

财务报表分析 与股票估值

郭永清 著



Financial Analysis & Valuation

源自上海国家会计学院内部培训讲义
估值方法经过市场检验并获得超额投资收益

上海国家会计学院原院长 **夏大慰**
上海财经大学学术委员会主席 **孙 铮**

推荐阅读



机械工业出版社
China Machine Press

财务报表分析 与股票估值

Financial Analysis & Valuation

郭永清 著



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

财务报表分析与股票估值 / 郭永清著. —北京: 机械工业出版社, 2017.7

ISBN 978-7-111-57253-4

I. 财… II. 郭… III. ①会计报表 - 会计分析 ②股票 - 估价 IV. ①F231.5 ②F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 146787 号

本书作者郭永清是上海国家会计学院著名财务学教授。本书是郭永清教授多年来讲授财报分析以及自己进行股票投资实践的总结。本书的财报分析内容曾在上海国家会计学院多个高级经理培训班级作为讲义使用, 得到了学员们的认可和好评; 股票估值内容则在作者的投资实践中加以应用, 帮助他长期获得了高于市场的超额收益。

本书共 16 章。第 1、2 章介绍财报的基础知识以及财报原理; 第 3 章论述财报分析的框架; 第 4 章论述公司战略与财务报告之间的关系; 第 5 章论述财报项目之间的关系; 第 6 章论述如何从投资活动现金流量看一家公司的战略和未来; 第 7 章论述如何从筹资活动现金流量看一家公司的资本管理能力; 第 8 章从现实商业活动出发, 讲述资产和资本分析; 第 9 章是股权价值增加表分析; 第 10 章是资产资本表和股权价值增加表的综合分析; 第 11 章是回归现金分析; 第 12 章讨论股票价格和股票价值; 第 13、14 章介绍相对估值法和绝对估值法; 第 15 章介绍如何运用自由现金流贴现模型进行股票估值; 第 16 章是作者的投资实战案例。

财务报表分析与股票估值

出版发行: 机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码: 100037)

责任编辑: 王琦

责任校对: 李秋荣

字数: 480 千字

印刷: 北京诚信伟业印刷有限公司

版次: 2017 年 7 月第 1 版第 1 次印刷

开本: 170mm × 242mm 1/16

印张: 23

书号: ISBN 978-7-111-57253-4

定价: 69.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问: 北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

推荐序一 以价值为核心的财务报表分析

有关财务报表分析的书汗牛充栋、数不胜数。看完郭永清博士的书稿《财务报表分析与股票估值》后，我觉得其有很多值得肯定的地方。

本书在前人研究的基础上，跳出了“就财务论财务”的局限，以价值为核心，更多地把财务报表分析和企业的创造价值过程结合起来，提出了“公司战略+重在执行=财务价值”的分析思路，搭建了财务报表分析的框架；又在这个框架的基础上，依次对公司战略和财务报表的关系、财报不同组成部分之间的关系进行了深入的分析，并将其运用于股票估值。

从本书的很多内容都可以看出，作者对公司财务报表分析进行了独立的思考，并且有独到的见解。公司为价值而生，而价值就是一家公司在其未来寿命周期内的自由现金流按照一定贴现率折现的现值。财务报表分析的目的就在于判断价值、分析价值、创造价值。本书以现金为起点，以更多的现金（自由现金流）为终点，设计了财务报表分析的逻辑以及具体指标，比较符合公司各类经济管理活动实际。在书中，作者将标准资产负债表和标准利润表重构为资产资本表和股权价值增加表，对读者通过财务报表分析改进管理活动非常有启发意义。

财务报表分析是一门实践性学科，理论是否有效，最终取决于分析的结论是否合理。本书从头至尾，以案例贯穿其中，保证了较强的实际操作性。在本书最后一章，作者列举了19个亲自在投资实践中基于财务报表分析所做的股票估值案例。从其结果来看，本书内容的有效性得到了较好的验证。

当然，本书的一些内容如对有效市场理论、资本资产定价模型等的论述，与传统的经典理论并不一致，可能需要进一步深入研究。

本书有理论，有实践，有案例，思路清晰、框架独到、逻辑严密、结论合理。我相信，这是一本值得阅读的好书。

我很高兴看到郭永清博士能够出版新书与大家分享自己的教学和研究心得，并作序将此书推荐给各位读者。

夏大慰

上海国家会计学院原院长

推荐序二 用管理思维进行财务报表分析和股票估值

茫茫书海中以财务报表分析和股票估值为主题的书林林总总、指不胜数。看完郭永清博士的书稿《财务报表分析和股票估值》后，我发现本书与常见的财务报表分析和股票估值最大的不同之处在于：它用管理思维进行财务报表分析，而不是局限于惯常的财务思维；不仅介绍了作者潜心研究的估值模型，更重要的是其在中国股票市场的实践应用。

传统的财务指标以财务思维为主。财务报表分析通常以资产负债表和利润表为核心设计各类财务指标，比如资产负债率、流动比率、速动比率、毛利率、销售净利率、股东权益回报率等耳熟能详的指标。

本书从公司管理思维出发，认为公司创造价值的财务语言表述为“现金—更多的现金”，建立了现金流循环模式的财务报表分析框架。具体而言就是：

1. 从公司战略角度分析行业选择和竞争策略选择与公司财务报表之间的关系；
2. 分析公司战略执行的重要活动——投资活动，通过投资活动现金流量透视公司的战略决策与未来前景；
3. 分析为了满足投资活动的筹资活动，通过筹资活动现金流量透视公司筹资决策的合理性；
4. 分析投资活动和筹资活动的结果——资产结构和资本结构，根据资产与投资活动的关系以及资产带来经济利益的路径与方式，把传统的资产负债表重构为资产资本表，以便更加适应管理的需要，更能摸清价值创造之脉络；
5. 分析资产使用的结果——盈利能力分析，根据重分类后的资产，重构利润表为股权价值增加表，以便更好地反映公司价值创造能力；
6. 收入、成本费用、利润等需要转化为更多的现金——聚焦经营活动现金流量以及自由现金流分析。

上述财务报表分析的思路环环相扣、逻辑清晰、新颖而独特。

财务报表分析的有用性如何，如何阅读和利用财务报表，最终需要通过实践

探索和检验。财务报表分析的核心在于“价值”。本书在介绍了常见的估值模型后，结合财务报表分析，通过多个案例，展开自由现金流贴现模型的应用讲解。从书中已有的实践案例来看，该模型得到了较好的验证，这不仅是作者的一份心得，也是为读者奉献的一个成果。

本书是一本引人入胜、给人启发的佳作。我相信，读者们可以通过阅读受益匪浅。

我非常乐意为本书作序，并将其推荐给大家。

孙铮

上海财经大学学术委员会主席

前言 财报分析：知行合一，学以致用

本书是我多年来讲授财报分析以及自己进行股票投资实践的总结。我个人认为，财报分析的目的在于，做到知行合一，学以致用。

本书的财报分析内容在上海国家会计学院的多个高级经理培训班级作为讲义使用，得到了学员们的认可和好评；股票估值内容则在本人的投资实践中，保证了多年获得超过市场的超额收益。我的雪球个人账号的投资组合“渐悟”可以佐证，个人微信公众号的粉丝也见证了本书的财报分析和股票估值模型的有效性。

公司的目标在于创造价值，财报分析应该以价值为核心。公司的价值为公司整个寿命期内创造的自由现金流按照一定的贴现率贴现后的现值。在投资决策中，只能有这个唯一的、绝对的价值标准，而不能采用多重标准。

本书的读者

公司董事、监事、经理层等高管人员通过阅读本书，可以思考公司创造价值的过程以及掌握如何通过财报分析更好地改进管理，提升公司价值。

股票投资者通过阅读本书，可以掌握如何分析公司的历史财务数据和未来发展预测来估算公司的内在价值，为投资决策提供比较坚实的支撑。

债权人通过阅读本书，可以判断公司的价值，保证本金和利息的安全。

本书主要章节及内容概要

本书共 16 章。

第 1 章和第 2 章介绍财报的基础知识以及财报原理。具有较好财务专业知识的读者可以直接略过。

第 3 章论述财报分析的框架。财报分析应该跳出财报看数字，因此分析的框

架包含公司战略分析、公司经济活动分析和公司财报分析。

第4章论述公司战略与财务报告之间的关系，包括公司行业对财报的影响、公司总成本领先策略和差异化策略对财报的影响。

第5章论述财报项目之间的关系，为后面的财报分析建立逻辑。

第6章论述如何从投资活动现金流量看一家公司的战略和未来。

第7章论述如何从筹资活动现金流量看一家公司的资本管理能力。

第8章为资产和资本分析，从现实商业活动出发，重构资产负债表为资产资本表，然后进行资产结构分析、资本结构分析、资产结构和资本结构的匹配程度以及风险分析，并指出了常用的流动比率和速动比率存在的缺陷，建议使用营运资本长期化率指标来衡量公司的流动性风险。

第9章为股权价值增加表分析，首先根据资产资本表重构的逻辑，重构利润表为股权价值增加表，在此基础上进行金融资产收益分析、长期股权投资收益分析、营业收入分析、营业成本分析、毛利和毛利率分析、营业费用分析、利润分析、净利润和股权价值增加值分析。

第10章为资产资本表和股权价值增加表的综合分析，根据资产资本表和股权价值增加表之间的逻辑关系，同时使用两张报表的数据进行综合财务指标分析。本章在通过因素分解法对股东权益回报率进行五个因素分解的基础上，构建财务指标分析体系，接着具体分析每一个因素所产生的影响，最后对所有的财务指标进行总结并形成财务指标框架。

第11章回归现金，分析股权价值增加表项目和经营活动产生的现金流量项目之间的关系，并将经营活动产生的现金流量净额分为五种状态。

第12章论述股票价格和股票价值两者之间的背离和回归关系，构成后面股票估值的理论基础；然后论述股票估值需要进行历史数据的分析和未来发展的预测，因此股票估值是一门艺术。正因为艺术的不确定性，因此以股票估值为基础的投资应当遵循安全边际原则和成组购买原则。

第13章介绍了常见的市盈率、市净率、市销率、市盈增长比率等方法，并分析了这些方法的局限性，而解决这些局限性需要终极方法，即绝对估值法。

第14章介绍了现金股利贴现模型和自由现金流贴现模型。现金股利贴现模型受到股利无关论的挑战，因此自由现金流贴现模型成为最佳选择。自由现金流贴现模型包括零增长模型、固定增长模型、两阶段模型和三阶段模型。

第15章运用自由现金流贴现模型进行股票估值，首先以财报分析的内容为基础构建公司价值的计算公式，指出运用自由现金流贴现模型计算经营资产的价值；然后结合万华化学和中国石化的案例，对公司的历史数据进行分析，并运用哈佛大学教授迈克尔·波特的五力分析模型对未来发展进行预测，在此基础上运用第14章介绍的模型计算万华化学和中国石化经营资产的自由现金流贴现现值；最后按照公司价值的计算公式，结合公司的股权结构，计算出两家公司股票的每股内在价值。

第16章为投资实战案例，是为了验证本书财报分析和股票估值内容的有效性。这些案例都附上了分析的时间，读者可以自行判断其后的公司股票表现是否如我们事先的分析结果。

本书中的数据资料均来自上市公司公开年报。

本书的一些观点

行成于思毁于随。本书的一些观点可能与传统的教材不一样，但是我认为本书更加符合商业现实。比如，在工业4.0时代，传统的流动比率和速动比率已经不能说明任何问题，因此我们需要予以改进；传统的营运资本需求多数作为短期资本管理，但是从商业运作来说作为长期资本管理会更合适；一般自由现金流用经营活动产生的现金流量净额扣除资本性支出进行计算，我们认为资本性支出应该划分为保全性资本支出和扩张性资本支出，在计算自由现金流时扣除保全性资本支出比较合理，等等。

我希望自己写出的书能受到读者的肯定，对读者的工作、学习有所裨益。如果读者对我的书有任何意见和建议，请随时通过我的微信公众号“渐悟”给我留言，尤其欢迎您告诉我本书的不足之处、您需要解决的难题、您希望在本书看到的内容，等等。

致谢

感谢上海国家会计学院原院长夏大慰教授对我多年的关心、爱护、照顾和指导。本书源于夏大慰院长改进上海国家会计学院教学质量的建议——对多年的教

学进行回顾、反思和总结，本书正是该建议的成果。

感谢上海国家会计学院原副院长管一民教授和谢荣教授对我多年的关心、爱护、照顾和指导。

感谢上海国家会计学院李扣庆院长为首的领导班子对我的支持和帮助。

感谢上海国家会计学院教研部的各位老师，尤其是杨艺老师。

感谢我曾授课的学员对我的肯定以及他们在课堂讨论中给予我的真知灼见。

感谢我的父母、岳父母和妻儿。

感谢机械工业出版社的石美华编辑、王琦编辑，本书能够出版也是二位辛苦和努力的结果。

目 录

推荐序一 以价值为核心的财务报表分析（夏大慰）

推荐序二 用管理思维进行财务报表分析和股票估值（孙铮）

前 言 财报分析：知行合一，学以致用

第 1 章 财报基础	1
1.1 审计报告	1
1.2 财务报表	4
1.3 资产负债表	4
1.4 利润表	8
1.5 现金流量表	11
1.6 股东权益变动表	13
1.7 报表附注	13
第 2 章 财报原理及财报质量	15
2.1 财报数字的来龙去脉	15
2.2 判断财报质量的六个步骤	20
2.3 防范财务报告舞弊最简单的方法	25
第 3 章 公司财报分析的框架	27
3.1 公司的目标：为价值而生	27
3.2 以价值为核心的财报分析	29
3.3 公司创造价值的过程就是公司财报的生成过程	30
3.4 公司财报的分析过程	32
第 4 章 公司战略与财务报告之间的关系	35
4.1 公司战略：行业选择和竞争策略决策	35

4.2	公司行业与公司财务报表之间的关系	36
4.3	两种不同的公司竞争策略	42
4.4	总成本领先策略下的财报特征	44
4.5	差异化策略下的财报特征	47
4.6	从财报数字看中国公司发展转型的迫切性	52
4.7	公司策略转型的财报解释：以苹果公司和莱宝高科为例	56
4.8	公司战略和公司财报关系的总结	60
第5章 财报项目之间的逻辑关系		61
第6章 从投资活动现金流量看一家公司的战略和未来		65
6.1	投资活动现金流量的格式和项目	65
6.2	与公司战略关联度不大的投资活动现金流量项目	67
6.2.1	公司理财类投资活动现金流入和流出	67
6.2.2	公司其他投资活动现金流入和流出	67
6.3	充分反映公司战略的投资活动现金流量项目	68
6.3.1	购建和处置长期资产的投资决策和活动	68
6.3.2	取得和处置子公司的投资决策和活动	72
6.3.3	战略投资活动的综合现金需求分析	74
6.4	不涉及投资活动现金流量的购建和并购决策及活动以及其他例外情况	75
6.5	公司投资活动的决策标准	76
第7章 从筹资活动现金流量看一家公司的资本管理能力		77
7.1	筹资渠道	77
7.2	如何分析公司的现金缺口	77
7.3	筹资活动现金流量分析——如何通过外源筹资解决现金缺口	79
7.4	筹资活动现金流量分析的五大内容	82
第8章 资产和资本分析		89
8.1	资产负债表的重构	89
8.1.1	标准资产负债表的缺陷	89

8.1.2	资产负债表的重构：资产资本表	91
8.2	资产结构分析	98
8.2.1	资产类别结构分析	98
8.2.2	资产期限结构分析	101
8.3	资本结构分析	101
8.3.1	资本来源结构	101
8.3.2	资本期限结构	103
8.4	从资产结构、资本结构和营运资本看公司的流动性风险	103
8.4.1	传统财务指标的缺陷	103
8.4.2	传统营运资本	104
8.4.3	现实错了还是教材错了	105
8.4.4	从资产结构、资本结构和营运资本看公司的流动性风险	108
8.5	营运资本长期化率	117
第9章 股权价值增加表分析		121
9.1	基于资产资本表的利润表重构：股权价值增加表	121
9.1.1	标准利润表的缺陷	121
9.1.2	利润表的重构：股权价值增加表	122
9.2	股权价值增加表分析：营业收入分析	127
9.2.1	营业收入历史增长情况	127
9.2.2	营业收入未来增长空间判断	129
9.2.3	营业收入分析的特殊问题：收入的确认问题	129
9.3	股权价值增加表分析：营业成本分析	130
9.3.1	成本性态分析：亏损的业务是否就应该停产	130
9.3.2	经营资产结构决定营业成本结构	132
9.3.3	营业成本控制能力的分析	135
9.3.4	营业成本分析的特殊问题：成本与收入匹配原则	135
9.4	营业收入和营业成本的综合分析：毛利和毛利率	136
9.4.1	毛利分析	136
9.4.2	毛利率分析	138

9.5	股权价值增加表分析：营业费用分析	141
9.5.1	营业费用的范围	141
9.5.2	营业费用分析的重点	142
9.6	股权价值增加表分析：利润分析	145
9.6.1	息税前经营利润、息前税后经营利润和营业收入利润率	145
9.6.2	长期股权投资收益分析	146
9.6.3	金融资产收益分析	148
9.6.4	从息税前利润结构看利润的质量	148
9.7	不要仅仅为银行打工：财务费用和债务资本成本分析	149
9.8	实际企业所得税负担分析	153
9.9	净利润、股权资金成本和股权价值增加值分析	154
9.9.1	净利润与股权价值增加值	154
9.9.2	利润和股权价值增加值的局限性	156
9.9.3	利润可持续性的考量	157
第 10 章 资产资本表和股权价值增加表的综合分析		159
10.1	资产资本表和股权价值增加表之间的关系	159
10.2	股东权益回报率分析	160
10.3	投资和经营活动的管理效率及盈利能力分析	162
10.3.1	经营资产的管理效率分析	163
10.3.2	长期经营资产的管理效率分析	164
10.3.3	营运资本的管理效率分析	166
10.3.4	经营资产回报率分析	169
10.3.5	长期股权投资的盈利能力分析	170
10.3.6	金融资产的盈利能力分析	171
10.4	债务筹资对股东权益回报率的影响	171
10.4.1	财务杠杆效应分析	172
10.4.2	财务杠杆的作用原理	173
10.4.3	债权人的保障程度	176
10.5	政府税收及公司税务管理活动分析	176
10.6	综合分析的总结	177

第 11 章 回归现金：经营活动现金流量分析	178
11.1 回归现金	178
11.2 经营活动现金流量的格式及项目	179
11.2.1 经营活动现金流入	179
11.2.2 经营活动现金流出	180
11.2.3 经营活动产生的现金流量净额	181
11.3 经营活动现金流量项目和股权价值增加表项目之间的关系	182
11.3.1 营业收入现金含量	182
11.3.2 成本费用付现率	183
11.3.3 经营利润现金含量	184
11.4 经营活动现金流量的五种状态	186
11.4.1 经营活动产生的现金流量小于零	186
11.4.2 经营活动产生的现金流量等于零	187
11.4.3 经营活动产生的现金流量大于零，但不足以补偿当期的 非付现成本	187
11.4.4 经营活动产生的现金流量大于零，并恰能补偿当期的 非付现成本	188
11.4.5 经营活动产生的现金流量大于零，并在补偿当期的非付现成本后 仍有剩余	188
11.5 现金分红对股权价值的影响	190
11.5.1 我国关于上市公司分红的有关规定	190
11.5.2 现金分红对股权价值的影响	191
第 12 章 股票价格和股票价值	193
12.1 短期股票价格与股票价值的偏离	193
12.2 长期股票价格向股票价值回归	194
12.3 股票估值中历史证据的分析与未来发展的预测	195
12.4 股票估值是一门艺术	197
12.5 安全边际	198
12.6 成组购买可以形成一种投资操作	200

第 13 章 常见的相对估值法	201
13.1 相对估值法的应用过程	201
13.2 市盈率相对估值法	202
13.3 市净率相对估值法	206
13.4 市销率相对估值法	207
13.5 市盈增长比率相对估值法	208
13.6 相对估值法的总结	209
第 14 章 终极方法：绝对估值法	211
14.1 绝对估值法的基本原理	211
14.2 现金股利贴现模型	212
14.3 自由现金流贴现模型	215
第 15 章 运用自由现金流贴现模型进行股票估值	218
15.1 公司价值与股票估值	218
15.2 经营资产自由现金流的界定	219
15.2.1 自由现金流的渊源及各类计算方法	219
15.2.2 本书的经营资产自由现金流	222
15.3 经营资产自由现金流贴现模型的应用	226
15.3.1 模型及应用的两个步骤	226
15.3.2 历史数据的分析	227
15.3.3 未来前景的判断	233
15.3.4 深刻理解 WACC	242
15.3.5 经营资产自由现金流现值	248
15.4 公司价值和股票价值的估算	249
15.4.1 公司价值	249
15.4.2 股票价值	249
第 16 章 我的投资实战案例	252
16.1 用数字而不是感觉寻找成长性——小天鹅（2016 年 3 月 23 日）	252

16.2	苏泊尔研究 (2016年3月31日)	253
16.2.1	行业状况	253
16.2.2	公司情况	253
16.2.3	合理估值	260
16.3	五粮液的简要分析 (2016年4月11日)	261
16.4	30元的上海家化值不值得买 (2016年4月12日)	265
16.5	是否应该买入4.5元以下的中国石化 (2016年4月19日)	268
16.6	我为什么看好白云机场 (2016年5月10日)	277
16.6.1	行业分析	278
16.6.2	白云机场未来情况	278
16.6.3	公司财务数据分析	279
16.6.4	历史 + 未来 = 估值	284
16.7	九阳股份能否腾飞 (2016年5月23日)	285
16.8	房地产公司的财务报表分析与估值: 逻辑与模型——兼谈三湘股份的 年度报告 (2016年5月29日)	291
16.8.1	如何从房地产开发公司的现金流量表看公司战略	292
16.8.2	如何从房地产公司的资产结构看经营策略和效率	297
16.8.3	如何从房地产公司的资本结构看财务风险	303
16.8.4	如何从房地产公司的利润表看成本费用	304
16.8.5	如何对房地产公司进行估值	307
16.8.6	问题和挑战	310
16.9	科伦药业: 何时否极泰来 (2016年5月30日)	310
16.10	大秦铁路: 现在是最坏的时期了吗 (2016年7月28日)	311
16.10.1	历史数据	311
16.10.2	公司行业未来简要分析	313
16.10.3	公司估值及建议	315
16.11	罗莱生活: 能否持续增长 (2016年7月29日)	316
16.11.1	历史数据	316
16.11.2	未来判断	316
16.11.3	估值	316