

# 价值投资， 从看懂财报开始

- 活用财务指标
- 看透会计数字

孙旭东◎著



# 价值投资， 从看懂财报开始

---

孙旭东◎著

本书的主要目标是帮助投资者弄清楚如何活用财务指标和怎样看透会计数字。作者根据大量真实的上市公司公开财报数据，详细讲解了非具体财务指标净资产收益率、营业利润率、毛利率、利息保障倍数等财务指标的计算、应用和分析重点。书中还结合具体例子，示范了如何客观看待各类会计数字，为做出恰当的投资决策打下坚实基础。

封底无防伪标均为盗版

版权所有，侵权必究

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

## 图书在版编目（CIP）数据

价值投资，从看懂财报开始/孙旭东著. —北京：机械工业出版社，2012.6  
（财务知识轻松学）

ISBN 978-7-111-38445-8

I. 价… II. 孙… III. 会计报表—基本知识 IV. F231.5

中国版本图书馆CIP数据核字（2012）第102335号

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：黄姗姗 版式设计：刘永青

北京诚信伟业印刷有限公司印刷

2012年9月第1版第2次印刷

170mm×242mm·13印张

标准书号：ISBN 978-7-111-38445-8

定价：30.00元

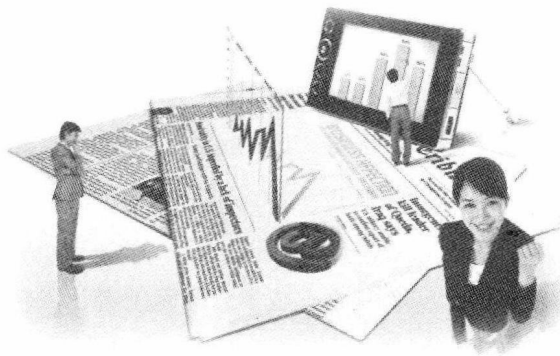
凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换

客服热线：（010）68995261；88361066

购书热线：（010）68326294；88379649；68995259

投稿热线：（010）88379007

读者信箱：hzjg@hzbook.com



## 推荐序一

### 财报分析四重维度的整合

我从事财务教学与科研二十多年，一直热衷于公司财报分析。公司财报是一个综合的信息库，如何分析依赖于具体的分析目的，但是无论如何我们不能“只见树木不见森林”或者“盲人摸象”，这就是说我们必须掌握一个科学、有效的分析路径或框架。因此我特别欣赏哈佛财务报告分析框架。该框架下财报分析是四重维度的整合：一是战略分析，通过财报把握行业和竞争状态，透视企业未来预期业绩；二是会计分析，通过考察公司的会计政策和会计估计，评估会计信息质量，并发现公司存在的种种会计问题，比如账项错漏、盈余管理甚至财务造假；三是财务分析，通过财务比率分析，尤其是现金流量分析，把握公司的经营业绩与潜在的财务风险；四是前景分析，通过财报，预测企业的未来经营趋势与投资价值。以上四个维度并非完全并列与独立的，第一个战略分析维度统驭其他三个维度，各个分析维度又相互交织。这种交互、整合型的财报研判，不仅摆脱简单的计算数据比较，使得财报分析有了落脚点与归依，也给财报分析过程注入了生命活力、正本清源，有了万法归宗般的灵魂。

读罢孙旭东先生的新书《价值投资，从看懂财报开始》，让我特别兴奋的就是整合了财报分析的这四重维度，大大超越了单纯的会计分析与财务分析，尤其是转向前景分析，重点讨论企业内在投资价值。本人和旭东交往多年，是朋友，其实也是他文章的忠实读者，这些年来一直关注着旭东的各种研究文章，尤其是

## IV

在《证券市场周刊》中发表的各种财报分析与投资探讨方面的文章，可谓篇篇精品，皆可细细品读。当然旭东的新书内容绝大部分都是未公开发表过的，沉积了他十多年来在财报分析方面的孜孜思考与执著求索，并形成了本书的特色与贡献。

一是立足会计数据透视企业投资价值。旭东的新书中不少篇幅似乎更接近于基础读物，其在前言中也强调了书的使用与定位：“投资价值，从阅读年报开始，从会计数字开始。”

二是举轻若重的财务分析。从书中的一些章节标题上看，似乎都是我们熟悉的财务指标，比如盈利能力分析方面的净资产收益率、毛利率与营业利润率，偿债能力分析方面的财务杠杆、流动比率、利息保障倍数等，但如果仔细研读，你会恍然发现，这些简单的财务指标并非如教科书或者你头脑中的既有概念那样简单，甚至你居然能够发现若干原来的错误与混淆认识。作者在书中将简单的东西探讨出新意，进而正本清源，给人以启发与纠正。

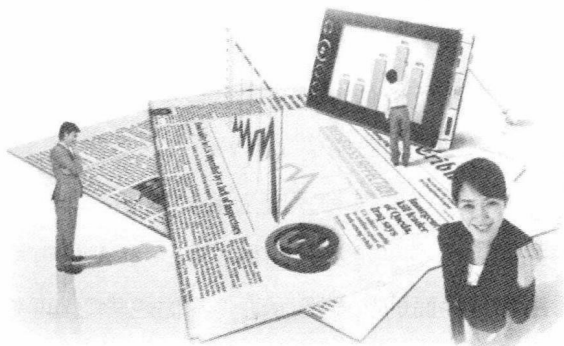
三是条分缕析的价值判断。旭东新书诸多篇章的探讨，往往是从一些诸多投资者的问题、专业探讨上的不足与媒体报道中的误读等方面切入，通过条分缕析的层层剖析，加之具体的上市公司与无可辩驳的数据计算，最终使读者对公司价值的判断豁然开朗。

四是分析路径的有机整合。在探讨诸多财报数字的过程中，驾驭了哈佛财报分析框架，有机整合了四个分析维度，摆脱了以数字论数字，以财务谈财务的片面观点，而是将会计准则、上市监管、投资市场、企业战略、公司价值甚至专业研究等诸多领域知识与探讨整合于其中，同时这种财报的探讨也包括了境内外公司的对比考察。阅读本书，我们既能品尝企业财报分析大餐，也能开阔视野、全方位体验财报分析的学科魅力。

综上，我很乐意将旭东新书推荐给广大读者，尤其是那些崇尚学以致用专业的学员和追求价值投资的投资者。我坚信开卷有益！

汤谷良

对外经济贸易大学国际商学院执行院长、教授



## 推荐序二

### 价值投资从价值评估开始， 价值评估从会计数字开始

新浪财经股票频道自2008年10月22日起推出“牛市一熊市一起走过，您的故事我们一起分享”的大型策划，征集10名不同类型的投资者之前一年中的投资百态，下面是一些股民故事的题目：“一位无助股民的来信”、“机器修理工炒股被逼成祥林嫂”、“一个警察从30万变3万元的故事”、“公务员20万元炒股被套”、“会计学教授40万炒股被套中石油”、“十余年老股民黯然离场，至少一年内不看股票”以及“为什么受伤的总是我”和“希望我的失误变成别人的财富”。

这些股民故事的作者是很可敬的，他们辛苦积攒起来的工薪收入，迅速消失在股市中，但是他们有勇气把自己的经历拿出来和大家分享，希望后来的投资者从中汲取教训。

问题是：到底是什么教训呢？

我上课的时候经常问同学一个问题：你去菜市场买白菜，是进了菜市场大门，看到第一个菜摊买了就走呢，还是在菜市场里转转各个摊位，比较各个摊位白菜的质量、价位，然后再挑一个摊位买？

大部分同学会选择后者；即使选择前者的也表示买菜这么点儿钱，不值得花时间逛，如果是买贵的东西，自然会选择后者。

在菜市场里转转再买，就是在做价值评估：评估一下买哪个摊位上的白菜

## VI

更值。

投资者需要问自己的是：我花十几块钱买白菜都要做价值评估，那么我花几万、十几万、几十万元去买股票做价值评估了吗？我们把一个上市公司的股票买到手里，真正像买到白菜一样觉得物有所值了吗？

价值投资在被神化了的同时也在某种程度上被异化了：神化了是一提价值投资就想到巴菲特，觉得我们自己不可企及；异化了是认为 A 股市场炒作严重，无法做价值投资。这些看法都是片面的！投资活动“不怕烂货”，再差的公司也有其内在价值，当价格低于内在价值时，就是好的投资对象；再好的公司，当价格高于内在价值时，也是坏的投资对象。价值投资就是把投资对象的内在价值和当前价格进行对比，从而进行投资决策的过程，是在任何市场上都成立的普遍原则。

所以，价值投资要从价值评估开始，而价值评估要从会计数字开始！

会计数字的魅力源于会计准则是一个内在逻辑严密、相互钩稽的整体。企业的各种经营活动，最终都必须通过会计数字汇报出来；不能凭空产生，也不会凭空消失。例如，本期为了达到业绩目标而提前确认了未来收入，未来收入必然要降低；本期少提了成本费用，未来的成本费用必然会增加。正是因为会计体系的严密性和钩稽性，任何对企业战略、营销、公司治理、财务等方面的策略分析，必须落实到现在或未来的会计数据上，才能实现为股东价值；正是因为会计体系的严密性和钩稽性，从会计数字开始的价值评估和价值投资才有了坚实的理论基础和实践依据。本书就是建立在这样的逻辑前提下的有益尝试。

我认识孙旭东先生多年，虽然联系不多，但是一直关注他涉及上市公司会计信息分析的文章，从中获益良多。旭东先生提倡价值投资，不像我只是停留在对价值投资理念的呼吁上，而是扎扎实实地对一家家上市公司的财务报表进行深入的分析、精辟的点评，并不吝与广大投资者分享。现在我十分高兴读到他的这本新书，并很高兴推荐给更多的投资者分享。

本书是以价值投资为目的的会计信息分析。全书以鲜活的案例、翔实的数据，把以价值投资为重点的会计信息分析体系呈现给读者。同时，全书内容以杜邦分析为主线，把会计信息分析分解成盈利能力分析、偿债能力分析、成长能力分析和营运能力分析等主要部分，相互关联，前后呼应，读完以后能够在读者头脑中留下清晰的会计信息分析框架，有利于读者把书中的方法应用到自己的投资分析

中去。

旭东先生在后记中提到“会计知识是一个优秀的价值投资者必须掌握的”。确实，读懂上市公司会计报表需要一定的会计学基础，对于大多数投资者来说，需要投资一定的时间在会计知识的学习上才能够理解本书，才能够做价值投资。这个学习过程也许有些痛苦、有些困难。但是，对于广大普通投资者来说，不这样做投资能怎样做？在任何资本市场上，普通投资者都是缺乏资金优势、信息优势、心理优势的投资者群体。趋势投资是很多荐股人推崇的投资模式，但趋势投资利润的来源恰恰是普通投资者缺乏的资金优势、信息优势和心理优势！

让我们再温习一下投资利润的来源：我们买股票时支付的股价是我们的投资“成本”，买到的股票的内在价值是我们的投资“收入”，我们取得投资利润需要投资“收入”大于投资“成本”。我期望投资者能建立这样的价值投资理念，也希望读者能从本书中学习到价值投资的方法。

是为序。

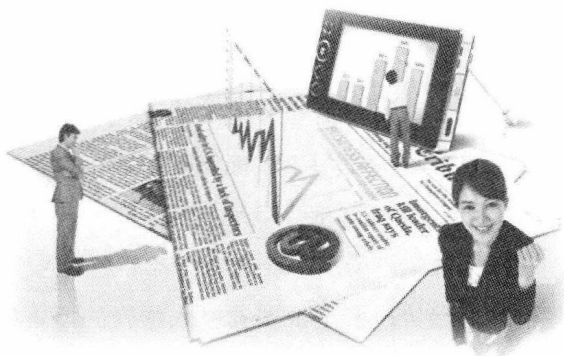
姜国华

北京大学光华管理学院会计学教授、博士生导师

2012年4月27日



# 前言



## 价值投资从阅读年报开始

我一向竭力主张价值投资者要读年报，却不得不承认，尽管国内以价值投资者自居的人不少，但其中肯认真读年报的不多。在本书即将完稿之际，曾经的大牛股中恒集团（600252）于2012年1月18日、19日连续跌停。事情的起因是1月18日公司发布业绩快报，预计2011年归属于上市公司股东的净利润同比增长0.38%，这远低于市场预期——据Wind资讯当时的最新数据，4位分析师预测值的平均数为公司净利润同比增长102.01%。

从某种程度上说，当时市场对中恒集团业绩并非盲目乐观。据《每日经济新闻》报道<sup>①</sup>，中恒集团董事长许淑清曾于2011年9月6日在广州举办的全国营销合作发展大会上说：“通过与经销商加强合作，公司完全有信心、有能力完成今年2亿支以上注射用血栓通的销售，并力争明年销售量在今年基础上增长20%~30%。”记者据此测算，中恒集团2011年营业收入至少能达到14亿元，而业绩快报中11.52亿元的营业收入比之前的预计少了2.5亿元。

2012年1月17日，中恒集团发布了题为“关于广西证监局现场检查相关问题的整改方案”的公告。根据这则公告，中恒集团在公司治理、信息披露、财务管理与会计核算、募集资金使用和管理等诸多方面存在问题，很难让人相信这是一家优

<sup>①</sup> <http://finance.sina.com.cn/stock/s/20120119/020411236448.shtml>.

秀的公司。然而，中恒集团在过去几年却又实实在在地被很多“价值投资者”买入并持有。

在此附上我于 2011 年 4 月写的一篇文章，这篇文章发表在《证券市场周刊》2011 年第 14 期。我对中恒集团并没有作太深入的研究，在觉得公司年报信息披露质量不足以让人放心后就停手了。此后，资深财务分析人士“飞雪漫天”发表了“中恒集团业绩高成长神话：奇迹？谎言？”一文<sup>①</sup>，对中恒集团的业绩提出了强烈质疑。飞雪漫天的文章中用到的会计、税务知识是普通投资者难以掌握的，其结论目前也未能得到证实——从中恒集团发布的整改公告来看，广西证监局并没有认定该公司业绩造假。但是，一个持有保守的投资哲学的巴菲特式投资者，只要认真读过中恒集团的年报，恐怕都不会买入这家公司的股票。

价值投资，从阅读年报开始，从会计数字开始。

## 为什么不看看年报呢

中国宝安（000009）石墨矿事件是近来的热点事件，我们想问的是：为什么撰写相关研究报告的分析师和买进中国宝安股票的投资者们不看看公司的年报呢？虽说过于重视年报可能会错失掉一些大牛股，譬如 2010 年的中恒集团（600252），但这符合巴菲特保守的投资哲学。

对中国宝安的石墨矿事件，仁者见仁，智者见智。截至 2011 年 4 月 7 日 10 点，新浪财经的读者调查结果是：50.9% 的人认为中国宝安和券商在说谎，17.6% 的人认为中国宝安说谎，14.5% 的人认为券商说谎，而 17.0% 的人认为不好说。换言之，大多数人认为这中间肯定有人撒谎了，而新浪财经频道也将这一事件列入其“股市 315 系列策划”专题中。

关于谁在此事中撒了谎，我们不妄加评论。不过，证券市场中的谎言似乎从来就没有灭绝过，因此，对投资者而言，如何能够不受骗至关重要。我们认为，多看看上市公司的年报有益无害。请注意，读年报并非只是中小投资者无奈的做法，

---

① [http://blog.sina.com.cn/s/blog\\_69d71df70100wm57.html](http://blog.sina.com.cn/s/blog_69d71df70100wm57.html)

即使是机构投资者也应这样做。请看《巴伦周刊》在评选 2011 年年度全球 30 位最佳 CEO 时的一段评述：

巴菲特之所以是投资天才，一个原因在于他在这方面很用功。不久前的一个星期六，他花了数小时的时间仔细研读伯克希尔拥有大笔投资的富国银行（Wells Fargo）的“10-K”年度报表。巴菲特可能不需要消化这份报表就可以掌握富国银行的最新动态，但他还是这样做了。伯克希尔在他执掌的 46 年期间能够拥有超凡表现，股价从 20 美元涨到 12.7 万美元，这种功夫起到的作用不可忽视。

此前，巴菲特在回答他为什么只看了两份年报就买入中石油股票时曾经这样说：

同管理层交流有什么用吗？如果您同大部分公司的管理层交流，他们会说他们认为他们的股票是很好的，他们会告诉你好的事情，跳过不好的。

由此来看，巴菲特认为年报比管理层访谈更加客观。不过，分析师们或许忽视了这一点。以中国宝安事件为例，从公司的年报中我们根本找不到石墨矿的踪迹。中国宝安 2010 年半年报中对无形资产的详细披露如表 0-1 所示。

表 0-1 中国宝安 2010 年 6 月 30 日无形资产账面原值 (单位：元)

项目	期初账面余额	本期增加	本期减少	期末账面余额
财务软件	2 228 145.95	192 446.13	18 845.00	2 401 747.08
景区经营权	12 000 000.00			12 000 000.00
林权	17 057 860.82			17 057 860.82
商标	16 262.49	3 000.00		19 262.49
土地使用权	255 639 536.51	136 257.00	16 515 633.98	239 260 159.53
专用技术	6 402 359.13	347 966.67	554 110.20	6 196 215.60
探采矿使用权	8 319 491.00	4 500.00		8 323 991.00
其他	4 946 288.60	294 800.00	507 998.23	4 733 090.37

中国宝安无形资产中只有 832 万元的探采矿使用权，试想一下，上亿吨的石墨矿资源能够以如此代价取得吗？如果我们再看一下公司 2009 年的年报，会发现这些探采矿使用权主要是 2009 年取得的，而年报中虽然没有直接披露是何种矿产，但“管理层讨论与分析”部分中的一段陈述足以让我们知道那是红柱石矿。

本集团所属新疆矿业公司经过将近一年的组建，完成了矿山收购、矿区扩建改造、新厂建设和生产设备的采购引进、安装调试工作，于2009年6月底正式投产。下半年已累计开采红柱石原矿石约9.5万吨，生产精矿产品近3000吨。此外，公司获得了矿区面积达16平方公里的库尔勒市琼赛布拉克红柱石探矿权利，从战略上增加公司的红柱石矿产资源储备。

有报道称，中国宝安旗下贝瑞特公司网站上曾有公司拥有石墨矿资源的陈述，但分析师、投资者难道不应该和年报信息验证一下吗？古人说得好——兼听则明，偏听则暗。

然而，如果过于看重年报，也有可能错失一些大牛股，如中恒集团，这是2010年的大牛股，全年上涨了167.56%。

中恒集团于2010年4月26日公布了2009年年报，每股收益为0.482元，而其4月末的收盘价为37.37元，市盈率为77.53倍。虽然市盈率看上去已经很高，却并不妨碍公司股价在2010年后8个月里上涨了89.88%。

如果只看年报，我们或许不敢买入这只股票。

首先，这家公司的盈利能力（以扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率来衡量）只是到了2009年才显得出色，但资产负债率偏高，表明在利用了高财务杠杆后才获得了高净资产收益率（见表0-2）。2009年年末，中恒集团的银行借款为6.35亿元，超过了所有者权益（5.77亿元）。

表0-2 中恒集团净资产收益率和资产负债率 (%)

年 份	2006	2007	2008	2009
扣除/加权净资产收益率	5.45	10.77	10.27	19.73
资产负债率	65.73	63.35	56.89	61.65

其次，尽管中恒集团近年来净利润逐年增长，但股东们却拿不到多少股息。2010年中期中恒集团分配了一次利润，派息仍是少得可怜，每10股0.25元而已（见表0-3）。

表0-3 中恒集团派息率 (单位：万元)

年 份	2006	2007	2008	2009
归属于上市公司股东的净利润	2 072	3 658	4 701	12 571
派息	0	0	326	0
派息率 (%)	0.00	0.00	6.93	0.00

最后，虽说中恒集团近年来利润增长极快，然而令人遗憾的是，公司年报中披露的信息却过于简略。中恒集团利润增长的主角是医药制造业，而医药制造业的主角又是注射用血栓通。但是，我们无法从年报中获知血栓通这一产品的销售收入和毛利率的具体情况（见图 0-1）。

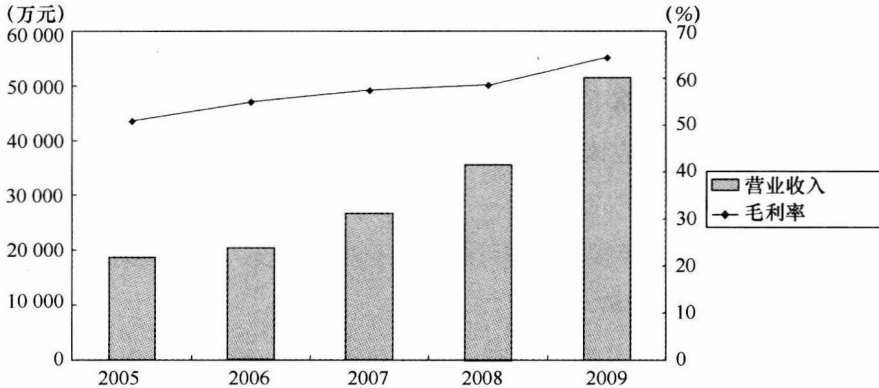


图 0-1 中恒集团医药制造业营业收入和毛利率

根据中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 2 号〈年度报告的内容与格式〉》（2007 年修订）第三十三条规定，“公司应当根据自身实际情况，分别按行业、产品或地区说明报告期内公司主营业务收入、主营业务利润的构成情况。对于占公司营业收入或营业利润总额 10% 以上的业务经营活动及其所属行业，以及占公司营业收入或营业利润总额 10% 以上的主要产品，应分项列示其营业收入、营业成本、营业利润率，并分析其变动情况”。

然而，中恒集团在 2006 年曾披露了血栓通系列产品的相关数据，随后 3 年却没有披露。如果说血栓通产品 2006 年就占了公司营业收入或营业利润总额 10% 以上，那么随后几年其比例理应更大。中恒集团在 2009 年年报中称，“2009 年，公司医药制造业的营业收入和营业成本比上年同期有较大增加是因为制药公司主导产品注射用血栓通的销售大幅增长所致”。同样的陈述在 2007 年和 2008 年的年报中都出现过。

不披露主要产品的相关数据显然不利于投资者判断公司的前景，甚至会制造疑惑。中恒集团 2010 年上半年毛利率大幅提高（见表 0-4），公司方面的解释是：“报告期内，公司医药制造业的营业收入、营业利润率同比大幅增长、营业成本大幅降低主要是毛利率较高的药品销售占销售总额的比重加大影响所致。”

表 0-4 中恒集团 2009 年、2010 年上半年医药制造业经营情况 (单位: 万元)

	2009 年上半年	2010 年上半年
营业收入	24 018	36 503
营业成本	9 271	6 060
毛利率 (%)	61.40	83.40

然而, 如果毛利率较低的产品销售量不变, 即使毛利率较高的产品销售大幅增长, 恐怕营业成本也不会大幅降低吧? 由于中恒集团没有披露主要产品的相关数据, 使得我们无法判断公司除血栓通外其他医药产品的销售情况, 也就难以判断如果血栓通销售增长放缓后公司还能有多大的后劲。

除此之外, 中恒集团按地区披露的经营数据也很简陋, 按其披露, 公司的全部收入均来自梧州市, 这种披露对投资者来说是没有用的。

巴菲特被人们称为股神, 但不可否认的是, 他也错过了很多大牛股。考虑到巴菲特主要依靠年报做出投资决策, 以及他说过的下面一段话, 这似乎是顺理成章的事情。

我并没有使用什么预测的方法, 预测创造了一个看似精确的假象。数字越精确, 你就越应该当心。我们很少看预测数字, 却非常看重企业过去的轨迹。如果一家公司的过去不堪回首, 而未来一片光明, 我们会放弃这家公司。

不久前巴菲特和威尔伯在天然气投资方面的分歧是其投资哲学保守的又一例证, 有兴趣的朋友可以读一读《证券市场周刊》2011 年第 12 期文章《巴菲特与威尔伯: “论剑” 天然气投资》<sup>①</sup>。文中引用的一段话充分展示了巴菲特是如何思考的:

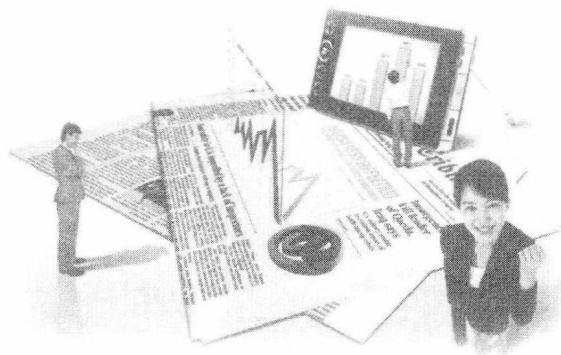
大家知道, 我们未来将需要更多的天然气, 而且与石油相比, 每单位的天然气具有更大的热量并且价格便宜, 此外它还是所有能源中最为清洁的。但是, 最终来说, 价格取决于供给和需求。而且, 即使需求有所上升, 我不知道供给上升的速度是否会更快。截至目前, 在过去的几年中, 大家知道天然气的表现非常令人失望, 但是这并不是说在发掘方面令人失望, 也不是在产量方面令人失望, 而是因为太多的天然气。我不知道, 因为我不擅长预测接下来的一年或者五年

① [http://www.capitalweek.com.cn/article\\_9116.html](http://www.capitalweek.com.cn/article_9116.html).

中这种情况是不是会发生变化，而且我也不想参与其中。

从上面这段话来看，巴菲特不会基于对企业未来过于乐观的预测买入股票。想想 2007 年 12 月刚上市时金风科技（002202）是何等地受追捧，到如今股价（2011 年 4 月 8 日收盘价）反而比上市首日开盘价还跌了 31.03%，巴菲特的保守自有其道理。

人的性格不一，更积极的投资者也未必不能成功。不过，如果是基于对企业前景的乐观预期买入股票，则预期所依据的信息是否真实、全面至关重要，而在获取信息方面，中小投资者没有优势。



# 目 录

推荐序一 财报分析四重维度的整合（汤谷良）

推荐序二 价值投资从价值评估开始，价值评估从会计  
数字开始（美国华）

前言 价值投资从阅读年报开始

## 第一部分 活用财务指标

第1章 读财报无捷径	2
第2章 盈利能力分析	7
净资产收益率最重要	7
为什么不是 ROIC	9
为什么不是 ROA	15
推荐扣除/加权净资产收益率	19
关注非经常性损益的界定	25
净资产收益率的不足：未考虑其他综合收益	27
关注高 ROE 能否持续	30
超额现金难确定	34
现金多少合适	37
毛利率应该怎样算	42



关注营业利润率	46
<b>第3章 偿债能力分析</b>	<b>52</b>
高财务杠杆公司要区别对待	52
巧设财务指标判断房企财务状况	56
流动比率大于2的意义	60
辩证地看待大秦铁路的流动比率	64
利息保障倍数该怎么算（1）	67
利息保障倍数该怎么算（2）	69
<b>第4章 成长能力分析</b>	<b>73</b>
冷眼看成长	73
谨慎看待企业中短期成长趋势	78
过去十年谁高速成长	83
竞争优势比成长性更重要	88
张裕：整改是利好还是利空	92
财务分析与短期盈利预测（1）	98
财务分析与短期盈利预测（2）	102
<b>第5章 营运能力分析</b>	<b>106</b>
应收账款不能只算周转率	106
关注应收账款季度变化	110
分清主动和被动	114
魔鬼在细节中	117
深入理解才能正确计算财务指标	121
如何正确评价房企的资产周转速度	123
快速开发不是教条	132