

Mc
Graw
Hill
Education

中經
國典

国际经典教材
中国版系列

财务报表分析 与证券定价 (第3版)

■ [美] 斯蒂芬·H. 佩因曼 (Stephen H. Penman)

■ 林小驰

■ 王立彦

/ 著

Financial Statement
Analysis and Security
Valuation

Mc
Graw
Hill
Education



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS



国际经典教材
中国版系列

财务报表分析 与证券定价 (第3版)

■〔美〕斯蒂芬·H. 佩因曼 (Stephen H. Penman)

■林小驰

/ 著

■王立彦

Financial Statement
Analysis and Security
Valuation



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

著作权合同登记号 图字:01-2008-1728

图书在版编目(CIP)数据

财务报表分析与证券定价(第3版)/(美)佩因曼(Penman, S. H.),林小驰,王立彦著. —北京:北京大学出版社,2013. 11

(国际经典教材中国版系列)

ISBN 978-7-301-23120-3

I. ①财… II. ①佩… ②林… ③王… III. ①会计报表-会计分析-教材 ②证券交易-定价-教材 IV. ①F231.5 ②F830.91

中国版本图书馆CIP数据核字(2013)第207329号

Stephen H. Penman

Financial Statement Analysis and Security Valuation, third edition

ISBN: 0-07-312713-2

Copyright © 2007 by McGraw-Hill Education.

All Rights reserved. No part of this publication may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including without limitation photocopying, recording, taping, or any database, information or retrieval system, without the prior written permission of the publisher.

This authorized Chinese adaptation is jointly published by McGraw-Hill Education (Asia) and Peking University Press. This edition is authorized for sale in the People's Republic of China only, excluding Hong Kong, Macao SARs and Taiwan.

Copyright © 2013 by The McGraw-Hill Asia Holdings(Singapore)PTE. LTD and Peking University Press.

版权所有。未经出版人事先书面许可,对本出版物的任何部分不得以任何方式或途径复制或传播,包括但不限于复印、录制、录音,或通过任何数据库、信息或可检索的系统。

本授权中文简体字改编版由麦格劳-希尔(亚洲)教育出版公司和北京大学出版社合作出版。此版本经授权仅限在中华人民共和国境内(不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾地区)销售。

版权©2013 由麦格劳-希尔(亚洲)教育出版公司与北京大学出版社所有。

本书封面贴有 McGraw-Hill 公司防伪标签,无标签者不得销售。

书 名: 财务报表分析与证券定价(第3版)

著作责任者: [美]斯蒂芬·佩因曼(Stephen H. Penman) 林小驰 王立彦 著

责任编辑: 张 燕 刘誉阳

标准书号: ISBN 978-7-301-23120-3/F·3731

出版发行: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区成府路205号 100871

网 址: <http://www.pup.cn>

电子信箱: em@pup.cn

QQ: 552063295

新浪微博: @北京大学出版社 @北京大学出版社经管图书

电 话: 邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62752926 出版部 62754962

印 刷 者: 北京鑫海金澳胶印有限公司

经 销 者: 新华书店

787毫米×1092毫米 16开本 44印张 1098千字

2013年11月第1版 2013年11月第1次印刷

印 数: 0001—5000册

定 价: 85.00元



未经许可,不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有,侵权必究

举报电话:010-62752024 电子信箱: fd@pup.pku.edu.cn

出版者序言

知识是无国界的。很多基础性的理论在全世界都是共通的,这在经济学和管理学领域体现得尤为明显:除了理论上的共通性以外,在课程体系、教学方法上也存在国际借鉴的必要。随着经济全球化的不断深入,推动我国经济学与管理学教育的国际化,培养具有国际化水平的人才,已经成为国内诸多高校和学者不懈努力的目标。而教材是一个最基本的遵循。一本好的教材,不仅有助于理论的传播和传承,为授课教师带来全新的教学理念,也有助于激发学生学习和思考的兴趣。因此,教材的国际化理应成为教育国际化的一个重要途径和载体。

我国经管类教材的国际化,可谓经历了从无到有、从有到多、从粗放到精约的发展历程。

20世纪90年代中期之前,我国的经管类教材中,引进版教材还是凤毛麟角。当时,无论是在教材内容、课程体系,还是在教学方法和理念上,中国的经济学、管理学教育都与世界一流大学存在较大差距。在这种情况下,适当引进和借鉴国外知名大学通用的主流经管类教材,无疑是一条与世界接轨的捷径。在国内一些具有远见卓识的学者和出版人的推动之下,一些翻译版教材开始进入读者的视线,为国人了解国外的经济学、管理学教育打开了一扇窗口。

从20世纪90年代中期起的十几年间,国内经管类引进版教材以蓬勃之势迅速崛起。西方发达国家的主流经济学和管理学教科书、经典的学术著作相继被大量引入中国。品种不仅包括翻译版,也包括英文影印版。其规模之大、范围之广,几乎遍及经济、工商管理、会计、金融、营销等经管各个领域。国内经管类引进版教材市场经历了前所未有的繁荣。这些经管类教材的引进,成功地将西方成熟的理论体系和教学理念带入了中国,推动了国内相关学科的教学改革和人才培养,对中国经济学和管理学教育的国际化做出了独特的贡献。

然而,随着实践的发展,传统的单纯翻译版和影印版教材也逐渐显露出其弊端:一是篇幅一般较长,内容过于庞杂,教师难以在有限的课时内全部讲授完,学生也难以消化;二是教材本身的质量虽然比较高,但完全立足于发达市场的制度背景,对于各项制度和政策安排尚处于转型期的中国来说,缺乏理论与实践的相关性。如何使这些优秀的教材摆脱“水土不服”的问题,使其与中国的社会制度背景和转型实践相结合,真正实现吸收、消化和创新,成为摆在国内教师和出版人面前的一个现实而迫切的问题。与此同时,随着国际交流的不断深化和国内教学科研水平的不断提高,当前,国内的很多年轻专家学者也具备了参与编写一流的国际化教材的能力。时代呼唤着同时具有“国际经典性”和“中国特色”的创新型教材。

正是考虑到上述客观需要和现实可行性,北京大学出版社尝试策划和推出了这套“国际经典教材中国版系列”丛书。本丛书是在翻译国外经典、前沿教材的基础上,由国内长期从事一线教学、学术研究方面有突出成就的教师学者,根据国内的教学需要,对其内容进行本土化改编,成为独具特色的“中国版系列”。

作为一套创新型教材,本丛书具有两个主要特色:

一是选书上的独特视角。在选书过程中,我们不仅关注那些在同类书中具有广泛持久影响力、选用面最广的教材,同时也更青睐于最新的、具有明显特色、符合教学发展趋势的教材。比如,《投资学:分析与行为》一书,便融入了行为金融领域的最新的、令人振奋的研究成果。

二是出版形式上的创新。每本“中国版”教材都由原作者与一到两名国内的专家学者共同完成,部分教材的编写大纲是由国内外作者经深入探讨后确定的。所做工作并非局限于对原著作的简单删减,而是在结合国内学者教学经验和学术研究成果的基础上,所进行的实质性改编。改编的重点在于应用性的内容,即在保留原书基本理论框架和体系的基础上,增加了介绍中国特定制度和实践的内容,包括原创性的中国案例。为了便于学生理解,并学以致用,还对各章的图表、数据、示例等内容作了非常细致的替换。此外,也将一些重要的教辅资料进行了汉化。为了不破坏原著作的整体性,在改编过程中,尽量保持了与原著作一致的体例和写作风格。

如同中国特色的市场化道路是在摸索中不断走向成熟,中国特色的国际化教材的建设也并非一朝一夕之功。本丛书还仅仅是一个摸索和尝试,还存在着诸多不足之处。我们真诚期待着来自专家学者的宝贵意见和建议,并欢迎更多的一线教师和青年学者加入这一意义非凡的事业中来。同时,我们更希望这套丛书的出版能够抛砖引玉,在不久的将来,迎来国内的专家学者能够独立撰写出优秀的国际化教材,并真正“走出去”的时代。果真如此,将是国内教育界和出版界的一大幸事。

北京大学出版社
经济与管理图书事业部
2011年1月

改编者序言

《财务报表分析与证券定价》是一本畅销不衰的力作,内容反映了20世纪90年代以来资本市场证券分析领域的最新发展。

北京大学出版社的编辑与我们讨论本书翻译改编版计划,建议对本书内容方面加以适当调整,增加对中国资本市场证券分析的介绍。起初我们有些犹豫,因为这个任务不轻松。后来仔细考虑,又觉得的确有必要。毕竟,美国许多具有市场影响力的著作,被翻译介绍到中国以后,学术思想的精彩和应用借鉴价值自不待言,但一个事实也毋庸回避:以发达社会和经济为描述、阐释、分析对象的著作内容,与中国现实之间存在着相当的距离。这样想,我们就下决心接受了任务。

Penman教授原书的结构设计非常合理。综观全书,第1—2章为全书的篇章节做铺垫准备,介绍财务报表、财务报表分析和基本分析。其后的内容分为五大部分。第一部分(3—6章)讲述财务报表基本分析所必需的理论支持和逻辑分析思想;第二部分(7—12章)介绍以定价模型为指导的财务报表分析、商业活动的构成,以及用于未来预期的信息;第三部分(13—15章)讨论如何进行以基本分析为基础的未来预测;第四部分(16—17章)研讨会计问题,包括以会计为基础的定价、如何融合不同的会计方法度量收益、如何评价用于制定财务报表的会计质量;第五部分(18—19章)进一步探讨风险问题,包括权益风险和信用风险,并讲述将权益风险、信用风险结合在一起的预测分析。

北京大学光华管理学院姜国华教授曾经在加州大学伯克利分校商学院学习并获得博士学位,对本书也有很深刻的理解,对Penman教授的学术思想深有传承体会。我们在一起讨论时一致认为,《财务报表分析与证券定价》一书的突出特点,可以归结为目标明确、模型科学、章节间逻辑性强、具有鲜活的生命力等几个方面。

- 明确的目标——本书内容的定位和视角,非常明确地是为股东权益投资者进行证券定价服务。

- 科学的模型——本书内容围绕着核心定价模型展开,为学习证券定价提供确切、良好的基础和科学分析依据。

- 章节间逻辑性强——财务报表分析围绕核心定价模型展开。对财务报表的分析、对盈利能力或成长性的分析等等,都要服务于对核心定价模型所需的“原材料”的预测。有了预测,核心定价模型就为投资者产出了对股票的定价。

● 具有鲜活的生命力——如果把财务报表分析和证券定价比喻成培育一个有机体的过程,本书的核心定价模型就是有机体的骨架,具体的报表分析是有机组织的构建,而对模型“原材料”的预测,则为有机体注入生命力,生息不止。财务报表分析不是枯燥、机械、零散的计算工作,而是生动鲜活的系统工程。

最近二十年来,中国的资本市场迅速成长,取得了长足的发展,证券分析也相应地成为一个青年学子蜂拥而至的朝阳职业(包括买方分析师、卖方分析师、独立分析师)。不过,由于我国资本市场自身的内生性缺陷,证券分析结果以及证券分析师成就,都包含着浓重的非理性成分。每年一度、举办已过十年的《新财富》最佳证券分析师评选,虽然热闹,年年都评出数十个最佳头衔,可是社会反映不佳,批评声浪不断。应该说,当前证券分析的理性成分很是不足。

但是,不合理的现实并不能否定道理的存在,不合理的格局正说明了理性支持的重要性。何况,伴随着社会、经济、政治的正常化,资本市场的扭曲终究是要被扳正、回归正常的。这样看,《财务报表分析与证券定价》一书告诉我们的证券分析思想、机理、逻辑和方法的价值,将会越来越适用。

从学术研究视角看,我国资本和证券市场相关问题的研究,存在的争议更多、更为深刻。那是因为,学术研究基于我国公司资本市场公开数据,借鉴的是欧美经济理论,得出的实证研究结果就难免不很靠谱。仅仅是基于足够大量的数据,即使统计分析工具足够复杂,研究“发现”和“解释”也往往陷于表象化。毕竟,在学术研究中借用欧美的经济、金融、财务等研究中的假说、模型、方法时,必须在借用时深入分析其是否适合中国的政治机制环境、经济制度环境,进而提出、构造贴切中国社会的基础理论和模型。而这正是我国资本和证券市场学术研究中明显的内在短板所在。

就研究的逻辑而言,目前的经济、金融、会计学术研究中,非常缺少分析式研究——通过构建理论模型和严格数理逻辑推演、解释现象并得出研究推论、结论。而跳过具有学术支撑力度的分析式理论基础研究,直接模仿欧美学术界比较普遍常用的实证模型,就显得缺少严谨的思路逻辑,理论根基的支持力不足。

在短时期内,实证研究这座楼房的地基不够坚实,研究过程和结果都还难以令人信服,研究的有用性就不会很明显。这种状况的逐渐改变,有赖于理论研究质量的提高、市场经济制度环境的改良。这样看,就更能够体会到《财务报表分析与证券定价》一书给我们的启示和促进。

本书中文改编版的构思和完成,都以我们对英文原著以及北京大学光华管理学院刘力教授、陆正飞教授所主持翻译的译本的学习为基础。此外,北京大学光华管理学院博士生郭放承担了包括协助原文翻译、数学模型核对等在内的大量工作。参加讨论、核对等协助性工作和文字校对的,还有北京大学博士生樊帅、王江、唐楦等同学。对于本书中引用的中国资本市场资料和案例,我们曾经邀请证券业同人提出建议。对于得到的帮助,在此一并表示诚挚的谢意。

对于本书中存在的瑕疵,欢迎读者提出批评和建议。

王立彦(北京大学)

林小驰(中信证券研究部)

前言

财务报表是反映商业活动的透视镜,财务报表分析便是通过对透视镜的校准使商业活动汇聚于焦点。报表上的瑕疵会使透视镜蒙尘,导致画面的扭曲。因此,财务报表分析的目的就是去除瑕疵以调整聚焦。

财务报表有许多作用,最主要的一条就是为商业投资提供信息。每天都有无数的股票和公司债券在全球资本市场上交易,它们的价格反映了自身的价值。投资者希望了解什么样的公司值得他们以什么样的价格去交易。他们会把眼光投向财务报表分析以求获得公司潜在价值的启示。本书的目标读者正是这些投资者。

潜在价值常常被认为是基础价值,有关基础价值信息的分析称为基本面分析。财务报表分析是基本面分析的核心。实际上,在本书中,基本面分析是以适当的财务报表分析为基础而发展的。作为商业透镜,财务报表通过报表分析技术向读者提供了一种解释商业活动的方法,以帮助他们理解商业活动为股东创造的价值。

20 世纪末和 21 世纪初股票市场的经历表明这种理解力是非常重要的。在那几年中,股票价格远远超过了由收益、账面价值、销售收入和其他基本面信息所体现的价值,而最终这一股市泡沫破灭了。当时,在充斥媒体的那些自称为证券分析师的值得怀疑的分析结论、某些公司可疑的财务报告、公司管理层关于股票的谎言和“大家”(talking head)充满投机的分析结果的蛊惑下,投资者在“非理性繁荣”(irrational exuberance)的情况下忽略了扎实的基本面分析。时间告诉我们,必须回归到基本价值分析。本书就展示了有效的基本面分析的技术。

概念构架

好的分析来源于好的理解,好的理解来源于帮助学习者组织自己思想的概念构架。

在当今的信息时代,人们要处理大量的有关企业的信息。概念构架可以指导人们认识信息,并利用信息。本书从概念构架入手,帮助读者了解商业如何运作,如何产生价值,以及如何在财务报表上表现(或不表现)价值。这个构架会帮助你把商业知识运用于价值评估,帮助你理解财务报表。它会告诉你摆在分析家们面前的许多重要问题的答案。分析家们的重点应该是股利、现金流还是收益?分析家怎样将对收益的期望转换成对价值的评估?投资者应该如何利用那些用可疑的会计方法计量的收益信息?资产负债表扮演了什么角色?什么是增长型的公司?增长如何评定?一家企业的市盈率表明了什么?市净率又表明了什么?该

构架将从第一原理开始逐块搭建,直到本书结尾,帮助你清楚地看到分析从哪里开始,并对基本分析原理有明确的了解。你还将能够区分好的分析和差的分析。

实践工具

本书着眼于理解,但更根植于实践。概念与架构之所以重要,因为它们分析的工具。本书的每一章结尾都列出了关键概念。在学完本书之后,你将拥有一套完整的实际分析工具,让你得以有序地进行分析,并且保证分析是连贯的,没有忽略企业价值构成的任一方面。本书指出那些非常简单的分析方法的局限性,同时致力于开发简单的分析框架以求在较为复杂的分析工具的效益与成本之间达到均衡。全书中的所有方法都会引用著名企业(如戴尔、沃尔玛、耐克和锐步等)的实例加以讲解。

定价和策略

本书所介绍的是企业外部的证券分析师用来对企业价值进行分析,并向其客户提供投资建议的分析工具。这些分析师在他们的投资研究报告中提出投资建议。学习本书之后,你就能写出具有说服力的、一流的权益投资研究报告。当然,企业内部的管理者也可以使用本书所述的工具进行投资评价。企业外部的分析师是以对企业策略的了解为基础进行价值分析的,而企业管理者是用同样的方法评价投资和选择策略。用于评价企业策略的手段同时也是选择策略的手段,因此本书把价值分析与策略分析结合起来评述。

以会计为基础的评估方法

一般的价值评估教材总是用折现现金流来估计价值,但是证券分析师却总是通过对收益的预期来估计价值,股票投资研究报告通常通过对公司收益而不是公司现金流量的分析来解释公司是怎样为投资者创造价值的。“买未来的收益”确实是投资的信条。股票市场聚焦于收益,分析师和管理层对未来收益的预期驱动股价的变化,当企业披露的收益与分析师的预期不同时,股票价格就会发生相应的变化。虚报收益的情况被揭露会导致股票价格大幅下跌,正如施乐(Xerox)、安然(Enron)、Qwest、世通(WorldCom)以及其他公司会计丑闻的揭露导致了股市泡沫的破灭。投资银行也逐渐将其使用的价值评估模型由现金流量模型转向会计收益模型。

本书的重点是收益预测,以及如何将收益预测数据转化为价值评估。当你浏览本书后你会清楚地看到其中的原因:正确计量的收益是反映商业活动所产生价值的一个很好的指标,所以对收益期望的分析可以产生对基本价值的更坚实的理解。格雷厄姆(Graham)、多德(Dodd)和其他一些早期的证券分析师强调“收益的力量”。本书同样坚持把重点放在收益上,但所用的分析方法与现代金融理论是一致的。

收益与现金流的不同之处在于会计上的“应计项”,因此本书意在描述应计会计如何有助于理解一项商业活动和它带来的价值。这些应计项目如折旧、商誉的摊销、养老金负债和递延税款等有目的地加以披露。从现金流虽然可以看出应计项,但具有相当的任意性。本书说明的是如何通过会计数据来工作而不是摒弃它。由于应计项既影响利润表又影响资产负债表,因此,没有资产负债表,利润表中的收益预期就不能得到解释。因为正是列于前者中的资产才产生了收益。因此,资产负债表和利润表联系在一起才是应计会计。

有时,财务报表会被认为不能提供信息而遭受冷落。但是,你将看到,只要运用适当的分析,财务报表会提供很多信息。适当的分析可以使财务报表恢复活力。

会计质量

在了解了会计是如何计量后,你将提高鉴别会计计量好坏的能力。学完本书,你将能够判断出由企业公布的财务报表上的缺失,并对决定报表如何编制的“一般公认会计原则”和“公开披露原则”有所评论。你还能了解到会计信息公布时是如何被歪曲的,并利用工具查漏纠错,从而获得企业的会计质量的信息。

金融与会计的结合

财务报表根据会计准则编制,你可以在会计课程上学到这些会计准则。然而,在会计课程上对财务报表的解释通常是从如何利用会计准则编制财务报表的角度出发的,而不是从如何从财务报表中找出关于商业投资价值的信息的角度出发的。金融学原理指导投资分析,学习金融课程的目的就是学习这些原理。但是,在这些课上,关于投资分析的系统分析都常常忽视财务报表和会计概念的作用。通常你会认为金融与会计毫不相干,或者即便你认为它们有联系,这种联系在你的脑海中也是模糊不清的。金融课程有时拒绝会计,而会计课程有时却使用有悖于金融学原理的分析方法。本书把你从金融课程和会计课程中所学到的知识融会在一起,通过结合财务报表分析与基本面分析把会计概念和金融概念结合起来。我们把会计看成评估价值的手段,而价值评估则适用于投资分析。现有的财务报表的组织结构有助于组织基本面分析。支持资产负债表和利润表的会计准则同样支持价值评估。所有的分析原理均符合现代金融理论和对会计计量优劣的判别。

积极的方法

投资学教科书常常认为资本市场是“有效的”,证券的市场价格总能反映其潜在价值。这类教科书主要关心风险的度量而不是价值评估。投资者被看成是消极的,他们接受证券的市场价格并视其为公允价值,主要关心如何通过证券投资组合来控制风险。本书从积极投资者的视角进行分析。积极投资者不需假设市场有效。但积极投资者要通过有力的分析挑战市场价格,检查市场价格是否公允,事实上,他们是利用对市场不实定价的感知来赢取高额回报。积极投资者以基本面分析为信条:价格是他们的付出,价值是他们的回报。他们相信股票投资中最大的风险是为一只股票付出不应有的高价,所以积极投资者要寻求不受价格影响的价值分析方法。无论市场是否有效,你都会发现这一方法的美妙。

致谢

本书反映出我在芝加哥攻读研究生学位期间以及其后在伯克利工作期间对现代金融理论的思考和研究。书中借鉴了格雷厄姆(Graham)、多德(Dodd)和科特尔(Cottle)所著《证券分析》(*Security Analysis*)一书中的投资理论,该书是我在大学本科时的第一门金融学课程教材。本书还吸纳了我在昆士兰大学所学到的会计理论以及从Paton、Littleton、Sprouse、Moonitz、Edwards、Bell等学者著作中得到的启发。Jim Ohlson在研究和教学方面同我有过多次交流,他

关于会计定价模型的理论给了我许多启发,为此特别感谢。我还要感谢我在伯克利分校、伦敦商学院和哥伦比亚大学的学生,以及 Peter Easton 教授和他在俄亥俄州立大学、墨尔本大学和芝加哥大学的学生,他们使用本书初稿并提出了有价值的反馈意见。我还要感谢加利福尼亚大学伯克利分校的 Lorraine Seiji,他对原稿所做的贡献是卓越的。Luis Palencial 和 Doron Nissim 曾协助图表制作,姜国华和 Siyi Li 提供了有益的建议。Jeffrey Jullich、Marylin Batista 和 David Comstock 对本书部分内容做了一定工作,Nancy 银行给予了大力支持。伯克利分校、伦敦商学院以及哥伦比亚商学院的管理人员和我的同事也以不同方式给予了本书有力支持。George Werthman、Erin Cibula、Gina Huck、Megan McFarlane、Dana Pauley、Robin Reed、Tim Vertovec 以及 McGraw-Hill/Irwin 的全体职员,尤其是编辑 Gina Huck 的帮助,同样有目共睹。Stewart Mattson 对写作的全过程给予了专家指导。这里一并致谢。

斯蒂芬·佩因曼(Stephen H. Penman)
(哥伦比亚大学)

目 录

第 1 章 投资与定价概述 (1)	4.3 现金流量表 (144)
1.1 投资风格与基本面分析 (3)	4.4 现金流、利润与权责发生制 会计 (148)
1.2 泡沫,泡沫 (7)	第 5 章 权责发生制会计与估值: 账面价值定价 (162)
1.3 环境:投资者、公司、证券和 资本市场 (14)	5.1 隐藏在市净率背后的概念 ... (164)
1.4 分析行业:专业分析师 (16)	5.2 估值原理 (165)
1.5 商业活动分析 (19)	5.3 依据账面价值的估值模型 (167)
1.6 选择估值技术 (23)	5.4 利用剩余收益模型进行权益 估值 (176)
1.7 如何使用本书 (27)	5.5 应用模型对项目投资和 公司战略估值 (183)
第 2 章 财务报表概述 (39)	5.6 剩余收益模型的特征 (185)
2.1 财务报表的形式 (42)	5.7 为积极投资而对模型做逆向 工程 (190)
2.2 财务报表中的计量 (59)	第 6 章 权责发生制会计与估值: 收益定价 (200)
第一部分 财务报表与 估值	6.1 隐藏在市盈率之后的概念 (202)
第 3 章 估值中如何运用财务报表 (93)	6.2 估值原理 (203)
3.1 乘数分析 (96)	6.3 根据收益进行估值的模型 (207)
3.2 以资产为基础的估值 (104)	6.4 超额收益增长模型的特点 (215)
3.3 基本面分析 (107)	6.5 对模型进行逆向工程, 构建积极投资策略 (220)
3.4 基本面分析的结构:估值模型 (112)	
第 4 章 现金制会计、权责发生制 会计与现金流折现估值 (131)	
4.1 股利折现模型 (134)	
4.2 现金流折现模型 (138)	

第二部分 财务报表分析

第7章 企业活动与财务报表	… (233)
7.1 企业活动:现金流	… (236)
7.2 企业活动:所有的存量和流量	… (243)
7.3 制约重新编制报表的会计关系	… (245)
7.4 为股东合并起来:什么创造价值	… (247)
7.5 存量和流量比率:企业盈利能力	… (249)
第8章 股东权益表分析	… (256)
8.1 重新编制股东权益表	… (258)
8.2 非清洁盈余会计	… (265)
8.3 比率分析	… (268)
8.4 隐蔽的非清洁盈余	… (270)
8.5 股东的角度	… (279)
第9章 资产负债表和利润表分析	… (287)
9.1 重新编制资产负债表	… (290)
9.2 重新编制利润表	… (302)
9.3 资产负债表与利润表的比较分析	… (313)
9.4 比率分析	… (317)
第10章 现金流量表分析	… (330)
10.1 自由现金流的计算	… (332)
10.2 GAAP下的现金流量表和重新编制的现金流量表	… (334)
10.3 经营活动现金流	… (344)
第11章 盈利能力分析	… (353)
11.1 剖析经营活动的核心:盈利能力分析	… (356)
11.2 第一层次的分解:区分融资活动、经营活动和杠杆作用	… (356)

11.3 第二层次的分解:经营活动盈利能力的驱动因素	… (367)
----------------------------	---------

11.4 第三层次的分解	… (371)
--------------	---------

第12章 增长与持续收益分析	… (381)
12.1 增长是什么?	… (384)
12.2 增长分析导论	… (387)
12.3 盈利能力和持续性收益的变化分析	… (389)
12.4 股东权益增长分析	… (406)
12.5 增长、持续收益及 P/B 和 P/E 比率估值	… (407)

第三部分 预测与估值分析

第13章 企业营运价值与市净率、市盈率评估	… (425)
13.1 对剩余收益预测的修正:剩余经营收益	… (428)
13.2 对超额收益增长预测的修正:经营收益中的超额增长	… (433)
13.3 资本成本与估值	… (436)
13.4 融资风险、收益与权益的估值	… (441)
13.5 盯市计价的会计处理:估值中对股票期权成本的考虑	… (453)
13.6 企业估值倍数	… (455)
第14章 简单预测与简化估值	… (468)
14.1 利用财务报表进行简单预测与简化估值	… (471)
14.2 简单预测:加入财务报表信息外的推测信息	… (480)

14.3	简化估值模型的实用性	(482)
14.4	两阶段增长的简化估值	(486)
14.5	以简化估值模型作为分析工具	(487)
第15章	完全信息预测、估值与企业战略分析	(497)
15.1	财务报表分析——基于商业活动的分析	(502)
15.2	完全信息预测和预期分析	(515)
15.3	股票交易产生的价值	(525)
15.4	财务报表指示器和警示信号	(529)
15.5	商业战略分析和预计财务报表分析	(530)

第四部分 会计分析与估值

第16章	创造会计价值与经济价值	(541)
16.1	价值创造与剩余收益创造	(544)
16.2	会计方法、市净率、市盈率和永续经营的定价	(547)
16.3	秘密储备与收益“创造”	(555)
16.4	实务中的稳健性会计与自由会计	(561)
16.5	会计方法和预测期长短	(567)

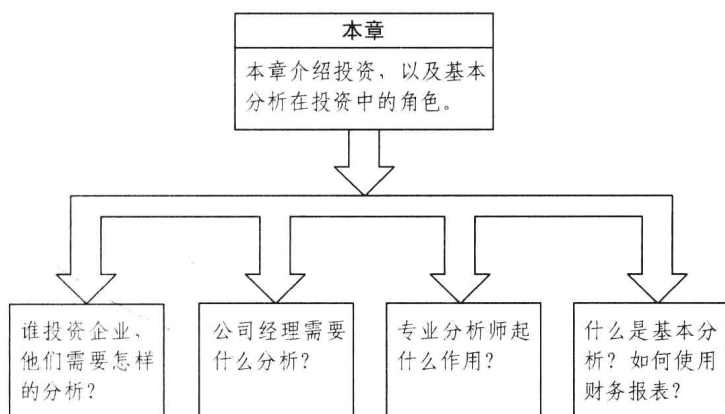
第17章	财务报表的质量分析	(576)
17.1	什么是会计质量	(579)
17.2	看穿会计:识别收入的转移	(583)
17.3	检查交易操纵	(601)
17.4	操纵的正当性?	(604)
17.5	披露质量	(605)
17.6	质量记分卡	(605)
17.7	质量分析的超额回报	(607)

第五部分 风险分析

第18章	权益风险与资本成本分析	(619)
18.1	风险的本质	(621)
18.2	基本面风险	(629)
18.3	在险价值轮廓图	(634)
18.4	基本面因素的 β 值	(647)
18.5	价格风险	(648)
18.6	通过市场价格推断风险	(652)
18.7	风险衡量问题的改进	(653)
第19章	信用风险分析	(662)
19.1	信用提供者和信用价格	(665)
19.2	信用评估的比率分析	(666)
19.3	预测和信用分析	(674)
19.4	流动性计划与财务策略	(682)

第1章

投资与定价概述



开篇阅读材料

注重价值投资，寻找蓝筹股

中国证券市场在过去二十余年中获得了长足的发展，其中一个最突出的表现，就是随着证券市场规模的不断扩大，投资者的数量飞速增长。截至2011年年末，我国股市投资者规模全球最大，股票市场开户数约1.65亿户。其中，机构投资者约70万户，个人投资者约1.64亿户，占99.6%。在众多投资者中，中小投资者占比高，持股市值在10万元以下的投资者占80%以上，风险承受能力比较薄弱。

投资者都希望以低廉的价格买进股票，这就需要投资者持续地关注目标。对市场上的证券的分析和价值搜寻涉及证券研究的广度和深度问题。投资者的精力是有限的，尤其对中小投资者来说，广度和深度很难兼顾，蓝筹股则是价值投资策略的首选标的。

价值投资理念通常表现在其对市场中的蓝筹股十分青睐。所谓蓝筹股，是指那些在其所属行业占有重要支配性地位、业绩优良、发展稳定、股本规模大、红利优厚的大公司股票。蓝筹股一直是境外成熟证券市场的支柱和领头羊。成熟证券市场上蓝筹股一般具备如下

特征:

(1) 蓝筹股公司具有较好的盈利水平,其股息率一般应该高于同期银行存款利率的分红;(2) 蓝筹股公司具有较大的企业规模和巨大的股本规模,任何机构购买相当数量也不会对市场产生冲击;(3) 蓝筹股是股市上的“定海神针”,尤其在股市低迷时期,蓝筹股更是成为机构投资者和各类基金重点吸纳的对象;(4) 蓝筹股公司具有极高的品牌价值;(5) 蓝筹股公司基本面比较明朗,未来的发展一般具有可预测性。

据统计,目前沪深300指数的公司占总市值的65%,营业收入占市场全部营业收入的74%,净利润占市场全部利润的84%。这些数据表明,蓝筹股就是市场的主体,是股市价值的真正所在。

最近,证监会主席郭树清表态,沪深300等蓝筹股的静态市盈率不足13倍,动态市盈率为11.2倍,显示出罕见的投资价值。证监会投资者保护局也再度发表倡导投资蓝筹股的言论。选择蓝筹股本质是倡导理性投资、价值投资,它是一种投资理念,不是简单针对哪一只股票。影响股价变动的因素很多,蓝筹股的概念、范围也不是一成不变的,我们不能机械地理解投资蓝筹股的内涵。面对纷繁多变的市场,投资者需要树立正确的价值投资理念,把握价值投资原则,同时结合市场现状、预期以及自身情况理性投资。

资料来源:中国证监会湖南管理局, http://www.csrc.gov.cn/pub/hunan/xxfw/hbgzjx/201208/t20120803_213477.htm。

财务报表是公司披露其基本信息的主要渠道,投资者是财务报表的主要使用者。公司从投资者那里获取资金,同时公布财务报表帮助投资者进行投资决策。投资者期望他们的投资价值能够增加,他们通过阅读财务报表来评估公司创造价值的能力。除向投资者提供信息外,财务报表还有其他的用途。政府在进行社会经济决策时需要利用企业财务报表;反垄断委员会等监管机构需要利用财务报表管理商业活动;企业员工在工资谈判中需要使用财务报表;高层经理利用财务报表评估下层经理;法院和专家证人则利用财务报表估算诉讼中的损失。

每一类财务报表的使用者都应当懂得财务报表,需要了解财务报表的不足:披露了什么,没披露什么。他们还要知道如何通过财务报表发现有关信息。财务报表分析就是帮助使用者通过财务报表获取公司有关信息进而了解上述问题的一种方法。

本书主要以投资者为对象讲述财务报表分析原理。投资有不同的类型。购买公司股份(公司普通股)是一种投资,本书将特别关注股东和潜在股东;购买公司债券(公司债券)则是另一种投资。股东关注的是公司的盈利能力,债权人关注的是公司的偿债能力,财务报表分析有助于对公司这两方面的状况进行评估。向公司贷款的银行也是投资者,他们同样关注公司的偿债能力。当公司考虑收购其他公司、进入新的行业、进行公司分拆或重组、收购或剥离资产等一系列战略时,公司本身也在扮演投资者的角色。总之,在上述各种情况中,为了做出合理的决策,都需要进行财务报表分析。

财务报表分析的主体当然是投资者。在市场经济中,大多数公司的建立都是要为其所有者赚钱,或者说是创造价值。财务报表主要是为股东进行投资所准备的:在每年的股东大会上,公司都需要提交正式的财务报表,需要公布的主要数字包括利润表中归属于所有者的净利润,以及资产负债表中所有者权益的账面价值。不过,投资者所做的大量财务报表分析与其他利益相关者同样有关。股东关注公司的盈利能力,政府监管机构、供货商、公司的竞争对手

手和雇员也同样关注公司的盈利能力。股东和债权人关注公司的经营风险,供货商和公司雇员也同样如此。在证券诉讼中,由于公司发生的亏损或者价值损失经常会牵涉到对投资者的赔偿,诉讼中的相关专家也要关注如何通过财务报表判断公司的价值。因此,本书讨论的大量财务分析与各类使用者均有关。

投资者一般通过购买股票或公司债来对一家企业进行投资。他们主要关注的是得到的报酬的多少,也就是股票或债权的价值。针对估价的信息分析被称为估值分析(valuation analysis)或基本面分析(fundamental analysis),当证券是股票和债券时,又称为证券分析(security analysis)。本书阐述基本面分析的原理,同时讨论基本面分析中如何使用财务报表分析。

1.1 投资风格与基本面分析

每天,世界各国的股票市场都有成百上千万股的股票进行交易。买卖股票的投资者都在问自己:我的交易价格合理吗?这些股票的实际价值是多少?投资者试图找到问题的答案,但答案的来源却五花八门。在新闻媒体中,股评家们通过报纸、电视财经频道和网络聊天室宣传他们关于价格的观点。投资者向投资顾问咨询,但投资顾问给他们提供的是需要筛选的大量的信息和建议。投资者会听到有人宣称某些股票价格被高估了,某些股票价格被低估了,甚至于还听到能通过时装潮流(比如女性裙子的长短)来判断股票市场的理论,据说这种情形能拉动股票价格偏离合理价位。

阅读材料 1.1

“裙摆指数”是经济学家乔治·泰勒(George Taylor)在1926年时提出的,当时正在任教的他发现了一个有意思的现象,经济好的时候,女人们的裙子往往会变短;反之,经济不好时女人们的裙子就会变长。由此,裙长可以当作衡量经济好坏的一个信号,被称为“裙摆指数”。所以,这个理论还有个更通俗的名字叫作“牛市与裸露的大腿”。简而言之就是,如果女性裙摆越长,股市就越低迷;反之,资本市场则越昂扬。

资料来源: <http://stock.hexun.com/2012-07-18/143716994.html>。

在无法比较准确地判断股票价值的时候,投资者会采取不同的投资方式。直觉投资者(intuitive investors)依赖他们的直觉,跟着感觉走。消极投资者(passive investors)则相信市场的有效性,他们认为市场价格是包含风险的合理价格,市场力量已经把股票价格确定在一个合理的价格位上。

上述投资风格比较简单,不需要投入大量精力。但这几种投资者都会承受比他们购买股票的企业自身风险更高的风险:买入价格太高或出售价格太低会减少投资回报甚至会遭受损失。直觉投资者会面临直觉形成的问题:一个人可能对自己的直觉满意,但是在形成直觉前,应该将自己的直觉与金融工程的计算结果相比较。如果不这样做,那将可能会给自己带来灾难性的后果。对消极投资者来说,如果股票的市场定价有误,他们就会面临危险。虔诚地相信市场有效似乎是有道理的,因为许多经济理论都声称市场是有效的,但最好还是检验一下。