

第 1 次案例参考答案

1.收集数据略

2.

公司	是否有“集团-上市公司”架构	上市公司业务范围	（若有）集团业务范围
贵州茅台	是-中国贵州茅台酒厂集团	以茅台酒为龙头的系列酒类产品；饮料、食品、包装材料的生产与销售；防伪技术开发；信息产业相关产品的研制、开发	白酒（茅台集团、贵州习酒、贵州茅台）、酒类综合供应（贵州茅台白金酒）、酒业品牌（贵州赖茅酒业）、瓶盖研发生产（龙狮瓶盖）、人寿保险（华贵人寿）、果酒生产（悠蜜）、金属工具制造（三润打印耗材）、生物农药生产（拜沃）、葡萄酒销售（茅台葡萄酒）、国际技术转移及商业化服务机构（科威国际）、对外投资等

华熙生物	是-华熙昕宇	研发、生产、销售透明质酸等生物活性物质原料产品及生物医用材料终端产品	项目投资及投资管理（华熙昕宇投资有限公司、华熙国际投资集团有限公司等）；研发、生产、销售透明质酸等生物活性物质原料产品及生物医用材料终端产品（华熙生物科技股份有限公司）；房地产开发，房屋租赁及销售（华熙上旅全域文化旅游发展有限公司、华熙上旅国际文化产业有限公司等）；旅游资源开发、旅游重点项目、旅游基础设施、旅游景区及相关配套产业的投资建设和经营管理，（华熙安宁温泉健康产业投资有限公司等等）；体育场馆及配套开发、建设及管理（合肥华熙文化体育发展有限公司、北京五棵松文化体育中心有限公司）；海洋科学技术研究服务，渔业机械制造，船用配套设备制造（福州宏泽海洋科技有限公司）；小额贷款业务（广州华熙汇控小额贷款有限公司）；出租、出售规划范围内的房屋及规划范围内的物业管理，机动车公共停车场服务（北京华熙中环物业管理有限公司）；康养养生、文化旅游开发（西双版纳华熙国际休闲养生发展有限公司）等
海尔智家	是-海尔智家	电冰箱、电冰柜、船用电冰箱、微波炉、真空包装机、空调器、磁控管、电磁炉、热水器、洗衣机、电风扇、吸尘器及配件、通讯设备制造；化工(不包括危险品)、橡胶、木器、电子机械产品、建筑材料、装饰装潢材料的批发、零售；家用电器和家用电子产品技术咨询服务，房地产开发	电冰箱、空调器、电冰柜、洗衣机、热水器、洗碗机、燃气灶等家电及其相关产品生产经营研发（海尔智家股份有限公司等）；企业管理咨询、商务信息咨询、投资管理咨询（青岛海创客管理咨询企业）；代理其他创业投资企业机构或个人的创业投资业务（青岛海尔科技投资有限公司）；采购、开发、批发、零售：模具、塑胶制品、机械设备、五金交电、包装材料及制品、金属制品、化工产品（不含危险品）、家用电器等（青岛海达瑞采购服务有限公司）；医疗科技、医疗设备科技；电子科技、通讯科技、自动化系统集成、物联网科技领域内的技术开发、（上海海尔医疗科技有限公司）等

两面针	否	牙膏、日用化妆品、香皂、膏霜、香水类、牙刷、旅游用品、家用卫生品、包装用品生产、销售，纸品加工、牙膏原材料生产、销售，进出口业务；日用化学品、日用百货、五金交电、服装鞋帽、化工产品及原理、纸及纸制品、塑料及其制品、金属材料的购销	
波司登	是-波司登国际服饰	服装、羽绒制品、鞋制造、销售；机电产品、家用电器、汽车零部件、建筑材料、装饰材料、化工原料及产品销售；技术咨询，技术服务	设计、销售羽绒制品、各类服装和服饰（波司登国际服饰有限公司等）；多晶硅研发、销售，化工产品销售（康博企业发展有限公司）；大型公共性项目、重大基础设施和公共服务类项目的投资、建设和运营（高邮登峰城市建设运营发展有限公司）；发放贷款、提供融资性参考（常熟市康欣农村小额贷款有限公司）等
雅戈尔	是-宁波盛达发展	品牌服装、地产开发和投资业务	品牌服装；投资及与投资相关业务、技术咨询服务（宁波盛达发展有限公司等）；房地产开发经营（雅戈尔集团股份有限公司、雅戈尔置业控股有限公司等）；实业投资（雅戈尔置业控股有限公司等）；健康咨询服务（不含诊疗服务）、远程健康管理服务（宁波雅戈尔健康养老管理有限公司）；以私募基金从事股权投资、投资管理、资产管理等（三亚长浙宏基创业投资基金合伙企业）等

注：股权结构部分略

3.绘图如下所示

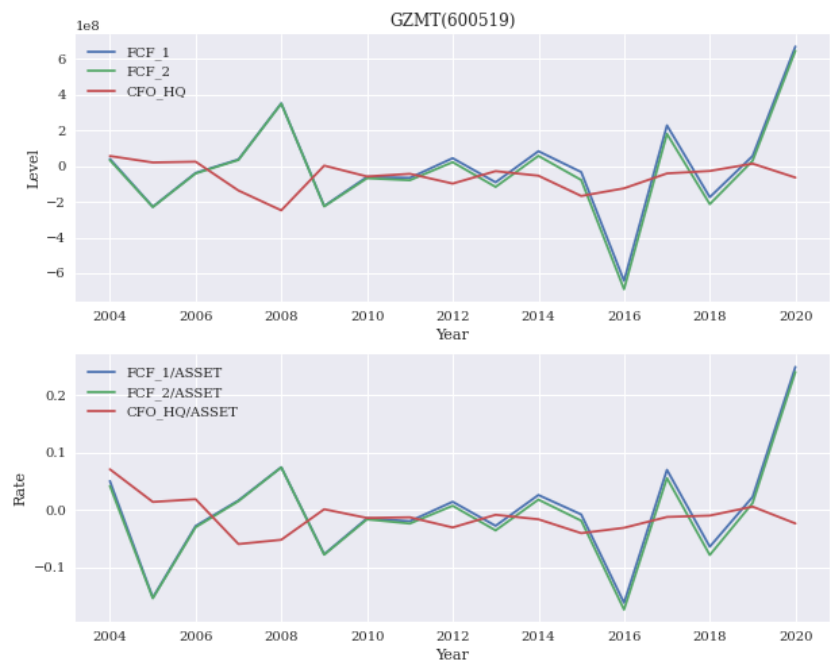


图 3-1 贵州茅台

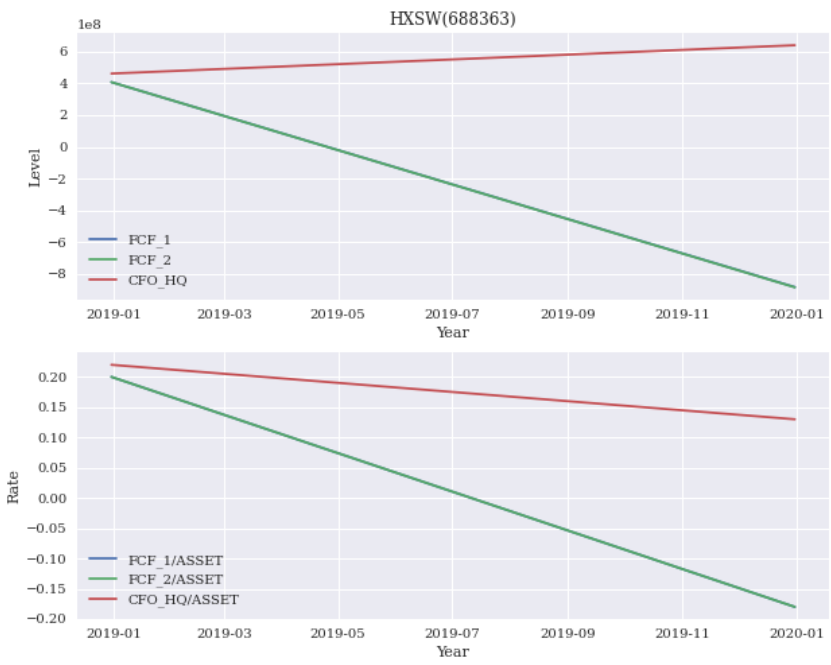


图 3-2 华熙生物

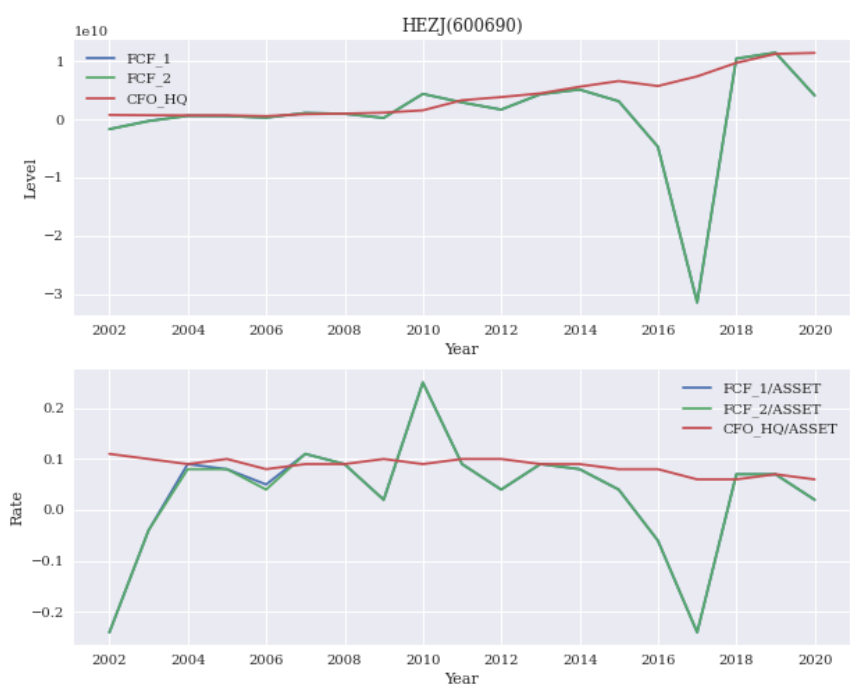


图 3-3 海尔智家

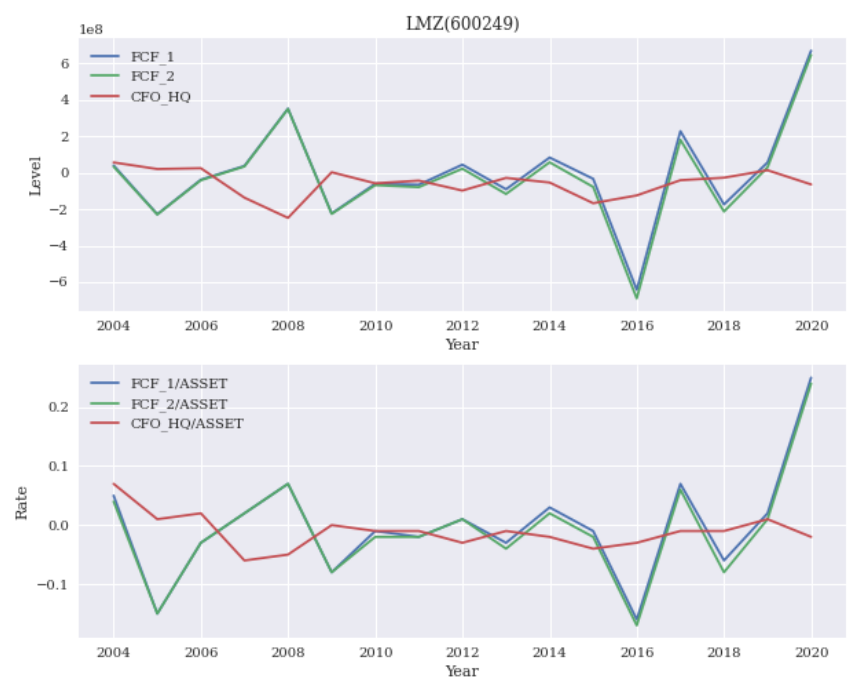


图 3-4 两面针

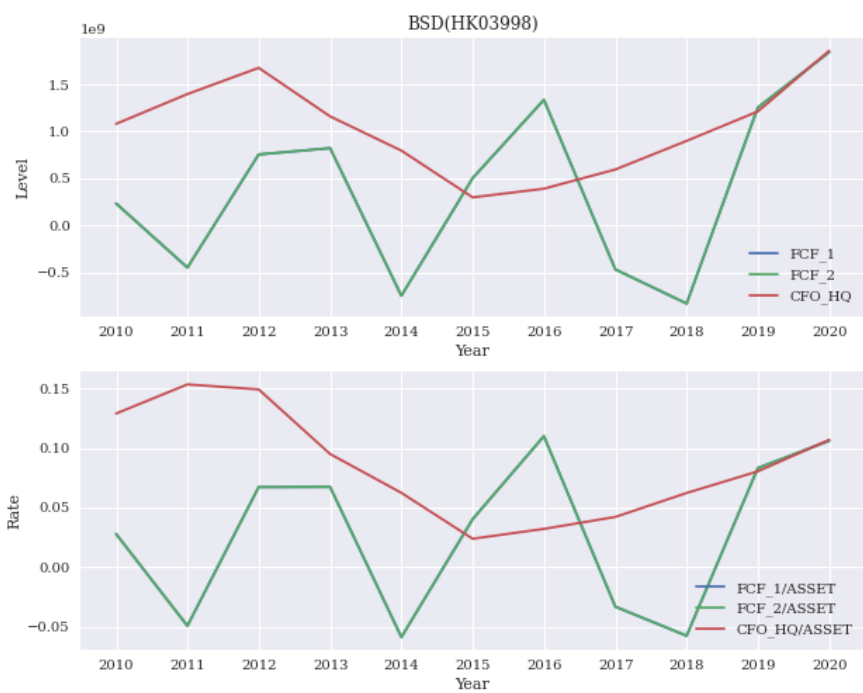


图 3-5 波司登

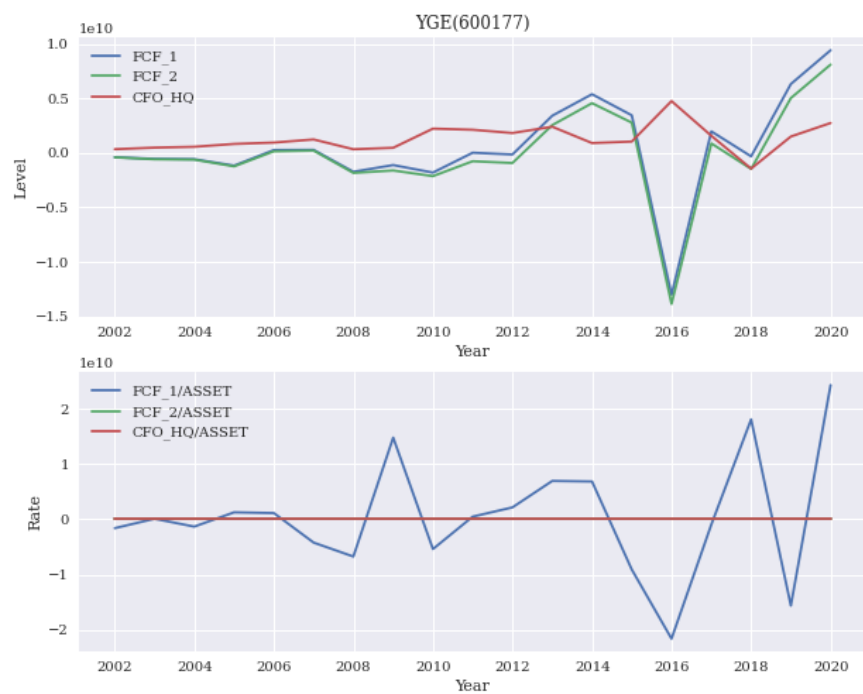


图 3-6 雅戈尔

4.

$CF(A) = \text{经营性现金流}(OCF) + \text{资本支出}(CS) + \text{净营运资本投资}(\Delta NWC)$

经营性现金流(OCF)的计算:

方法一: 经营性现金流(OCF) = 利润总额(税前) + 利息支出 - 所得税费用 + 当期固定资产折旧(计提额) + 当期无形资产摊销(计提额)

方法二: 直接采用经营活动产生的现金流量净额作为经营性现金流

资本性支出(CS)的计算:

方法一:

资本性支出(CS) = 当期固定资产折旧(计提) + 长期资产变动

注: ① 当期固定资产折旧(计提) = (中间计算) 固定资产折旧期末余额 - (中间计算) 固定资产折旧期初余额

② 长期资产变动 = (中间计算) 物业、厂房及设备期末余额 - (中间计算) 物业、厂房及设备期初余额

方法二:

资本性支出(CS) = 当期固定资产折旧 + 当期无形资产摊销 + 非流动资产变动

注: ① 当期固定资产折旧 = (中间计算) 固定资产折旧期末余额 - (中间计算) 固定资产折旧期初余额

② 当期无形资产摊销额 = (中间计算) 无形资产摊销期末余额 - (中间计算) 无形资产摊销期初余额

③ 非流动资产变动 = (中间计算) 非流动资产期末余额 - (中间计算) 非流动资产期初余额

净营运资本投资(ΔNWC)的计算:

方法一:

净营运资本 = 流动资产 + 流动负债 - 现金及其等价物

方法二:

净营运资本 = 流动负债 - 流动资产

注：①流动资产=存货及其他合同成本+合同资产+应收账款及应收票据

②流动负债=应付职工薪酬+应付账款及应付票据+合同负债+准备

方法三：

净营运资本=流动负债-流动资产

注：①流动资产=存货及其他合同成本+合同资产+应收账款及应收票据+现金及其等价物

②流动负债=应付职工薪酬+应付账款及应付票据+合同负债+准备

净营运资本变动的计算：

$$\Delta NWC = NWC_t - NWC_{t-1}$$

上面所述计算方法均可，以下列出其中一种计算方法下的绘图；

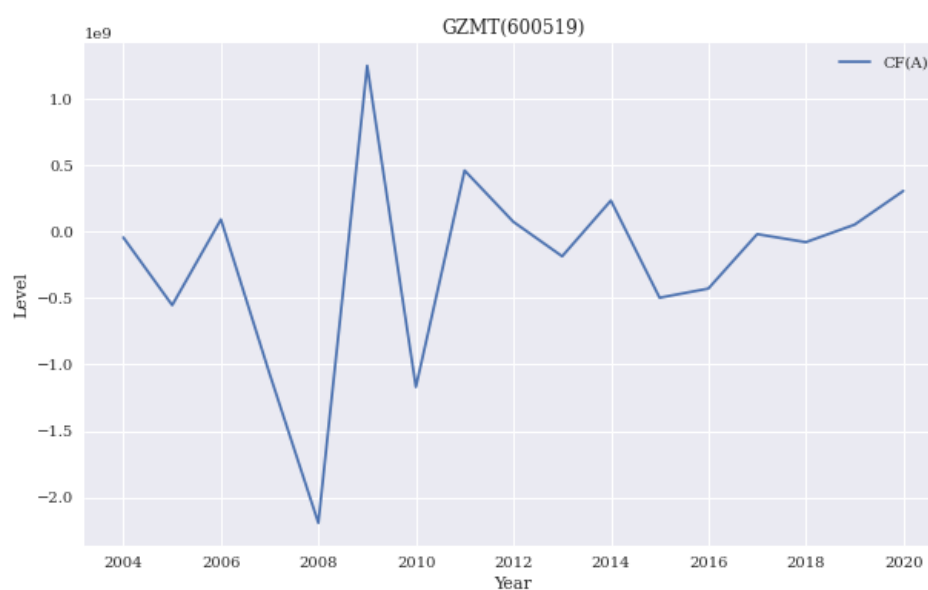


图 4-1 贵州茅台 CF(A)

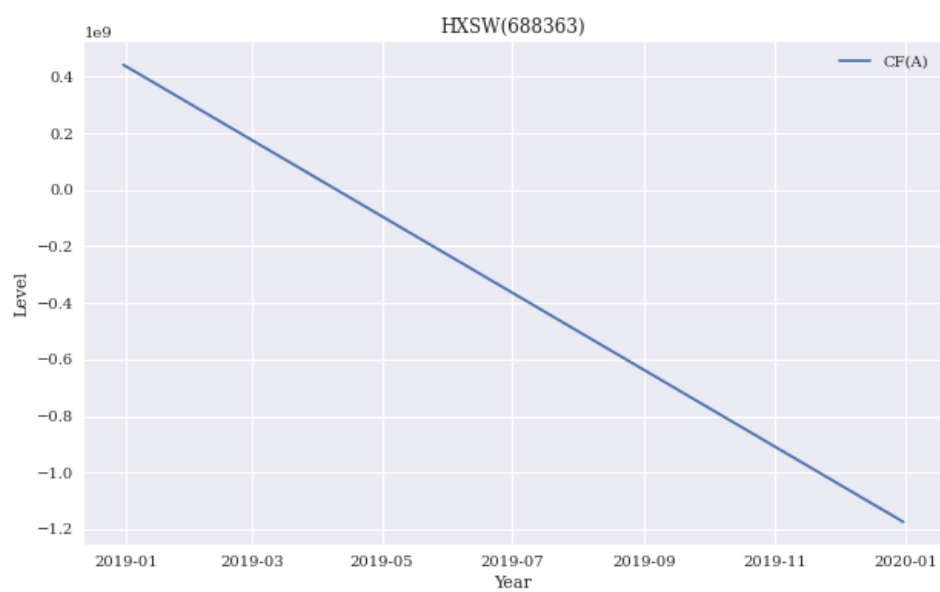


图 4-2 华熙生物 CF(A)

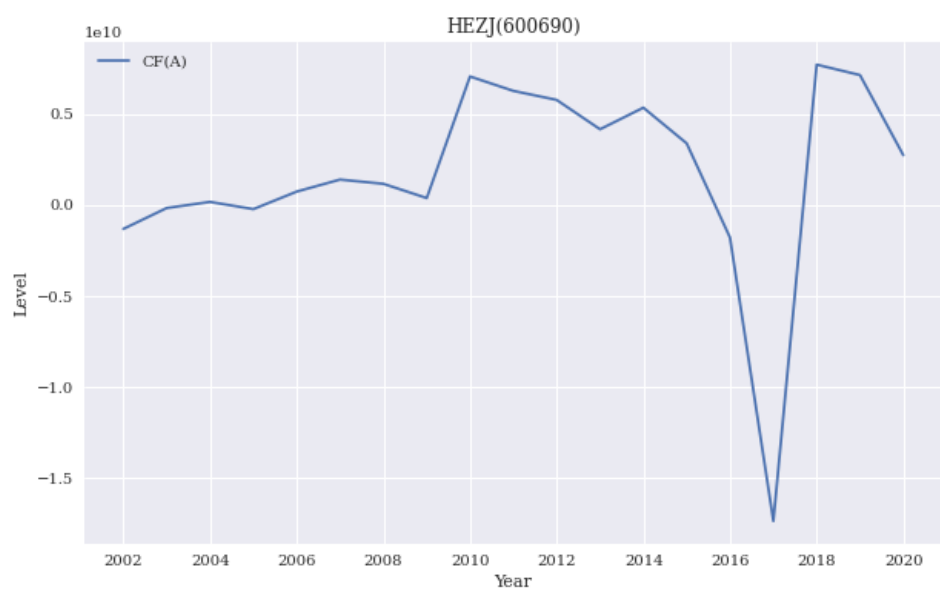


图 4-3 海尔智家 CF(A)

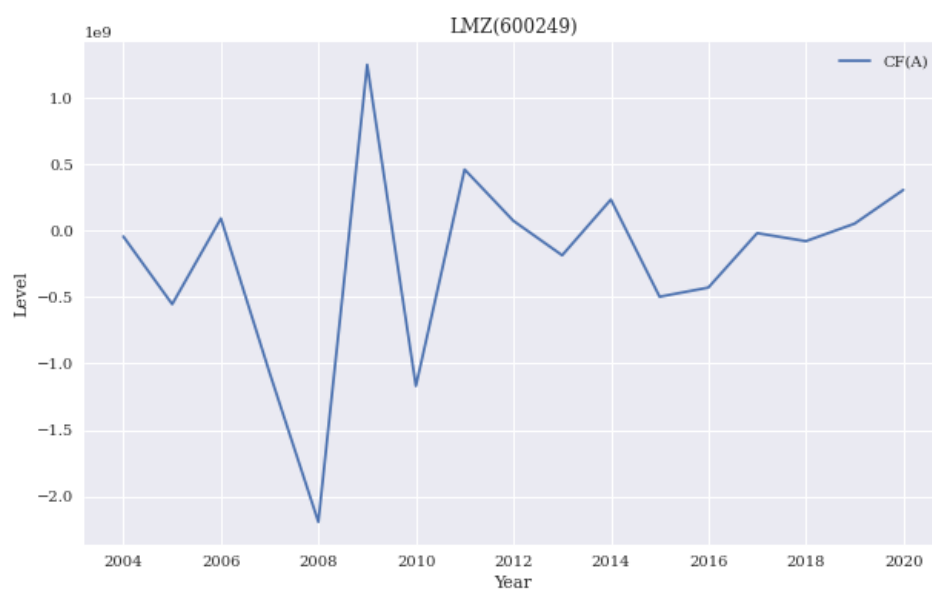


图 4-4 两面针 CF(A)

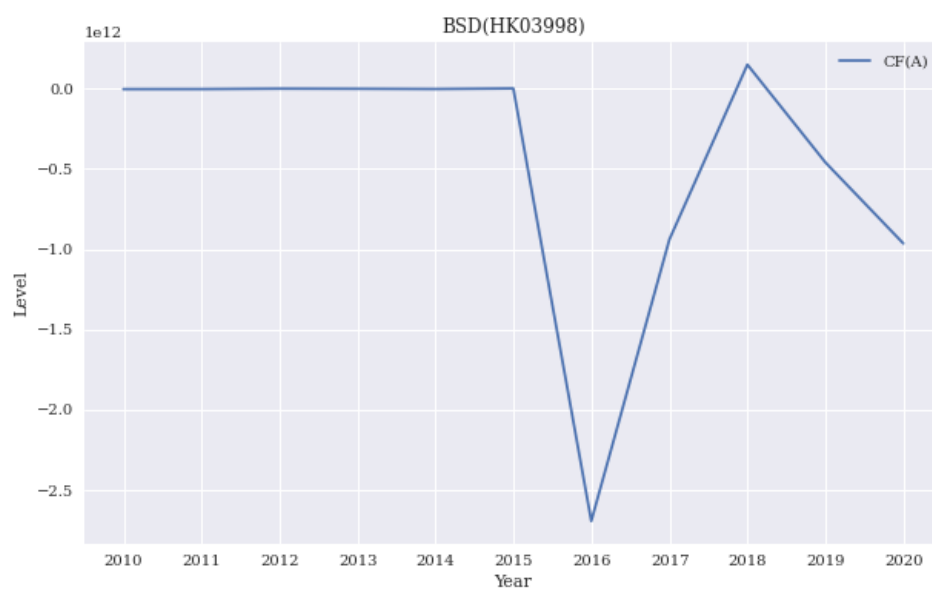


图 4-5 波司登 CF(A)

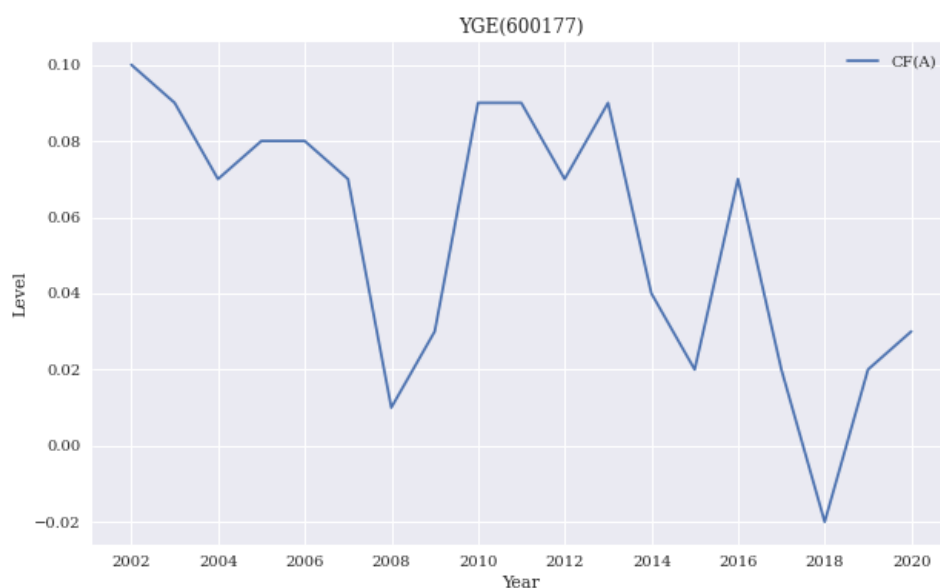


图 4-6 雅戈尔 CF(A)

5.

区别：

①FCF1 是基于企业整体价值创造视角（包含为融资性债权资本和股权资本提供者的价值创造视角），表示经营性现金流与投资性现金流之和。

②FCF2 是从股东价值创造视角看：向融资性债权人支付的利息需要予以扣除。一是因为利息是给债权人的资本回报；二是因为利息是债务合同约定的，是企业不能自由决定的现金流出。即使一个企业自创办以来的 FCF1 累计为正值，但其自创办以来的 FCF2 之和如果为负值，那么，这个企业自己赚取的现金还是不够自己花的，其支付的利息至少部分是靠筹资活动融来的现金，说明该企业总体上仍处于庞氏利息状态。

③CFO-HQ 测度的是一个企业高质量发展情况，若其经营活动净现金流量就应该质量足够高，企业应该足以通过经营活动净现金流量来收回固定资产与无形资产等的投资成本和获取投资回报，亦即经营活动净现金流量应大于或者等于企业的投资成本回收（固定资产折旧与无形资产摊销、资产减值损失、股权激励成本）与投资回报（税后营业利润、利息）之和。

④CF(A)则体现了企业产生现金的能力，对应的反映出了企业的价值，表明它可以分配给债权人和股东的现金流总额，体现了债权人和股东的总体收益情况。与

FCF1 和 FCF2 不同的是，其加入了净营运资本的变动，还体现了公司在营运中能动用的现金对现金流的影响。

联系：

从内涵上理解，这四种现金流的定义方式都传达了测度“自由现金流”这一指标的目的与意义，即：考察一个企业能否在“养活”自己之余（满足自身投资）还有“剩余产品”可以分配给自己的资本提供者（股东或融资性负债的债权人）。而这些“剩余产品”，是企业长期永续经营、实现扩大再生产的基础。

FCF1 与 FCF2 仅仅相差一个利息支出，因此 FCF2 的值往往低于 FCF1，但由于利息支出的占比相对较小，故从图表中可以看到，FCF2 的值与 FCF1 高度接近甚至基本重合。CFO-HQ 的值与 FCF 相差较大，但是总体的走势情况与其相同。单从图表上来看，对于上述的六家企业而言，CFQ-HQ 的均值与 FCF1、FCF2 接近，但 CFQ-HQ 的整体趋势比两个 FCF 要平缓的多，即前者方差更小。CF(A)的数值与 FCF1 也比较接近，推测这是考虑到经营性现金流与资本性现金流的结果。