

看表炒股

如何读懂 年报 中报 季报 的财务陷阱

吴 芳 / 编著

也许你会有这样的不幸遭遇——

自己买的股票总是“田野绿色好风光”

也许你会有这样的质疑——

上市公司报表业绩良好，股价怎么就“一泻千里”

也许这是因为——

你还没参透公司报表中暗藏的秘密

识别财务报表中的“馅饼”与“陷阱”，
发现投资机会，规避投资风险
股神巴菲特的制胜秘诀：想获得高投资回报，
一定要学会读财报！



吴 芳 / 编著

看表炒股 如何读懂 年报、中报、季报 的财务陷阱

企业管理出版社

图书在版编目(CIP)数据

看表炒股:如何读懂年报、中报、季报的财务陷阱
/吴芳编著. —北京:企业管理出版社,2010.8

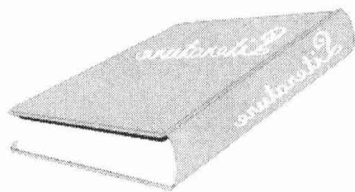
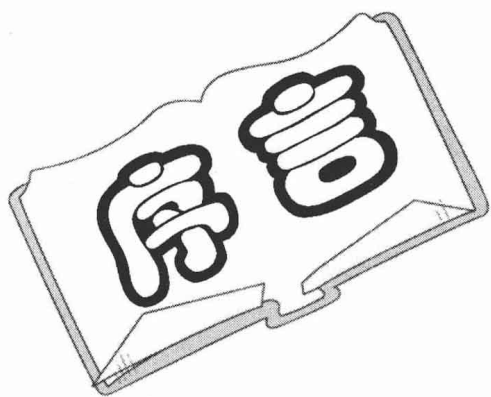
ISBN 978 - 7 - 80255 - 628 - 7

I. ①看… II. ①吴… III. ①企业管理—会计报表—
基本知识②股票—证券投资—基本知识 IV. ①
F275.2②F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 164219 号

书 名: 看表炒股:如何读懂年报、中报、季报的财务陷阱
作 者: 吴 芳
责任编辑: 丁 力
书 号: ISBN 978 - 7 - 80255 - 628 - 7
出版发行: 企业管理出版社
地 址: 北京市海淀区紫竹院南路 17 号 邮编: 100048
网 址: <http://www.emph.cn>
电 话: 出版部 68701719 发行部 68467871 编辑部 68414643
电子信箱: 80147@sina.com zbs@emph.cn
印 刷: 北京市业和印务有限公司
经 销: 新华书店
规 格: 170 毫米×240 毫米 16 开本 16.75 印张 240 千字
版 次: 2010 年 10 月第 1 版 2010 年 10 月第 1 次印刷
定 价: 33.80 元

版权所有 翻印必究·印装有误 负责调换



纵横股市——学会如何识别财务报表陷阱

在茫茫股海之中，我们如何才能够长期立于不败之地？这是一个问题。很多征战于股海的人也因此分成了两个派别——投资者和投机者。可是无论是投资还是投机，我们都必须对公司保持一种超然的冷静以及清醒的认识。而对于中小股民来说，我们可以去清晰地认识公司，发现公司价值的直接的途径就是公司所披露的信息。这其中非常重要的即是公司的财务报表。

通过几张财务报表，我们可以认识到一个公司的经营能力、融资能力以及销售能力，我们还可以认识到这个公司在行业中、发展周期中所处的位置和高度，甚至我们还能够用一种准确的方法去模糊地估计出公司的价值等。可见，财务报表对于股民的作用不可小觑。

对于公司管理者而言，他们也早已认识到了这些。在公司管理者看来，财务报表就是他们的“颜面”，直接反映了公司各个方面的信息。对于任何一个公司而言，都存在着粉饰自身颜面的动机。因此，我们在利用财务报表进行分析的时候，就会面临一个非常重大的问题：我们如何去识破这些陷

阱？只有解决了这个问题，我们才能够进一步利用这些报表，否则，我们的投资将寸步难行。

而本书的目的就在于揭开公司财务报表的面纱，还公司一个真实的面目。

投资理念

投资理念亦称投资哲学，是对投资的根本看法。我们在选择股票，或者说进行投资的时候，首先就需要树立一个比较健康的投资理念。而确立投资理念、投资哲学，需要回答一系列的问题。其中非常重要的问题是：什么决定了企业的价值？

理论上来说，任何一项资产的价值都等于其未来可能产生的现金流的现值。投机者可能会更加关注于那些异动的事件，而作为投资者，则可能会更关注那些反映了公司信息的财务报表。因此，一个很重要的问题就横在了我们的面前：对于这些财务报表，我们应该如何去读，如何去挖掘信息，如何指导我们去操作股票。

对此，我们就必须明白一家上市公司的股票价格与价值之间的关系。

价值与价格

关于企业价值的来源，从价值评估理论来看，经营性自由现金流决定了企业核心业务的价值，再加上非核心业务的价值，就构成了企业价值。企业价值减去债务价值，剩下的即是股东价值。

同时，对企业的价值还要从动态的角度、发展的角度来看待。借鉴麦肯锡咨询公司关于“重组六边形”的分析，在企

业现有业务价值的基础上，通过内部管理改善，以及外部重组，可以进一步提升企业价值。

对企业价值、股东价值进行分析之后，我们再来探讨价值与价格之间的关系。

价值与价格之间广为人知的一条规律就是：价格围绕着价值波动。但是，在价值发现前，股价却可能长期低迷、处于低估状态。不仅如此，即便是价值已经发现了，价格的变动过程也往往十分迅速，也容易“涨过头”、达到高估状态；从高估状态向合理价值的回归同样也可能是相当长的过程。

什么是好股票？

好公司如果估值过高并不是好股票，投资者给予了过高的价格，表明投资者对其基本面的主要价值驱动因素有过高的预期。一些高成长股平常享受着 20 ~ 30 倍乃至更高的市盈率，一旦增速显著放缓，市盈率往往会下跌到低成长股 15 倍左右的水平，估值水平的大幅下降会使投资者蒙受相当大的损失。因此，投资研究的着眼点是“股价隐含了市场对公司价值驱动因素怎样的预期”，以及“我们对这些价值驱动因素的预期与市场预期的差异”，这种差异是获取超额收益的来源。

我们的目的就是要尽力去寻找到那些股价处于低迷时期但是价值却极高的股票进行投资，同时抛弃那些股价极高，价值却可能存在扭曲的股票以规避风险。

但是，这是一个复杂的过程。

3

价值投资的核心是分析公司

格雷厄姆曾用“市场先生”这种形象的说法，来说明市场行为。在他看来，股票市场应该被看作是一个情绪容易波动

的商业伙伴。这个伙伴每天都会出现，告诉你一个价格，他会在这个价格买你手中的股票，或把他手中的股票卖给你。这个伙伴每天都有一个新价格。所以，我们要做市场先生的主人，而不是做他的奴隶。当我们投资股票时，我们实际上是投资股票所代表的企业。当我们找到了喜欢的公司时，市场高低不会对我们的决策产生影响。我们一个一个地寻找公司，很少花时间考虑宏观因素。我们只考虑那些我们熟悉的企业，而且价格和管理状况要让我们满意。

凯恩斯曾经说过，不要试图去弄清楚市场在做什么。我们需要弄清楚的是企业。由于某些原因，人们热衷于寻找价格变动中的线索，而不是价值。在这个世界上，愚蠢的买股行为莫过于看到股价上升就按捺不住而出手。

所以，投资者要把自己当成公司的管理层、把自己当成公司的董事长来考虑将怎样经营它？竞争对手是谁？客户是谁？走出门去并和他们交谈，分析你想投资的公司和其他公司相比，优势和弱点在哪里？如果投资者这样做了，就可能比公司的管理层更了解这家企业。郎咸平曾说，如果投资者没有办法来熟悉企业，就干脆不要做它，只做自己完全了解的事。他强调投资者一定要非常重视确定性，如果投资者这样做了，风险因素就没有意义了。

以低于价值的价格买入证券不是冒险，同样，如果在不了解公司价值的情况下盲目地投资，那就是纯粹的赌博。

以巴菲特购买《华盛顿邮报》的股票为例，它就是一种无风险投资。1973年时，《华盛顿邮报》的市值为8000万美元，而且没有任何负债。商界人士认为《华盛顿邮报》值4亿美元，所以即使是凌晨2点在大西洋当中进行拍卖，也会有人来买。这种投资是非常安全的，令人不可思议。

对于价值投资来讲，价格是投资者将付出的，价值是投资者将得到的。在决定购买股票时，内在价值是一个重要的概

念。没有公式能用来计算内在价值。正如前文所说投资者必须了解所要买的股票背后的企业，然后给企业估价。“如果有人说他能估出交易所上市的所有股票的价值，他一定高估了自己的能力。但如果你集中精力去研究某些行业，你能学会许多和估价有关的东西。重要的不是你的能力范围有多广，而是你的能力有多强。如果你知道你的能力的界限在哪里，你就比那些能力范围比你大五倍而不清楚界限在哪里的人强多了。”

上述选择股票的方法也许可以用伯克希尔登在《华尔街日报》上的一则广告来加以总结。广告说：以下是我们所寻求的东西：税后盈余越大越好；可靠的持续获利能力（对投资行业景气之时机不感兴趣）；企业股东权益回报水平良好而且债务水平很低或为零；适当的管理；简单的企业（如果需要太复杂的技术就无法了解）。

而上述五点内容恰恰经常隐藏在我们常常忽视的地方：公司的财务报表。

从利润表入手，我们可以分析盈利质量；通过销售收入及利润的成长性和波动性，我们可以分析主营业务收入创造现金流量的能力、市场份额增长情况以及创造现金流量的稳定性；毛利率也是盈利质量分析的重要方面，因为它表明管理层可用于研究开发、广告促销从而提高企业品牌和知名度，保证企业可持续增长的能力。从资产负债表入手，我们可以分析资产质量。企业破产的大部分原因是资产出了问题，资产质量分析一方面通过考察流动资产和固定资产占资产总额的比重，来考察企业的财务弹性。如果固定资产的比重较高，而且较多的是专用设备，在行业竞争加剧的情况下，企业将面临较高的退出壁垒。另一方面要检查资产的“含金量”，“真金白银”和陈年老账、变价存货占资产的比重，可体现企业发生潜在损失的风险。从现金流量表着手，对自由现金流量进行分析。

这是报表分析三大逻辑切入点中非常重要的一个环节。当前，财务分析的教科书大多关注的是经营活动产生的现金流量，而经营活动产生的现金流量固然重要，并不代表企业可自由支配的现金流，因为企业首先要保证自己为持续经营而进行必要投资的前提下，才能把钱用于还本付息，为股东派发股利。对经营规模变动不大，而且是资本密集型企业而言，自由现金流的较简单计算公式是经营活动产生的现金流量减去企业用于更新、改造固定资产所需投入的现金流量……

其实，公司的财务报表所反映出来的信息远不止于此。我们了解公司更直接、更有效的方法就是读懂公司的财务报表，并且识别财务报表中的陷阱。所以，分析公司的核心在于分析报表。

报表分析不是玩“数字游戏”

有效的报表分析要求善于同时运用会计数据和非会计数据。会计数据只是企业实施其经营战略的“财务表现”，忽略对企业所处环境和经营战略的分析，报表分析只能是一种重形式、轻实质的“数字游戏”。没有基础战略分析，任何对会计政策和估计的评价都是武断的。厦门大学会计系教授黄世忠举了一个例子，两家不同的航空公司，对相同的波音飞机运用了不同的折旧年限，分别是10年和25年，飞机的经济使用年限是15年，哪家公司的折旧政策更为合理呢？10年或25年的回答都是片面的，关键要看折旧政策是否和公司的战略相一致。

他说，第一家航空公司采用的是差异化战略，主要为高端乘客提供高质、安全的服务，这种情况下缩短飞机使用年限，及其重置和更新飞机，保证服务质量是同公司战略相吻合的，因此采用10年的折旧年限是合理的。第二家航空公司采用的

是低成本战略，通过低价来吸引价格敏感度高，而对服务和安全质量要求较低的中低端客户，所以通过延长飞机的使用年限来降低成本，同样具有合理性。

没有战略框架作为指导，报表分析往往得出与事实背道而驰的结论。戴尔公司的财务案例分析对此作了鲜活的注解。

戴尔公司的流动比率从 2000 年的 1.47 下降到 2004 年的 0.98。一般认为，流动比率在 2 左右比较合理，而戴尔公司的流动比率逐年下降，是否就此得出现金周转不灵、短期偿债能力严重不足、戴尔公司快“死”的结论呢？答案是否定的。

对于作为低成本领先战略的倡导者和实施者的戴尔公司而言，因为毛利率较低，公司只有通过较高资产周转率，才能保证一定的资产回报率。可见，资产周转率是在战略指引下分析戴尔公司的有效切入点。

从存货周转天数来看，戴尔公司从 2000 年的 6 天下降为 2004 年的 3 天；应收账款周转天数从 2000 年的 34 天下降为 2004 年的 30 天；而应付账款周转天数从 2000 年的 58 天上升为 70 天。众所周知，现金转化周期是存货的周转天数加应收账款的周转天数，减去应付账款的周转天数所得。根据上面的数据，戴尔公司的现金转化周期从 2000 年的负 18 天变为 2004 年的负 36 天！

原来，戴尔公司营运资本管理已经达到了用供应商的资金为自己赚钱的境界，戴尔公司不但不是“接近死亡”，而是“活力无限”！

与此同时，我们还需要在读懂财务报表的基础上去防止错误的或者虚假的财务报表对我们所产生的误导。

舞弊者的“心灵故事”

如果说资本市场并不完善的中国，企业造假并不具有代表性，那么诸如微软、IBM、通用电气、美国在线、波音、朗讯、思科等令人肃然起敬的跨国公司，其报表粉饰的累累前科不禁让人惊呼财务报表还有多少真实性可言？

黄世忠解释说，中美证券市场上较为常见的财务舞弊动机表现为：

“顺我者昌，逆我者亡”的盈利预测。在美国，华尔街的财务分析师提供盈利预测信息。久而久之，这种盈利预期机制使华尔街形成了“顺我者昌，逆我者亡”的霸气。如果上市公司公布的 EPS 达到华尔街的盈利预测，则其股价便会上扬，否则会遭到华尔街严厉的惩罚。较为典型的是 IBM 公司，其在某一季度报告的 EPS 比华尔街财务分析师预期的少一分钱，导致一天内股票价格下跌了 6%，市值损失数十亿美元。因此，上市公司高管千方百计迎合华尔街盈利预期。通用电气公司就是典型的“收益平滑化”的顶尖高手，在过去 17 年每个季度报告的 EPS 都达到华尔街的盈利预期，被冠以全美国“最具可预测性”的公司。

“本末倒置”的股票期权。客观地说，股票期权作为激励机制的一种突破，具有变革性的作用，然而其副作用也不小。实行股票期权后，上市公司的股票即使发生微小的价格波动，也会直接影响到高管人员所持股票期权的价值。面对这种财富效应，高管人员有可能在实行股票期权前采用不稳健的收入确认政策，或推迟研究开发、广告促销等费用的支出，在极端情况下甚至诉诸财务舞弊。除此以外，股票期权激励机制有可能滋生“报喜不报忧”的氛围，高管人员不及时、如实地向投资者报告公司的经营状况。

“树大招风”的政治成本。盈利高就可能导致严厉的价格机制，严格的政府监管或消费者监督，激烈的商业竞争，更高的税收，更多的反垄断指控等巨额政治成本。故其高管人员通常会选择将报告盈利由本期递延至未来期间等异常保守的会计政策，降低财务报告所体现的盈利能力，避免企业成为社会公众的焦点，从而降低企业面临的潜在政治成本。微软公司正是递延收入的典型标本。

“嫌贫爱富”的商业银行。“嫌贫爱富、扶强拒弱、雪上加霜、见死不救”是商业银行的天性。企业为了获得商业银行的资金支持，争取较为优惠的利率，减少贷款合同对经营活动的限制，一般会选择将报告盈利由未来期间提前至本期确认的会计政策。国有企业超过70%的负债率，更凸显信贷资金的重要性，企业因此粉饰报表的动机也更为强烈。

“魅力四射”的“壳资源”。股票的发行与上市受到额度与规模控制，市场中一直存在股票供不应求现象。由于上市能给企业带来丰厚的资金回报，公司的上市资格就成为了紧缺的“壳资源”。证监会对上市公司无论是上市、配股增发还是退市的监管，无一例外地都是围绕财务数据，相应地许多上市公司围绕“壳资源”而进行财务舞弊、报表粉饰的手段已经达到登峰造极的境界。

“数字魔术”全揭密，“九仙过海”显神通

会计数据给人的印象是“精确”，资产负债表的左右两端不仅分文不差，而且能精确到小数点后两位，实际上这是对会计的一种误解。由于经营环境面临诸多不确定性和企业的业务日趋复杂，财务会计在确认、计量、记录和报告中需要企业管理层和会计人员运用大量的判断和估计，管理层正是利用会计的这一致命缺陷，从各自的利益动机出发，玩起了“数字

魔术”。

诸如“洗大澡”，又称巨额冲销，就是高管人员利用公司重组、经营困难、自然灾害、会计制度和准则发生变化，或人员、股东、会计师事务所变更的契机，通过计提资产减值准备和确认或有损失等形式，对资产负债表进行“清洗”和“消毒”，从而释放风险、减轻负担。“合并魔术”，又称创造性合并会计，其手法是收购公司在收购兼并的过程中，通过让被收购公司尽量推迟在收购日后确认收益，而在收购日前提前确认费用，达到在年末的合并报表中，提升在收购日后经营收益的目的。

“甜饼盒准备”，是指一些公司在估计诸如销售退回、贷款损失或产品保证成本等负债时采用不切实际的假设，使它们在好年景贮藏甜饼盒，并在坏年景时掏出这些甜饼盒，以改善其财务业绩，达到以丰补歉、收益平滑的目的。“化整为零”，是一些公司利用会计师或审计师在编制和审计报表时都会用到的“重要性”原则，蓄意在某一金额以下，制造一系列零星的错误，然后辩解说这些数字金额太小，对财务报表的结果微不足道。

收入的“数字游戏”。在有效的资本市场里，主营业务收入及其成长性直接关系到上市公司的证券估值，近年来已成为上市公司肆意粉饰和操纵的对象。中美上市公司近年来曝光的财务丑闻中，利用收入确认操作利润的案例也屡见不鲜，银广夏、黎明股份、东方电子等就是典型例证。

通过对大量财务舞弊和报表粉饰案例的剖析，我们发现，收入的操纵手法主要围绕着如何规避公认会计准则和监管部门对收入确认的规定，通过提前、推迟收入的确认时间，或巧立名目将一次性收益包装成主营业务收入，以达到粉饰其经营业绩的目的。

对此，黄世忠将国内外上市公司五花八门的收入“数字游戏”归纳为九条，谑称为“九仙过海”：寅吃卯粮，透支未来收入；鱼目混珠，伪装收入性质；张冠李戴，歪曲分部收入；借鸡生蛋，夸大收入规模；瞒天过海，虚构经营收入；里应外合，相互抬高收入；六亲不认，隐瞒关联收入；随心所欲，篡改收入分配；以丰补歉，储备当期收入。

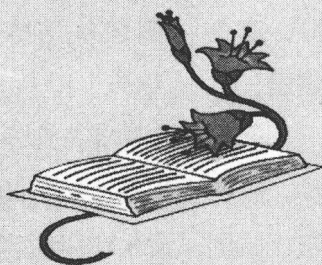
这九条可谓是我们识别一个公司财务报表陷阱的金科玉律，本书也就是从这些方面来逐一解读公司财务报表中的信息。

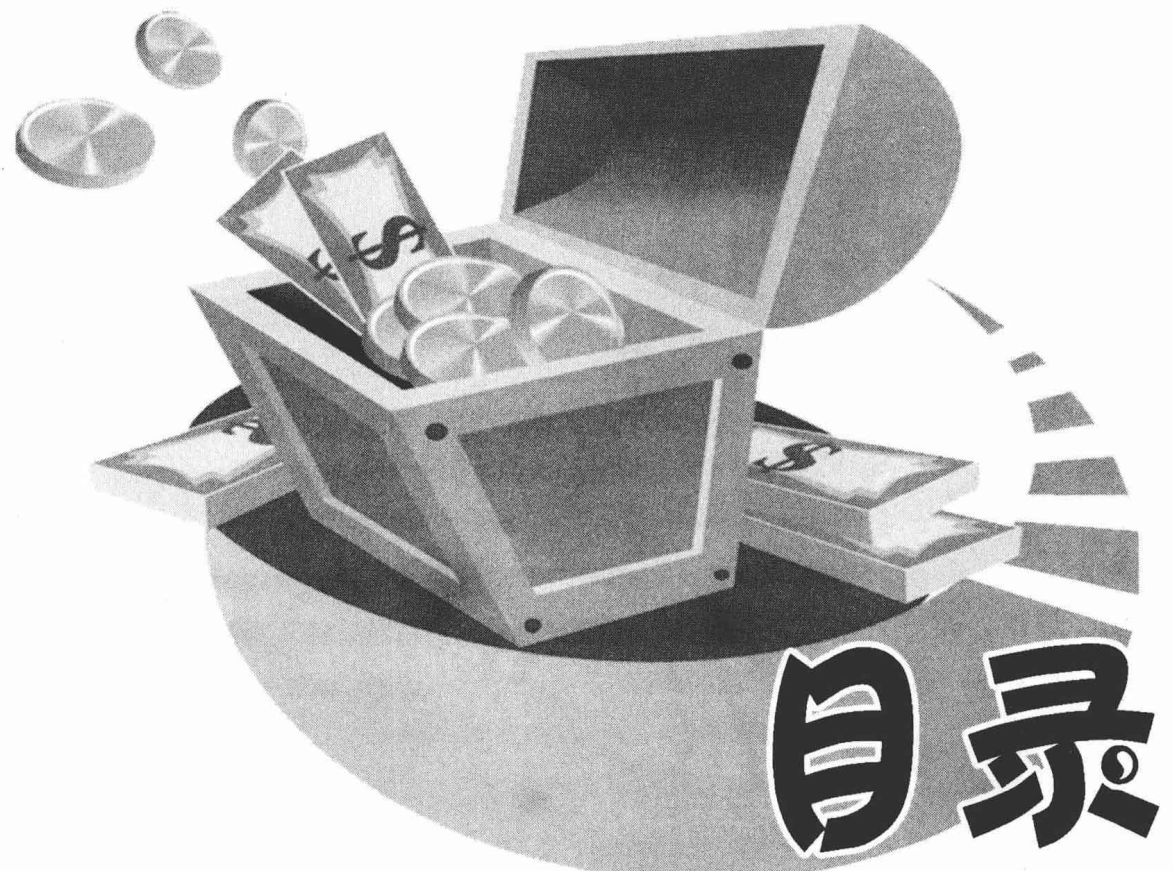
但是，这并非一个一蹴而就的过程。我们所要做的第一步，就是要充分了解公司财务报表的种类、框架结构、编制方法和原则、报表中所应当反映的信息，以及这些信息对于证券投资所起的作用。这是我们识破公司财务报表陷阱的基础。所以本书的第一章至第五章将对公司的资产负债表、利润表、现金流量表以及其他所能够反映公司财务质量，影响公司价值的报表信息进行一个简单的介绍，并且提出一些注意事项，以供读者在实务操作之中给予重点关注。

在这些基础之上，我们便进入了财务报表运用的一些实战技巧阶段。可以说，仅仅是粗略了解财务报表对于认识和分析一个公司来说，是没有太大意义的。如何在那些枯燥的数字当中找到对于我们炒股有用的信息，这才是关键。因此我们完全可以略去报表中的那些“繁文缛节”，精炼那些真实地影响股价的因素。于是，我们既要公司将公司放在其所处的历史位置来考虑公司过去的财务状况和未来的财务趋势；又要将公司放在行业中的位置来考虑公司在市场上的竞争能力。所以这些基本方法对于我们从一个更为全面的角度来衡量公司的投资价值是非常有用的。除此之外，如何识破公司财务报表当中的陷阱也成了我们分析公司价值的应有之义——于是，在第

七章，我们将进一步地详细介绍公司粉饰财务报表的手段，以及 们进行甄别识破的常用方法，还公司的财务报表以真实的面目。第八章我们则通过一些具体的公司案例来体现利用财务报表分析公司价值的“成就感”！

“吾生也有涯，而知也无涯。”这只是我们的一些不成熟的初步思考，还需要不断地学习，在投资实践中不断地改进、完善。





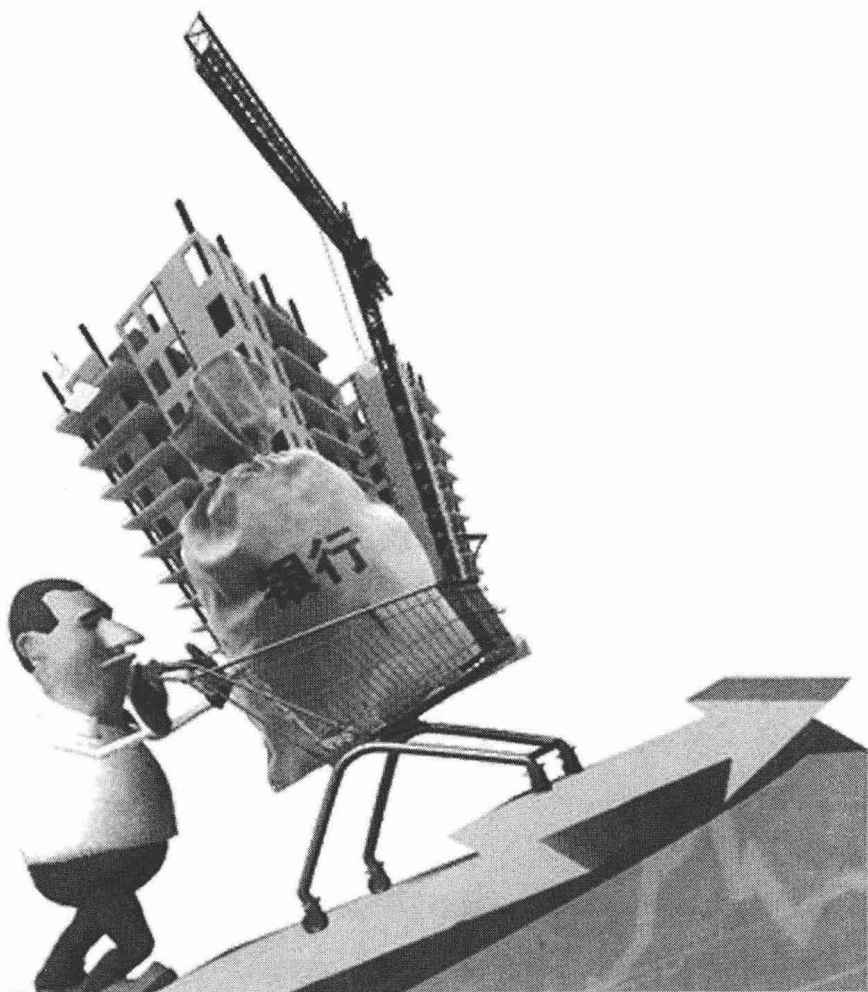
目录

第一章 财务报表概述

- 第一节 上市公司财务报表的使用者及信息需求 /2
- 第二节 上市公司的财务报告基本构成 /6
- 第三节 财务报表分析与证券市场效率 /16
- 第四节 财务报表分析的基本方法 /23

第二章 资产负债表及其分析

- 第一节 资产负债表的作用与结构 /30
- 第二节 资产分析及相关问题 /33
- 第三节 负债分析及相关问题 /41
- 第四节 所有者权益分析及相关问题 /45
- 第五节 资产负债表的分析 /47



第三章 利润表及其分析

第一节 利润表的作用与结构 /54

第二节 收入分析与收入操纵陷阱
/59

第三节 施乐财务舞弊案例剖析 /66

第四章 现金流量表及其分析

第一节 现金流量表的作用与结构
/72

第二节 现金流量表比较分析 /78

第三节 现金流量在财务弹性评价
中的运用 /80

第四节 操纵现金流量表的伎俩 /84