

会计师读年报

“懒人”分析法

彭江

在财务管理中有一个看似复杂实际上却简单有效的分析工具，那就是杜邦分析法。杜邦分析法是由美国的杜邦公司所开创，如今在财务分析中广泛应用。那么，什么是杜邦分析法呢？还是先来讲讲杜邦公司的故事。

杜邦公司在成立之初实行的是非常集权的公司管理模式。公司的总经理是一个聪明干练的人，每天要面对一大堆文件和请示，并且必须在短时间内做出决策。随着杜邦公司的发展壮大，后继的杜邦公司总经理疲于应付，开始着手对杜邦公司进行分权式改革，将一个高度集权的公司分成了若干个相对独立的事业部，具体经营事务由各事业部自行决定。为了对事业部进行管理，杜邦公司发明了一套指标体系，通过指标体系对各个事业部的业绩进行分析从而进行管理与决策。

作为投资人，最关心的是自己投资后能赚回多少钱。于是，杜邦公司用净资产收益率作为考核的核心指标，也就是看单个事业部的净资产到了年底到底能给公司带来多少利润。然后，净资产收益率可以分解成资产收益率乘以权益乘数，而资产收益率又可以分解成销售利润率乘以资产周转率。权益乘数实际上是指公司的资本结构。通过分解可以发现，影响公司净资产收益率的指标来自三个方面。一个是销售经营方面（销售利润率），一个是资产管理方面（资产周转率），一个是资本结构方面（权益乘数）。

这时，杜邦公司分析各个事业部净资产收益率的时候，就可以分析出是经营销售出了问题，还是资产管理的效率不高，还是因为资本结构需要改善。

影响经营方面的指标又可以看销售收入和各项费用，分析销售净利润的变化是因为销售收入的变化造成的，还是各项费用变化造成的。在销售费用中，又包括销售成本、财务费用、所得税等。通过对这些指标进行横向和纵向比较，公司的管理者就能找出具体原因，对症下药，从而作出精准决策。

再来看影响资产周转的指标，资产周转率等于销售收入除以总资产。而总资产又包括长期资产和流动资产，其中流动资产中又可以细分出应收账款、存货、现金。于是可以分析应收账款做得好不好，公司回款速度是否过慢。存货管理是否科学，存货是否占用太多资金。现金管理是否有效，现金是否太多。

而影响权益乘数的指标实际上就是一个公司的举债是否科学。如果举债高于同行业的标准则预示着风险较大，而大大低于同行业标准则说明公司的资本结构还有改善空间。

正是这套财务分析方法，改变了企业中成本会计、资本会计和财务会计三者分离的现象，被业内视为衡量企业经营绩效的经典方法，也被冠名为“杜邦分析法”。而杜邦公司也通过它解放了经理层，成功实现了分权式管理，发展至今。

乔志杰脸上那道疤是参加对越自卫反击战时留下的，战争的洗礼把他锻造成勇敢而坚毅的人。转业到地方国营单位后，耐不住寂寞的他下海经商，从在餐馆打工到开服务公司，有成就也有坎坷，接着又抛下已经业绩不俗的公司，只身一人来到北京建立永安信公司。这些经历与积淀，成就了他和今天的永安信基金。

私募合伙人

本报记者 李佳霖

“永安信，打造的是中国百姓自己的基金。”永安信控股董事局主席、永安信基金创始人乔志杰诠释永安信时讲得最多的就是这句话。

2004年，乔志杰只身一人来北京发展，创立了永安信公司，并于2009年4月创办了永安信基金，当时其规模仅2000万元，5年后则变成了200亿元，截至2014年6月，规模已是225亿元，合伙人也从最初的5人发展到2300多人。

迎来私募春天

永安信基金的成立可以说相当艰难。2008年，乔志杰筹划创办永安信基金时，全公司100%的人反对，但乔志杰还是坚持了下来。

乔志杰说，永安信基金是私募基金，实行有限合伙制，境内外的法人、自然人均可成为合伙人。目前，我们已在中国40多个城市搭建了永安信基金的平台。

“个人有100万元能做的事情有限。但如果集合成100亿元去赚20亿元，是不是就相对容易一些？”乔志杰专注于人民币私募股权投资基金，建立的是为中国百姓和中小企业服务的金融机构。

永安信基金的特点之一就是严格做好风险评估和风险控制。比如，在初期，投资人只需要承诺出资100万元，并不需要马上把资金给永安信。永安信基金每个月会为投资人推荐优秀的项目，以及该项目完整的报告，投资人还可以去考察项目，决定投资之后资金才会到永安信基金的账上。

投资有风险，但永安信基金成立五年来，所运作的项目基本平稳落地。

而更让乔志杰兴奋的还是遇上了好时代：“政府出台了一系列金融改革的政策，如发展私募投资基金，对私募发行不设行政审批，以及7月中旬中国证监会就《私募投资基金监督管理暂行办法（征求意见稿）》公开征求意见等，都意味着私募基金的春天正在来临。”

如今，永安信基金已走上国际化的道路，其在悉尼、洛杉矶、温哥华等地成立的5只海外基金也正在运作当中。

2014年，永安信基金将文化产业投资列入核心的投资方向。乔志杰说：“经济发展到一定程度的时候，文化发展是个必然趋势，从物质需求到精神需求，提高人们的生活品质，文化消费将全面提升，一旦开始就势不可挡。”

永安信基金负责文化项目的经理告诉记者，我们会考虑投资影视、歌剧和文化公司。永安信今年专门设立了影视发展公司和投资公司，并已全面启动，希望在中国影视界打造一个全新的金融公司。

提高中小企业的金融能力

或许因为自己是小微企业起家，乔志杰对量大面广的中小企业充满了感情：“我们帮助了约200家企业。”永安信为提高中

小企业的金融能力，构建了一整套详细的框架体系。

改变先从理念的颠覆开始。

有些人认为，完全用自己的钱发展才是本事，借别人的钱没本事。乔志杰不这么认为，用1000万元做1000万元的事，那不叫有本事，用1000万元做成2000万元，乃至1亿元的事才是本事。“有钱了，才需要借钱，做更多的事，要教企业学会用金融工具发展自己，但前提是符合自身实际，同时做好风险防控。”

企业仅靠勤劳就能致富吗？在乔志杰看来，金融能力是企业的核心竞争力，如果一个企业连融资的团队都没有，企业的结构也不合理。而这样的企业在中小企业中大量存在。

据介绍，永安信主要是通过三个阶段来提升企业的金融能力。第一个阶段是建设企业的金融体系。这个阶段的目标是提高企业的投融资能力，包括项目管理能力、投资管理能力、资金募集管理能力、风险管理能力和不良资产处置能力等；第二个阶段是帮助企业快速掌握资本金融工具，包括上市等资本运作方法；第三个阶段就是协助企业实现产融结合。

此外，乔志杰还把自己多年在实践中研究出来的企业金融方面的经验，整理成一套系统的理论。这几年，他把周末的时间用来讲课，来听课的大多是中小微企业主、个体经营者。永安信内部也设立了一个金融学院，在不同的城市流动开设课程，多以资本运营知识为主。



8月固收类基金投资应看票息收益

国金证券 张琳琳 王聃聃

近期债市出现调整。我们认为影响因素主要有以下三个：一是上半年累计涨幅过高存在获利回吐需求；二是短期经济数据回暖令债市承压；三是财税缴款叠加连续正回购操作、IPO集中发行等因素，使得资金面持续偏紧。展望后市，随着债市调整幅度的加大以及安全边际的增大，可择机逢低布局债市投资机会，但震荡背景下静态票息收入或将取代资本利得收益成为回报的主要来源。

出于对诸如经济阶段企稳、流动性边际改善空间有限以及局部领域违约事件等风险因素的考虑，在二季度乐观情绪过度释放后建议继续保持谨慎，基金投资策略侧重票息配置价值，同时强调对信用风险的甄别，投资思路上建议将偏好中高评级债的基金作为重点配置对象，这样既能够获取相对稳定的票息收益，也可以在一定程度上规避杠杆和信用违约风险，在当前债券市场环境中具有较好的风险收益配比。

从券种配置风格、投资操作灵活性、管理人投资能力等方面着手，筛选出偏好中高评级债券（最近一年连续多个季度配比均超过10%）、较好把握牛市行情（上半年杠杆弹性不低于150%）、业绩持续性有较好保障（公司固收资产规模不少于100亿元）的产品，如广发纯债、招商产业债、中银添利、富国强回报、民生增利、中银双利、招商强债等基金，且实践证明上半年上涨市场环境中业绩表现居前，可作为投资组合稳健配置品种。

此外，资质较好的低评级债券所具有的高票息收入与利差压缩带来的阶段交易机会也值得捕捉。在资金相对宽松与政策微调托底的环境中，市场风险偏好有望提升，具备估值优势的中低评级信用债中资质较好的个券存在阶段补涨需求。当然，对违约风险的担忧，以及股市吸引力提升引致资金分流等风险因素仍需谨慎防范，因此，建议从收益性与

安全性兼顾的角度积极关注善于精选高收益债券且下行风险控制能力较强的品种。如天治双盈、招商收益、万家稳增、鹏华增利、建信信用增强等基金可作为把握阶段交易性投资机会的重点关注品种。

上半年相对宽松的环境中，货币市场基金整体收益滑落至“4时代”。下阶段相对宽松的货币政策有望延续，在此背景下货币基金收益或维持当前相对稳定的水平。作为现金管理工具，货币基金强调的是为投资者提供短期闲置资金的投资渠道，而不是过分追求短期高收益，其高流动性特征下配置功能不减。作为活期存款的替代产品，货币基金仍不失为一种具高性价比的投资标的。建议投资者选择历史业绩居前且稳定性较好、资产规模较大能够抵御浮盈摊薄及赎回冲击风险的基金品种，具体来看，南方增利、华夏现金、嘉实货币、广发货币等产品可重点关注。

投资逻辑背后的逻辑

文银施罗德 孙超

在中国经济走向新常态的过程中，旧的约束条件也将逐渐呈现新的内涵。

以地方政府融资平台为代表的非市场化的软约束主体在市场化场合进行融资，导致资金无法按照真正的市场规律进行配置，金融改革要求软约束主体逐步“硬化”。对软约束主体的规范由两个层面展开，从政府体系内部看，以制度建设为抓手规范软约束主体的融资行为；从外部制约环境看，以市场主体为助力抑制软约束主体的融资冲动，如逐步建立和完善地方政府的信用评级制度，规范其融资行为等。

近年来，部分地方政府偿债能力出现的问题都迅速反映在相应债券在市场的认可度、价格和流动性上，可以预见未来市场主体对地方政府偿债意愿和融资行为的约束力还将进一步增强。近期地方政府自发自还的试点正是对软约束主体进行规范的尝试性举措，而提高财政透明度也是实现国家治理现代化的重要一环。

当然，市场投资者应深刻理解“大国政贵有恒”的基调，规范地方债务的管理是本轮财税体制改革的一部分，对其推进节奏应有适当的把握。本轮财税体制改革的前提是保持中央与地方收入的格局大体不变，在这一历史进程中，地方政府财权和事权不匹配的处境仍将延续。软约束主体在短期内将继续存在于中国经济舞台，其为城镇化建设融资的重要使命也还远未完成。软约束主体的广泛存在依旧制约货币政策向价格型调控的转变。无论是对决策层还是投资者，数量型目标在一定时间内依然具有参考意义。当然，央行出于防范系统性金融风险的考虑，在实践中可能对M2增速超越年初设定的目标值有一定的容忍度。

作为机构投资者，在充分理解改革总体方向的基础上，也要准确把握近期目标和长期发展的平衡点。短期内，三季度经济能否顶住下行压力，继续企稳甚至进一步改善，将是决策层和投资者共同的关注点。

从举措上看，作为宏观调控方式的创新，定向调控不仅是区间调控的重要组成部分，也是对区间调控的深化。财政政策天然具有结构性的特征，而货币政策也在加大定向力度，未来如果经济下行压力进一步显现，定向货币政策工具库仍有充足的储备，PSL（补充抵押贷款）等政策工具的运用规模也有望更上一层楼。然而，货币政策本质上是总量政策，结构性的定向工具有利于局部地区和部门金融环境的改善，最终完成调结构的重大使命则需要改革的顶层设计与政治经济的通盘考虑。

在通胀压力不大的情况下，明确守住稳增长、保就业的下限或依然是底线思维的核心关注。决策层最为关心的地产情况尤为关键，毕竟土地财政在当下依然是各级地方政府最主要的收入来源，而要守住改善民生的底线也离不开财政资源的再分配。因此，维系资产价格及其预期的稳定至关重要。

只有深刻理解作为约束条件的软约束与底线思维，才能准确把握当前和未来一段时间宏观政策动向，梳理出恰当的投资逻辑，从而获取丰厚的投资回报。

值班基金经理

信札

