动营运资金总体节约额来看，2015 年民营上市公司经营活动营运资金占用较 2014 年相比节约了 410.74 亿元。结合各方面总体来说，民营上市公司总体经营活动营运资金占用额降低，企业之间的差距小幅缩小。

表 33 - 26　　2014 ~ 2015 年民营上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额

项　目	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约额（亿元）
	2014 年	2015 年	
行业总体	0.38	0.33	410.74
行业平均	0.49	0.48	—
最大值	5.86	4.77	—
中位数	0.37	0.39	—
最小值	-0.58	-1.03	—
样本量	358	404	—

注：经营活动营运资金占用水平 = 经营活动营运资金/营业收入

从表 33 - 27 可以看出，从行业总体和行业平均来看，2015 年混合上市公司经营活动营运资金占用水平较 2014 年均有所降低；最大值与最小值之间差距悬殊，2015 年相比 2014 年企业之间的差距在扩大。从经营活动营运资金总体节约额来看，2015 年混合上市公司经营活动营运资金占用较 2014 年相比节约了 654.74 亿元。结合各方面总体来说，混合上市公司总体经营活动营运资金占用额降低，但是企业之间营运资金管理水平的差距在逐渐扩大。

表33-27 2014~2015年混合上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额

项 目	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约额（亿元）
	2014年	2015年	
行业总体	0.10	0.08	654.74
行业平均	0.30	0.29	—
最大值	4.97	5.35	—
中位数	0.17	0.13	—
最小值	-0.81	-1.38	—
样本量	140	151	—

结合表33-25、33-26、33-27看国有、民营、混合上市公司整体情况，无论是从行业总体还是从行业平均来看，国有上市公司经营活动营运资金占用水平最低，民营上市公司最高，混合上市公司介于国有和民营之间且偏低；从最大值和最小值来看，民营上市公司差距相对最小；但是从经营活动营运资金总体节约额来看，混合上市公司节约额最大，国有上市公司反而占用资金更多。这在一定程度上说明，国有上市公司自身实力较强，民营上市公司实力最弱，混合股权有利于经营活动营运资金占用水平的提升，但是企业之间的差距最为悬殊。

进一步细分国有混合持股和民营混合持股上市公司经营活动营运资金占用水平的变化，如表33-28所示。

表33-28 2014~2015年国有混合持股、民营混合持股上市公司经营活动营运资金占用水平变化及节约额

项 目	国有混合持股企业			民营混合持股企业		
	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约额（亿元）	经营活动营运资金占用水平		经营活动营运资金节约额（亿元）
	2014年	2015年		2014年	2015年	
行业总体	0.09	0.07	645.54	0.16	0.14	22.14
行业平均	0.27	0.22	—	0.37	0.44	—
最大值	4.97	3.57	—	2.23	5.35	—
中位数	0.11	0.08	—	0.29	0.27	—
最小值	-0.81	-1.38	—	-0.41	-1.03	—
样本量	97	102	—	43	49	—

从表33-28可以看出，从行业总体和行业平均来看，国有混合持股上市公司经营活动营运资金占用水平比民营混合持股上市公司低很多；从最大值与最小值来看，2015年国有混合持股上市公司经营活动营运资金占用水平相比2014年差距缩小，而民营混合持股上市公司之间差距在扩大。从经营活动营运资金总体节约额来看，国有混合持股上市公司经营活动营运资金占用较2014年相比，节约了645.54亿元，显著大于民营混合持股上市公司的节约额22.14亿元，说明国有混合持股上市公司总体经营活动营运资金占用水平比民营混合持股上市公司高，企业之间的营运资金管理水平差距也较低。

（二）不同经济性质上市公司分渠道的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 整体层面

表33-29列示了2014~2015年国有、民营和混合股权上市公司各渠道营运资金周转期情况。总体来看，三种性质企业各渠道趋势同步，相比2014年，2015年采购渠道和营销渠道营运资金周转期有所缩短，生产渠道营运资金周转期有所增加，由于各渠道增减变化不一，最终从经营活动营运资金周转期来看，国有上市公司增加近2天，民营上市公司和混合股权上市公司缩短近11天，说明民营和混合上市公司营运资金管理绩效提升了，而国有上市公司营运资金管理绩效降低了。把三种性质公司分开来看：2015年国有上市公司采购渠道和营销渠道营运资金周转期分别有16.2天、2天的缩短，而生

产渠道营运资金周转期增长 20.30 天，致使经营活动营运资金周转期延长近 2 天；在采购和营销渠道与国有上市公司相似的情况下，2015 年民营上市公司生产渠道营运资金周转期增加了 8 天，民营上市公司经营活动营运资金周转期缩短。与国有和民营上市公司比较而言，混合股权上市公司采购和生产渠道营运资金周转期变化不大，而营销渠道营运资金周转期缩短 12 天，由此使得混合股权上市公司经营活动营运资金周转期缩短，管理绩效提升。

表 33－29　　2014～2015 年不同性质上市公司各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	采购渠道营运资金周转期		生产渠道营运资金周转期		营销渠道营运资金周转期		经营活动营运资金周转期（按渠道）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
国有企业	－42.9	－59.1	15.7	36.0	30.3	28.3	3.1	5.2
民营企业	－37.2	－56.3	81.7	89.7	79.5	79.1	123.9	112.5
混合企业	－45.1	－46.7	59.7	62.6	23.7	11.7	38.3	27.6

各性质的上市公司比较来看，国有上市公司由于生产渠道营运资金周转期相比其他性质企业明显偏低，使得经营活动营运资金周转期最短，管理绩效最高，尽管 2015 年有所降低，可是仍然遥遥领先。民营上市公司由于生产渠道和营销渠道营运资金周转期相比另外两种性质企业高出很多，导致民营上市公司经营活动营运资金周转期最长，管理绩效最低，尽管 2015 年有所上升，但是仍然远远落后。混合股权上市公司营销渠道营运资金周转期表现得最为突出，很有优势，其经营活动营运资金周转期介于国有和民营上市公司之间且偏低，管理绩效较高。

表 33－30 列示了 2014～2015 年国有混合持股、民营混合持股上市公司各渠道营运资金周转期情况。国有混合持股和民营混合持股上市公司的各渠道变化趋势同步，采购渠道和营销渠道营运资金周转期缩短，生产渠道营运资金周转期增加，其中营销渠道营运资金周转期变化最大，最终结果为两类公司 2015 年相比 2014 年经营活动营运资金周转期均缩短，管理绩效均得以提升，且国有混合持股上市公司周转期缩短幅度更大。

表 33－30　2014～2015 年国有混合持股、民营混合持股上市公司各渠道经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	采购渠道营运资金周转期		生产渠道营运资金周转期		营销渠道营运资金周转期		经营活动营运资金周转期（按渠道）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
国有混合持股	－43.3	－44.5	68.0	71.6	11.9	－2.6	36.6	24.5
民营混合持股	－59.5	－61.7	－5.1	1.0	116.2	109.4	51.6	48.71
行业整体	－45.1	－46.7	59.7	62.6	23.7	11.7	38.3	27.6

2. 企业层面

分析表 33－31 可以发现，2015 年国有上市公司采购渠道营运资金周转期缩短区间的占比 60.15%，明显高于延长区间的企业占比 17.24%；生产渠道和营销渠道营运资金周转期缩短，企业数量略少于延长区间的企业数量，但相差不大；各渠道营运资金周转期基本不变，占比基本在 20%左右。经营活动营运资金周转期（按渠道）缩短区间的占比为 45.98%，高于延长区间的企业占比 35.63%，总体相差 10 个百分点，即国有上市公司各渠道的经营活动营运资金管理绩效整体上存在一定的不稳定性。

分析表 33－32 可以发现，2015 年民营上市公司采购渠道营运资金周转期缩短区间的占比 57.09%，明显高于延长区间的企业占比 19.29%；生产渠道营运资金周转期缩短区间的企业数量略高于延长区间的企业数量；营销渠道营运资金周转期缩短区间的企业数量少于延长区间的企业数量，相差约 30%。经营活动营运资金周转期（按渠道）缩短区间的占比为 32.28%，低于延长区间的企业占

表 33 - 31　　2014 ~ 2015 年国有上市公司各渠道经营活动营运资金管理绩效变化统计

项目		采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短（家）	157	96	80	120
	缩短占比（%）	60.15	36.78	30.65	45.98
	基本不变（家）	59	50	55	48
	基本不变占比（%）	22.61	19.16	21.07	18.39
	延长（家）	45	115	126	93
	延长占比（%）	17.24	44.06	48.28	35.63
可比样本总数		261			

注：周转天数变化率划分为三个区间：缩短（变化率≤ -10%）、基本稳定（ -10% < 变化率 < 10%）、延长（变化率≥10%）。

比 43.70%，总体相差约 12 个百分点，即民营上市公司各渠道的经营活动营运资金管理绩效整体上也存在一定的不稳定性。

表 33 - 32　　2014 ~ 2015 年民营上市公司各渠道经营活动营运资金管理绩效变化统计

项目		采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短（家）	145	120	50	82
	缩短占比（%）	57.09	47.24	19.69	32.28
	基本不变（家）	49	43	77	61
	基本不变占比（%）	19.29	16.93	30.31	24.02
	延长（家）	60	91	127	111
	延长占比（%）	23.62	35.83	50.00	43.70
可比样本总数		254			

注：周转天数变化率划分为三个区间：缩短（变化率≤ -10%）、基本稳定（ -10% < 变化率 < 10%）、延长（变化率≥10%）。

分析表 33 - 33 可以发现，2015 年混合股权上市公司采购渠道和生产渠道营运资金周转期缩短区间的企业数量高于延长区间的企业数量，相差约 25%；营销渠道营运资金周转期缩短区间的企业数量少于延长区间的企业数量，相差约 25%。经营活动营运资金周转期（按渠道）缩短区间的占比为 44.44%，高于延长区间的企业占比 30.86%，总体相差约 13 个百分点。各渠道营运资金周转期基本不变，占比基本在 20% 左右，即混合股权上市公司各渠道的经营活动营运资金管理绩效在整体上存在一定的不稳定性。

表 33 - 33　　2014 ~ 2015 年混合股权上市公司各渠道经营活动营运资金管理绩效变化统计

项目		采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短（家）	42	41	23	36
	缩短占比（%）	51.85	50.62	28.40	44.44
	基本不变（家）	17	15	15	20
	基本不变占比（%）	20.99	18.52	18.52	24.69
	延长（家）	22	25	43	25
	延长占比（%）	27.16	30.86	53.09	30.86
可比样本总数		81			

注：周转天数变化率划分为三个区间：缩短（变化率≤ -10%）、基本稳定（ -10% < 变化率 < 10%）、延长（变化率≥10%）。

总体而言，从企业层面对不同性质上市公司分渠道的营运资金管理的分析可以看出：（1）2015 年不同性质上市公司分渠道的营运资金管理绩效均表现出一定的不稳定性，有较多企业变化显著；（2）不同渠道营运资金绩效变化呈现差异性；三类上市公司采购渠道营运资金周转期缩短区间的企业占比较多，营销渠道营运资金周转期延长区间的企业占比较多，在生产渠道只有国有控股公司营运资金绩效呈现降低的迹象，而其他两类公司均在整体上有所提升；（3）就经营活动营运资金绩效整体而言，除民营控股公司经营活动绩效有所下降外，其他两类公司的经营活动营运资金绩效总体呈现上升趋势。

表 33 - 34 和表 33 - 35 分别列示了国有混合持股和民营混合持股上市公司各渠道经营活动营运资金管理绩效变化的统计表，从表中我们可知，国有混合持股和民营混合持股上市公司采购渠道营运资金周转期缩短区间的企业占比明显高出延长区间的企业占比，国有混合持股上市公司生产渠道营运资金周转期缩短区间的企业占比高出延长区间的企业占比 20%，而民营混合持股上市公司生产渠道营运资金缩短区间的企业数量和延长区间的企业数量差不多，两者营销渠道营运资金周转期缩短区间的企业数量低于延长区间的企业数量很多。最终，两者基本不变的比例较小，各渠道的经营活动营运资金管理绩效整体上存在一定的不稳定性。国有混合持股上市公司经营活动营运资金周转期缩短区间的企业占比高于延长区间的企业占比，民营混合持股上市公司正好相反，可能国有混合持股上市公司整体营运资金管理绩效更好一些。

表 33 - 34　　2014 ~ 2015 年国有混合持股上市公司各渠道经营活动营运资金管理绩效变化统计

项目		采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短（家）	42	35	21	37
	缩短占比（%）	56.00	46.67	28.00	49.33
	基本不变（家）	17	20	17	19
	基本不变占比（%）	22.67	26.67	22.67	25.33
	延长（家）	16	20	37	19
	延长占比（%）	21.33	26.67	49.33	25.33
可比样本总数		75			

注：周转天数变化率划分为三个区间：缩短（变化率≤ -10%）、基本稳定（ -10% < 变化率 <10%）、延长（变化率≥10%）。

表 33 - 35　　2014 ~ 2015 年民营混合持股上市公司各渠道经营活动营运资金管理绩效变化统计

项目		采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
周转期变化统计	缩短（家）	18	15	10	11
	缩短占比（%）	60.00	50.00	33.33	36.67
	基本不变（家）	4	1	3	4
	基本不变占比（%）	13.33	3.33	10.00	13.33
	延长（家）	8	14	17	15
	延长占比（%）	26.67	46.67	56.67	50.00
可比样本总数		30			

注：周转天数变化率划分为三个区间：缩短（变化率≤ -10%）、基本稳定（ -10% < 变化率 <10%）、延长（变化率≥10%）。

（三）不同经济性质上市公司分要素的经营活动营运资金管理绩效分析

1. 整体层面

表 33 - 36 列示了 2014 ~ 2015 年国有、民营、混合股权上市公司各要素周转期的情况。表中显示，2015 年国有上市公司经营活动周转期（按要素）比上一年有所增加，另外两类公司有所减少，表明国有上市公司分要素的营运资金管理绩效有所下降，而民营和混合股权上市公司分要素的营运资金管理

绩效均有所提高。从各要素管理绩效来看，除了混合股权上市公司 2015 年应收账款周转期比 2014 年有明显减少外，其余要素均有所增加，说明存货与应收账款管理绩效有所下降，而应付账款管理绩效有所改善。由此可见，国有上市公司分要素的营运资金管理绩效下降主要是由于存货和应收账款营运水平的下降，民营上市公司由于应付账款周转期的增加而整体营运资金管理绩效有所上升，混合股权上市公司由于存货与应收账款周转期一增一减，应付账款周转期基本没变，最终其分要素的营运资金管理绩效变化不大。另外，比较不同性质上市公司经营活动营运资金周转期发现，国有上市公司经营活动营运资金周转期（按要素）明显低于混合持股上市公司，也低于民营上市公司，表明国有上市公司具有较高的营运资金管理水平，混合持股公司次之，民营上市公司最差。另外，国有与民营上市公司的存货、应收账款周转期较大幅度上升与表 33 - 30 中国有与民营上市公司生产渠道营运资金周转期的上升相互呼应，而应付账款周转期的增加也与采购渠道营运资金周转期的缩短相互作用联系。

表 33 - 36　　2014 ~ 2015 年不同性质上市公司各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	存货周转期		应收账款周转期		应付账款周转期		经营活动营运资金周转期（按要素）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
国有企业	63.4	79.6	39.2	48.0	67.1	83.4	35.5	44.2
民营企业	157.9	158.3	73.2	75.8	73.7	83.9	157.4	150.2
混合股权	107.9	112.1	49.0	43.5	72.5	72.4	84.4	83.2

注：经营活动营运资金周转期（按要素）＝现金周转期＝存货周转期＋应收账款周转期－应付账款周转期。

表 33 - 37 列示了 2014 ~ 2015 年国有混合持股和民营混合持股上市公司各要素周转期的情况。表中显示，2015 年国有混合持股上市公司经营活动周转期（按要素）比上一年有所降低，民营混合持股上市公司经营活动周转期（按要素）比上一年有所延长，表明国有混合持股上市公司分要素的营运资金管理绩效有所提高，而民营混合持股上市公司分要素的营运资金管理绩效有所降低。从各要素管理绩效来看，相比 2014 年，国有混合持股公司由于应收账款周转期较大幅度下降，带来了经营活动营运资金管理绩效的提高，而民营混合持股上市公司各要素变化相差不大，综合管理绩效水平下降。但是从总体层面看，民营混合持股上市公司经营活动营运资金周转期比国有混合持股上市公司短，民营混合持股上市公司的营运资金管理绩效水平较高。

表 33 - 37　　2014 ~ 2015 国有混合持股、民营混合持股上市公司各要素经营活动营运资金周转期　　单位：天

项目	存货周转期		应收账款周转期		应付账款周转期		经营活动营运资金周转期（按要素）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
国有混合持股	114.0	119.3	44.9	38.7	70.9	71.2	88.1	86.8
民营混合持股	59.5	63.5	80.7	76.2	84.9	80.8	55.3	58.9
行业整体	107.9	112.1	49.0	43.5	72.5	72.4	84.4	83.2

注：经营活动营运资金周转期（按要素）＝现金周转期＝存货周转期＋应收账款周转期－应付账款周转期。

2. 企业层面

如表 33 - 38 所示，从企业层面分析，2015 年国有上市公司分要素的营运资金管理绩效较 2014 年有明显降低。数据显示，与 2014 年相比，2015 年国有上市公司存货周转期缩短区间的企业占比 21.07%，应收账款周转期缩短区间的企业占比 20.31%，应付账款周转期缩短区间的企业占比 15.71%，都明显低于延长区间的企业比例，最终分要素的经营活动营运资金周转期缩短区间的企业比例为 32.18%，低于延长区间的比例约 10 个百分点。从各要素周转期变化幅度的企业分布情况来看，“基本不变”的企业数量占 30%，说明国有上市公司分要素的营运资金管理绩效整体上不稳定。

表 33－38　　2014～2015 年国有上市公司各要素经营活动营运资金管理绩效变化统计

项目		存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
周转期变化统计	缩短（家）	55	53	41	84
	缩短占比（%）	21.07	20.31	15.71	32.18
	基本不变（家）	99	84	78	67
	基本不变占比（%）	37.93	32.18	29.89	25.67
	延长（家）	107	124	142	110
	延长占比（%）	41.00	47.51	54.41	42.15
可比样本总数		261			

如表 33－39 所示，与 2014 年相比，民营上市公司 2015 年存货周转期延长区间的企业占比 36.61%，应收账款周转期延长区间的企业占比 49.61%，应付账款周转期延长区间的企业占比 45.28%，而各要素周期缩短区间的企业占比均不超过 20%。最终按要素的经营活动营运资金周转期延长区间的企业占比为 40.94%，是缩短区间的企业占比的近 2 倍，各种迹象说明民营上市公司 2015 年分要素的营运资金管理绩效较上一年有所降低。从各要素周转期变化幅度的企业分布情况来看，“基本不变”的企业数量占约 35%，说明民营上市公司营运资金管理绩效较不稳定。

表 33－39　　2014～2015 年民营上市公司各要素经营活动营运资金管理绩效变化统计

项目		存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
周转期变化统计	缩短（家）	49	37	49	57
	缩短占比（%）	19.29	14.57	19.29	22.44
	基本不变（家）	112	91	90	93
	基本不变占比（%）	44.09	35.83	35.43	36.61
	延长（家）	93	126	115	104
	延长占比（%）	36.61	49.61	45.28	40.94
可比样本总数		254			

如表 33－40 所示，与 2014 年相比，混合股权上市公司 2015 年存货周转期延长区间的企业占比 37.04%，应收账款周转期延长区间的企业占比 43.21%，应付账款周转期延长区间的企业占比 44.44%，而各要素周期缩短区间的企业占比均不超过 21%。最终按要素的经营活动营运资金周转期延长区间的企业占比为 33.33%，与缩短区间的企业占比 29.63% 相差不大，各种迹象说明混合股权上市公司 2015 年分要素的营运资金管理绩效较上一年有一定程度的降低。从各要素周转期变化幅度的企业分布情况来看，“基本不变”的企业数量占约 37%，说明混合股权上市公司营运资金管理绩效较不稳定。

表 33－40　　2014～2015 年混合股权上市公司各要素经营活动营运资金管理绩效变化统计

项目		存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
周转期变化统计	缩短（家）	15	17	16	24
	缩短占比（%）	18.52	20.99	19.75	29.63
	基本不变（家）	36	29	29	30
	基本不变占比（%）	44.44	35.80	35.80	37.04
	延长（家）	30	35	36	27
	延长占比（%）	37.04	43.21	44.44	33.33
可比样本总数		81			

从对国有、民营、混合股权上市公司分要素的营运资金管理绩效分析可以看出：（1）2015 年国有上市公司分要素的营运资金管理绩效相比 2014 年均有下降，而民营和混合股权上市公司有所上升；（2）2014 年国有、民营、混合股权上市公司分要素的营运资金管理绩效变化不稳定；（3）分要素来看，存货周转期、应收账款周转期以及应付账款周转期缩短区间的企业占比均远低于延长区间的企业占比，其中混合股权上市公司的差距较小，民营上市公司差距最大。

如表 33 - 41 所示，与 2014 年相比，国有混合持股上市公司 2015 年存货周转期延长区间的企业占比 33.33%，应收账款周转期延长区间的企业占比 44.00%，应付账款周转期延长区间的企业占比 52.00%，而各要素周期缩短区间的企业占比均不超过 22%。最终按要素的经营活动营运资金周转期延长区间的企业占比为 25.33%，低于缩短区间的企业占比 37.33，说明国有混合持股上市公司 2015 年分要素的营运资金管理绩效较上一年有一定程度的提高。从各要素周转期变化幅度的企业分布情况来看，“基本不变”的企业数量占约 37%，说明国有混合持股上市公司营运资金管理绩效较不稳定。

表 33 - 41　　2014 ~ 2015 年国有混合持股上市公司各要素经营活动营运资金管理绩效变化统计

项目		存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
周转期变化统计	缩短（家）	16	15	11	28
	缩短占比（%）	21.33	20.00	14.67	37.33
	基本不变（家）	34	27	25	28
	基本不变占比（%）	45.33	36.00	33.33	37.33
	延长（家）	25	33	39	19
	延长占比（%）	33.33	44.00	52.00	25.33
可比样本总数		75			

如表 33 - 42 所示，与 2014 年相比，民营混合持股上市公司 2015 年存货周转期延长区间的企业占比 50.00%，应收账款周转期延长区间的企业占比 56.67%，应付账款周转期延长区间的企业占比 46.67%，而存货周周转期和应收账款周转期缩短区间的企业占比为 13.33%，应付账款周转期缩短区间的企业占比为 23.33%。最终按要素的经营活动营运资金周转期延长区间的企业占比为 50%，远远高于缩短区间的企业占比 13.33%，各种迹象说明民营混合持股上市公司 2015 年分要素的营运资金管理绩效较上一年降低。从各要素周转期变化幅度的企业分布情况来看，“基本不变”的企业数量占约 37%，说明民营混合持股上市公司营运资金管理绩效较不稳定。

表 33 - 42　　2014 ~ 2015 年民营混合持股上市公司各要素经营活动营运资金管理绩效变化统计

项目		存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
周转期变化统计	缩短（家）	4	4	7	4
	缩短占比（%）	13.33	13.33	23.33	13.33
	基本不变（家）	11	9	9	11
	基本不变占比（%）	36.67	30.00	30.00	36.67
	延长（家）	15	17	14	15
	延长占比（%）	50.00	56.67	46.67	50.00
可比样本总数		30			

从对国有混合持股和民营混合持股上市公司分要素的营运资金管理分析可以看出：（1）从按要素的经营活动营运资金周转期来看，2015 年国有混合持股上市公司分要素的营运资金管理绩效相比 2014 年有小幅上升，民营混合持股上市公司有所下降；（2）2014 年国有、民营混合持股上市公司分要素的

营运资金管理绩效变化不稳定；（3）分要素来看，存货周转期、应收账款周转期以及应付账款周转期缩短区间的企业占比均远低于延长区间的企业占比，其中存货和应收账款周转期国有混合持股上市公司的差距比民营混合持股上市公司小，应付账款周转期国有混合持股上市公司的差距比民营混合持股上市公司大。

五、2015 年不同经济性质控股公司资金回报分析

2014～2015 年国有控股公司资金回报率统计分析如表 33－43 所示。

表 33－43　　2014～2015 年国有控股公司资金回报率统计分析

项目	总资金回报率（%）		经营活动资金回报率（%）		金融经营活动活动资金回报率（%）		投资活动资金回报率（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	8.56	6.78	9.37	7.00	－10.93	－27.06	5.50	5.48
行业平均	7.47	6.54	7.35	－17.32	－322.74	－22.17	5.02	4.63
最大值	43.71	42.40	249.95	294.71	858.39	172.20	280.58	69.52
中位数	6.82	6.68	8.02	7.21	0.00	0.00	1.59	1.75
最小值	－25.97	－56.16	－413.31	－6 963.27	－8 956.61	－557.81	－13.20	－6.54
样本量	299	290	299	290	26	31	299	290

注：金融经营活动资金回报率统计样本以本行业内金融经营活动资金不为 0 的企业家数为准。

如表 33－43 所示，与 2014 年相比，从行业总体及行业平均来看，2015 年国有控股公司总资金回报率有所下降。从最值情况可知不同企业总资金回报率存在较大差异。具体分析可知，与 2014 年相比，2015 年经营活动资金回报率总体下降 2.37%，而行业平均经营活动资金回报率由 7.35% 变为 －17.32%，变动幅度较大且不同企业之间差距进一步拉大。2015 年金融经营活动资金回报率行业总体下降 16.13% 且为负值，但行业平均提升幅度较大，可能是因为不同企业金融经营活动资金回报率的差距比 2014 年明显减少所致。相比之下，2015 年投资活动资金回报率与 2014 年相比稍微有所下降，基本保持稳定状态，这也成为国有控股公司将更多的营运资金投放在投资活动的原因。

2014～2015 年民营控股公司资金回报率统计分析如表 33－44 所示。

表 33－44　　2014～2015 年民营控股公司资金回报率统计分析

项目	总资金回报率（%）		经营活动资金回报率（%）		金融经营活动资金回报率（%）		投资活动资金回报率（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	10.02	10.13	12.66	13.49	－26.04	－27.56	3.71	3.00
行业平均	10.35	10.50	15.28	16.33	5.04	4.08	3.17	1.82
最大值	54.84	47.72	138.05	162.29	55.26	30.13	128.26	36.23
中位数	8.94	9.95	11.99	13.47	0.00	0.00	0.28	0.61
最小值	－20.85	－41.44	－371.70	－133.06	－25.64	－26.50	－8.03	－53.46
样本量	358	404	358	404	15	17	358	404

注：金融经营活动资金回报率统计样本以本行业内金融经营活动资金不为 0 的企业家数为准。

如表 33－44 所示，与 2014 年相比，从行业总体及行业平均来看，2015 年民营控股公司总资金回报率略有上升，基本维持在 10% 左右。从最值情况可知不同企业总资金回报率存在较大差异且进一步扩大。具体分析可知，与 2014 年相比，2015 年经营活动资金回报率总体及平均均有所上升，变动幅度在 1% 左右，从最值可以反映出 2015 年不同企业之间的差距有所降低。2014～2015 年金融经营活动资金回报率行业总体为负值，但行业平均为正值，与 2014 年相比略有下降。与 2014 年相比，2015 年不

同企业金融经营活动资金回报率差距进一步缩小。相比之下，2015 年投资活动资金回报率行业平均与 2014 年相比下降 1.35%，低于国有控股公司投资活动回报率。由此可知，民营控股公司经营活动和投资活动资金回报率皆为正值且 2014～2015 年基本保持稳定，这可作为民营控股公司将营运资金配置得比较均衡的原因，今后可加大对经营活动资金的投入，以获得更高的资金回报率。

2014～2015 年混合持股公司资金回报率统计分析表如表 33－45 所示。

表 33－45　　2014～2015 年混合持股公司资金回报率统计分析

项目	总资金回报率（%）		经营活动资金回报率（%）		金融经营活动资金回报率（%）		投资活动资金回报率（%）	
	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
行业总体	6.78	8.15	7.08	8.71	362.70	29.27	5.21	6.37
行业平均	7.14	6.05	651.51	6.66	10.48	4.65	5.74	4.59
最大值	37.31	34.63	90 029.97	106.26	55.22	50.43	112.04	41.75
中位数	5.95	6.02	5.95	6.21	0.00	0.00	1.24	1.38
最小值	－25.42	－41.18	－160.06	－239.96	0.00	0.00	－16.10	－24.86
样本量	140	151	140	151	8	15	140	151

注：金融经营活动资金回报率统计样本以本行业内金融经营活动资金不为 0 的企业家数为准。

如表 33－45 所示，与 2014 年相比，2015 年混合持股公司行业总体总资金回报率上升 1.37%，但行业平均下降 1.09%。从最值情况可知不同企业总资金回报率存在的差异进一步扩大。具体分析可知，与 2014 年相比，2015 年经营活动资金回报率总体上升 1.63%，而行业平均变动幅度较大，主要因为 2015 年不同企业之间的差距与 2014 年相比进一步缩小。2015 年金融经营活动资金回报率行业总体及行业平均与 2014 年相比下降幅度较大且 2014～2015 年都为正值。相比之下，2015 年行业总体投资活动资金回报率与 2014 年相比稍微有所上升，但行业平均下降 1.15%，且不同企业之间的差距逐渐缩小。混合持股公司经营活动资金回报率略高于投资活动资金回报率，应适当增加经营活动营运资金的占用量，以便提高资金回报率。

综上所述，从行业平均来看，民营控股公司总资金回报率在 10% 左右，而国有控股公司和混合持股公司在 6%～7% 左右，民营控股公司的资金回报率优于其他两类公司。进一步具体分析，2015 年民营控股公司经营活动资金回报率高于国有控股公司和混合持股公司，而混合持股公司金融经营活动资金回报率优于国有和民营控股公司。2015 年国有控股和混合持股公司的投资活动资金回报率高于民营控股公司。由此可知，国有控股和混合持股公司资金回报率比较相似，今后可适当增加投资活动的营运资金占比，而民营控股公司营运资金配置应保持稳定。

2014～2015 年国有混合和民营混合公司资金回报率统计分析如表 33－46 所示。

表 33－46　　2014～2015 年国有混合和民营混合公司资金回报率统计分析

混合公司类型	项目	总资金回报率（%）		经营活动资金回报率（%）		金融经营活动资金回报率（%）		投资活动资金回报率（%）	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
国有混合公司	行业总体	6.57	8.16	6.72	8.64	365.91	16.36	5.28	6.53
	行业平均	6.69	5.95	7.02	4.46	10.77	1.75	5.12	4.46
	最大值	37.31	34.63	182.44	68.71	55.22	9.67	37.89	28.48
	中位数	5.91	5.57	5.50	5.78	0.00	0.00	2.14	1.63
	最小值	－25.42	－28.30	－160.06	－239.96	0.00	0.00	－16.10	－24.86
	样本量	97	102	97	102	6	11	97	102

续表

混合公司类型	项目	总资金回报率（%）		经营活动资金回报率（%）		金融经营活动资金回报率（%）		投资活动资金回报率（%）	
		2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年	2014 年	2015 年
民营混合公司	行业总体	9.32	8.02	11.91	9.76	44.48	53.31	4.65	5.39
	行业平均	8.16	6.26	2 105.35	11.25	9.63	12.61	7.15	4.86
	最大值	29.54	29.98	90 029.97	106.26	19.25	50.43	112.04	41.75
	中位数	5.97	7.43	10.21	7.02	9.63	0.00	0.31	0.98
	最小值	-9.63	-41.18	-23.17	-44.42	0.00	0.00	-1.55	-7.31
	样本量	43	49	43	49	2	4	43	49

注：金融经营活动资金回报率统计样本以本行业内金融经营活动资金不为 0 的企业家数为准。

由表 33 -46 可知，与 2014 年相比，2015 年国有混合公司行业平均的总资金回报率、经营活动资金回报率、投资活动资金回报率及金融经营活动资金回报率均有所下降，其中金融活动资金回报率下降幅度最大，为 9.02%。2015 年行业平均的经营活动资金回报率和投资活动资金回报率相同，但与 2014 年相比，经营活动资金回报率下降的幅度较大。今后国有混合公司应该将营运资金在投资活动和经营活动中合理分配，提高资金使用效率。

与 2014 年相比，民营混合公司行业平均的总资金回报率、经营活动资金回报率、投资活动资金回报率有所下降，而金融经营活动资金回报率上升 2.98%。从总资金回报率来看，2015 年不同企业之间的差距与 2014 年相比有进一步扩大的趋势。2014 ~2015 年民营混合公司经营活动资金回报率明显高于投资活动资金回报率，民营混合公司今后可根据企业的内外环境变化，适当增加经营活动营运资金的占比，以提高整体的资金回报率。

综上所述，2015 年民营混合公司总资金回报率行业平均值略高于国有混合公司。进一步分析可知，2015 年民营混合公司经营活动和金融经营活动资金回报率行业平均明显高于国有混合公司，这表明民营混合公司经营活动资金利用效率较高。2015 年民营混合公司投资活动资金回报率略高于国有混合公司，基本在 4% ~5% 之间。与 2014 年相比，国有混合公司金融经营活动资金回报率行业平均变动较大，下降了 9.02%，而民营混合公司经营活动资金回报率变动较大，其他变动幅度较小。由此可见，民营混合公司各资金回报率较高但 2014 ~2015 年变动幅度总体大于国有混合公司，而国有混合公司各资金回报率比较稳定但有待提高资金的使用效率。

六、2015 年不同经济性质上市公司融资结构与财务风险分析

（一）总资金融资结构与长期财务风险分析

1. 整体层面

如表 33 -47 所示，无论是从行业总体还是从行业平均来看，与 2014 年相比，国有上市公司借入资金占比下降、相应自有资金占比上升，也能够从图 33 -7 看出来，2015 年总资金融资结构变化微小且自有资金占比略大。从最大值、最小值来看，2015 年借入资金的最大值比 2014 年高一倍，最大值 164.70% 说明有公司负债经营，财务风险非常大。相对应地，自有资金占比最小值 2015 年低至 -64.70%，也说明公司完全是自有资金运营。结合图 33 -8，2015 年国有上市公司的财务杠杆总值比 2014 年有所升高，行业平均有所下降，最大值和最小值之间的差距也在缩小，说明国有上市公司的财务风险在上升，各个公司之间的差距在缩小，但是仍然存在长期财务风险很高和很小的公司。

如表 33 -48 所示，无论是从行业总体还是从行业平均来看，与 2014 年相比，民营上市公司借入资金占比下降、相应自有资金占比上升，也能够从图 33 -9 直观看出，2015 年总资金融资结构变化微小，且自有资金占比是借入资金的 2 倍。从最大值、最小值来看，2015 年借入资金的最大值比 2014 年有所降低，相对应地，自有资金占比最小值在 2015 年有所升高，也说明公司完全是自有资金运营。结合图 33 -10，2015 年民营上市公司的财务杠杆总值比 2014 年有所降低，行业平均也有所下降，最大

值和最小值之间的差距也在逐渐缩小，说明民营上市公司的财务风险在降低，各个公司之间的差距在缩小。

表 33－47　　2014～2015 年国有上市公司总资金融资结构与财务杠杆统计分析

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
行业总体	41.13	39.57	58.87	60.43	1.23	1.32
行业平均	31.87	30.02	68.13	69.98	1.69	1.40
最大值	89.08	164.70	100.00	100.00	39.30	18.39
中位数	31.71	28.06	68.29	71.94	1.12	1.06
最小值	0.00	0.00	10.92	-64.70	-18.43	-9.25
样本量	299	290	299	290	299	290

图 33－7　2014～2015 年国有上市公司总资金融资结构

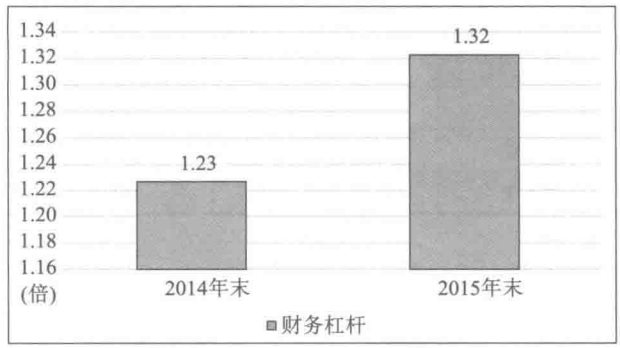


图 33－8　2014～2015 年国有上市公司财务杠杆

表 33－48　　2014～2015 年民营上市公司总资金融资结构与财务杠杆统计分析

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
行业总体	35.82	32.36	64.18	67.64	1.11	1.09
行业平均	18.12	16.40	81.88	83.60	1.15	1.13
最大值	90.91	81.80	100.00	100.00	11.56	9.62
中位数	11.72	10.59	88.28	89.41	1.03	1.01
最小值	0.00	0.00	9.09	18.20	-16.47	-5.39
样本量	358	404	358	404	358	404

图 33－9　2014～2015 年民营上市公司总资金融资结构

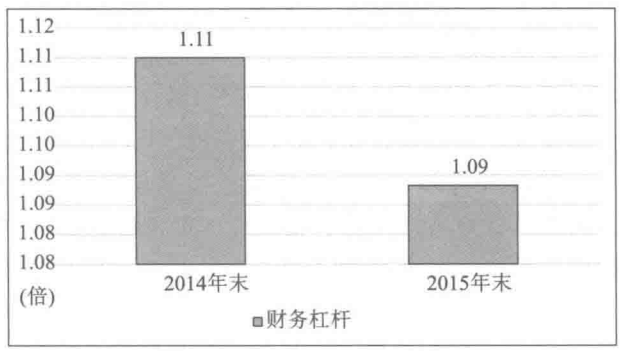


图 33－10　2014～2015 年民营上市公司财务杠杆

如表 33 - 49 所示，无论是从行业总体还是从行业平均来看，与 2014 年相比，混合股权上市公司借入资金占比上升、相应自有资金占比下降，也能够从图 33 - 11 直观看出，2015 年总资金融资结构变化微小，两者占比相差微小。从最大值、最小值来看，2015 年借入资金的最大值比 2014 年提高了且超过了 100%，相对应地，自有资金占比最小值 2015 年有所降低，到达 0 以下，说明有公司负债经营，财务风险非常大。结合图 33 - 12，2015 年混合股权上市公司的财务杠杆总值比 2014 年有所升高，行业平均升高幅度较大，且最大值和最小值变化很大，最大值和最小值之间的差距在急速扩大，说明混合股权上市公司的财务风险提高了，存在个别公司的财务杠杆值出现极端值，拉高了行业总体和行业平均。

表 33 - 49　　2014 ~ 2015 年混合股份上市公司总资金融资结构与财务杠杆统计分析

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
行业总体	47.95	49.96	52.05	50.04	1.32	1.40
行业平均	31.19	32.21	68.81	67.79	0.18	17.55
最大值	89.41	112.03	100.00	100.00	16.39	2 402.77
中位数	33.31	32.01	66.69	67.99	1.09	1.11
最小值	0.00	0.00	10.59	-12.03	-168.10	-1.89
样本量	140	151	140	151	140	151

图 33 - 11　2014 ~ 2015 年混合股权上市公司总资金融资结构

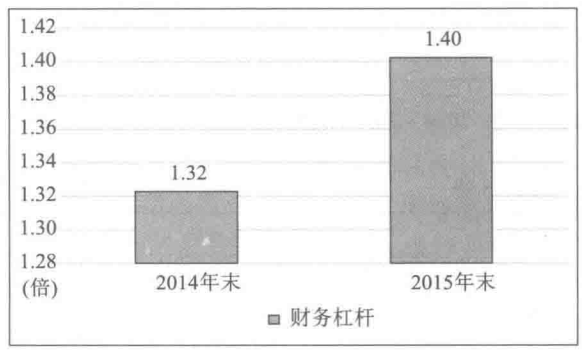


图 33 - 12　2014 ~ 2015 年混合股权上市公司财务杠杆

从对不同性质上市公司总资金融资结构与财务杠杆分析中可以看出：（1）国有控股和民营控股公司自有资金占比较大，其中民营上市公司自有资金占比高达 65%；（2）国有和混合持股公司财务杠杆一直高于民营控股公司，且 2015 年国有控股和混合持股公司仍在进一步提高，民营控股公司进一步降低，表明国有控股和混合持股公司的财务风险在增加，民营控股公司的财务风险进一步了得到控制；（3）从最大值和最小值的变化看，混合持股公司的变化明显比国有和民营上市公司变化大，混合持股公司企业之间的差距在扩大，财务杠杆不稳定、分布不均匀。

如表 33 - 50 所示，无论是从行业总体还是从行业平均来看，与 2014 年相比，国有混合持股上市公司借入资金占比上升、相应自有资金占比下降，也能够从图 33 - 13 直观看出，2015 年总资金融资结构变化微小，2015 年借入资金占比较大，但是两者占比相差微小。从最大值、最小值来看，2015 年借入资金的最大值比 2014 年提高了，相对应地，自有资金占比最小值 2015 年有所降低。结合图 33 - 14，2015 年国有混合持股上市公司的财务杠杆总值比 2014 年有所升高，行业平均升高幅度较大，且最大值和最小值变化很大，最大值和最小值之间的差距在急速扩大，说明国有混合持股上市公司的财务风险提高了，存在个别公司的财务杠杆值出现极端值，拉高了行业总体和行业平均值。

表 33 - 50　　2014 ~ 2015 年国有混合持股上市公司总资金融资结构与财务杠杆统计分析

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
行业总体	48.94	52.01	51.06	47.99	1.32	1.42
行业平均	32.60	34.69	67.40	65.31	-0.18	25.33
最大值	89.41	95.36	100.00	100.00	16.39	2 402.77
中位数	34.09	34.41	65.91	65.59	1.08	1.13
最小值	0.00	0.00	10.59	4.64	-168.10	-0.09
样本量	97	102	97	102	97	102

图 33 - 13　2014 ~ 2015 年国有混合持股上市公司总资金融资结构

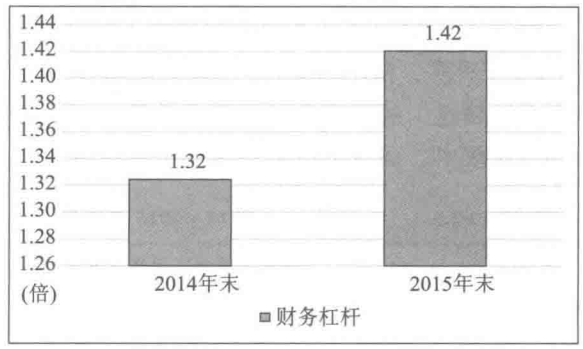


图 33 - 14　2014 ~ 2015 年国有混合持股上市公司财务杠杆

如表 33 - 51 所示，无论是从行业总体还是从行业平均来看，与 2014 年相比，民营混合持股上市公司借入资金占比降低、相应自有资金占比上升，也能够从图 33 - 15 直观看出，2015 年总资金融资结构变化明显，2015 年自有资金占比更多且是借入资金的 2 倍多。从最大值、最小值来看，2015 年借入资金的最大值比 2014 年提高了且超过 100%，相对应地，自有资金占比最小值 2015 年有所降低，到达 0 以下，说明有公司负债经营，财务风险非常大。结合图 33 - 16，2015 年民营混合持股上市公司的财务杠杆总值比 2014 年有所降低，行业平均升高，最大值和最小值之间的差距也在逐渐缩小，说明民营混合持股上市公司的财务风险在降低，各个公司之间的差距也在缩小。

表 33 - 51　　2014 ~ 2015 年民营混合持股上市公司总资金融资结构与财务杠杆统计分析

项目	借入资金占比（%）		自有资金占比（%）		财务杠杆（倍）	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
行业总体	36.86	28.03	63.14	71.97	1.31	1.22
行业平均	28.01	27.04	71.99	72.96	0.98	1.34
最大值	70.89	112.03	100.00	100.00	14.41	6.88
中位数	32.53	24.59	67.47	75.41	1.10	1.07
最小值	0.00	0.00	29.11	-12.03	-29.58	-1.89
样本量	43	49	43	49	43	49

图 33 - 15　2014 ~ 2015 年民营混合持股上市公司总资金融资结构

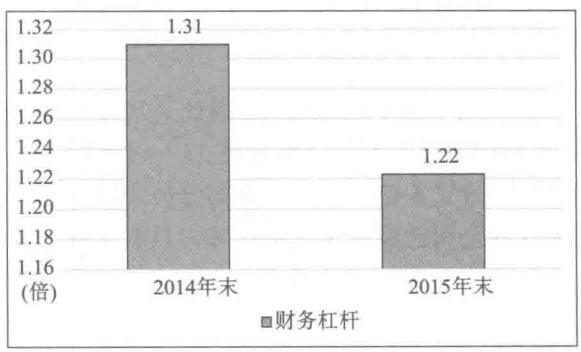


图 33 - 16　2014 ~ 2015 年民营混合持股上市公司财务杠杆

从对国有混合持股、民营混合持股上市公司总资金融资结构与财务杠杆的分析中，我们可以看出：（1）国有混合持股公司自有资金和借入资金相差不大，而民营混合持股公司自有资金与借入资金差异明显，国有混合持股公司财务风险较高；（2）2014～2015 年国有混合持股公司财务杠杆高于民营混合持股公司，且前者略有上升，后者略有下降，进一步说明国有混合持股公司的财务风险增加，民营混合持股公司的财务风险在下降；（3）从最大值和最小值的变化看，国有混合持股上市公司的变化明显比民营混合持股上市公司的变化大，国有混合持股上市公司的企业之间的差距在扩大，财务杠杆不稳定、分布不均匀。

2. 企业层面

如表 33－52，从企业层面看国有上市公司总资金融资结构，国有上市公司两年借入资金占比落在（0，25］最多，相比 2014 年，2015 年出现 2 家公司借入资金占比超过 100% 的，结合图 33－17，借入资金占比超过 1 的两家公司净资产偏低，对其来说财务风险更大，其余集中在 70% 以内且净资产的规模也比较集中。国有上市公司大部分企业金融结构相对单一，个别公司财务风险增大。

表 33－52　　2014～2015 年国有上市公司总资金融资结构分段统计

比例区间（%）	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	19	6.35	22	7.59	0	0.00	2	0.69
（0，25］	113	37.79	112	38.62	7	2.34	7	2.41
（25，50］	86	28.76	87	30.00	74	24.75	60	20.69
（50，75］	74	24.75	60	20.69	86	28.76	87	30.00
（75，100］	7	2.34	7	2.41	132	44.15	131	45.17
>100	0	0.00	2	0.69	0	0.00	3	1.03
总计	299	100	290	100	299	100	290	100

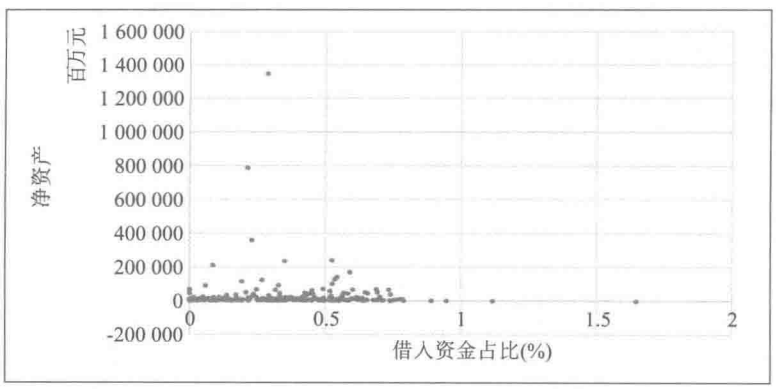


图 33－17　2015 年国有上市公司借入资金占比与净资产散点

如表 33－53，与 2014 年相比，2015 年国有上市公司财务杠杆各个区段变化不大，分布在［1，1.5）区间的公司最多。结合图 33－18 可以直观看出，财务杠杆主要集中在 1～3 倍之间，部分公司财务杠杆超过了 5 倍，说明存在部分公司财务风险很大，另外还有部分公司财务杠杆小于 1 甚至小于 0，说明这些公司已经处于亏损状态，且有个别公司因财务杠杆很高而风险更大。

如表 33－54，从企业层面看民营上市公司总资金融资结构，民营上市公司两年内的借入资金占比落在（0，25］最多，相比 2014 年，2015 年借入资金占比高的公司相对减少，说明民营上市公司整体风险下降。结合图 33－19，借入资金占比主要集中在 40% 以内，净资产分布较为分散，民营上市公司大部分企业的金融结构相似，公司之间的差距较小。

表 33－53　　2014～2015 年国有上市公司财务杠杆分段统计

比例区间	财务杠杆			
	2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）
[1，1.5）	131	43.81	118	40.69
[1.5，2）	32	10.70	27	9.31
[2，3）	15	5.02	13	4.48
≥3	29	9.70	18	6.21
总计	299	100	290	100

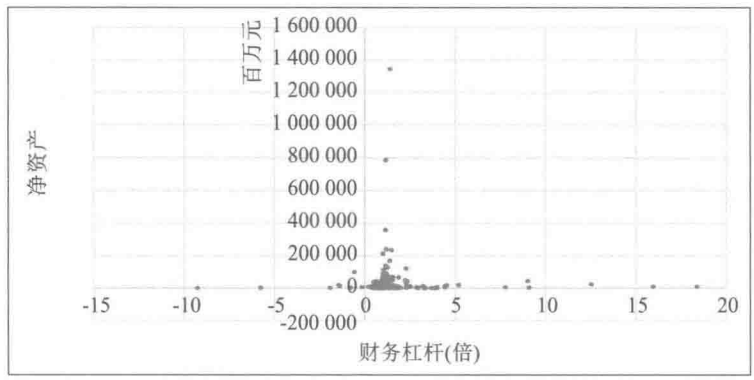


图 33－18　2015 年国有上市公司财务杠杆与净资产散点

表 33－54　　2014～2015 年民营上市公司总资金融资结构分段统计

比例区间（%）	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	66	18.44	83	20.54	0	0.00	0	0.00
（0，25]	175	48.88	210	51.98	5	1.40	1	0.25
（25，50]	87	24.30	87	21.53	25	6.98	23	5.69
（50，75]	25	6.98	23	5.69	87	24.30	87	21.53
（75，100]	5	1.40	1	0.25	241	67.32	286	70.79
>100	0	0.00	0	0.00	0	0.00	7	1.73
总计	358	100	404	100	358	100	404	100

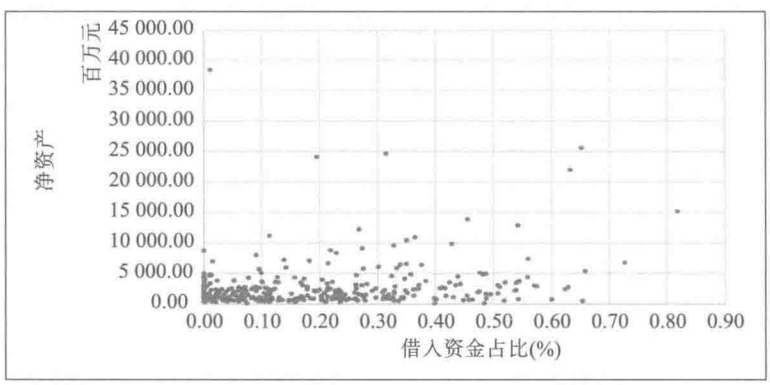


图 33－19　2015 年民营上市公司借入资金占比与净资产散点

如表33－55，与2014年相比，2015年国有上市公司财务杠杆各个区段变化不大，分布在［1，1.5）区间的公司最多。结合图33－20可以直观看出，财务杠杆集中在1～3倍之间，有2家公司财务杠杆超过了5倍，说明存在部分公司的财务风险很大，存在部分公司财务杠杆小于1甚至小于0，说明这些公司已经处于亏损状态，且有个别公司因财务杠杆很高而风险更大。

表33－55　　2014～2015年民营上市公司财务杠杆分段统计

比例区间	财务杠杆			
	2014年年末		2015年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）
[1，1.5)	168	46.93	186	46.04
[1.5，2)	22	6.15	21	5.20
[2，3)	13	3.63	11	2.72
≥3	7	1.96	7	1.73
总计	358	100	404	100

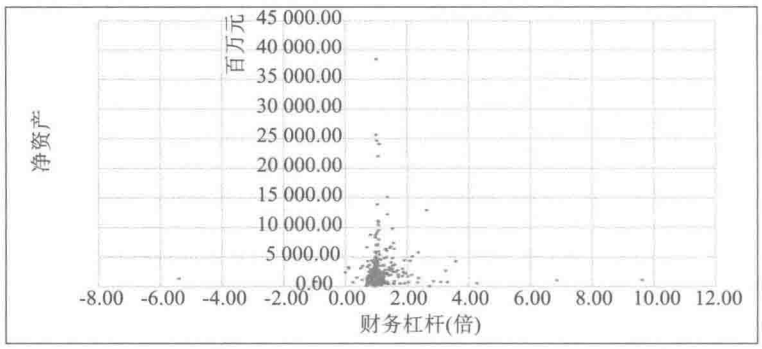


图33－20　2015年民营上市公司财务杠杆与净资产散点

如表33－56，从企业层面看混合股权上市公司总资金融资结构，混合股权上市公司两年内借入资金占比落在（0，25］最多，相比2014年，2015年存在1家借入资金占比高的公司超过100%的，各个区段内变化不大。结合图33－21，借入资金占比比较分散，混合股权上市公司大部分企业的金融结构相似，公司之间的差距较小。

表33－56　　2014～2015年混合股权上市公司总资金融资结构分段统计

比例区间（%）	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
	2014年年末		2015年年末		2014年年末		2015年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	4	2.86	8	5.30	0	0.00	1	0.66
（0，25］	56	40.00	53	35.10	4	2.86	2	1.32
（25，50］	52	37.14	53	35.10	24	17.14	34	22.52
（50，75］	24	17.14	34	22.52	52	37.14	53	35.10
（75，100］	4	2.86	2	1.32	60	42.86	61	40.40
>100	0	0.00	1	0.66	0	0.00	0	0.00
总计	140	100	151	100	140	100	151	100

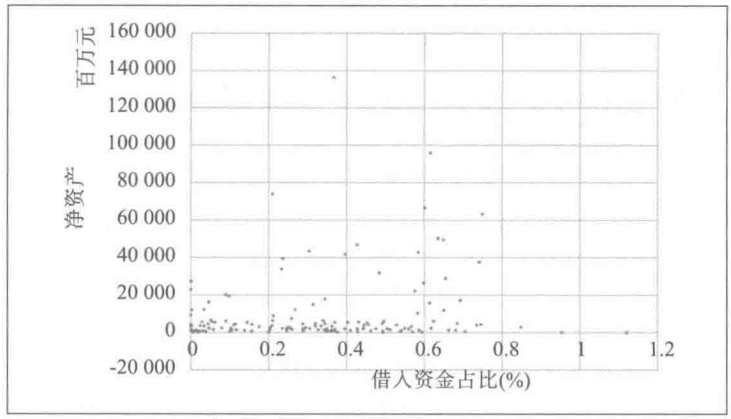


图 33－21　2015 年混合股权上市公司借入资金占比与净资产散点

如表 33－57，与 2014 年相比，2015 年混合股权上市公司财务杠杆各个区段变化不大，分布在［1，1.5）区间内的公司最多。结合图 33－22 可以直观看出，混合股权上市公司存在一个极端值，接近 2 500 倍，且该公司的净资产不大，说明存在部分公司的财务风险很大，直接拉大了公司之间的差距。

表 33－57　　2014～2015 年混合股权上市公司财务杠杆分段统计

比例区间	财务杠杆			
	2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）
［1，1.5）	56	40.00	60	39.74
［1.5，2）	12	8.57	14	9.27
［2，3）	10	7.14	15	9.93
≥3	15	10.71	12	7.95
总计	140	100	151	100

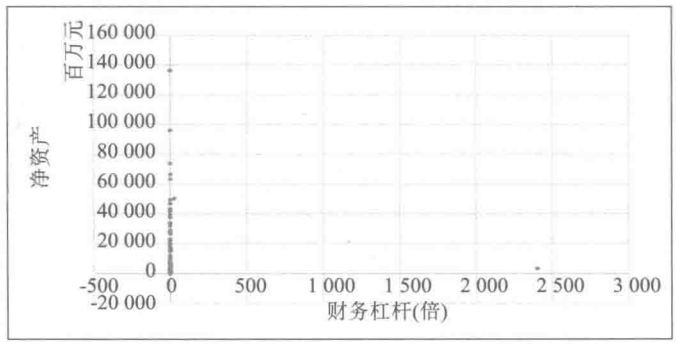


图 33－22　2015 年混合股权上市公司财务杠杆与净资产散点

从对国有、民营、混合股权上市公司总资金融资结构与财务杠杆分段统计的分析中，我们可以看出：（1）三种性质上市公司各个区段变化不大，民营公司借入资金占比最为集中，且其整体财务风险最低；（2）三种性质的公司中混合股权上市公司出现了极端值，财务杠杆值高达 2 000 以上，国有和民营上市公司财务杠杆值接近正态分布。

如表 33－58，从企业层面看国有混合持股上市公司总资金融资结构，国有混合持股上市公司 2014 年借入资金占比落在（0，25］区段最多，2015 年借入资金占比落在（25，50］区段最多，相比 2014

年，2015 年高比例的占比在增加，说明国有混合持股上市公司的财务风险逐渐增加。结合图 33 - 23，借入资金占比比较分散，国有混合持股上市公司大部分企业金融结构相似，不存在极端值。

表 33 - 58　　2014 ~ 2015 年国有混合持股上市公司总资金融资结构分段统计

比例区间（%）	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	2	2.06	5	4.90	0	0.00	0	0.00
（0，25]	39	40.21	30	29.41	4	4.12	2	1.96
（25，50]	33	34.02	36	35.29	19	19.59	29	28.43
（50，75]	19	19.59	29	28.43	33	34.02	36	35.29
（75，100]	4	4.12	2	1.96	41	42.27	35	34.31
>100	0	0.00	0	0.00	0	0.00	0	0.00
总计	97	100	102	100	97	100	102	100

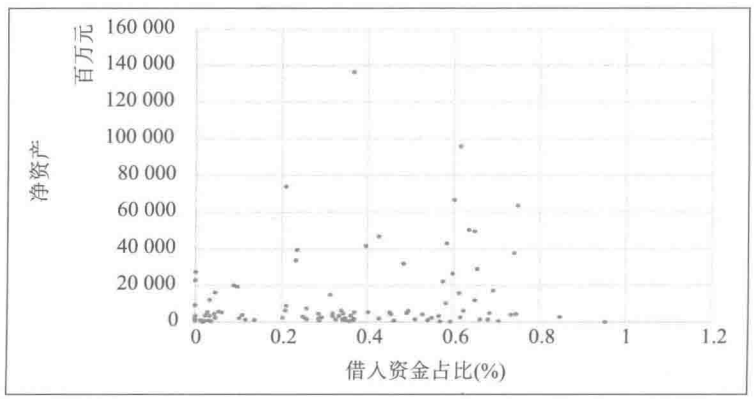


图 33 - 23　2015 年国有混合持股上市公司借入资金占比与净资产散点

如表 33 - 59 所示，与 2014 年相比，2015 年国有混合持股上市公司财务杠杆在各个区段内变化不大，分布在［1，1.5）区间的公司最多。结合图 33 - 24 可以直观看出，国有混合持股上市公司存在一个极端值，接近 2 500 倍，且该公司的净资产不大，说明存在部分公司的财务风险很大，直接拉大了公司之间的差距。

表 33 - 59　　2014 ~ 2015 年国有混合持股上市公司财务杠杆分段统计

比例区间	财务杠杆			
	2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）
［1，1.5）	40	41.24	43	42.16
［1.5，2）	9	9.28	10	9.80
［2，3）	7	7.22	11	10.78
≥3	11	11.34	9	8.82
总计	97	100	102	100

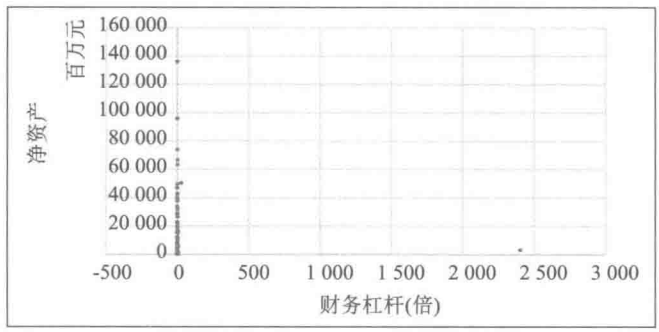


图 33－24　2015 年国有混合持股上市公司财务杠杆与净资产散点

如表 33－60 所示，从企业层面看民营混合持股上市公司总资金融资结构，民营混合持股上市公司 2014 年借入资金占比落在（25，50］区段最多，2015 年借入资金占比落在（0，25］区段最多，相比 2014 年，2015 年高比例的占比在减少，说明民营混合持股上市公司整体财务风险逐渐降低。由图 33－25 可知，借入资金占比比较分散，民营混合持股上市公司大部分企业金融结构相似，存在 1 个极端值，其借入资金比例超过 100%，拉大了企业之间的差距。

表 33－60　　2014～2015 年民营混合持股上市公司总资金融资结构分段统计

比例区间（%）	按借入资金占比区间统计				按自有资金占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	2	4.65	3	6.12	0	0.00	1	2.04
（0，25］	17	39.53	23	46.94	0	0.00	0	0.00
（25，50］	19	44.19	17	34.69	5	11.63	5	10.20
（50，75］	5	11.63	5	10.20	19	44.19	17	34.69
（75，100］	0	0.00	0	0.00	19	44.19	26	53.06
>100	0	0.00	1	2.04	0	0.00	0	0.00
总计	43	100	49	100	43	100	49	100

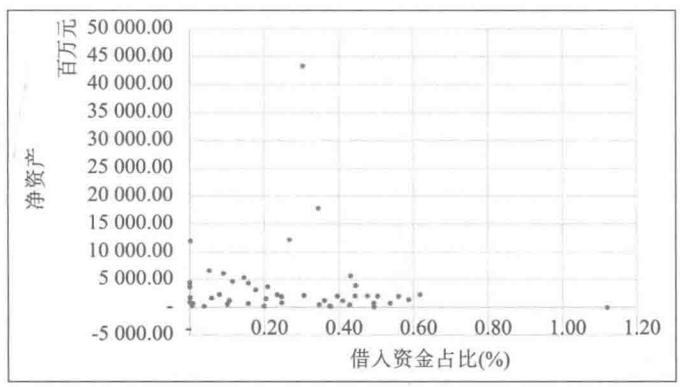


图 33－25　2015 年民营混合持股上市公司借入资金占比与净资产散点

如表 33－61，与 2014 年相比，2015 年民营混合持股上市公司财务杠杆各个区段变化不大，分布在［1，1.5）区间的公司最多。结合图 33－26 可以直观看出，民营混合持股上市公司分布得较为分散，存在一个最大值 7，且该公司的净资产不大，说明存在部分公司的财务风险很大，直接拉大了公司之间的差距。

表 33－61　　2014～2015 年民营混合持股上市公司财务杠杆分段统计

比例区间	财务杠杆			
	2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）
[1，1.5）	16	37.21	17	34.69
[1.5，2）	3	6.98	4	8.16
[2，3）	3	6.98	4	8.16
≥3	4	9.30	3	6.12
总计	43	100	49	100

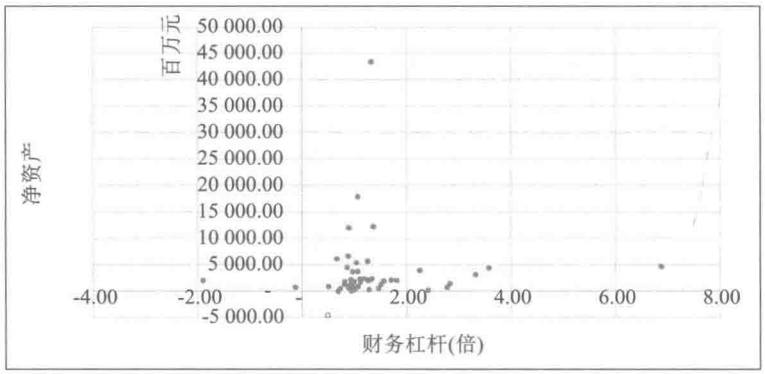


图 33－26　2015 年民营混合持股上市公司财务杠杆与净资产散点

从对国有混合持股和民营混合持股上市公司总资金融资结构与财务杠杆分段统计的分析中，我们可以看出：（1）国有混合持股和民营混合持股上市公司借入资金占比的各个区段有比较明显的变化，国有混合持股上市公司 2015 年高比例的占比在增加，而民营混合持股上市公司 2015 年高比例的占比在减少，说明国有混合持股上市公司财务风险在增大，民营混合持股上市公司财务风险在降低；（2）国有混合持股上市公司出现极端值，财务杠杆高达 2 000 倍以上，民营混合持股上市公司的财务杠杆值接近正态分布。

（二）营运资金融资结构与短期财务风险分析

短期金融负债与营运资本占比分别指的是短期金融负债及营运资本为营运资金提供的资金数量，存在下列关系：短期金融性负债占比＋营运资本占比＝1。因此一般来说，前者比例越高，表明短期金融性负债为营运资金提供的资金比例越高，则说明企业采用激进的营运资金融资方式，融资成本低，但是企业短期还本付息的压力较大，相应的财务风险也就越大。

1. 整体层面

表 33－62 列示了 2014～2015 年国有上市公司营运资金的来源状况。纵向比较来看，两年间国有上市公司营运资金来源构成基本一致，以短期金融性负债为主、营运资本为辅，图 33－27 更加直观，这充分表明国有企业短期金融、负债筹资能力比较强。2015 年短期金融性负债占比较大幅度的下降，说明营运资金融资策略较不稳定。以短期金融性负债为主的融资结构使得企业融资成本比较低，而且国有上市公司拥有国有背景，一般不会面临破产风险。

表 33－62　　2014～2015 年国有上市公司营运资金融资结构统计分析　　单位：%

项目	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
行业总体	112.17	79.56	－12.17	20.44
行业平均	62.04	55.08	37.96	44.92
最大值	8 517.63	5 250.97	5 179.76	6 798.39
中位数	29.56	25.09	70.44	74.91
最小值	－5 079.76	－6 698.39	－8 417.63	－5 150.97
样本量	299	290	299	290

图 33－27　2014～2015 年国有上市公司营运资金融资结构

表 33－63 列示了 2014～2015 民营上市公司营运资金来源状况。与国有上市公司不同，2014～2015 年民营上市公司营运资金来源以营运资本为主，大约占 70%，短期金融性负债持有量较少，如图 33－28 所示更加直观；2015 年短期金融性负债占比比 2014 年也有所增加。由此可知，民营上市公司营运资金融资策略也比较稳定，更倾向于保守策略，融资成本较高，财务风险较低。

表 33－63　　2014～2015 年民营上市公司营运资金融资结构统计分析　　单位：%

项目	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
行业总体	36.94	30.76	63.06	69.24
行业平均	48.09	27.71	51.91	72.29
最大值	3 924.17	511.64	1 062.44	738.64
中位数	14.46	13.66	85.54	86.34
最小值	－962.44	－638.64	－3 824.17	－411.64
样本量	358	404	358	404

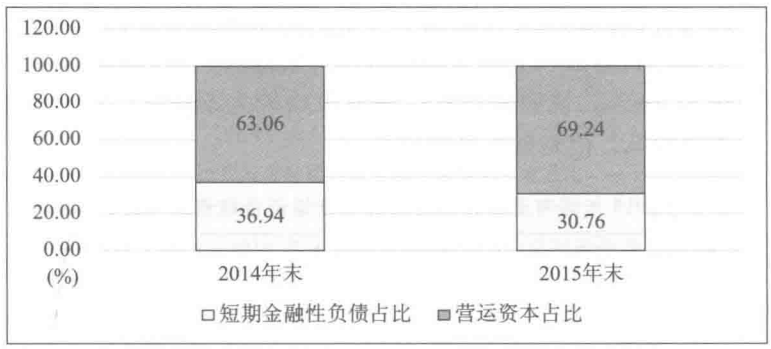


图 33－28　2014～2015 年民营上市公司营运资金融资结构

表 33－64 列示了 2014～2015 年混合股权上市公司营运资金的来源状况。纵向比较来看，两年间混合股权上市公司营运资金来源构成基本一致，以短期金融性负债为主、营运资本为辅，图 33－29 更加直观，这充分表明混合股权企业短期金融性负债筹资能力比较强。2015 年短期金融性负债占比小幅度下降，说明营运资金融资策略较为稳定，以短期金融性负债为主的融资结构使得企业融资成本比较低，财务风险较高，但是在国有背景下一般不会面临破产风险。

从对国有、民营、混合股权上市公司营运资金融资结构分段统计的分析中，我们可以看出：（1）国有和混合股权上市公司都是以短期金融性负债为主、营运资本为辅，且 2015 年混合股权上市公司短期金融性负债占比最大；（2）三种性质企业中国有控股公司变化最大，混合持股公司次之，民营控股公司变化最小，说明国有控股公司营运资金策略最为不稳定。

表 33－64　　2014～2015 年混合股权上市公司营运资金融资结构统计分析　　单位：%

项目	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
行业总体	69.50	83.78	30.50	16.22
行业平均	83.61	85.27	16.39	14.73
最大值	5 169.76	2 331.21	6 474.46	3 812.62
中位数	31.96	41.09	68.04	58.91
最小值	－6 374.46	－3 712.62	－5 069.76	－2 231.21
样本量	140	151	140	151

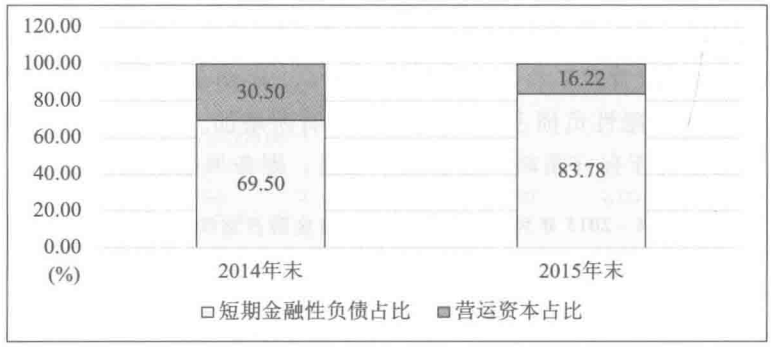


图 33－29　2014～2015 年混合股权上市公司营运资金融资结构

需要说明的是，无论是国有、民营还是混合股权上市公司短期金融性负债占比大于 100% 或是小于 0，都说明公司的营运资本小于 0，短期金融性负债首先向长期资产提供一部分资金来源，然后才作为营运资金的资金来源，这两种情况下公司的财务风险都是比较大的。

表 33－65 列示了 2014～2015 年国有混合持股上市公司营运资金的来源状况。纵向比较来看，两年间国有混合持股上市公司营运资金来源构成基本一致，以短期金融性负债为主、营运资本为辅，图 33－30 更加直观，这充分表明混合股权企业短期金融性负债的筹资能力比较强。2015 年短期金融性负债占比大幅度上升，高达 95.69%，说明营运资金融资策略较为不稳定。以短期金融性负债为主的融资结构使得企业融资成本比较低，但是财务风险较高。

表 33－65　　2014～2015 年国有混合持股上市公司营运资金融资结构统计分析　　单位：%

项目	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
行业总体	73.80	95.69	26.20	4.31
行业平均	91.57	72.73	8.43	27.27
最大值	5 169.76	2 331.21	6 474.46	3 812.62
中位数	29.79	39.30	70.21	60.70
最小值	－6 374.46	－3 712.62	－5 069.76	－2 231.21
样本量	97	102	97	102

表 33－66 列示了 2014～2015 年民营混合持股上市公司营运资金来源状况。与国有混合持股上市公司不同，2014～2015 年民营混合持股上市公司营运资金来源以营运资本为主，大约占 60%，短期金融性负债持有量较少，如图 33－31 所示更加直观；2015 年短期金融性负债占比比 2014 年也有所减少，且幅度较大。由此可知，民营混合持股上市公司营运资金融资策略也比较不稳定，更倾向于保守策略，融资成本较高，财务风险较低。

图 33－30　2014～2015 年国有混合持股上市公司营运资金融资结构

表 33－66　　2014～2015 年民营混合持股上市公司营运资金融资结构统计分析　　单位：%

项目	短期金融性负债占比		营运资本占比	
	2014 年年末	2015 年年末	2014 年年末	2015 年年末
行业总体	45.60	33.62	54.40	66.38
行业平均	65.67	111.37	34.33	－11.37
最大值	592.67	2 237.64	538.87	400.84
中位数	43.87	41.63	56.13	58.37
最小值	－438.87	－300.84	－492.67	－2 137.64
样本量	43	49	43	49

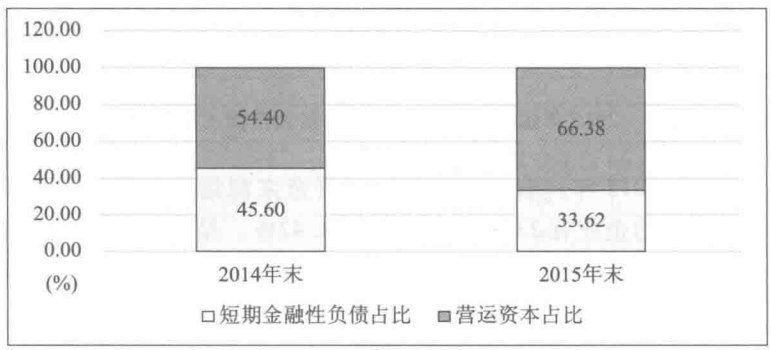


图 33－31　2014～2015 年民营混合持股上市公司营运资金融资结构

从对国有混合持股和民营混合持股上市公司营运资金融资结构分段统计的分析中，我们可以看出：（1）国有混合持股和民营混合持股上市公司分别带有国有、民营上市公司的特点，国有混合持股上市公司以短期金融性负债为主，民营混合持股上市公司以营运资本为主，说明国有混合持股上市公司融资成本比较低，财务风险最高，但是有国有背景下的优势；（2）国有混合持股上市公司营运资金金融结构的变化比民营混合持股上市公司大，说明国有混合持股上市公司的营运资金融资策略更为不稳定。

2. 企业层面

我们从企业层面出发，进一步提取了 2014 年国有与民营上市公司营运资金不同来源所占比例以及不同比例中所包含的公司数量，并作了如下分析。

表 33－67 列示了 2014～2015 年国有上市公司营运资金来源结构分段情况。2015 年国有上市公司中更多的公司选择持有较低比例的短期金融性负债，还有约 20% 的企业的短期金融性负债占比高于 100%，结合图 33－32 可知，其中一家企业短期金融性负债占比约 52%，最终拉升了国有上市公司短期金融性负债占比的总体值，说明大部分国有企业的财务风险相对较低，另外还存在部分短期金融性

负债占比小于0的公司，说明其财务风险很大。

表 33－67　　2014～2015 年国有上市公司营运资金来源结构分段统计

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	55	18.39	52	17.93	58	19.40	53	18.28
(0，25]	79	26.42	92	31.72	20	6.69	17	5.86
(25，50]	58	19.40	48	16.55	29	9.70	28	9.66
(50，75]	29	9.70	28	9.66	58	19.40	48	16.55
(75，100]	20	6.69	17	5.86	102	34.11	113	38.97
>100	58	19.40	53	18.28	32	10.70	31	10.69
总计	299	100	290	100	299	100	290	100

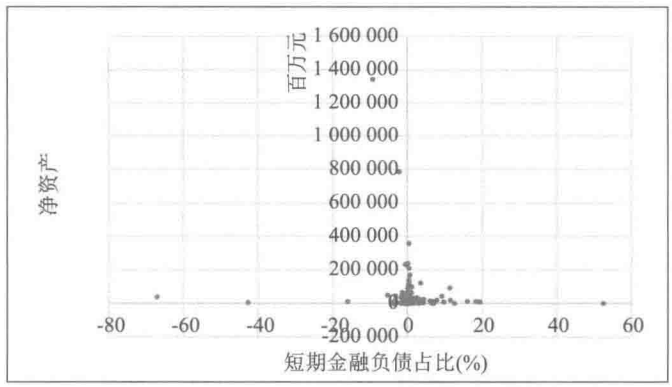


图 33－32　2015 年国有上市公司短期金融性负债占比与净资产散点

表 33－68 列示了 2014～2015 年民营上市公司营运资金来源结构分段情况。2015 年民营上市公司营运资本比例达 75%～100% 的企业有 236 家，比重达 58.42%。结合图 33－33 可知，民营上市公司的最大值与最小值趋于正常，大部分数据较为集中，结论与前述分析一致，由此看来，民营上市公司财务风险较低。

表 33－68　　2014～2015 年民营上市公司营运资金来源结构分段统计

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	80	22.35	98	24.26	27	7.54	26	6.44
(0，25]	138	38.55	149	36.88	17	4.75	11	2.72
(25，50]	70	19.55	93	23.02	26	7.26	27	6.68
(50，75]	26	7.26	27	6.68	70	19.55	93	23.02
(75，100]	17	4.75	11	2.72	213	59.50	236	58.42
>100	27	7.54	26	6.44	5	1.40	11	2.72
总计	358	100	404	100	358	100	404	100

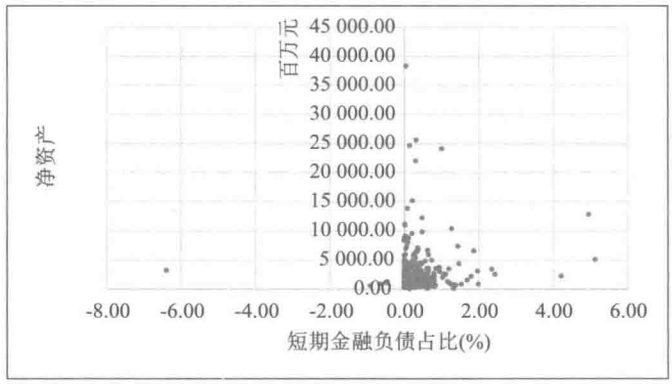


图 33－33　2015 年民营上市公司短期金融性负债占比与净资产散点

表 33－69 列示了 2014～2015 混合股权上市公司营运资金来源结构分段情况。2015 年混合股权上市公司中更多的公司选择持有较低比例的短期金融性负债，还有约 23% 的企业的短期金融性负债占比高于 100%，结合图 33－34 可知，其中几家企业短期金融性负债占比约超过 10%，高达 25%，最终拉升了混合股权上市公司短期金融性负债占比的总体值，说明大部分混合股权上市公司的财务风险相对较低，另外还存在部分短期金融性负债占比小于 0 的公司，其财务风险很大。

表 33－69　　2014～2015 年混合股权上市公司营运资金来源结构分段统计

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	17	12.14	22	14.57	30	21.43	35	23.18
(0，25]	43	30.71	40	26.49	11	7.86	8	5.30
(25，50]	21	15.00	25	16.56	18	12.86	21	13.91
(50，75]	18	12.86	21	13.91	21	15.00	25	16.56
(75，100]	11	7.86	8	5.30	47	33.57	48	31.79
>100	30	21.43	35	23.18	13	9.29	14	9.27
总计	140	100	151	100	140	100	151	100

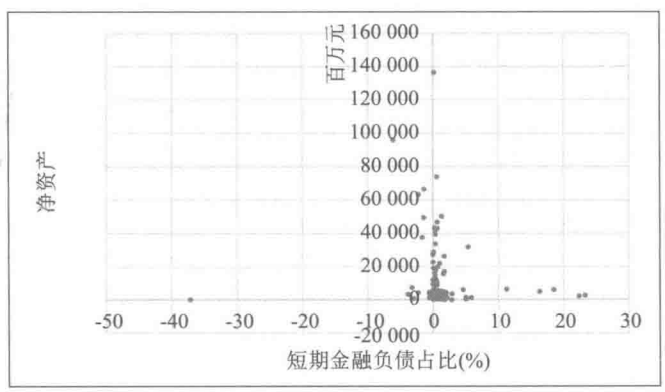


图 33－34　2015 年混合股权上市公司短期金融性负债占比与净资产散点

从对国有、民营、混合股权上市公司营运资金融资结构分段统计的分析中，我们可以看出：（1）国有和混合企业中更多的公司选择持有较低比例的短期金融性负债，但是存在极端值，民营上市公司短期金融性负债较低，民营企业财务风险较低；（2）民营上市公司相比国有和混合股权上市公司分布得较为集中、较为稳定。

表 33－70 列示了 2014～2015 年国有混合持股上市公司营运资金来源结构分段情况。2015 年国有混合持股上市公司中更多的公司选择持有较低比例的短期金融性负债，还有约 25% 的企业的短期金融性负债占比高于 100%，结合图 33－35 可知，其中几家企业短期金融性负债占比约超过 10%，高达 25%，最终拉升了国有混合持股上市公司短期金融性负债占比的总体值，说明大部分国有混合持股上市公司的财务风险相对较低，另外还存在部分短期金融性负债占比小于 0 的公司，其财务风险很大。

表 33－70　　2014～2015 年国有混合持股上市公司营运资金来源结构分段统计

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	14	14.43	18	17.65	21	21.65	25	24.51
（0，25］	30	30.93	24	23.53	7	7.22	4	3.92
（25，50］	14	14.43	17	16.67	11	11.34	14	13.73
（50，75］	11	11.34	14	13.73	14	14.43	17	16.67
（75，100］	7	7.22	4	3.92	32	32.99	29	28.43
>100	21	21.65	25	24.51	12	12.37	13	12.75
总计	97	100	102	100	97	100	102	100

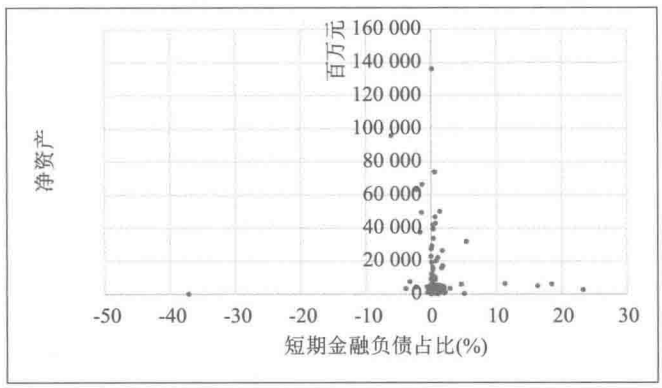


图 33－35　2015 年国有混合持股上市公司短期金融性负债占比与净资产散点

表 33－71 列示了 2014～2015 年民营混合持股上市公司营运资金来源结构分段情况。2015 年民营混合持股上市公司更多的公司选择持有较低比例的短期金融性负债。结合图 33－36 可知，民营混合持股上市公司的短期金融性负债中存在极端值 22%，尽管会拉升了民营混合持股上市公司短期金融性负债占比的总体值，但大部分数据较为集中，结论与前述分析一致，由此看来，民营上市公司财务风险较低。

表 33－71　　2014～2015 年民营混合持股上市公司营运资金来源结构分段统计

比例区间（%）	按短期金融性负债占比区间统计				按营运资本占比区间统计			
	2014 年年末		2015 年年末		2014 年年末		2015 年年末	
	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）	家数	比重（%）
≤0	3	6.98	4	8.16	9	20.93	10	20.41
（0，25］	13	30.23	16	32.65	4	9.30	4	8.16
（25，50］	7	16.28	8	16.33	7	16.28	7	14.29
（50，75］	7	16.28	7	14.29	7	16.28	8	16.33
（75，100］	4	9.30	4	8.16	15	34.88	19	38.78
>100	9	20.93	10	20.41	1	2.33	1	2.04
总计	43	100	49	100	43	100	49	100

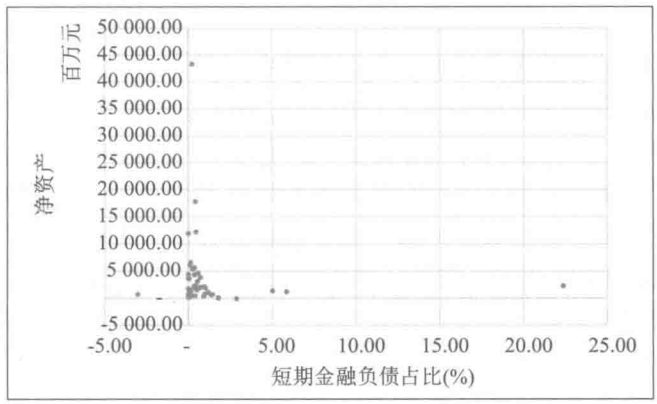


图 33－36　2015 年民营混合持股上市公司短期金融性负债占比与净资产散点

从对国有混合持股和民营混合持股上市公司营运资金融资结构分段统计的分析中，我们可以看出：（1）国有混合持股和民营混合持股上市公司中都是更多的公司选择持有较低比例的短期金融性负债，但是国有混合持股上市公司的极端值更多，所以国有混合持股企业比民营混合持股企业财务风险高；（2）民营混合持股企业数据更为集中，比国有混合持股上市公司的稳定。

七、2015 年不同经济性质控股公司营运资金管理调查结论与建议

（一）不同经济性质控股公司营运资金管理调查结论

1. 营运资金存量及其分布状况结论

从整体层面可知，2015 年国有控股公司和民营控股公司营运资金期末占用有所增加且国有控股公司增加的幅度大于民营控股公司，而混合持股公司 2015 年营运资金期末占用有所下降。从行业平均来看，2015 年国有控股公司营运资金占用最多，其次是混合持股公司，最后是民营控股公司，且三种类型的公司差距较大。由营运资金的分布情况可知，2015 年国有、民营及混合持股公司金融经营活动营运资金占用较少且都为负数，2015 年国有控股公司营运资金主要投向投资活动，民营控股公司营运资金的配置比较均衡，经营活动和投资活动占比在 50% 左右，而混合持股公司营运资金也主要投放在投资活动中且投资活动营运资金行业平均占比远高于国有控股公司。

从各渠道营运资金分布情况可知，国有和民营控股公司采购渠道营运资金占用有所下降，但混合持股公司采购渠道营运资金占用有所增加但增幅不大；三类公司生产渠道营运资金占用都有所上升，其中国有控股公司平均上升最大，其次是混合持股公司，最后是民营控股公司；营销渠道营运资金占用都有所下降，其中国有控股公司下降最多。将混合持股公司进一步区分为国有混合和民营混合持股公司进行分析，2015 年国有混合和民营混合公司采购渠道营运资金占用均为负值，表明都占用了上游供应商的资金，只是国有混合公司占用得更多。民营混合公司生产渠道营运资金由负转正，而国有混合公司稳步上升。营销渠道营运资金占用都有所下降，只是国有混合公司营销渠道营运资金占用由正转负，变动幅度较大。

从各要素营运资金分布情况可知，2015 年国有控股公司和民营控股公司存货、应收及预付款项和应付及预收款项总体有所上升，但国有控股公司上升的幅度高于民营控股公司，而 2015 年混合持股公司应收及预付款项有所下降。与国有及混合持股公司相比，民营控股公司由于资金实力较弱，并没有较强的渠道优势，占用上下游营运资金进行日常的资金周转比较困难，与 2014 年相比，2015 年民营控股公司存货管理的差距与其他类型公司拉大，需要进一步加强对存货的管理。对混合持股公司进一步分析可知，从整体和行业平均来说，与民营混合控股公司占用的资金相比，国有混合控股公司经营活动按要素划分占用的资金较多，这可能因为一方面，国有混合公司比较保守，倾向于保持较多的流动资产，以防止短缺成本；另一方面，国有混合控股公司信誉较高，资金实力雄厚，利于从上下游获得较好的优惠条件，更好的利用营运资金进行日常管理。

2. 营运资金管理绩效分析结论

无论是从行业总体还是从行业平均来看，国有控股公司经营活动营运资金占用水平最低，民营控股公司最高，混合股权控股公司介于国有和民营之间且偏低。从经营活动营运资金总体节约额来看，与2014年相比，混合股权控股公司节约额最大，国有控股公司反而占用更多。进一步细分混合股权公司：从行业总体和行业平均来看，国有混合控股公司经营活动营运资金占用水平比民营混合控股公司低很多；从经营活动营运资金总体节约额来看，国有混合控股公司经营活动营运资金占用较2014年相比节约了645.54亿元，明显比民营混合控股公司节约额22.14亿元有优势。

无论是按渠道还是按要素分析，国有控股公司经营活动营运资金周转期最短，尽管2015年有所降低，可是仍然遥遥领先。民营控股公司经营活动营运资金周转期最长，管理绩效最低，尽管2015年有所上升，但是仍然远远落后。混合股权控股公司营销渠道营运资金周转期表现最为突出，很有优势，最终经营活动营运资金周转期介于国有企业和民营企业之间且偏低，管理绩效较高。

3. 资金回报分析结论

从行业平均来看，2014～2015年民营控股公司总资金回报率在10%左右，而国有控股公司和混合持股公司在6%～7%左右。进一步具体分析，2015年民营控股公司经营活动资金回报率高于国有控股公司和混合持股公司，而混合持股公司金融经营活动资金回报率优于国有和民营控股公司。2015年国有控股和混合持股公司的投资活动资金回报率高于民营控股公司。由此可知，国有控股和混合持股公司资金回报率比较相似，今后可适当增加投资活动营运资金占比，而民营控股公司的营运资金配置应保持稳定。

将混合持股公司进一步分为国有混合及民营混合公司分析可知，2015年民营混合公司总资金回报率行业平均值略高于国有混合公司。进一步分析可知，2015年民营混合公司经营活动和金融经营活动资金回报率行业平均明显高于国有混合公司，这表明民营混合公司经营活动资金利用效率较高。2015年民营混合公司投资活动资金回报率略高于国有混合公司，基本在4%～5%之间。与2014年相比，国有混合公司金融经营活动资金回报率行业平均变动较大，下降了9.02%，而民营混合公司经营活动资金回报率变动较大，其他变动幅度较小。由此可见，民营混合公司各资金回报率较高但2014～2015年变动幅度总体大于国有混合公司，而国有混合公司各资金回报率比较稳定但有待提高其资金的使用效率。

4. 营运资金来源与财务风险分析结论

国有和民营企业都是自有资金占比大且民营企业更大，混合股权企业的借入资金占比略大，与2014年相比，国有和民营企业2015年财务杠杆提高了，混合股权持股公司2015年却降低了，说明国有和混合持股公司财务风险增加了，民营控股公司降低了。同时国有和混合持股公司都是以短期金融性负债为主、营运资本为辅，2015年混合持股公司短期金融性负债占比最大，三种性质企业中国有控股公司变化最大，说明其营运资金策略最为不稳定，混合持股公司次之。最后，混合国有和混合民营企业分别带有明显的国有和民营的色彩。

（二）不同经济性质控股公司营运资金管理调查建议

1. 合理配置营运资金，提高资金使用效率

经前面分析可知，营运资金主要在经营活动及投资活动中进行分配，资金分配若合理则能够提高资金的使用效率，为企业创造更多的价值。调查显示，2015年国有控股公司和混合持股公司将更多的资金投放在投资活动并获得较高的资金回报率，而民营控股公司营运资金配置比较均衡，但经营活动资金回报率明显优于投资活动资金回报率。不同类型的控股公司应根据企业面临的经营环境采取不同的营运资金配置策略，若经营活动资金回报率高，则应该适度加大经营活动资金投入，提高资金的周转效率；若投资活动资金回报率高，则适度加大投资活动的资金投入，以实现资金的有效利用。国有、民营及混合持股公司今后应提高资金使用效率。

2. 进一步加强各渠道营运资金管理，重点关注生产渠道

经分析可知，2015 年无论是国有还是民营控股公司采购渠道营运资金的占用水平均大幅下降而混合持股公司采购渠道营运资金占用略有上升，三类公司生产渠道营运资金占用都有较大上升，而营销渠道营运资金占用水平则有所下降。营运资金占用过多，可能会降低企业的资金使用效率，降低企业的盈利能力水平。因此，企业要加强生产渠道营运资金的管理，降低存货的占用水平，加快存货周转效率。一方面企业应采用更先进的生产管理模式，如准时生产制度，根据客户订单进行及时生产，提高资金使用效率，实现零库存管理；另一方面采购、生产及营销渠道是相互联系的，以客户需求为导向，采购环节实现原材料的及时供应，生产环节注重产品的质量和效率的提高，营销环节制定合理的信用政策，加快款项的回收。各渠道都需要加强对营运资金的管理，实现营运资金的高效利用。

3. 加强库存与应收账款管理，提高经营活动周转能力

从各要素管理绩效来看，三种性质企业的存货周转期能力都呈现出降低趋势，国有和民营控股公司 2015 年应收账款周转管理绩效也下降了，说明存货与应收账款管理绩效有所下降。因此，要加强库存与应收账款管理，提高经营活动周转能力。一方面要吸收先进的库存管理理念与先进做法，确保存货资金拥有最佳结构，节约大量存货资金，提高企业的流动性；另一方面，建立严格的企业信用制度和赊销审批制度并切实执行，在保证营销渠道周转的同时降低坏账损失风险，加快应收账款的周转速度，优化营运资金管理绩效。

4. 合理确定营运资金来源，降低财务风险

国有和混合国有股权公司根据自身的情况合理确定营运资金来源构成比例，不能一味追求低成本而加大企业的财务风险，可以建立一定的财务预警机制，将企业的风险降至最低。对于民营和混合民营控股公司，则应提高自主研发的能力，争取比较好的市场表现，获得较好的声誉，适当增加短期金融性负债来进一步降低资本成本，以实现企业价值最大化。

主要参考文献

1. 王竹泉、孙莹、孙建强等：《营运资金发展报告》，中国财政经济出版社 2015 年版。

2. 林力维："国有企业提升资金管理效率的策略分析"，《企业技术开发》，2015 年第 33 期。

3. 许利强："企业资金管理的问题研究"，2009 年上海财经大学硕士学位论文。

4. 李中义、李月："混合所有制经济的理论阐释与发展路径选择"，《财经问题研究》，2016 年第 1 期。

第三十四章　2015 年产融结合上市公司营运资金管理调查

【摘要】本章以 2013 ~ 2015 年进行产融结合的上市公司为研究对象，采用倾向得分匹配分析法（PSM）控制样本自选择问题后研究发现：（1）整体上，产融结合明显提高了公司的总资金回报率，且主要增加的是公司的金融、投资资金回报率，但并未显著改善公司的经营活动资金回报率；（2）产融结合会明显降低企业的资产负债率、有形资产比重；（3）与未进行产融结合的公司相比，产融结合类公司的财务费用显著更低，但管理费用却明显增多。

一、研究背景

产融结合是指产业部门与金融部门，通过在资金、人事上的渗透，相互进入彼此的活动领域，形成产融实体的经济现象。由于我国《商业银行法》禁止商业银行向非金融企业投资[①]，使得产融结合在我国的主要形式是非金融企业通过持有、控股金融企业（包括银行、信托公司、证券公司、财务公司等）进入金融领域。例如，2013 年 7 月云南能投集团设立全资子公司“云能金控”，经营金融投资、融资租赁等金融业务。2015 年 5 月，上汽集团成立金融事业部，开展汽车金融、股权投资等金融活动。据 Wind 数据库统计显示，2013 ~ 2015 年我国非金融类上市公司有 1 197 家次持有金融机构的股票，约占总体的 16%，有 339 家次非金融类上市公司资产负债表上有金融活动资金存量或利润表上存在金融类业务收益，约占总体的 4.6%，两类合并共有 1 445 家次，约占总体的 20%。与产融结合在我国企业中快速发展的现状不一致，国内相关的研究，尤其是经验证据还较少，且对产融结合是否改善公司经营效率仍未得到一致结论。基于此，本章主要讨论产融结合对企业经营效率的影响。

以 2013 ~ 2015 年进行产融结合的 A 股上市公司为研究对象，采用倾向得分匹配分析法（PSM），从企业的经营资金回报率、金融经营活动资金回报率和投资活动资金回报率三方面，分别探讨了产融结合是否提升了企业的资金经营效率。实证结果显示：产融结合明显提高了企业的金融、投资活动的资金回报率，但对经营活动资金回报率的影响不明显；通过拓展金融业务，企业减少了固定资产的投资，降低了固定资产在总资产中的比重，且明显减少了对外部负债融资的依赖，资产负债率降低；与未进行产融结合的公司比较发现，产融结合公司组的财务费用显著更低，但管理费用却明显增加，这与非金融企业的金融业务往往包括吸收成员企业的存款、发放贷款、办理票据贴现等和降低交易费用相一致。进一步研究发现，进行产融结合公司发放的股利明显高于对照组，这与已有研究发现产融结合减少企业融资约束的结论不一致，因为进行产融结合的公司一般都是大公司，融资约束较低[②]。

二、产融结合大事记

1. 政策变动

银监会于 2014 年 5 月下发了《关于企业集团财务公司延伸产业链金融服务的指导意见（试行）》（以下简称《指导意见》），该《指导意见》突破了《企业集团财务公司管理办法》对财务公司服务范围的限制，允许其金融服务延伸至成员单位的上下游企业。在全国选取了北汽、上汽、海尔、格力、武钢 5 家企业集团的财务公司试点延伸产业链金融，这些试点的财务公司可以开展“一头在外”（“一头在外”是指产业链交易双方中，一方为集团成员单位，另一方为集团外非成员单位）的票据融资和保理业务等。

---

① 《商业银行法》（2003 年修订版）第四十三条规定：“商业银行在中华人民共和国境内不得从事信托投资和证券经营业务，不得向非自用不动产投资或者向非银行金融机构和企业投资，但国家另有规定的除外”。

② 例如，银监会要求申请设立财务公司的企业集团的母公司的注册资本金不低于 8 亿元人民币。

2016 年 3 月 2 日，工信部、中国人民银行、中国银行业监督管理委员会印发了《加强信息共享 促进产融合作行动方案》，旨在建立产融信息对接服务平台，大力创新金融支持方式，积极完善产业链金融服务，提升企业的融资能力。

2016 年 8 月 1 日，工信部、财政部、中国人民银行、银监会联合发布《关于组织申报产融合作试点城市的通知》，计划通过 3 年左右时间，建立产业信息与金融机构的对接机制，提高金融服务产业的能力，促进产业与金融的良好互动。

2. 产融结合案例

2013 年 7 月，云南能投集团设立了全资子公司云南能源金融控股有限公司（以下简称“云能金控”），注册资本为 20 亿元，经营范围涵盖金融投资、融资租赁、商业保理、资本管理、基金管理、融资担保、金融资产交易等综合金融服务。

2013 年 12 月，华润银行在深圳正式推出产业链金融，依托“华润系”庞大的金融系统，华润银行的供应链金融将率先与集团实现对接，探索“产融结合 + 供应链金融”的差异化业务发展新模式。

2014 年 7 月，伊利股份全资成立融资性担保公司，为产业链合作伙伴融资提供连带责任担保。

2014 年 12 月，在北京市政府的支持下，首钢集团总公司联合北京市政府共同设立了规模 200 亿元的北京京冀协同发展产业投资基金，并提出成立首钢基金公司进行投资管理，旨在以市场化基金的模式推动京津冀协同发展。

2014 年 12 月，由海尔集团、海尔财务、红星美凯龙、绿城电商及中国创新支付等共同发起的海尔消费金融宣告成立，成为我国扩大消费金融公司试点范围后第一家经银监会批准开业的全国性消费金融公司，也是我国首家由产业资本发起设立的产融结合消费金融公司。

2015 年 4 月，GE 公司宣布，将在未来两年内剥离旗下价值 3 630 亿美元的大部分金融业务，以期更加专注于发展高端制造业。

2015 年 5 月，物产中拓注册成立中拓融资租赁公司，开展融资租赁及汽车信贷等业务。

2015 年 5 月，上汽集团成立了金融事业部，纳入汽车金融、股权投资等业务，将以汽车产业与金融业的结合为基础，打造汽车产业金融生态圈，为汽车产业链提供全方位的金融服务。

三、产融结合的基本情况

1. 产融结合的判断标准

已有实证研究中主要根据是否持有金融机构的股份来判断上市公司是否属于产融结合型企业，但这种认定方式容易将简单的股权投资误判为产融结合，不符合产业资本与金融资本相互融合的实质。我们认为只有在金融业务的资金占用或者金融业务带来的收益达到一定的重要性水平时，该企业才属于产融结合。因此，本章首先将企业资产负债表上的资金活动分为三类：经营活动、金融经营活动、投资活动；其次，将企业利润表上的收益也划分为相对应的三类；最后，根据金融活动资金占总体资金的比例大于等于 10% 或者金融活动收益占总体收益的比例大于 10% 来判定上市公司是否为产融结合类公司。三类活动资金占用、收益、回报率的具体定义见表 34 - 1。

表 34 - 1　　资金回报率定义

资金占用分类	经营活动资金占用	（应收票据 + 应收账款 + 预付账款 + 其他应收款 + 存货 + 其他流动资产 + 长期应收款 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产净额 + 油气资产净额 + 无形资产净额 + 开发支出 + 商誉净额 + 长期待摊费用 + 递延所得税资产 + 其他非流动资产 + 固定资产减值准备 + 长期应收款坏账准备 + 工程物资减值准备 + 在建工程减值准备 + 商誉减值准备 + 无形资产减值准备 + 生产性生物资产减值准备 + 油气资产减值准备 + 其他非流动资产减值准备） - （应付票据 + 应付账款 + 应付职工薪酬 + 其他应付款 + 预收账款 + 应交税费 + 其他流动负债 + 递延收益 - 流动负债 + 递延收益 - 非流动负债 + 专项应付款 + 预计负债 + 递延所得税负债 + 其他非流动负债 + 其他负债）

续表

资金占用分类	金融经营活动资金占用	（结算备付金 + 现金及存放中央银行款项 + 存放同业款项 + 贵金属 + 拆出资金净额 + 衍生金融资产 + 短期投资净额 + 应收保费净额 + 应收分保账款净额 + 应收代位追偿款净额 + 应收分保合同准备金净额 + 买入返售金融资产净额 + 存出保证金 + 保户质押贷款净额 + 定期存款 + 发放贷款及垫款 + 存出资本保证金 + 独立账户资产 + 其他资产） -（期末向中央银行借款 + 期末吸收存款及同业存放 + 期末拆入资金 + 期末衍生金融负债 + 期末卖出回购金融资产款 + 期末应付手续费及佣金 + 期末应付赔付款 + 期末应付保单红利 + 期末保户储金及投资款 + 期末保险合同准备金 + 期末应付分保账款 + 期末代理买卖证券款 + 期末代理承销证券款 + 期末预收保费 + 独立账户负债）
	投资活动资金占用	货币资金 + 交易性金融资产 + 应收利息 + 应收股利 + 一年内到期的非流动资产 + 长期股权投资 + 长期债权投资 + 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 投资性房地产净额
收益分类	经营活动收益	营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 资产减值损失
	金融经营活动收益	（利息净收入 + 已赚保费 + 手续费及佣金净收入） -（退保金 + 赔付支出净额 + 提取保险责任准备金净额 + 保单红利支出 + 分保费用 + 业务及管理费） + 摊回分保费用
	投资活动收益	投资收益 + 公允价值变动损益 + 1/3 × 对联营企业和合营企业的投资收益
上市公司资金回报分析	总资金回报率	（经营活动收益 + 金融经营活动收益 + 投资活动收益）/（经营活动资金占用 + 金融经营活动资金占用 + 投资活动资金占用）
	经营活动资金回报率	经营活动收益/经营活动资金占用
	金融经营活动资金回报率	金融经营活动收益/金融经营活动资金占用
	投资活动资金回报率	投资活动收益/投资活动资金占用

2. 产融结合的分布情况

表 34 - 2 显示，2013 ~ 2015 年共有 122 家次上市公司进行了产融结合，每年分别有 29、43、50 家。根据 2012 年证监会的行业分类指引，横向比较发现：在进行产融结合的 9 大行业中，制造业（C）、租赁和商务服务业（L）、批发和零售业（F）的公司数较多，分别有 72、12、11 家，合计 95 家，约占总体的 78%。

表 34 - 2　　产融结合的行业、年度分布情况

行业 \ 年份	2013 年	2014 年	2015 年	合计
制造业（C）	15	26	31	72
电力、电热、燃气及水生产和供应业（D）	0	1	2	3
建筑业（E）	1	1	1	3
批发和零售业（F）	3	4	4	11
交通运输、仓储和邮政业（G）	3	3	4	10
房地产业（K）	1	2	3	6
租赁和商务服务业（L）	4	4	4	12
卫生和社会工作（Q）	1	1	0	2
文化、体育和娱乐业（R）	1	1	1	3
合计	29	43	50	122

3. 产融结合上市公司的资金分配与资金回报率

表 34 - 3 统计了 122 家产融结合上市公司的资金占用水平、资金结构以及回报率的情况。Panel A 显示，2013 ~ 2015 年样本公司中金融经营活动资金占用的均值为 1.47 亿元，占用最高的达到 111.40

亿元，经查阅是美的集团（股票代码：000333）2015 年的金融经营活动资金占用，而投资活动资金平均占用 101.70 亿元，比经营活动资金占用的 95.71 亿元高，表明产融结合公司拓展了原有的实体经营活动，进行了大量的证券投资。由 Panel B 可见，金融经营活动资金占总资金的比重平均达到 8%，经营活动与投资活动占总资金的比重基本持平，都在 40% 以上。Panel C 统计了资金回报率情况，结果发现产融结合上市公司的总资金回报率的中位数为 6.2%，其中金融经营活动资金回报率最高，其中位数达到 7.1%，其次是经营活动资金回报率，为 5.7%，最后是投资活动资金回报率（1.8%），合并金融、投资活动的资金回报率，其中位数为 4.8%。综合来看，产融结合上市公司突破了原有产业的限制，进入金融投资领域，在两大领域上的资金分配已经基本持平，且通过金融经营、投资活动获得了较高的资金回报。

表 34－3　　产融结合的上市公司的资金分配情况

Panel A 产融结合上市公司资金占用水平					（单位：亿元）
变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
经营活动资金占用	95.71	302.50	－430.30	20.54	1 930.00
金融经营活动资金占用	1.47	37.63	－331.40	1.41	111.40
投资活动资金占用	101.70	289.20	1.01	14.25	2 323.00
总资金占用	198.90	515.60	2.18	38.63	3 157.00
Panel B 产融结合上市公司资金结构					（单位：%）
变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
经营活动资金占比	0.49	0.25	－0.75	0.53	0.92
金融经营活动资金占比	0.08	0.12	－0.18	0.05	0.52
投资活动资金占比	0.43	0.24	0.08	0.37	1.63
Panel C 产融结合上市公司资金回报率					（单位：%）
变量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
经营活动资金回报率	0.047	0.364	－1.375	0.057	2.635
金融经营活动资金回报率	－0.972	12.39	－136.1	0.071	11.11
投资活动资金回报率	0.032	0.043	－0.04	0.018	0.298
金融、投资活动资金回报率	0.072	0.081	－0.017	0.048	0.470
总资金回报率	0.069	0.071	－0.343	0.062	0.285

表 34－4 中 Panel A 分行业统计了产融结合上市公司的资金回报率，结果显示：文化、体育和娱乐业（R）的经营活动资金回报率最高，为 15.2%，而房地产业（K）的经营活动资金回报率最低，仅有 1.3%。从金融经营活动资金回报率看，交通运输、仓储和邮政业（G）取得最大值 19.4%，而建筑业（E）取得最小值－61.8%。从投资活动资金回报率看，电力、电热、燃气及水生产和供应业（D）具有最高的投资回报率，为 5.4%，而文化、体育和娱乐业（R）投资回报率最低。从总资金回报率看，批发和零售业（F）整体具有最高的回报率，为 8.7%，相反，房地产业（K）总体回报率最低，仅有 5%。纵向比较，由 Panel B 可见，2013～2015 年产融结合上市公司的经营活动资金回报率有明显的下降趋势，由 2013 年的 6.3% 降低到 2015 年的 4.5%，下降了约 29%。金融经营活动的资金回报率、总资金回报率与经营活动一致，也呈现减少的趋势。相反，投资活动资金回报率由 2013 年的 1.6%，上升到 2015 年 2%，且金融、投资活动资金回报率更是从 2013 年 4.8%，增加到 2015 年 5.3%，增幅达 9.4%。综合来看，由于我国经济整体下行，企业的原有产业资金回报率也呈下降趋势，但产融结合公司通过金融业务活动获得了较高的收益，且呈现上升趋势，这在一定程度上说明产融结合让企业根据自身经济状况自由配置产业与金融资金，降低了外部经济环境对企业资金收益的影响。

表 34－4　　产融上市公司资金回报率分行业、年度统计（中位数）

Panel A 产融结合上市公司资金回报率分行业统计　　单位：%

变量 \ 行业代码	C	D	E	F	G	K	L	Q	R
经营活动资金回报率	0.038	0.095	0.078	0.106	0.062	0.013	0.095	0.097	0.152
金融经营活动资金回报率	0.028	0.000	－0.618	0.203	0.194	－0.201	0.113	0.103	0.119
投资活动资金回报率	0.017	0.054	0.008	0.029	0.003	0.048	0.010	0.004	0.003
金融、投资活动资金回报率	0.048	0.039	0.026	0.060	0.079	0.112	0.038	0.042	0.028
总资金回报率	0.055	0.067	0.057	0.087	0.067	0.050	0.072	0.064	0.086

Panel B 产融结合上市公司资金回报率分年度统计　　单位：%

	2013 年	2014 年	2015 年
经营活动资金回报率	0.063	0.066	0.045
金融经营活动资金回报率	0.088	0.096	0.057
投资活动资金回报率	0.016	0.014	0.020
金融、投资活动资金回报率	0.048	0.046	0.053
总资金回报率	0.063	0.065	0.056

四、产融结合对资金经营效率的影响

在前面基本数据统计的基础上，本章进一步研究了产融结合对上市公司资金经营效率的影响。为此，本章将进行了产融结合的公司定义为“产融组”①，将未进行产融结合的上市公司定义为“控制组”，然后采用倾向得分匹配分析法（PSM），比较“产融组”与“控制组”的资金回报率情况。具体如下：

1. 控制组样本选择

初始样本为 2013～2015 年未进行产融结合的上市公司，并进行了以下筛选：（1）剔除属于金融行业的上市公司；（2）为了降低兼并重组的影响，删除总资产增长率大于 1 的上市公司；（3）删除相关财务数据缺失的样本，最终获得 6 119 家可供选择的样本。

2. 匹配过程

在计算倾向值（PS）的过程中，本章选择了公司的总资产规模、实际控制人的性质、行业、年度四个解释变量②。获得了 PS 值后，为了找到两个倾向得分完全相同的样本，本章采用了最近邻匹配方法，采取“一对一配对”的模式，最终获得了 122 个“控制组”样本。

3. 匹配效果

在进一步比较“产融组”与“控制组”的资金经营效率之前，本章首先从“共同支撑假设”和“平衡假设”两个方面，检验了匹配的效果。图 34－1 显示，匹配前“产融组”与“控制组”PS 值重叠较少，而匹配后两者重合性较高，满足共同支撑假设③。另外，由表 34－5 第一行可见，变量总资产规模在匹配前两组之间存在明显差异，但是匹配后差异不显著，这表明匹配满足平衡性假设。

4. 产融结合与经营效率

表 34－5 比较了产融组与控制组的资金回报率，结果显示：产融结合的上市公司经营活动资金回报率与控制组没有明显差别，但金融、投资活动资金回报率无论是匹配前还是匹配后都高于控制组，在 1% 水平下显著，总资金回报率较控制组也高了 1.7 个百分点（5% 水平下显著），可见，产融结合通过改善公司的金融、投资回报，增加了总体的资金回报。

① 产融组的判断标准与前文第三部分一致。

② 为了降低极端值对研究结论的影响，本章对主要的连续变量进行了上下 1% 的 winsorize 处理。

③ 本章还计算了 AUC 值，为 0.722，较接近于 0.8。

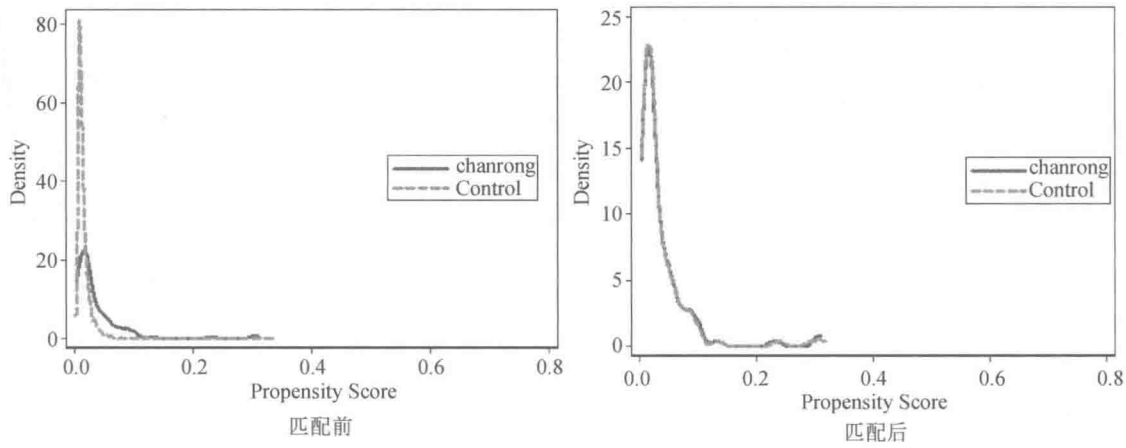


图 34－1　匹配前后样本 PS 值对比

产融结合的公司所开展的金融业务往往包括吸收集团成员的资金，提供贷款，合理进行股票投资、保险等项目，这个过程可能会带来多方面的影响，例如，减少企业对外部负债融资的依赖，降低利用资金产生的财务费用，增加相应的管理费用①，改变公司的资金投向等等。因此，本章还进一步比较了两组公司在以上维度的差异，结果发现：产融结合的上市公司资产负债率、有形资产比重、财务费用比重、固定资产投资规模都明显更低，相反，管理费用比重却显著高于控制组，这符合前面的预期。另外，已有研究往往从缓解融资约束的角度讨论产融结合的作用，并得出产融结合能够缓解融资约束的结论，但表 34－5 最后一行显示，进行产融结合的上市公司发放的股利要显著高于非产融结合的上市公司，高 10.3 个百分点，且在 5% 水平下显著，这与已有研究结论存在一定的差异，但与我国进行产融结合的上市公司一般为规模较大、资金比较充足的集团公司相符。

表 34－5　　“产融组”与“控制组”经营效率的对比

变量名称	变量定义		产融组	控制组	ATT	标准差	T 值
资产规模	总资产的自然对数	匹配前	22.648	22.048	0.600	0.118	5.080
		匹配后	22.648	22.827	－0.179	0.195	－0.920
金融、投资活动资金回报率	金融、投资活动收益/金融、投资活动的资金占用	匹配前	0.079	0.035	0.043	0.008	5.610
		匹配后	0.079	0.040	0.038	0.012	3.140
经营活动资金回报率	经营活动收益/经营活动资金占用	匹配前	0.092	0.091	0.001	0.020	0.070
		匹配后	0.092	0.112	－0.020	0.034	－0.600
总资金回报率	总收益/总资金占用	匹配前	0.077	0.058	0.019	0.008	2.390
		匹配后	0.077	0.060	0.017	0.009	1.900
资产负债率	总负债/总资产	匹配前	0.468	0.443	0.025	0.022	1.140
		匹配后	0.468	0.523	－0.055	0.030	－1.850
有形资产比重	有形资产净额/总资产	匹配前	0.149	0.239	－0.089	0.017	－5.280
		匹配后	0.149	0.222	－0.073	0.021	－3.430
财务费用比重	财务费用/营业收入	匹配前	0.013	0.020	－0.007	0.004	－1.580
		匹配后	0.013	0.026	－0.013	0.005	－2.540

① 例如，银监会要求成立财务公司的企业有“符合中国银行业监督管理委员会规定的任职资格的董事、高级管理人员和规定比例的从业人员，在风险管理、资金集约管理等关键岗位上有合格的专门人才”。

续表

变量名称	变量定义		产融组	控制组	ATT	标准差	T 值
管理费用比重	管理费用/营业收入	匹配前	0.098	0.101	-0.002	0.009	-0.270
		匹配后	0.098	0.069	0.029	0.010	2.920
固定资产投资规模	购买固定资产等投入的现金/总资产	匹配前	0.031	0.049	-0.019	0.005	-4.070
		匹配后	0.031	0.045	-0.014	0.006	-2.500
发放的股利	每股股利	匹配前	0.188	0.100	0.088	0.016	5.380
		匹配后	0.188	0.084	0.103	0.045	2.310

五、结论

在经济下行的背景下，为了降低企业的经营风险，政府提出“去杠杆”的要求，而进行产融结合则是实现该目标的一个重要途径。对于企业自身而言，提高运营效率，获得更高的资金回报也给产融结合激发了内部需求。在内外部因素的综合作用下，2013～2015 年 A 股上市公司有 122 家企业进行了产融结合，共涉及 9 个行业。这部分公司，金融、投资活动资金占总资金的比重平均达到了 50%，与经营活动资金规模相当，且金融、投资活动回报率平均高于经营活动资金回报率。

为了检验产融结合对企业经营效率的影响，本章还进一步采用了倾向得分匹配分析法（PSM），在控制样本自选择问题的基础上，比较了产融结合公司与控制组在资金回报率等维度的差异，结果显示：产融结合提高了上市公司金融、投资活动的资金回报率，从而提高了总资金回报率。同时，产融结合会降低公司的负债规模、利用资金产生的财务费用成本，还会减少公司在固定资产方面的投资规模。

主要参考文献

1. 银监会：《企业集团财务公司管理办法》，2004 年 7 月。

2. 万良勇、廖明情、胡璟：“产融结合与企业融资约束——基于上市公司参股银行的实证研究”，《南开管理评论》，2015 年第 2 期。

3. 姚德权、王帅、罗长青、黄学军：“产融结合型上市公司运营效率评价的实证研究”，《中国软科学》，2011 年第 3 期。

4. 解维敏：“参股保险业与企业融资约束的关系研究——基于我国上市公司的实证研究”，《保险研究》，2013 年第 5 期。

5. 刘星、蒋水全：“银行股权关联、银行业竞争与民营企业融资约束”，《中国管理科学》，2015 年第 12 期。

附录

附录1-1 2015年中国上市公司营运资金管理绩效排行榜（按渠道）

中国企业营运资金管理研究中心

公司简称	股票代码	采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
农、林、牧、渔业（A）					
华英农业	002321	-167	-39	94	-112
益生股份	002458	-69	-7	13	-63
圣农发展	002299	-19	4	-8	-23
星河生物	300143	-58	45	14	1
仙坛股份	002746	-13	-17	49	19
永安林业	000663	-39	229	155	345
西部牧业	300106	12	184	167	363
平潭发展	000592	-17	369	97	449
*ST 景谷	600265	-23	404	86	467
东方海洋	002086	-23	414	94	485
行业平均		-7	32	73	98
采矿业（B）					
广汇能源	600256	-189	-49	-118	-355
*ST 新集	601918	-2	21	-17	-245
*ST 钒钛	000629	-142	-88	87	-142
靖远煤电	000552	-120	-145	190	-75
平煤股份	601666	-121	-61	183	-62
通源石油	300164	-41	-1	333	291
海默科技	300084	-3	52	268	317
荣华实业	600311	162	60	102	325
洛阳钼业	603993	7	-13	370	363
海南矿业	601969	59	-113	421	367
行业平均		-30	-9.9	25.5	-14
制造业——食品、饮料（C13-C16）					
西部创业	000557	-361	-1389	927	-823
青岛啤酒	600600	-14	-57	6	-65
康达尔	000048	-30	-24	-8	-62
承德露露	000848	9	-6	-38	-35
伊利股份	600887	-13	-14	-1	-28
哈高科	600095	4	227	528	759
金字火腿	002515	29	365	377	771
万福生科	300268	-854	2266	219	1631
中葡股份	600084	60	1692	513	2265
华资实业	600191	578	761	3016	4354
行业平均		0	14	35	50

续表

公司简称	股票代码	采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
制造业——纺织、服装、皮毛（C17－C19）					
美欣达	002034	－87	0	50	－37
海澜之家	600398	－166	－11	147	－30
旷达科技	002516	－182	－19	202	1
上海三毛	600689	22	9	－18	13
华纺股份	600448	－70	25	72	27
华斯股份	002494	29	152	136	316
美尔雅	600107	19	107	238	365
朗姿股份	002612	4	1	388	392
瑞贝卡	600439	218	148	162	528
中银绒业	000982	309	1	226	536
行业平均		－18	6	133	120
制造业——木材、家具（C20－C21）					
好莱客	603898	－12	－6	－26	－43
易尚展示	002751	－55	－131	171	－14
索菲亚	002572	－4	－12	6	－10
喜临门	603008	－50	－14	100	37
大亚科技	000910	－26	3	60	37
宜华生活	600978	33	47	104	184
国栋建设	600321	－44	－19	250	187
丰林集团	601996	9	49	135	193
康欣新材	600076	－41	268	63	291
吉林森工	600189	50	91	249	390
行业平均		－17	20	105	108
制造业——造纸、印刷（C22－C24）					
000815	美利纸业	－55	－177	60	－172
600069	银鸽投资	－131	－15	78	－68
002235	安妮股份	－60	－11	77	5
002301	齐心集团	－127	7	131	12
002599	盛通股份	－129	20	121	12
002348	高乐股份	22	7	199	228
600356	恒丰纸业	37	－2	201	236
002521	齐峰新材	28	－6	272	293
000820	金城股份	123	－39	269	353
000576	广东甘化	67	155	260	482
行业平均		－2	1	9	8
制造业——石油、化学、塑料、塑胶（C25、C26、C28、C29）					
600721	＊ST 百花	－116	－632	104	－644
000968	＊ST 煤气	－637	－130	154	－613
600725	＊ST 云维	－514	－16	139	－392
600179	＊ST 黑化	－271	－146	98	－319
000509	华塑控股	－283	－73	75	－282
002343	慈文传媒	－5	4	370	369
002522	浙江众成	2	－26	409	384
600146	商赢环球	－26	457	140	570
600155	宝硕股份	－28	574	127	673
002591	恒大高新	14	117	733	864
行业平均		－42	1	78	38

续表

公司简称	股票代码	采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
制造业——医药制造业（C27）					
广济药业	000952	-154	-31	118	-67
慧球科技	600556	-4	-206	161	-48
太极集团	600129	-116	-11	80	-47
广生堂	300436	2	-28	6	-19
普洛药业	000739	-95	-5	99	-1
沃森生物	300142	-39	174	240	376
鼎立股份	600614	-25	335	71	381
常山药业	300255	236	29	132	398
四环生物	000518	31	135	306	473
双成药业	002693	151	-23	358	487
行业平均		-25	1	121	97
制造业——金属、非金属（C30-C33）					
西宁特钢	600117	-336	-46	34	-348
*ST 八钢	600581	-287	-36	34	-289
四川金顶	600678	-153	-243	111	-285
首钢股份	000959	-225	-64	15	-273
中孚实业	600595	-228	26	-22	-225
*ST 东钽	000962	68	230	236	533
怡球资源	601388	82	-1	101	182
金贵银业	002716	84	90	-26	148
华友钴业	603799	108	-18	86	175
青海春天	600381	155	37	88	279
行业平均		-47	20	52	25
制造业——机械、设备、仪表（C34、C35、C36、C37、C38、C40）					
宝德股份	300023	-499	3	156	-340
格力电器	000651	-104	-9	-85	-198
博晖创新	300318	61	-323	71	-191
潍柴重机	000880	-196	-39	47	-188
一汽夏利	000927	-159	-81	80	-160
博实股份	002698	39	43	442	524
杰瑞股份	002353	-24	114	462	551
天马股份	002122	-72	257	417	602
*ST 合金	000633	23	142	460	624
海源机械	002529	79	232	370	681
行业平均		-80	14	101	35
制造业——计算机、通信和其他电子设备制造业（C39）					
木林森	002745	-291	-4	114	-182
博信股份	600083	-102	-71	107	-67
雷柏科技	002577	-28	-194	187	-35
长电科技	600584	-51	4	14	-33
海润光伏	600401	-240	7	200	-33
科恒股份	300340	-15	58	302	345
银河磁体	300127	17	-1	345	361
GQY 视讯	300076	64	27	298	389
天孚通信	300394	4	10	380	394
丹邦科技	002618	129	19	274	422
行业平均		-62	-6	138	71

续表

公司简称	股票代码	采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
制造业——其他制造业（C41－C43）					
友邦吊顶	002718	－12	－9	33	12
老凤祥	600612	－11	1	32	21
新海股份	002120	－21	－2	72	49
金洲慈航	000587	－32	－6	111	73
先锋新材	300163	25	11	59	94
东方金钰	600086	48	－24	148	172
坚瑞消防	300116	－96	84	187	175
帝龙新材	002247	－29	－9	263	224
格林美	002340	66	7	165	238
潮宏基	002345	－7	－1	261	253
行业平均		0	1	96	96
电力、热力、燃气及水生产和供应业（D）					
江南水务	601199	－72	49	－309	－332
哈投股份	600864	－105	－30	－114	－249
国电电力	600795	－100	－29	－103	－231
天富能源	600509	－244	30	－8	－222
联美控股	600167	－83	215	－334	－202
银星能源	000862	－57	33	256	233
闽东电力	000993	－41	310	－26	243
东方市场	000301	－64	250	109	295
国中水务	600187	33	302	123	458
＊ST 南电 A	000037	－58	242	283	468
行业平均		－46	－14	－2	－61
建筑业（E）					
中工国际	002051	－285	60	51	－174
高新发展	000628	－203	－73	129	－147
北方国际	000065	－144	42	－12	－114
浦东建设	600284	－243	221	－78	－100
东易日盛	002713	－18	－20	－9	－48
棕榈股份	002431	－244	421	155	331
东方新星	002755	－179	27	484	332
东方园林	002310	－243	402	196	356
普邦园林	002663	－143	347	172	376
罗顿发展	600209	－274	425	370	521
行业平均		－109	115	31	37
批发和零售业（F）					
600821	津劝业	－236	－60	30	－265
600656	＊ST 博元	－63	－219	71	－211
000564	西安民生	－118	－28	－54	－200
600515	海岛建设	－70	－89	－18	－176
000151	中成股份	18	－10	－168	－159
000159	国际实业	78	88	96	262
000652	泰达股份	－54	257	76	279
600113	浙江东日	15	429	－156	288
600759	洲际油气	－27	349	－34	288
600648	外高桥	－21	429	－71	338
行业平均		－21	13	24	16

续表

公司简称	股票代码	采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
交通运输、仓储和邮政业（G）					
中昌海运	600242	-301	-34	214	-432
盐田港	000088	-282	-76	-5	-363
吉林高速	601518	-5	-294	-55	-353
东莞控股	000828	13	-58	-277	-322
南京港	002040	-33	-65	-224	-322
中信海直	000099	27	29	115	172
华鹏飞	300350	10	25	152	187
招商轮船	601872	5	148	46	199
音飞储存	603066	-37	-6	276	232
澳洋顺昌	002245	3	1	266	271
行业平均		-32	-11	5	-38
信息传输、软件和信息技术服务业（I）					
鹏博士	600804	-96	-42	-244	-382
江苏有线	600959	-68	-59	-214	-340
中国联通	600050	-174	-8	-49	-230
广电网络	600831	-111	-15	-90	-217
同花顺	300033	-11	-24	-174	-209
东华软件	002065	-11	106	199	294
北信源	300352	-5	2	307	304
榕基软件	002474	-50	136	272	358
海虹控股	000503	89	322	-50	361
湘邮科技	600476	-54	228	239	413
行业平均		-111.2	0.7	21.4	-89.1
房地产业（K）					
皇庭国际	000056	-186	-876	25	-1037
世纪星源	000005	-382	915	-1061	-528
银润投资	000526	-54	-485	163	-375
陆家嘴	600663	-107	-132	-78	-318
华联股份	000882	-68	-115	-65	-248
西藏城投	600773	-93	1675	462	2045
华发股份	600325	149	2116	-11	2255
长春经开	600215	-508	1715	1314	2521
运盛医疗	600767	-19	1302	1257	2539
海航创新	600555	-840	1768	1997	2925
行业平均		-81	658	-114	463
社会服务业（H、L、M、N、O、Q）					
轻纺城	600790	-57	-41	-1046	-1144
中源协和	600645	2	-55	-354	-407
海宁皮城	002344	-179	146	-180	-213
电科院	300215	-185	-2	-11	-198
普路通	002769	-51	-6	-140	-198
三维工程	002469	-123	36	429	342
华铁科技	603300	-58	2	452	396
凯美特气	002549	-176	8	578	410
国旅联合	600358	-12	535	-99	424
海印股份	000861	6	428	116	549
行业平均		-28	29	47	48

续表

公司简称	股票代码	采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期	经营活动营运资金周转期（按渠道）
传播与文化产业（P、R）					
湖北广电	000665	-79	-56	-84	-220
华数传媒	000156	-85	-27	-63	-175
东方时尚	603377	2	-40	-115	-153
文投控股	600715	31	-184	66	-86
新南洋	600661	-4	-3	-76	-83
华录百纳	300291	75	12	230	317
华策影视	300133	13	48	260	321
当代东方	000673	238	-14	134	358
新文化	300336	-13	40	396	423
唐德影视	300426	93	163	233	489
行业平均		-40	-11	87	36
综合类（S）					
600455	博通股份	-108	-598	-66	-772
600701	*ST 工新	7	-322	-20	-334
600805	悦达投资	-79	64	65	50
000551	创元科技	-74	46	123	95
000532	力合股份	-46	5	154	114
600620	天宸股份	-68	301	45	279
000909	数源科技	-137	314	119	296
600260	凯乐科技	37	138	128	303
000009	中国宝安	-92	222	248	378
600895	张江高科	-83	258	245	420
行业平均		-67	139	170	243

附录1－2 2015年中国上市公司营运资金管理绩效排行榜（按要素）

中国企业营运资金管理研究中心

公司简称	股票代码	存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
农、林、牧、渔业（A）					
华英农业	002321	101	31	207	－75
益生股份	002458	60	16	121	－44
众兴菌业	002772	34	4	41	－3
星河生物	300143	51	46	86	10
大康农业	002505	23	4	17	10
西部牧业	300106	343	77	87	333
永安林业	000663	352	135	77	410
平潭发展	000592	439	110	64	484
东方海洋	002086	510	113	66	557
*ST 景谷	600265	899	117	109	907
行业平均		109	25	34	100
采矿业（B）					
*ST 新集	601918	38	63	269	－168
广汇能源	600256	46	87	219	－86
ST 华泽	000693	16	13	92	－63
*ST 钒钛	000629	47	84	176	－44
宏达矿业	600532	67	67	170	－36
金诚信	603979	57	249	59	247
荣华实业	600311	344	0	66	278
通源石油	300164	99	309	125	283
海默科技	300084	132	231	75	288
海南矿业	601969	182	281	58	405
行业平均		32	27	47	12
制造业——食品、饮料（C13－C16）					
万福生科	300268	551	220	1314	－542
伊利股份	600887	29	4	37	－3
东凌国际	000893	23	13	36	0
承德露露	000848	25	1	25	0
百润股份	002568	13	10	22	1
酒鬼酒	000799	472	36	41	467
金字火腿	002515	522	45	23	545
沱牌舍得	600702	652	50	101	601
哈高科	600095	614	121	58	677
中葡股份	600084	1584	304	121	1767
行业平均		77	25	28	73

续表

公司简称	股票代码	存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
制造业——纺织、服装、皮毛（C17－C19）					
美欣达	002034	45	53	97	1
旷达科技	002516	64	139	197	6
华纺股份	600448	84	27	103	8
海澜之家	600398	181	14	183	11
上海三毛	600689	13	18	12	19
三毛派神	000779	244	123	54	314
美尔雅	600107	316	41	28	329
华斯股份	002494	337	84	67	354
中银绒业	000982	392	119	75	436
瑞贝卡	600439	494	58	34	518
行业平均		111	56	61	106
制造业——木材、家具（C20－C21）					
好莱客	603898	12	3	23	－9
索菲亚	002572	20	10	21	9
德尔未来	002631	74	10	38	46
兔宝宝	002043	66	14	23	57
浙江永强	002489	88	93	124	57
宜华生活	600978	147	100	61	186
吉林森工	600189	162	57	29	190
丰林集团	601996	126	113	44	195
国栋建设	600321	223	94	93	224
康欣新材	600076	293	65	70	287
行业平均		114	58	61	111
制造业——造纸、印刷（C22－C24）					
600069	银鸽投资	43	49	158	－67
002301	齐心集团	47	75	153	－31
002117	东港股份	37	45	81	1
002235	安妮股份	43	58	88	13
603600	永艺股份	33	40	54	19
000576	广东甘化	66	201	19	248
000812	陕西金叶	318	70	78	309
000815	美利纸业	392	67	106	352
000820	金城股份	155	288	58	386
600836	界龙实业	446	68	124	389
行业平均		7	12	11	8
制造业——石油、化学、塑料、塑胶（C25、C26、C28、C29）					
000968	*ST 煤气	83	148	680	－448
600725	*ST 云维	80	97	585	－408
000723	美锦能源	57	143	413	－213
600740	山西焦化	32	146	381	－202
000953	河池化工	121	93	382	－168
600769	祥龙电业	36	473	99	409
000615	京汉股份	579	9	112	476
002343	慈文传媒	222	306	45	483
002591	恒大高新	106	643	43	706
600155	宝硕股份	777	130	57	849
行业平均		54	59	73	40

续表

公司简称	股票代码	存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
制造业——医药制造业（C27）					
广济药业	000952	92	40	175	-44
太极集团	600129	84	62	148	-2
灵康药业	603669	54	22	75	1
广生堂	300436	14	9	15	9
龙津药业	002750	34	9	34	9
中恒集团	600252	224	122	13	333
太安堂	002433	346	45	57	334
四环生物	000518	203	229	83	350
天目药业	600671	240	276	149	367
国农科技	000004	663	30	197	495
行业平均		78	92	53	117
制造业——金属、非金属（C30-C33）					
三峡新材	600293	30	42	290	-218
西宁特钢	600117	136	52	403	-215
*ST 八钢	600581	90	16	308	-203
中孚实业	600595	48	14	261	-199
首钢股份	000959	80	16	255	-158
鸿路钢构	002541	297	228	290	236
宝钛股份	600456	327	178	88	418
*ST 东钽	000962	384	186	41	530
*ST 烯碳	000511	452	25	229	248
金隅股份	601992	455	79	82	452
行业平均		77	50	85	42
制造业——机械、设备、仪表（C34、C35、C36、C37、C38、C40）					
宝德股份	300023	33	173	515	-309
潍柴重机	000880	81	38	227	-107
一汽夏利	000927	68	28	186	-90
江淮汽车	600418	15	38	141	-87
安凯客车	000868	38	160	275	-78
*ST 昆机	600806	436	420	263	593
*ST 合金	000633	240	379	16	603
金自天正	600560	515	347	220	643
海源机械	002529	518	233	81	670
台海核电	002366	838	99	211	727
行业平均		71	109	109	71
制造业——计算机、通信和其他电子设备制造业（C39）					
木林森	002745	59	78	304	-166
晶方科技	603005	29	47	148	-72
海润光伏	600401	31	199	258	-28
航天机电	600151	53	232	312	-26
中京电子	002579	57	115	179	-7
欧比特	300053	124	234	40	318
远望谷	002161	111	274	56	329
辉煌科技	002296	127	360	133	354
GQY 视讯	300076	99	314	35	379
七星电子	002371	256	298	136	418
行业平均		61	103	83	80

续表

公司简称	股票代码	存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
制造业——其他制造业（C41－C43）					
友邦吊顶	002718	21	5	28	－2
金洲慈航	000587	38	15	39	14
老凤祥	600612	51	4	19	36
帝龙新材	002247	44	71	59	57
新海股份	002120	37	65	35	68
康耐特	300061	125	70	20	175
东方金钰	600086	218	10	13	215
潮宏基	002345	219	20	22	217
格林美	002340	178	108	63	223
坚瑞消防	300116	140	219	134	225
行业平均		95	76	42	129
电力、热力、燃气及水生产和供应业（D）					
渤海股份	000605	16	52	222	－154
天富能源	600509	65	65	268	－138
哈投股份	600864	32	29	147	－86
西昌电力	600505	4	20	108	－85
联美控股	600167	15	7	103	－81
东方市场	000301	275	64	76	263
闽东电力	000993	336	41	48	329
创业环保	600874	4	355	13	347
*ST 南电 A	000037	381	123	104	400
钱江水利	600283	558	16	124	450
行业平均		27	49	68	8
建筑业（E）					
北方国际	000065	35	61	229	－132
巴安水务	300262	21	129	199	－49
中工国际	002051	97	207	313	－9
东易日盛	002713	24	22	36	10
中航三鑫	002163	94	69	149	13
新疆城建	600545	213	304	80	437
东方园林	002310	424	287	254	457
南山控股	002314	450	62	52	459
罗顿发展	600209	358	415	289	485
同济科技	600846	546	25	76	496
行业平均		143	82	136	89
批发和零售业（F）					
600821	津劝业	18	21	247	－208
601258	庞大集团	62	7	206	－138
000564	西安民生	17	3	129	－110
600774	汉商集团	6	3	100	－92
002187	广百股份	12	4	92	－75
600693	东百集团	351	1	48	304
600051	宁波联合	407	19	67	360
600759	洲际油气	497	20	155	362
600648	外高桥	470	17	46	440
600113	浙江东日	477	0	20	457
行业平均		53	27	55	26

续表

公司简称	股票代码	存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
交通运输、仓储和邮政业（G）					
盐田港	000088	0	48	282	-235
华北高速	000916	1	85	284	-198
中原高速	600020	123	9	249	-117
楚天高速	600035	0	16	117	-100
锦州港	600190	57	38	192	-96
澳洋顺昌	002245	51	116	32	136
华鹏飞	300350	17	163	11	169
中信海直	000099	105	97	31	171
音飞储存	603066	66	190	56	199
大众交通	600611	245	22	18	249
行业平均		16	26	45	-3
信息传输、软件和信息技术服务业（I）					
中国联通	600050	6	28	179	-145
广电网络	600831	19	19	135	-98
鹏博士	600804	4	20	118	-93
江苏有线	600959	22	24	97	-52
天威视讯	002238	6	11	63	-46
东华软件	002065	104	221	34	291
湘邮科技	600476	203	177	88	292
飞利信	300287	78	321	104	295
运达科技	300440	159	332	182	309
北信源	300352	8	362	15	354
行业平均		26	66	124	-31
房地产业（K）					
华联股份	000882	0	15	128	-112
京蓝科技	000711	5	5	107	-97
皇庭国际	000056	42	58	188	-89
中国国贸	600007	4	23	3	24
大连控股	600747	30	23	4	49
华发股份	600325	2539	0	118	2421
嘉凯城	000918	2635	88	226	2497
运盛医疗	600767	2185	627	158	2654
长春经开	600215	2922	387	520	2789
西藏城投	600773	3619	74	93	3599
行业平均		848	19	134	734
社会服务业（H、L、M、N、O、Q）					
电科院	300215	1	14	190	-174
中国天楹	000035	25	58	182	-99
飞马国际	002210	1	17	77	-58
轻纺城	600790	0	3	57	-55
农产品	000061	53	17	110	-40
设计股份	603018	95	466	158	404
华侨城 A	000069	536	7	99	444
华天酒店	000428	672	30	228	474
小商品城	600415	620	6	79	546
海印股份	000861	567	12	17	562
行业平均		89	56	60	85

续表

公司简称	股票代码	存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
传播与文化产业（P、R）					
湖北广电	000665	6	11	98	-81
宋城演艺	300144	1	3	47	-44
华数传媒	000156	6	58	96	-33
文投控股	600715	4	46	79	-29
新华传媒	600825	76	52	141	-13
华策影视	300133	171	227	64	334
完美环球	002624	127	233	10	350
长城影视	002071	128	304	14	418
新文化	300336	184	312	66	430
唐德影视	300426	338	256	18	576
行业平均		54.8	68.1	69	53.9
综合类（S）					
600455	博通股份	28	61	110	-21
600701	*ST 工新	12	19	40	-10
600805	悦达投资	73	41	122	-8
600817	*ST 宏盛	0	33	0	33
000034	神州数码	78	75	29	124
000881	大连国际	297	70	82	285
000931	中关村	342	207	148	402
000909	数源科技	542	48	139	451
000009	中国宝安	462	109	111	460
600895	张江高科	747	152	89	810
行业平均		334	876	102	319

附录 1－3 2015 年中国上市公司分地区营运资金管理绩效排行榜（按渠道）

中国企业营运资金管理研究中心

公司简称	股票代码	采购渠道营运资金周转期	生产渠道营运资金周转期	营销渠道营运资金周转期.	经营活动营运资金周转期（按渠道）
东部地区					
600790	轻纺城	－57	－41	－1046	－1144
000056	皇庭国际	－186	－876	25	－1037
000005	世纪星源	－382	915	－1061	－528
600242	中昌海运	－301	－344	214	－432
600645	中源协和	2	－55	－354	－407
000567	海德股份	－25	1520	430	1925
600503	华丽家族	－16	623	1323	1929
600325	华发股份	149	2116	－11	2255
600767	运盛医疗	－19	1302	1257	2539
600555	海航创新	－840	1768	1997	2925
地区平均		－56	59	38	40
中部地区					
＊ST 煤气	000968	－637	－130	154	－613
吉林高速	601518	－5	－294	－55	－353
＊ST 工新	600701	7	－322	－20	－334
＊ST 黑化	600179	－271	－146	98	－319
中原高速	600020	－248	38	－48	－259
南国置业	002305	15	631	507	1154
万福生科	300268	－854	2266	219	1631
天润控股	002113	－129	950	872	1693
嘉凯城	000918	－146	1737	273	1865
长春经开	600215	－508	1715	1314	2521
地区总体		－53	20	73	40
西部地区					
000557	西部创业	－361	－1389	927	－823
600455	博通股份	－108	－598	－66	－772
600721	＊ST 百花	－116	－632	104	－644
600725	＊ST 云维	－514	－16	139	－392
600804	鹏博士	－96	－42	－244	－382
000736	中房地产	－55	1675	－33	1587
600239	云南城投	－205	1801	231	1827
600773	西藏城投	－93	1675	462	2045
600084	中葡股份	60	1692	513	2265
600191	华资实业	578	761	3015	4354
地区平均		－61	49	68	57
全国总体					
600790	轻纺城	－57	－41	－1046	－1144
000056	皇庭国际	－186	－876	25	－1037
000557	西部创业	－361	－1389	927	－823
600455	博通股份	－108	－598	－66	－772
600721	＊ST 百花	－116	－632	104	－644
600084	中葡股份	60	1692	513	2265
600215	长春经开	－508	1715	1314	2521
600767	运盛医疗	－19	1302	1257	2539
600555	海航创新	－840	1768	1997	2925
600191	华资实业	578	761	3016	4354
平均值		－56	54	43	41

附录 1－4　2015 年中国上市公司分地区营运资金管理绩效排行榜（按要素）

中国企业营运资金管理研究中心

公司简称	股票代码	存货周转期	应收账款周转期	应付账款周转期	经营活动营运资金周转期（按要素）
东部地区					
000088	盐田港	0	48	282	－235
000916	华北高速	1	85	284	－198
600821	津劝业	19	23	232	－190
300215	电科院	1	14	190	－174
002745	木林森	59	78	304	－166
600503	华丽家族	2241	9	68	2182
600555	海航创新	3101	8	875	2234
000897	津滨发展	2388	83	202	2269
600325	华发股份	2539	0	118	2421
600767	运盛医疗	2185	627	158	2654
地区平均		111	55	82	84
中部地区					
万福生科	300268	551	220	1314	－542
＊ST 煤气	000968	83	148	680	－448
三峡新材	600293	30	42	290	－218
美锦能源	000723	57	143	413	－213
山西焦化	600740	32	146	381	－202
顺发恒业	000631	980	1	74	906
南国置业	002305	1295	38	135	1198
中茵股份	600745	1841	291	844	1288
嘉凯城	000918	2635	88	226	2497
长春经开	600215	2922	387	520	2789
地区总体		80	68	89	60
西部地区					
＊ST 云维	600725	80	97	585	－408
宝德股份	300023	33	173	515	－309
西宁特钢	600117	136	52	403	－215
＊ST 八钢	600581	90	16	308	－203
河池化工	000953	121	93	382	－168
中房地产	000736	1851	0	209	1642
阳光股份	000608	1967	27	313	1680
中葡股份	600084	1584	304	121	1767
云南城投	600239	2358	188	230	2315
西藏城投	600773	3619	74	93	3600
地区总体		113	77	95	94
全国总体					
300268	万福生科	551	220	1314	－542
000968	＊ST 煤气	83	148	680	－448
600725	＊ST 云维	80	97	585	－408
300023	宝德股份	33	173	515	－309
000088	盐田港	0	48	282	－235
600325	华发股份	2539	0	118	2421
000918	嘉凯城	2635	88	226	2497
600767	运盛医疗	2185	627	158	2654
600215	长春经开	2922	387	520	2789
600773	西藏城投	3619	74	93	3600
全国平均		108	58	84	83

附录 2－1 2015 年中国企业营运资金管理研究中心文献索引

序号	题名	作者	作者单位	文献来源	发表刊次
1	基于利益相关者视角的企业营运资金管理策略研究	朱大鹏	中国海洋大学	财会通讯	2015（8）
2	简析企业营运资金的管理措施	李佳轩	中国海洋大学管理学院/中国企业营运资金管理研究中心	商场现代化	2015（14）
3	资本效率分析体系的理论重构	王竹泉	中国海洋大学管理学院/中国企业营运资金管理研究中心	【会议】“2015 营运资金管理高峰论坛”论文集	2015
4	资本存量核算的理论和方法初探	王竹泉	中国海洋大学管理学院/中国企业营运资金管理研究中心	【会议】“2015 营运资金管理高峰论坛”论文集	2015
5	营运资金管理发展报告 2015	王竹泉等	中国海洋大学管理学院/中国企业营运资金管理研究中心	财政经济出版社	2015
6	中国上市公司营运资金管理调查：2014	孙莹、王竹泉、张先敏、杜瑞、程六兵等	中国海洋大学管理学院/中国企业营运资金管理研究中心	会计研究	2015（12）
7	上市公司现金持有量影响因素研究——基于地区差异视角	陈冠霖、江玮滢	中国海洋大学	【会议】“2015 营运资金管理高峰论坛”论文集	2015
8	基于供应商关系的营运资金管理：适用性与经济后果	王贞洁、王竹泉、李静	中国海洋大学管理学院/中国企业营运资金管理研究中心	【会议】“2015 营运资金管理高峰论坛”论文集	2015
9	财务共享模式下的企业营运资金管理绩效——基于海尔集团 2007～2014 年的纵向案例研究	王竹泉、金灿灿、王海龙	中国海洋大学	【会议】“2015 营运资金管理高峰论坛”论文集	2015
10	CFO 背景特征、高管激励与营运资金管理绩效	朱大鹏、孙兰兰	中国海洋大学	会计之友	2015（5）
11	浅谈社会资本在营运资金管理中的功效	晋芳	中国海洋大学	财会通讯	2015
12	家电连锁零售企业价值链营运资金管理研究——以国美为例	刘喆	中国海洋大学管理学院	财会通讯	2015（6）
13	混合所有制改革推动资本管理创新和营运资金管理发展——中国企业营运资金管理研究中心协同创新回顾及 2014 年论坛综述	杜媛、孙莹、王苑琢	中国海洋大学管理学院/中国企业营运资金管理研究中心	会计研究	2015（1）
14	基于商业模式的纺织服装业营运资金管理研究：机理与案例	孙莹、杨雪	中国海洋大学管理学院/中国企业营运资金管理研究中心	【会议】“2015 营运资金管理高峰论坛”论文集	2015
15	经济新常态下的利益相关者营运资金的管理——以小米公司为例	夏秀芳、吕艳艳	中国海洋大学管理学院	【会议】“2015 营运资金管理高峰论坛”论文集	2015
16	试论企业营运资金预算管理	杜康丽	中国海洋大学管理学院/中国企业营运资金管理研究中心	商场现代化	2015（14）

续表

序号	题名	作者	作者单位	文献来源	发表刊次
17	谈互联网金融对小微企业资金管理的影响	夏秀芳、葛蕾	中国海洋大学管理学院	【会议】“2015 营运资金管理高峰论坛”论文集	2015
18	经济新常态下我国中小企业财务风险评估分析	闫柏良、夏秀芳	中国海洋大学管理学院	【会议】“2015 营运资金管理高峰论坛”论文集	2015
19	银行借款、商业信用与财务成本	翟士运	中国海洋大学管理学院/中国企业营运资金管理研究中心	【会议】“2015 营运资金管理高峰论坛”论文集	2015
20	传播与文化产业上市公司财务危机征兆的案例研究	杨华、张文华	中国海洋大学管理学院/中国企业营运资金管理研究中心	【会议】“2015 营运资金管理高峰论坛”论文集	2015
21	组织结构对营运资金管理绩效的影响——以海尔倒三角组织结构为例	马婧	中国海洋大学管理学院/中国企业营运资金管理研究中心	【会议】“2015 营运资金管理高峰论坛”论文集	2015
22	基于中国市场的整体上市长期财富效应实证研究	孟雪莹、宋希亮	中国海洋大学管理学院	【会议】“2015 营运资金管理高峰论坛”论文集	2015
23	基于渠道的营运资金管理策略分析——来自戴尔的案例	秦小莉	中国海洋大学管理学院/中国企业营运资金管理研究中心	【会议】“2015 营运资金管理高峰论坛”论文集	2015
24	房地产行业上市公司经营与投资效率比较研究	江玮滢、段丙蕾	中国海洋大学管理学院/中国企业营运资金管理研究中心	【会议】“2015 营运资金管理高峰论坛”论文集	2015
25	EGKJ 公司应收账款案例研究	翟凯丽	中国海洋大学管理学院	【会议】“2015 营运资金管理高峰论坛”论文集	2015
26	经济新常态下的商业银行贷款风险监管指标分析	段丙蕾、陈冠霖	中国海洋大学管理学院/中国企业营运资金管理研究中心	【会议】“2015 营运资金管理高峰论坛”论文集	2015
27	国有企业资本运作效率与监管模式改进	王瑜、綦好东	中国海洋大学管理学院	【会议】“2015 混合所有制与资本管理高峰论坛”论文集	2015
28	资本配置视角的民营企业混合所有制实践—以特锐德为例	王苑琢、王竹泉	中国海洋大学管理学院/中国企业营运资金管理研究中心	【会议】“2015 混合所有制与资本管理高峰论坛”论文集	2015
29	制造业上市企业营运资金策略与企业绩效的实证研究	马鑫	中国海洋大学管理学院	【硕士】中国海洋大学	2015
30	华电国际营运资金管理绩效研究	张明晓	中国海洋大学管理学院	【硕士】中国海洋大学	2015
31	家电企业基于渠道管理的营运资金管理模式研究	韩玉姣	中国海洋大学管理学院/中国企业营运资金管理研究中心	【硕士】中国海洋大学	2015
32	基于供应链的青岛啤酒营运资金管理研究	张裕淇	中国海洋大学管理学院	【硕士】中国海洋大学	2015
33	宝钢股份营运资金管理绩效评价与影响因素研究	石小强	中国海洋大学管理学院	【硕士】中国海洋大学	2015
34	基于供应链的乳品行业营运资金管理研究	张凯强	中国海洋大学管理学院/中国企业营运资金管理研究中心	【硕士】中国海洋大学	2015
35	基于供应链的 Y 公司营运资金管理体系研究	张鸿霖	中国海洋大学管理学院	【硕士】中国海洋大学	2015
36	供应链融资与经营性营运资金管理效率的实证研究	赵金梅	中国海洋大学管理学院	【硕士】中国海洋大学	2015

续表

序号	题名	作者	作者单位	文献来源	发表刊次
37	基于利益相关者的公司治理与营运资金管理绩效的实证研究	杨彦	中国海洋大学管理学院	【硕士】中国海洋大学	2015
38	企业营运资金管理绩效评价研究	赵培沛	中国海洋大学管理学院	【硕士】中国海洋大学	2015
39	基于客户关系的营运资金管理模式研究	王慧敏	中国海洋大学管理学院	【硕士】中国海洋大学	2015
40	营运资金管理的持续改进	商惠	中国海洋大学管理学院	【硕士】中国海洋大学	2015
41	苏宁云商采购渠道营运资金管理研究	李爽爽	中国海洋大学管理学院	【硕士】中国海洋大学	2015
42	O2O模式下零售企业营运资金管理研究	任洁	中国海洋大学管理学院	【硕士】中国海洋大学	2015
43	基于渠道的营运资金管理与企业经营绩效相关性实证研究	任广迪	中国海洋大学管理学院/中国企业营运资金管理研究中心	【硕士】中国海洋大学	2015
44	基于利息理论的资金管理分析	张晶、郭新昌	中国海洋大学管理学院/中国企业营运资金管理研究中心	商业经济研究	2015（4）
45	发展混合所有制经济 推动营运资金管理创新——2014年营运资金管理高峰论坛暨混合所有制与资本管理高峰论坛综述	孙晓婷、张文华、晋芳、杜媛	中国海洋大学管理学院/中国企业营运资金管理研究中心	商业会计	2015（3）
46	供应商视角下的资金管理	王苑琢	中国海洋大学管理学院/中国企业营运资金管理研究中心	新理财	2015（12）
47	构建财务报告分析新框架	王竹泉	中国海洋大学管理学院/中国企业营运资金管理研究中心	新理财	2015（1）
48	国内外融资约束研究综述与展望	王竹泉、赵璨、王贞洁	中国海洋大学管理学院/中国企业营运资金管理研究中心	财务研究	2015（3）
49	经济新常态下的企业改革与资金管理——2015年营运资金管理高峰论坛暨混合所有制与资本管理高峰论坛综述	江玮滢、段丙蕾、赵璨、金灿灿	中国海洋大学管理学院/中国企业营运资金管理研究中心	财务与会计	2016（3）
50	家电连锁零售企业价值链营运资金管理研究——以国美为例	刘喆	中国海洋大学管理学院	财会通讯	2015（6）
51	基于价值链的营运资金管理模式	朱铭喆	中国海洋大学管理学院	中外企业家	2015（11）
52	浅析企业营运资金管理	孙倩	中国海洋大学管理学院/中国企业营运资金管理研究中心	商场现代化	2015（8）
53	浅议现金流量在企业财务管理中的重要性	李木青	中国海洋大学管理学院	财会研究	2015（5）
54	戴尔零库存管理模式研究	史丽月	中国海洋大学管理学院	商业会计	2015（14）
55	浅谈社会资本在营运资金管理中的功效	晋芳	中国海洋大学管理学院/中国企业营运资金管理研究中心	财会通讯	2015（19）
56	渠道管理、关系资本与农业类企业营运资金管理绩效——星河生物案例研究及启示	王秀华	中国海洋大学管理学院/中国企业营运资金管理研究中心	财会月刊	2015（4）

附录 2－2　2015 年国内营运资金管理研究文献索引（除中国企业营运资金管理研究中心文献外）

序号	题名	作者	作者单位	文献来源	发表刊次
1	基于利益相关者视角的企业营运资金管理效率影响机理研究	温素彬、陈敏	南京理工大学经济管理学院、中国建设银行上海市分行	财务研究	2015（6）
2	“全渠道”视角下的营运资金管理新论	曹玉珊	江西财经大学会计发展研究中心/会计学院	会计之友	2015（21）
3	营运资金管理评价及风险预警研究综述与展望	韩沚清、杨军	山东科技大学经济管理学院	商业会计	2015（17）
4	行业特征对营运资本管理的影响研究	马晓锋	西北大学	【硕士】西北大学	2015
5	营运资本的经济周期效应与货币政策效应研究	吕峻	中国社会科学院数量经济与技术经济研究所	财经问题研究	2015（10）
6	宏观经济政策波动与集团内部资金配置	谭文浩、赵自强	同济大学经济与管理学院	【会议】“2015 营运资金管理高峰论坛”论文集	2015
7	金融发展对企业营运资本政策的影响研究	陈耿、秦静	重庆大学经济与工商管理学院	会计之友	2015（12）
8	企业并购对营运资本管理效率影响的实证研究	杨璇	河南大学	【硕士】河南大学	2015
9	供应链集中度、资金营运和经营绩效——基于中国制造业上市公司的实证研究	庄伯超	华侨大学工商管理学院；华南理工大学工商管理学院	软科学	2015（3）
10	商业信用融资与供应链营运资本协同管理	李梦	河北工程大学	【硕士】河北工程大学	2015
11	智力资本投资与企业营运效率相关性研究——基于营运效率评价指标体系的实证分析	南星恒、杨静	兰州商学院会计学院	财会通讯	2015（6）
12	渠道管理视角下的房地产企业营运资金内部控制研究 ——以 XX 房地产开发企业为例	陈艳	重庆理工大学	【硕士】重庆理工大学	2015
13	基于渠道管理的饲料加工企业营运资金管理研究——以 S 公司为例	吴楠	苏州大学	【硕士】苏州大学	2015
14	价值链导向下的青岛啤酒营运资金管理研究	彭慧卿	湘潭大学	【硕士】湘潭大学	2015
15	三级供应链营运资金周转协同管理研究	史江亚	河北工程大学	【硕士】河北工程大学	2015
16	基于价值链视角的营运资金管理研究	谷延范	河北经贸大学	【硕士】河北经贸大学	2015
17	O2O 模式转型下的营运资本战略与风险管控——以九州通为例	胡雪婷	北京工商大学商学院	财务与会计	2015（17）

续表

序号	题名	作者	作者单位	文献来源	发表刊次
18	唯品会的库存战略管理案例分析	刘子怡、刘玮、张波	青岛大学	【会议】“2015 营运资金管理高峰论坛”论文集	2015
19	苏宁云商营运资金管理研究	马金华	石河子大学	【硕士】石河子大学	2015
20	苏宁营运资本管理刍议	王满、何新宇、张云迪	东北财经大学会计学院/中国内部控制研究中心	财务与会计	2015（6）
21	汽车制造企业营运资金管理模式研究	杜诗	沈阳理工大学	【硕士】沈阳理工大学	2015
22	我国整车制造类上市公司营运资金管理与绩效改善研究	李富强	广东工业大学	【硕士】广东工业大学	2015
23	XX 钢铁有限公司营运资金管理研究	胡青青	天津商业大学	【硕士】天津商业大学	2015
24	浅析商业企业营运资金的有效管理	王抒	成都正升能源技术开发有限公司	中国商论	2015（8）
25	金成塑胶企业营运资金管理案例研究	王煜	辽宁科技大学	【硕士】辽宁科技大学大学	2015
26	SC 制罐公司营运资金管理研究	田璐	天津商业大学	【硕士】天津商业大学	2015
27	唐人神集团营运资金管理研究	肖亚	湘潭大学	【硕士】湘潭大学	2015
28	万科企业股份有限公司的营运资本管理效率——基于 2011 ~ 2013 年数据的分析研究	曲芳芳	石家庄经济学院、人民银行石家庄中心支行	湖北行政学院学报	2015（6）
29	我国服装业营运资金管理绩效研究——以美特斯邦威公司为例	魏涵宁	河北大学	【硕士】河北大学	2015
30	四川长虹公司营运资金管理绩效问题研究	丁宁	辽宁大学	【硕士】辽宁大学	2015
31	N 城建公司营运资金管理研究	路思	陕西师范大学	【硕士】陕西师范大学	2015
32	国有大型家电企业营运资金管理重组模式解读——基于价值链视角	范业燕	吉林工商学院会计学院	财会通讯	2015（6）
33	关于中小企业营运资金管理相关问题的探讨	帅剑	淮阴工学院江淮学院	中国乡镇企业会计	2015
34	重大融资、经营性营运资金管理效率与企业绩效——来自中国上市公司的经验证据	曹玉珊	江西财经大学会计发展研究中心/会计学院	财经理论与实践	2015（1）
35	企业生命周期视角下的营运资本对绩效的影响研究	阮浏慧	北京邮电大学	【硕士】北京邮电大学	2015
36	我国上市公司营运资金政策与管理绩效的实证研究——以创业板上市公司为例	徐玮应	北京化工大学	【硕士】北京化工大学	2015

续表

序号	题名	作者	作者单位	文献来源	发表刊次
37	营运资本管理对公司绩效的影响——基于中国高科技上市公司的实证研究	沈裕君	辽宁大学	【硕士】辽宁大学	2015
38	创业板高科技公司营运资金管理实证研究	李然、杨淑娥	上海对外经贸大学金融管理学院	财会月刊	2015（2）
39	营运资金管理与公司绩效研究－以中小板江浙制造业上市公司为样本	徐晓慧	江南大学商学	【硕士】大学	2015
40	上市公司营运资本管理对企业绩效影响的实证研究 ——基于沪深证券市场制造业主板与中小板对比分析	施光明	辽宁大学	【硕士】辽宁大学	2015
41	汽车制造业营运资本管理与企业绩效相关性研究——以汽车制造业上市公司为例	张耀丹	山东建筑大学	【硕士】山东建筑大学	2015
42	营运资本管理对上市公司绩效的影响——以环保行业上市公司为例	吴莉萍	新疆大学	【硕士】新疆大学	2015
43	我国家电类上市公司营运资本管理与企业绩效关系研究	杨妙	湘潭大学	【硕士】湘潭大学	2015
44	生物制药上市公司营运资金与绩效实证研究	文雅	广东工业大学	【硕士】广东工业大学	2015
45	中小企业营运资本管理与经营绩效相关性研究	谢佩帛	广东工业大学管理学院	商业会计	2015（9）
46	有色金属行业上市公司营运资金管理对企业价值影响的实证研究	周小芳	江西理工大学	【硕士】江西理工大学	2015
47	我国上市公司营运资本管理与企业价值相关性研究	王文思	吉林大学	【硕士】吉林大学	2015
48	融资约束下上市公司营运资金管理效率对盈利能力影响的研究——基于沪市 A 股制造业经验数据	郑佳	西南大学	【硕士】西南大学	2015
49	营运资本管理效率对企业盈利水平和盈利质量的影响研究	袁卫秋	南京财经大学会计学院	河北经贸大学学报	2015（2）
50	营运资本管理与企业盈利能力相关性研究——以我国制造业上市公司为例	孙笠	西北大学	【硕士】西北大学	2015
51	经营性营运资金管理效率与财务危机相关性研究——来自我国上市公司的经验数据	薛伟	江西财经大学	【硕士】江西财经大学	2015

续表

序号	题名	作者	作者单位	文献来源	发表刊次
52	营运资本能够平滑公司资本性投资吗？——基于产权性质和金融发展的经验证据	曾义	湖北经济学院会计学院	中央财经大学学报	2015（2）
53	我国上市公司实现负营运资本的经营素质研究	朱莲美、谢志云	中国矿业大学	【会议】“2015 营运资金管理高峰论坛”论文集	2015
54	基于时间序列的零售业上市公司营运资金分析与预测	张彬	中国海洋大学经济学院	【会议】“2015 营运资金管理高峰论坛”论文集	2015
55	营运资金管理评价及风险预警研究综述与展望	韩沚清、杨军	山东科技大学经济管理学院	商业会计	2015（17）
56	渠道管理视角下的房地产企业营运资金内部控制研究 ——以 XX 房地产开发企业为例	陈艳	重庆理工大学	【硕士】重庆理工大学	2015

附录3 2015年国外营运资金管理研究文献索引

序号	题目	作者	文献来源	发表时间	发表刊次	页码
1	Working Capital Level Influence on SME Profitability	Afrifa, Godfred Adjapong, and Kesseven Padachi	Journal of Small Business and Enterprise Development	2016	23.1	44 - 63
2	Working Capital Management and Performance of Listed SMEs	Afrifa, Godfred Adjapong, Venancio Tauringana, and Ishmael Tingbani.	Journal of Small Business & Entrepreneurship	2014	27 (6)	557 - 578
3	Working Capital Management Practices of UK SMEs: The Role of Education and Experience	Afrifa, Godfred Adjapong	Available at SSRN 2354498	2015	-	-
4	Is Working Capital Management Value - enhancing? Evidence From Firm Performance and Investments	Aktas, Nihat, Ettore Croci, and Dimitris Petmezas	Journal of Corporate Finance	2015	30	98 - 113
5	Determinant Factors and Working Capital Requirement	Azeem, Muhammad Mehtab, and Akin Marsap	International Journal of Economics and Finance	2015	7.2	280 - 292
6	Working Capital Management and Firm Value: Evidence from the Vietnamese Stock Market	Bui, Nha Duc, and Loan TB Nguyen	Available at SSRN 2648066	2015	—	—
7	The Role of Working Capital Accruals on Earnings Quality and Stock Return	Darjezi, Javad Izadi Zadeh, Ehsan Khansalar, and Andrew Holt	International Journal of Economics and Finance	2015	7.9	1 - 14
8	The Integrated Measuring of Working Capital Management Efficiency on Financial Performance in Indonesia Stock Exchange	de Rozari, P. E., Sudarma, Y. S., Indiastuti, R., & Febrian, E	Information Management and Business Review	2015	7.3	26 - 33
9	The Impact of Working Capital Management on Firm Profitability In Different Business Cycles: Evidence from Finland	Enqvist, Julius, Michael Graham, and Jussi Nikkinen	Research in International Business and Finance	2015	32	36 - 49
10	Determinants of Working Capital and Investment Financing Patterns of SMEs: Evidence from Turkey	Erdogan, Aysa Ipek	Journal of Applied Finance and Banking	2015	5.3	81 - 92
11	Factors Associated with the Year - End Decline in Working Capital	Frankel, Richard M., Hagit Levy, and Ron Shalev	Management Science	2016	3	1 - 21
12	Promoter Ownership and Working Capital Management Efficiency of Indian Manufacturing Firms	Gill, Amarjit, Harvinder S. Mand, and John D. Obradovich	Corporate Ownership & Control	2015	12.2	598 - 607
13	Working Capital Management Efficiency in Indian Manufacturing Sector: Trends and Determinants	Goel, Utkarsh, and Anil Sharma	International Journal of Economics and Business Research	2015	10.1	30 - 45
14	The Impact of Capital Expenditure on Working Capital Management: An Empirical Study on Amman Stock Exchange	Haddad, Fayez Salim Haddad Salim	Dirasat: Administrative Sciences	2015	42.1	657 - 666

续表

序号	题目	作者	文献来源	发表时间	发表刊次	页码
15	Impact of Working Capital Management on Firm Profitability: The Case of Listed Manufacturing Firms on Ho Chi Minh Stock Exchange	Hoang, Tran Viet	Asian Economic and Financial Review	2015	5.5	779 - 789
16	Evidence of Avoiding Working Capital Deficits in Australia	Jiang, W., Lu, M., Shan, Y., & Zhu, T	Available at SSRN 2565462	2016	-	-
17	Change In the Working Capital Requirements: In the Textile Industry	Kaur, Ramanjot, and Kusum Gupta	International Journal of Research in Finance and Marketing	2015	5.8	54 - 59
18	Working Capital Management, the Credit Crisis, and Hedging Strategies: Canadian Evidence	Kieschnick, Robert, and Wendy Rotenberg	Journal of International Financial Management & Accounting	2015	27.2	208 - 232
19	Investment and Financing Constraints: Can Working Capital Management Make a Difference in South Africa?	Kwenda, Farai	Banks and Bank Systems	2015	10.1	24 - 33
20	The Management of Working Capital and Profitability of SMEs in The Euro Area	Lima, Valentina Maria, F. Vitorino Martins, and Elisio Brandao	https://repositorio - aberto.up.pt/bitstream/10216/81592/2/126887.pdf	2015	—	—
21	Does Level of Countries Corruption Affect Firms Working Capital Management?	Mansoori, Dr Ebrahim, and Datin Joriah Muhammad	https://www.researchgate.net/profile/Dr_Ebrahim_Mansoori/publication/272483020_Does_Level_of_Countries_Corruption_Affect_Firms_Working_Capital_Management/links/54e57d0d0cf22703d5c18f73.pdf	2015	—	—
22	The Impact of the Financial Crisis on the Working Capital of SMEs: a Panel Data Analysis	McGuinness, Gerard	Diss. Dublin City University	2015	—	—
23	Appropriate Determination of Net Working Capital in Corporate Financial Management	Motlíček, Zdeněk, and Josef Polák.	Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis	2015	63.4	1323 - 1330
24	Working Capital, Cash Holding, and Profitability of Restaurant Firms	Mun, Sung Gyun, and SooCheong Shawn Jang	International Journal of Hospitality Management	2015	48	1 - 11
25	Working Capital Management and SMEs Profitability: Portuguese Evidence	Pais, Maria Amélia, and Paulo Miguel Gama.	International Journal of Managerial Finance	2015	11.3	341 - 358
26	Effects of Working Capital Management on Company Value Under Different Competitive Strategies	Wang, Li, and Yunrong Li	Metallurgical and Mining Industry	2015	4	122 - 131
27	Working Capital and Firm Value in an Emerging Market	Wasiuzzaman, Shaista	International Journal of Managerial Finance	2015	11.1	60 - 79
28	The Impact of National Culture on Working Capital Management	Wu, Wen - Lin	Available at SSRN 2720041	2016	—	—

本书受国家自然科学基金“利益相关者视角的营运资金管理研究与中国上市公司营运资金管理数据平台扩充建设（71372111）”和财政部全国会计领军人才特殊支持计划、财政部会计名家工程资助

ANNUAL REPORT ON
THE DEVELOPMENT OF
WORKING CAPITAL MANAGEMENT

营运资金管理发展报告2016

ISBN 978-7-5095-7003-6

9 787509 570036

定价：150.00 元

[General Information]
书名=营运资金管理发展报告　2016
作者=王竹泉等著
页数=815
SS号=14094144
DX号=
出版日期=2016.10
出版社=中国财政经济出版社