

中国时代经济出版社

李若山 方军雄 编著

香饽饽 臭馍馍

——财务报表里的“馅饼”与“陷阱”

L0766

L33C

李若山 方军雄 编著

香饽饽 臭馍馍

——财务报表里的“馅饼”与“陷阱”

 中国时代经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

香饽饽 臭馍馍：财务报表里的“馅饼”与“陷阱”/李若山，方军雄编著. - 北京：中国时代经济出版社，2003.1
ISBN 7-80169-364-7

I. 香... II. ①李... ②方... III. 上市公司 - 会计报表 - 会计分析 IV. F276. 6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 107199 号

香饽饽 臭馍馍

——财务报表里的
『馅饼』与『陷阱』

李若山
方军雄
编著

出版者	中国时代经济出版社 (原中国审计出版社)
地 址	北京东城区东四十条 24 号 青蓝大厦东办公区 11 层
邮政编码	100007
电 话	(010) 88361317 64066019
传 真	(010) 64066026
发行经销	各地新华书店经销
印 刷	北京昌平百善印刷厂
开 本	850 × 1168 1/32
版 次	2003 年 1 月第 1 版
印 次	2003 年 1 月第 1 次印刷
印 张	14.375
字 数	287 千字
印 数	1 - 5000 册
书 号	ISBN 7-80169-364-7 /F·151
定 价	29.00 元

版权所有 侵权必究

序

当我们的证券市场从一个“婴儿”尿床时代，向成熟的发展时代转化时，如何看待上市公司的价值，是一个重要的问题。确实，有大人物曾说过：婴儿嘛，尿几回床也是正常的。我们的资本市场中出现一些问题，只是成长中的烦恼，大可不必大惊小怪。对此，我是苟同的。在我国建立证券市场的初期，许多证券投资者依据“最大傻瓜理论”来为上市公司的股票定价，即只要有一个比我更傻的人，愿意比我多出一分钱的价格来买我的股票，这只股票的价格，就是合理的原理，来进行证券投资，也是无可非议的。本人在初期的证券投资过程中，也是按照这一原则买了许多股票。结果是：把有限的生命，投入到无限的解套之中。

因此，如何将投资者的理念转入到股市万有引力的原理之中，即企业股票的价格，应由企业的价值来决定等这一规则中去，是衡量证券市场是否成熟的标志之一。所以，在三年前，经与证券之星网站合作，我与我的几个学生如方军雄、皮建屏、芮含荣等，搞了一套上市公司的财务测评系

统，看看究竟能否通过财务指标的分析，来测量上市公司的投资价值。经过三年试点，尽管不算太成功，但多少比过去完全依靠“消息”“题材”等博傻原则来进行股票定价，要合理得多，科学得多。正因为这样，我们将这三年来的成果，通过系统总结，形成了这本拙作。

本书主要是写给那些可能没有正规的财务知识、但又对证券市场十分感兴趣的人。因此，尽量在文字方面，做得通俗、易懂。在内容方面，做到深入浅出。能使读者在饭后茶余，读得下去。当然，这只是一厢情愿。究竟是香饽饽、还是臭馍馍。最后只有让读者去评价了。

在本书中，涉及一些上市公司的名字，我们无意伤害你们。我们尽量客观评价一些事物的现象。而且，大多数资料也出于公开的媒介上。如果你们真的觉得有些地方看了不舒服，只有请你们原谅了。

作 者

2002年12月19日

目录及结构

一览众山小——财务分析制度背景 11	
吹尽烟尘终炼金 13	万丈高楼平地起 26
阳光是最好的防腐剂 28	都是管制惹的祸 33
光天下的丑陋 42	谁是上帝 58
揭开财务报表神秘面纱前的准备——报表中的公司 60	
掀起你的盖头来——财务报表“抽丝剥茧”式的解读 91	
第一招 看会计 收益好不好 115	第二招 看现金流量 顺不顺 169
第三招 看债务 风险高不高 217	第四招 看资产 负债配不配 274
第五招 看成长 空间大不大 302	
上市公司财务质量测评 340	
高级财务分析工具 416	
盈利 50 强预测 417	财务欺诈鉴别 426

本书着眼点

根据上市公司披露的公开信息，运用比较全面、有效的分析工具，评价上市公司综合财务质量，识别其中的盈余管理及会计报表中的“馅饼”和“陷阱”，发现投资机会以及规避投资风险。

基本方式

结合大量的上市公司案例，介绍有效的公司财务报表分析理论，辅之以最新上市公司统计数据、图表，以便读者在理解财务分析理论的同时，轻松掌握财务报表分析方法。

一个引例

2002年4月11日，千呼万唤之中，某上市公司终于羞羞答答地走上了舞台，向市场披露了2001年年报，其面目可谓惨不忍睹：连续两年盈利的良好形象陡然之间成为历史，2001年巨亏6.99亿元，较2000年减少了9亿元，较1999年减少更是近12亿元，其下降几乎呈自由落体之势。从下表看，无论是每股收益，还是净资产收益率、总资产报酬率和主营业务毛利率无不呈现衰败的迹象。

表1 最近三年收益指标趋势

年 份	1999	2000	2001
主营业务毛利率	18.53	16.5	8.41
净资产收益率	17.7	6.34	-21.5
每股收益	0.9091	0.3736	-1.1625
总资产利润率	7.37	3.01	-7.96

面对着如此不堪入目的经营业绩，您觉得这是一堆臭气熏人的臭馍馍，还是不小心蒙上一层肮脏灰尘的香饽饽呢？假如你手上重仓持有，您会作如何反应？是立马壮士断腕，

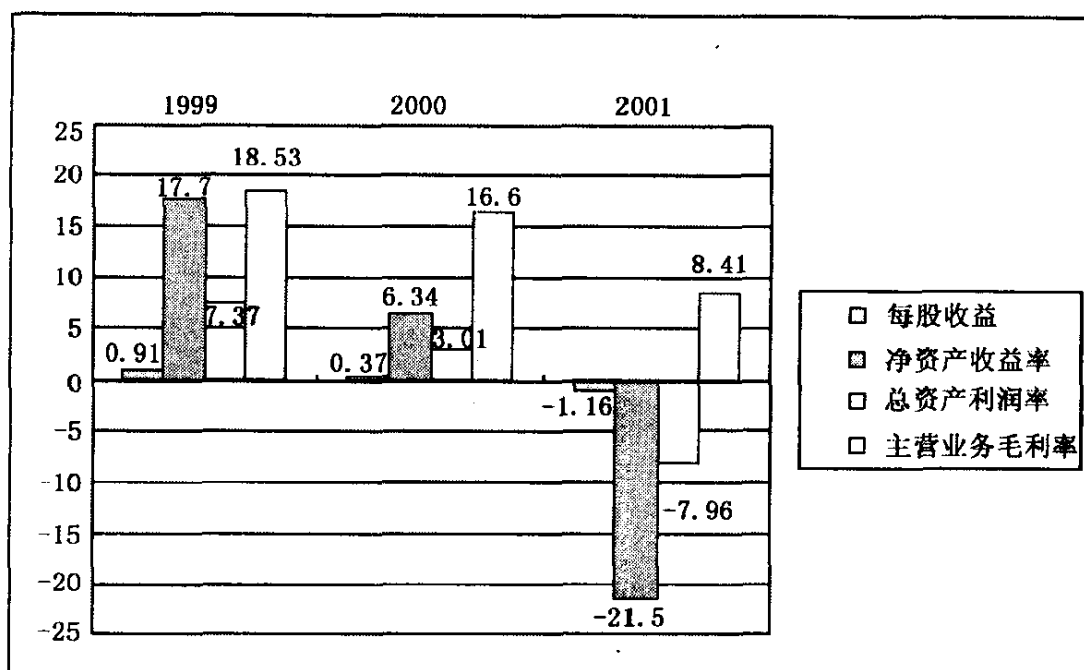


图 1 最近三年收益指标趋势

还是坚守阵地？假如您手中握着大笔资金，心痒痒的准备进场过一把股票投资瘾，您又会怎样操作呢？对之是弃之不顾，还是勇猛的冲进去？

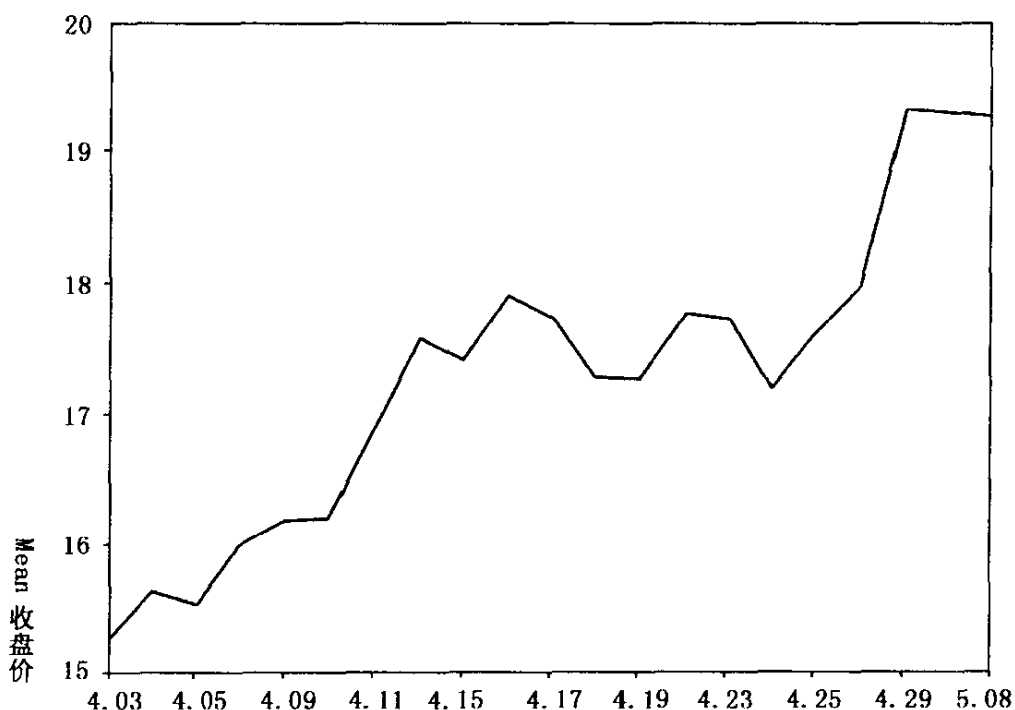
看来，理性的您可能要大呼上当了！

绩差的年报一亮相，此股票价格不仅没有下跌，却反而不断创出新高，年报披露当日一度触及涨停板，最后尾盘上涨了 6.36%；第二天，此股票依旧顺势摸高，连续两天该股票都位于沪深两市涨幅榜第二名。自年报公布以来，短短几个交易日，该股股价连连突破阻力位，技术上形成“东方红、太阳升”之势，最大振幅为 21.60%，涨幅 13.70%，而从明显的起涨点 4 月 9 日算起，最大振幅为 28.70%。



它，就是 2002 年深市大牛股之一——深康佳 (000016)！与此形成鲜明对比的是，当日中国超级绩优蓝筹股——上海汽车却交投清淡，门可罗雀。

看来，究竟是香饽饽还是臭馍馍，并不是那么容易闻出来的。



一位散户 2002 年 4 月 15 日的投资日记

今天报纸上刊登了将于近期进行新股配售的联网测试，这无疑将利好又推进了一步。表明前期担心的利好已成实质，只是技术与时间问题。而盘中已披露巨亏的深康佳 (000016) 不跌反涨，今天再度成为深市涨幅第一，受此带动四川长虹 (600839)、科龙电器 (000921) 也有所表现，但今天市场量能明显不济，投资者趋于谨慎与冷静，对于今天新股配售测试的消息反应平静。



今天B股又是大跌，消息面上，证监会副主席史美伦谈到了QDII和QFII的事，从性质上看，这对市场是双向的，前者有市场资金外流的可能，而后者则可引发外资介入，因而两项制度对市场影响都相当大，虽然管理层今天再次强调这两项制度究竟何时出台目前还没有明确的时间表，但市场显然受QDII影响更大，B股今天的放量下跌，打破了前期无量盘整的格局，短期形态受到破坏，而给A股也带来了拖累。

吴老师早晨挂出上海汽车（600104）7元的卖单，上午开盘后瞬间虽然摸到了7元，但交易所总共只成交了22手，相对于吴老师140手来说，实在是不够，而从时间优先的原则，吴老师一股都没有成交，显然排在吴老师前面的人还有不少。他打算明天再挂7元。

——摘自证券之星网站的BBS板

为什么素有中国超级绩优蓝筹股之称的上海汽车交投清淡，吸引不了投资者的眼球？而业绩糟糕透顶的深康佳却持续放量，引来市场的猛烈追捧？究竟是什么原因导致深康佳在年报公布之后，不跌反涨，成为近期牛股呢？是否真的如市场传闻所说的TCL股份公司准备收购深康佳吗？我们即使撇开事后深康佳忙不迭的出来辟谣不谈，纯以常理推测，面对2001年价值98.15亿元的品牌，深康佳又怎么舍得轻易放弃？如此巨额的无形资产，TCL再好的胃口又怎能一口吞下？

唉，那些只晓得看每股收益、净资产报酬率等简单指标的股民，一旦碰上象深康佳这样的“绩差”公司就没辙了，因为每股收益、净资产收益率并没有告诉我们其中的原因，



是真实的经营亏损，还只是会计的把戏？在我们仔细阅读深康佳 2001 年年报之后，就会发现深康佳 2001 年度的巨额亏损是事出有因的。

深康佳 2001 年度财务报表的深度分析

在上市 10 周年之际，老牌绩优家电企业——深康佳却抛出一份巨亏 6.99 亿的年报，尽管公司已在此前发布了业绩预亏公告，但在继中报宣布亏损 2 亿之殇，短短半年中又继续亏损了近 5 亿，这种亏损的速度依然让最富有想象力的投资者大跌眼镜。可是，绩差报表的亮相之后，该股不但不跌反而呈现出持续上扬走势！

何谓会计的奥妙，深康佳 2001 年年报给我们上了生动的一课。这招“置之死地而后生”招数，会计上就是所谓的“洗大澡”（big bath），意思是说，亏了就索性让它亏个够，今年业绩虽然难看一点，不过来年就可以轻轻松松、清清爽爽的上阵，要想有个漂亮的业绩也是轻而易举的事。

1. 巨亏 7 个亿，原因在哪里？

近些年，由于家电行业严重产能过剩，竞争日益激烈，低级的价格战导致全行业整体亏损，不仅名不见经传的小公司扫地出门，而且像长虹、TCL、海信这样的家电巨头经营业绩也遭受重创。深康佳也不例外，4 月 11 日发布的 2001 年年报中，深康佳仅实现年销售收入 67 亿元，比 2000 年同



比下降 25%，年度亏损 6.99 亿元，净利润下降几乎呈自由落体之势。

问题是，6.99 亿元是不是公司正常经营产生的亏损呢？从公司披露的信息中，我们不难发现，其中很大一部分亏损来源于 2001 年进行的彻底的“残背冷次”存货的处理和跌价准备的计提。如公司解释说“受到国际、国内家电行业调整的影响，使经营环境不断恶化，以及本公司前些年扩张过快，导致产销失衡，跌价损失大增，经营业绩大幅度下滑。”因此，考虑到公司往年积欠下来的库存过多，深康佳 2001 年低价清理了 150 多万台老型号库存产品，仅此项损失就占到去年亏损总额的 56% 左右，留下来的在库机型 70% 以上都是市场上颇有影响力的畅销机型。

通过 2001 年存货处理，本来应当以后年度确认的存货跌价损失都提前在 2001 年实现了，去除的是劣品，留下的是盈利力强的精品，来年的利润何愁不会增加呢，这当然是企业贯彻稳健的会计原则的结果。我们还是看看深康佳的报表吧，截至 2001 年年底，存货从年初的 49 亿元下降至 28 亿元，降幅达 43%，其占主营业务成本的比重也从 2000 年的 66% 下降到 2001 年的 46%，周转速度明显加快。还是深康佳自己的说法明白：清理库存，甩掉包袱，能轻装上阵，对康佳的未来发展有利。经过此番阵痛后，无论对康佳的未来发展，还是账面上的业绩好转都奠定了扎实基础。



2. 风雨过后能否见彩虹？

深康佳在经历 2001 年的巨亏风雨后，2002 年能否迎来彩虹呢？这要依赖公司“置之死地而后生”的策略。市场人士认为，深康佳 1999 年进行融资，确实是想把主业做好，奈何公司主打产品彩电陷于价格战之中，造成库存积压，利润下降。

去年是康佳战略转型的第一年，在稳步发展彩电主营产业的基础上，公司还大力发展手机通信产业，但是在报告期内，手机业务并没有显示出较强的盈利能力，反而为亏损贡献了 0.5 亿元。目前，康佳看中的第三个拳头产品是液晶显示器，继去年推出 15 英寸液晶电视后，今年又率先在国内推出 17 英寸、20 英寸的液晶电视。通过公司年报以及其他公开信息，深康佳表示 2002 年公司将继续进行结构调整，实施新策略：稳定主业彩电，积极发展移动通讯，探索新型业务。在未来三到五年，将以消费多媒体业务、移动通信业务和信息网络业务为三大支柱产业，通过产业组合和结构升级，逐步成长为具有一定国际影响力的，集家电、信息网络和移动通信产品于一体的全球供应商和高科技型企业。

以上这些转型其实仍然在家电这一基本面上，仔细阅读年报会发现可能使深康佳基本面发生变化的是其与大股东华侨城集团公司合作投资“锦绣花园”三期工程和“天鹅堡 D、E 栋”房产项目，深康佳与华侨城房地产合作投资华侨城锦绣花园三期房地产项目，投资总额 5 亿元；双方并合作



投资华侨城天鹅堡 D、E 栋房地产项目，投资总额 3 亿元。这是否预示康佳会向房地产业转移呢？市场期望深康佳能够由此形成新的利润增长点，可能这也是二级市场不跌反涨的原因，也许今年深康佳可以借“房产东风”扭亏为盈。这也提醒投资者，在进行投资决策时，应该多研究一下公司的资金投向，不要让自己的资金成为镜中花、水中月。

显然，康佳已经迈开了多元化的步伐。但是，我们从现金流量表中发现在巨额亏损近 7 亿的同时，其经营活动现金流量却为 7.2 亿元，而且公司拿出大量资金进军房地产业，可见康佳并非缺钱，巨额经营活动产生的现金如何运作呢？我们不得而知。其产业面铺的很广，彩电、手机、液晶显示器等产品线都需要大量资金的支持，若巨额资金投入地产，这些产品的生产将举步维艰，因此，深康佳能否扭转业绩不佳的局面，关键在于各个新项目资金的协调。

表 2 深康佳最近三年现金流量状况与资产流动性

年 份	流动比率	每股营业现金流量	主营业务现金比率	营业活动收益质量
1999	1.479 5	0.701 5	3.79	0.637 3
2000	1.363 9	-0.009 2	-0.06	-0.021 9
2001	1.356 5	1.201 4	10.72	0.994 2

3. 谜底的揭开

虽然 2001 年的“大洗澡”为深康佳 2002 年靓丽的业绩铺平了道路，不过能否真正见到美丽的彩虹，看着那复杂

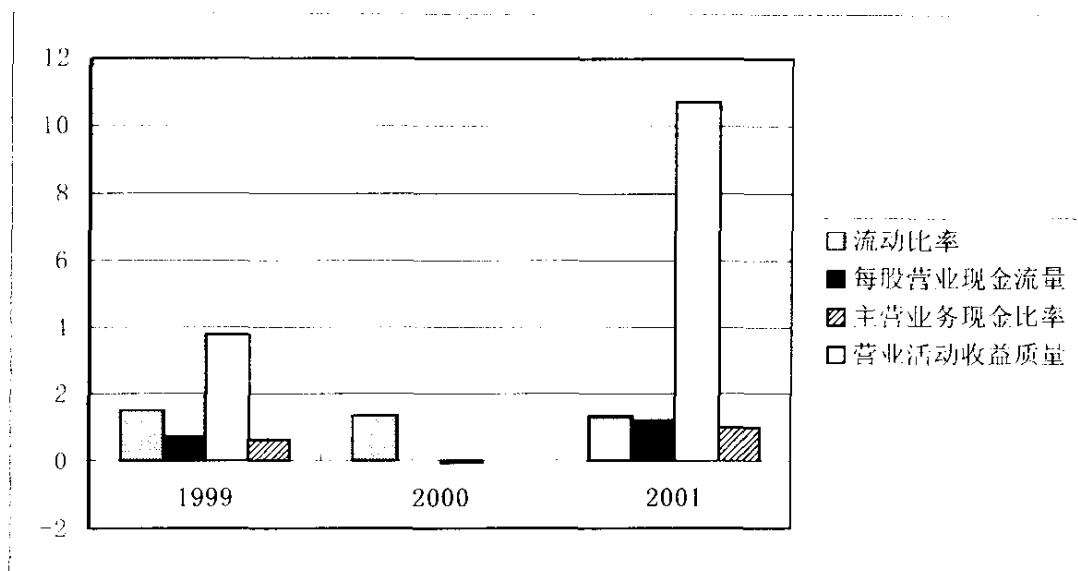


图 2 深康佳最近三年现金流量状况与资产流动性

的、前景不知如何的多元化项目依旧令人担忧。如此，深康佳不断上扬的“底气”应是另有缘故。

4月24日，深康佳披露2002年第一季度实现盈利1600万元，销售收入比去年同期增长了23.1%，彩电产销量同比增长62.5%，手机产销量同比增长了39.9%，各项经营指标均处于良好的上升态势。公司乐观的预计今年中期将继续保持赢利。据《证券时报》报道，一季度，深康佳彩电业务进一步压缩库存，提高存货周转率，销售收入、销售量分别比去年同期增长32%、48%。今年一季度末，成品库存比去年底又减少了22%。同时，新技术产品的比例进一步提高，如超级电视系列产品在第一季度实现销售近100万台。手机业务重点培育出了一批有较大增长潜力的分公司，部分重点分公司月销售额已突破1000万元。同时，新品上



市步伐加快，今年一季度，完成销售收入、销量分别比去年同期增长 130%、120%，GSM 手机新产品上市后供不应求，CDMA 手机销售额超过 4 000 万元。外销也呈现良好势头，特别是在拓展 OEM 方面有了新突破，目前共接到订单 70 万台。

因此，深康佳在二级市场的良好表现只能归因于先知先觉的人已经透过 2001 年的“大洗澡”提前预知公司即将要公布的季报，也即主力资金提前发动了季报行情。