

分类号 F23/813
U D C _____

密级 公开
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 价值链视角下江淮汽车现金流风险管理研究

研究生姓名: 李楠

指导教师姓名、职称: 王宁郎 副教授 陈虎 高级经济师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

提交日期: 2022年6月1日

独创性声明

本人声明所提交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 李楠 签字日期： 2022.6.2

导师签名： 王方印 签字日期： 2022.6.5

导师(校外)签名： 隋欣 签字日期： 2022.6.2

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意 (选择“同意” / “不同意”) 以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊(光盘版)电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名： 李楠 签字日期： 2022.6.2

导师签名： 王方印 签字日期： 2022.6.5

导师(校外)签名： 隋欣 签字日期： 2022.6.2

Research on cash flow risk management of JH automobile from the perspective of value chain

Candidate : Li Nan

Supervisor: Wang Ninglang Chen Hu

摘 要

公司日常高效管理的最终目的是为公司创造价值，实现公司的可持续发展。在整个日常经营过程中，管理层更注重利润表中的相关指标，而忽视了公司经营、投资、筹资过程中的现金流情况，导致现金流风险的出现和爆发，进而增加公司的财务风险，无法实现最终的价值创造目标，反而可能导致公司资金链断裂，破产等危机发生。现金流是公司日常经营中所需的血液，是价值创造的载体，流经于公司日常经营中的每个环节，影响重大。传统模式中的现金流风险管理没有考虑外部环节的资金往来情况，只是从公司内部经营入手控制风险。而将价值链理论运用其中，使得公司内外部相互关联的各项生产经营活动构成了一个创值的动态过程。价值链视角下的现金流风险管理模式从公司的内外部入手帮助其合理控制现金流风险，保障资金正常流转，同时在资金安全前提基础上维持稳定现金流，实现公司长期高效可持续发展，创造价值。

本文选择汽车制造行业中的老牌国企江淮汽车作为案例研究对象，针对其价值链中与现金流有关的关键环节，根据相关财务指标分析，对各环节存在的现金流风险作出初步识别，发现江淮汽车存在以下问题：采购环节原材料可能购置过量，易造成存货积压；生产环节产能利用率低，无法形成规模经济；现金流价值转化能力不强，销售环节现金回收能力不佳，无法实现资金高效周转；客户环节客户群体分散，缺少稳定大额资金流入；筹资环节偿债性风险较大，筹资方式单一等。之后建立基于安全性和创值性目标下的合适现金流风险评估体系，对其现金流风险进一步量化，发现江淮汽车在偿债性、收益性和成长性方面的现金流风险较大，会影响到公司的正常生产经营。针对上述江淮汽车现金流风险管理中存在的问题，基于价值链视角下现金流风险管理的安全性和创值性目标给出了相应的现金流风险应对策略。包括转变货源策略，构建最佳采购组合、提高产能利用率、适时引进JIT方法、改进供应链金融服务，优化公司资本结构、明确发展战略、提高收现能力等，与此同时希望能为汽车制造行业其他企业的现金流风险管理提供一些借鉴。

关键词：价值链 现金流风险 风险管理

Abstract

The ultimate goal of the company's daily efficient management is to create value for the company and achieve sustainable development of the company. In the whole process of daily operation, the management pays more attention to the relevant indicators in the profit statement, while ignoring the cash flow in the process of company operation, investment and financing. This behavior will lead to the emergence and outbreak of cash flow risk, and then increase the company's financial risk. Similarly, it will lead to the failure to achieve the ultimate goal of value creation, but may lead to the breakdown of the company's capital chain, bankruptcy and other crises. Cash flow is the blood needed in the daily operation of a company and the carrier of value creation. It flows through every aspect of the company's daily operation and has a significant impact. Cash flow risk management in the traditional mode does not take into account the external aspects of capital transactions, but only controls risks from the internal operation of the company. The application of the value chain theory makes the company's internal and external interrelated production and operation activities constitute a dynamic process of value creation. The cash flow risk management model from the perspective of value chain helps the company to control the cash flow risk reasonably and ensure the normal flow of funds from the internal and external aspects. At the same time, it can maintain stable cash flow on the premise of capital security, help the

company to develop efficiently and sustainably for a long time, and create value.

In this paper, we choose JH Automobile, a state-owned enterprise in the automobile manufacturing industry, as a case study. According to the key links related to cash flow in its value chain and the analysis of relevant financial indicators, we make a preliminary identification of cash flow risks in each link. Through the analysis, it is found that JH Automobile has the following problems: excessive purchase of raw materials in the procurement process, which is easy to cause inventory backlog; low capacity utilization rate in the production process, which can not form economies of scale; weak ability to transform cash flow value, poor ability to recover cash in the sales process, which can not achieve efficient capital turnover; scattered customer groups in the customer process, lack of stable large capital inflow; The risk of debt repayment in the process of financing is high, and the way of financing is single. Then establish the appropriate cash flow risk assessment system based on the safety and value creation objectives, and further quantify the cash flow risk. It is found that the cash flow risk of JH Automobile in terms of debt repayment, profitability and growth is high, which will affect the normal production and operation of the company. In view of the above problems existing in the cash flow risk management of JH Automobile, the corresponding cash flow risk coping strategies are given based on the safety and value-creating objectives of

cash flow risk management from the perspective of value chain. These risk response measures include changing sourcing strategy, building the best purchasing portfolio, improving capacity utilization, timely introducing JIT method, improving supply chain financial services, optimizing the company's capital structure, defining development strategies, and improving cash collection ability. At the same time, we hope provide some reference for other enterprises in the automobile manufacturing industry in cash flow risk management.

Keywords: Value chain; Cash flow risk; Risk management

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景与研究意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 国内外研究现状	3
1.2.1 价值链	3
1.2.2 现金流风险管理	5
1.2.3 价值链视角下现金流风险管理	8
1.2.4 文献评述	9
1.3 研究内容与研究方法	10
1.3.1 研究内容	10
1.3.2 研究方法	12
2 相关概念及理论基础	14
2.1 相关概念	14
2.1.1 价值链管理	14
2.1.2 现金流风险管理	14
2.1.3 熵值法	18
2.2 理论基础	20
2.2.1 风险管理理论	20
2.2.2 价值链理论	21
2.2.3 DSO 理论	22
3 案例公司基本情况介绍	23
3.1 江淮汽车简介	23
3.2 组织结构	23
3.3 经营模式	24
3.4 主要经营情况	25

3.5 近年江淮汽车现金流风险表征.....	26
4 价值链视角下江淮汽车现金流风险识别.....	30
4.1 内部价值链下现金流风险识别.....	30
4.1.1 采购环节.....	30
4.1.2 研发环节.....	31
4.1.3 生产环节.....	34
4.1.4 销售环节.....	36
4.2 外部价值链下现金流风险识别.....	39
4.2.1 供应商环节.....	39
4.2.2 客户环节.....	41
4.2.3 筹资环节.....	44
4.3 江淮汽车各环节现金流风险识别小结.....	46
4.3.1 原材料购置过量，产能利用率较低.....	46
4.3.2 客户群体分散，销售收现能力差.....	46
4.3.3 长短期偿债能力差，筹资方式单一.....	46
5 价值链视角下江淮汽车现金流风险评估.....	48
5.1 江淮汽车现金流风险评价指标选取.....	48
5.1.1 基于安全性目标的指标选取.....	48
5.1.2 基于创值性目标的指标选取.....	49
5.2 确定评价指标权重.....	52
5.3 现金流风险评估综合得分.....	55
5.4 江淮汽车现金流风险评估结果分析.....	58
6 价值链视角下江淮汽车现金流风险应对.....	62
6.1 基于安全性目标下现金流风险应对措施.....	62
6.1.1 转变货源策略，构建最佳采购组合.....	62
6.1.2 提高产能利用率，适时引进 JIT 方法.....	63
6.1.3 改进供应链金融服务，优化公司资本结构.....	64
6.2 基于创值性目标下现金流风险应对措施.....	64

6.2.1 培养重点客户，建立“5C”信用评级.....	64
6.2.2 明确发展战略，提高收现能力.....	65
7 结论与不足	67
7.1 研究结论.....	67
7.2 研究不足.....	68
参考文献	69
致谢	73

1 绪论

1.1 研究背景与研究意义

1.1.1 研究背景

在受到 1997 年和 2008 年两次金融危机的重大冲击后，企业逐渐意识到自身风险的抗衡抵御能力严重不足。其中企业现金流常态化风险管理和后期危机处理机制决定了企业能否顺利度过危机、转危为安。在外界整体经济金融不佳情况下，企业是否拥有充足的现金流显得尤为重要，这是帮助企业摆脱资金困境的关键。现金流是企业生产经营及进行投融资活动的重要血液，在为企业创造价值的同时也加强了企业抵御风险的能力，是企业持续发展扩大的前提。

市场竞争伴随着科技和信息技术的发展变得愈发激烈，人们逐渐意识到企业自身独立发展是远远不够的，必须和企业上下游即供应商和顾客之间紧密合作形成联盟才可在市场中占领一席之地，有更长远广阔的发展。价值链在企业中的运用帮助企业快速确定竞争优势、锁定利润增长区及优化价值链每一环节的经营活动等，为企业带来了增值创效的优势。它从战略管理的角度出发，成为一项行之有效的管理会计工具，得到企业管理者的青睐。

对企业而言，现金流是其生产经营中极其重要的要素，是支撑企业生存与快速发展的血液。现金流风险管理作为企业风险管理中的重要的一部分，如果能恰当管控现金流，减少风险发生的可能性，就可以帮助企业在安全稳定发展基础上创造新的价值。传统的现金流风险管理仅仅是以企业内部经营活动为研究对象，忽视了外部价值链中的供应商、客户及银行等其他利益相关者，结果导致局部最优化而非整体最优。价值链的集中点在价值创造，价值链管理会计工具和现金流风险管理目标高度一致，它们的结合相辅相成，可以帮助企业分析流经内外部价值链的现金流，寻找到每个有价值的环节，不再局限于企业内部资源，而是与企业的上下游和竞争对手等建立起资源共享信息互通的价值联盟，提高优化企业经营活动的周转效率和回报收益，创造最大价值，同时促进

企业和市场更良性的发展。价值链管理成为企业日常管理中主要的战略手段，在其视角下对企业现金流风险进行识别、评估和应对，可以同步实现现金流创值与安全两大目标，创造新价值，为企业稳中向前的发展奠定基调。

据中汽协数据显示，中国汽车产销量在经历了十多年的增长之后，在 2017 年达到了近年来的峰值。2017 年汽车生产量为 2902 万辆，销售量为 2888 万辆。而后，由于市场趋于饱和，加之新冠疫情对国民经济的影响，在 2018-2020 年，中国汽车产销量均出现了连续下降。2021 年我国汽车累计生产 2608.2 万辆，同比 2020 年增长 3.4%，汽车累计销售 2627.5 万辆，同比 2020 年增长 3.8%，实现了三连降后的触底反弹，呈现回暖迹象。汽车制造行业的价值链较长，其主要包括供应、生产和销售三个环节。供应指的是上游原材料的供应商，生产是汽车行业的立身根本，销售主要指下游的经销商，每一个价值链环节都是相辅相成，缺一不可，且每一个环节对现金流正常流转十分依赖。因此汽车行业对资本投资的需求非常大，对运营规模的要求非常高，导致行业的准入和退出门槛高。

江淮汽车公司作为老牌国企，在行业中占据一定领先地位。近几年来，江淮汽车经营现金流量净额为负，投融资现金流量净额也呈现波动趋势，因此，有必要对江淮汽车现金流状态进行深入分析，根据价值链每一环节发现现金流风险诱因，实施有效控制手段，优化现金流配置，促进企业健康持续发展。

1.1.2 研究意义

现金流风险一方面可以帮助企业监控现金流是否正常运行，另一方面能够从源头上反映企业日常生产经营是否具备稳定性，可以说现金流风险明确描述了企业的财务风险状况，从而为企业日常管理中采取何种战略提供信息指导^[1]。创值性是企业现金流风险管理最重要和最终的目标，为达成这一理想的结果，需要使企业处于一个长期安全的生产经营环境下，以便更好的展开业务活动。而价值链的创新融入帮助企业重视每一个可以增值减忧的环节，达成长久利益目标。

(1) 理论意义

将价值链运用在企业经营生产活动中可帮管理者明确每个可以创值的环节，

从而将工作重心进行适当调整。而企业的每一个环节同样缺少不了现金流的辅助，现金流过度的冗余或者短缺、周转不及都会为企业每一环节带来严重风险。虽然风险与收益并存，但如若可以提前识别风险可能发生的环节，减轻风险，那么给企业带来的最终效益会更大。因此企业在实现创值价值这个最终目标前需要留心关注此时现金流表现出的风险端倪，可能此时企业发展运行状态不佳，采取风险管控措施迫在眉睫。因此，价值链管理与现金流风险管理两个之间相辅相成。目前我国关于现金流风险管理的研究仅从现金流风险入手，还没有与其他理论有过多紧密的结合，无论是内容还是深度都尚有欠缺。本文将价值链运用其中，期望能将局限在企业内部的现金流风险研究延伸至外部，进一步弥补了两个理论之间联系不够紧密的问题，同时丰富和完善了现金流风险管理理论和其有关内容。

（2）现实意义

现金流是企业价值创造的起点和归宿，开始受到企业管理层的高度重视。价值链管理的影响力随着价值管理时代的不断扩大。因此，如何将价值链管理的理念融入现金流风险管理中，成为了企业管理者面临的重要课题。本文选取的案例分析对象是汽车制造业中的江淮汽车，基于价值链的视角对其内外部各个环节存在的现金流风险进行识别，辨析现金流风险管理中可能存在的风险问题，通过建立现金流风险评估体系量化其风险，最后提出应对措施，帮助企业达成创造价值和运营的目的，同时也希望能为汽车行业中的其他企业日常经营管理带来新思路，具有实践指导意义。

1.2 国内外研究现状

1.2.1 价值链

一名叫迈克尔·波特（1985）的美国学者最先提出价值链的概念，他认为设计、生产、营销、交付和支持其产品完工而进行的一系列活动共同组成一家公司。他把所有能创造价值的活动划分为两种，分别是基本活动和辅助活动，其中基本活动可以为顾客直接创造价值，而辅助活动是基本活动的前提条件，间接创造价值^[35]。之后 Peter Hines（1998）对波特的价值链进行了拓展延伸，

在波特的理念中他更重视最后利润，而在 Peter Hines 眼中，价值链只是为满足最终目标的副产物。他认为企业如果运用价值链，就相当于把顾客的需求放在了首位，这是生产过程需要达成的最终目标，他更看重如何满足顾客的需求，因此他将供应商和顾客加入价值链。同时，他把价值链从企业内部的生产经营等环节拓展到企业的上下游之间，具有深远意义^[5]。Peppard J（2006）等认为价值链的概念在公司战略分析中占据了主导地位，它由价值创造逻辑支撑。而随着时代的发展，价值链概念逐渐衍生发展到价值网概念，据此提供了另一种视角，这将更适合运用于那些产品需求链和供应链都是数字化的组织^[8]。Schmitz H（2005）提出价值链是生产产品或提供服务所需的活动序列。价值链方法可用于帮助当地企业在全球经济中准确定位，提升其能力，改善工作条件，对企业的升级和盈利产生重大影响^[9]。由于有些行业如半导体和汽车行业具有复杂且缺少同步化等特点，C. Forster（2013）等认为半导体与汽车产业之间的价值链已经从传统的垂直一体化结构发展为高度复杂的多合作伙伴网络，价值链管理已经成为一项复杂的任务，它不能靠单一的战略来解决，而是需要若干措施的结合，旨在帮助这些行业里的企业更有效地协调生产能力，更好地应对价值链中的市场波动^[2]。Joanna Dehmer 等（2018）提出基于云平台的价值链管理。传统价值链流程向数字化价值链管理的转变，使企业能够持续建立并保持其在市场中的竞争力。纵观整个价值链，企业有特定的生产商、供应商、物流公司、客户和其他利益相关者等。通过将所有参与者、产品和服务整合到一个云平台中，并将价值链涉及到的产品、机器等数字化处理，就可以实现利益相关者之间以及价值链中所有对象之间透明、全自动的沟通^[3]。

我国对价值链开始研究的时间比国外学者稍晚。王光远学者（1994）在谈论管理会计的发展趋势时首次提出了价值链的概念，他认为价值链与服务于顾客需求的“作业链”相关联，由作业链的形成推演出价值链，经过价值链分析可以明确企业的竞争优势。在价值链分析中可能需要对采购生产等部分的作业进行分类以评估它们各自的贡献，而在会计中则直接将这此费用分为直接费用和间接费^[43]。陈京民（1998）年提出应当把价值链的分析方法运用到管理信息系统中，通过外部价值链分析便可以降低整个价值链的成本，提升产业合作伙伴的竞争力和收益。而利用内部价值链分析，可以让管理信息系统在设计分析

阶段就紧抓那些对企业经营活动至关重要的环节，以避免系统开发的失误^[16]。阎达五学者（2004）是提出价值链会计基本概念的第一人。他延伸会计管理的时间与空间维度，将价值链理论与现行会计模式相联系，完成了价值链与会计的融合，并且探索了研究的可行性和必要性，为价值链理论应用方面作出了巨大贡献^[45]。在阎达五学者研究的基础之上，结合国内外其他学者在价值链会计领域的研究补充，周慧（2013）认为企业绩效评价和价值链会计这两个领域之间有明确的理论共通性和契合性，于是她选取价值链的各维度，据此搭建出评价企业经营绩效的指标体系，基于阎达五学者的观点完善了价值链会计理论方面的研究^[51]。于世宁（2018）将价值链运用到企业并购活动中，从有形价值链和虚拟价值链两方面展开，企业通过开发和整合以上两方面的资源，可以使企业并购活动达到最佳效应^[46]。任云飞，顾新俊等（2020）认为通过寻找企业价值链中的核心要素，可以优化企业资源生产配置，展现企业竞争优势，这最直接的反映是企业是否为消费者创造了价值^[37]。刘斌（2020）为使管理会计报告体系涵盖内容更全面，根据其价值链视角全新设计了管理会计报告体系。六大子报告之间互补互联，可以使其在决策、控制、评价等方面的作用更加突出，有助于集团公司逐步推进与实现长远发展战略^[33]。田洪刚（2020）认为如果要在价值链管理模式上有所创新上，企业应注重技术进步，通过研发实施差异化战略，获取区别于其他企业的核心竞争优势^[40]。

1.2.2 现金流风险管理

现金流风险产生于企业生产经营中一些难以预料因素的发生而导致企业现金流出现不良状况，流转不利、资金短缺等，从而增加了企业的经营风险。学者从多维度对现金流风险做出了不同定义。陈志斌（2006）谈及现金流内部控制中面临的风险，认为现金流的安全性是企业稳定健康发展的前提。现金流安全性下包括法规性、流动性以及价值性风险，在这种情况下，法规性安全是基础，流转性安全是关键，价值性安全是根本，企业要有效管控这些风险^[18]。法红晶（2018）认为在企业运营发展环节中，因为受到一些不可预估和不确定因素的影响，导致企业出现现金收支不均衡的情况，由此产生了现金流风险，给企业造成经济严重损失的局面^[25]。

管控现金流风险的重要性对企业来说不言自明。现金流风险管理作为企业风险管理的一部分，需引起企业高层管理者的重视，针对问题采取有效风险应对措施，保证企业现金流的正常运转，为企业生产活动注入源源不断的动力。企业现金流风险管理的内容主要分为三步。

第一步是现金流风险识别。Hudáková M 等（2010）认为公司应当建立内部的早期风险识别系统，识别出影响所有主要业务领域的现金流的早期风险因素，这些因素对公司的生存构成了极大的威胁。控制支持计划必须精确地追踪到修订后的计划过程，以便提供更前瞻性的财务和经济指标。控制支持检查应比较已在过程中选择的变量，并根据它可以做出完成这些指标和估计企业整体状态的时间^[6]。刘红霞（2005）认为对企业现金流风险的识别主要集中于三方面，一是研究现金流量表的结构，二是构建现金流风险识别指标体系，三是构建风险识别模型，确定现金流风险临界区间^[31]。朱妍（2017）将现金流风险识别分为现金流指标子机制、结构子机制和综合子机制三个机制，从定性和定量两个方面入手，全面衡量企业需要面对的现金流，预测其发生的可能性大小^[53]。田忠涛（2017）提出现金流风险识别应保持总和分的双向结合，即一方面要在识别现金流风险时于源头处寻找可能引发的各类风险，还要在现金流风险较低时查找风险来源，有效控制预防现金流风险扩散^[41]。法红晶（2018）提出环境分析法、专家意见法、幕景分析法以及报表分析法四种现金流风险识别方法^[25]。

第二步是现金流风险评估。对不确定现金流的风险评估不仅需要考虑现金流的数量，还需要考虑现金流的时间。Acciaio B 等（2012）提出了运用风险测度理论中的概念和方法来解决这一问题，同时加以实例验证。虽然目前有评估和预测建筑业风险的模型，但还没有提出一种包含风险对项目现金流影响的技术^[1]。Mahmoud H 等（2021）通过德尔菲等方法提出了 CFRI（现金流风险指数），它有助于量化风险对建设中项目现金流的影响程度，并能提高现金流预测的准确性^[7]。王春峰等（2009）对现金流管理做了深入研究，他认为在经过流动性管理、盈余现金管理、现金流平衡管理、现金流创值管理四个阶段后，现在企业步入了现金流风险管理阶段，它成为企业管理的重要组成部分。对此提出三种不同的现金流风险的度量方式：波动性指标、在险值技术和财务指标法^[42]。陈志斌，叶玲娜（2011）认为现代现金流风险管理的目标有三个，分别是持续性、

安全性和创值性，据此构建了现金流风险评估的指标体系，一共分为七个模块，其中两个模块的指标体现现金流的安全性，三个模块的指标体现现金流的持续性，两个模块的指标体现现金流的创值性目标^[20]。而赵良军（2012）在他们研究的基础上进一步推进，认为现金流风险管理的目标不止一个，但安全性和创值性目标处于主要领导地位，他在两个目标下划分出六个模块，分别是法规性安全、流转性安全、价值性安全、成长性、效益性和效率性^[48]。黄轶飞等（2014）分别采用在险值技术、波动性指标分析法和财务指标分析法度量了某全球性医药公司现金流风险，认为对现金流风险度量可以帮助管理层识别到企业现金流管理中存在的各类风险^[28]。朱莉等（2019）采用 CFaR 模型评估乐视网现金流风险的大小，同时结合有关财务指标分析相关事件得出了导致现金流风险的主要原因^[52]。

第三步是现金流风险应对。Tsai C Y.（2017）通过建立在简单需求过程上的分析模型，检验了成本方面和现金流风险之间的基本关系。他以一家上市公司财务数据为例，分析了对价值链流程的改进如何降低现金流风险，提出可以利用新的生产技术，例如 3D 打印来降低现金流风险^[11]。根据企业所处的生命周期，陈志斌（2006）认为每一不同生命周期所采取的现金流风险管理对策有所不同，应当厘清处于不同生命周期的现金流运动特征和逻辑关系，建立基于生命周期的现金流管理模型^[17]。欧阳斌（2009）认为当企业的现金流组织结构出现问题时，应当考虑是否需要完善企业的组织结构，因为这两种组织结构理应相互匹配相互成就。同时企业也需要关注现金流风险内部控制的建设，以减少正常运营中现金流发生严重风险的可能性^[36]。刘金霞（2012）等认为，为了减少现金流风险对企业的负面影响，同时更好的对企业进行风险管理，需要采取合适的管理手段和工具。其中现金流套期保值、金融衍生工具和实物期权等合理运用能有效管控和降低现金流风险^[32]。董盈厚等（2021）从金融资产角度出发，提出为有效防范现金流风险，首先需要配置合理的金融资产，其次要充分认识到金融杠杆在企业中起的至关重要性作用。最后优化金融资产的配置结构^[24]。

现有研究中，学者们也对企业中现金流风险的相关影响因素进行了研究。Wickramasinghe M B 等（2017）选取斯里兰卡科伦坡证券交易所 295 家上市公司中 65 家 2011-2015 年年度报告中的现金流量表进行检验。通过实证研究发现，

企业经营现金流的风险管理与可持续财务绩效之间存在负相关关系，而投资现金流风险管理与可持续财务绩效之间不存在相关性^[13]。Harris C 等（2019）检验了现金流波动与资本结构决策之间的关系，结果表明，现金流风险的增加会影响资本结构，经营性现金流短缺的企业会更加依赖债务^[4]。陈志斌等（2015）研究了产品市场竞争程度是否会影响企业现金流。研究表明，产品市场竞争力越小，该企业面临的现金流风险越大，但该结论也会因企业不同而有所区别。因此企业面对现金流风险时应当准确进行自身定位，考虑采取适当的管理会计工具如情景分析法，研究市场环境，在对价值和风险权衡后选出适合自己的竞争战略^[22]。对企业而言有稳定的现金流是其长久生存发展的重要条件，赵帅等（2020）用 2007-2017 年沪深 A 股的上市公司有关数据作为研究样本，通过实证研究发现，会计稳健性可以缓解其余的融资约束，从而有效降低企业的现金流风险^[49]。

1.2.3 价值链视角下现金流风险管理

Tsai C Y.（2008）用计划期限内每个时期的现金流入、流出和净流量的标准偏差对与价值链相关的现金流风险进行了建模。研究后对此建议，为降低现金流入风险，缩短现金转换周期，可以采用以应收账款为标的物发行资产支持证券的最佳策略^[10]。Walters D.（2009）认为现金流风险管理与战略决策是相关的，两者都对企业组织的价值产生影响，高级管理层越来越意识到现金流的重要性。一个与现金流相关的有效的价值创造战略可以让一个组织超越自己的界限，通过与具有互补能力的伙伴组织合作确定核心竞争力，协调价值生产过程，这种模式在多个行业通过价值链、价值网的方法得以实施^[12]。Zhao F 等（2015）采用简化的配置模型对双渠道价值链中的现金流风险进行建模，考察了影响现金流偏好的风险因素。从数值分析的结果可以看出，由于风险累积的特性，在较长的预测期里风险也会随之增加。安全库存水平的提升虽然会使库存成本较高，但也会降低现金流风险。制造商如果能收集更多早期参与到双渠道价值链中的信息，其面临的现金流入风险就会更小^[14]。

国内学者对基于价值链的现金流风险管理也展开了研究，侯丽英（2009）认为价值链视角下的现金流风险管理可以帮助企业分析的更全面。在企业外部

价值链研究中，她以原材料成本价格的波动作为其中一个重要要素，通过 Risk Metrics 和 EWMA 等方法研究发现外部价值链会对企业未来现金流产生影响^[27]。尚洪德（2009）提出价值链为企业风险管理的拓展和延伸提供了一个新平台。他认为价值链和现金流二者相互作用，价值链为企业进行现金流风险分析提供了战略基础，而现金流又流经于价值链的各个环节，可以量化价值链管理^[38]。梁丽（2014）根据价值链理论提出了一套基于价值链的现金流风险管理模式，并从营销战略、利润战略、风险战略和企业价值战略四个方面提醒企业以此开展现金流风险管理，寻找企业独特的竞争优势^[30]。车培荣等（2019）通过研究小米公司财务战略、经营战略等，认为企业在聚焦价值链关键环节的同时也要剥离非增值环节，优化资源配置的同时也需要降低关键环节的成本以实现价值创造。同时要注重供应链融资和战略合作伙伴的选择，实现价值链各个环节现金流的有效合作，确保资金链的完整和顺畅运行^[15]。汤婷婷（2020）研究了乳制品行业现金流风险管理现状并指出了存在的问题，之后为实现企业价值最大化目标，从价值链视角提出优化企业现金流风险管理的相关措施^[39]。

1.2.4 文献评述

通过上述对国内外相关文献的梳理可以看出，国外学者在价值链理论研究方面取得了丰硕的成果，首先提出了价值链的概念，之后将价值链理论得以延伸，合理扩展运用到现在的大数据时代。国内学者的研究起步较晚，自学者王光远引入波特的价值链之后，我国研究者对价值链的探讨也逐步开展深化，延伸出了价值链会计概念，并逐步完善了理论体系。价值链这一理论近几年来更是被广泛运用到企业战略管理、管理会计报告体系之中，为企业的长远发展带来有利帮助。

国内外对现金流风险管理的研究越来越深入和完善，学者们普遍认为企业如果出现现金流问题，可能会导致企业日常经营过程中出现一些困难，企业对外形象受到折损，从而使销售额骤降，利润亏损，投资者对此丧失信心，最终致使企业面临严峻财务风险甚至破产。企业的现金流风险管理内容分为三步，分别是对其风险进行识别以及评估量化，然后对其风险进行控制。在现金流风险评估方面，最终确定现金流风险管理有两大主要目标，分别是安全性和创值

性。而国外学者对可能会影响到现金流风险管理的相关因素的研究较多，提出了可持续增长率、资本结构等，国内在这方面的研究内容有所欠缺且覆盖面不够广泛。

目前在价值链的角度下进行现金流风险管理的研究较少，且大多停留在理论层面，只是提出了将二者结合起来的可行性和必要性，并对如何结合进行了简要描述，关于把价值链和现金流风险结合起来的实证和案例分析的研究较少，这样便没有将两者结合后的成效很好体现出来。所以本文选择价值链的视角，选取具体的一个案例公司进行现金流风险管理方面的探究。首先根据价值链的各个环节，利用相关财务指标对案例公司进行风险识别，然后根据现金流风险管理的两大目标安全性和创值性，选取恰当指标建立评价体系对其现金流风险综合评估，最后对研究过程中发现的问题提出应对措施，增加我国这方面的案例研究，补充现金流风险管理效果论证。

1.3 研究内容与研究方法

1.3.1 研究内容

本文从价值链的视角出发，研究企业日常经营中各项活动环节存在的现金流风险问题，基于现金流风险管理的两大目标选取恰当指标评估内外价值链中现金流风险的大小，并构建风险评估体系综合评定现金流风险，为企业在价值链各环节的现金流风险管控提出可行的建议。本文主要框架图如图 1.1 所示。

第一章，绪论。本章首先叙述了整体的研究背景、研究意义，同时对国内外文献进行梳理，文献综述包括价值链研究、现金流风险管理研究和价值链视角下现金流风险管理研究三个方面。最后介绍论文的研究框架和采用的研究方法。

第二章，相关概念及理论基础。论文选取的理论基础有风险管理理论、价值链理论和 DSO 理论，做简单阐述后介绍论文中如何运用，为后续案例分析提供理论指导。相关概念包括价值链管理、现金流风险管理和熵值法，厘清价值链视角下现金流风险管理的目标和内容。

第三章，案例公司基本情况介绍。简要介绍江淮汽车的基本情况，包括基

本业务、组织架构、主要经营情况等方面，同时对江淮汽车近六年的现金流量基本情况进行分析，初步确认是否存在现金流风险。

第四章，价值链视角下江淮汽车现金流风险识别。分别从内部价值链和外部价值链两个方面七个环节对江淮汽车相关的现金流风险进行识别，内部价值链中包括采购、生产、销售、研发四个环节，外部价值链中包括供应商、客户、筹资三个环节，找出江淮汽车近六年在价值链各个环节中可能存在的风险问题。

第五章，价值链视角下江淮汽车现金流风险评估。以现金流风险管理的安全性和创值性两个目标为出发点，根据学者通过实证研究得出的现金流风险评估指标体系，结合对江淮汽车内外部价值链环节的分析，从偿债性、流动性、收益性和成长性四个方面选取恰当指标建立现金流风险评估体系，采用熵值法进行权重确定，运用评分法来具体量化现金流风险的大小，综合性的对江淮汽车现金流风险进行评估分析。

第六章，价值链视角下江淮汽车现金流风险应对。根据上述对江淮汽车现金流风险的识别和最终评估，针对存在的现金流问题从现金流风险管理的两大目标入手提出应对措施，从而有效控制江淮汽车日后经营中面临的现金流风险，同时也希望能为汽车行业现金流风险的控制提供一些新思考。

第七章，结论与不足。对本文所研究的内容及得出的结论进行总结，并对文章需要改进的地方提供展望，为后续的研究拓宽范围。

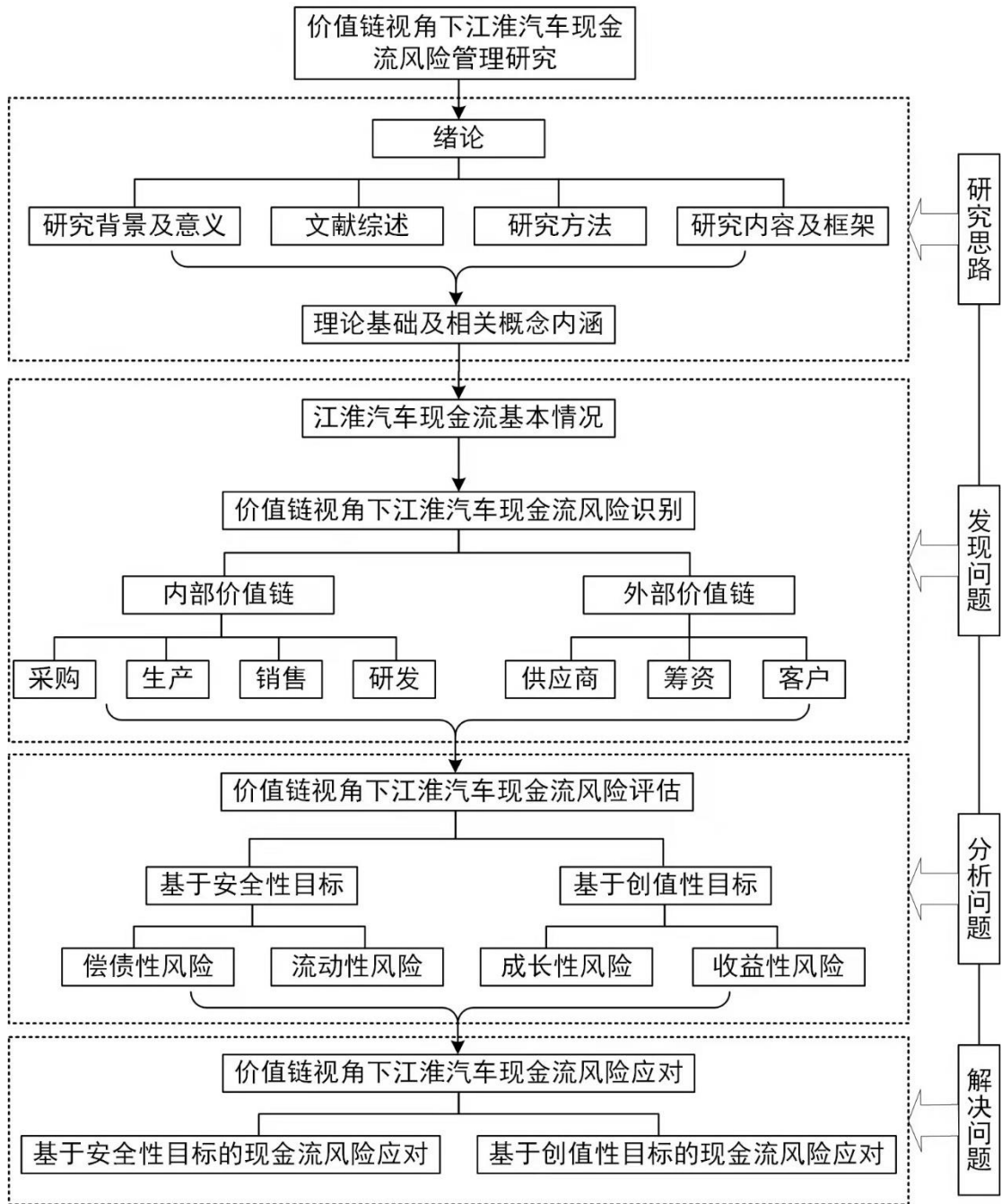


图 1.1 本文主要研究内容框架图

1.3.2 研究方法

本文主要研究方法为案例研究法，同时也结合了定性与定量分析法。案例分析法是指选取一项特点突出具有代表性的事物或现象，展开深入研究获得全

面认识的一种分析方法。主要包括两个步骤，一是根据分析目的选择有代表性的研究对象。第二是详细收集被选对象的所有资料。在价值链特征明显的汽车制造行业中，本文选取上市多年目前在寻找一定战略转型的老牌国企江淮汽车为剖析对象，以江淮汽车的价值链为分析视角，广泛收集有关财务资料，根据价值链各环节和现金流风险管理的目标，进行现金流风险的识别、评估和应对流程。同时，本文结合案例公司所处的市场环境和自身业务经营情况进行了定性分析，预估案例公司目前可能面临一定的现金流风险问题，同时对公司相关财务数据进行分析完成定量，确立了评估现金流风险的评价体系，衡量得出案例公司历年现金流风险的大小和现金流风险管理中的缺陷，为现金流风险的后续管理提出控制和改善措施。

2 相关概念及理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 价值链管理

价值链将企业的价值创造活动分为两个维度。横向维度的活动能直接创造价值，是企业的基本活动，包括内部后勤、生产经营、外部后勤、市场营销和服务，它们属于价值链的核心环节。纵向维度间接创造价值，是企业基础活动提供前提条件提升企业绩效的支持活动，包括采购管理、技术开发、人力资源管理 and 基础设施四项^[29]。

在价值链管理中，其内部价值链在企业的合理运用可以帮助企业降本增效，明确每一个可以增值的环节，从而进行优化调整，加强各个环节之间的协作，与企业整体产生“1+1>2”的效果。其横向和纵向价值链可以使企业注重与上下游和竞争企业之间的关系，与上下游企业达成协议形成联盟，关注其他企业优势所在，调整自身的发展方向和战略，确定核心竞争力，扩大企业经济行为边界，帮助企业创造新价值。总而言之，价值链管理的作用就是改善企业主要的经营环节，以降低成本提升企业价值。

2.1.2 现金流风险管理

上世纪 90 年代，随着企业风险管理概念的兴起，现金流管理也进入了风险管理阶段，衡量现金流风险并采取有效对策成为现金流风险管理的核心。

价值链和现金流风险管理之间最大的共通之处在于二者目的都是要为企业创造价值，而创造价值的前提基础是保证企业生产活动中所需现金流的正常周转，使企业发展和扩张都有充足的现金流，保障现金流不断裂，生产经营处于一个安全状态。虽然企业要想获取高收益必须承担相应的高风险，但如若对经营活动中的可能发现的现金流风险置之不理任其发展扩散，这并不是最佳举措，并不能实现企业价值最大化。根据学者的观点论述，最终本文确定价值链视角下现金流风险管理的目标有两个，一是安全性，二是创值性，两者缺一不可。

（1）安全性目标

企业应当具有在外部环境比较恶劣情况下依然能维持正常经营发展的能力，在这其中拥有充足的现金流不使企业现金链断裂显得尤为重要。企业开展现金流风险管理最初的出发点就是为了规避企业经营中潜在的风险，使企业拥有一个稳健发展的安全环境。企业现金流风险管理安全性目标下可分为两个维度，分别是流动性和偿债性。企业生产经营活动中若出现资金周转不足，现金链出现缺口，就无法保证每一环节的正常进行。企业必须尽量缩短现金在每个环节收回和停留的时间，保证创值效率不会受到影响。企业除了依靠自身现有的现金流，还需要具备一定的借贷能力，相应的就需要企业有较强的偿债能力，充分投资不造成现金冗余的同时也要警惕现金短缺问题，合理运用财务杠杆，避免出现资不抵债偿还不清的现象。

（2）创值性目标

对企业而言，其发展经营的最终目标是创值价值，实现盈利。在创值性目标下有两个小目标，一个是成长性。企业不应该只局限于目前的发展状态，而是需要维持充足的现金流进而达到不断扩张的成效。另一个维度是收益性。通过分析现金流量表我们可以清楚知道一家企业的经营是否健康有持续性，是否在创造利润的同时还可以创造出现金收益，是否拥有创造现金收入的能力

在价值链视角下，现金流风险管理的内容和企业风险管理大致相同，分为现金流风险识别、评估和应对。

（1）现金流风险识别

现金流风险识别是整个风险管理的起点，只有准确识别出现金流风险涉及企业生产经营中哪些关键环节，才可能提前采取应对措施进行降低和管控。将价值链管理运用到企业现金流风险管理中，通常在企业内部会涉及采购、生产、研发、销售几个关键环节。

在采购环节中，企业采购部门通常需要进行调研，选择合适的商家购买原材料、工程物资等，采购材料的数量和价格中暗藏着现金流风险。如果采购数量较多造成库存积压，不仅需要支付一定的仓储费用，增加现金流流出，还可能面临原材料等成本忽然降价、质量受损等问题，影响现金流的流动性。如果采购数量计算不准确造成采购次数增加，也会使现金流陷入周转困难问题，同

样这也体现在付款方式方面，企业应当恰当运用供应商提供的信用期折扣，同时合理延长应付账款周转天数，加强企业占用资金的能力。

在生产环节中，如果企业生产效率低下，可能增加生产成本，同时造成供不应求的现象，从而导致产销不平衡，影响后面的销售利润和现金流的流入。而企业生产的产品质量如果不佳，后期企业会面临返工、赔偿等一系列问题，带来现金流的不必要流出。

研发环节是一个需要长期积累，成效显示时间较长的环节，前期可能需要大批现金流的投入，后面陆续几年才慢慢会有收益的回报，这会导致企业现金流流动速度慢，短期内无法回收。同时如果企业不思进取，不重视研发环节，导致产品更新换代效率慢，跟不上时代需求，这将会影响企业的发展，更不提现金流会出现严重问题。在这一环节，企业不应急于求成，而应当调节其他环节现金流的投入产出比，避免此环节因现金流断裂而造成研发中止一无所获。

销售环节作为企业现金流入的一个核心环节，重要性体现在两个方面。一是体现在收现能力方面，如果企业营业收入表现良好，但实际收现能力不强，当期现金款通常无法及时收回，这极大概率影响企业现金流的流入，造成企业资金短缺，无法维持正常的运营周转，影响现金的使用效率，再而影响企业的持续发展。二是体现在企业的营销服务方面。产品的销售离不开营销服务，而为了开拓销路吸引消费者，企业需要投入大量的营销费用，这会带来现金流的流出，如若采取手段有误方法不佳，可能并不会增加企业的现金流流入，结果适得其反。

企业外部价值链中通常包括其上下游企业、提供借款的银行和同一行业的竞争对手。企业与上游供应商之间的现金流风险体现在其讨价还价能力和付款方式中。如果供应商讨价还价能力强会导致原材料价格偏高，增加现金流的流出，而付款方面如果付款期限短、信用期间折扣较高等，会使得企业选择提前或较早支付货款，使得资金流出过快，其他环节现金流可能出现短缺等问题。企业与下游顾客之间的现金流风险主要体现在顾客信用方面，如果企业前期对大型顾客信用资料调查不清，信用管理不够完善，同时自身制定了不合理的信用政策等，这些均可能导致现金流流入较慢，使得资金周转出现问题，影响现金的使用效率。同时也需要调节企业与银行之间的关系，企业如出现短期

资金周转困难等问题，还需向银行申请贷款缓解目前的困境。但需把握融资结构的问题，短期借款虽然利率低，但还款压力大，企业需合理调整长短期借款结构，避免盲目投资使得现金流无法按期正常收回。

（2）现金流风险评估

现金流风险评估作为现金流风险管理的第二步，是一个标准定量的过程。企业要想控制现金流风险，就需要在识别关键环节的现金流风险的基础上用数据去量化风险的大小，直观的数据会让企业更为感知现金流风险管控的重要性。根据价值链视角下现金流风险管理的安全性和创值性两大目标，同时参照陈志斌学者创建的现金流风险评估体系，将现金流风险划分为偿债性、流动性、成长性和收益性四个维度，选取现金总负债比、现金流动负债比、现金流量利息保障倍数、存货周转率、应收账款周转率、应付账款周转率、现金净流量增长率、研发支出占营业收入比率、销售增长率、现金流量适合比率、现金再投资比率、销售现金比、现金流入流出比、销售现金净流入比、盈余现金保障倍数和全部资产现金回收率十六个指标来量化。之后对这些选取的指标数据确定权重，与行业平均值作比较打分以此量化企业现金流风险，判断在价值链中哪些关键环节存在现金流风险，从而采取相应的管控措施。

（3）现金流风险应对

风险应对是企业现金流风险管理的最后一步。在价值链视角下，企业对识别出的风险需要针对内外部价值链分解加以控制，提高现金流的周转率和其使用效率，实现安全性和创值性目标。

在企业的采购环节，除了规范招标流程、严格控制采购成本这一重要举措外，还需要制定合理的计划严控采购数量，数量的堆积或短缺对企业的现金流都会造成不利影响。而在企业的生产环节，作业流程的设计和优化是重中之重。企业可以采取合适的管理会计工具，准确分配计算生产成本，寻找出增值作业和非增值作业，从而有效降低成本，提高生产质量，减少不必要现金的流出。在研发环节，研发的成果是一项无形资产，如果研发成功带来的效益将是持久巨大的，为避免研发失败、中断的风险，企业应当留足现金投入，给予研发人工充分的工作支持。在企业的销售环节，销量的提升可以为企业带来大量的收入和利润，所以必要的营销费用支出是不可缺少的。利润固然重要，可实实在

在的现金流入才是维持企业正常运营发展的关键。所以应当提升企业的应收账款能力，保证资金周转率和现金流正常收回。

在外部价值链涉及环节中，企业应当合理开展一体化战略，与其上下游共同形成价值联盟。了解下游顾客的真实需求，改进自身的生产标准和品牌设计，同时与上游供应商及时沟通，选取性价比高的材料，共同商议新销路和产品，抢占新市场。在资金的支付和收回方面也应当有一个合适的自由度。与供应商修建良好关系，推迟付款期限，把握信用期间的折扣，提高资金使用效率。与客户之间维持相互信任关系，拉拢大型客户的同时也要保障资金的正常收回，减少坏账发生。企业同样需要保持良好的征信记录，以便在资金周转不开需要融资阶段可以及时从银行那里得到借款，解燃眉之急。

2.1.3 熵值法

熵是对不确定性的一种度量，可以用熵值判断指标的权重，即指标熵值越小，离散程度越大，指标权重越大，反之，权重越小。这一方法首先出现在物理学领域，然后逐渐应用于管理学、统计学领域，并发展成为一种方法，在多种评价指标存在的情况下，评价指标要素的重要性并为其赋权。相对于层次分析法和专家评分法等方法的主观性，熵值法以样本数据本身为基础，不受经验判断的主观影响，能在指标体系中客观的提供权重，具有较高的可信度和精确度，同时在实际操作中并没有对样本数据有太多的限制条件，具有广泛的实用性。

根据上述概念和基本原来，熵值法具体计算执行步骤如下：

设某公司有 n 个评价对象，表示不同年份。每个被评价对象的指标有 m 个， X_{ij} 为第 i 年的第 j 项指标($i=1, 2, \dots, n; j=1, 2, \dots, m$)。首先根据选取的指标得出原始数据矩阵，运用熵值法对其赋权。

第一步，建立原始数据的矩阵 X_x 。

$$X_X = \begin{bmatrix} X_{11} & X_{12} & \cdots & X_{1m} \\ X_{21} & X_{22} & \cdots & X_{2m} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ X_{n1} & X_{n2} & \cdots & X_{nm} \end{bmatrix} \quad (2-1)$$

第二步，对指标进行标准化处理。正常情况下，各个指标由于性质和计量单位不同，没有办法直接进行比较分析，所以必须对这些数据进行标准化处理，然后再进行后续步骤。

逆向指标是指取值越小越好的指标，其处理方法依据公式（2-2）

$$Y_{ij} = \frac{X_{max} - X_{ij}}{X_{max} - X_{min}} \quad (2-2)$$

正向指标是取值越大越好的指标，其处理方法依据公式（2-3）

$$Y_{ij} = \frac{X_{ij} - X_{min}}{X_{max} - X_{min}} \quad (2-3)$$

其中， X_{ij} 为第*i*年第*j*项指标的数值， X_{jmin} 和 X_{jmax} 分别为第*j*项指标所有指标中的最小值和最大值。

适中性指标是指取值保持在一定区间效果会更好的指标。对它的处理可先利用公式 $X'_{ij} = |X_{ij} - a|$ （其中*a*为适度指标的适度值）将其转化为正向指标，之后利用公式（2-3）进行无量纲化处理。

经过上述过程，得到现金流风险评估指标的规范化矩阵*X*，如公式（2-4）所示：

$$X_Y = \begin{bmatrix} Y_{11} & Y_{12} & \cdots & Y_{1m} \\ Y_{21} & Y_{22} & \cdots & Y_{2m} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ Y_{n1} & Y_{n2} & \cdots & Y_{nm} \end{bmatrix} \quad (2-4)$$

第三步，计算第*j*项指标下第*i*个对象其中的比重，如公式（2-5）所示：

$$P_{ij} = \frac{Y_{ij}}{\sum_{i=1}^n Y_{ij}} \quad (2-5)$$

第四步，计算第*j*项指标的熵值，其中， $k = \frac{1}{\ln(n)} > 0$ ，若 $P_{ij} = 0$ ，则取 $\ln(P_{ij}) = 0$ 。公式（2-6）如下：

$$e_j = -k \sum_{i=1}^n P_{ij} \ln(P_{ij}) \quad (2-6)$$

第五步，计算第 j 项指标的差异化系数，其中， $e_j > 0$ ，如公式（2-7）所示：

$$g_j = 1 - e_j \quad (2-7)$$

第六步，计算第 j 项指标权重。根据上文的熵值公式，可以得出原始矩阵中每一个财务指标的权重，反映其在评价时作用的大小，计算公式如下。

$$W_j = \frac{g_j}{\sum_{j=1}^n g_j} \quad (2-8)$$

2.2 理论基础

2.2.1 风险管理理论

上世纪 50 年代加拉格尔在论文《风险管理：成本控制的新阶段》中首次提出风险管理的概念^[44]，风险管理作为一门学科开始被人熟知。国外的风险管理理论历程大致可分为传统风险管理、现代风险管理和全面风险管理三个阶段，而我国众学者对风险管理的研究自 20 世纪 80 年代后才慢慢展开。1997 年亚洲金融危机的发生成为一个契机，国内风险管理问题的概念和理论框架开始逐渐形成，人们重视金融风险的同时也引进和应用了国外发展多年的风险管理技术^[47]。随着国资委在 2006 年颁布的《中央企业全面风险管理指引》文件，标志着在我国风险管理理论进入一个新的发展阶段。

21 世纪来临后，风险管理理论已经发展到了第三个阶段——全面风险管理阶段，它打破了传统企业风险管理的局限，其更强调的是风险和收益的协调，能够从更全面的视角运用更新的工具和方法帮助企业综合管理风险。这个阶段的目标旨在能够在控制风险的同时获得收益的最大化，属于一种主动型风险管理^[34]。它把企业所有的风险管理活动集中，展现一个“整体”观念。各类企业实施企业风险管理理论，一方面可以帮助其更好的把握整体的风险状况，减少风险控制成本，另一方面可以提升企业的经营业绩和绩效，从而达到价值创造的最终目的。

企业风险管理理论延续采用了“风险识别——风险评估——风险应对”的

分析框架，注重以历史数据为分析基础，预测企业未来风险事件的发生概率与危害程度，从而在管理过程中采取有效措施加以应对，将风险发生的可能性降至水平线下。现金流风险管理作为企业风险管理的一部分，它把金融工程以及公司财务相关的理论等相结合，发展了新方法，开创了新领域^[42]。

2.2.2 价值链理论

迈克尔·波特首次提出价值链概念，他把企业整体的经营活动划分为单个、具体的环节，它们之间相互影响和关联，通常一个环节的盈利或差错都可能影响到另一个环节。在这些众多环节中，能够为企业创造价值，形成竞争优势的环节才为企业的关键价值环节。

后来人们根据波特价值链理论和企业生产经营环境中增值活动的特征，对价值链进行了细化，进一步分为内部、纵向和横向价值链三类，横向和纵向价值链又被统称为外部价值链。企业内部价值链与生产经营中设计、采购、研发、生产、销售等每一个环节息息相关，它体现了提供给客户商品价值的形成过程。企业内部价值链管理的目的是为了降低企业各环节的可控成本，例如采购成本，生产成本等，实现企业经营环节优化。企业的纵向价值链就是基于一体化战略，将企业作为一个原点前后延伸，把企业的上下游作为一个整体来考虑，从供应商那里获取原材料，然后再生产加工后销售至顾客手中。企业的横向价值链是指与企业所处同一行业中的企业之间相互作用相互影响而形成的链条，它反映了企业之间相互竞争又相互促进的关系。^[6]外部价值链管理的目的是结合企业上下游和竞争对手的基本情况，在整体环境下思考企业所处链条的精准定位，关注自己特有的核心竞争力，整合资源，确定发展方向。

随着信息技术与互联网快速发展，任何企业不可能拥有价值链中所有环节的优势，为了权衡利弊，企业必须准确识别出自己的劣势环节，采取外包、战略联盟等有效措施进行控制和缓解，同时保留自我的优势环节，在一片红海市场中拥有一方独特的蓝海战略，保证企业的核心竞争力和经营目标的实现。江淮汽车应当紧抓价值链中的关键环节，在努力降低自身现金流风险的同时能够实现价值最大化，完成战略转型和最终经营目标。

2.2.3 DSO 理论

DSO 理论是指一家企业把它的账目变成现金的平均时间，用于说明企业卖出产品的平均回款周期。学者对此有设立一个标准值，当企业的应收 DSO 值超过 35 天时，该企业的财务状况可能表现不佳，整个现金流运转中可能蕴藏风险。尤其当应收账款的 DSO 大于应付账款时，整个企业的现金流就可能处于即将断裂状态，两者差异越大，现金流风险就越大，此刻企业不能再选择盲目扩张，而是应当加强回笼资金，维持企业现有现金流，因此，DSO 理论可以在企业日常经营中得到有效应用。企业对影响到自身 DSO 值的客户需要采取一定的有效措施如给予现金折扣或销售折扣等对此进行转化。同时企业需要不断扩大经营层面，吸引新客户付款，因为通常而言新客户会选择现金付款，这样可以保障企业现金流的流转运行正常。DSO 理论除了涉及到企业客户环节的现金流，同样也可适用于企业筹资环节，如银行借款等，通过 DSO 理论可以发现，如果企业内部存在严重的现金流风险并不能快速化解危机，那么之后有再多资金也是提供他人使用，对自身的增长起不到实质性的作用。江淮汽车应当时刻关注自身的 DSO 值，据此调整相关战略使现金流处于正常流转状态中。

3 案例公司基本情况介绍

3.1 江淮汽车简介

安徽江淮汽车集团股份有限公司（简称“江淮汽车”）前身为创建于 1964 年的合肥江淮汽车制造厂，历史声誉悠久。后江淮汽车于 1999 年 9 月 30 日正式成立，在 2001 年于上海证券交易所上市。江淮汽车销售业务范围广泛，先后涉及节能汽车、智能网联汽车和新能源汽车等产品，将研、产、销、服集成于一体，是一家综合性汽车企业集团，同时涵盖了汽车出行、金融服务等其他多个领域。为有效面对国内市场的竞争，获取差异性优势，江淮汽车将战略重点放在“产品+服务”的立体化发展格局上，围绕业务采取前向一体化和后向一体化战略并进行延伸，初步形成了“整车+零部件配置”以及“汽车出行和汽车服务”四个业务板块和两个领域。在用车品类上，江淮汽车继续发挥在整车业务上的累积性优势，夯实乘用车和商用车两大品类市场竞争力。一方面，在乘用车上陆续推出思皓、瑞风两大品牌的多类型用车；另一方面针对商用领域，江淮主打产品的功能性特征，开始构建货车、商用车、客车等产品矩阵，除此之外，还包括变速箱、发动机等核心零部件。江淮汽车意在打造“三全”系列的服务平台，即全生态链、全产业链和全价值链。

江淮汽车现拥有一支 5000 多人的高水平研发团队，研发体系始终坚持“以我为主、与时俱进、优势互补、放眼全球、贴近市场”的五层次理念，同时坚持产品平台化、技术领先化、开发迭代化三项原则，持续推进技术在环保、安全、节能、舒适、智能网联等方面的发展和应用，在新能源、智能、节能等多个技术方面取得了全面进展，拥有了属于公司自己的核心竞争力。近年来，江淮汽车先后获得多项荣誉，被评为“国家火炬计划重点技术企业”和“国家级创新型企业”。

3.2 组织结构

为应对汽车行业和企业转型升级的需求，江淮汽车内部全体上下统一形成

高度共识，对组织结构的改革向更有效率和能力的方向出发，在优化平台管理体系的同时进而优化各个事业部的组织体系。目前江淮汽车设立了包括财务部、技术部在内的多个部门，其中，总经理对财务部直接管理，对公司的成本和费用进行核算和评估，同时对公司的绩效水平进行综合评价。

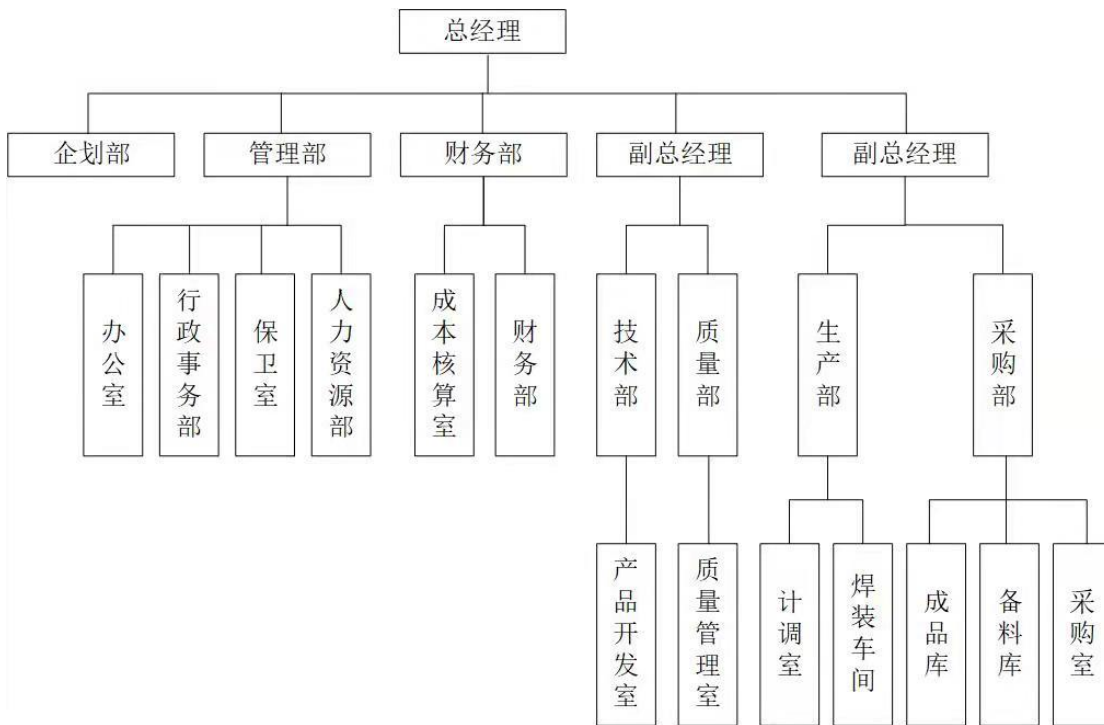


图 3.1 江淮汽车组织结构图

2020 年江淮汽车进一步优化各项办公流程，大力推行办公电子化，该做法迅速提升了公司的运营效率。

3.3 经营模式

近年来，江淮汽车以“产品升级”为主题，紧抓产品全流程精益管理这条主线，对内进行组织结构的调整，围绕用户需求进行全面改造，对外加大合资合作力度，获取资源的同时加强自身服务的综合竞争力。在零部件的采购环节中，江淮汽车采用外购+自配的模式，通过自身服务平台连接了众多的上游零件供应商，同时加大供应商的考核力度，坚持以发展“收支平衡、规模和效益、可持续增长”的高质量供应商为目的，匹配相应的内部管理，使商用车和乘用车

车的发动机自配率逐步提升，其中，乘用车发动机自配率更是接近 100%。在生产制造环节，江淮汽车形成“整车生产、发动机、齿轮箱”三大生产基地，优化产品结构和产业布局，保障自身在整个价值链中的主导地位，并通过平台连接服务，节省了自身成本，提升了顾客满意度。在销售营销环节，江淮汽车对传统营销环节中的经销商渠道进一步拓展，形成了以下三种业务模式：1、公司整车采取代理销售模式；2、在海外市场采取以授权海外经销商经销公司产品为主，同时委托国内的外贸企业代理出口的营销网络结构；3、在海外建立子公司直接经营。

3.4 主要经营情况

汽车行业属于政策影响较大的行业之一，江淮汽车的营业情况在近年来受政策影响较大。根据江淮汽车年报来看，江淮汽车 2020 年销售各类汽车及底盘 45.34 万辆，与同期相比增长了 7.63%，实现营业总收入 428.30 亿元，与同期相比下降了 9.42%，究其原因主要是由于江淮汽车执行新收入准则所致。根据会计准则有关规定，公司对与蔚来汽车合作生产的产品的销售收入采用净额法计量，这导致营业收入有所下降。在三费中，销售费用有了明显的下降，同样也因为执行新收入准则所致，江淮汽车选择把符合合同履约义务的运输费归入营业成本，计提的销售返利计入营业收入。而研发费用的提高表明江淮汽车今年对研发投入方面的高度重视，这将是江淮汽车实现战略升级和转型的重要基础。从江淮汽车产品类型的营业收入和毛利率来看，几乎各类产品的毛利率与上年相比均有所下降，乘用车的销售情况不佳，低于商用车产销，这与行业趋势相同。在 2020 年度江淮汽车实现净利润 1.43 亿元，同比增长 34.52%。

表 3.1 2020 年利润表相关科目变动情况

单位：元			
科目	本期数	上年同期数	变动比例 (%)
营业收入	42,830,768,142.95	47,286,043,656.13	-9.42
营业成本	38,847,435,232.89	42,292,256,576.80	-8.15

科目	本期数	上年同期数	变动比例 (%)
销售费用	1,537,828,110.02	2,100,401,480.65	-26.87
管理费用	1,791,308,285.60	1,813,469,923.47	-1.22
研发费用	1,676,691,229.41	1,183,105,814.32	41.72
财务费用	366,009,975.25	316,367,266.62	15.69

数据来源：江淮汽车 2020 年年度报告

表 3.2 2020 年主营业务分行业、分产品情况

单位：亿元

主营业务分行业情况						
分行业	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
制造业	393.26	360.17	8.27	-10.74	-9.03	-1.73

主要业务分产品情况						
分产品	营业收入	营业成本	毛利率 (%)	营业收入比上年增减 (%)	营业成本比上年增减 (%)	毛利率比上年增减 (%)
乘用车	73.06	74.87	-2.48	-57.55	-54.91	-6.00
商用车	269.72	240.90	10.68	22.26	26.37	-2.91
客车	30.78	27.10	11.96	-2.31	3.34	-4.82
底盘	3.00	2.54	15.29	-22.52	-24.43	2.14
其他	16.70	15.30	8.37	33.84	48.8	-9.22

数据来源：江淮汽车 2020 年年度报告

3.5 近年江淮汽车现金流风险表征

陈志斌教授（2007）认为现金流是一个动态概念，包括四个基础要素，分别是流程、流量、流速和流向^[19]。通过分析江淮汽车现金流的几个基本要素，可以大致判断出公司的现金流风险情况。现金流流量包括现金流入量、现金流

出量以及净现金流入量，根据现金流活动的不同，又可分为经营、投资与筹资活动现金流量，这些数据可以直观的表现出公司现金流的基本情况。

表 3.3 江淮汽车 2015-2020 现金流量表部分数据

单位：亿元

项目	2015	2016	2017	2018	2019	2020
经营活动现金流量	35.43	-3.50	-66.63	-34.54	2.26	-13.31
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.18	0.10	0.74	0.09	1.81	9.08
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	5.58	8.00	16.07	8.17	2.21	2.37
投资支付的现金	10.66	15.90	41.63	27.26	31.58	24.46
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	--	--	--	--	--	--
投资活动现金流量	0.60	-13.15	-3.47	-37.46	16.86	10.92
筹资活动现金流量	-22.76	51.00	24.37	38.93	-18.37	-5.34
现金及现金等价物净增加额	13.64	34.46	-45.87	-32.96	0.42	-8.14
期末现金及现金等价物余额	106.19	140.65	94.78	61.82	62.24	54.1

数据来源：江淮汽车 2015-2020 年年度报告

表 3.4 江淮汽车 2015-2020 现金分红相关数据

单位：亿元

分红年度	现金分红的数额 (含税)	归属于上市公司普通股股 东净利润	分红占比
2015 年	2.63	8.58	30.71
2016 年	3.6	11.62	30.96
2017 年	1.33	4.32	30.69
2018 年	0	-7.86	0
2019 年	0.32	1.06	30.36
2020 年	0.44	1.43	30.53

数据来源：江淮汽车 2015-2020 年年度报告

经营活动产生的现金流量净额是公司的造血能力的体现，如果金额大于 0，说明公司经营状况良好，该值表现为越大越好。由表 3.3 可以看出，江淮汽车自 2016 年起主业经营开始变得不够乐观，长期处于亏损状态，2019 年勉强为正，2020 年金额又开始下降为负，这主要是因为销售回款的增幅小于货款支出的增幅。

从表 3.3 中投资活动产生的现金流量净额明细来看，江淮汽车历年“投资支付的现金”规模较大，在 2017 年达到了 41.63 亿元，之后几年稍有回落，但 2020 年也达到了 24.46 亿元。而“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”规模很小，“取得子公司及其他营业单位支付的现金净额”金额为 0，这说明江淮汽车目前投资的重点是获得利息、股息、资本利得，江淮汽车投资支付的现金比例远高于其他活动，说明目前公司的扩张已进入瓶颈，基本失去成长性。另一方面，“购买固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”金额大小反映的是公司对内投资的力度，金额越大说明公司扩张越快，成长能力变强。同时它与经营活动现金流量净额比例也反映公司的成长能力，正常范围大概在 10%-60%之间。通过表 3.3 数据和计算可知，江淮汽车 2015-2020 年该比例依次为 15.75%、-228.57%、-24.12%、-23.65%、97.79%和-17.81%，除了 2015 年，其他几年比例均不处于正常范围之内，符合之前的结论，江淮汽车几乎不在具备成长性，可能需要在后续经营中考虑产品布局 and 战略转型，寻找新的业务发展契机，减少目前现金流中存在的风险。处置和购买固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金的两者之比一般应小于 5%，后者应当远远大于前者。江淮汽车该比例在 2015-2020 年依次为 3.23%、1.25%、4.60%、1.10%、81.90%和 383.12%，显然 2019 年和 2020 年该比例非常不乐观，公司有走下坡路的趋势。

一个优秀的公司通常筹资活动产生的现金流量净额为负，这主要是由于进行高额分红所致，而分红率一般维持在 30%-60%之间。从表 3.4 可以看出，江淮汽车 2018 年未进行分红，原因是 2018 年的净利润为负。其他年份里现金分红比例基本维持在 30%左右，保持了最低比率。

只有现金及现金等价物的净增加额大于 0，公司才处于积累钱的状态。在表 3.3. 中，江淮汽车该项指标在 2017 年、2018 年和 2020 年均为负值，2019

年也仅为 0.42 亿元，可见江淮汽车近年来货币资金积累有逐渐下降趋势，可能是经营不善，面临资金周转困难以及向银行难贷款的困境。现金及现金等价物余额指标反映的是公司有多少现金可以动用，江淮汽车 2015 至 2020 年现金及现金等价物余额有逐年递减的趋势，反映出江淮汽车目前经营实力在减弱。

结合三类活动的现金流量对江淮汽车进行总体分析。从表 3.3 可以看出，江淮汽车 2015 年和 2019 年现金流整体表现为“++-”，只有筹资活动现金流量为负，其中经营和投资带来的现金流入大于还债或分红带来的现金流出，可见这两年江淮汽车无明显的现金流风险。2015 年筹资活动产生的现金流量净额负值较大，主要原因是承兑保证金增加较多。而 2016-2018 年，江淮汽车现金流整体表现为“--+”，公司存在比较严重的营运风险和投资风险。尤其是 2017 年和 2018 年经营活动现金流量为负且值较大，2017 年甚至下降为-66.63 亿，江淮汽车基本经营情况出现了问题，可能由于应收账款无法及时收回、采购成本的提升等致使出现了营运风险。没有现金流的公司经营活动只能靠不断筹资维持其日常经营，这不仅使公司融资成本提高，也会为其之后新一轮的融资增添难度。江淮汽车主营没有盈利且还在通过借钱继续投资，江淮汽车可能正在寻找转型的新项目，此时存在严重的现金流风险。在 2019 年江淮汽车现金流情况有所好转之后，由于疫情等客观因素的影响，2020 年江淮汽车整个现金流情况为“+-”，经营活动现金流量再次为负值，存在营运风险和偿债风险，这次公司的现金流靠投资活动维持。

从上述分析可以看出，江淮汽车近年来的主营经营情况较差，已无法为公司带来持续健康的现金流，且公司目前几乎已经不在具备成长性，在提升主业经营情况的同时，需要适当投入研发，寻找新盈利项目，实现产品和战略方面的转型。总的来说江淮汽车近年来现金流情况表现不佳，应当引起公司管理层的重视。

4 价值链视角下江淮汽车现金流风险识别

现根据江淮汽车内外部价值链，具体分析公司暗藏的在某些环节的现金流风险。

4.1 内部价值链下现金流风险识别

4.1.1 采购环节

在生产制造型企业中，现金流的支出很大一块来源于采购，而这其中购进的零部件、辅助材料等原材料的金额一般占到公司采购总价的70%–90%，因此公司如何支付采购价款将会极大影响公司的现金流状况。从价格金额方面看，采购成本和公司产品的最终定价息息相关，如果上游供应商议价能力较强，公司采购环节关于原材料的现金支出高于市场同期时，会使公司产品定价过高，无法在前期或后期采取低成本战略，丧失成本优势。另一方面从采购数量来看，如果公司前期预算计划的制定与现实情况偏离值较大，公司可能面临未及时参与生产消化的原材料或在产品等的仓储费。而原材料、存货的价格也会因市场供求关系、外部环境因素等存在不同幅度的波动，不同情况下不同成本计价方式将影响公司的采购成本。同时，采购数量无法满足公司的生产能力，也会减少公司的销售额和利润，浪费生产资源。

表 4.1 江淮汽车 2016–2020 年采购额情况

单位：万元

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
采购额	5,540,662.65	4,987,091.47	4,084,171.68	4,367,559.34	3,677,417.48
营业收入	5,249,055.68	4,920,282.83	5,016,063.93	4,728,604.37	4,290,597.10
采购额/营业收入	105.56%	101.36%	81.42%	92.36%	85.71%

数据来源：江淮汽车 2016–2020 年年度报告

从表 4.1 可以看出，江淮汽车采购额有逐年下降的趋势。公司在零部件采购环节，采取的是外购+自配模式，这使得商用车和乘用车的发动机自配率逐步提升。采购额和营业收入的比例虽然从 2016 年的 105.56% 下降至 2020 年的 85.71%，但依旧可以看出占据了营业收入的很大比例，采购金额几乎等于一年的营业收入，说明采购金额对江淮汽车而言是一部分很重要的现金支出。江淮汽车总部在合肥，但由于当地的供应商产能不足，不能及时满足江淮汽车的用料需求，因此企业需要经常去外地采购物料，这就大大增加了物料的运输成本。

表 4.2 2015-2020 年江淮汽车存货部分构成情况

单位：万元

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
原材料	55,171.42	33,192.27	39,484.65	79,413.08	59,007.53	82,909.94
在产品	25,201.17	25,210.99	15,201.56	12,750.85	5,234.87	16,753.07
库存商品	101,758.30	225,312.23	103,649.74	118,224.40	211,866.17	90,677.11
存货总计	182,818.15	283,890.39	158,812.63	210,806.49	276,108.57	190,340.11
原材料占 存货比	30.18%	11.69%	24.86%	37.67%	21.37%	43.56%
存货跌价 损失	9,220.80	11,039.70	8,841.33	10,214.88	4,863.64	9,752.56

数据来源：江淮汽车 2015-2020 年年度报告

江淮汽车存货主要由原材料、在产品和库存产品三类构成，从表 4.2 来看，其中原材料占存货的比例从历年来看并不稳定，在 10%-45% 之间波动，在 2020 年占比最大，达到了 43.56%，接近一半。这可能是由于采购的原材料超过了正常的储备水平，致使原材料积压，造成了一定的贬值，也致使公司大量现金流被占用。

4.1.2 研发环节

研发环节是一个隐形的现金流流出环节。公司制定发展战略无论是低成本战略还是差异化战略，研发都是公司管理层不可忽视的层面。研发促进产品多

样化，紧跟市场消费者需求，又区别于其他公司产品。同时研发在改进生产技术的同时提升了生产效率，达到降低生产成本的效果，这些前期研发的支出如果后期能够成功，将可以为公司带来大量的现金收益。

创新是公司发展动力的源泉。从表 4.3 和 4.4 可以看出，近年来江淮汽车研发投入与汽车行业的佼佼者相比还是存在差距，且有下滑的趋势。同时研发营收比也维持在 4%左右，研发投入转化成果的效果不佳。但研发营收比这一单一数据并不能与公司的科技综合实力画等号。对于处于生命周期导入期和成长期的公司来说研发营收比较高，已经进入成熟期的公司，这一比例已经很难再提升，相较而言会低于 10%。江淮汽车作为老牌汽车国企，目前已处于发展成熟期，在紧抓商用车、乘用车细分市场时，也尝试在新能源车领域能够转型突破，这种“广撒网”式的经营模式为公司带来了较高的研发成本，由此导致收益很大程度上低于预期。

表 4.3 江淮汽车 2015-2020 年研发相关情况

单位：万元

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
研发投入合计	185693.27	215831.17	199704.90	213107.60	160406.77	180963.65
研发投入占营业收入比例 (%)	4.00	4.11	4.06	4.25	3.39	4.23
研发投入资本化比重	29.77	29.87	31.62	32.40	26.24	7.35
公司研发人员数量	4635.00	4947.00	5155.00	5004.00	4778.00	4637.00
研发人员数量占公司总人数比例 (%)	16.91	17.22	16.92	18.83	19.52	18.80

数据来源：江淮汽车 2015-2020 年年度报告

表 4.4 汽车行业 2020 年研发投入排行榜

排名	上市车企	2020 年	2019 年	同比	2020 年研发营收比
1	上汽集团	149.67 亿元	147.68 亿元	1.30%	2.10%
2	比亚迪	85.56 亿元	84.22 亿元	1.60%	5.50%
3	长城汽车	51.50 亿元	42.48 亿元	21.20%	5.00%
4	广汽集团	51.25 亿元	50.41 亿元	1.70%	8.10%
5	吉利汽车	48 亿元	54 亿元	-11.10%	5.20%
6	长安汽车	41.42 亿元	44.78 亿元	-7.50%	4.90%
7	北京汽车	26.02 亿元	31 亿元	-16.06%	1.50%
8	蔚来汽车	24.87 亿元	44.28 亿元	-43.80%	15.30%
9	江淮汽车	18.10 亿元	16.04 亿元	12.84%	4.23%
10	小鹏汽车	17.25 亿元	20.70 亿元	-16.70%	29.50%
11	江铃汽车	16.65 亿元	19.37 亿元	-14.04%	5.00%
12	北汽蓝谷	15.82 亿元	15.45 亿元	2.39%	30.00%
13	理想汽车	10.99 亿元	11.70 亿元	-6.10%	11.60%
14	东风汽车	3.87 亿元	4.84 亿元	-20.04%	2.80%

但从另一方面看，在表 4.3 中，江淮汽车研发团队人员数量近年来达到 4000 多人，部分年份达到 5000 人，在公司所有员工中所占比例平均 18% 左右，目前拥有完整的研发体系，同时公司前期的研发支出也已初展成效。专利授权数量这一指标也可用来衡量公司科技综合实力，江淮汽车是我国第一家专利过万的汽车公司，截止 2020 年专利授权数已达到 17374 件，位居专利授权数量的第一名。

江淮汽车研发投入的资本化比重近年来呈现逐步下降趋势，在 2020 年比例仅为 7.35%，研发成果转化率相对较低，但对研发支出资本化的要求一直较高，很少公司能满足资本化的五项条件，因此大部分研发支出会费用化处理，江淮汽车就是如此处理。而放眼整个汽车行业，研发支出费用化比例也是高于大部分公司。与其他公司选择资本化逐年摊销以使净利润不那么难看，修饰业绩表现相比，江淮汽车在研发支出处理方面一直偏向选择“短痛”费用化，在高比例的费用化下公司 2020 年净利润并没有亏损。这一做法说明江淮汽车研发环节的现金流并不存在太大问题，同时也给投资者选择该股票的信心。

4.1.3 生产环节

生产环节处于采购和销售中间的生产环节，其重要性不言而喻。如果公司生产资源得不到充分利用导致生产效率低，同时生产系统整体发展水平落后，人工成本占比大，这将增加公司生产成本，最终转化为产品营运成本，从而影响公司的销售现金流入和最终利润的形成。同时对生产制造公司而言，产品在未销售出去之前，都需要进行存货管理。如果管理不当存在存货积压，就会增加存货贬值的可能性，引起现金周转率的降低。加强生产过程中在产品、存货等的库存管理，减少库存原材料的积压数量，降低残次品的返工率，提高生产期间的资金使用效率是公司必备的管理意识。

表 4.5 江淮汽车 2015-2020 年生产成本情况

单位：万元

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
直接材料、直接人工、制造费用、燃料动力等金额	3913364.76	4493337.34	4128268.88	4382570.61	3965398.16	3607144.16
较上年同期变动比例 (%)	22.47	14.82	-8.12	6.16	-9.52	-9.03

数据来源：江淮汽车 2015-2020 年年度报告

表 4.6 江淮汽车 2015-2020 年产销量和产销比

单位：万元

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
生产量	587,948	656,337	497,979	464,057	420,934	456,125
销售量	587,860	643,307	510,892	462,447	421,241	453,361
产销比 (%)	100.01	102.03	97.47	100.35	99.93	100.61

数据来源：江淮汽车 2015-2020 年年度报告

流经采购环节的货币资金是原材料的直接成本，流经生产阶段的货币资金是在原材料的基础之上加直接人工工资和其他直接费用，从而在后续的销售环节转变为营业成本。从表 4.5 来看，江淮汽车自 2018 年后生产成本有所下降，但做具体分析后发现，成本下降并不是因为公司进行了成本管控，而是因为江淮汽车产品生产量急速下降。江淮汽车目前产能在 80 万辆车左右，而 2017 年开始生产量只有产能的一半多一点而已。而根据汽车行业的规律，公司生产规模在达到 100 万辆左右才可能形成规模经济，显然江淮汽车目前并不具备规模经济的基础，还具有严重的产能浪费现象，致使生产成本虽有下降趋势，在同等情况下却也会高于其他公司。

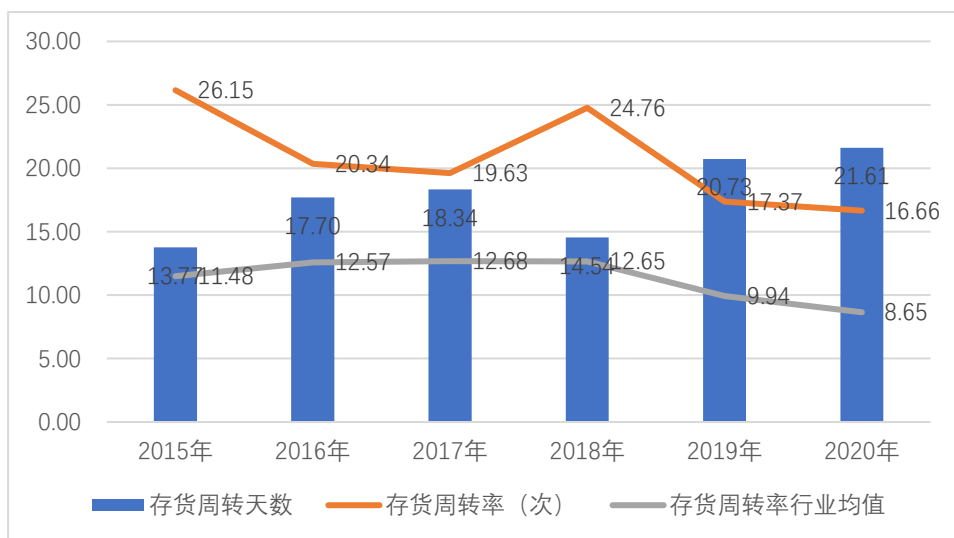


图 4.1 江淮汽车存货周转情况

结合图 4.1 站在存货管理角度分析，江淮汽车存货周转率远高于汽车行业平均值，在行业中存货管理水平较高。但针对公司自己而言，存货周转天数有逐年增长趋势，结合采购环节原材料购置过量部分积压问题，这可能会降低存货的利用率，导致流转速度有所减慢，提高了公司的平均资金占用水平。虽然不存在太大现金流风险，但江淮汽车管理层可以适当加强存货管理，将存货数量控制正常范围之内，保证现金流流通不紧张。

4.1.4 销售环节

销售环节是公司现金流入来源的一个主要环节。销售现金流的收回为公司下一步循环生产发展提供动力。而另一方面，为加强公司产品的销售量和拓展销售渠道，公司需要采取一定的市场营销战略，对消费者群体进行细分，根据不同消费者的心理采用不同的营销方式，这期间广告、推广的手段会增加公司的销售费用，公司应注意营销支出和其现金最终流入的比率，避免无效营销。

表 4.7 江淮汽车 2015-2020 年经营活动现金流分析

单位：万元

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	4,638,591.23	5,249,055.68	4,920,282.83	5,016,063.93	4,728,604.37	4,290,597.10
销售增长率	19.18%	13.17%	-6.33%	1.95%	-5.58%	-9.42%
销售活动、提供劳务收到现金	3,875,940.95	4,037,456.94	2,800,151.53	2,737,390.36	3,362,157.88	3,490,384.94
销售收现率	0.84	0.77	0.57	0.55	0.71	0.81
经营活动现金净流量	354,324.58	-34,983.09	-666,277.42	-345,379.27	22,638.49	-133,102.60
经营活动现金净流量增长率	87.06%	-109.88%	-1803.71%	48.16%	106.54%	-688.94%
销售现金比	7.64%	-0.67%	-13.54%	-6.89%	0.48%	-3.10%
盈余现金保障倍数	4.14	-0.29	-28.11	2.43	1.31	-5.35

数据来源：江淮汽车 2015-2020 年年度报告

从表 4.7 来看，选取销售收现率来衡量江淮汽车这几年的销售质量和收现能力，通常以 1 为衡量界限，当比值小于 1 时，说明销售产生的款项部分收回。从表 4.7 可以看出江淮汽车 2015-2020 年销售收现率一直低于 1，在 2017 年和 2018 年该比值为 0.57 和 0.55，只有一半多一点的现金收回，比值与前两年相比下降较快，而这两年销售收入变化浮动不大，分别为-6.33%和 1.95%，所以比值下降的原因主要是由于销售活动、提供劳务收到现金的急剧下滑所

致。之后两年有所上升，分别为 0.71 和 0.81，收回现金现象有所好转，但该比值也均未高于 1。销售收现率是基于剔除了应收账款的情况下，从现金流入的视角表现销售收入的实际情况，这一指标可以反映公司的市场竞争力大小，其各类产品的销售是否通畅。当比率连续低于 1 时，可能是公司产品销售出现问题，在市场竞争激烈的情况下，只能依靠对顾客更多的赊销来完成销售目标，所以公司无法及时回笼当期资金，应收账款增加，当期的销售现金收入减少，后续将在顾客环节对应收账款周转率做具体分析。

销售现金比反映公司的销售质量，一般认为在 20%以上。然而江淮汽车只有 2015 年销售现金比是 7.64%，其他年份或者不足 1%，甚至为负值，这是由于经营活动现金净流量太小甚至为负所导致。反映出公司资金变现速度过慢，销售质量偏低。综上所述，江淮汽车销售环节中大量现金无法当期变现收回，存在不可忽视的现金流风险，这一点也将在后续客户环节中继续分析。

盈余现金保障倍数数值越大，公司净利润质量越高。江淮汽车盈余现金保障倍数在 2016、2017 和 2020 年为负，这是由于经营活动现金净流量导致的，无分析意义。虽然其余三年均远大于 1，但其中 2018 年盈余现金保障倍数为正是因为其经营活动现金净流量和净利润均为负，这说明江淮汽车除 2015 年和 2019 年，其余几年利润的含金量都非常低，存在很大的现金流收益性风险。

表 4.8 江淮汽车 2015-2020 年销售费用基本情况

单位：万元

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
销售费用	275,191.18	328,469.03	225,685.72	233,790.87	210,040.15	153,782.81
营业收入	4,638,591.23	5,249,055.68	4,920,282.83	5,016,063.93	4,728,604.37	4,290,597.10
销售费用率	5.93%	6.26%	4.59%	4.66%	4.44%	3.58%

数据来源：江淮汽车 2015-2020 年年度报告

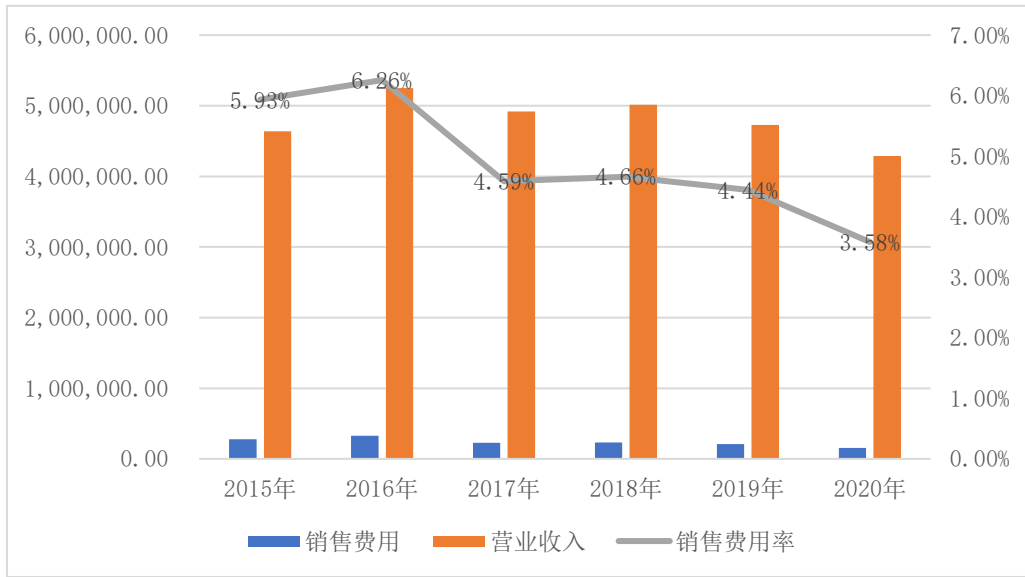


图 4.2 江淮汽车 2015-2020 年销售费用变化

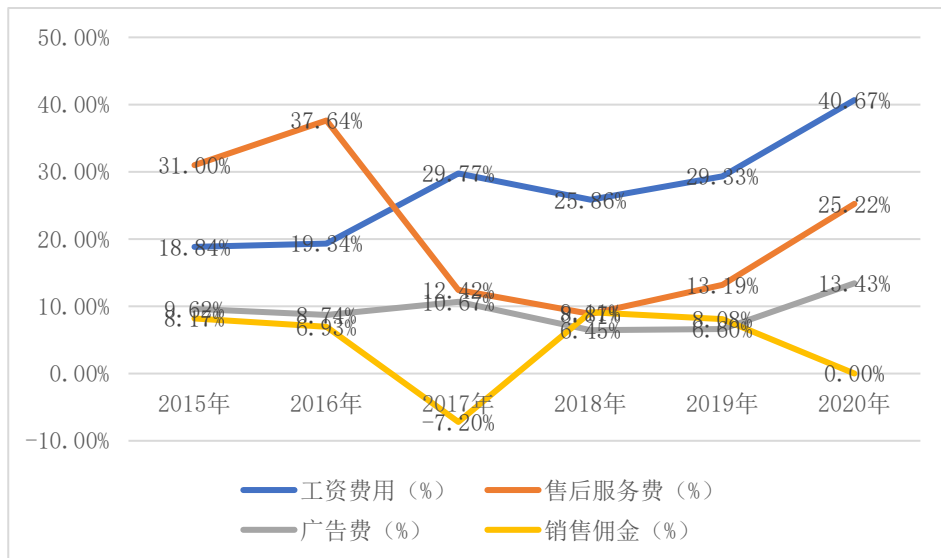


图 4.3 江淮汽车销售费用基本构成情况

结合上述表 4.8 和图 4.2 和 4.3 来看，江淮汽车自 2016 年之后销售费用率有所下降，销售费用和营业收入基本呈同等变化趋势，销售费用较高的年份相应的营业收入也有所提高，江淮汽车销售费用的控制较为合理，为营业收入的增长带来了正向效应。从图 4.3 销售费用的构成做具体分析，发现江淮汽车售后服务费在销售费用中的比例有所下降，公司注重了产品质量，在生产过程中严格把关，产品销售后后续费用支出有所减少。而销售人员有关的工资费用在

逐步提升，公司近年来采取营销策略为多品种、单品牌、代理销售的模式，销售人员在其中的重要性不言而喻。广告费用的占比近年来投入比例较为稳定，接近 10%，显然支出有限，产生的品牌效应也有限，对互联网和新媒体等其他渠道获取的相关信息没有充分利用起来。例如比亚迪、长城汽车等国内车企选择在综艺类节目中做宣传活动，成为赞助商，充分发挥了广告效应，使品牌让更多消费者知晓，而江淮汽车在这方面没有充分做出广告宣传，品牌并不是消费者耳熟能详的第一选择，促销等活动的缺失，营销策略的单一，可能会使江淮汽车流失一部分现金收入，但并未造成现金流风险。

4.2 外部价值链下现金流风险识别

4.2.1 供应商环节

公司传统的内部环节分析后，我们也应该注重公司外部环节存在的现金流风险。公司内部价值链中采购环节与外部价值链中上游供应商环节之间关系密切。采购金额是一项重点的现金流支出，那供应商就决定了金额的大小以及何时能够收回。供应商是可以与公司发展互助的伙伴，共同扩大市场份额，实现双赢局面。因此应与掌握公司所需关键性原材料的供应商建立长期的合作伙伴关系，采取赊购的方式取得原材料，同时获得良好的赊购期，以便减少公司资金的占用，增强现金的持有和高效流动性，提升资金的使用效率。

表 4.9 江淮汽车前五名供应商采购情况

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
前五名供应商采购额/年度采购总额	13.04%	13.13%	17.48%	29.78%	17.11%
前五名供应商采购额中关联方采购额/年度采购总额	8.59%	4.81%	5.07%	3.56%	7.02%

数据来源：江淮汽车 2016-2020 年年度报告

从表 4.9 来看，江淮汽车前五名供应商的采购额总体呈上升趋势，尤其

2019 年前五名供应商采购额占年度采购总额的 29.78%，采购额的猛增主要是来自于汽车电池和汽车配件采购额的增加。结合内部价值链中采购环节采购额可以看出，采购金额与 2016、2017 年相比有所下降，但是前五名供应商的采购额占总额比例持续上升，可见公司对前五名供应商的依赖有增加趋势，但整体处于可控范围之内，公司议价能力并不会被削弱太多。而前五名供应商采购额中关联方采购额与年度占比更是不足 10%，江淮汽车在供应商环节采购中有一定的主导权，现金流风险较低。

表 4.10 江淮汽车 2015-2020 年应付账款周转情况

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
应付账款周转天数	77.43	80.75	88.04	78.84	86.90	84.44
应付账款周转率	4.65	4.46	4.09	4.57	4.14	4.26
行业中应付账款周转率平均值	3.98	4.04	3.94	3.51	3.37	3.56

数据来源：江淮汽车 2015-2020 年年度报告

应付账款周转率代表了公司占用供应商资金的能力。江淮汽车应付账款周转率高于行业平均值，说明江淮汽车在汽车业中的市场地位偏低，与其他地位高的公司相比无法占用更多的供应商货款。但从江淮汽车自身来看，应付账款周转率基本呈现下降趋势，周转天数逐渐增大，说明公司与供应商之间公司更具一定的主导地位，有一定的议价能力较强，可以适当增加公司当期的营业现金流。

表 4.11 预付账款期末余额前五名的情况

单位：万元

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
前五名供应商预付款	19,053.87	12,970.94	39,895.42	9,673.42	21,214.99	32,311.50
占预付款项比例 (%)	39.73	34.27	85.70	26.58	62.71	49.93

数据来源：江淮汽车 2015-2020 年年度报告

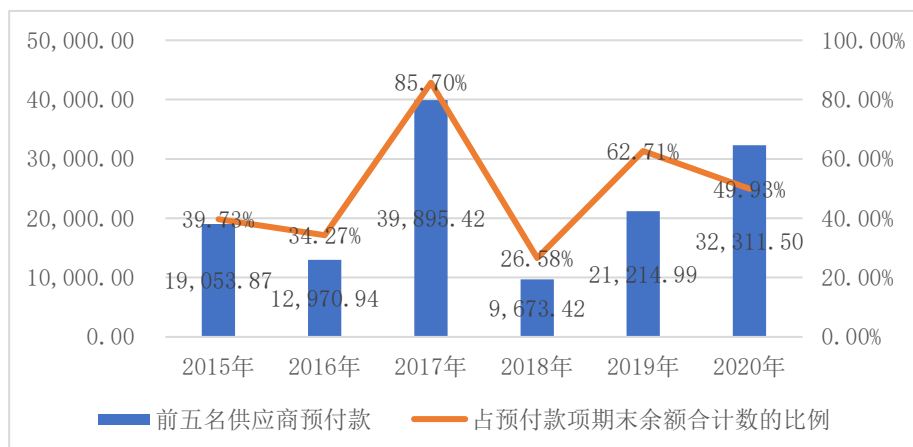


图 4.4 江淮汽车 2015-2020 年前五名供应商预付账款情况

预付账款是公司按照合同规定购买原材料，暂时预付给供应商，但供应商尚未给公司提供原材料等情况下产生的款项。江淮汽车在 1 年以内的预付账款比例达 90%以上，账龄相对较短，1 年以上的预付款项主要由尚未结算的预付租金构成，发生减值风险较小。从图 4.4 看出，前五名供应商预付款在 2017 年达到最大值，占预付款项期末余额合计数的 85.7%，这一年对前五名供应商的依赖增大。后续几年与 2017 年相比有所下降，但整体仍然有逐步增长趋势。综合其他流动资产来看，预付账款金额并不重大。综上所述，江淮汽车采购金额有逐步下降趋势，同时相对自有供应商而言也有一定话语权，虽然与行业应付账款周转率的平均值有差距，但在供应商资金管理方面并不存在太大风险，资金未被供应商过分无偿占用，自身资金利用率较高。

4.2.2 客户环节

客户方是公司最终真实现现金流的主要来源。为了销售更多的产品，与客户保持持久紧密的关系，公司会采取信用管理措施，帮助公司寻找维护信誉更好，竞争力更强大的客户，与经营得法、信誉卓著的客户签订交易合同，增加信用折扣，尽快回收资金，以此提高企业现金流，增加资金的可利用率，降低发生呆账、坏账的可能性。

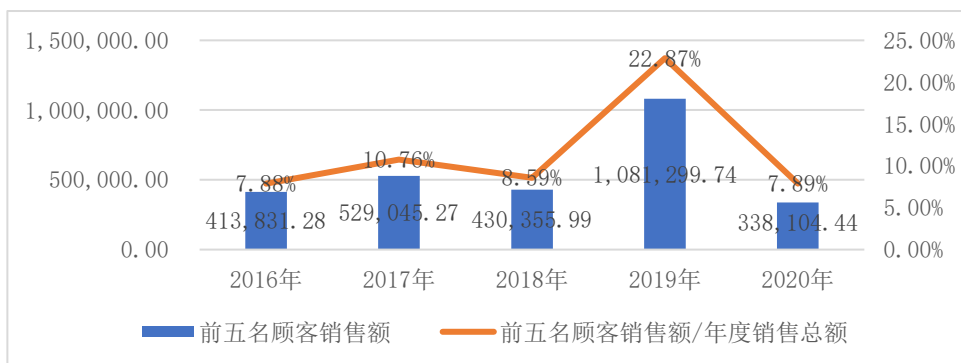


图 4.5 江淮汽车前五名顾客销售额情况

从图 4.5 可以看出，江淮汽车除了 2019 年外，其他年份中前五名顾客销售额占年度销售总额的比例几乎维持在 11% 以下，从这方面看江淮汽车不存在对某一客户的依赖性，客户群体较为分散，稳定的大型客户较少，造成销售现金流稳定性较差，存在较大不确定性。

表 4.12 江淮汽车 2015-2020 年应收账款基本情况

单位：万元

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
应收账款周转天数	9.64	18.25	23.72	26.08	27.91	24.11
应收账款周转率	37.35	19.72	15.18	13.80	12.90	14.93
应收账款周转率行业均值	82.61	38.65	28.23	12.86	11.20	14.17
应收账款/营业收入	2.68%	5.07%	6.59%	7.25%	7.75%	6.70%

数据来源：江淮汽车 2015-2020 年年度报告

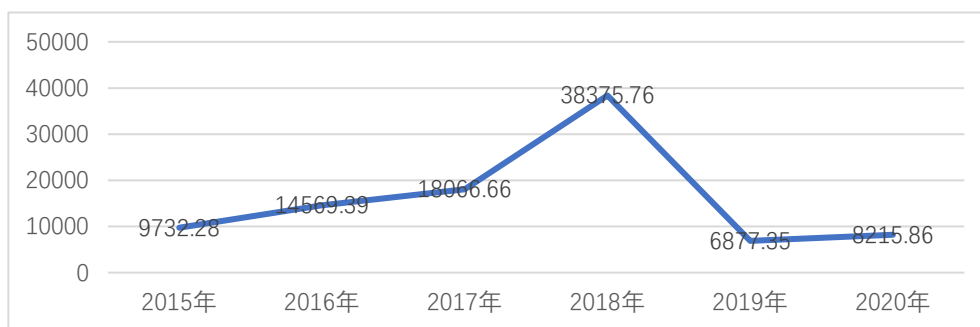


图 4.6 江淮汽车 2015-2020 年坏账计提情况

公司与客户进行交易时选择的付款方式主要是赊销，应收账款管理的目标在于保持合理的应收账款比例，应收账款周转效率越快，公司销售款的收回就会越快，资金利用率会越好。结合表 4.12，只从江淮汽车自身来看，应收账款天数有逐年增加的趋势，现金流流动速度有所放缓。但将江淮汽车与行业中其他企业相比，公司应收账款周转率自 2018 年后开始高于行业均值，具有正常的资金周转能力。而应收账款占营业收入的比例始终低于 8%，可见江淮汽车对分散客户具有较强的议价能力，营运资金流动性风险较低。结合之前销售环节的有关分析，可以看出江淮汽车最近几年现金收回能力较弱，但应收账款周转率尚且在适当范围，公司现金流流动风险较低，但现金流收益性风险较大。综合江淮汽车坏账计提情况来看，公司坏账准备金额在 2018 年之前一直呈现递增趋势，2018 年计提坏账准备金额达 38375.76 万元，是由于 2018 年 1 年之内的应收账款急剧增加，导致计提的坏账准备增加，之后两年略有下降。

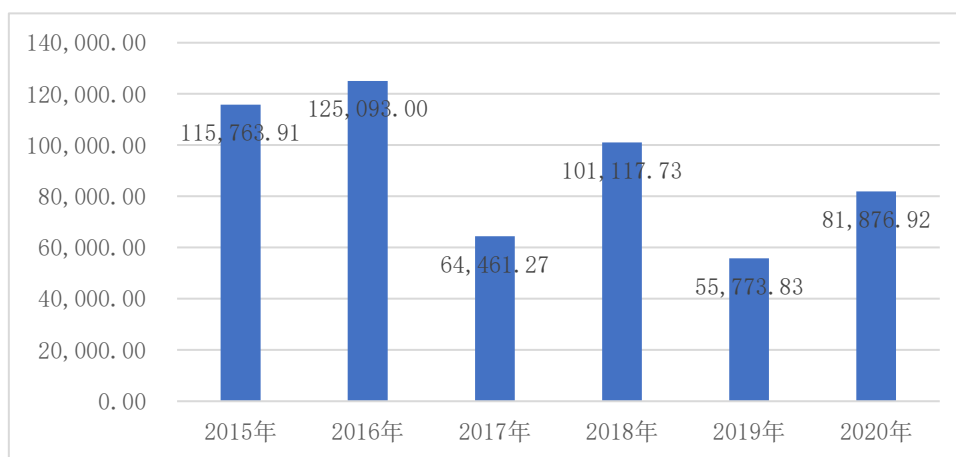


图 4.7 江淮汽车 2015-2020 年预收账款基本情况

对公司而言，预收账款是反映其未来销售趋势的重要指标。是公司营收的“蓄水池”，如果这个指标连续大幅下降，可能暗示客户对产品的认可度变低，从而影响公司的产品销售现金流入。江淮汽车执行了新收入准则，调整了 2020 年 1 月 1 日期初余额，江淮汽车 2020 年预收账款金额系合同负债金额，从图 4.7 可以看出，江淮汽车历年预收账款金额并不稳定，有逐渐下降的趋势，且整体金额在营业收入中的金额非常低，存在的现金流风险较低。

根据表 4.10 和 4.12，结合供应商环节的应付账款周转率和客户环节的应

收账款周转率进行分析，江淮汽车应付账款周转率远小于应收账款周转率，公司现金流出速度低于现金流入速度，公司资金流并不处于紧张状态，江淮汽车现金流流动性方面不存在太大问题，风险较低。

4.2.3 筹资环节

当公司自身经营活动产生的净现金无法维持日常经营活动，或者因发展新业务条线、开拓市场、对外投资需要大量资金时，通常运用筹资方式筹措资金。但每一种筹资方式都有利弊，同时筹资时点的选取同样重要，稍有不慎便会为公司带来现金流风险。其中通过银行借款是公司普遍选取的一项筹资方式。

表 4.13 江淮汽车 2015-2020 年长短期偿债能力和借贷结构

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
流动比率	86.71%	102.82%	94.12%	91.25%	85.70%	95.13%
现金流动负债比	31.57%	20.43%	-1.83%	36.07%	25.59%	6.38%
资产负债率	74.03%	68.57%	65.74%	71.10%	68.75%	66.96%
现金总负债比	29.93%	19.65%	-1.76%	33.32%	23.80%	5.36%
银行借款/总负债	8.79%	10.21%	19.40%	25.15%	24.66%	24.68%
现金流量利息保障倍数	15.92	-1.55	-23.30	-8.20	0.53	-3.40
现金流量适合比率	22.16%	-1.96%	-37.05%	-15.97%	1.04%	-6.58%

数据来源：Wind 数据库、江淮汽车 2015-2020 年年度报告

从表 4.13 分析江淮汽车的借贷结构和借贷成本。江淮汽车各年流动比率基本每年低于 1，而现金流动负债比更是远低于 1，经营活动产生的现金流少，公司短期偿债能力较弱，资产变现能力差。江淮汽车资产负债率在 70%波动，而汽车行业资产负债率平均值大致在 60%左右，显然江淮汽车资产负债率高于平均值，举债过多。现金总负债比和现金流动负债比变化趋势相同，在 2020 年只有 5.36%和 6.39%，长期偿债能力弱，加大了公司破产可能性，和之前的判断一致。江淮汽车短期和长期偿债能力均表现不佳，会导致公司现金流存在安全性

风险。

在 2014 年之前江淮汽车银行借款数值占比不大，在 2014 年之后呈现爆发式上升趋势，利息支出也随之增长。自 2019 年开始，公司偿还债务支付的现金开始大于借款收到的现金，在 2020 年江淮汽车向中国进出口银行安徽省分行申请授信业务，将其名下估值不低于 27 亿元的土地和房地产作为抵押，该项业务可以提供不超过本外币折合 16 亿元人民币的贷款。这说明江淮汽车现金流可能持续出现了问题，加之经营活动现金流净额为负，公司会依靠新款来偿还之前的旧款，偿债压力大，有资金链断裂的风险。现金流量利息保障倍数和现金流量适合比率两个指标的变化也应引起江淮管理层的高度重视。两项指标除 2015 年和 2019 年，其余年份均为负值，表明经营活动现金流不足以支持利息费用的支出或进行投资活动，偿还利息压力大，公司需要通过筹资方式满足日常经营中现金流的需求。

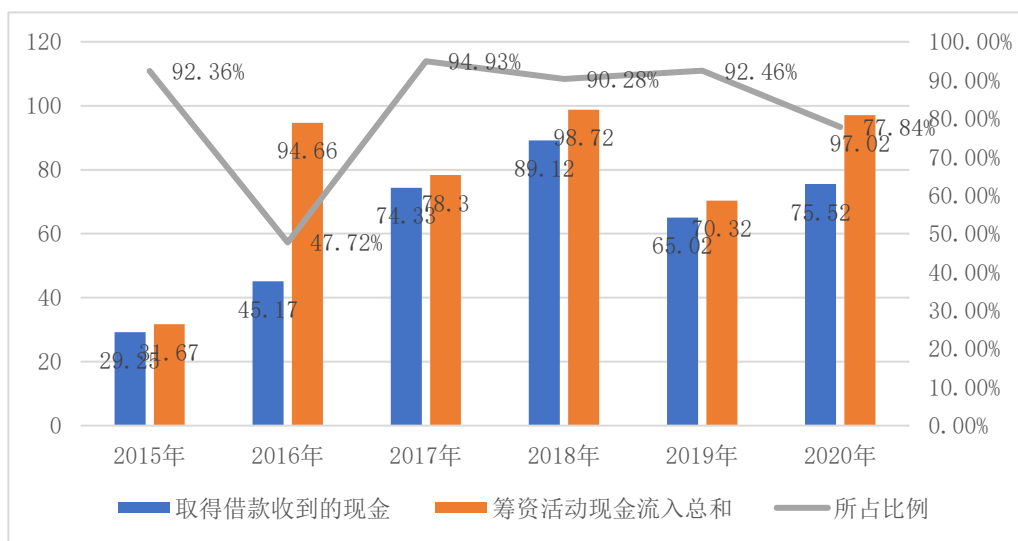


图 4.8 江淮汽车筹资活动基本情况

从图 4.8 来看江淮汽车每年筹资活动现金流入呈现增长趋势，除了 2016 年以外，其他各年份通过借款取得的现金占当年筹资活动现金流入的 90%以上，可见江淮汽车筹资方式主要是以借款为主，长短期借款的分布较为均匀。

4.3 江淮汽车各环节现金流风险识别小结

4.3.1 原材料购置过量，产能利用率较低

生产环节是现金流循环的中介。江淮汽车历年来产能利用率基本维持在50%多，这会对原材料下一年的采购预算造成误导。由于前期原材料采购预算和规划制定不到位，脱离了江淮汽车实际生产能力，造成原材料等采购过多形成积压，积压的存货价格下跌，形成跌价损失，同时过量存储也影响到现金周转率，造成现金的不必要流出。而且江淮汽车显然不具备形成规模经济的条件，这会使公司产品成本难以压缩降低，无法采取低成本战略，而在汽车行业差异化战略的实施较为困难，整体降低了利润空间，减少了现金流的流入。

4.3.2 客户群体分散，销售收现能力差

一方面由于江淮汽车对其下游客户依赖性不强，可以掌握议价能力，但另一方面也存在弊端，这致使江淮汽车的客户群中缺少固定大额的客户提供每年稳定的现金流入，现金稳定性较差，销售量的可变性不可估量。结合销售环节分析发现，江淮汽车日常经营销售中由于采取赊销信用政策，当即现金无法及时变现，现金收回能力较弱，销售质量偏低。同时国家为了鼓励新能源汽车的研发，出台了一系列的补贴政策，江淮汽车正是因为新能源汽车业务条线这些补贴款才使净利润由2018年的亏损转为2019年和2020年的盈利，但江淮汽车2020年经营活动现金流依然为负，盈余现金保障倍数数值过小，说明江淮汽车净利润含金量低，现金流存在收益性风险。后续补贴款的发放标准将更加严格，金额也会相对减少，这将会对江淮汽车的销售收入和现金流造成一定影响。且近年来江淮汽车营业收入和经营活动现金净流量的增加率也没能持续处于正增长状态，存在成长性风险。

4.3.3 长短期偿债能力差，筹资方式单一

江淮汽车自2015年开始银行借款有了显著性的增加，且2019年起偿还借

款额大于借款额，流动比率和资产负债率在整个行业中处于较差地位，现金总负债比和现金流动负债比比值过低，充分说明长短期偿债能力较差，又有经营活动现金流净额为负的状态，公司需要进行筹资，否则存在资金链断裂的风险。江淮汽车历年来的借款额占筹资活动现金流入的 85%以上，融资结构非常单一，长短期借款和偿还利息支出的压力会为公司带来现金流偿债性风险。

5 价值链视角下江淮汽车现金流风险评估

前文在价值链视角下对江淮汽车各个环节的现金流风险进行了初步识别，现需要从现金流风险管理的两大目标——安全性和创值性入手，将其分解为流动性、偿债性、成长性和收益性四个维度，通过熵值法构建现金流风险评估指标体系，量化衡量江淮汽车现金流风险。

5.1 江淮汽车现金流风险评价指标选取

价值链视角下现金流风险管理有安全性和创值性两大目标，将其目标细分为偿债性和流动性、成长性和收益性四个维度，在陈志斌学者创建的现金流风险评估体系的基础上，结合汽车行业的特征，对指标的选取进行改进和创新。在销售环节，增加销售现金净流入比这一指标，进一步衡量公司的销售收益性，公司的主营销售现金是否构成了经营活动现金净流量的绝大部分。从研发角度出发，汽车行业不断深耕发展的关键就在于是否拥有创新能力，随着研发投入的提高是否可以因此形成核心竞争力，同时近年来国家也对企业研发方面进行相应补助，因此在成长性指标中增加研发投入占营业收入比这一指标，衡量公司对研发的重视程度。合适的研发投入能提升公司的竞争力，带来更多的现金流入，创造价值。

5.1.1 基于安全性目标的指标选取

(1) 偿债性指标选取

$$\text{现金总负债比率} = \text{经营活动现金净流量} / \text{负债总额}$$

该指标反映公司是否有充足的经营现金流量偿还公司所背负的全部债务。它是一个正向指标，数值越大表示对公司总体的债务偿债能力越强。

$$\text{现金流流动负债比} = \text{经营活动现金净流量} / \text{流动负债}$$

这一指标是一个正向指标，数据越大表明公司短期偿债能力越强。

$$\text{现金流量利息保障倍数} = \text{经营活动现金流量净额} / \text{利息费用}$$

这一指标代表公司使用经营活动产生的现金流量偿还债务利息费用的能力，该数值越大越好，是一个正向指标。

(2) 流动性指标选取

$$\text{存货周转率} = \text{销货成本} / \text{平均存货额}$$

这一指标反映公司存货的周转速度，是公司存货管理中的一项重要指标。公司存货周转速度越高，存货的流动性越好，存货资金占用量周转越快，它是一个正向指标。

$$\text{应收账款周转率} = \text{营业收入} / \text{平均应收账款额}$$

对公司而言，这一指标用来衡量应收账款的流动程度，自身的应收账款周转率越高，表明公司的现金资金收回速度就越快，也从侧面反映出坏账损失的相对减少和短期偿债能力的增强，是一个正向指标。

$$\text{应付账款周转率} = \text{销货成本} / \text{平均应付账款额}$$

应付账款周转率代表公司免费占用供应商资金的一种能力，与行业平均值相比，还能看出公司所处行业中的地位。于公司而言，这一指标越低越好，可以利用的资金会相对较多，它是一个负向指标。

5.1.2 基于创值性目标的指标选取

(1) 收益性指标选取

$$\text{销售现金比} = \text{经营活动现金净流量} / \text{营业收入}$$

销售现金比反映的是公司销售产品获得现金的质量，在销售过程中经营活动现金流量占营业收入比例越大，越是说明公司对现金流入的管理性越好，它是一个正向指标。

$$\text{盈余现金保障倍数} = \text{经营活动现金净流量} / \text{净利润}$$

这一指标反映公司净利润中现金收益的保障程度和公司的盈余质量。它是一个正向指标，从现金流入和流出的动态过程中对公司的收益质量进行评价。

$$\text{全部资产现金回收率} = \text{经营活动现金净流量} / \text{平均资产总额}$$

全部资产现金回收率表示公司全部资产产生现金流的能力，它是一个正向

指标，如果比值越大，就说明公司的资产有被充分利用，创造现金流的能力越强，资产使用效率越高。

$$\text{销售现金净流入比} = \text{经营活动现金净流量} / \text{销售商品收到的现金}$$

该指标是一个正向指标，数值越大，说明公司每一笔销售业务中能得到的现金流入额越多。

$$\text{现金流入流出比} = \text{现金流入量} / \text{现金流出量}$$

现金流入流出比反映公司现金流出时现金流入的情况，它是一个正向指标，如果指标大于 1，说明公司现金流转效率较好，生产经营过程中创造了价值。

(2) 成长性指标选取

$$\text{现金再投资比率} = \text{业务活动净现金流量} / (\text{固定资产} + \text{长期投资} + \text{其他资产} + \text{营运资金})$$

该指标反映了企业的再投资能力，是一个正向指标，比率越高说明公司再投资能力增强，投资于各项资产的现金越多，后期可能会带来更多的现金流入。

$$\text{现金流量适合比率} = \text{一定时期经营活动现金净流量} / (\text{同期资本性支出} + \text{同期存货投资额} + \text{同期现金股利})$$

该指标反映经营活动中产生的现金流满足公司主要现金需求的程度。以数值 1 为衡量界限，如果该比值大于 1，说明公司经营活动现金流量可以在满足日常经营需求的同时去偿还债务或扩大公司经营规模等。它是一个正向指标。

$$\text{经营活动现金净流量增长率} = (\text{本期经营活动现金流量净额} - \text{上年同期经营活动现金流量净额}) / \text{上年同期经营活动现金流量净额}$$

该指标是正向指标，数值越大越好，于公司而言会拥有更多的现金流去支撑日常的销售情况，资金链不再紧张。

$$\text{研发投入占营业收入比} = \text{研发投入期末余额} / \text{营业收入期末余额}$$

研发投入占营业收入是一个正向指标，一般情况下，公司的研发投入越多，越说明该公司成长性越好，产品有发展前景。同时也要注意研发投入的转化情况，避免研发失败的现金流出。

$$\text{销售增长率} = (\text{本年销售额} - \text{上年销售额}) / \text{上年销售额}$$

该指标是正向指标，数值越高越说明公司销售情况有所进步，市场占有率在提高。

公司内外部价值链和现金流风险管理两大目标相结合，选取评估指标与价值链关系如下图所示。

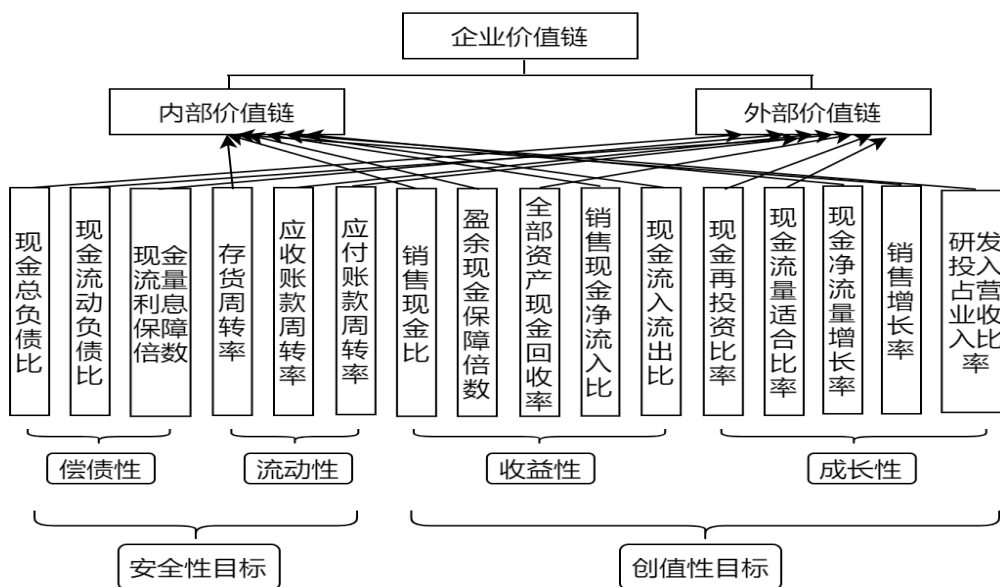


图 5.1 价值链视角下现金流风险评估体系指标选取

通过整理计算，江淮汽车 2015-2020 年 16 项指标值如下表所示。

表 5.1 江淮汽车 2015-2020 年现金流风险评估体系选取指标原始数值

目标	维度	指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
安全性目标	偿债性	现金总负债比 (X1)	12.30%	-1.04%	-22.77%	-10.23%	0.75%	-4.72%
		现金流动负债比 (X2)	14.04%	-1.16%	-26.70%	-12.69%	0.89%	-6.11%
		现金流量利息保障倍数 (X3)	15.92	-1.55	-23.30	-8.20	0.53	-3.40
		存货周转率 (X4)	26.15	20.34	19.63	24.76	17.37	16.66

目标	维度	指标	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
	流动性	应收账款周转率(X5)	37.35	19.72	15.18	13.80	12.90	14.93
		应付账款周转率(X6)	4.65	4.46	4.09	4.57	4.14	4.26
创 值 性 目 标	收益性	销售现金比(X7)	7.64%	-0.67%	-13.56%	-6.90%	0.48%	-3.11%
		盈余现金保障倍数(X8)	4.14	-0.29	-28.11	2.43	1.31	-5.35
		全部资金现金回收率(X9)	9.49%	-0.79%	-14.22%	-7.51%	0.49%	-3.10%
		销售现金净流入比(X10)	9.14%	-0.87%	-23.79%	-12.62%	0.67%	-3.81%
		现金流入流出比(X11)	1.03	1.07	0.90	0.93	1.00	0.98
	成长性	现金再投资比率(X12)	25.92%	-1.84%	-34.07%	-17.04%	1.23%	-6.55%
		现金流量适合比率(X13)	22.16%	-1.96%	-37.05%	-15.97%	1.04%	-6.58%
		经营活动现金净流量增长率(X14)	87.06%	-109.88%	-1803.71%	48.16%	106.54%	-688.94%
		销售增长率(X15)	19.18%	13.17%	-6.33%	1.95%	-5.58%	-9.42%
		研发投入占营业收入比(X16)	4.00%	4.11%	4.06%	4.25%	3.39%	4.23%

数据来源：江淮汽车 2015-2020 年年度报告

5.2 确定评价指标权重

根据前文论述的熵值法相关方法和公式介绍，现对江淮汽车原始数据进行相关处理，计算所选取指标的权重，具体处理如下：

在江淮汽车预选的 16 个数据指标中，除应付账款周转率为负向指标外，其他指标均为正向指标。对照原始矩阵根据公式（2-2）、（2-3）、（2-4）对江淮汽车 2015 年至 2020 年的数据进行处理，计算出江淮汽车标准矩阵表，处理结果如下。

表 5.2 江淮汽车标准矩阵表

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
X1	1.00000	0.61966	0.00000	0.35759	0.67061	0.51468
X2	1.00000	0.62696	0.00000	0.34390	0.67718	0.50544
X3	1.00000	0.554564	0.00000	0.38501	0.60760	0.50739
X4	1.00000	0.38778	0.31296	0.85353	0.07482	0.00000
X5	1.00000	0.27894	0.09325	0.03681	0.00000	0.08303
X6	0.00000	0.34097	1.00000	0.14811	0.90413	0.68888
X7	1.00000	0.60818	0.00000	0.31432	0.66219	0.49303
X8	1.00000	0.86261	0.00000	0.94689	0.91227	0.70583
X9	1.00000	0.56609	0.00000	0.28295	0.62046	0.46902
X10	1.00000	0.69614	0.00000	0.33935	0.74287	0.60668
X11	0.75968	1.00000	0.00000	0.14186	0.59120	0.49044
X12	1.00000	0.53720	0.00000	0.28396	0.58841	0.45880
X13	1.00000	0.59256	0.00000	0.35605	0.64330	0.51465
X14	0.98980	0.88671	0.00000	0.96944	1.00000	0.58357
X15	1.00000	0.78987	0.10809	0.39758	0.13431	0.00000
X16	0.70930	0.83721	0.77907	1.00000	0.00000	0.97674

对以上新矩阵进行处理，得出各项指标所占比重。

表 5.3 江淮汽车标准矩阵比重表

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
X1	0.31620	0.19594	0.00000	0.11307	0.21205	0.16274
X2	0.31711	0.19882	0.00000	0.10905	0.21474	0.16028
X3	0.28964	0.181553	0.00000	0.11151	0.17598	0.14696
X4	0.38036	0.14749	0.11904	0.32465	0.02846	0.00000
X5	0.67023	0.18695	0.06250	0.02467	0.00000	0.05565
X6	0.00000	0.11063	0.32445	0.04806	0.29335	0.22351
X7	0.32492	0.19761	0.00000	0.10213	0.21516	0.16019
X8	0.22586	0.19483	0.00000	0.21386	0.20604	0.15942
X9	0.34031	0.19265	0.00000	0.09629	0.21115	0.15961
X10	0.29542	0.20565	0.00000	0.10025	0.21946	0.17922
X11	0.25465	0.33521	0.00000	0.04755	0.19818	0.16440
X12	0.34863	0.18729	0.00000	0.09900	0.20514	0.15995
X13	0.32190	0.19074	0.00000	0.11461	0.20708	0.16567
X14	0.22346	0.20018	0.00000	0.21886	0.22576	0.13175
X15	0.41155	0.32507	0.04448	0.16362	0.05527	0.00000
X16	0.16486	0.19459	0.18108	0.23243	0.00000	0.22703

最后，对各项指标采用熵值以及差异系数处理，计算各项指标的权重值。

表 5.4 江淮汽车指标权重计算结果

目标	维度	指标	熵值	差异系数	权重	总权重
安全性目标	偿债性	现金总负债比 (X1)	0.867	0.133	0.048	0.156
		现金流动负债比 (X2)	0.866	0.134	0.049	
		现金流量利息保障倍数 (X3)	0.838	0.162	0.059	
	流动性	存货周转率 (X4)	0.765	0.235	0.086	0.314
		应收账款周转率 (X5)	0.562	0.438	0.159	
		应付账款周转率 (X6)	0.809	0.191	0.070	
创值性目标	收益性	销售现金比 (X7)	0.861	0.139	0.051	0.253
		盈余现金保障倍数 (X8)	0.895	0.105	0.038	
		全部资金现金回收率 (X9)	0.854	0.146	0.053	
		销售现金净流入比 (X10)	0.869	0.131	0.048	
		现金流入流出比 (X11)	0.824	0.176	0.064	
	成长性	现金再投资比率 (X12)	0.853	0.147	0.054	0.276
		现金流量适合比率 (X13)	0.867	0.133	0.048	
		现金净流量增长率 (X14)	0.889	0.111	0.040	
		销售增长率 (X15)	0.740	0.260	0.095	
		研发收入占营业收入比 (X16)	0.893	0.107	0.039	

从上表可以清楚看到，江淮汽车现金流风险管理中公司是将创值性目标放据首要地位，其中的收益性和成长性权重分别为 0.253 和 0.276，之后是安全性目标下两个维度，偿债性和流动性权重依次为 0.156 和 0.314。可见公司目前经营发展中可能更注重一点最终是否创造了价值，而对日常经营中安全性的考虑稍有淡化，这可能导致江淮汽车有了较大的现金流风险。虽然公司的本质是为了创造价值，但忽略安全性经营的基础也是致命问题。

5.3 现金流风险评估综合得分

通过熵值法对现金流风险评估的各项指标确定权重后，现根据何丹（2005）^[26]提出的现金流风险综合评分体系的设计，对江淮汽车现金流风险进行量化。由于江淮汽车自 2001 年上市，是一家资历丰富，不断调整战略与时俱进的老牌国企，管理层对公司经营的期望不仅仅局限于稳定安全，更期望能不断创值，因此根据同行业领先企业的平均值来确定综合评分体系中的标准值。选取汽车制造行业 A 股上市排名靠前的比亚迪、长城汽车、上汽集团、广汽集团、长安汽车、江淮汽车、一汽解放、力帆科技、宇通客车和福田汽车十家汽车企业，以他们财务指标的平均值作为汽车制造行业现金流风险评估的标准值，再将江淮汽车的各项指标与标准值进行比较，计算出相对比率。以 1 分作为得分的衡量标准，根据各项财务指标的权重与相对比率的乘积计算出每个指标的得分，再将各项指标分数加总即得到江淮汽车现金流风险管理的总体得分。对于个别年份中与行业中其他企业相比差距过大的指标，对它们进行简单的平滑处理，用这一指标前一年和后一年的平均值进行简单代替，以更好的反映汽车制造行业的标准值。

表 5.5 2015-2020 年汽车制造行业现金流风险评估体系相关指标标准值

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
现金总负债比 (X1)	13.22%	5.46%	0.37%	2.74%	9.09%	6.75%
现金流动负债比 (X2)	15.12%	6.44%	0.78%	2.72%	10.22%	8.58%

指标	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
现金流量利息保障倍数(X3)	19.72	6.29	1.54	4.15	28.82	15.03
存货周转率(X4)	13.39	12.91	12.78	12.84	10.80	9.90
应收账款周转率(X5)	28.47	24.08	47.55	21.75	18.68	26.64
应付账款周转率(X6)	4.46	4.31	4.19	4.11	4.06	4.38
销售现金比(X7)	7.33%	2.57%	0.07%	1.84%	4.76%	6.32%
盈余现金保障倍数(X8)	2.44	-0.81	-4.89	0.85	7.06	1.27
全部资金现金回收率(X9)	7.95%	3.01%	-0.19%	1.34%	5.11%	4.21%
销售现金净流入比(X10)	6.61%	2.34%	-2.12%	0.58%	4.61%	6.31%
现金流入流出比(X11)	1.02	1.32	1.01	0.97	1.00	1.04
现金再投资比率(X12)	15.44%	5.09%	-2.50%	2.49%	8.80%	8.50%
现金流量适合比率(X13)	20.88%	8.62%	-1.24%	5.95%	12.64%	11.21%
经营活动现金净流量增长率(X14)	70.34%	-52.04%	84.69%	4.25%	124.28%	-50.51%
销售增长率(X15)	16.91%	17.28%	8.21%	-1.27%	-6.12%	5.47%
研发投入占营业收入比(X16)	4.14%	4.27%	3.99%	4.95%	4.75%	4.70%

现选取江淮汽车 2020 年的现金流风险得分情况简单说明, 如表 5.6 所示, 江淮汽车 2020 年现金流风险评估综合得分为 0.380, 说明公司现金流风险管理现状与汽车制造行业中较优秀者相比较差, 存在一定的现金流风险。现金流的

偿债性和收益性显著低于行业的标准值，这与之前的现金流风险识别结果一致。

表 5.6 江淮汽车 2020 年现金流风险评估得分表

目标	维度	指标	比重 ①	标准比 率②	实际比率 ③	相对比率 ④=③/②	评分⑤= ④×①	各维度 得分	总得 分
安全性目标	偿债性	现金总 负债比 (X1)	0.048	6.75%	-4.72%	-0.70	-0.034	-0.082	0.380
		现金流 动负债 比(X2)	0.049	8.58%	-6.11%	-0.71	-0.035		
		现金流 量利息 保障倍 数 (X3)	0.059	15.03	-3.40	-0.23	-0.013		
	流动性	存货周 转率 (X4)	0.086	9.90	16.66	1.68	0.144	0.301	
		应收账 款周转 率(X5)	0.159	26.64	14.93	0.56	0.089		
		应付账 款周转 率(X6)	0.070	4.38	4.26	0.97	0.068		
创值性目标	收益性	销售现 金比 (X7)	0.051	6.32%	-3.11%	-0.49	-0.025	-0.193	
		盈余现 金保障 倍数 (X8)	0.038	1.27	-5.35	-4.20	-0.161		
		全部资 金现金 回收率 (X9)	0.053	4.21%	-3.10%	-0.73	-0.039		
		销售现 金净流 入比 (X10)	0.048	6.31%	-3.81%	-0.60	-0.029		
		现金流 入流出 比(X11)	0.064	1.04	0.98	0.95	0.061		
	成长性	现金再 投资比 率(X12)	0.054	8.50%	-6.55%	-0.77	-0.041	0.354	

目标	维度	指标	比重 ①	标准比 率②	实际比率 ③	相对比率 ④=③/②	评分⑤= ④×①	各维度 得分	总得 分
		现金流 量适合 比率 (X13)	0.048	11.21%	-6.58%	-0.59	-0.028		
		现金净 流量增 长率 (X14)	0.040	-50.51%	-688.94%	13.64	0.552		
		销售增 长率 (X15)	0.095	5.47%	-9.42%	-1.72	-0.163		
		研发收 入占营 业收入 比(X16)	0.039	4.70%	4.23%	0.90	0.035		

5.4 江淮汽车现金流风险评估结果分析

分别计算出江淮汽车 2015-2020 年两大目标下四个维度的现金流风险的得分，如下表所示。

表 5.7 江淮汽车 2015-2020 年各项指标得分情况

目标	维度	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	标准 分
安全 性	偿债性	0.138	-0.033	-5.511	-0.525	0.009	-0.082	0.156
	流动性	0.449	0.337	0.250	0.343	0.319	0.301	0.314
创 值 性	收益性	0.312	0.021	-5.426	-1.350	0.088	-0.193	0.253
	成长性	0.336	0.165	1.276	-0.150	0.160	0.354	0.276

从表 5.7 看出，江淮汽车 2015 年几乎不存在现金流风险，各项维度得分基本达到或超过标准分。在 2016-2020 年流动性方面几乎不存在现金流风险，成长性方面 2018 年现金流风险相比其他各年较大，但公司进行战略调整和产业布局后有所好转。而公司的偿债性和收益性方面自 2015 年之后就存在很大的现金流风险，且一直以来没有明显的改善。查询 wind 数据库可知，江淮汽车 2016-2020 年 z 值分数均不理想，在 1.2-1.7 之间波动，存在一定的财务风险，这与公司目前具有严重的现金流风险结果基本吻合。

现对江淮汽车 2015 年-2020 年现金流风险评估情况做具体分析。

表 5.8 江淮汽车 2015-2020 年现金流风险评估结果

目标	维度	指标	权重	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
安全性	偿债性	现金总负债比 (X1)	0.048	0.045	-0.009	-2.950	-0.180	0.004	-0.034
		现金流动负债比 (X2)	0.049	0.045	-0.009	-1.669	-0.228	0.004	-0.035
		现金流量利息保障倍数 (X3)	0.059	0.048	-0.015	-0.892	-0.117	0.001	-0.013
	流动性	存货周转率 (X4)	0.086	0.167	0.135	0.132	0.165	0.138	0.144
		应收账款周转率 (X5)	0.159	0.209	0.130	0.051	0.101	0.110	0.089
		应付账款周转率 (X6)	0.070	0.072	0.072	0.068	0.077	0.071	0.068
创值性	收益性	销售现金比 (X8)	0.051	0.053	-0.013	-10.199	-0.190	0.005	-0.025
		盈余现金保障倍数 (X9)	0.038	0.065	0.014	0.221	0.110	0.007	-0.161
		全部资金现金回收率 (X10)	0.053	0.063	-0.014	3.959	-0.296	0.005	-0.039
		销售现金净流入比 (X11)	0.048	0.066	-0.018	0.536	-1.035	0.007	-0.029
		现金流入流出比 (X12)	0.064	0.065	0.052	0.057	0.061	0.064	0.061
	成长性	现金再投资比率 (X13)	0.054	0.090	-0.019	0.728	-0.366	0.007	-0.041
		现金流量适合比率 (X14)	0.048	0.051	-0.011	1.444	-0.130	0.004	-0.028
		现金净流量增长率 (X15)	0.040	0.050	0.085	-0.862	0.459	0.035	0.552

目标	维度	指标	权重	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
		销售增长率(X16)	0.095	0.107	0.072	-0.073	-0.145	0.086	-0.163
		研发收入占营业收入比(X17)	0.039	0.037	0.037	0.039	0.033	0.028	0.035
		合计	1.000	1.235	0.490	-9.410	-1.682	0.576	0.380

从表 5.8 可以看出，江淮汽车现金流状况自 2015 年之后存在较为严重的风险问题。2015 年公司整体现金流管控水平优于行业领先者的平均水平，得分高于 1，但自 2016 年起一路下滑，亮起红灯，尤其是 2017 年和 2018 年，得分为-9.410 和-1.682，呈现负值，存在严重的现金流风险。

从现金流风险管理的两大目标进行分析，在安全性目标下，公司 2016-2020 年偿债性指标得分分别为-0.033、-5.511、-0.525、0.009 和-0.082，远低于行业标准值，且处于下降趋势。究其原因是江淮汽车近年来与行业排名前几的公司相比经营活动表现欠佳，产品销售的市场占有率有所下降，多种产品并行发展的战略局势并不明朗，缺乏清晰的品牌定位和发展战略。同时新能源业务的开发对江淮汽车的发展也带来了一定的挑战，在前期实现盈利具有较大难度。综合上述各方面原因，导致公司经营活动现金净流量呈现负值，对公司的偿债能力没有起到保障作用。公司现金流流动性指标近年都保持比较稳定的状态，2015-2020 年指标得分分别为 0.449、0.337、0.250、0.343、0.319 和 0.301，基本处于行业标准水平之上，几乎不存在太大的现金流风险。公司应付账款周转率和应收账款周转率高于行业平均值，但与行业领先者的标准值相比还是有一定差距，在上游环节有一定的还款压力，在下游中现金流可能被客户较长期占用，影响资金的流动和周转，同时也相较而言产生了大量的坏账损失，江淮汽车可在现金流风险流动性方面加以改进。

从江淮汽车的创值性目标来看，公司的收益性指标只有 2015 年是优于行业领先者的标准值，之后几年出现严重问题，2016-2020 年收益性方面指标得分分别为 0.021、-5.426、-1.350、0.088 和-0.193，说明公司资产创造现金能力差，现金流收益能力弱。其中销售现金比和销售现金净流入比在 2017 年达到了最低值，这是由于 2017 年江淮汽车销路遭受重创，其中主要是受乘用车中 SUV

品类下滑的影响，销量未达到预期值，营业收入急剧下滑，同时现金回收能力弱，速度慢，销售政策过于宽松，致使销售现金回收较少，在经营活动现金流出较为稳定的情况下，现金流入大量减少，经营活动现金净流量达到了近年最差值，存在潜在的资金链断裂风险。现金流入流出比反映了公司全部现金流的流转效率高，于江淮汽车而言，该指标得分基本处于稳定状态，略有波动，维持状态较好，与行业领先者相比相差无几，说明江淮汽车整体现金流效率性良好，能够进一步提升经营活动现金流的效率性，从而更好提升整体现金流的收益。全部资产现金回收率反应公司进行的外部投资活动回报状态，该指标得分波动较大，且比值在 2016、2017、2018 和 2020 年均均为负值，说明江淮汽车目前运营能力较差，公司资产创造现金能力弱，资产使用效率低，现金流不够富裕，甚至面临断裂危机。江淮汽车成长性方面也存在一定现金流风险，2016-2020 年指标得分分别为 0.165、1.276、-0.150、0.160 和 0.354，除 2020 年之外，均与行业标准得分存在较大差距。几个成长性指标中，研发投入占比有波动上升趋势，除 2019 年略有下降，但总体研发投入保持在年销售收入 3%-5% 范围内，算是一笔较为合理的支出。且近年来江淮汽车在考虑战略转型问题，面对目前智能化、网联化、共享化和电动化的发展趋势，公司也在加快核心技术的研发工作进程，提高公司产品的竞争性，虽不及行业佼佼者，但在成长方面也有很大空间和前景。江淮汽车现金流量适合比率自 2015 年之后有不断恶化的现象，评分除 2017 年外有下滑迹象，说明公司资金自给率低，自身经营活动形成的现金流无法满足日常需求，需要依靠外部融资方式补充资金需求。公司整个经营状态和战略布局需要进行适当调整，重获市场占有率，保持充足的经营现金流量。销售增长率得分在 2017 年、2018 年和 2020 年与行业佼佼者相比处于劣势。虽说 2020 年江淮汽车表现不俗，实现净利润 1.43 亿元，同比增长 34.52%，但与行业领先公司相比，销售情况仍然不佳，现金流收回与周转投入情况依旧不够乐观。

综上所述，江淮汽车目前在内部价值链中的销售环节、生产环节和外部价值链中的客户环节和筹资环节均需要加强管理，减少现金流偿债性、收益性和成长性方面风险增加的可能性，将其控制在一定水平之内，为公司创造价值。

6 价值链视角下江淮汽车现金流风险应对

价值链视角下的现金流风险管理目标包括安全性和创值性。前者是指公司的现有现金流可以维持日常生产经营活动，确保资金链不断裂。后者重点旨在希望承受一定风险范围内寻找到可增值环节，进一步增加现金流入，为公司创造更大价值。现结合两大目标，对江淮汽车目前存在的现金流风险提出应对措施，以有效降低现金流风险，实现更大程度的价值创造。

6.1 基于安全性目标下现金流风险应对措施

6.1.1 转变货源策略，构建最佳采购组合

江淮汽车总部位于合肥，但由于当地供应商无法及时满足公司用料需求，在采购部分物资时需要从外省市运输，在增大运输成本的同时也迫使江淮汽车需要提前储备更多的生产物资，这导致其存货成本居高不下，占用了资金，提高了公司的资金成本。虽然江淮汽车也与部分供应商建立了合作联盟，但集中化程度不高，供应商分布较为零散。同时江淮汽车采购人员需要加强培训，目前他们的责任感不强，缺少进行成本管理的意识，整个采购过程流于形式，没有对采购价格及支付事项进行仔细谈判，一旦原材料等采购价格大幅上涨，就会致使采购成本增高，2017 年公司经营状态不佳净利润为负的局面有部分就是这个原因造成的。因此，江淮汽车在采购环节需要重新规划战略，规范采购流程，面对乘用车和商用车领域采用的低成本战略，必须严格控制采购成本，减少不必要的现金流出和浪费。目前在货源策略方面江淮汽车选择的是多货源策略，前五大供应商中采购的金额历年在 30%以下。这种情况会造成供应商的承诺信用低，提供的原材料可能存在质量问题，也难以在生产环节形成规模经济。江淮汽车可以考虑向单一货源策略过渡，集中选择一两个供应商作为主要供应商，建立稳固关系，为后续规模经济提供基础，这种情况下江淮汽车也可以获得高质量的货源，减少之前因为零部件质量问题而引起的不必要纠纷，减少不必要的现金支出。

江淮汽车应充分考虑内部价值链的应用，从质量、数量、价格和交付四个方面入手打造最优的采购组合。首先在质量方面，需要确定两种产品质量，一是生产部门制造过程中所规定的质量，二是顾客愿意接受的质量。其次在确定采购订单的规模和时间时，采购人员需要考虑两个方面：一是库存过剩的成本，包括资本占用、存货变质和存货存储空间的风险等。二是由于生产延误造成的库存不足，公司应当建立库存控制系统，以便准确规划最佳的接单量和采购原材料时间。而在采购价格方面采购人员应对具备敏锐性和谨慎性，把握最佳采购价格。最后对于交付期而言，从订货到交货的这一时段的产品周期异常重要，它会影响到公司的库存控制程度，与此同时生产计划也会随之改变。如果利用恰当，就可以避免因过量采购而积累原材料和浪费资本。通过上述策略希望能降低采购成本，提高采购资金周转率，降低公司的现金流风险。

6.1.2 提高产能利用率，适时引进 JIT 方法

在采购环节完成后，形成规模经济的生产模式是江淮汽车当前需要采取的生产策略，通过规模经济可以使江淮汽车成本下降，从而增加利润和现金流收入。尽量减少江淮汽车生产中的非增值作业，如存货储存、产品返工、废品生产和额外检查等步骤，防止在生产中占用的大量营运资金。如果公司产能与客户需求之间的差距过大，这会导致生产效率低下，江淮汽车需要制定合适的产能计划，减少该差距，扩大具有优势和竞争力的产能，提高产能利用率。在产能过剩、自主品牌销量难以发展壮大发展的情况下，公司需要考虑是否能够与有产能需求的新合作伙伴对接，最大限度发挥自身能力，创造合理价值。江淮汽车可以选择匹配策略，根据市场需求的变化适当增加较少产能。

江淮汽车目前采用的生产方式是库存生产式生产，在大概估算完需求量后开始生产，可以转变生产方法，转为 JIT 方法，打通价值链。作为一项管理会计工具，JIT 的适应可以帮助公司降低库存节约仓储空间，同时也节省了仓库场地租赁费，减少了存货变质和贬值的可能性，提高了资金周转速度和利用效率。同时避免因需求的突然变化而使大量产品不能按时销售的情况，减少产品滞销的可能性，降低不必要的现金流出。

6.1.3 改进供应链金融服务，优化公司资本结构

江淮汽车资产负债率处于较高水平，常年浮动于 65%-70%之间，2020 年银行借款在负债中占据了 24.68%，综合分析后发现公司的长短期偿债能力均实力较弱，日常经营中获得的现金流又不足以支撑偿还大量债务，因此会为了偿还债务而又不断举债，陷入恶性循环中。从长期战略合作的角度出发，选择一个优惠政策多，审核条件较为宽松、给予的还款压力较小的银行是必须之举。同时在供应链金融服务方面，公司 2010 年就与平安银行合作为其上下游企业提供融资服务，在 2020 年又再次加深服务，如与多次方汽车之间签署了战略合作协议，从供应链金融等方面发力。由于江淮汽车在生产环节原材料采购成本高，为更好加强公司供应链金融服务，江淮汽车可以选取存货质押融资模式，利用仓库中未销售完的存货进行质押，从银行中获得融资。或者采取应收账款融资模式，考虑到资金无法及时回笼，影响资金链顺畅，可通过应收账款质押或转移应收账款权而向银行提出贷款申请。与此同时，随着区块链技术的愈发成熟，其在供应链金融服务中也将发挥巨大作用，上下游企业之间信息将透明化，公司生产销售环节数据可及时被获得，大大提升融资效率。

从产品生命周期来看，江淮汽车目前乘用车和商用车领域基本处于成熟期阶段，销量和市场占有率基本趋于稳定，但奈何经营过程中存在较大的现金流风险，经营活动现金流净额表现不佳，这一时期最佳的筹资战略应当是采用权益筹资而非重点放在负债方式上，高经营风险搭配低财务风险，因此江淮汽车应当调整筹资方式，减少债务资本所占比重，减小财务杠杆和缓解偿债压力，转向股权融资等方式，降低公司在未来发展过程中的潜在风险。

6.2 基于创值性目标下现金流风险应对措施

6.2.1 培养重点客户，建立“5C”信用评级

江淮汽车前五大客户销售额占总体销售额的比在 11%以下，可见江淮汽车并没有培养自己的主要战略客户，客户分布零散，销售现金的回收不够稳定。如果某年整体行业情况不佳，那分布零散的客户所带来的销售收入和现金流肯

定会大打折扣。因此江淮汽车应当积极培育重要客户和战略客户，形成长期的合作战略联盟关系，而在联盟关系中，客户真正的需求才是公司需要抓住的重点。客户是公司财富来源的基础，90%的客户需求隐藏在冰山底下，只有10%的需求才被公司熟知。^[52]江淮汽车可以选择将营销环节转移到产品生产线之前，摸准大客户主要需求而进行生产，从而与其建立稳定的交易关系，保持每年固定的现金流收入。另外，虽然与江淮汽车有交易合作关系的多为国有企业，它们的特点就是有各级政府作为背书，不必太担心违约，但从另一方面考虑，如果被长时间占用资金，可能会带来较高的资本成本。因此江淮汽车还是需要对客户进行多层面考量，可以建立“5C”客户信用评级体系，评估客户信用，提高应收账款周转率以便向行业佼佼者看齐，加快现金流的周转效率，构建稳定资金链。“5C”客户信用评级体系中的“5C”，就是指用来评估客户信用的5个分析侧面，包括是品质、资本、担保、能力和经营条件。江淮汽车对拥有的大中型和较稳定的客户，根据上述5个方面进行资料收集和分析，针对他们的信用进行评估，根据对客户的打分情况划分等级，给予不同的信用条件。信用条件的设立和现金折扣的给予需要江淮汽车根据日常销售预算、资本成本等多方面分析衡量决定。

6.2.2 明确发展战略，提高收现能力

江淮汽车在总体发展战略中注重研发，是国内较早涉入新能源汽车领域的公司，在前期技术积累和后期市场推广销售方面具备一定的先发优势。在江淮汽车主打产品乘用车和商用车领域销售出现严重下滑时期，公司新能源汽车方面的销量有所增长。江淮汽车前期发展战略不够明确，在传统领域的产品定位不明确，车型更新慢，产品质量青黄不接，这致使消费者对江淮汽车的品牌定位认知不清，认可度不高。后期江淮汽车忽然转向高端市场，但品牌的知名度和自身能力显然无法支撑这一战略的实施。江淮汽车应保持自身原有的优势，深耕低端消费者市场，深刻贯彻集中化低成本策略，压缩各类成本，节约现金流，另一方面增加研发支出，坚持技术驱动，通过技术应用减少不必要的成本支出。同时坚持产品开发战略，优化提升新能源汽车技术，研发高性能和高质量产品。

明确公司整体发展战略后，江淮汽车需要提升价值创造的能力，增强销售收现能力，为公司现金流周转提供更大的空间。自 2015 年起江淮汽车开始大量以银行承兑汇票方式回收货款，这使得公司应收账款周转率和坏账计提情况相对于行业均值而言表现良好。江淮汽车在新能源领域的产品销量有逐渐增加趋势，而且近年来国家对企业给予可观的政府补助，在新能源方面的补贴资金逐步提升。但考虑到拨款政策以及资金预算等因素，资金下发的时间可能会受到影响而滞后，因此依靠资金补贴会影响公司当期现金流的收回，使得收现能力表现较差。因此江淮汽车整个经营情况不能过度依赖于新能源汽车领域，自身传统领域汽车的销售和现金回收也需要加以重视。公司需要识别潜在的新客户同时维稳现有客户，提供贴心售前售后服务，开拓销售渠道，实现更多现金流入。

7 结论与不足

7.1 研究结论

面临竞争激烈的市场环境，公司想要独占鳌头，除了关注自身的盈利情况，公司现金流的状态更是不容忽视。现金流是公司生存与发展的血液，而其与价值链的有机结合，可以帮助公司更全面的发现现金流风险问题的所在。本文以江淮汽车为研究对象进行案例分析，得出以下结论：

首先，本文对价值链理论、风险管理理论和 DSO 理论进行了阐述，并结合国内外相关文献，在价值链视角下对公司现金流风险管理进行研究，总结出价值链视角下现金流风险管理的两大目标——安全性和创值性，并提出对公司现金流风险依次进行识别、评估和应对的方法。其次选取汽车制造行业中一家上市多年但近年可能存在现金流风险的公司——江淮汽车，从价值链内外部视角对其采购、生产、研发、销售、供应商、客户和筹资七个环节的现金流风险进行识别，初步总结出公司潜在的现金流风险。江淮汽车在内部价值链中的销售环节、生产环节和外部价值链中的客户环节和筹资环节均存在一定的现金流风险，具体有原材料购置过量，产能利用率较低；客户群体分散，销售收现能力差；长短期偿债能力差，筹资方式单一这三大问题，涉及到现金流的偿债性、收益性和成长性风险。再根据两大目标安全性和创值性选取偿债性、流动性、成长性和收益性四个维度下共 16 个指标建立现金流风险评估体系，之后利用熵值法确定每个指标的权重。根据江淮汽车各类指标值与行业标准值相对比率，确定出江淮汽车 2015-2020 年现金流风险的得分，展开进一步分析。发现江淮汽车近年来在现金流偿债性、收益性和成长性方面得分较低，存在现金流风险。最后结合前期现金流风险的大致识别和中期现金流风险的量化评估，针对江淮汽车现金流方面存在的风险提出应对措施如：货源策略转变，构建最佳采购组合、提高产能利用率、适时引进 JIT 方法、改进供应链金融服务，优化公司资本结构、明确发展战略、提高收现能力等。

7.2 研究不足

本文寻找分析了江淮汽车现金流风险管理中存在的问题并提出了相应对策，但因笔者自身知识体系和查找资料的局限性，仍存在一些不足，主要集中在以下两点。首先汽车制造行业集供应、生产、销售等环节为一体，现金流风险涵盖于各个环节。但由于在获取案例公司核心资料中受限，导致数据收集不够完整，对每个环节现金流风险缺乏透彻性分析，这可能会影响最终研究的全面性。其次，在现金流风险评价方面，评价体系的构建不够全面，没有将一些非财务数据型但涉及到价值链中现金流风险的评价指标列示其中，例如顾客满意度，供应商的合作满意度等。同时采取熵值法进行评价指标的权重计算，导致现金流风险评估体系可能会不适用于其他差异较大的公司或行业，普适性较弱。在之后研究中研究者可以采取更科学的方法将一些非财务指标进行量化，构建更完整的现金流风险评估体系，以对公司管理者提出针对性建议，加强现金流风险管理，实现公司价值最大化。

参考文献

- [1] Acciaio B, Föllmer H, Penner I. Risk assessment for uncertain cash flows: Model ambiguity, discounting ambiguity, and the role of bubbles[J]. *Finance and Stochastics*, 2012, 16(4): 669-709.
- [2] Collaborative Value Chain Management between Automotive and Semiconductor Industry: An Analysis of Differences and Improvement Measures[J]. *Procedia Cirp*, 2013, 12:312-317.
- [3] Dehmer J , Niemann J . Value Chain Management Through Cloud-based Platforms[J]. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, 2018, 238:177-181.
- [4] Harris C, Roark S. Cash flow risk and capital structure decisions[J]. *Finance Research Letters*, 2019, 29: 393-397.
- [5] Hines P, Rich N, Bicheno J, et al. Value Stream Management[J]. *The International Journal of Logistics Management*, 1998, 9(1):25-42.
- [6] Hudáková M, Slepecký J. Cash flow management as an indicator of a latent crisis in the company[J]. *Economic Alternatives*, 2011 (1): 115-120.
- [7] Mahmoud H, Ahmed V, Beheiry S. Construction Cash Flow Risk Index[J]. *Journal of Risk and Financial Management*, 2021, 14(6): 269.
- [8] Peppard J, Rylander A. From Value Chain to Value Network:: Insights for Mobile Operators - ScienceDirect[J]. *European Management Journal*, 2006, 24(2–3):128-141.
- [9] Schmitz H . Value Chain Analysis for Policy-Makers and Practitioners. 2005.
- [10] Tsai C Y. On supply chain cash flow risks[J]. *Decision Support Systems*, 2008, 44(4): 1031-1042.
- [11] Tsai C Y. The impact of cost structure on supply chain cash flow risk[J]. *International Journal of Production Research*, 2017, 55(22): 6624-6637.
- [12] Walters D. Using value chain networks to enhance cash flow management and create corporate value: Some observations[J]. 2009.
- [13] Wickramasinghe M B, Gunawardana K. Cash flow risk management practices on

- sustainable financial performance in Sri Lanka[J]. *International Journal of Arts and Commerce*, 2017, 6(8).
- [14] Zhao F, Dash Wu D, Liang L, et al. Cash flow risk in dual-channel supply chain[J]. *International Journal of Production Research*, 2015, 53(12): 3678-3691.
- [15] 车培荣, 王范琪. 互联网企业价值创造新路径: 从价值链到价值网——以小米公司为例[J]. *北京邮电大学学报(社会科学版)*, 2019, 21(04): 63-73.
- [16] 陈京民. 价值链分析在 MIS 开发战略研究中的应用[J]. *中国管理科学*, 1998(04): 30-35.
- [17] 陈志斌. 基于企业生命周期的现金流管理研究[J]. *生产力研究*, 2006(04): 259-260.
- [18] 陈志斌. 现金流内部控制: 生态环境视角与风险防范导向[C]//. *中国会计学会财务成本分会 2006 年年会暨第 19 次理论研讨会论文集(下)*. [出版者不详], 2006: 445-457.
- [19] 陈志斌. 现金流创值管理论[M]. 南京: 南京大学出版社, 2007
- [20] 陈志斌; 叶玲娜. 企业现金流状况评价模型构建研究[J]. *东南大学学报(哲学社会科学版)*, 2011, 13(05): 52-60+127.
- [21] 陈志斌, 王诗雨. 产品市场竞争对企业现金流风险影响研究——基于行业竞争程度和企业竞争地位的双重考量[J]. *中国工业经济*, 2015(03): 96-108.
- [22] 陈志斌, 王诗雨. 产品市场竞争程度、融资约束与企业现金流风险[J]. *财务研究*, 2015(04): 14-23.
- [23] 崔冰, 侯学博. 企业横向价值链的协同分析[J]. *山西财经大学学报*, 2007(S1): 70-71.
- [24] 董盈厚, 马亚民, 董馨格. 金融资产配置、金融杠杆与现金流风险[J]. *审计与经济研究*, 2021, 36(05): 95-105.
- [25] 法红晶. 企业现金流的影响因素及其风险识别方式[J]. *企业改革与管理*, 2018(23): 120+131.
- [26] 何丹. 现代企业集团现金流风险预警体系的构建[J]. *财会月刊*, 2005(17): 52-53.
- [27] 侯丽英. 企业外部价值链现金流风险管理研究[J]. *商业研究*, 2009(02): 85-

- 87.
- [28]黄轶飞,姚丹靖. 现金流风险管理:目标、测度与防范[J]. 商业会计, 2014(21):13-15.
- [29]李广凯,杨旭,王庆红. 基于波特价值链理论的企业竞争力量化评价[J]. 企业管理, 2017(12):110-113.
- [30]梁丽. 基于价值链理论的现金流管理战略探析[J]. 中国经贸导刊, 2014(31):71-72.
- [31]刘红霞. 企业现金流风险识别研究[J]. 中央财经大学学报, 2005, (06):71-75+80.
- [32]刘金霞,韩立岩,娄静,王哲兵. 现金流风险研究综述[J]. 管理评论, 2012, 24(02):65-70.
- [33]刘斌. 集团公司管理会计报告体系设计——基于价值链视角[J]. 财会通讯, 2020, (05):168-172.
- [34]吕文栋,赵杨,田丹,韦远. 风险管理理论的创新——从企业风险管理到弹性风险管理[J]. 科学决策, 2017(09):1-24.
- [35]迈克尔·波特. 竞争优势(中译本)陈小悦译[M]. 华夏出版社, 1999(7).
- [36]欧阳斌. 企业现金流风险探究[J]. 财会通讯, 2009, (05):138-139.
- [37]任云飞;顾新俊;徐娜. 饲料企业管理中价值链分析法的应用研究[J]. 中国饲料, 2020, (10):98-101.
- [38]尚洪德. 基于价值链的现金流管理[J]. 会计之友(下旬刊), 2009, (11):19-20.
- [39]汤婷婷. 价值链视角下企业现金流管理研究[J]. 现代商业, 2020(17):116-118.
- [40]田洪刚. 企业成本管理与价值链管理模式的融合创新[J]. 商业经济研究, 2020, (03):130-132.
- [41]田忠涛. 以现金流为核心的财务风险防控体系构建与应用[J]. 商业会计, 2017(23):36-38.
- [42]王春峰,周敏,房振明. 上市公司现金流风险管理研究最新进展[J]. 证券市场导报, 2009(07):45-50.
- [43]王光远. 管理会计的发展趋势[J]. 财会月刊, 1994(11):5-9.

- [44]王稳,王东.企业风险管理理论的演进与展望[J].审计研究,2010(04):96-100.
- [45]阎达五.价值链会计研究:回顾与展望[J].会计研究,2004(02):3-7+96.
- [46]于世宁.基于价值链的并购后整合的研究[J].山西财经大学学报,2018,40(S1):15-16+20.
- [47]张轶,周吉.风险管理理论综述[J].科技视界,2014(17):241.
- [48]赵良军.基于价值创造的现金流风险管理研究[C].南京大学,2012.
- [49]赵帅,樊燕萍,刘彬彬.会计稳健性与企业现金流风险——基于融资约束的中介效应检验[J].财会通讯,2020(13):45-48+72.
- [50]赵晓飞.华为:大客户联盟制胜[J].管理与财富,2007(06):34-38.
- [51]周慧.基于价值链会计的企业经营绩效评价研究[J].财会通讯,2013(22):12-14.
- [52]朱莉;席爱华.乐视网现金流风险评估及致险原因分析[J].中国商论,2019,(09):25-28.
- [53]朱妍.企业现金流风险预警及防范探析[J].当代会计,2017(09):38-39.

致谢

研究生三年时光即将结束，这三年就像一个调味瓶，酸甜苦辣皆具备，却也是令我难忘和怀念的时光。一位好的导师就是生活里的一束阳光，可以照亮和温暖艰难的学习生涯，在此我很荣幸在研究生期间能够加入老师门下。非常感谢老师在我考试失意时给我的激励，指导我改进学习方法，重新再来。感谢老师在我找工作困顿期给予我方向，让我拒绝焦虑更好选择。感谢老师在我论文撰写过程中给予的帮助，从开题到最终成稿，老师都能耐心指导，点拨思路，让我论文工作顺利进行下去。同样也感谢学校所有教过我的老师，他们孜孜不倦传道授业，将自己扎实的专业知识理论传授于我们，同时他们刻苦钻研学术的精神也深刻感染了我，让我以更严谨的态度面对学术问题以及生活中所有的困难时刻。感谢我的父母和朋友们，他们给我平淡的生活带来一丝乐趣，在我丧失信心垂头沮丧之际无条件的相信我，同时也支持我所有的决定，让我最终能够如愿以偿。最后也感谢一直坚持没有放弃的自己，拥有强大的内心去面对所有的挫折，最终赢来曙光。在今后的道路中，我将始终保持乐观的心态去面对所有的困难，奔向彩虹，跑出一片天。