

中欧—华夏新经理人书架

# CASH FLOW AND SECURITY ANALYSIS

## 现金流量与证券分析

第二版

[美]

肯尼斯·汉克尔 著

尤西·李凡特

张凯 刘英等译

张望 校

华夏出版社

# 现金流量与证券分析

---

[美] 肯尼斯·汉克尔 著  
尤·西·李凡特

张 凯 / 刘 英 等译  
张 望 校

华夏出版社

## 图书在版编目(CIP)数据

现金流量与证券分析/(美)汉科(Hackel, K. S.)等著;张凯等译.

- 北京:华夏出版社,2001.1

(中欧-华夏新经理人书架)

书名原文:*Cash Flow and Security Analysis*

ISBN 7-5080-2241-6

I. 现… II. ①汉… ②张… III. 证券投资-方法 IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 82418 号

*Cash Flow and Security Analysis*

Copyright © by IRWIN Professional Publishing

Chinese Language edition published by Huaxia Publishing House

本书英文版版权为 McGraw-Hill, Inc. 所有。

本书中文版专有出版权由 McGraw-Hill, Inc. 授予华夏出版社,版权为华夏出版社所有。未经出版者书面允许,不得以任何方式复制或抄袭本书内容。

**版权所有,翻印必究。**

## 现金流量与证券分析

[美] 肯尼斯·汉科 尤西·李凡特 著

张凯 刘英 等译

策 划: 刘力 陆瑜 史向东

责任编辑: 何丽梅 史向东

出版者: 华夏出版社

(北京市东直门外香河园北里4号 邮编:100028 电话:64663331 转)

印刷者: 世界知识印刷厂

经销者: 新华书店

开 本: 16 开

印 张: 29

版 次: 2001 年 1 月第 1 版

印 次: 2001 年 1 月第 1 次印刷

定 价: 45.00 元

## 前 言

投资专家大致上可以说是一种“自上而下”而又“自下而上”的人，自上而下是指投资专家首先要确定组合中所要投资的经济部门和行业，自下而上则是指投资专家又要根据自己的要求选择个股以构造投资组合。当前，养老金基金的咨询机构将资金管理者（和投资者）分为成长型投资者、投机型投资者、行业型投资者和价值型投资者。最后一类投资者所遵循的评价标准多种多样，如低市盈率、资产价值或私募市场价值。但是，由于会计计量存在严重的弊端，越来越多的投资专家开始关注公司的现金流量。

本书第二版进一步地详细论述了基于自由现金流量的投资方法。由于收益可以通过会计方法的选择进行操纵，因此我们更注重在不影响未来增长的情况下可以分配给投资者的最大化现金流量。该投资方法是一个自下而上的过程，识别那些自由现金流量稳定、财务杠杆低和自由现金流量乘数低的公司。但这一方法并不推崇那些有高增长前景但风险大的公司，而是注重实力雄厚但暂时被市场低估的公司。我们将证明这一投资方法的优越性。

当前资金管理和股票投资环境的变化速度是前所未有的，更多的老练的基金发起人的出现、新法规的出台和数量风险管理技术的应用迫使证券分析人员和投资顾问提高自己的分析和投资技能，这种提高的核心是更为透彻地理解现金流量分析，这也是本书的焦点。而且，随着美国与国外资本市场一体化的加快和美国国内外公司收益对比难度的加大，对于成功地进行国际资本组合选择，现金流量分析必不可少。本书还向读者展示了国际投资如何使用我们的自由现金流量方法获取丰厚回报。

## 鸣 谢

在此我们向众多在本书第二版修订过程中帮助过我们以及那些倾心于基于现金流量进行投资的朋友和公司表示感谢，其中特别感谢的是 Sumner Levine，他的审查伴随着修订本版的整个过程，其间他提出了许多十分有价值的建议。

我们的父母——Bernice 和 David Hackel, Rechel 和 Meyer Livnat——给了我们巨大的鼓励，促使我们不懈地寻求真理和更好地理解我们身边的世界。我们非常幸运地得到我们的妻子 Gail 和 Shoshana 以及孩子们 Emily、Eli、Betsy 和 Orit、Ofer、Shira 的大力支持，他们从来没有抱怨过本书占用了我们共享天伦之乐的时间。我们从我们的老师——纽约大学的 Ronen、Schiff 和 Sorter 教授那里获益菲浅，纽约大学李纳多·N·斯顿商学院的同事也给了我们莫大的帮助，他们对本书的初稿提了许多宝贵意见，并且还将本书第一版作为所任课程的参考书。

我们得到了系统金融管理公司的员工们、纽约大学的 Yvonne McNair，还有 David Hill Ralph Rivest 以及埃文出版社敬业的员工们的大力支持。另外还应感谢如下公司：Advest, A. G. Edwards & Sons, Frank Russell, Interstate/Johnson Lane, PaineWebber, Prudential, Raymond James & Associates, Smith Barney, Wheat 和 First，他们十分倾心于自由现金流量这一投资方法。特别应感谢的是基金评价集团、GS2 证券公司、Montford 协会、业绩分析公司等公司中花费了大量时间研究现金流量分析的咨询人员们。

# 目 录

## 第1章 导言

本书的目的 .....	(1)
市场环境 .....	(2)
软信息和硬信息 .....	(3)
现金流量表 .....	(5)
利润、经营现金流量和自由现金流量 .....	(6)
基于自由现金流量的股票估价 .....	(8)
包括表外负债的总负债水平 .....	(8)
组合选择和业绩表现 .....	(9)
自由现金流量在其他组合构造中的应用 .....	(11)
总结 .....	(12)

## 第2章 公司所处的经济环境

概述 .....	(13)
宏观经济环境 .....	(14)
行业影响 .....	(15)
公司因素 .....	(17)
了解经济环境的目的 .....	(17)
公司的业务构成 .....	(20)
对分散经营的评价 .....	(29)
对主要客户的依赖 .....	(33)
对主要供应商的依赖 .....	(34)
业内竞争 .....	(35)
关联公司 .....	(37)
业内的经历 .....	(39)

## 2 目 录

经营时间 .....	(40)
品牌 .....	(41)
管理层 .....	(42)
劳资关系 .....	(44)
客户服务 .....	(46)
产品质量 .....	(47)
股东结构 .....	(48)
未交货订单 .....	(54)

### 第3章 现金流量表

历史背景 .....	(57)
举例 .....	(60)
经营现金流量 .....	(62)
投资现金流量 .....	(67)
筹资现金流量 .....	(68)
经营现金流量的直接和间接法 .....	(78)
Quaker 麦片公司的现金流量表——详述 .....	(79)
估计经营活动现金流量的组成部分 .....	(81)
Lotus 开发公司 .....	(90)
所估计的和所报告的组成部分的比较 .....	(97)
总结 .....	(98)

### 第4章 投资活动、筹资活动和经营活动产生的现金流量

投资活动产生的现金流量 .....	(142)
筹资活动产生的现金流量 .....	(151)
经营活动产生的现金流量 .....	(157)
对经营活动现金流的解释 .....	(171)
对筹资现金流的解释 .....	(181)
对投资活动现金流的解释 .....	(185)
补充信息 .....	(186)
财务子公司 .....	(189)
其他例子和披露要求 .....	(190)

外币	(208)
总结	(213)
<b>第 5 章 营业利润、经营现金流量和自由现金流量</b>	
概述	(218)
利润及其局限性	(219)
经营现金净流量	(233)
净运营现金流量可以用来投资选股吗?	(244)
自由现金流量	(259)
预测自由现金流量	(262)
资本支出	(270)
一种可选择的方法	(278)
自由现金流量的稳定性	(306)
<b>第 6 章 基于自由现金流量的证券评估</b>	
概述	(308)
固定增长股利模型	(309)
基于现金流量的评估模型	(313)
负债的重要性	(316)
<b>第 7 章 财务结构与自由现金流量</b>	
概述	(317)
公司财务结构	(318)
财务杠杆与债务保障比例	(322)
负债、资本支出与自由现金流量	(326)
租赁	(329)
未设基金养老金及其他退休后义务	(340)
养老金计划的富余与不足	(358)
养老金以外的退休后福利负债	(361)
或有负债	(370)
可转换债券	(372)



## 4 目 录

递延税项·····	(374)
以税收为基础的交易·····	(379)
总结·····	(381)

### 第8章 自由现金流量与组合选择

概要·····	(383)
市盈率策略的事后检验·····	(384)
低负债的重要性·····	(389)
经营现金净流量乘数的事后检验·····	(392)
自由现金流量组合的业绩·····	(394)
实际组合(live portfolios)与事后检验的比较·····	(401)
实际组合的结果·····	(402)
总结·····	(406)

### 第9章 投资小市值股票

概述·····	(407)
超常的小市值股票·····	(408)
小市值加自由现金流量投资策略·····	(416)
概要·····	(416)
数据和组合的构造原则·····	(417)
结果·····	(419)
敏感性分析·····	(422)
小结·····	(426)
一个真实组合的结果·····	(426)
总结·····	(429)

### 第10章 基于自由现金流量的国际投资

概述·····	(430)
国际投资的收益和成本·····	(431)
国际化投资的收益·····	(431)
汇率风险·····	(432)
会计和披露准则·····	(434)

市场和社会环境的差异.....	(436)
估计国外公司的自由现金流量.....	(437)
数据和组合构造规则.....	(452)
数据.....	(452)
组合的构成.....	(452)
组合的选择.....	(453)
结果.....	(454)
概要和结论.....	(464)

# 第 1 章

## 导 言

万物都是流动的，没有静止的。

——*Heraclitus*

人们工作、储蓄、投资和从事商业活动的主要目的是赚取现金，并用适当的折现率折现后的现金增长率作为衡量这些活动成功与否的标准。现金回报非常重要的一点是其未来现金流量的可靠性，投资者和债权人往往更加关心的是未来现金流量，特别是它的数量、时间和不确定性等三个方面。本书旨在带领读者进入一个利用现金流量的这三个方面进行投资的世界。

### 本书的目的

本书基于这样一个假设前提，即现金流量分析是投资者（或债权人）进行投资的最重要的分析工具。尽管近年来投资者、学者和经商者已经提出了多种价值评估工具，但现金流量分析最终仍跻身其中，不论是对债券、股票还是对非上市的公司评估，

## 2 现金流量与证券分析

现金流量分析都扮演了重要角色。甚至在基于资产价值来确定出售价格的交易中，现金流量分析依然十分重要，因为现金是最终必须支付的。

但是，目前美国公司的会计报告体系不能准确地反映公司的经营决策过程。公司的各种重要决策如雇佣、采购和融资等都必须要考虑公司最大化自由现金流量和进行投资所需的现金的能力，然而会计对这些决策的描述偏离了它们的现金效果，有时偏离达到了十分严重的地步。

本书的目的是提出一种基于现金流量分析的对权益证券的投资决策方法。简单地说，自由现金流量指公司从客户处收到的款项减去用以维持公司目前增长率的现金需求。尽管这一定义在以前也被提出过，但是在实际操作过程中却大相径庭。本书将详细阐述估计自由现金流量的步骤，我们认为这是最为综合的估计方法，进而我们将看到根据这一自由现金流量定义构造的组合能够获得高报酬。

在本章中我们将介绍在全书中将重点论述的各部份，我们相信本书的内容会对基金经理、证券分析人员、投资者、债权人、财务报告使用者和编制者及工商管理专业的学生极具吸引力。

### 市场环境

美国的资本市场包括三个主要的股票交易市场：纽约股票交易所（NYSE）、美国股票交易所（AE）和柜台交易市场（OTC）。目前，约有 2300 只证券在纽约股票交易所上市，约有 750 只证券在美国股票交易所上市，另外还有 5500 只证券在柜台交易市场上交易，因此共有 8000 余只证券可以进入投资者的组合。投资者面临的最主要的问题是如何在众多的证券中选择适当的证券进入组合，因为将所有的证券选入组合将成本高昂而效益低下。人们可以投资于指数基金，这种基金持有的证券组合模拟人们广为接受的指数，如标准普尔 500 指数（S&P 500），但是指数基金不能获得任何超额收益，因此期望获得高于指数收益的投资者必须基于所

有可得证券构造投资组合。<sup>①</sup>

投资的第一个步骤是甄别所有的可供投资的股票并选择一个子集以进行更为详细的调查。甄别的标准有很多，其中之一就是应用十分广泛的市盈率（P/E），我们将在第8章中说明它是不理想的标准。在根据市盈率对公司进行排序之后，人们可以对低市盈率的子集进行深入的分析。如果投资者希望其所选择的组合有足够的流动性，那他或她可能选用另一些标准，如市值在100万美元以上（或者规定最小的交易量），有的还将某些行业（如金融服务业）的公司排除在外，或者将外国公司排除在外。

不管是用什么具体的甄别标准，在对所有可供选择的公司进行甄别后，投资者获得了一些可能进行投资的公司，然后他或她必须获取更多的信息以构造组合。他们所需的信息取决于其他重要的因素。例如，一些投资者十分关注公司的市场地位——是否在市场上有垄断优势（如专利权或特许经营权），一些投资者十分关注公司的管理层、劳资关系等等。这些信息在初步甄别之后、最终决定投资之前必须获得。

最后，投资者需要明确他（她）的投资目标和目标价位，然后确定一个指标警示值。例如，在当股价除以自由现金流量比率超过S&P500指数股的中值时股票必须卖出；或者在当一个公司正在实施对另一个公司的收购，但收购后组成的新公司负债率过高或公司的基本面改变太大或者收购方正面临着重大的法律问题时，股票必须卖出。卖出标准是投资策略不可分割的一部分，并且必须在作出投资决策之时确定下来。图1-1描述了投资过程的三个步骤。

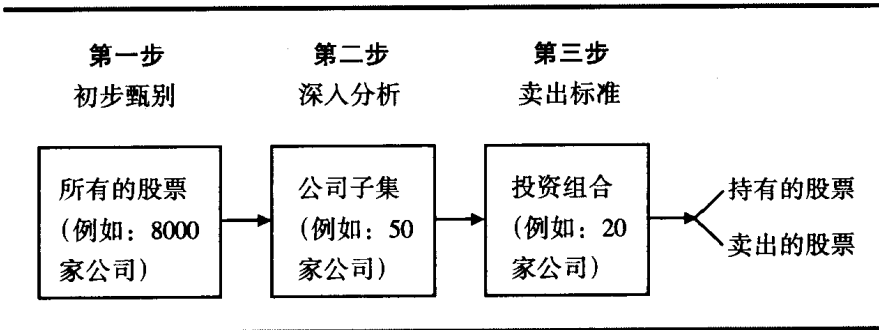
## 软信息和硬信息

关于公司的信息可以分为两大类：定量的信息或称硬信息、定性的信息或称软信息。在投资决策过程中，投资者需要使用两

---

<sup>①</sup> 一些基金或者资产组合经理的投资范围十分明确但狭窄。例如，一些组合集中于某一行业，一些只持有小市值股票，另一些则主要投资于高分红股票（即进攻型基金），但这类基金将使投资者面临的风险高于市场风险。

图 1-1 投资步骤



类信息。在初步甄别时，投资者常使用定量信息，一般可以在计算机数据库，如标准普尔计算机数据库（现在可以用光盘）中获得相应数据。不同公司的硬信息是可以比较的，它可以用计算机程序或计算机甄别系统来进行。但对公司进行深入的分析常常需要一些定性信息，例如管理层的能力或产品的品质是两个重要的软信息。

在第 2 章中，我们列出了一些在投资时必须注意的事项。根据我们在证券分析这一行当中的长期经验，我们编列了一些绝大多数投资者在正式或非正式的评估中常参考的指标。有的投资者在分析所有的公司时明确地考虑到这些指标，另一些投资者却隐含地或不自觉地使用这些指标。我们认为将这些指标系统化能在系统化投资决策中成为十分有用的工具，因此我们以这一系列指标作为本书的开始。

下一章中的指标体系包括与公司经营相关的宏观经济、行业状况和公司的特点。我们阐述了它们对公司未来的经营现金流量、自由现金流量和预期经营业绩的影响，还向读者提供了可能的信息来源，即如何找到有关这些方面的信息。图 1-2 列示了这些指标以及在投资过程中的可能用途。

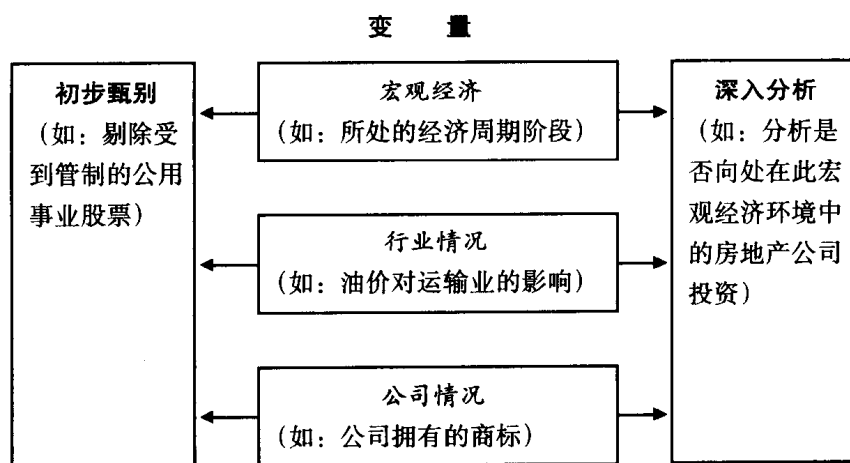
我们认为在下一章中提供的一系列指标有助于投资者建立一些初步甄别变量，并在选出公司子集后进行投资决策时能够建立起一套规范的程序。例如，在第 2 章中我们描述了分散投资策略，一般地，分散投资要求在相关业务领域或在非相关业务领域进行分散。当投资者建立起一套初步甄别指标时，其中可能就含有

某种分散策略，例如要在非相关业务领域内分散经营。因此，有些指标既可用于初步甄别，也可用于进一步的分析。

## 现金流量表

敏锐的读者可能会疑惑为什么在公司每年甚至每季都提供现金流量表的情况下还要计算或者估计自由现金流量。为了帮助理解现金流量表在投资分析中的局限性，我们将在第3章和第4章中详细讨论现金流量表。

图 1-2 投资决策中使用的变量



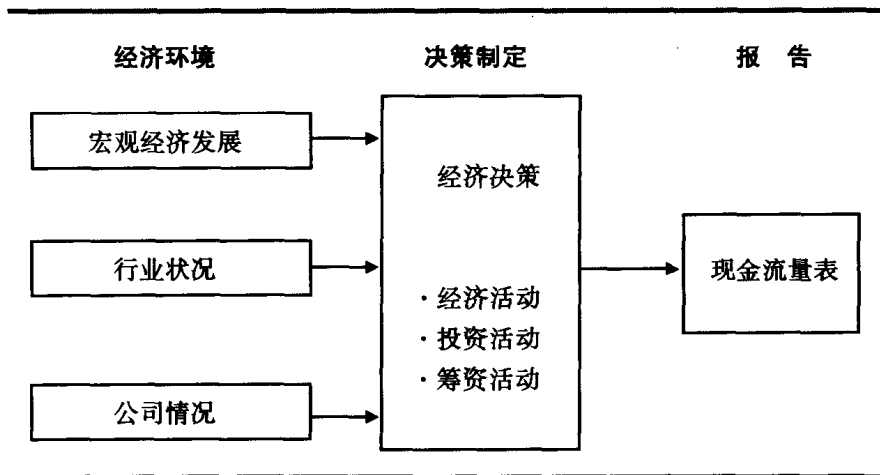
第3章和第4章解释了现金流量表的目的，描述了现金流量表的组成。总之，现金流量表是向投资者提供关于来自经营活动、投资活动和筹资活动的现金流量信息。这两章说明了为什么这些项目对投资者和债权人特别重要，第3章以一个具体的例子说明如何编制现金流量表。图1-3显示了经济环境如何影响公司的决策以及现金流量表是如何服务于这些决策过程的。

在第3、4章中，我们对大多数公司报告采用间接法报告经营现金流量的方式进行了批评，这种被公司广泛采用的方法提供的关于经营现金流量构成方面的信息比直接法要少得多。我们介绍

了如何估计经营现金流量的构成，并在第5章中对自由现金流量的估计展开论述。

本书中的第4章对公司会计报告实务进行了详细的举例和叙述，对现金流量表的不同部份进行了分析。我们的叙述首先从一些普通的例子开始，然后是一些特殊的例子，在后面一种情况下，我们对这些信息披露的实践进行了评价并进行了深入分析。

图1-3 公司的经济决策



第4章还对投资者在进行公司评估时需要考虑的因素进行了深入分析。我们阐述了一个细致的投资者对现金流量的主要组成部份进行分析的过程。例如，我们说明了经营现金流量的结构、经营现金净流量稳定性和投资现金流量不同部分之间关系的重要性。我们相信这种分析对大多数投资者来说都是重要的，即便他们并不将自由现金流量作为投资决策的首要参考因素。

### 利润、经营现金流量和自由现金流量

第5章是本书的重点。在该章中详细地介绍了估计自由现金流量的步骤，我们分析了在进行投资分析时利润和经营现金净流量的局限性，并对为什么要估计自由现金流量作出了解释，在第8章至第10章中我们展示了在投资决策中自由现金流量的优越性。

利润指标常为投资者广为关注，公司利润的突然变化会引起

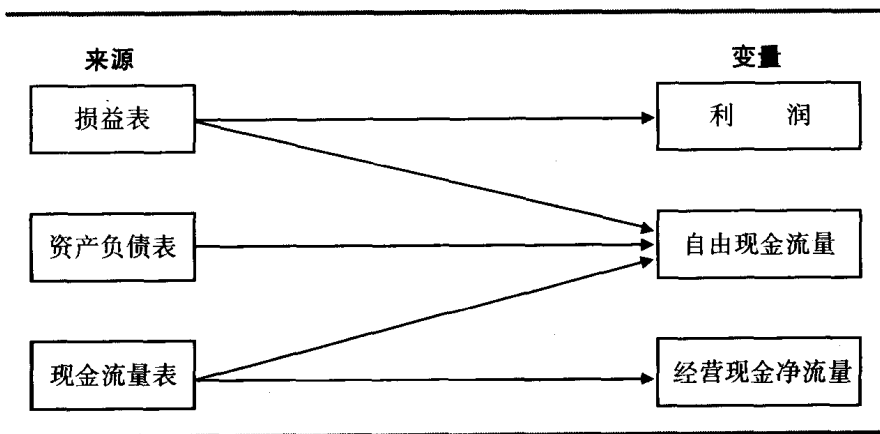


分析人员、投资者、债权人和金融媒体的广泛注意。以前的研究表明利润的变化与证券收益呈正相关，也就是说，利润增长证券价格上涨，利润下降则证券价格下降。然而，由于利润是在特定的会计方法下得出的，它可能受到经理的调控。我们认为，投资者如果使用较少受经理控制的指标可能会更好。

经营现金净流量是利润的一个替代指标。在第5章中，我们讨论了在投资决策中经营现金净流量的局限性，特别是当公司报告的经营现金净流量包含有非常项目，如来自因竞争对手侵权公司专利的赔款时。另外，经营现金净流量不包括公司为保持当前增长率所作的投资。因此，尽管获取正的经营现金流量的能力对公司来说十分重要，但是这远非投资决策的终点。

自由现金流量更少地受到经理的调控。由于有真实的现金支出，自由现金流量不受会计方法的影响，也不受经理的操纵。自由现金流量等于来自顾客的现金净额减去用以保持当前增长率所需的现金支出。图1-4描述了得出自由现金流量、经营现金净流量和利润的会计报表。

图 1-4 利润、经营现金净流量和自由现金流的信息来源



在第5章中，我们用实例介绍了两种估计自由现金流量的方法和步骤，详细地介绍了一种基于自由现金流量的初步甄别方法，并在第8章~第10章介绍的一种投资策略中运用了这一方法。