明明白白看年报

投资者必读

2007年年报最新版

袁克成 著

简单易懂 轻松入门 实战必备

让股民不再视读年报为畏途，不再依赖道听途说的内幕、消息
从阅读年报中得到乐趣、启发与收获

中信建投副总经理、央视《理财教室》特邀讲师**张昕帆**倾力推荐

机械工业出版社
CHINA MACHINE PRESS

B

袁克成

复旦大学新闻系毕业，曾任《上海证券报》上市公司部记者、首席记者、部主任。现从事投资工作。

《上海证券报》的十年中，他近距离目睹了证券市场，特别是上市公司群体沧海桑田的变化，并用他的笔记录了其所见所闻、所思所感。

基于多年来对上市公司发展历程、财务特征、运作特点、政策环境以及经验教训的学习与思考，他自己的投资眼光与经验也得以不断提升，并取得了很好的回报。

将枯燥晦涩的证券知识与投资心得，以通俗易懂深入浅出的方式“翻译”给普通投资者，是他一直以来的兴趣所在。因为在他看来，能否将问题讲清楚，恰恰是检验其是否把问题想清楚的标尺。

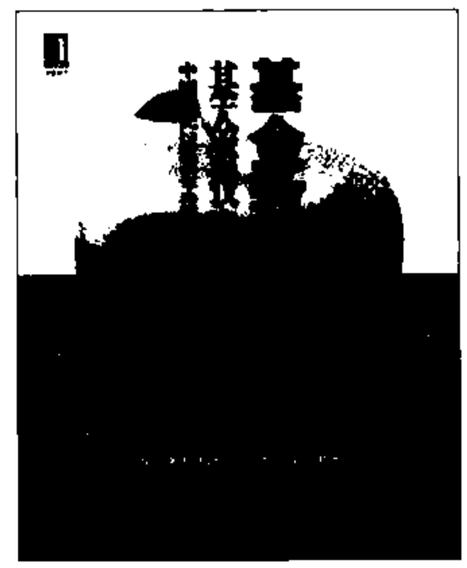
投资者必读系列

投资理财精英联手打造

——股票、基金、外汇、港股、黄金、期货

——简单易懂，轻松入门，实战必备!

ISBN 978-7-111-23393-0
定价：28.80元



ISBN 978-7-111-23621-4
定价：28.80元

ISBN 978-7-111-23536-1
定价：28.80元

ISBN 978-7-111-23563-7
定价：28.80元

FOREWORD I | 推荐序一

巴菲特的“三板斧”

有记者问过巴菲特，选股有什么诀窍?

巴菲特说，第一，去学会计，做一个聪明的投资人，而不要做一个冲动的投资人。因为会计是一种通用的商务语言，通过会计财务报表，聪明的投资人会发现企业的内部价值，而冲动的投资人看重的只是股票的外部价格。第二是阅读技能，只投资自己看得明白的公司，如果一个公司的年报让你看不明白，很自然就会怀疑这家公司的诚信度，或者该公司在刻意掩藏什么信息，故意不让投资者明白。第三是耐心等待，一个人一生中真正投资的股票也就四五只，一旦发现了，就要大量买入。

听了这个“三板斧”的回答，你满意吗?

可能有点失望，本指望巴菲特能口吐莲花，露一点独门绝技，没成想，却是无甚出奇。

但不要小看这个无甚出奇的回答，留意一下，我们不难发现，巴菲特的“三板斧”中，有两招都与年报相关（财务

报表是年报的重要组成部分)。可见巴菲特对读年报的重视与推崇。

巴菲特如此强调年报的重要性，并不意外。因为年报是了解、分析上市公司基本面的核心依据，而读年报是炒股的基本功，特别对于那些有志于价值投资的股民来说，更是如此。

同样的年报，同样的内容，高手就能去伪存真，就能入木三分，就能透过数字看出背后的玄机。而普通投资者，可能只是浮光掠影，过眼不过心。

那么如何练就一双“慧眼”，可以在年报中淘金呢?

我想先要具备一定的基础知识，包括财务知识、证券知识、公司运作知识等。然后是多看，只有大量阅读年报，我们对很多关键点的感知才能够变得细腻、敏感。最后是找到一本好的教材，作为梳理思路、答疑解惑、开启智慧的指南，以达事半功倍之效。

而《明明白白看年报投资者必读》就是这样一本好教材。

在我看来，本书有三大特点。一是注重理解本质。这一点，在书中的会计报表篇、财务指标篇，体现得尤其明显。因为坊间大多数相关书籍，仅仅是在摘抄教科书上的定义，罗列财务分析的公式，以至于投资者知其然，却不知其所以然，真正到了应用时，却发现捉襟见肘、漏洞百出。但本书却着重于会计报表的内涵、财务分析的本质。以利润表为例，不少投资者也许对利润表中的会计科目不陌生，但对利润表的本质内涵——“利润＝收入－费用”，却不甚了了。本书花大量笔墨讲解了收入与费用的匹配关系，而这一点，对于判断上市公司的盈利能力其实至关重要。

二是紧密结合实际。这本书可以说做到了三结合。首先是结合了2007年年报的特点，特别是注重了新的企业会计准则与新的年报格式在2007年年报中的应用。其次是结合了目前中国股市的特点，比如说股权激励、交叉持股这些目前中国股市中的新生事物，书中有专门章节进行讲解。最后是结合了具体案例，将理论阐述与实际应用相衔接。

三是通俗易懂。年报内容较为专业与枯燥，而本书却能用普通人能够理解的语言，深入浅出娓娓道来，相信即使是对年报较为陌生的投资者也能够无障碍阅读。

所谓百战归来再读书，希望投资者在历经了两年的大牛市后，能够静下心来，反思过往，扎扎实实地读几本书。当然，不是读那些所谓秘籍、绝招之类的野狐禅，而是读那些真正能够帮助投资者炼内功，长元气的书籍。我相信，《明明白白看年报投资者必读》就是其中的一本。

张昕帆

中信建投副总经理

中央电视台《理财教室》特邀讲师

推荐序二 | FOREWORD Ⅱ

年报是上市公司信息披露的核心，也是分析上市公司基本面的最重要资料，它对所有投资者都是公开的，绝大多数投资者也都会在相同的时间看到年报。对年报信息的理解、分析与利用，考验着每一名投资者的眼光与判断能力。

平庸的投资者，可能只是浏览几个简单的财务数据便浅尝辄止弃之一旁；有经验的投资者，可以从年报中，粗略看出上市公司的价值或症结所在；而高水平的投资者，则能见人所未见，从年报中找寻到上市公司未来兴盛或衰败的蛛丝马迹，并将年报作为投资决策时的关键依据。

因此，判断一家上市公司的投资价值，很多时候并不取决于投资者占有信息量的多少，而是取决于分析信息的能力。对不少投资者来说，与其舍本逐末，孜孜不倦于听消息，道听途说所谓的内幕、题材，还不如扎扎实实地求问于年报，求问于公开信息。

比如，投资者都很关注年报中净利润的数据，这一数据固然重要，但更重要的是年报中所展示的净利润产生过程。由这个过程，投资者可以解读出上市公司的真实盈利能力。

《明明白白看年报投资者必读》中，有专门一章分析上市公司的产品毛利率。产品毛利率就是分析净利润产生过程中所得出的一个财务指标。这项财务指标的重要意义往往要超过作为结果的净利润。因为它在很大程度上，代表了上市公司所生产产品或所提供服务的“含金量”，而这一点是决定上市公司未来能否实现业绩高成长的关键因素。正如书中所言，很多时候，上市公司净利润本身的增长并不能真正说明问题，因为它很可能加杂了过多的噪音与偶然性因素，而产品毛利率的提高才是上市公司真正发家致富的标志。

从上面的例子中可以看出，当投资者能够透过表象看到内在的变化，屏蔽杂音听到真实的旋律，通过枯燥的财务数据品味出公司经营的兴衰时，上市公司年报的魅力就开始真正向我们敞开。

年报中，除了财务信息，还有大量的非财务信息。这些信息对于投资者判断上市公司投资价值也相当有帮助。

比如说，上市公司高管是否实施了股权激励，就可以视为判断其投资价值的重要参考依据，特别是当股权激励的行权价格与市价相接近之时，更值得投资者给予密切关注。

但值得注意的是，股权激励作为中国证券市场中的新生事物，很多投资者对其概念与实际应用相当陌生，这样一来，对年报中大量与股权激励有关的信息，如行权价、行权期、激励成本等，难免无法吃透。而本书，不仅对股权激励做了相当通俗易懂的介绍，同时对股权激励在股票操作中的应用进行了详解。投资者完全可以按图索骥，将股权激励融入自己的股

票评价体系与选股标准。

事实上，2007年年报中如股权激励这样的新概念还有很多，如上市公司交叉持股、新会计准则下的一系列新会计科目等，准确理解这些概念的内涵，把握它们在实际应用时的要点，对于充分汲取年报中的“营养”至关重要，本书则在这方面有的放矢，以明白晓畅的解读方式，将各领域的专业知识做了通俗化的转换，为投资者“畅游”年报做了非常必要的准备。

年报是一座富矿，但这座富矿需要投资者自己去探索、开采和提炼，在年报所提供的林林总总的信息中，缺乏耐心者、怠于钻研者、懈于思考者会止步于看似烦琐的文字与数据，而有心人则会甘之如饴，在其中流连忘返，将其视为取之不尽的宝藏。

本书为投资者描绘了这座宝藏的全貌，描绘了走进宝藏深处的路线图以及充分利用这座宝藏的种种方法。有志于探索这座宝藏的投资者，完全可以将本书视为自己的向导与助手。有了这本书陪伴，在持续稳定获得投资收益的道路上，你会走得更快、更远。

程峰

联合证券广州华乐路营业部总经理

联合证券研究所高级研究员

联证华乐证券培训学校校长

PREFACE|前　言

我们去超市购物时会发现，每一种商品除了标示价格外，在其包装上还会标示产品成分、生产日期、保质期、性能介绍、原产地等信息，这些信息是消费者决定是否购买该商品的重要参考依据。对这些信息的内容与格式，有关部门都有明确而详细的规定。

对投资者来说，上市公司（股票）其实也是一种商品，既然是商品，除了价格（股价）外，当然也会有其他的信息提供给投资者参考。与普通商品一样，上市公司所提供信息的内容与格式也有明确规范，这样，投资者看起来才有用，才方便。

上市公司所提供的信息有很多，涉及的领域也很广，但其中最重要的就是年报。从某种意义上讲，年报就如同我国政府每年提交全国人大审议的政府工作报告。它主要告诉我们，上市公司在过去一年都干了什么，干得怎么样，现在情况如何，明年有什么打算等。

从这些信息中，投资者可以比较充分地了解一家上市公司目前生产经营的全貌，预测上市公司未来的发展潜力，进

而结合股价判断该上市公司是不是值得投资。

两类信息

从内容的角度分析，一份上市公司年报，主要包括两类信息：财务信息与非财务信息。其中财务信息又是最核心的内容。

为什么财务信息是最核心的内容呢？因为财务信息是数字化、量化的信息，与其他信息相比，财务信息最客观、最准确、最容易进行比较。比如我们经常会在上市公司年报的董事会报告中发现这样的描述：公司去年的销售业绩同比有大幅提高。但“大幅”是多少呢？语焉不详，只有看了利润表中营业收入的数额，投资者才会知道所谓“大幅”到底是多少。

再比如，一些上市公司年报中，公司董事会声称该公司的盈利能力（净资产收益率）有了令人可喜的进步，但投资者通过查阅该公司及同行上市公司的财务信息，也许就会发现，虽然这家公司的盈利能力的确有了提高，但与同行公司相比，其提高的速度并不快。由此，我们对所谓“令人可喜的进步”就需保持相对审慎的态度。

当然，很多非财务信息对于投资的参考意义也同样不容忽视，如上市公司前十大流通股股东的名单及其持股量、上市公司的年度利润分配预案等，都值得投资者高度关注。

2007年的新变化

具体到2007年年报，与以前相比，又有了很大变化。一方面，新的

《企业会计准则》实施后，2007年年报的财务报告无论是内容还是格式，都与以前有了很大不同。比如投资者以前熟知的净资产、净利润的名称改变了，会计报表也由之前的三张表变成了四张表，一些新的会计科目也出现了，一些老的会计科目也有了新的含义，会计附注的内容也更加翔实了。

另一方面，新的年报披露规范格式也使2007年年报增加了不少非财务信息。公司对持股、参股其他上市公司情况的说明，对股权激励计划实施情况的详细说明等内容，都是以前年报中从未出现过的。

传记文学

在很多投资者看来，阅读年报是相当枯燥与痛苦的事情，一方面是因为年报的内容主要是一大堆枯燥的格式化的记述和数字；另一方面，真正理解年报还要具备一些相应的财务知识，了解证券市场的一些政策、规定，熟悉公司运营的基本常识与规律。也就是说，上市公司年报不仅表述的内容不易理解，而且表述的方式也不能做到生动活泼。

毋庸讳言，看年报肯定不像读小说一样赏心悦目，但如果我们能够掌握一些基本知识与常识，认真体会、品味年报中所展露的信息，年报就不会像初看上去那么“面目可憎”了，渐渐地，你可能还会体验到一种别样的乐趣。

其实，如果通读一家上市公司上市历年来的年报，就如同看该公司的“传记”一般。从每年年报所披露的各种信息中，我们可以体会公司经营

中的跌宕起伏，可以品味出开拓的艰辛、收获的喜悦；我们可以目睹什么叫峰回路转、柳暗花明；我们可以理解为什么千里之堤毁于蚁穴，为什么差之毫厘失之千里。

当然，更重要的是，在阅读的同时，你可以展开充分的遐想，推测一下公司的未来。

总之，如果有心，人生百态、世间道理都可以在年报中找到踪迹。投资大师巴菲特的一大嗜好就是独自一人在办公室研读年报。可以想见，在巴菲特的感受中，阅读年报所带来的乐趣、分析年报所启发的智慧、预测未来所调动的激情，都是令人甘之如饴的。

每天40万字

目前上市公司的年报字数是平均10万，截至2007年年底，沪深两市A股上市公司在1 500家左右，其年报的总字数过亿，即使我们用一年的时间来看这些年报，每天也要看40万字。

对于一个正常人来说，不用说40万字，每天阅读4万字也是很痛苦的事情。因此，我们得找到一些方法，既能够减少阅读量，又能够汲取有效信息，使年报为我所用。这就要求我们具备三项技能：

一是熟悉年报的基本格局与框架。知道哪些内容会出现在年报的什么地方，这样，查询、阅读时会大大提高速度。

二是具备很好的基本功。基本功主要包括一定的财务知识、证券专业知识与上市公司经营、运作知识。这样有利于加快阅读速度，不会使一些

专业化内容与表述成为阅读障碍。

三是学会抓关键点。上市公司年报字数虽多，但真正有意义的内容，大概不到8 000字，剩下的多是赘言。因此，这就要求投资者深刻把握决定一家上市公司投资价值的一些关键看点，从而按图索骥。

记住：阅读年报并不是看上市公司希望我们看的内容，而是看那些我们期望看到的内容以及内容背后的“玄机”。

本书的目的

本书共计六篇，分别为宏观篇、股东篇、董事会报告篇、重要事项篇、会计报表篇、财务指标篇。每一篇的内容都紧密结合2007年年报的内容与格式，按照上述三项技能的要求，进行解读与分析。

其中宏观篇，侧重于从宏观上把握年报的大致框架与整体脉络；股东篇，着重于从控股股东、限售股东以及机构投资者的角度，分析上市公司的未来发展；董事会报告篇，主要针对年报“董事会报告”部分的三个关键点进行解读；重要事项篇，是基于年报“重要事项”部分中，三项对评估上市公司最有帮助的内容展开的；会计报表篇，详细分析了四张会计报表的本质内涵、基本要素以及重要看点；而财务指标篇，则是讲解投资中最为常用也最为有效的五个财务指标。

建议投资者在阅读本书后，再精读3～4份上市公司年报，这样就能较为熟练地把握阅读上市公司年报的基本要领。请注意，所谓精读，一定要逐字逐句地阅读年报全文，阅读时要结合该上市公司以前年度的年报。

在选择所精读的年报时，最好挑选一家自己平时比较关注的上市公司的年报，一家业绩多年持续大幅增长的上市公司的年报，再找一家多年微利甚至亏损的上市公司的年报。这样，有利于熟悉不同业绩类型的上市公司的基本特色。

精读之后，如果投资者还有时间，可以选择不同行业的上市公司年报进行解读，这样有利于熟悉各行业的基本财务特征。阅读时，每个行业最好选择两家公司进行对照，这样有利于加深理解年报中各项要素的功能与意义。

重要提示

在此特别提示投资者，由于实施了新的《企业会计准则》，2007年年报中，净利润和净资产都改名了。原来投资者日常所接触的上市公司净资产改称为“归属于母公司所有者权益”；上市公司净利润改名为“归属于母公司所有者的净利润”。而且，上述两个财务数据以合并会计报表中的数据内容为准（切不可以母公司会计报表中的数据为准）。在计算上市公司财务指标，如每股收益、净资产收益率以及每股净资产时，也都是以这两个数据为准。

为遵循投资者阅读习惯，本书除有特别说明之处，所写净资产、净利润，均是指“归属于母公司所有者权益”以及“归属于母公司所有者的净利润”。

简单易懂　轻松入门　实战必备

投资者必读系列

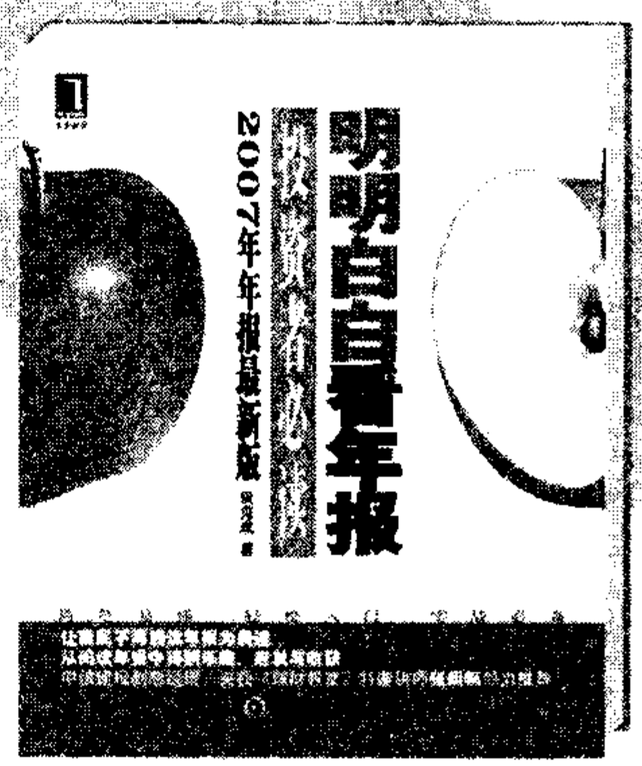
投资理财精英联手打造

国内第一本教股民正确理解股市新闻的图书
23个股市新闻关键词帮股民了解新闻背后的玄机

十年身跨证券与传媒两个行业
《上海证券报》前资深记者教股民解读股市新闻
中央电视台经济频道《中国证券》主持人姚振山倾力推荐

ISBN 978-7-111-23393-0 定价：28.80元

2007年
年报最新版



让股民不再视读年报为畏途
从阅读年报中得到乐趣、启发与收获
中信建投副总经理、央视《理财教室》特邀讲师张昕帆倾力推荐

ISBN 978-7-111-暂无 定价：28.80元

先学习　再行动
了解黄金市场　掌握实战技巧

世界领先的实时互联网差价合约交易商
和做市商落户中国
为中国投资者倾力打造新兴理财产品实战宝典

ISBN 978-7-111-23536-1 定价：28.80元

中国基民2008年
投资致胜必读第一书

中国农业银行　中国银行　中国建设银行　中国工商银行
华宝兴业基金　汇丰晋信基金　理柏基金研究机构　国信证券　安信证券　联合证券
《证券时报》《理财周刊》《上海证券报》《第一财经日报》《全景网》
《基金分析》《北京青年报》国泰基金　泰康人寿　中国金融理财标准委员会
众多机构专业人士　联袂推荐

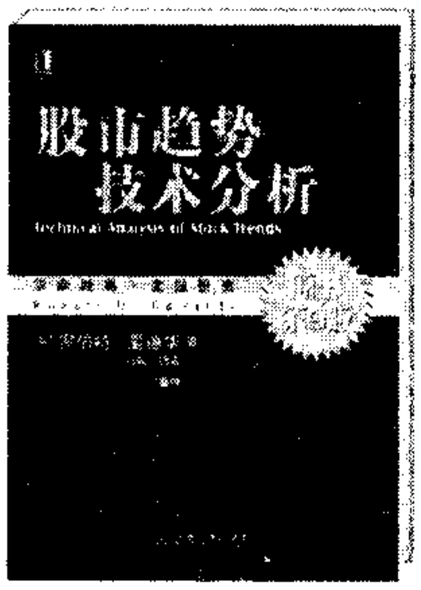
ISBN 978-7-111-23621-4 定价：28.80元

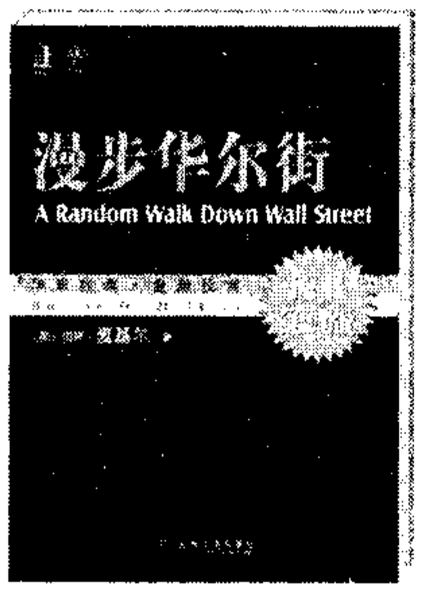
先学习　再行动
了解港股市场　掌握实战技巧

世界领先的实时互联网差价合约交易商
和做市商落户中国
为中国投资者倾力打造新兴理财产品实战宝典

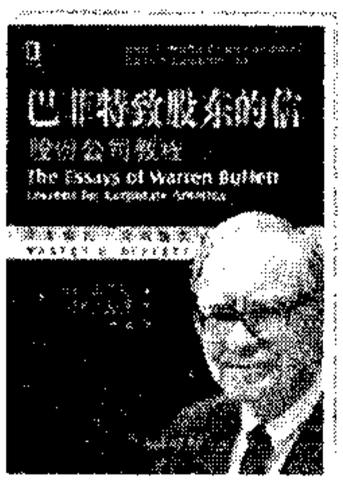
ISBN 978-7-111-23563-7 定价：28.80元

阅读经典 卓越人生





ISBN 978-7-111-11199-0
作者 威廉 D. 江恩
定价 22.00元



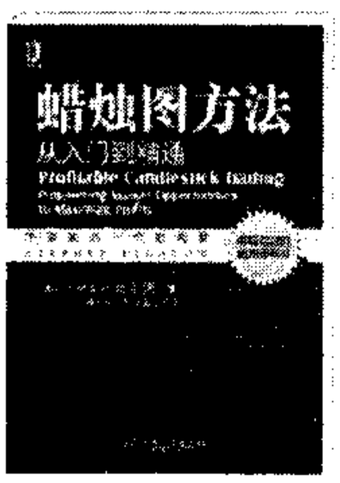
ISBN 978-7-111-13303-X
作者 沃伦 巴菲特
定价 36.00元

ISBN 978-7-111-19645-9
作者 杰里米 J. 西格尔
定价 42.00元

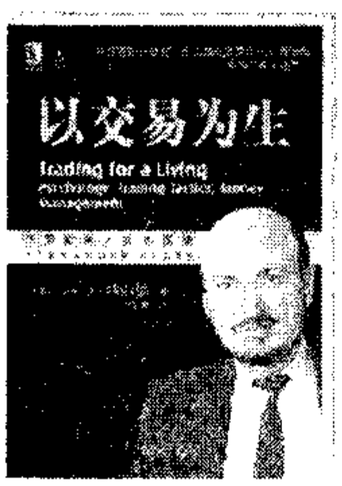
ISBN 978-7-111-20160-4
作者 威廉 D. 江恩
定价 58.00元

ISBN 978-7-111-20050-0
作者 彼得·林奇
定价 38.00元

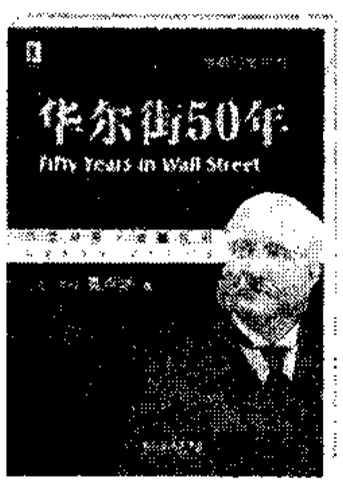
ISBN 978-7-111-20318-6
作者 拉里·威廉斯
定价 38.00元



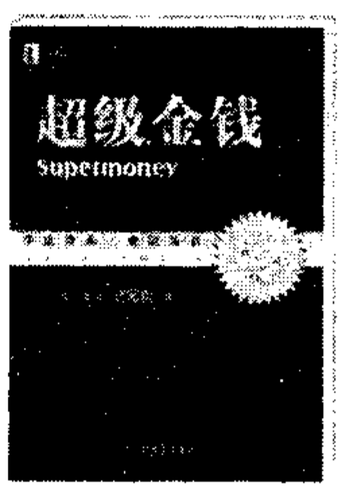
ISBN 978-7-111-12850-8
作者 斯蒂芬 W. 比加洛
定价 32.00元



ISBN 978-7-111-20757-3
作者 亚历山大·埃尔德
定价 36.00元



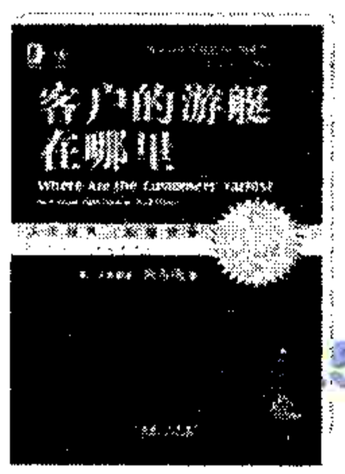
ISBN 978-7-111-21235-5
作者 亨利·克卢斯
定价 38.00元



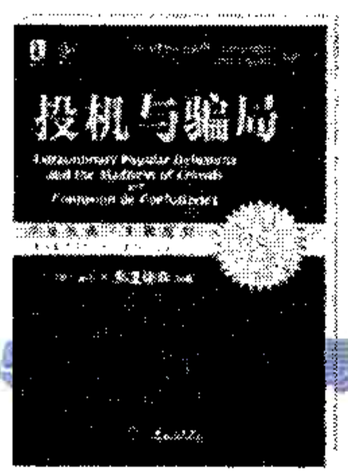
ISBN 978-7-111-21237-9
作者 亚当·史密斯
定价 32.00元

ISBN 978-7-111-10962-4
作者 约翰 迈吉
定价 58.00元

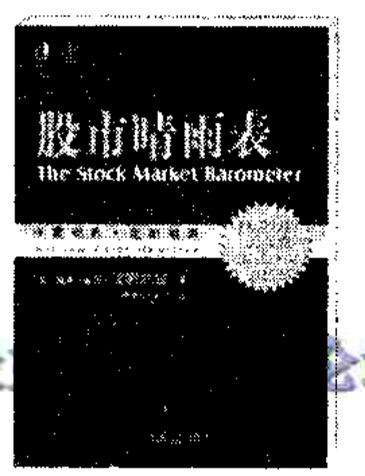
ISBN 978-7-111-21716-9
作者 彼得 L. 伯恩斯坦
定价 38.00元



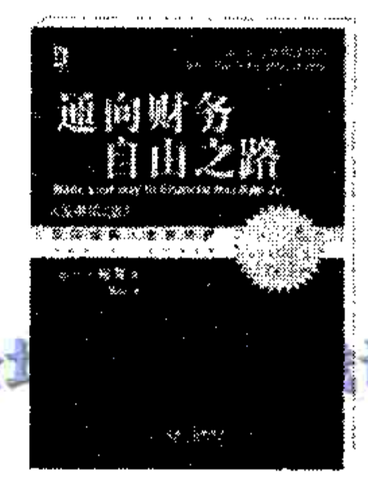
ISBN 978-7-111-21565-3
作者 小弗雷德·施韦德
定价 25.00元



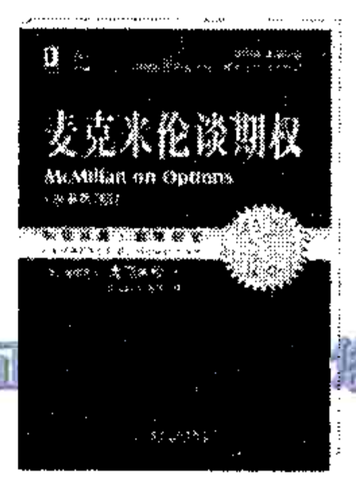
ISBN 978-7-111-21894-4
作者 查尔斯·马凯
定价 32.00元



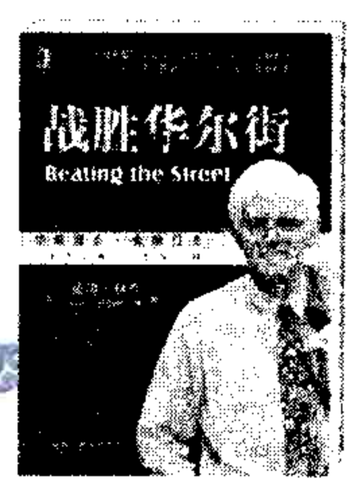
ISBN 978-7-111-22494-5
作者 威廉·彼得·汉密尔顿
定价 38.00元



ISBN 978-7-111-22660-4
作者 范·撒普
定价 48.00元

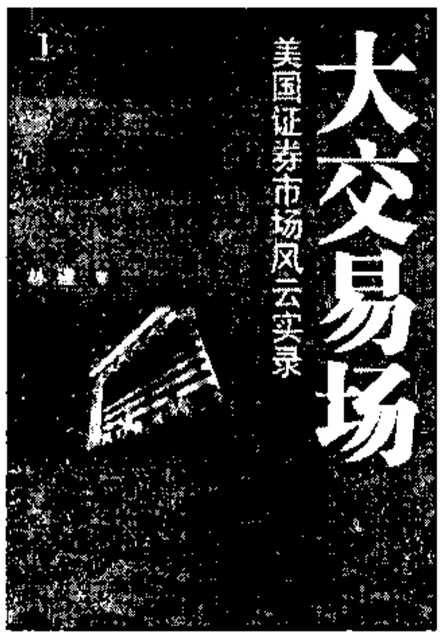


ISBN 978-7-111-22796-0
作者 劳伦斯 G. 麦克米伦
定价 80.00元

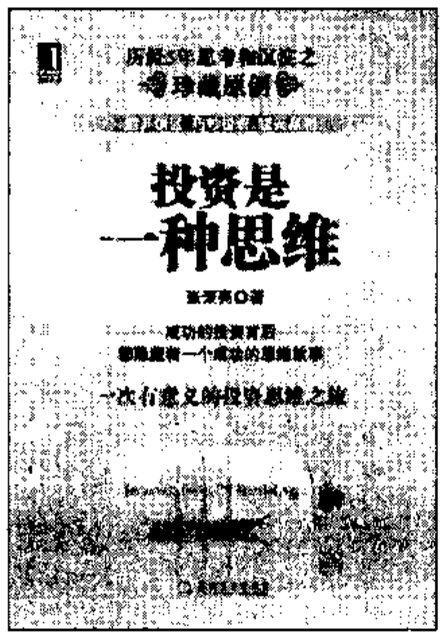


ISBN 978-7-111-21894-4
作者 彼得·林奇
定价 48.00元

智慧投资 成功理财



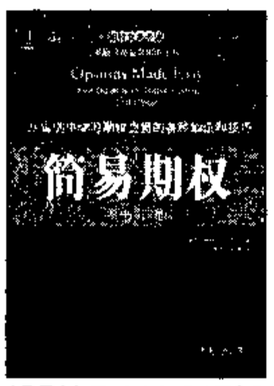
ISBN 7-111-22487
作者：林建
定价：38.00 元



ISBN 7-111-23118
作者：张荣亮
定价：32.00 元

ISBN 7-111-23196
作者：史蒂文·卓布尼
定价：48.00 元

ISBN 7-111-20909
定价：32.00 元



ISBN 7-111-21790
定价：42.00 元

ISBN 7-111-22488
定价：49.00 元

ISBN 7-111-23537
定价：35.00 元

ISBN 7-111-21680
定价：30.00 元

ISBN 7-111-21586
定价：32.00 元

ISBN 7-111-21566
定价：32.00 元

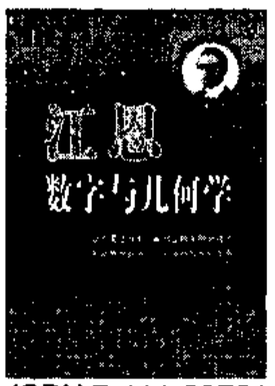
ISBN 7-111-22803
定价：38.00 元

ISBN 7-111-18080
定价：35.00 元

ISBN 7-111-20159
定价：35.00 元

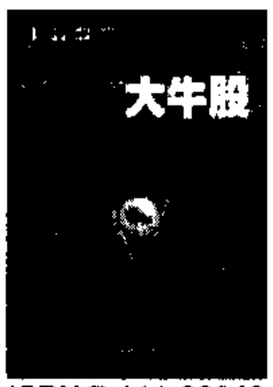
ISBN 7-111-20250
定价：35.00 元

ISBN 7-111-20471
定价：35.00 元



ISBN 7-111-20721
定价：35.00 元

ISBN 7-111-20431
定价：32.00 元



ISBN 7-111-22043
定价：38.00 元

ISBN 7-111-21272
定价：21.00 元

ISBN 7-111-18082
定价：19.80 元

ISBN 7-111-21213
定价：42.00 元

ISBN 7-111- 21016
定价：28.00 元

ISBN 7-111-14175
定价：39.80 元

HZ BOOKS
华章经管

读华章书友俱乐部反馈卡

每月10位幸运读者，
可免费获得最新出版德鲁克经典作品一本。
每月1位获奖读者，
可赢得“当月新书免费读”

欢迎登陆www.hzbook.com了解更多信息，
本网站会每月公布获奖信息。

华章经管Blog已开通，欢迎留下宝贵意见与建议 http://blog.sina.com.cn/u/1281008384

◎反馈方式◎

网络登记：
登陆 www.hzbook.com，在网站上进行反馈卡登记。

传　　真：
将此表填好后，传真到 010-68311602

邮　　寄：
将填好的表邮寄到：100037 北京市西城区百万庄南街1号309室　闫 南　董丽华 收

个人资料（请用正楷完整填写，或附上名片）

姓　名：_____ □先生 □女士　出生年月：_____ 学　历：_____

工作单位：_____ 职 务：_____

联系电话：_____ 手 机：_____

E-mail：_____

通讯地址：_____

邮　编：_____ 所购书籍书名：_____

现在就填写读者反馈卡，成为读华章俱乐部会员，
将有机会参加读者俱乐部活动！

1. 本书购买地点？
□新华书店　□普通书店　□书亭（摊）　□ 网上书店　□赠阅　□其他

2. 您通过何种渠道最早了解本书？
□偶然场合　□经人介绍　□书店广告　□报刊　□电视

3. 您手上的作品大致传阅人数为：
□1－2个人　□3－5人　□5－10人　□10人以上

4. 您愿意向别人推荐本书吗？
□非常愿意　□如有机会、愿意　□没考虑过　□不值得推荐

5. 您对本书的整体评价
内文水平　□很好　□较好　□一般　□较差　□很差
封面设计　□非常出色　□平凡普通　□毫不起眼
编　　排　□利于阅读　□一般　□较差
印　　刷　□质量好　□质量一般　□质量较差

6. 您一般通过什么渠道了解最新的管理思想？
□专业培训　□专业会议　□期刊　□书籍　□电视　□广播　□业内朋友

7．如何通过网络或传真给您提供相关领域书籍的出版信息，您是否愿意接受？
□愿意　□不愿意

8．如果在您所在的城市举办相应专题研讨会，您是否愿意参加？
□愿意　□不愿意

9．您是否愿意获得相应管理培训课程的信息？
□愿意　□不愿意

10．您是否愿意支付费用成为读华章书友俱乐部收费会员，享有VIP会员专享权力？
□愿意　□不愿意

读华章俱乐部反馈卡

CONTENTS|目　录

董事会报告篇

重要事项篇

会计报表篇

财务指标篇

宏观篇

- 年报业绩早知道
- 年报正文概述
- 年报摘要概述
- 解读审计报告

www.55188.com最好的股票论坛理想在线证券网欢迎您!

第1章　探马来报
年报业绩早知道

大多数投资者阅读年报，最想知道的还是上市公司的业绩——净利润或每股收益。其实很多时候，投资者不必等到年报披露之日，就可大致了解一家上市公司的全年业绩概况，或比较准确地掌握其全年业绩信息。

关注三季报

最先透露全年业绩信息的，是上市公司第三季度报告。该报告的披露时间是每年的10月1日～10月31日。

按照规定：如果上市公司预测全年累计净利润可能为亏损，或者与上一年同比会发生大幅度变动，应当在其第三季度报告中，予以披露并说明原因。

据此，很多上市公司在其三季报中对全年业绩做出了预测，见表1-1。如2007年的三季报中，就有150多家上市公司做出了全年业绩预测。

表1-1　中国长江电力股份有限公司2007年第三季度报告

3.4预测年初至下一报告期期末的累计净利润可能为亏损或者与上年同期相比发生大幅度变动的警示及原因说明 ✓适用　□不适用 本年度长江来水较好，公司发电量较去年增加，另外，公司投资收益较去年大幅度增加，预测年初至下一报告期期末的累计净利润可能比上年同期增加50%以上。

资料来源：长江电力2007年三季报。

值得注意的是，按照规定，中小板上市公司必须在每年第三季度报告中，对全年业绩做出预测。这一点与主板上市公司有明显的区别。

业绩预告

从每年11月1日至来年1月31日之间，上市公司若符合下列两项条件之一的，也要对全年业绩进行预告（见表1-2）：

表1-2　深圳广聚能源股份有限公司业绩预增公告

深圳市广聚能源股份有限公司
2007年年度业绩预增公告

本公司及董事会全体成员保证公告内容的真实、准确和完整，对公告的虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏负连带责任。

一、预计的本期业绩情况

1. 业绩预告期间：2007年1月1日～2007年12月31日。

2. 业绩预告情况：本公司2007年年度净利润与2006年同期相比将增长50%～100%。

3. 业绩预告未经注册会计师审计。

二、上年同期业绩

1. 净利润：13 347万元

2. 每股利益：0.253元

三、业绩变动原因说明

本公司持有深圳市西部电力有限公司10%股份。该公司于2007年12月26日召开股东大会并通过决议，该公司按出资比例向股东再次分配现金红利6亿元，本公司按持股比例可得分红6 000万元。本公司于2007年6月30日前已收到该公司分红款15 000万元，连同本次分红6 000万元，本公司于2007年度内合计收到西部电力公司分红款共21 000万元。

条件一：预计全年业绩将出现亏损、实现扭亏为盈或者与上年相比业绩出现大幅变动（上升或者下降50%以上）。

条件二：在会计年度结束后1个月内，经上市公司财务核算或初步审计确认，公司全年经营业绩将出现亏损、实现扭亏为盈、与上年同期相比业绩出现

大幅变动（上升或者下降50%以上）。

由以上规定，投资者至少可以推算：如果一家上市公司在1月31日之前，还没有公布业绩预告，那么该公司的全年业绩很可能同比增幅不会超过50%。

此外，上市公司发布业绩预告后，如出现实际业绩与预计业绩存在重大差异，还会及时披露业绩预告修正公告，见表1-3。

表1-3 丰原生物业绩预告修正公告

安徽丰原生物化学股份有限公司
2007年度业绩预告修正公告

一、预计的本期业绩情况

1. 业绩预告时间：2007年1月1日～2007年12月31日。

2. 前次业绩预告披露的时间和预计的业绩：2007年10月30日在公司2007年度业绩预亏公告（公告编号：2007－055）中预计2007年度净利润亏损。

3. 修正后的业绩预计：经公司财务部门初步测算，公司2007年度将实现扭亏为盈。

4. 业绩预告是否经过注册会计师预审计：否。

二、上年同期业绩

1. 净利润：－384 841 068.63元

2. 每股收益：－0.40元

三、业绩预计出现差异的说明

由于燃料酒精补贴政策的变化导致燃料酒精补贴款增加、公司出售徽商银行有限公司 3 500万股份带来的投资收益以及公司内部经营管理的改进，预计公司2007年度将实现扭亏为盈。

所谓重大差异，是指实际业绩与此前预告的变动方向（包括大幅上升、大幅下降、维持不变、扭亏、亏损）不一致；或者实际业绩与此前预告的变动幅度差异超过50%，如原预告业绩将大幅上升50%～100%，而实际业绩可能大幅上升150%～200%。

业绩快报

除业绩预告外，按照规定，在年报披露前，有条件的上市公司可以主动披露全年业绩快报。须注意的是，主动披露并非强制性要求。只有在上市公司全年业绩被提前泄漏，或者因业绩传闻导致公司股票异常波动的情况下，上市公司才必须披露业绩快报。

与业绩预告一样，中小板上市公司的业绩快报也另有要求：如果中小板上市公司年报预约披露时间在3月或4月，公司应当在2月底前披露业绩快报。

与业绩预告一样，如果实际业绩与业绩快报所披露的数字出现重大差异，上市公司也会披露业绩快报修正公告。

与业绩预告不同的是，业绩快报的内容更加详实、准确，见表1-4。

表1-4 国电电力业绩快报

国电电力发展股份有限公司
2007年度业绩快报

主要财务数据和指标

	2007年度	2006年度	本期比上期增减（%）
营业收入(万元)	1 752 789.78	1 323 559.45	32.43%
营业利润(万元)	300 037.11	164 812.11	82.05%
利润总额(万元)	310 426.75	183 239.92	69.41%
净利润(万元)	167 988.43	100 064.59	67.88%
基本每股收益(元)	0.660	0.411	60.58%
	2007年12月31日	2006年12月31日	本期末比上期增减（%）
总资产(万元)	5 925 953	4 314 264.58	37.36%
股东权益(万元)	1 346 936	934 825.14	44.08%

注：上述数据均以公司合并报表数据填列。

第2章　庖丁解牛
年报正文概述

每年的1月1日～4月30日，是上市公司公布上一年度年报的时间。每家上市公司会公布两个版本的年报，一是年报正文，一是年报正文摘要。从2007年年报来看，一份年报正文的篇幅在10万字左右，内容相当庞杂。因此，快速浏览或查询年报的有价值信息，是每一位投资者应掌握的基本功。本章主要讲解年报正文的格式及内容框架，使投资者对年报结构的大致格局做到心中有数。

提前半天看到年报

讲述年报正文前，先得说说怎么知道年报的披露日期以及在哪里查询上市公司年报。

上市公司在披露年报之前都要与交易所预约披露时间，投资者可以在上海证券交易所（http://www.sse.com.cn）、深圳证券交易所网站（http://www.szse.cn/）的首页看到“年报预约查询”的栏目，见表2-1。通过这个栏目，投资者可以在披露开始前，方便地查询哪一家上市公司会在哪一天披露年报。一般来说，只有少数公司会变动预约时间，如果出现变动，交易所网站会马上更新预约时间。

投资者通过网络阅读年报比较方便，建议登录上海证券交易所网站、深圳证券交易所网站或巨潮资讯网（http://www.cninfo.com.cn）。这些网站会在每天收盘之后，刊登上市公司年报及其年报摘要，时效性最强。投资者需要注意，上市公司年报在上述网站实际披露时间，比预约披露时间要早半天。也就是说，如果上市公司预约在1月23日披露年报，1月22日下午15点收盘后至24点间，公

司年报就会在网站被披露。

表2-1　上交所网站年报预约实例

发布预约情况						
公司代码	上市公司简称	报告类型	报告年度	首次预约日	一次变更日	二次变更日
600438	通威股份	年报	2007	2008-03-18	2008-02-05	—
600435	北方天鸟	年报	2007	2008-02-05	—	—
600182	S佳通	年报	2007	2008-02-05	—	—
600219	南山铝业	年报	2007	2008-01-29	2008-02-05	—
600795	国电电力	年报	2007	2008-02-05	—	—
600355	精伦电子	年报	2007	2008-02-05	—	—
600112	长征电气	年报	2007	2008-02-05	—	—
600069	银鸽投资	年报	2007	2008-02-05	—	—

资料来源：上海证券交易所网站。

查询上市公司以往年度年报、年报摘要，可以用巨潮资讯网，这个网站对上市公司以往信息保存得比较完整。

此外，上市公司还会在《上海证券报》、《中国证券报》、《证券时报》三家报刊中，选择一家或多家刊登上市公司年报摘要。但投资者要注意，通过报纸阅读年报信息，时效性会打折扣，当天晚上网上已经披露的年报，第二天才能见报。

抓重点

几乎所有上市公司年报的内容，都分为以下12个部分：

- 重要提示；

- 公司基本情况简介；
- 主要财务数据和指标；
- 股本变动及股东情况；
- 董事、监事和高级管理人员；
- 公司治理结构；
- 股东大会情况简介；
- 董事会报告；
- 监事会报告；
- 重要事项；
- 财务会计报告；
- 备查文件目录。

在这12个部分中，比较重要的是第3、第4、第5、第6、第8、第10和第11部分，如果投资者十分关注一家上市公司，这7个部分的内容是必读选项；如果是一般关注，也可以只看看第3、第8和第11部分；如果是简单浏览，只看第3部分即可。

下面将对这12个部分一一讲述。

重要提示

重要提示篇幅很短，一般分为4段，见表2-2。

表2-2 营口港务股份有限公司2007年年度报告“重要提示”部分

一、重要提示

1. 本公司董事会、监事会及董事、监事、高级管理人员保证本报告所载资料不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

2. 公司全体董事出席董事会会议。

3. 辽宁天健会计师事务所有限公司为本公司出具了标准无保留意见的审计报告。

4. 公司负责人高宝玉，主管会计工作负责人潘维胜及会计机构负责人蒋辉声明：保证年度报告中财务报告的真实、完整。

其中第一段是上市公司董事会、监事会及董事、监事、高管对年报真实性所做的承诺。如果年报出了问题，上述机构和人员将据此承担法律责任。

在正常情况下，该段陈述没有任何差别，但极个别情况下，有人会对年报的真实性、准确性和完整性发表不同意见。这种情况一般出现在上市公司发生重大问题之时，比较典型的例子是科龙电器的2005年年报，见表2-3。

表2-3　广东科龙电器股份有限公司2005年年度报告"重要提示"部分

一、重要提示

1. 除独立非执行董事张圣平、路清、张睿佳以及监事曾俊洪、白云峰之外，公司第六届董事会的董事、以及现任的公司监事和高级管理人员保证本报告所载资料不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

2. 独立非执行董事张圣平、路清、张睿佳的意见是：

我们虽然对本报告相关事项进行了深入了解和研究，但是……

注：独立董事具体意见很长，表中以省略号代替。

当时，科龙电器因财务造假，被证监会查处，一系列黑幕正有待揭开，因此，对于2005年年报的真实性、准确性和完整性，一些独立董事、监事表示了不同意见。

虽然上述情况在年报中出现概率极低，但投资者拿到年报后，不妨浏览一下该段，如发现有异常情况，就要认真阅读。

重要提示第二段是讲，公司董事会审议年报时，董事会成员是否全部出席。这一段是例行公事，意义不大。

第三段是讲会计师事务所对上市公司财务报表出具了什么类型的审计报告。这一段很重要，本书第4章对此有专门解读。

第四段是公司相关负责人对上市公司财务报告真实性、准确性的声明。该段意义不大。

公司基本情况简介

该部分主要是介绍上市公司的最基本信息，有价值信息很少，见表2-4。

表2-4 公司基本情况简介实例

二、公司基本情况简介
1. 公司法定中文名称：营口港务股份有限公司
公司法定中文名称缩写：营口港
公司英文名称：YINGKOU PORT LIABILITY CO.，LTD
公司英文名称缩写：YKPLC
2. 公司法定代表人：高宝玉
3. 公司董事会秘书：杨会君
电话：0417-6263506
传真：0417-6263506
E-mail：yhj-ykplc@ykport.com.cn
联系地址：辽宁省营口市鲅鱼圈区新港大路1号
公司证券事务代表：李丽
电话：0417-6268506
传真：0417-6268506
E-mail：lili-ykp@ykplc.com.cn
联系地址：辽宁省营口市鲅鱼圈区新港大路1号
4. 公司注册地址：辽宁省营口市鲅鱼圈区新港大路1号
公司办公地址：辽宁省营口市鲅鱼圈区新港大路1号
邮政编码：115007
公司国际互联网网址：http://www.ykplc.com
公司电子信箱：ykplc@ykport.com.cn
5. 公司信息披露报纸名称：《上海证券报》、《中国证券报》、《证券时报》
登载公司年度报告的中国证监会指定国际互联网网址：http://www.sse.com.cn
公司年度报告备置地点：本公司证券部
6. 公司A股上市交易所：上海证券交易所
公司A股简称：营口港
公司A股代码：600317
7. 其他有关资料
公司首次注册登记日期：2000年3月22日
公司首次注册登记地点：辽宁省工商行政管理局
公司最近一次变更注册登记日期：2007年11月1日
公司变更注册登记地址：辽宁省工商行政管理局
公司法人营业执照注册号：210000004925657

对投资者可能有些帮助的主要是公司董事会秘书及证券事务代表的联系电话。投资者研究公司时，如有疑问，可打电话询问。此外，投资者还可以通过其中所提供的公司网址，登录公司网站，查询到更多与公司相关的信息。

在此提醒一下，如果投资者特别关注某家上市公司，应经常浏览该公司网站。其中往往会提供一些信息披露之外的有价值信息，包括项目进展、领导讲话、产品销售、技术研发等方面。

主要财务数据和指标

这部分内容极为重要，也是大多数投资者拿到年报后，最先阅读的内容。该部分一般分为四张表。

第一张表是“本报告期主要财务数据”，表中有5项数据，见表2-5。其中“营业利润”、“利润总额”以及“归属于上市公司股东的净利润”是上市公司财务报告中利润表里的数据；“经营活动产生的现金流量净额”属于现金流量表中的数据（请参阅本书第18章）；另外一个数据——“归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后净利润”，则涉及“非经常性损益”的问题（具体阐述见本书第23章）。

表2-5 华发股份“本报告期主要财务数据”部分

（一）本报告期主要财务数据

单位：元　币种：人民币

项　目	金　额
营业利润	437 809 640.46
利润总额	436 735 371.05
归属于上市公司股东的净利润	362 828 235.28
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润	363 741 364.28
经营活动产生的现金流量净额	2 291 657 089.64

资料来源：华发股份2007年年报。

与以往年度报告不同，由于《企业会计准则》发生了重大变化，从2007年年报开始，上述数据中，出现了“归属于上市公司股东”的字样，投资者看起来可能有点陌生。简单讲，所谓“归属于上市公司股东的净利润”就等同于以往年报中出现的“净利润”。

第二张表是“扣除非经常性损益项目和金额”，见表2-6。这个表格很重要（具体阐述见本书第23章）。

表2-6 华发股份“扣除非经常性损益项目和金额”部分

（二）扣除非经常性损益项目和金额

单位：元 币种：人民币

非经常性损益项目	金 额
营业外收支净额	−1 074 269.41
减：所得税影响数	−161 140.41
合计	−913 129.00

资料来源：华发股份2007年年报。

第三张表是“报告期末公司前三年主要会计数据和财务指标”，见表2-7。在这四张表中，该表提供的数据最全面，研读该表，一家上市公司的基本财务情况便可大致明了。

该表不仅展示了连续三年的内容，还提供了每股收益、净资产收益率、每股经营活动产生的现金流量净额、总资产、所有者权益、归属于上市公司股东的每股净资产的数据。

其中净资产收益率又分为四种，该指标相当重要，本书第21章有专门阐述。此外，每股收益、归属于上市公司股东的每股净资产也分别在第24章和第22章有专门阐述。

在此提醒一下投资者，在2007年年报中，该表的2006年、2005年数据，

都有两套，分别是调整后、调整前的内容。之所以如此，也是因为2007年年报执行了新的《企业会计准则》，为了便于投资者对比三个年度的数据，于是将2006年、2005年的财务数据按照新准则进行了重新计算。

表2-7 卧龙地产“报告期末公司前三年主要会计数据和财务指标”部分

（三）报告期末公司前三年主要会计数据和财务指标

单位：元 币种：人民币

主要会计数据	2007年	2006年		本年比上年增减（%）	2005年	
		调整后	调整前		调整后	调整前
营业收入	764 829 580.84	576 696 137.01	178 410 758.31	32.62	550 072 920.45	244 892 980.22
利润总额	188 333 531.19	132 005 099.14	9 105 632.28	42.67	－41 583 792.98	－134 158 518.27
归属于上市公司股东的净利润	120 109 464.07	70 773 100.08	9 105 632.28	69.71	－83 939 510.99	－134 158 518.27
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	79 221 422.68	－23 840 901.09	－107 269 380.74	不适用	－83 939 510.99	－134 011 246.14
基本每股收益	0.44	0.31	0.04	41.94	－0.36	－0.58
稀释每股收益	0.44	0.31	0.04	41.94	－0.36	－0.58
扣除非经常性损益后的基本每股收益	0.29	－0.10	－0.47	不适用	－0.36	－0.58
全面摊薄净资产收益率（%）	27.83	7.69	2.12	20.14	－10.84	－0.58

（续）

主要会计数据	2007年	2006年		本年比上年增减（%）	2005年	
		调整后	调整前		调整后	调整前
加权平均净资产收益率（%）	18.17	8.35	2.12	9.82	－10.84	－31.99
扣除非经常性损益后全面摊薄净资产收益率（%）	18.36	－2.59	－24.97	不适用	－10.84	－31.95
扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率（%）	12.24	－2.81	－25.30	不适用	－10.84	－27.71
经营活动产生的现金流量净额	118 332 075.85	60 175 355.82	24 376 547.49	96.65	－83 142 554.25	14 569 447.38
每股经营活动产生的现金流量净额	0.36	0.18	0.106	100	－0.36	0.063
	2007年末	2006年末		本年末比上年末增减（%）	2005年末	
		调整后	调整前		调整后	调整前
总资产	2 211 738 780.55	2 307 773 615.68	946 043 740.52	－4.16	1 950 774 637.60	1 021 310 446.91
所有者权益（或股东权益）	431 509 196.71	920 115 643.94	429 597 915.99	－53.10	774 694 863.19	550 690 801.98
归属于上市公司股东的每股净资产	1.31	2.79	1.87	－53.05	2.35	2.39

资料来源：卧龙地产2007年年报。

第四张表是“采用公允价值计量的项目”，见表2-8。该表也是在新《企业会计准则》下出现的，以前年报中没有。由于并不是每一家上市公司都涉及该问题，因此有些上市公司没有这张表。该表相当重要，具体讲解见本书第11章。

表2-8 “采用公允价值计量的项目”实例

（四）采用公允价值计量的项目

单位：元 币种：人民币

项目名称	期初余额	期末余额	当期变动	对当期利润的影响金额
可供出售权益工具	8 527 097.24	9 239 884.00	712 786.76	
合计	8 527 097.24	9 239 884.00	712 786.76	

根据本公司管理层意图，将对交通银行的股权投资归类为可供出售金融资产，2007年12月31日以其公允价值列示，该股权投资为限售流通股，限售期至2008年5月14日。

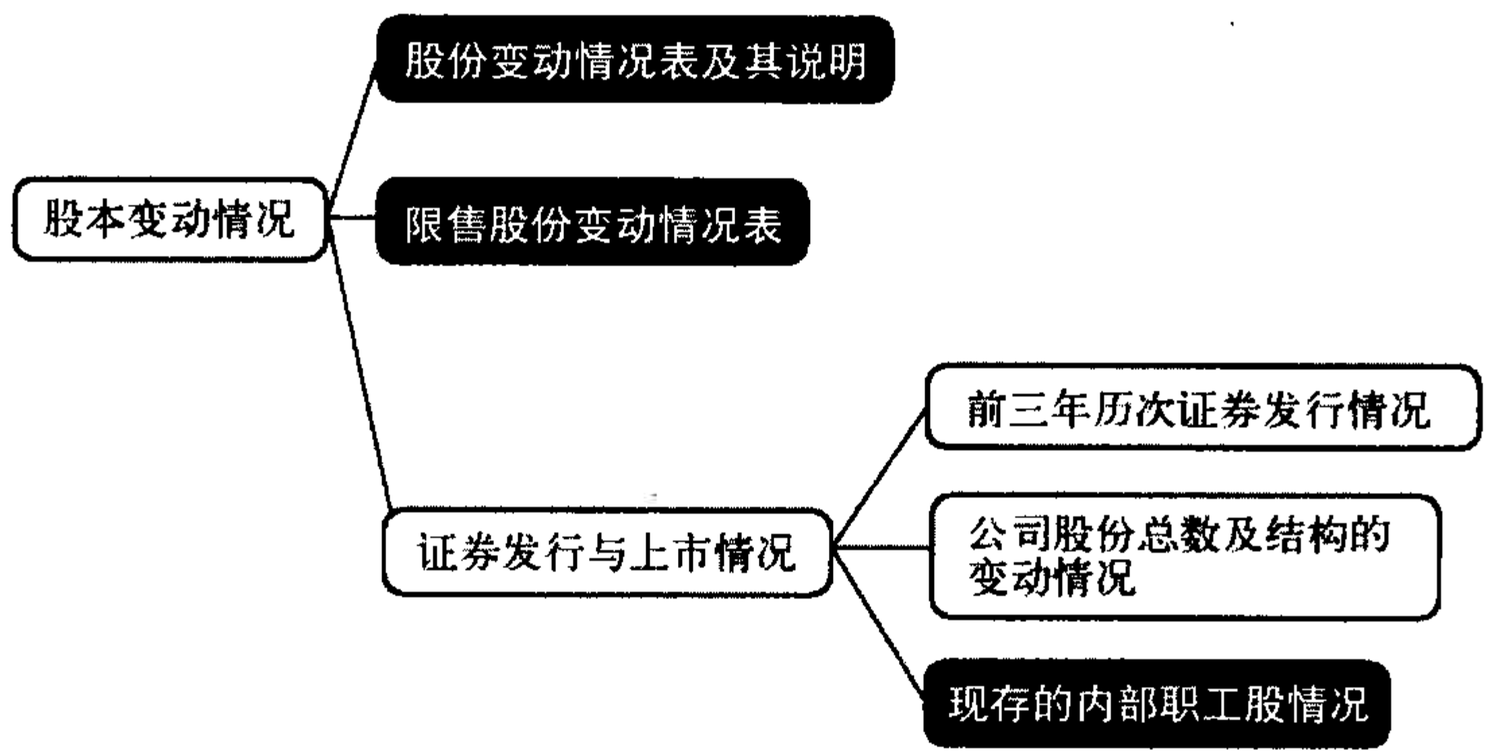
股本变动及股东情况

该部分内容分为三大类，分别是“股本变动情况”、“股东情况”和“可转换公司债券情况”。

“股本变动情况”所涉及的内容，可依据图2-1简化。其中“股份变动情况表及其说明”及“限售股份变动情况表”本书有专门章节解读。此外，对“现存的内部职工股情况”部分，投资者可以保持关注，很多情况下，存在内部职工股的上市公司，在职工股上市前，公司股价有可能出现明显上升态势。

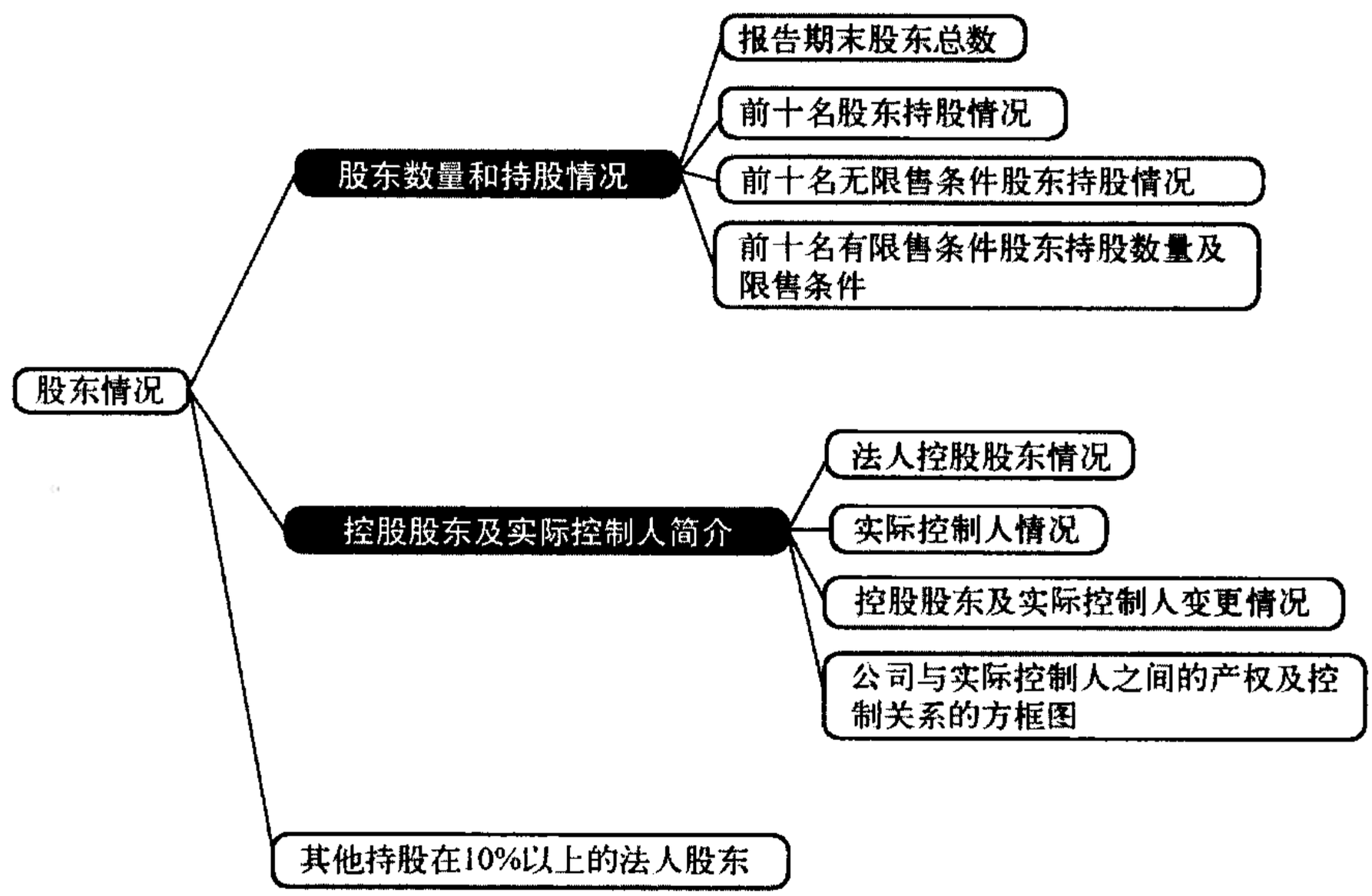
“股东情况”所包含的内容，也可简化为图2-2的形式。其中比较重要的“股东数量及持股情况”、“实际控制人”部分本书有专门章节阐述。

“可转换公司债券情况”只针对发行了可转换公司债券的上市公司。之所以将这一类信息也归在“股本变动及股东情况”部分，是考虑到可转换公司债券在未来很可能会转换成公司股票。



注：翻白部分为重点。

图2-1 “股本变动情况”简化示意图



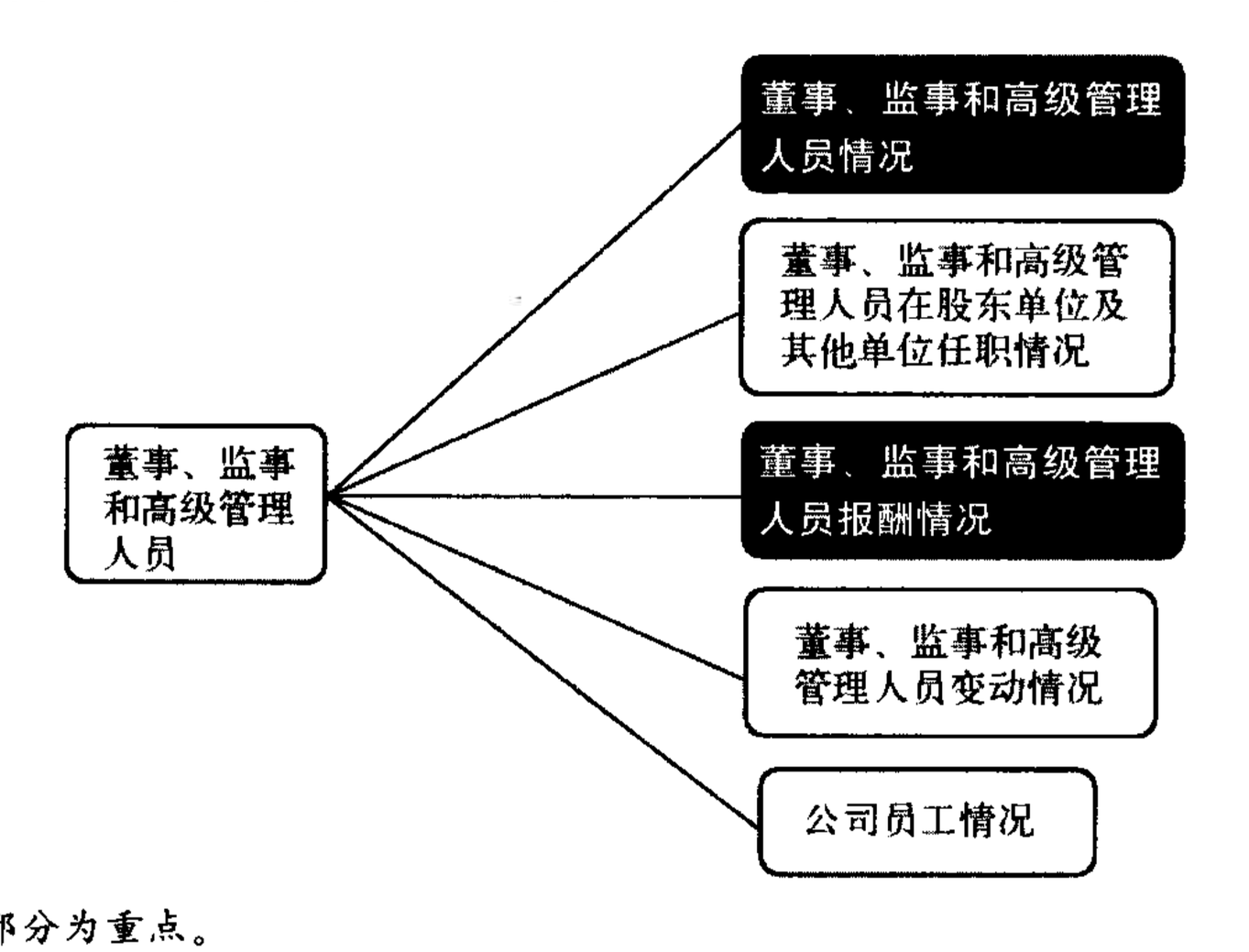
注：翻白部分为重点。

图2-2 “股东情况”简化示意图

如果上市公司发行了可转债，投资者须仔细阅读。

董事、监事和高级管理人员

该部分内容分为五项，见图2-3。



注：翻白部分为重点。

图2-3　董事、监事和高级管理人员示意图

在该部分的五项内容中，“董事、监事和高级管理人员情况”包括一张“董事、监事、高管情况表”以及每一位成员的简历，见表2-9。

表2-9　营口港董事、监事和高级管理人员情况

（一）董事、监事、高级管理人员情况

单位：股

姓　名	职　务	性别	年龄	任期起始日期	任期终止日期	年初持股数	年末持股数	报告期内从公司领取的报酬总额（万元）（税前）	是否在股东单位或其他关联单位领取报酬、津贴
高宝玉	董事长	男	54	2006-10-27	2009-10-27	0	0	—	是
李　松	副董事长	男	57	2006-10-27	2009-10-27	0	0	—	是

（续）

姓 名	职 务	性别	年龄	任期起始日期	任期终止日期	年初持股数	年末持股数	报告期内从公司领取的报酬总额（万元）（税前）	是否在股东单位或其他关联单位领取报酬、津贴
潘维胜	董事、总经理	男	53	2006-10-27	2009-10-27	0	0	43.92	否
宫 成	董事	男	44	2006-10-27	2009-10-27	0	0	—	是
苗则忠	董事	男	57	2006-10-27	2009-10-27	0	0	—	是
仲维良	董事	男	43	2006-10-27	2009-10-27	0	0	—	是
司 政	董事	男	44	2006-10-27	2009-10-27	0	0	—	是

资料来源：营口港2007年年报。

董事、监事和高级管理人员在股东单位及其他单位任职的情况包括两张表，见表2-10和表2-11。

表2-10 营口港董事、监事和高管在股东单位任职情况

（二）在股东单位任职情况

姓 名	股东单位名称	担任的职务	任期起始日期	任期终止日期	是否领取报酬津贴
高宝玉	营口港务集团有限公司	总裁兼党委副书记	2003-04-17	—	是
李 松	营口港务集团有限公司	党委书记兼副总裁	2003-04-17	—	是
潘维胜	营口港务集团有限公司	党委副书记兼纪委书记	2003-04-17	—	否
宫 成	营口港务集团有限公司	副总裁	2003-04-17	—	是

（续）

姓 名	股东单位名称	担任的职务	任期起始日期	任期终止日期	是否领取报酬津贴
苗则忠	营口港务集团有限公司	副总裁	2003-04-17	—	是
仲维良	营口港务集团有限公司	副总裁	2003-04-17	—	是
司 政	营口港务集团有限公司	副总裁	2003-04-17	—	是
王 来	营口港务集团有限公司	副总裁	2003-04-17	—	是
毛玉兰	营口港务集团有限公司	工会主席	2003-04-17	—	是
闫淑君	营口港务集团有限公司	审计监察部总经理	2003-04-17	—	是

资料来源：营口港2007年年报。

表2-11 营口港董事、监事和高管在其他单位任职情况

在其他单位任职情况

姓 名	其他单位名称	担任的职务	是否领取报酬津贴
高宝玉	中国营口外轮代理有限公司	董事长	否
	盘锦港有限公司	董事长	否
	营口顺达散货包装有限公司	董事长	否
	辽宁港丰物流有限公司	董事长	否
	长春营港物流有限公司	董事长	否
	沈阳营口港物流有限公司	董事长	否
	营口中理外轮理货有限责任公司	董事长	否

（续）

姓 名	其他单位名称	担任的职务	是否领取报酬津贴
高宝玉	营口集装箱码头有限责任公司	副董事长	否
	营口中储粮储运有限公司	副董事长	否
李松	营口联丰物流有限公司	董事长	否
	营口太营集装箱运输有限公司	副董事长	否
	营口中理外轮理货有限责任公司	董事	否
	盘锦港有限公司	董事	否

资料来源：营口港2007年年报。

董事、监事和高级管理人员报酬情况值得投资者特别关注，本书第8章有专门讲解。其余部分投资者可不关注。

公司治理结构

该部分内容见图2-4，其讲解见本书第8章。

股东大会情况简介

该部分内容介绍报告期内上市公司召开的年度股东大会和临时股东大会的有关情况，包括会议届次、召开日期、会议决议刊登的信息披露报纸及披露日期。

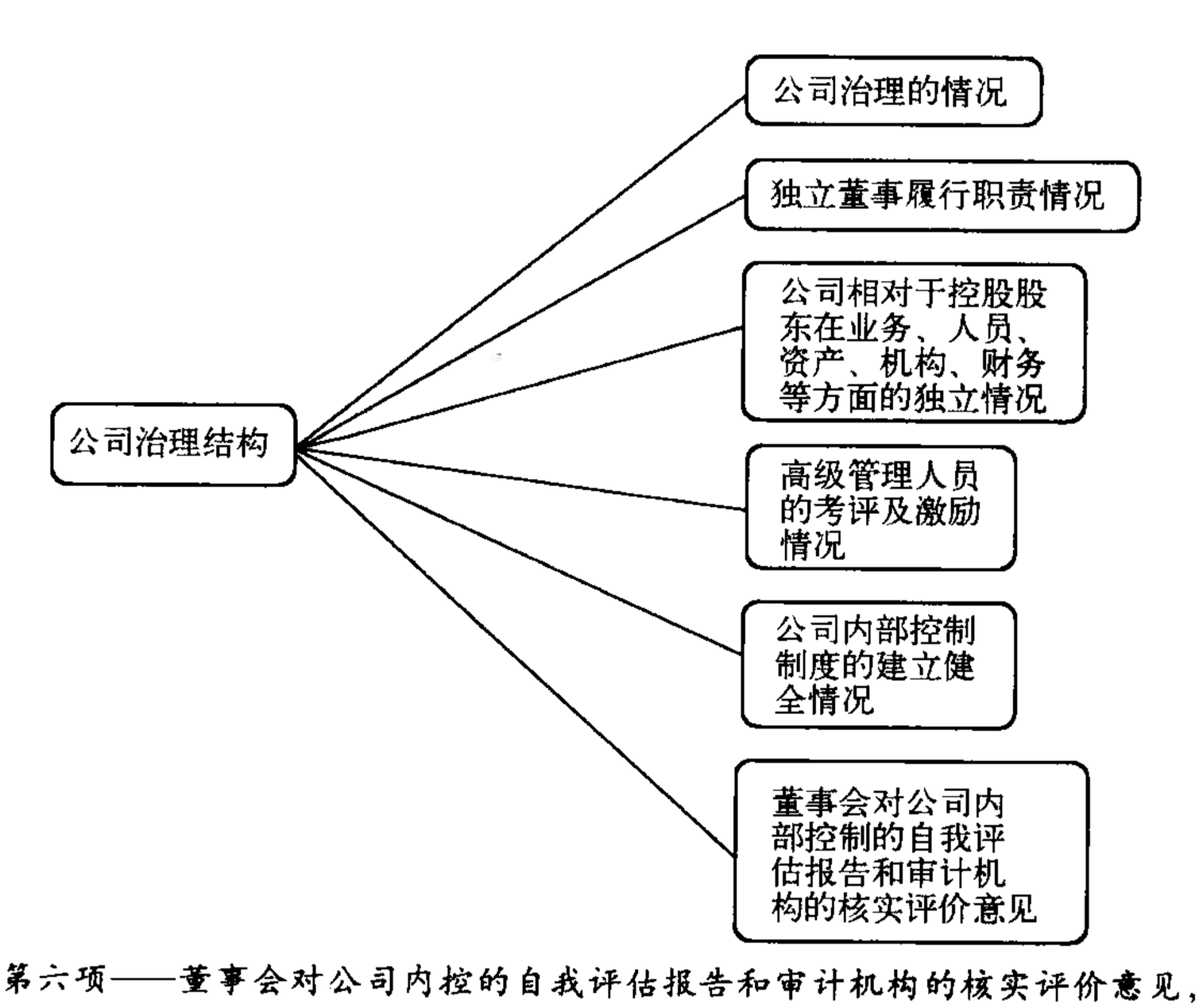
上述内容对投资者一般没有参考价值。

董事会报告

“董事会报告”部分在整个年报中，其重要性仅次于“财务报告”部分，其内容很多，涉及面也相当广泛，主要包括六个方面的内容，见图2-5。

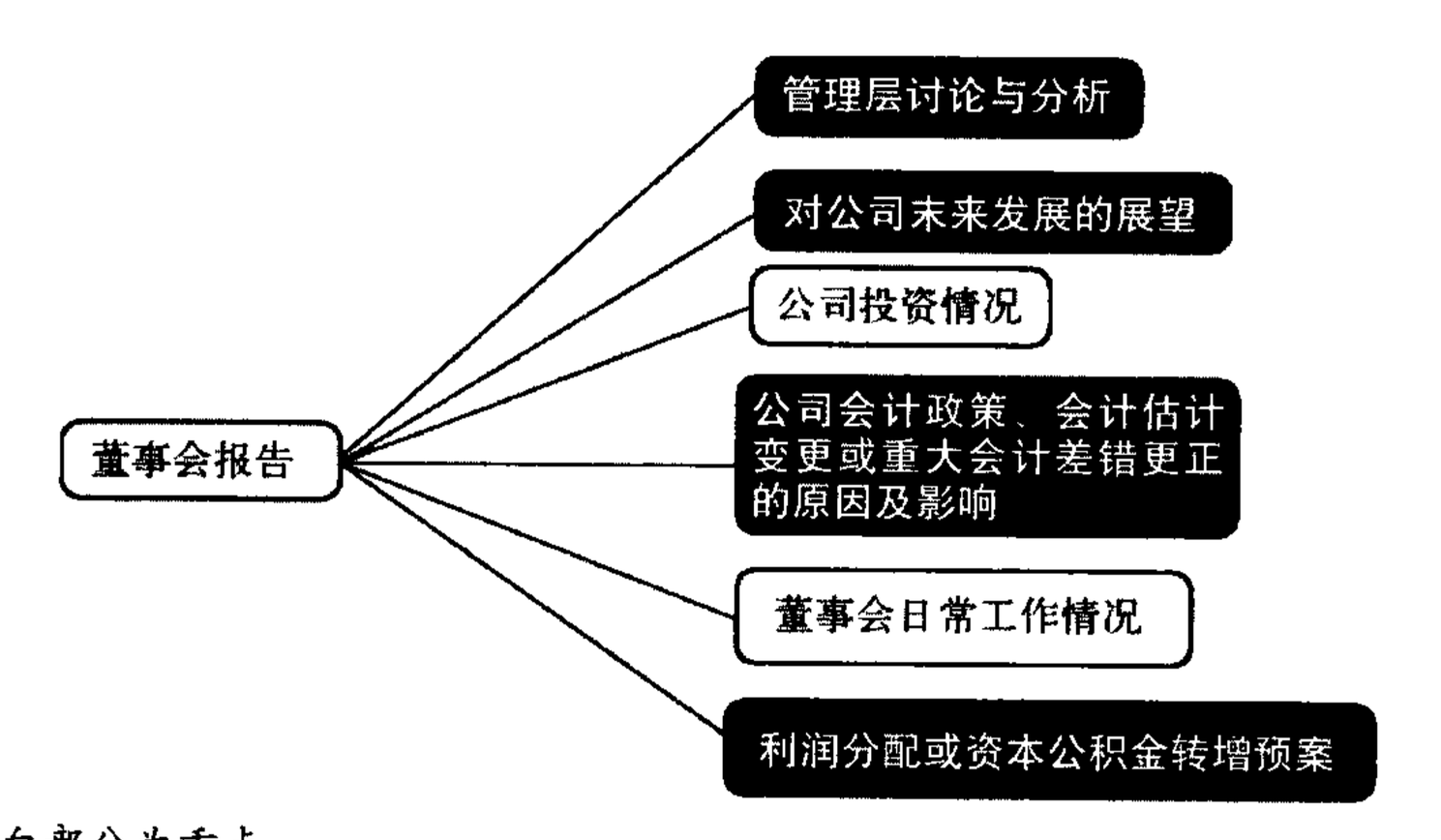
其中“管理层讨论与分析”主要包括八大项，每一项都值得投资者认真阅读，见图2-6。其中“报告期内主营业务及其经营情况”中所披露的表格——主营业务分行业和分产品构成情况，尤其重要，本书将在第20章详细

讲解。



注：图中第六项——董事会对公司内控的自我评估报告和审计机构的核实评价意见，属于非强制性披露项目，因此，有些上市公司并没有披露该项目。

图2-4 公司治理结构示意图



注：翻白部分为重点。

图2-5 董事会报告示意图

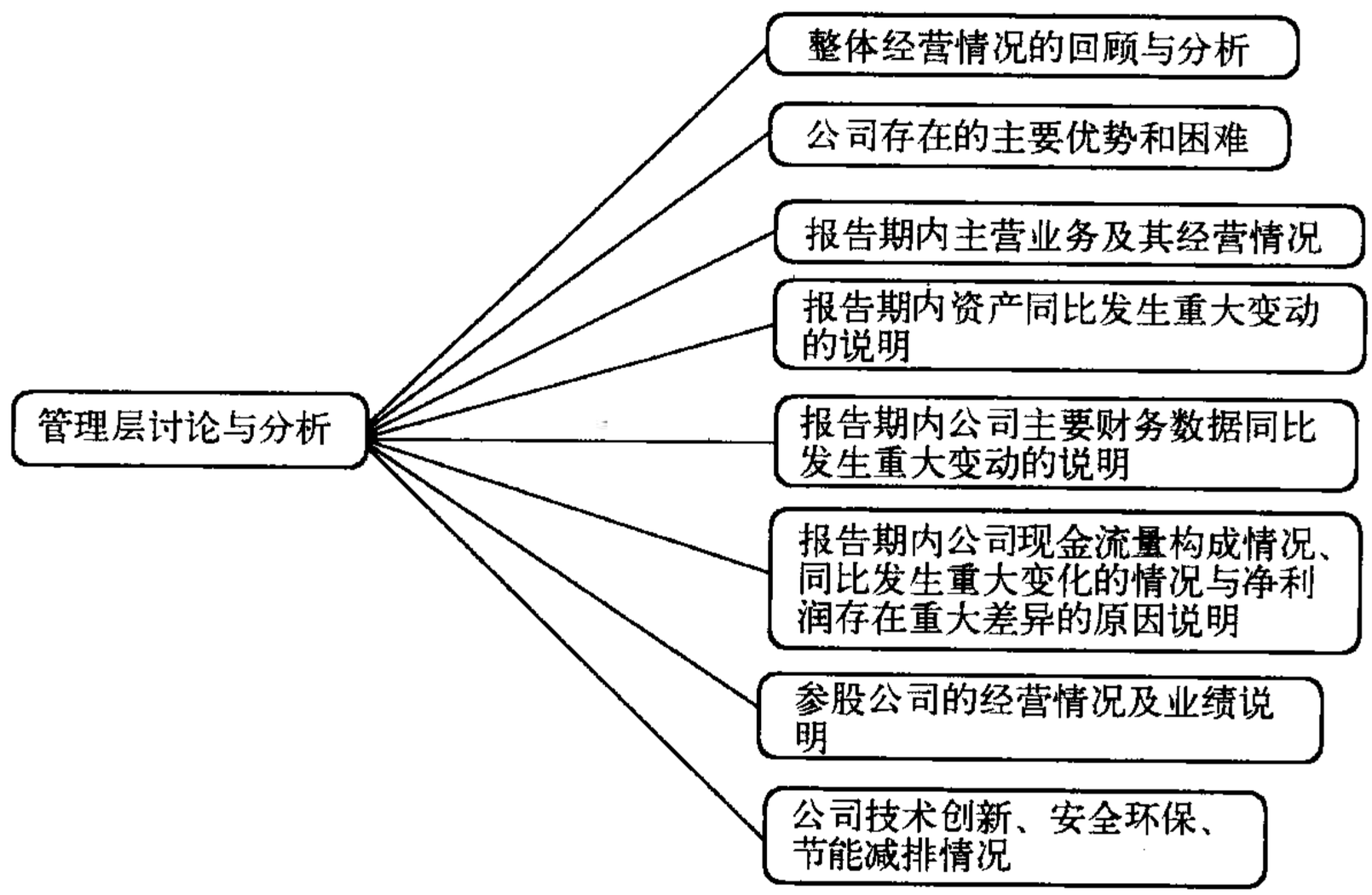


图2-6 “管理层讨论与分析”示意图

“对公司未来发展的展望”主要包括以下四个方面：

- 公司所处行业的发展趋势及市场竞争格局；
- 公司发展战略和业务规划；
- 资金需求及使用计划；
- 公司面临的风险因素分析。

上述内容是预测公司未来发展的重要参考依据，投资者最好认真阅读。

“公司投资情况”包括两类：募集资金使用情况与非募集资金使用情况。

“公司会计政策、会计估计变更或重大会计差错更正的原因及影响”与会计有关。如果会计师事务所对上市公司财务报表出具了非标准审计报告，公司董事会就会在该部分对所涉及事项做出说明；公司做出会计政策、会计估计变更或重要前期差错更正的，董事会在该部分会讨论变更、更正的原因及影响。

对会计政策、会计估计做出变更的上市公司，投资者要特别留意，其中往往蕴涵着对股价有重大影响的信息。

“董事会日常工作情况”主要包括：

- 报告期内董事会的会议情况及决议内容；
- 董事会对股东大会决议的执行情况；
- 董事会下设的审计委员会的履职情况汇总报告；
- 董事会下设的薪酬委员会的履职情况汇总报告。

上述内容投资者一般可不予关注。

“利润分配或资本公积金转增预案”，其内容包括利润分配预案或资本公积金转增股本预案。报告期内盈利但未提出现金利润分配预案的公司，会详细说明原因，同时说明公司未分配利润的用途和使用计划。

对这方面的内容，投资者要特别留意。详细阐述见本书第10章。

监事会报告

对该部分内容，投资者不必关注。

重要事项

“重要事项”部分主要包括15项内容：

- 重大诉讼仲裁；
- 收购及出售资产、吸收合并事项；
- 重大关联交易事项；
- 托管情况；
- 承包情况；
- 租赁情况；
- 担保情况；
- 委托理财情况；
- 其他重大合同；
- 承诺事项履行情况；
- 聘任、解聘会计师事务所情况；
- 上市公司及其董事、监事、高管、公司股东、实际控制人受处罚及整改情况；
- 董事、监事、高管、持股5%以上的股东涉嫌违规买卖公司股票的情况；

• 其他重大事项及其影响和解决方案的分析说明；

• 信息披露索引。

这15项内容中，除最后一项属于资料性质不必阅读外，其余14项都有关注的必要，其中关联交易、担保内容本书将在第12章和第13章详细解读。第14项“其他重大事项及其影响和解决方案的分析说明”主要包括两张表：持有其他上市公司股权情况表与持有非上市金融企业股权情况表。这两张表非常重要，本书第11章有详细解读。

财务会计报告

该部分包括三方面内容：审计报告、会计报表和会计报表附注。见图2-7。财务会计报告是年报核心，本书在“财务指标篇”有专门解读。

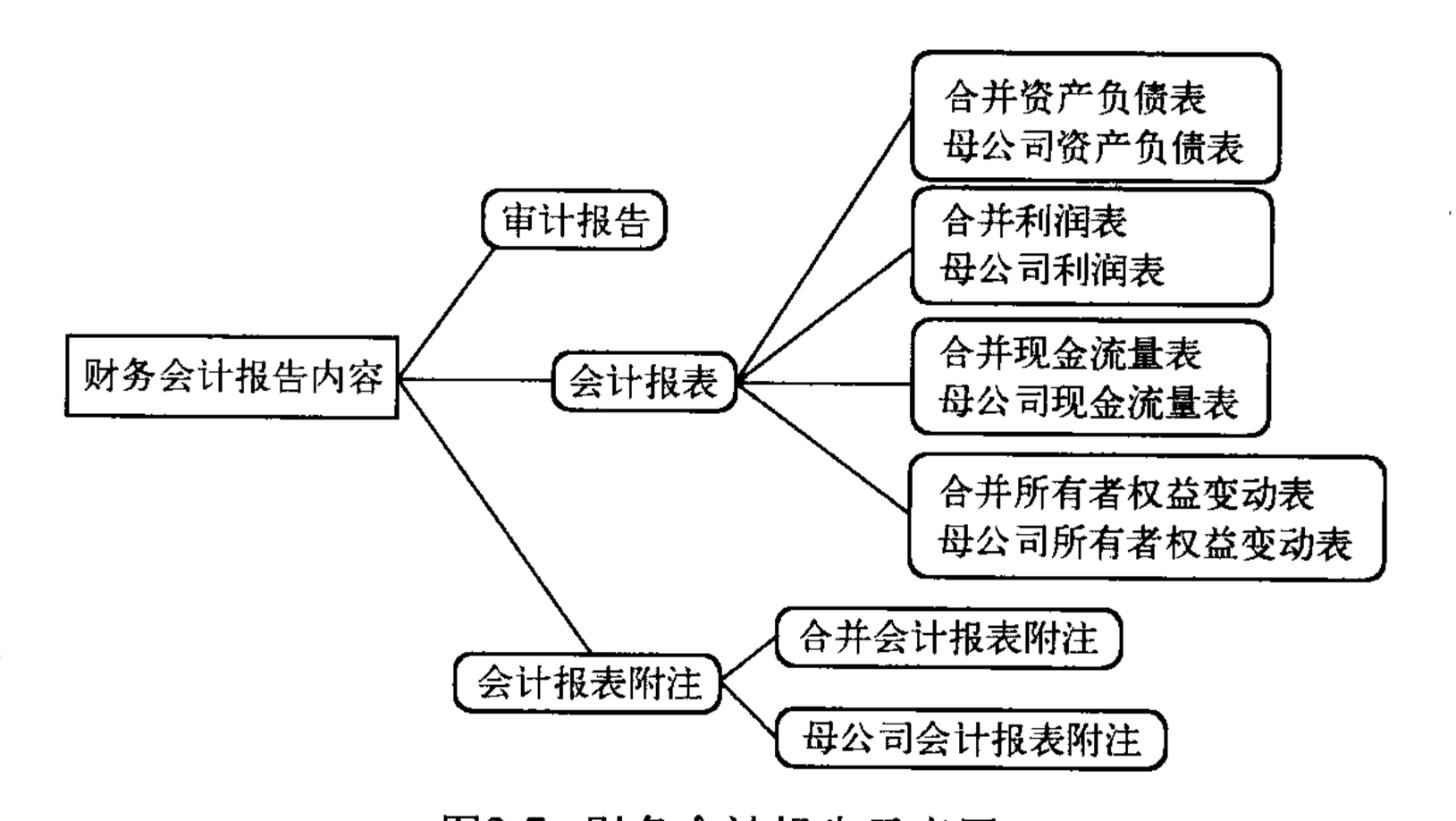


图2-7 财务会计报告示意图

备查文件目录

这部分内容，投资者不必关注。

第3章　遗珠之憾
年报摘要概述

由于年报正文篇幅较长，其中一些资料性的汇总以及在不同部分的重复内容，给投资者阅读、使用带来不便。因此上市公司在公布年报正文的同时，还公布一个年报简化版——年报摘要。

年报摘要虽然内容精简，但也将一些有价值的信息删除了——特别是财务报告中的会计附注部分。因此，投资者最好养成阅读年报正文的习惯。

年报摘要主要包括以下9个方面的内容：

- 重要提示；
- 公司基本情况简介；
- 主要财务数据和指标；
- 股本变动及股东情况；
- 董事、监事和高级管理人员；
- 董事会报告；
- 监事会报告；
- 重要事项；
- 财务会计报告。

与年报正文相比，年报摘要将“公司治理结构”、“股东大会情况简介”、“备查文件目录”三部分全删除了。所剩余的9个部分，与正文相比，也都有不同程度的精简。

“重要提示”部分，与年报正文没有差别。

“公司基本情况简介”部分删除了一些无用信息，大大简化了表格，颇具实用性，见表3-1。

表3-1 营口港“公司基本情况简介”

2. 公司基本情况简介

2.1 基本情况简介

股票简称	营口港
股票代码	600317
上市交易所	上海证券交易所
注册地址和办公地址	辽宁省营口市鲅鱼圈区新港大路1号
邮政编码	115007
公司国际互联网网址	http：//www．ykplc．com
电子信箱	ykplc@ykport．com．cn

2.2 联系人和联系方式

	董事会秘书	证券事务代表
姓名	杨会君	李丽
联系地址	辽宁省营口市鲅鱼圈区新港大路1号	辽宁省营口市鲅鱼圈区新港大路1号
电话	0417－6268506	0417－6268506
传真	0417－6268506	0417－6268506
电子信箱	yhj-ykplc@ykport．com．cn	lili_ykp@ykplc．com．cn

资料来源：营口港2007年度报告摘要。

“主要财务数据和指标”部分与年报正文相比，减少了一些数据，同时在使用2005年和2006年的财务数据时，统一采用了调整后的数据。

“股本变动和股东情况”部分，与年报正文相比少了两项较为重要的内容。一是在“股东情况”部分，少了“前十名有限售条件股东持股数量及限售条件

表”，见表3-2；二是公司发行可转换债券部分没有了。

表3-2 营口港“前十名有限售条件股东持股数量及限售条件”

前十名有限售条件股东持股数量及限售条件

单位：股

序号	有限售条件股东名称	持有的有限售条件股份数量	有限售条件股份可上市交易情况		限售条件
			可上市交易时间	新增可上市交易股份数量	
1	营口港务集团有限公司	120 983 832	2008年1月17日 2009年1月17日	6 367 570 114 616 262	2009年1月17日前减持价格不低于13.48元
2	上海轩卓物资有限公司	1 482 000	2008年1月17日 2009年1月17日	78 000 1 404 000	2009年1月17日前减持价格不低于13.48元

资料来源：营口港2007年年报。

“董事、监事和高级管理人员”部分，虽然只保留了年报正文中的一张“董事、监事和高管情况表”，但对投资者使用却没有大的妨碍。

“董事会报告”部分，除删掉“董事会日常工作情况”外，与年报正文几乎无异。

“监事会报告”投资者无需关注；“重要事项”部分与年报正文无异；“财务会计报告”部分去掉了相当重要的会计附注内容。这也是年报摘要最可惜的地方。

第4章　质量鉴定书

解读审计报告

年报正文开始是“重要提示”部分，篇幅很短，只有二三百字，主要内容是上市公司董事、监事、高管以及会计师事务所对年报真实性所做的判断。其中，会计师事务所对年报中财务报表做出的审计报告类型，值得重视，它相当于会计师事务所对财务报表出具的一份质量鉴定书，见表4-1。

表4-1　营口港2007年年度报告“重要提示”部分

营口港务股份有限公司2007年年度报告

一、重要提示

1. 本公司董事会、监事会及董事、监事、高级管理人员保证本报告所载资料不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，并对其内容的真实性、准确性和完整性承担个别及连带责任。

审计报告类型

2. 公司全体董事出席董事会会议。

3. 辽宁天健会计师事务所有限公司为本公司出具了标准无保留意见的审计报告。

4. 公司负责人高宝玉，主管会计工作负责人潘维胜及会计机构负责人蒋辉声明：保证年度报告中财务报告的真实、完整。

四种不合格产品

上市公司在年报中披露的财务报表，由上市公司自己编制，其真实性、准确性与完整性，除了需要上市公司董事、监事、高管担保外，还需要会计师事

务所作为独立方进行审计。审计后，事务所要出具审计报告。审计报告分为两种：一种是标准无保留意见审计报告；另一种是非标准意见审计报告（以下简称非标意见）。前者表明，会计师认为财务报表质量合格。在“重要提示”中，通常被这样表述：×××会计师事务所为本公司出具了标准无保留意见的审计报告。见表4-1。非标准意见审计报告，是会计师认为财务报表质量不合格。当然，不合格的程度也有所区分，按照程度不同，非标意见被分为四种：

- 带强调事项段的无保留意见审计报告；
- 保留意见的审计报告；
- 否定意见的审计报告；
- 无法表示意见的审计报告。

通俗地讲，第一种报告意味着会计师认为报表存在瑕疵；第二种是认为报表存在错误；第三种说明会计师认为报表存在相当严重的问题；而第四种无法表示意见，则说明会计师认为报表满纸荒唐言，已无话可说了。

在“重要提示”中，对四种非标意见，会有这样的表述：×××会计师事务所为本公司出具了带强调事项段的无保留意见（或保留意见、无法表示意见、否定意见）的审计报告，本公司董事会、监事会对相关事项亦有详细说明，请投资者注意阅读。

有一点需提醒投资者注意，“重要提示”中只会列示审计报告的类型，而审计报告的具体内容则出现在年报财务会计报告的开始部分。标准意见审计报告的内容几乎完全一致，投资者不必看了；而非标意见则会因为各公司不同的情况，有很大区别，注册会计师会在其中明确阐述出具非标意见的原因。对这个审计报告，投资者要认真阅读。

君子不立桅樯之下

一般而言，如果会计师事务所出具的是标准意见审计报告，则说明上市公司财务报表的可信度有了比较大的保证，投资者根据报表内容对上市公司的业绩表现做出判断、分析，对其未来发展进行预测，也就有了可靠的基础。当然，

这种保证也不是百分之百的。在现实中，也会出现被会计师事务所认为合格的财务报表，最终却被证实是“伪劣产品”的事例。在国内证券市场中，有名的“银广夏案”、“蓝田案”，就是如此。当然，这是小概率事件，投资者恰巧遇到这样的事，并因此蒙受重大损失的可能性并不大。

如果会计师出具了非标意见，对这样的公司，投资者在投资时则要慎之又慎，特别是上述四种非标意见中的后三种，普通投资者对这样的上市公司，最好是避之唯恐不及。因为不合格的报表往往意味着上市公司隐含着巨大风险，对普通投资者来说，放着那么多低风险的上市公司不关注，非要刀口上舔血，是没有必要的。古语所谓君子不立桅樯之下，就是这个道理。

事故多发地带

从过去几年的情况看，非标意见在全部审计报告中的比例，每年都维持在11%的水平，其中带强调事项段的无保留意见审计报告，在非标意见中所占的比例大概是60%。也就是说，在四种非标意见中，比较严重的后三种，在全部审计报告中所占比例一般保持在5%左右。

以往的事实表明，非标意见一般集中于资产质量差的公司、微利公司、亏损公司。对这些公司来说，它们面对业绩评价的巨大压力，较其他公司而言，更有粉饰报表进行财务造假的动机。比如，按照规定，连续三年亏损的上市公司会被暂停上市，有些公司为避免暂停上市，就铤而走险，在财务报表上做手脚。这样的公司被出具非标意见的概率就很大。

非标意见的多发地带，从一个侧面也说明了业绩差的公司财务报表造假的可能性较之其他公司要大。对此，投资者务必须心中有数。对于普通投资者来说，在购买股票时，将业绩差的公司的股票排除在选择范围之外，不失为一种比较稳妥的办法。

监管层高度关注

非标意见中隐含着巨大风险的说法并非危言耸听，事实上，证券市场监管

层对此也一直保持着高度关注。

按照规定：如果财务报表被出具了非标意见，上市公司董事会、监事会对非标意见所涉及的事项要在年报中进行详细说明。这个详细说明分别见于年报的“董事会报告”部分与“监事会报告”部分。

此外，对于2007年年报，沪深证券交易所还做出特别规定：若公司2007年度财务报表被会计师事务所出具了无法表示意见或否定意见的审计报告，上市公司应当自披露2007年年度报告之日起，至所涉及事项解决或2008半年度报告披露之日止，每半个月披露一次风险提示公告，公告中应明确说明公司近期经营状况及所涉及事项的解决情况。

交易所出台这样的措施，当然不是无的放矢，其初衷是提醒投资者，对上市公司可能存在的风险保持高度警惕。

连锁后果不可小觑

上市公司的年报被出具非标意见，还会出现一系列连锁后果。

第一，上市公司再融资可能受阻。按照《上市公司证券发行管理办法》的规定，如果上市公司最近三年及最近一期的财务报表，被注册会计师出具保留意见、否定意见或无法表示意见的审计报告，则上市公司就失去了公开增发、配股、发行可转换债券的资格。如果上市公司最近三年及最近一期的财务报表，被出具带强调事项段的无保留意见审计报告，且所涉及的事项对上市公司有重大不利影响，同时在再融资前重大不利影响未消除的，也将丧失公开增发、配股、发行可转换债券的资格。

由此可见，一旦上市公司财务报表被出具非标意见，其再融资（定向增发除外）的能力至少在三年之内将不复存在。这对上市公司健康、快速发展肯定要造成较大的影响，对此，投资者要有充分的估计。

第二，上市公司股权激励可能无法实施。大多数上市公司实施股权激励时，都将会计师事务所对财务报表出具标准意见的审计报告作为前提条件。也就是说，一旦上市公司财务报表被出具了非标意见，其实施的股权激励也

就随之失效。

第三，成分股剔除。在沪深交易所推出的一系列指数里，其指数成分股的选择标准中，不少就将上市公司财务报表未被出具非标意见审计报告作为前提条件，比较典型的如上证治理指数即是如此。由于一些投资基金将选股范围与指数成份股挂钩，因此，一旦上市公司被从成分股中剔除，必将导致机构投资者大规模抛售股票，从而造成股价大跌。对此，投资者也要保持清醒认识。

第四，股改追加对价。在上市公司股改时，一些公司的股改方案曾提出如果上市公司财务报表被出具非标意见的审计报告，原有的非流通股股东将向流通股股东送股票。相对前三种连带后果，这一后果对投资者可能较为有利。至于是否送股以及送多少股票，投资者可以查询上市公司当初的股改方案。

会计师事务所信誉

上面提到，即使财务报表被会计师事务所出具了标准意见审计报告，也不能百分之百保证财务报表的真实性。那么投资者如何避免“踩雷”呢？办法有很多，在此，结合审计报告，先讲其中一点，也就是关注出具审计报告的会计师事务所。

会计师事务所的生存发展，主要靠的是信誉，也就是说，只有其出具的审计报告没有问题或者出问题的概率很低，其审计的财务报表经得起考验，事务所才可能揽到更多的业务，才可能发展壮大。从这个意义上讲，那些知名的规模大的会计师事务所，较之不知名的规模小的事务所，其审计的财务报表出问题的概率要小。

至于哪些事务所规模大、能力强，投资者不妨参考一下中国注册会计师协会每年发布的“会计师事务所综合评价前百家信息”。这里暂列出2007年前10家的名单，投资者如果感兴趣可以登录中注协网站查询（www.cicpa.org.cn）。

• 普华永道中天会计师事务所；

- 安永华明会计师事务所；
- 德勤华永会计师事务所；
- 毕马威华振会计师事务所；
- 立信会计师事务所；
- 岳华会计师事务所；
- 信永中和会计师事务所；
- 中审会计师事务所；
- 中瑞华恒会计师事务所；
- 万隆会计师事务所。

更换会计师事务所

投资者在阅读年报时，要注意上市公司是否更换了出具审计报告的会计师事务所，见表4-2。在年报“重大事项”部分，对此有详细说明。

表4-2 更换会计师事务所实例

（十一）聘任、解聘会计师事务所情况 报告期内，公司改聘年度报告审计机构。公司原聘任北京永拓会计师事务所为公司的境内审计机构，公司现聘任深圳大华天诚会计师事务所为公司的境内审计机构。 报告期内，公司2007年第二次临时股东大会审议通过改聘深圳大华天诚会计师事务所为公司审计机构。2007年度财务报告审计费用为40万元(不包括差旅费)。
资料来源：某公司2007年年报。

其原因在于，如果会计师事务所要出具非标意见的审计报告，而上市公司对此无法接受，当这种矛盾极端激化时，上市公司就有可能采取更换会计师事务所的方式，以得到其希望得到的审计报告。因此，上市公司更换会计师事务所，特别是更换理由不充分时，投资者就要保持高度警惕。现实中的案例说明，在进行财务造假的上市公司中，很多公司就出现过更换会计师事

务所的行为。

按照规定，上市公司解聘会计师事务所或者会计师事务所辞聘，上市公司与会计师事务所均应报告中国证监会和交易所并披露其原因，并对所披露信息的真实性负责。被解聘的会计师事务所对被解聘的理由如有异议，有权向上市公司股东大会申诉，同时可以要求公司披露，公司也有义务对此披露。

投资者对更换会计师事务所的情况务必保持高度关注。

股东篇

■限售时间表

■机构投资者持股变动

■实际控制人

第5章　闸门开启之后

限售时间表

股改后，上市公司原有的非流通股股东所持股票虽然获得了流通权，但并非马上就可以在市场上抛售，其流通时间，有一个明确的时间表。由于这部分股票数量庞大，一旦流通后，很可能使抛盘突然加大，从而造成股价下跌，见图5-1。因此，投资者对于这些股票的流通时间安排要给予高度关注。

2007年年报中，在“股本变动及股东情况”部分，以表格的形式，详细披露了这些限售股票（原有的非流通股）的流通时间安排，投资者可以清晰地了解这些限售股票已经流通以及将要流通的情况。

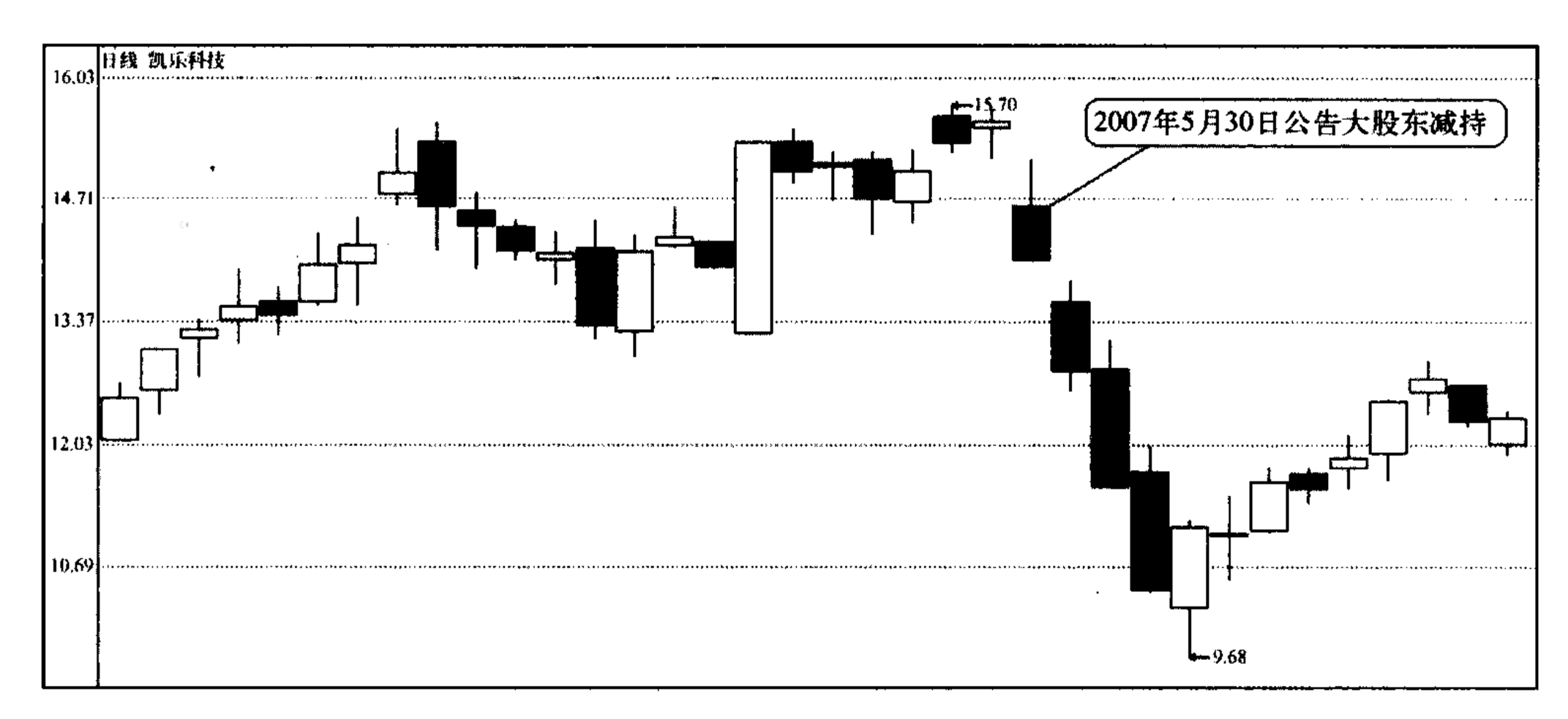


图5-1　凯乐科技日K线图

未来安排

首先要关注的，是上市公司目前的限售股票还有多少以及其流通时间安排。为此投资者可以参阅“前十名有限售条件股东持股数量及限售条件表”，见表5-1。该表不仅明细了各个股东所持限售股的数量，同时还明细了各股东所持限售股的流通时间安排。

表5-1 亚宝药业前十名有限售条件股东持股数量及限售条件

单位：股

序号	有限售条件股东名称	持有的有限售条件股份数量	有限售条件股份可上市交易情况		限售条件
			可上市交易时间	新增可上市交易股份数量	
1	芮城欣钰盛科技有限公司	20 068 500	2008年2月16日	6 656 250	(1) 持有亚宝药业的原非流通股股份自获得上市流通权之日起，在12个月内不上市交易或转让； (2) 在前项承诺期满后，通过上海证券交易所挂牌交易出售原非流通股股份，在12个月内不超过亚宝药业股份总数的5%,在24个月内不超过亚宝药业股份总数的10%。
			2009年2月16日	13 412 250	
2	山西省风陵渡开发区众力投资发展有限公司	17 718 750	2008年2月16日	6 656 250	(1) 持有亚宝药业的原非流通股股份自获得上市流通权之日起，在12个月内不上市交易或转让； (2) 在前项承诺期满后，通过上海证券交易所挂牌交易出售原非流通股股份，在12个月内不超过亚宝药业股份总数的5%,在24个月内不超过亚宝药业股份总数的10%。
			2009年2月16日	11 062 500	

（续）

序号	有限售条件股东名称	持有的有限售条件股份数量	有限售条件股份可上市交易情况		限售条件
			可上市交易时间	新增可上市交易股份数量	
3	山西省经济建设投资公司	558 750	2008年2月16日	558 750	(1) 持有亚宝药业的原非流通股股份自获得上市流通权之日起，在12个月内不上市交易或转让； (2) 在前项承诺期满后，通过上海证券交易所挂牌交易出售原非流通股股份，在12个月内不超过亚宝药业股份总数的5%。

资料来源：亚宝药业2007年年报。

投资者可以将每一个“可上市交易时间”中所包括的股票数量进行加总，然后再与该公司目前的流通股总量进行对比，从中就可以预估出这些股票流通后可能带来的抛盘压力。

以亚宝药业为例，该公司2008年2月16日，新增可上市交易股票数量加总后为1 386万股，公司目前的流通股总量为9 478万股，这意味着2008年2月16日当日，亚宝药业的流通盘将扩大14.6%。

一般而言，在交投比较活跃的大势中，如果个股流通盘扩容规模低于15%，对股价的冲击力不会太大，但在大盘走熊，成交量比较冷清的情况下，流通盘扩容超过5%，就可能使股价明显下跌。据此，投资者对亚宝药业2月16日前后的股票走势还须小心。

谁在急于抛售

年报中还披露了过去一年中，上市公司解除限售的股票明细，再结合前十

大股东年末的持股数量，投资者就可以清晰地判断出，这些原有的非流通股股东是否在急于抛售股票。

以亚宝药业为例，在其年报的“限售股份变动情况表”中，投资者可以看到，2007年有6家股东的限售股被部分解除了限售，见表5-2。我们用该表与“前十名股东持股情况表”进行比对，见表5-3。从中可以看出，亚宝药业的第一大股东——芮城欣钰盛科技有限公司，以及第二、第三大股东，虽然都分别有665万股股票在2007年2月16日被解除限售，但至2007年年底，这些股票均未被抛售。解除限售后抛售股票的，只有山西省科技基金发展总公司以及大同中药厂，两家股东分别抛售了121万股和334万股。

表5-2 亚宝药业限售股份变动情况

单位：股

股东名称	年初限售股数	本年解除限售股数	本年增加限售股数	年末限售股数	限售原因	解除限售日期
芮城欣钰盛科技有限公司	26 724 750	6 656 250		20 068 500	股权分置改革	2007年2月16日
山西省风陵渡开发区众力投资发展有限公司	24 375 000	6 656 250		17 718 750	股权分置改革	2007年2月16日
山西省经济建设投资公司	7 215 000	6 656 250		558 750	股权分置改革	2007年2月16日
山西省科技基金发展总公司	5 411 250	5 411 250		0	股权分置改革	2007年2月16日
大同中药厂	5 343 000	5 343 000		0	股权分置改革	2007年2月16日
山西省经贸资产经营有限责任公司	4 056 000	4 056 000		0	股权分置改革	2007年2月16日
合 计	73 125 000	34 779 000		38 346 000	—	—

资料来源：亚宝药业2007年年报。

表5-3 亚宝药业前十名股东持股情况

股东名称	股东性质	持股比例(%)	持股总数	报告期内增减	持有有限售条件股份数量	质押或冻结的股份数量
芮城欣钰盛科技有限公司	境内非国有法人	20.07	26 724 750	0	20 068 500	0
山西省风陵渡开发区众力投资发展有限公司	境内非国有法人	18.31	24 375 000	0	17 718 750	0
山西省经济建设投资公司	国家	5.42	7 215 000	0	558 750	0
山西省科技基金发展总公司	国家	3.15	4 200 000	−1 211 250		未知
山西省经贸资产经营有限责任公司	国家	3.05	4 056 000	0		未知
林纳新		2.53	3 370 000	3 370 000		未知
中国工商银行—博时精选股票证券投资基金		2.25	2 999 902	2 999 902		未知
中国工商银行—博时新兴成长股票型证券投资基金		1.89	2 515 207	2 515 207		未知
大同中药厂	境内非国有法人	1.50	2 000 000	−3 343 000		未知
交通银行—长城久富核心成长股票型证券投资基金（LOF）		0.60	800 000	800 000		未知

资料来源：亚宝药业2007年年报。

从上述数据可以看出，亚宝药业的主要股东并未在限售解除后急于抛售股票，这在一定程度上说明，这些股东看好公司未来发展。

大股东动向

由于上市公司控股股东持股量最大，一旦限售完全解除后，控股股东是否会大量抛售股票，将成为左右上市公司股价的重要力量。预测控股股东的持股稳定性，可以从控股股东的持股比例（持股量占总股本比例）进行分析。

一般来说，如果控股股东持股比例很高，且明显超过第二大股东，那么控股股东抛售股票的可能性就大一些；反之，则抛售可能性较小。

从亚宝药业的情况看，第一大股东持股比例只有20.07%，较第二大股东的18.31%，拉开的差距很小。由此，我们可以初步判断，该公司第一大股东大量抛售股票的可能性并不大。

与亚宝药业相反，三一重工的控股股东——三一集团有限公司，持股比例达到了64.13%，再加上关联公司三一汽车制造有限公司的持股，实际持股比例达到了65.2%，而第二大股东上投摩根中国优势证券投资基金持股比例只有1.48%，见表5-4。两者相距甚远，因此控股股东在部分股票解除限售后，开始抛售股票套现，见表5-5。

表5-4 三一重工持股比例

报告期末股东总数	78 679					
前十名股东持股情况						
股东名称	股东性质	持股比例（%）	持股总数	报告期内增减	持有有限售条件股份数量	质押或冻结的股份数量
三一集团有限公司	其他	64.13	615 689 512	297 248 869	518 126 188	无
上投摩根中国优势证券投资基金	其他	1.48	14 246 494	5 601 348		未知
三一汽车制造有限公司	其他	1.07	10 315 104	5 130 616		无
同盛证券投资基金	其他	1.02	9 780 203	764 347		未知

（续）

股东名称	股东性质	持股比例（%）	持股总数	报告期内增减	持有有限售条件股份数量	质押或冻结的股份数量
上投摩根成长先锋股票型证券投资基金	其他	1.01	9 738 088	4 469 044		未知
同智证券投资基金	其他	0.89	8 503 589	624 720		未知
上投摩根双息平衡混合型证券投资基金	其他	0.86	8 231 722	445 261		未知
JF中国先驱A股基金	其他	0.83	7 970 000	1 340 000		未知
花旗–DEUTSCHE BANK AKTIENGESELLSCHAFT	其他	0.61	5 897 220	5 897 220		未知
日兴AM中国人民币A股母基金	其他	0.59	5 616 884	607 220		未知

表5-5 三一重工控股股东减持公告实例

三一重工股份有限公司
关于控股股东及关联公司减持公告

近日，本公司从控股股东三一集团有限公司获悉，2007年8月21日至2007年10月31日期间，三一集团有限公司（以下简称“三一集团”）、三一汽车制造有限公司（以下简称“三一汽车”）共从二级市场减持三一重工股份有限公司（以下简称“三一重工”或“公司”）股份12 179 621股，占公司总股本的1.23%。其中：三一集团减持三一重工股份4 933 938股，三一汽车减持三一重工股份7 245 683股。本次减持股份所获的资金，三一集团将用于装备制造类企业并购项目。

资料来源：2007年11月1日三一重工公告。

预披露制度

投资者须注意的是，在深圳证券交易所上市的公司，其控股股东大量抛售股票前，会有预先的披露。

根据深交所的规定：上市公司控股股东、实际控制人如果计划在解除限售后6个月以内通过证券交易系统出售股份达到5%以上的，应在解除限售公告中披露拟出售的数量、时间、价格区间等；如果在限售股份解除限售后6个月以内暂无通过证券交易系统出售5%以上解除限售流通股计划的，则应承诺若计划未来出售解除限售流通股，并于第一笔减持起6个月内减持数量达到5%以上的，控股股东（或实际控制人）将于第一次减持前两个交易日内通过上市公司对外披露出售提示性公告，见表5-6。

表5-6 解除限售股份的提示性公告实例

青岛双星股份有限公司
关于解除限售股份的提示性公告

四、公司控股股东（实际控制人）所持解除限售股份的持有意图公司控股股东(双星集团有限责任公司)在限售股份解除限售后6个月以内暂无通过证券交易系统出售5%以上解除限售流通股计划。双星集团有限责任公司承诺：如果双星集团有限责任公司计划未来通过证券交易系统出售所持本公司解除限售流通股，并于第一笔减持起六个月内减持数量达到5%以上的，该公司将于第一次减持前两个交易日内按照深圳证券交易所相关规定要求，通过本公司对外披露出售提示性公告。

资料来源：青岛双星2007年12月1日公告。

此外，为了防止上市公司大股东利用内幕信息抛售股票，深交所还规定：当上市公司控股股东或实际控制人最近一年被交易所公开谴责或两次以上通报批评处分或上市公司被实施退市风险警示等情形，控股股东、实际控制人拟通过证券交易系统出售股份的应在出售前两个交易日刊登提示性公告，就拟出售的数量、时间、原因等事项进行说明。

看股东性质

至于除控股股东之外的持有限售股的股东，判断其会不会大量抛售股票，则可以从这些股东与上市公司的关系进行分析。一般来说，如果这些股东在上市公司董事会占有一席之地，则说明它们与上市公司之间不仅仅是简单的投资与被投资的关系。在某种程度上，这些股东可以被视为长期战略投资者，它们大量抛售股票的可能性也不会很大。

查阅亚宝药业年报中的董事会成员名单及其简历可以看出，公司第二、第三大股东均在上市公司董事会派驻了自己的人员，见表5-7。由此，我们可以推测，未来第二、第三大股东大量抛售股票的可能性并不大。

表5-7 亚宝药业董事会部分成员

(5) 薄少伟，曾任山西省经济建设投资公司副总会计师，现任山西省经济建设投资公司副总经理、本公司董事。
(7) 刘智强，2003年1月起至今担任山西省风陵渡开发区众力投资发展有限公司董事长，2005年4月起兼任本公司董事。

资料来源：亚宝药业2007年年报。

当然，从2006年至2008年初的这一段时间可以看出，与上市公司控股股东相比较，其他限售股股东解除限售后，抛售股票的动力还是较大的。毕竟，这些股东由于并非控股，因而根本无需考虑对上市公司的控制力问题。因此，投资者对那些限售股股东为数众多，且持股总量庞大的上市公司要多加小心。

股东中有上市公司

若上市公司的股东中还有上市公司，这些上市公司在出售前也可能按照规定刊登相关公告，见表5-8。

表5-8　上市公司出售限售股前公告实例

证券简称：东电B　　证券代码：900949　　编号：临2008—001

浙江东南发电股份有限公司

第四届董事会第十九次会议决议公告

会议审议并通过如下议案：

一、《关于处置金融资产的议案》

决议：鉴于公司持有的兴业银行4 000万股股份、招商银行5 216.442 2万股股份和交通银行1.5亿股股份将分别于2008年2月4日、2月26日、5月14日限售期满（交通银行、招商银行的期满时间乃分别根据其上市公告书、股改方案推算得出，确切时间以上述银行公告为准），公司董事会同意授权经营层在上述股份结束限售期后，根据市场情况和所持股份银行的发展情况，适时地对所持有的金融股权进行减持。董事会同意将本议案提交股东大会进行审议。

按照交易所规定，上市公司拟出售资产所产生的利润达到上一年度净利润的10%以上时，经董事会批准后，公司应在两个工作日内公告。

鉴于大多数上市公司持有其他上市公司股票的成本价都很低（详情请参阅本书第11章），因此这些公司在准备抛售股票前，都会刊登相关公告。

第6章　主力进出

机构投资者持股变动

年报中所公布的“前十名无限售条件股东持股情况表”，是投资者判断“主力”进出的重要窗口，见表6-1。通过这个窗口，可以分析出许多有价值的信息。

表6-1　华发股份前十名无限售条件股东持股情况

股东名称	持有无限售条件股份数量	股份种类
中国建设银行—华夏红利混合型开放式证券投资基金	14 295 426	人民币普通股
中国银行—嘉实稳健开放式证券投资基金	13 661 280	人民币普通股
中国建设银行—华安宏利股票型证券投资基金	7 000 000	人民币普通股
中国工商银行—华安中小盘成长股票型证券投资基金	6 907 514	人民币普通股
中国工商银行—易方达价值精选股票型证券投资基金	6 070 184	人民币普通股
中国工商银行—诺安价值增长股票证券投资基金	5 922 073	人民币普通股
中国银行—景顺长城鼎益股票型开放式证券投资基金	5 550 000	人民币普通股
中国建设银行—华夏优势增长股票型证券投资基金	5 092 558	人民币普通股
中国银行—易方达积极成长证券投资基金	5 000 000	人民币普通股
中国工商银行—广发聚丰股票型证券投资基金	4 751 331	人民币普通股

资料来源：华发股份2007年年报。

机构筹码集中度

机构投资者一向被视为证券市场中的主力，其持股总量在上市公司流通股中所占比例，是判断主力资金是否看好上市公司的重要指标。

以华发股份为例，该公司2007年年报显示，其前十大无限售条件流通股股东全部是机构投资者，其持股总量达到7 423万股，占总股本比例为23.5%，见表6-1。而在2007年三季报中，前十大流通股股东的持股总量为6 578万股，占总股本比例为20.8%，见表6-2。

表6-2　华发股份前十大流通股股东持股情况

中国银行—嘉实稳健开放式证券投资基金	12 444 271	人民币普通股
中国建设银行—华夏红利混合型开放式证券投资基金	9 098 524	人民币普通股
中国建设银行—华安宏利股票型证券投资基金	7 934 097	人民币普通股
中国银行—易方达积极成长证券投资基金	7 400 000	人民币普通股
中国工商银行—诺安价值增长股票证券投资基金	6 032 210	人民币普通股
中国工商银行—易方达价值精选股票型证券投资基金	5 381 669	人民币普通股
全国社保基金—零九组合	4 733 672	人民币普通股
中国工商银行—华安中小盘成长股票型证券投资基金	4 480 826	人民币普通股
中国银行—易方达策略成长二号混合型证券投资基金	4 301 750	人民币普通股
中国银行—南方高增长股票型开放式证券投资基金	4 000 000	人民币普通股

资料来源：华发股份2007年三季报。

由此可以初步判断，机构筹码集中度有所提高。再对比一下“前十大”名单，变化不大，尤其是前几名，还在继续增仓。这预示着机构投资者，对该股后市看好。在对比华发股份与上证指数2007年12月28日之后的走势就可以看出，该公司股价确实相当坚挺，见图6-1和图6-2。

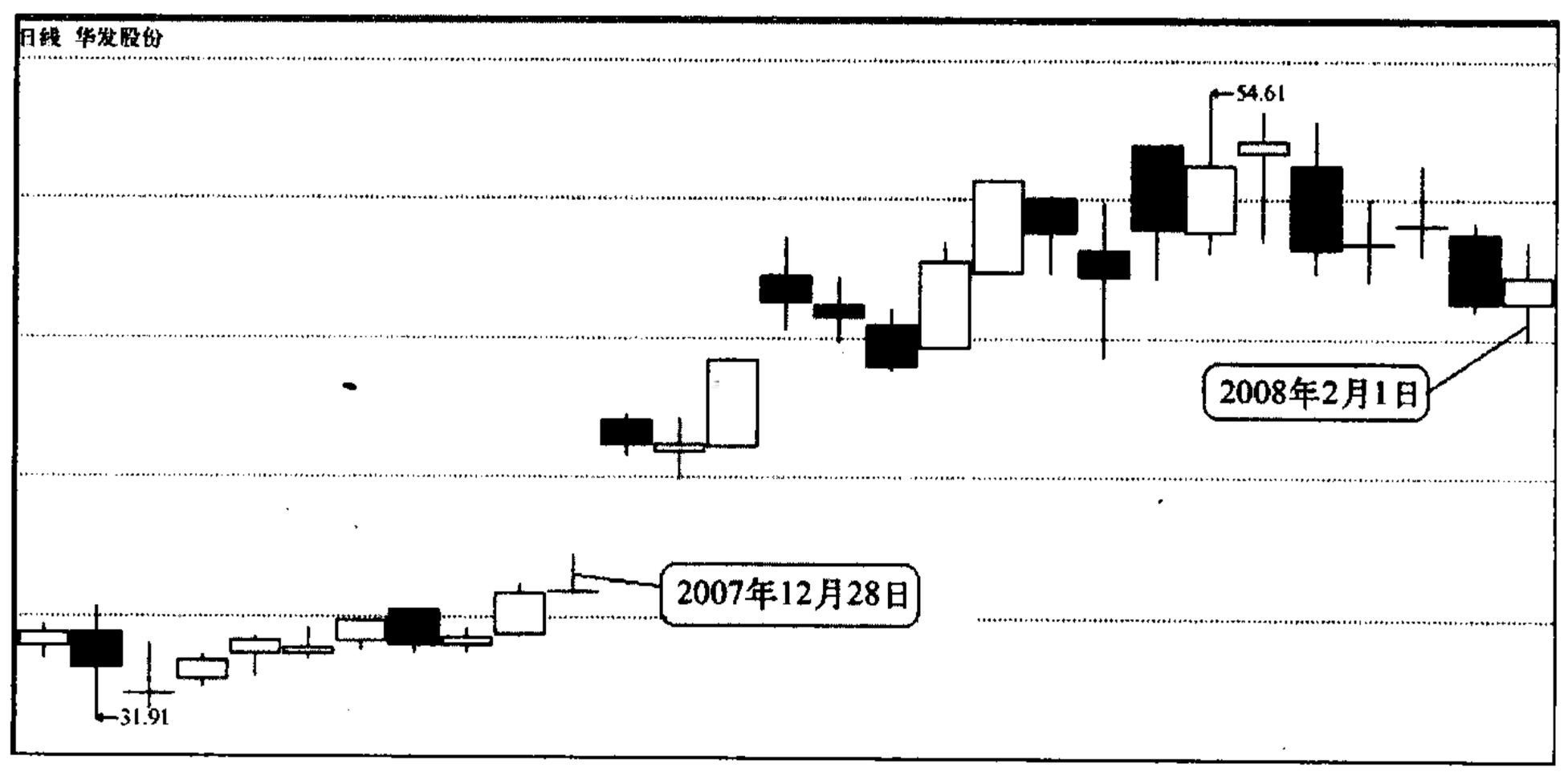


图6-1 华发股份K线图

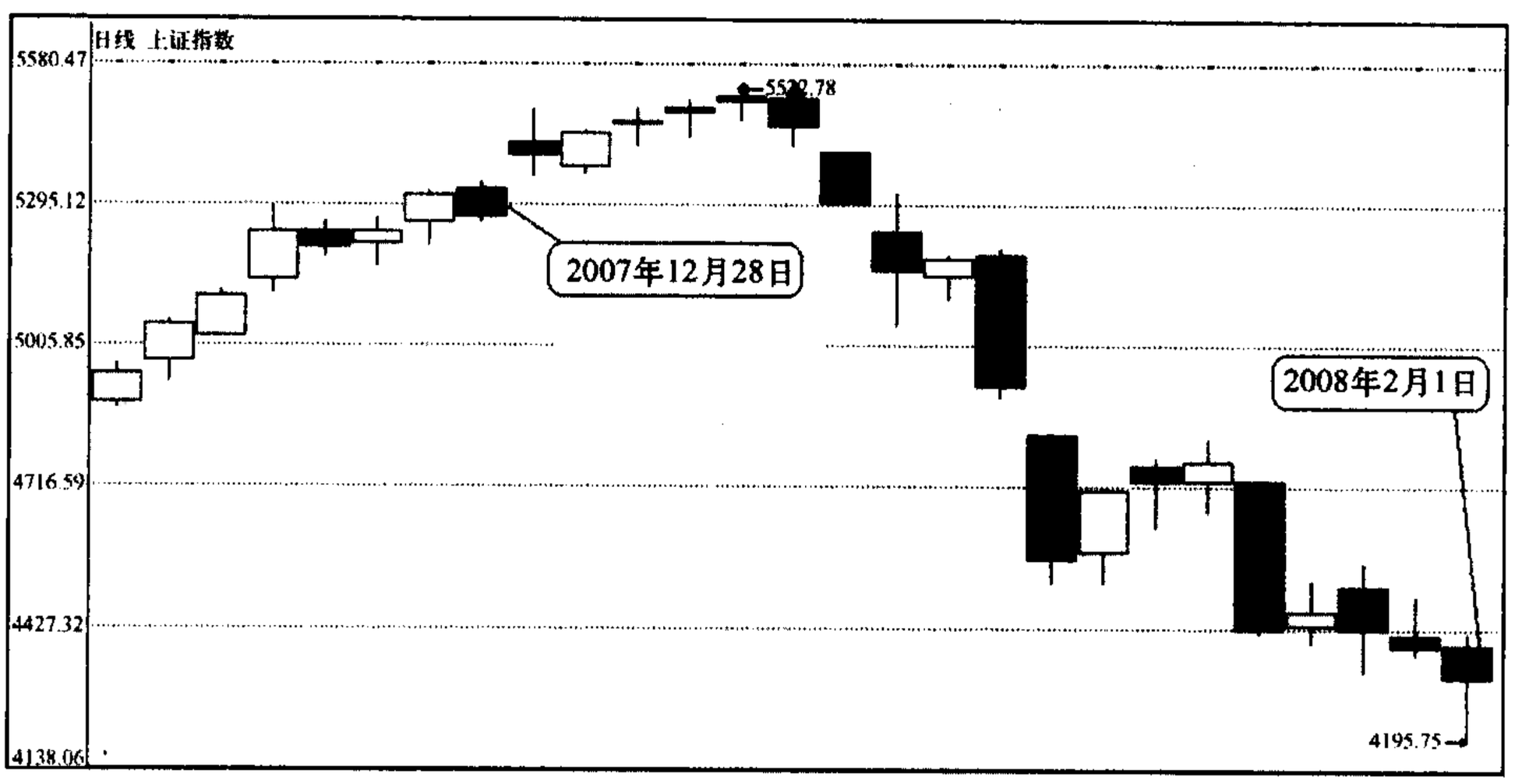


图6-2 上证指数K线图

当然，刚才的计算过程较为烦琐，很多股票软件的F10中，已经自动提供了这些数据与指标，投资者可以一目了然，见表6-3。

表6-3 股票软件F10实例

股东名称	持股数（万股）	占流通股比（%）	股东性质	增减情况（万股）
中国建设银行—华夏红利混合型开放式证券投资基金	1 429.54	6.01 A股	基金	519.69
中国银行—嘉实稳健开放式证券投资基金	1 366.13	5.74 A股	基金	121.70
中国建设银行—华安宏利股票型证券投资基金	700.00	2.94 A股	基金	−93.41
中国工商银行—华安中小盘成长股票型证券投资基金	690.75	2.90 A股	基金	242.67
中国工商银行—易方达价值精选股票型证券投资基金	607.02	2.55 A股	基金	68.85
中国工商银行—诺安价值增长股票证券投资基金	592.21	2.49 A股	基金	−11.01
中国银行—景顺长城鼎益股票型开放式证券投资基金	555.00	2.33 A股	基金	新进
中国建设银行—华夏优势增长股票型证券投资基金	509.26	2.14 A股	基金	新进
中国银行—易方达积极成长证券投资基金	500.00	2.10 A股	基金	−240.00
中国工商银行—广发聚丰股票型证券投资基金	475.13	2.00 A股	基金	327.13
合计持有7425.04万流通A股，分别占总股本23.49%，流通A股31.22%				

资料来源：同花顺股票软件F10。

淡化平均持股量

年报中，还会提供一个数据——报告期末股东总数，在此基础上计算出的股票平均持股量（总股本÷股东总数）一向被视为判断筹码集中度的重要指标。但值得注意的是，该指标在股改之后，与股票走势的相关性已经大为减弱，见图6-3和图6-4。这主要是因为，随着原有非流通股股东逐渐减持，股东总数势必相应增加，而平均持股数量必然将是一个长期下降的过程。而这种下降，并非一般意义上所理解的，预示主力资金不看好公司未来发展。

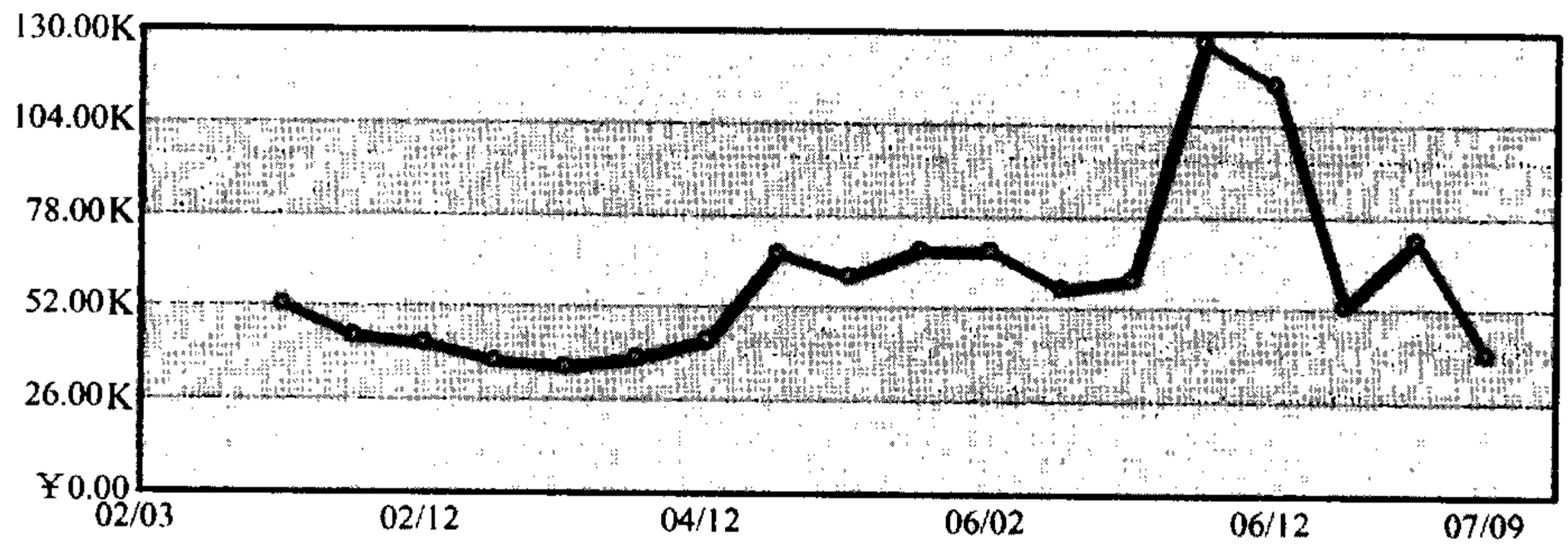


图6-3 招商银行（600036）平均持股数变化趋势

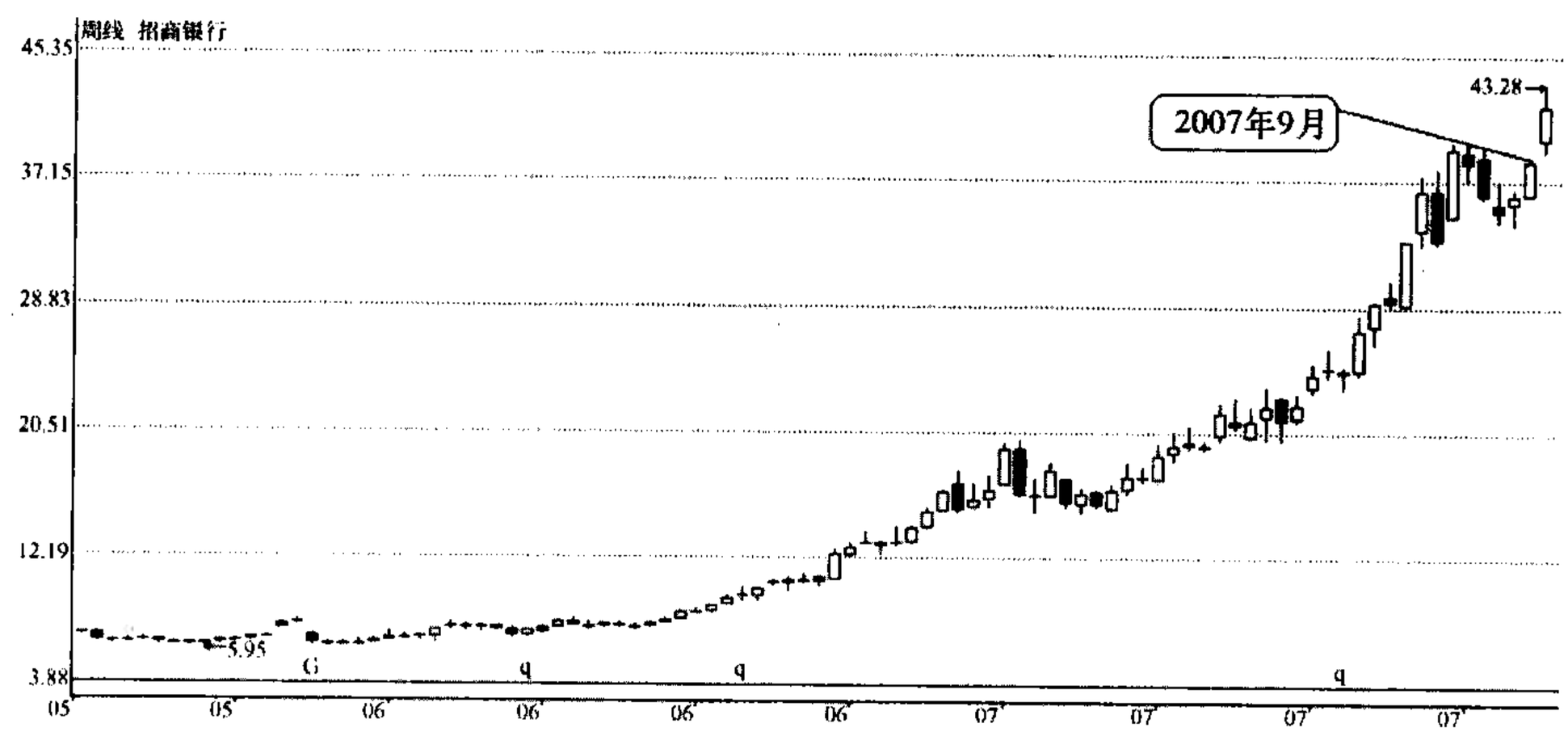


图6-4 招商银行K线图（周线）

股东进出

从前十大无限售条件流通股股东的前后变化情况，投资者也可以看出机构投资者对于公司未来股票走势的态度。

以营口港为例，对比该公司2007年第三季度报告与2007年年报，可以发现，两家基金公司已经从前十大名单中落榜，见表6-4和表6-5。这一信息意味着机构投资者看淡该股后市，见图6-5。

表6-4　营口港2007年三季报报告期末股东情况

报告期末股东总数（户）	59 764	
前十名无限售条件流通股股东持股情况		
股东名称（全称）	期末持有无限售条件流通股的数量	种　类
营口鑫达投资有限公司	6 892 572	人民币普通股
营口港务集团有限公司	6 367 570	人民币普通股
中国平安保险（集团）股份有限公司	4 281 687	人民币普通股
营口金鑫投资有限公司	3 941 958	人民币普通股
招商银行股份有限公司—上证红利交易型开放式指数		
证券投资基金	1 667 636	人民币普通股
中国工商银行—建信优化配置混合型证券投资基金	1 426 477	人民币普通股
陈海钿	1 360 000	人民币普通股
许和坤	1 024 427	人民币普通股
朱长利	969 421	人民币普通股
王晓强	690 000	人民币普通股

资料来源：营口港2007年三季报。

表6-5　营口港2007年年报前十名无限售条件股东持股情况

股东名称	持有无限售条件股份数量	股份种类
营口鑫达投资有限公司	6 888 322	人民币普通股
营口港务集团有限公司	6 367 570	人民币普通股
中国平安保险（集团）股份有限公司	4 281 687	人民币普通股

（续）

股东名称	持有无限售条件股份数量	股份种类
营口金鑫投资有限公司	3 941 958	人民币普通股
江苏卓众投资管理有限责任公司	2 698 000	人民币普通股
陈海钿	1 360 000	人民币普通股
许和坤	1 049 427	人民币普通股
朱长利	969 521	人民币普通股
崔茂国	700 000	人民币普通股
内蒙古凯德伦泰投资有限公司	654 100	人民币普通股

资料来源：营口港2007年年报。

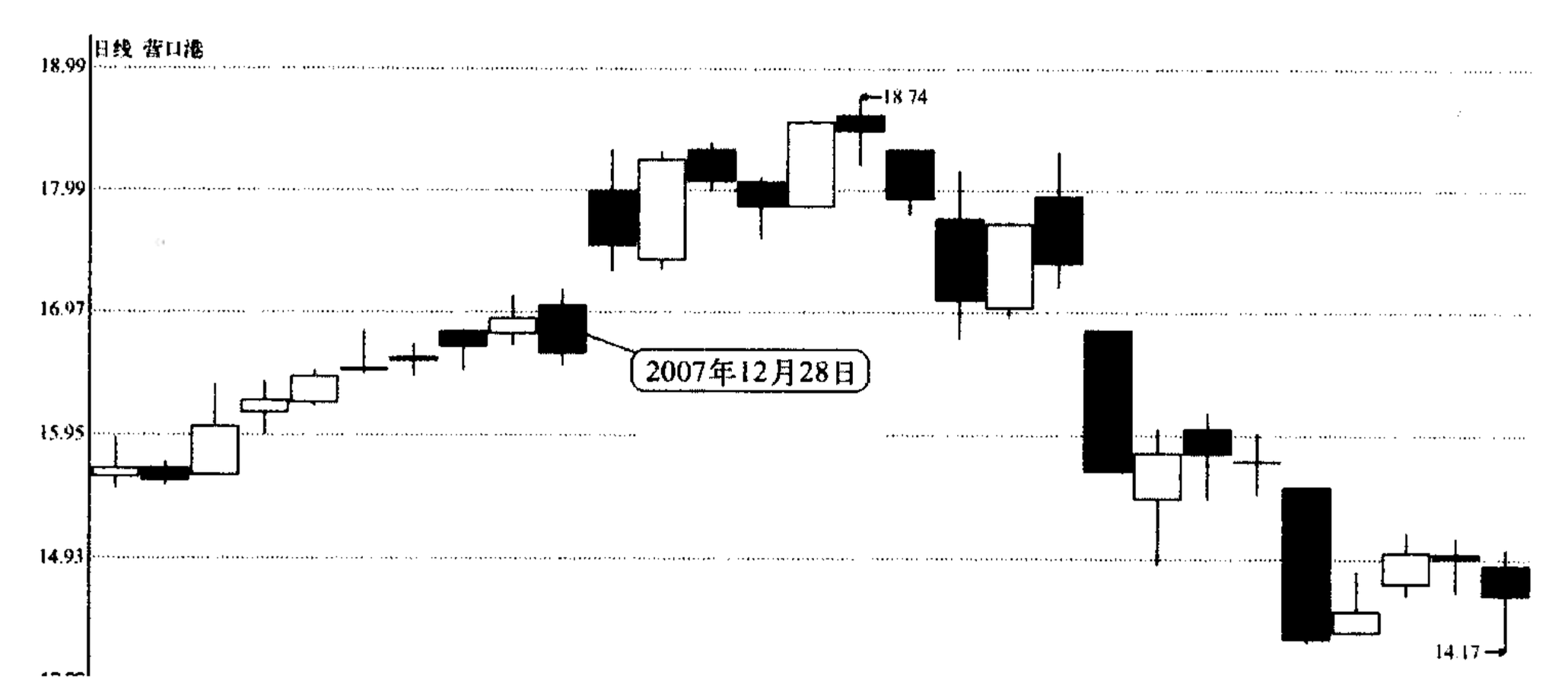


图6-5 营口港K线图

基金公司四季报

由于基金是机构投资者中的主力，因此查看基金持股情况，也是判断主力动向的重要视角。

与年报的披露时间不同，按照要求，基金公司须在每季度结束后15个工作日内，在指定报刊和网站上披露基金季度报告。这样一来，投资者通过基金的季报就可以提前知道基金在上市公司中持股的变化动向。

以2007年基金公司的四季报为例，截至2008年1月22日，341只基金都公布了2007年四季报，每只基金都披露了自己的前十大重仓股，而此时，上市公司2007年年报还没有开始披露。因此利用基金公司已经披露的数据，投资者可以在很大程度上了解上市公司前十大无限售条件股东的变化情况。

查询基金的持股情况，投资者最好利用网站。比如，我们想查询截至2007年年末，基金在招商银行中的持股情况。投资者可以登录新浪财经中的股票频道，在打开招商银行的个股页面后，点击其“基金持股”选项，就会出现我们想知道的数据，见表6-6。

表6-6 招商银行基金持股情况

基金名称	基金代码	持仓数量（股）	占流通股比例（%）	持股市值（元）	占净值比例（%）
汇添富均衡增长	519018	60 297 662	0.8178	2 389 596 345.06	6.45
景顺长城精选蓝筹	260110	54 814 698	0.7435	2 172 306 481.74	8.48
嘉实稳健	070003	51 401 935	0.6972	2 037 058 684.05	5.35
南方绩优成长	202003	50 071 671	0.6791	1 984 340 321.73	6.8
华夏蓝筹核心	160311	50 031 688	0.6786	1 982 755 795.44	6.74
融通新蓝筹	161601	47 596 690	0.6456	1 886 256 824.7	7.17
南方成份精选	202005	46 802 064	0.6348	1 854 765 796.32	6.11
博时主题行业	160505	43 599 702	0.5914	1 727 856 190.26	5.46

（续）

基金名称	基金代码	持仓数量（股）	占流通股比例（%）	持股市值（元）	占净值比例（%）
兴业趋势投资	163402	43 086 240	0.5844	1 707 507 691.2	6.44
博时第三产业成长	050008	39 999 931	0.5425	1 585 197 265.53	7.24
博时精选	050004	39 647 825	0.5378	1 571 243 304.75	5.33
大成财富管理2020	090006	38 898 022	0.5276	1 541 528 611.86	8.83
易方达价值成长	110010	38 819 754	0.5265	1 538 426 851.02	4.15
汇添富成长焦点	519068	38 644 283	0.5241	1 531 472 935.29	5.65
华安策略优选	040008	38 070 980	0.5164	1 508 752 937.4	6.45
交银施罗德蓝筹	519694	36 591 866	0.4963	1 450 135 649.58	7.03
诺安股票	320003	36 247 907	0.4916	1 436 504 554.41	3.47
银华核心价值优选	519001	36 060 596	0.4891	1 429 081 419.48	5.52
长城品牌优选	200008	35 156 261	0.4768	1 393 242 623.43	5.57
博时价值增长	050001	35 005 858	0.4748	1 387 282 152.54	3.84
景顺长城鼎益	162605	34 818 082	0.4723	1 379 840 589.66	7.24

注：引用时有删节。

投资者可以将这一数据与招商银行2007年三季报前十大无限售条件流通股股东进行比对，从中就可以发现一些大机构的持仓变化动向。

如果投资者想知道每家上市公司中基金持股的大概数量，可以利用网站提供的基金重仓前200名明细表。以百度财经基金频道为例，该网站在2008年1月22日之后统计出了上述数据，见表6-7。从该表可以看出，有206家基金在2007年年底还持有招商银行股票，与2007年三季报相比，基金持有招商银行股票总量又增加了3.17亿股。

表6-7　百度财经统计的基金重仓前15名

报表日期：2007-12-31

序号	股票代码	股票简称	持仓市值（亿元）	持仓股数（万股）	较上期增减（万股）	占总股本比例	本期涉及基金（家）	上期涉及基金（家）
1	600036	招商银行	965.41	291 135.83	31 787.72	19.80	206	176
2	600000	浦发银行	599.97	127 030.76	17 899.19	29.17	126	116
3	000002	万科A	514.10	190 405.80	17 363.22	27.71	121	111
4	600030	中信证券	498.50	71 922.80	−7 416.47	21.69	130	154
5	600519	贵州茅台	365.96	18 071.02	5 436.35	19.15	91	52
6	002024	苏宁电器	260.46	42 016.14	2 378.55	29.15	65	62
7	601318	中国平安	257.70	34 829.25	−7 966.90	4.74	83	130
8	600005	武钢股份	250.83	129 163.12	31 388.91	16.48	54	44
9	600050	中国联通	249.66	220 548.75	56 927.13	10.40	53	31
10	600019	宝钢股份	217.63	138 886.05	−11 792.37	7.93	49	46
11	000001	深发展A	207.17	59 961.61	−1 407.97	26.15	51	56
12	601398	工商银行	190.62	283 236.46	135 308.94	0.85	51	21
13	600028	中国石化	174.21	105 964.51	47 209.58	1.22	50	38
14	600016	民生银行	154.00	125 817.64	38 102.55	8.69	39	34
15	601006	大秦铁路	136.40	61 140.05	−1 678.86	4.71	52	43

资料来源：百度财经（本表只列出了前15名）。

第7章　比比谁的“后台”硬
实际控制人

所谓实际控制人，也就是上市公司的后台老板，实际控制人虽然不一定直接是上市公司股东，但通过产权关系，在很大程度上，能够支配上市公司的行为。

实际控制人之所以重要，是因为上市公司的未来发展一方面取决于自己的经营，另一方面也取决于实际控制人的实力与地位。因此，对于年报中披露的上市公司实际控制人，投资者一定要多加留意，细细品味。

估值要考虑实际控制人

都市股份在2006年之前，一直是一家经营业绩处于中游的上市公司，但在当年12月，海通证券通过都市股份借壳上市（海通证券资产与都市股份原有资产进行置换），重组后，该公司的股价涨了10倍。

那么海通证券为何能借都市股份的壳上市呢？很重要的一点就是两家公司的实际控制人都是上海市国资委，见图7-1。两者之间的资产置换，可以视为上海市国有资产之间的重新配置。

从这个案例中不难看出，是实际控制人主导了此次重组，上市公司自身对于重组则没有什么发言权，普通投资者也无法从都市股份以前所披露的经营业绩信息中预测出该公司会以重组告终。如果投资者是以一般意义上的价值判断标准对都市股份进行估值，根本不可能得出该公司股价会上涨10倍的结论。

有经验的投资者都知道，证券市场中有所谓上海本地股板块与深圳本地股

板块，这两个板块每隔一段时间就会掀起一轮行情。其根本原因在于，投资者认为这两个板块的实际控制人（上海国资委、深圳国资委），有可能对所控制的上市公司进行重组。而事实也一再证明，这种重组一直在持续，投资者的预测绝非空穴来风。

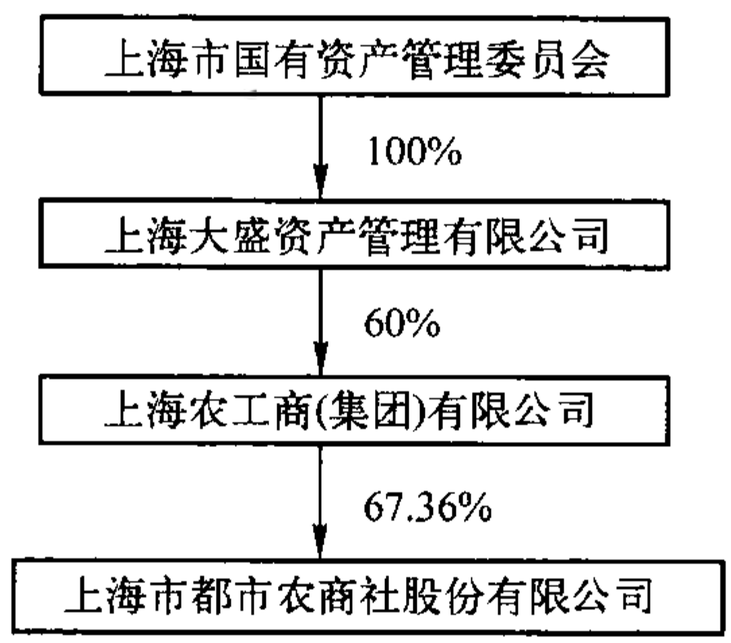


图7-1 都市股份与实际控制人之间的产权关系图

上市资格在我国是稀缺资源，将最优质的企业、最优质的资产放进证券市场这个平台，发挥证券市场的融资功能，使企业发展壮大，是每一个实际控制人所要考虑的问题。特别是在股改之后，所有的股票都实现了流通，证券市场对于实际控制人的重要性更加明显，实际控制人最充分地利用证券市场的欲望更加强烈。

由此可见，对于一家上市公司的估值，不能不考虑该公司的实际控制人，实际控制人的实力、地位以及资本运作思路，在一定程度上决定着上市公司的最终命运。

三类控制人

从大的角度看，上市公司的实际控制人可以分为三类：一是个人；二是地方国资委；三是国务院国资委。

如果上市公司的实际控制人是个人，一般很难凭借一己之力对所控制的上市公司实施大规模资产重组。这主要是因为，与各个国资委管理着几百亿、

上千亿的国有资产、国有企业相比，个人的实力以及其所能调动的资源还是相当有限的。除了已经装进上市公司的资产外，这些实际控制人几乎没有其他的优质资产、优质企业。因此，我们会发现，个人控制的上市公司如果在经营中遇到困难，业绩表现平平，几乎不可能出现都市股份模式的重组。如果上市公司最终连连亏损，这些实际控制人最后所能做的，也只是将上市公司转让给其他人。

因此，如果投资者在年报中看到上市公司的实际控制人是个人，就得打消实际控制人再注入优质资产的可能性。对这些上市公司进行估值，要完全从其自身经营的角度进行分析，除此之外，不可能有什么“惊喜”。

在个人控制的上市公司中，还会出现一种情况，即一个自然人同时控制了好几家上市公司。对于这样的公司，投资者不妨多加小心，因为个人的实力毕竟有限，如果其所辖上市公司不能“万般宠爱集于一身”，其发展前景也往往很平常。而事实也证明了，在这样的上市公司中，很难找到真正的绩优股。

地方国资委

地方国资委控制的上市公司能不能出现都市股份这样的“奇迹”，主要取决于地方国资委的实力。上海本地股、深圳本地股之所以能够一再风生水起，是因为上海市与深圳市本身实力雄厚，所控制的资源相当多，施展的空间也就足够大。因此，投资者对那些发达地区的国有上市公司不妨高看一眼。

此外，判断一家上市公司能否成为当地国资委关注的焦点之一，还要看这家上市公司在地方国资委眼中处于什么样的战略地位。如果一家上市公司所处的行业、所经营的产品与当地政府的战略规划、战略目标相一致，那么，我们就有理由相信，这样的公司被地方国资委支持、扶持的力度也就更大。

为了解这些信息，投资者可以通过各地方国资委的网站进行查询。以重庆港九为例，该公司2006年年报显示，公司实际控制人为重庆市国资委，见图7-2。登录重庆市国资委（www.sasaccq.gov.cn）网站就会查询到，重庆市属国有重点企业共有20家，其中第一家就是重庆港务物流集团有限公司，见

表7-1。而这家公司恰恰就是重庆港九控股股东的全资控股人。从重庆市国资委网站对重庆港务物流集团的介绍来看，这家港务物流集团只控制着一家上市公司，见表7-2。从这些信息可以初步判断，重庆港九在重庆市国资委的资产布局中，应该处于相当重要的地位。这家公司的未来发展，有可能得到地方政府的大力支持。

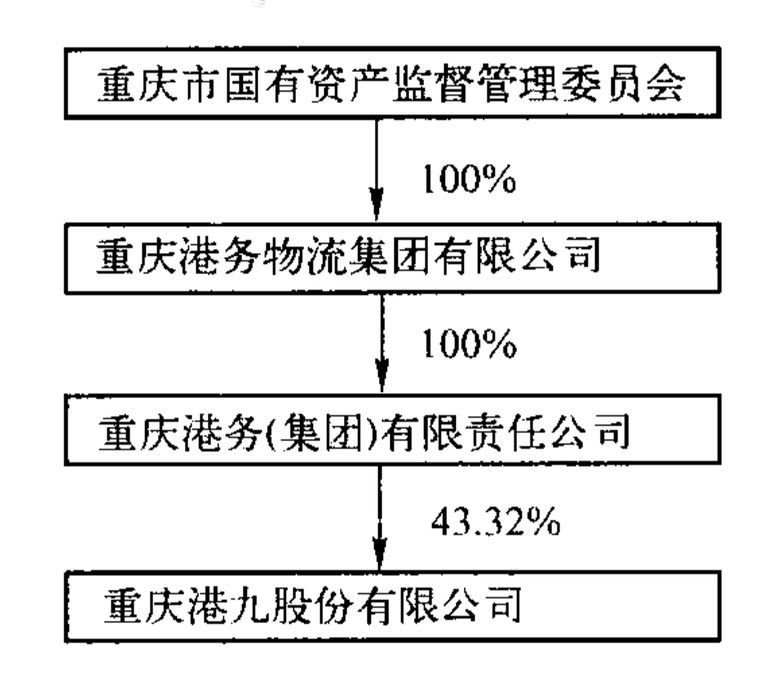


图7-2　重庆港九与实际控制人产权关系图

资料来源：重庆港九2006年年报。

表7-1　重庆市属国有重点企业

- 重庆港务物流集团有限公司
- 重庆招标采购（集团）有限责任公司
- 重庆联合产权交易所股份有限公司
- 重庆粮油集团有限责任公司
- 重庆茧丝绸（集团）有限公司
- 重庆国际经济技术合作（集团）有限公司
- 重庆外贸（控股）集团有限公司
- 重庆城建控股（集团）有限责任公司
- 重庆渝海控股（集团）有限公司
- 长江经济联合发展（集团）股份有限公司重庆公司
- 重庆商社（集团）有限公司
- 重庆交通运输控股（集团）有限公司

（续）

- 重庆市公共交通控股（集团）有限公司
- 中国四联仪器仪表集团有限公司
- 重庆市长江农工商控股（集团）有限公司
- 重庆市江北城开发投资有限公司
- 重庆渝富资产经营管理有限公司
- 重庆市水利投资（集团）有限公司
- 重庆市开发投资有限公司
- 重庆市能源投资集团公司

资料来源：重庆市国资委网站。

表7-2 重庆港务物流集团有限公司简介

首页 机关简介 国资管理 政策法规 企业之窗 电子政务 公众监督 招商引资 国资论坛

重庆港务物流集团有限公司

出处：发布日期：2007-05-31

重庆港务物流集团有限公司是重庆市委、市政府将重庆港务（集团）有限责任公司、重庆物资（集团）有限责任公司、万洲港口（集团）有限责任公司和涪陵港务管理局的国有资产战略重组而成立的大型综合物流集团。

集团现拥有独资公司4个、上市公司1个、分公司9个、国有控股公司18个、参股公司7个、国有企事业单位18个。资产总额50亿元。

按照“一城一港、港航结合、东推西进、区港联动、综合物流”五大发展战略，重庆港务物流集团“十一五”发展目标是建成西部最大最有带动力、控制力和影响力的现代综合物流集团和全国有实力有影响的物流集团，成为长江上游最大的综合水运中转港和集装箱枢纽港，年货物吞吐量达到6 000万吨以上，集装箱吞吐量150万TEU，港口物流基础设施投资总额达50亿元以上，总资产、销售收入分别达到100亿元，利润总额上亿元。

重庆港务物流集团承担着重庆市港口项目投资、建设、对外招商引资和经营管理任务，按照“港口+物流+资本运作+综合发展”的经营模式，精心打造港口、航运、物流（仓储、商贸）、综合四大板块，促进港口物流发展一体化，提高国有企业对经济社会发展的支撑、引导、带动作用。

资料来源：重庆市国资委网站。

再如深圳市国资委网站（http://www.szgzw.gov.cn）显示，其全资企业及控股企业共有24家，见表7-3。在这些企业中，不乏上市公司（农产品、深振业、深天健）或上市公司的控股股东（如沙河实业的控股股东深圳市沙河实业集团有限公司等）。

这些上市公司的实际控制人是深圳市国资委，可谓大树底下好乘凉。可以推断，在实力雄厚的深圳市国资委的支持下，这些公司若在发展中遇到困难，至少不会出现“无依无靠”的惨境。

表7-3 深圳市国资委全资、控股企业

• 深圳市投资控股有限公司	• 深圳市创新投资集团有限公司
• 深业（集团）有限公司	• 深圳市赛格集团有限公司
• 深圳市地铁有限公司	• 深圳市国有免税商品（集团）有限公司
• 深圳市机场（集团）有限公司	• 深圳市长城投资控股股份有限公司
• 深圳市盐田港集团有限公司	• 深圳市天健（集团）股份有限公司
• 深圳市能源集团有限公司	• 深圳市振业（集团）股份有限公司
• 深圳市水务（集团）有限公司	• 深圳市沙河实业（集团）有限公司
• 深圳市燃气集团有限公司	• 深圳市运发实业有限公司
• 深圳巴士集团股份有限公司	• 深圳科技工业园总公司
• 深圳市大铲湾港口投资发展有限公司	• 深圳市深超科技投资有限公司
• 深圳市粮食集团有限公司	• 深圳市农科集团公司
• 深圳市农产品股份有限公司	• 深圳国际控股有限公司

资料来源：深圳市国资委网站。

央企

所谓央企，就是指由国务院国资委直接控制的企业（少部分上市公司的实际控制人为财政部、教育部、铁道部、中科院等，这些上市公司也可以被视为央企）。最近几年来，央企所控股的上市公司已经成为证券市场中的一大亮点，其原因就在于，绝大多数央企的实力极为雄厚，而央企所控股的上市公司，往

往成为央企优化上市资源配置，实施资本运作的平台。

其中有代表性的案例，就是沪东重机的重组。沪东重机的大股东是中国船舶工业集团公司，而沪东重机在重组前，只是集团公司控股的一家中型上市公司，见图7-3。2007年年初，通过重组，集团公司将自己的核心资产注入了上市公司，而沪东重机也因此改名为中国船舶。重组后，中国船舶的股价一飞冲天，10个月的时间，从30元涨到300元。

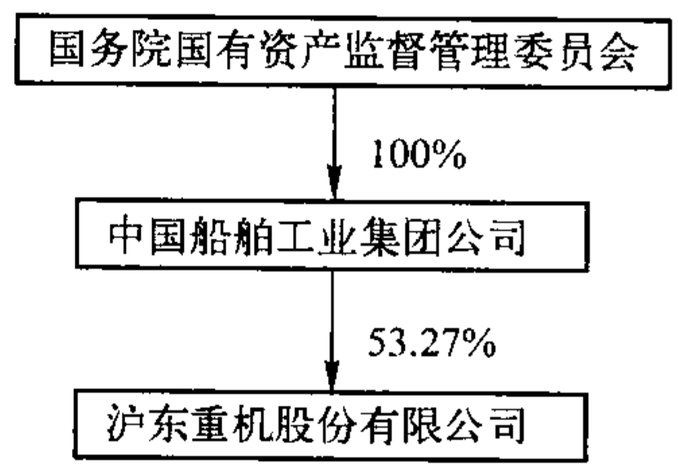


图7-3 沪东重机与实际控制人产权关系图

资料来源：沪东重机2006年年报。

判断央企所控股的上市公司的未来发展前景，首先要了解国务院国资委对所辖企业进行布局的基本战略。目前的150家央企根据业务范围大体分布在三个领域：关系国家安全和国民经济命脉的关键领域、基础性和支柱产业领域、其他行业和领域。

关系国家安全和国民经济命脉的关键领域主要包括军工、电网电力、石油石化、电信、煤炭、航空运输、航运等行业，见表7-4。这一领域目前有40多家中央企业，资产总额占全部中央企业的75%，国有资产占82%，利润占79%。国有经济在这一领域要保持绝对控制力，由国有资本保持独资或绝对控股。

基础性和支柱产业领域包括装备制造、汽车、电子信息、建筑、钢铁、有色金属、化工、勘查设计、科技等行业。这一领域目前有70家左右中央企业，资产总额占全部中央企业的17%，国有资产占12%，利润占15%。国有经济要对这一领域的重要骨干企业保持较强控制力，同时汽车、机械、电子行业的重要骨干企业要为成为世界一流企业打下坚实基础。

其他行业和领域主要包括商贸流通、投资、医药、建材、农业、地质勘查等行业。这一领域目前有40家左右中央企业，资产总额占全部中央企业的8%，国有资产占6%，利润占6%。国有经济要在这一领域保持必要影响力，表现为国有资本对一些影响较大的行业排头兵企业以及具有特殊功能的医药、农业、地质勘查企业保持控股。

表7-4 关键领域中的央企

军　　工：	中国核工业集团、中国核工业建设集团、中国航天科技集团、中国航天科工集团、中国航空工业第一集团、中国航空工业第二集团、中国船舶工业集团、中国船舶重工集团、中国兵器工业集团、中国兵器装备集团、中国电子科技集团、新时代控股（集团）公司
电网电力：	国家电网、南方电网、华能集团、国电集团、华电集团、大唐集团、中电投、长江三峡工程开发总公司、广东核电集团、葛洲坝集团、水利水电建设集团
石油石化：	中石油、中石化、中海油、中化集团、中国化工集团、珠海振戎公司、中国化工建设总公司、中国化工供销（集团）总公司
电　　信：	中国电信、中国移动、联通、网通、铁通集团、邮电器材集团、卫星通信集团
煤　　炭：	神华集团、中煤能源集团
民　　航：	国航、东航、南航、中国民航信息集团
航　　运：	中远、中海运、长江航运

结合上述战略布局，投资者就可以对现有央企控股的上市公司的后台地位与实力做出判断。

三大主业

目前央企所控股的上市公司有很多，有时候，一家央企所控制的上市公司多达五六家，对于这样的上市公司的未来发展，要将其与央企的主业目标相结合进行具体分析。

从目前国务院国资委对央企的要求看，一般每一家央企最多可以确定三个主业方向，只有极少数央企可以确定四个主业（见本章附表7-1）。因此，那些虽为央企控股，但其经营领域与控股股东主业方向不一致的上市公司，有可能将被转让或者重组。

因此，投资者如果发现一家上市公司被央企控股，最后还要查一下，这家上市公司的大股东旗下是否还有其他的上市公司。投资者可以利用金融界网站（www.jrj.com.cn）中的“大股东持股查询”功能，见表7-5。

表7-5 金融界网站“大股东持股查询”实例

十大股东

代码：000031 名称：中粮地产 输入代码

时间：2007-08-23 大股东持股查询： 股东名称 go

持有人名称	持股比例（%）	持股数量（万股）	股本性质
中粮集团有限公司	65.67	41 386.80	流通受限股份
中粮集团有限公司	65.67	4 546 .45	其他股份
中国农业银行-大成创新成长混合型证券投资基金（LOF）	2.66	1 863.23	其他股份
中国银行-泰信优质生活股票型证券投资基金	2.43	1 700.00	其他股份
中国农业银行-大成积极成长股票型证券投资基金	1.57	1 094.55	其他股份
中国工商银行-融通深证100指数证券投资基金	1.37	955.19	其他股份
券投资基金	1.37	955.19	其他股份
中国银行-富兰克林国海潜力组合股票型证券投资基金	1.26	881.75	其他股份
中国工商银行-博时精选股票证券投资基金	1.12	779.98	其他股份
黄木顺	0.75	520.79	其他股份
中国工商银行-南方积极配置证券投资基金	0.71	493.99	其他股份
中国建设银行-华安兴业行业精选股票型证券投资基金	0.63	437.22	其他股份

资料来源：金融界网站。

以中粮地产为例，该公司的第一大股东——中粮集团有限公司即是央企，而查询的结果是，中粮集团在六家上市公司中持有股份，见表7-6。结合上市

公司年报，进一步查询的结果是，中粮集团在其中三家上市公司中（中粮地产、中粮屯河、丰原生化）是控股股东。

表7-6 中粮集团持股情况

查询结果（大股东名称中包含中粮集团有限公司字样的记录）

上市公司	持有人名称	持股比例（%）	持股数量（股）	股权最新公布日期	股本性质
601919（中国远洋）	中粮集团有限公司	0.82	80 000 000.00	2007-12-29	流通受限股份
601919（中国远洋）	中粮集团有限公司	0.41	40 000 000.00	2007-12-21	流通受限股份
600030（中信证券）	中粮集团有限公司	1.14	33 952 160.00	2007-9-3	其他股份
000031（中粮地产）	中粮集团有限公司	50.52	34 972 678.00	2007-8-29	A股流通股
000031（中粮地产）	中粮集团有限公司	50.52	318 360 020.00	2007-8-29	流通受限股份
000031（中粮地产）	中粮集团有限公司	65.67	45 464 481.00	2007-8-29	其他股份
000031（中粮地产）	中粮集团有限公司	65.67	413 868 026.00	2007-8-29	流通受限股份
601628（中国人寿）	中粮集团有限公司	0.14	40 000 000.00	2007-8-28	流通受限股份
601919（中国远洋）	中粮集团有限公司	0.45	40 000 000.00	2007-8-27	流通受限股份
600737（中粮屯河）	中粮集团有限公司	49.57	399 319 200.00	2007-8-23	流通受限股份
600030（中信证券）	中粮集团有限公司	1.03	30 560 000.00	2007-8-15	A股流通股
000930（丰原生化）	中粮集团有限公司	20.74	4 350 186.00	2007-8-15	A股流通股
000930（丰原生化）	中粮集团有限公司	20.74	195 649 814.00	2007-8-15	流通受限股份

再从国务院国资委网站（www.sasac.gov.cn）中，可以查询出中粮集团的三大主业分别是：食品加工与制造；粮油、食品贸易，粮油糖期货；物流、酒店、房地产开发经营。

结合上述资料以及三家上市公司的资料，我们可以判断，中粮地产对应着中粮集团的物流、酒店、房地产开发经营；中粮屯河对应着食品加工与制

造；丰原生化作为国内燃料乙醇龙头企业，可以对应粮油主业。因此，投资者有理由预测，未来这三家上市公司将分别承载中粮集团三大主业中的优质资产。

附表7-1 央企主业简表

企业名称	主业内容
中国石油天然气集团公司	原油、天然气勘探开发、开采
	石油炼制、石油化工及其他化工产品的生产、储运及贸易，石油、天然气管道运输及贸易
	相关工程技术研究与服务
中国石油化工集团公司	原油、天然气勘探开发、开采
	石 油炼制、石油化工及其他化工产品的生产、储运及贸易，石油、天然气管道运输及贸易
	相关工程技术研究与服务
中国海洋石油总公司	原油、天然气勘探开发、开采
	石油炼制、石油化工及其他化工产品的生产、储运及贸易，石油、天然气管道运输及贸易
	相关工程技术研究与服务
国家电网公司	电力供应与生产
	相关专业技术服务
中国南方电网有限责任公司	电力供应与生产
	相关专业技术服务
中国华能集团公司	电力生产、热力生产和供应
	与电力相关的煤炭等一次能源开发
	相关交通运输、专业技术服务
中国国电集团公司	电力生产、热力生产和供应
	相关专业技术服务

（续）

企业名称	主业内容
中国华电集团公司	电力生产、热力生产和供应
	与电力相关的煤炭等一次能源开发
	相关专业技术服务
中国大唐集团公司	电力生产、热力生产和供应
	相关专业技术服务
中国电力投资集团公司	电力生产、热力生产和供应
	相关专业技术服务
中国长江三峡工程开发总公司	水利工程建设与管理
	电力生产
	相关专业技术服务
鞍山钢铁集团公司	黑色金属采矿、冶炼及加工
	钢铁贸易
	冶金工程技术服务
上海宝钢集团公司	黑色金属采矿、冶炼及加工
	钢铁贸易
	冶金工程技术服务
武汉钢铁（集团）公司	黑色金属采矿、冶炼及加工
	钢铁贸易
	冶金工程技术服务
攀枝花钢铁（集团）公司	黑色金属采矿、冶炼及加工，钒钛产品加工
	钢铁、钒钛贸易
	冶金工程技术服务
中国铝业公司	铝土矿采选，铝冶炼、加工及贸易
	稀有稀土金属矿采选，稀有稀土金属冶炼、加工及贸易
	相关工程技术服务

（续）

企业名称	主业内容
中国第一重型机械集团公司	大型金属铸、锻加工
	矿山、冶金、化工、锻压、核岛等专用、成套设备制造与技术研究
中国第二重型机械集团公司	大型金属铸、锻加工
	矿山、冶金、化工、锻压、核岛等专用、成套设备制造与技术研究
哈尔滨电站设备集团公司	发电成套设备、电动机制造
	输配电设备、电力控制设备、电工器材制造
	相关设备成套、技术研究与工程承包
中国东方电气集团公司	发电成套设备、电动机制造
	电站工程承包、设备成套及技术研究、服务
	电力自动控制设备、环保节能设备制造及贸易
西安电力机械制造公司	输变电及控制设备制造
	相关技术研究、服务
中国第一汽车集团公司	汽车制造、销售、服务
	汽车技术研究、开发及服务
东风汽车公司	汽车制造、销售、服务
	汽车技术研究、开发及服务
中国电子信息产业集团公司	电子产品制造
	电子产品贸易、服务
	软件设计及应用
神华集团有限责任公司	煤炭生产、销售
	电力生产、热力生产和供应
	煤制油及煤化工
	相关铁路、港口等运输服务

（续）

企业名称	主业内容
中国建筑工程总公司	建筑工程
	房地产开发经营、物业管理、中介服务
	建筑工程技术服务
中国五矿集团公司	金属及矿产品贸易，金属期货
	金属及矿产品开发利用
	货物运输及代理服务
中粮集团有限公司	食品加工与制造
	粮油、食品贸易，粮油糖期货及物流
	酒店、房地产开发经营
中国航空集团公司	航空运输
	相关配套服务
中国东方航空集团公司	航空运输
	相关配套服务
中国南方航空集团公司	航空运输
	相关配套服务
中国远洋运输（集团）总公司	水上运输
	船舶及浮动装置制造与修理
	物流及与运输相关的配套服务
中国海运（集团）总公司	水上运输
	船舶及浮动装置制造与修理
	物流及与运输相关的配套服务
中国电信集团公司	电信和其他信息传输服务
中国移动通信集团公司	电信和其他信息传输服务
中国联合通信有限公司	电信和其他信息传输服务
中国网络通信集团公司	电信和其他信息传输服务

（续）

企业名称	主业内容
中国核工业集团公司	军工生产
	放射性金属矿产勘查及采选，核燃料加工，核辐射加工，核能利用
	核技术研究及工程勘查、设计
中国核工业建设集团公司	军工工程
	核电工程，核能利用
	核工程技术研究、服务
中国航天科技集团公司	军工生产
	航天器、通信及电子设备、汽车零部件、专用机械设备及材料制造
	航天工程及技术研究、服务
中国航天科工集团公司	军工生产
	航天器、通信及电子设备、专用汽车及零部件、专用设备制造
	航天工程及技术研究、服务
中国航空工业第一集团公司	军工生产
	飞机、航空发动机和机载装备制造及修理，汽车、摩托车及零部件与通用、专用设备制造
	航空工程及技术研究、服务
中国航空工业第二集团公司	军工生产
	飞机、航空发动机和机载装备制造及修理，汽车、摩托车及零部件与通用、专用设备制造
	航空工程及技术研究、服务
中国船舶工业集团公司	军工生产
	船舶、浮动装置与相关设备制造，金属制品与专用设备制造
	船舶工程及技术研究、服务

（续）

企业名称	主业内容
中国船舶重工集团公司	军工生产
	船舶、浮动装置与相关设备制造，金属制品与专用设备制造
	船舶工程及技术研究、服务
中国兵器工业集团公司	军工生产
	光电仪器、化工产品、汽车及零部件制造，专用设备制造
	兵器工程及技术研究、服务
中国兵器装备集团公司	军工生产
	光电仪器、化工产品、汽车与摩托车制造
	兵器工程及技术研究、服务
中国电子科技集团公司	军工生产
	通信设备、计算机、其他电子设备制造，软件开发及应用
	电子技术研究、服务
国家开发投资公司	投资与资产管理
	实业投资（能源、交通运输、化肥、高科技产业）
	资产管理
中国中化集团公司	石油、化肥、化工产品贸易、分销及物流，原油、燃料油、天然橡胶期货
	境外油气资源勘探开发，石油炼制，化学矿采选，化肥和化工品生产
	酒店、房地产开发经营
中国广东核电集团有限公司	以核能为主的电力生产、热力生产和供应
	相关专业技术服务
	核废物处置
中国南方机车车辆工业集团公司	铁路运输设备制造（包括城市轨道交通）
	相关技术研究、服务

（续）

企业名称	主业内容
中国北方机车车辆工业集团公司	铁路运输设备制造（包括城市轨道交通）
	相关技术研究、服务
中国普天信息产业集团公司	通信产品制造
	通信产品贸易
	相关技术研究、服务
中国中煤能源集团公司	煤炭生产及贸易，煤化工、煤气层开发，坑口发电
	煤矿建设、煤机制造及相关工程技术服务
中国化工集团公司	化工原料、化工产品生产及贸易
	化学矿勘探开发
	相关工程技术研究、开发、服务与专用设备制造
中国铁道建筑总公司	建筑工程
	相关工程技术研究、服务、地质勘查与设备制造
	房地产开发经营
中国保利集团公司	军品贸易、民品贸易
	房地产开发经营、物业管理、中介服务
	文化艺术经营
招商局集团有限公司	交通运输及相关基础设施建设、经营与服务
	金融资产投资与管理
	房地产开发经营
华润(集团)有限公司	日用消费品制造与分销
	地产及相关行业
	基础设施及公用事业
中国通用技术（集团）控股有限责任公司	重大技术装备、机电产品贸易及关键设备制造
	医药生产及贸易
	相关配套服务

（续）

企业名称	主业内容
中国储备粮管理总公司	粮油仓储、加工、贸易及物流
	仓储技术研究、服务
中国铁路工程总公司	建筑工程
	相关工程技术研究、勘察、设计、服务与专用设备制造
	房地产开发经营
中国铁通集团有限公司	电信和其他信息传输服务
	建筑工程
中国冶金科工集团公司	相关工程技术研究、勘察、设计、服务与专用设备制造，金属矿产品开发利用
	房地产开发经营
	物流及船舶代理、货运代理、快递、货物运输等综合服务
中国对外贸易运输（集团）总公司	相关基础设施建设、经营
	工程承包与设计、机械装备研发与服务
中国机械装备集团公司	重大技术装备、机电与汽车产品贸易
	通用设备制造
	重大技术装备、机电与汽车产品贸易
中国水利水电建设集团公司	建筑工程
	相关工程技术研究、勘察、设计、服务与专用设备制造
	水电投资建设与经营
	房地产开发经营
香港中旅（集团）有限公司	旅游
	实业投资（钢铁）
	相关房地产开发经营及物流贸易
中国长江航运（集团）总公司	水上运输
	船舶制造及修理
	物流及相关的配套服务

（续）

企业名称	主业内容
中国交通建设集团有限公司	建筑工程
	相关工程技术研究、勘察、设计、服务与专用设备制造
华侨城集团公司	房地产、酒店开发经营
	旅游及相关文化产业经营
	电子及配套包装产品制造
新兴铸管集团有限公司	黑色金属冶炼及加工
	纺织、服装、鞋、帽生产及销售
	专用设备制造
中国铁路物资总公司	铁路物资供应、配套服务及相关产品加工制造
	生产资料贸易
	综合物流服务
中国恒天集团公司	纺织机械制造、技术研究及服务
	纺织原料、纺织品和服装贸易
	纺织品、服装、化学纤维制造
中国建筑材料集团	建材产品及装备制造
	相关工程技术研究与服务
	建材贸易与物流
中国葛洲坝集团公司	建筑工程
	相关工程技术研究、勘察、设计及服务
	水电投资建设与经营
	房地产开发经营
中国中钢集团公司	冶金矿产资源开发与加工
	冶金原料、产品贸易与物流
	相关工程技术服务与设备制造
中国医药集团总公司	医药生产及贸易
	相关技术研发、服务

（续）

企业名称	主业内容
中国节能投资公司	投资与资产管理
	实业投资（节能、环保）与管理
	相关技术研究、推广和服务
中谷粮油集团公司	粮油饲料贸易、仓储、加工及物流
	相关工程技术研发、服务
中国农业发展集团总公司	远洋捕捞及农业资源开发
	生物疫苗、兽药及饲料添加剂的研发、生产与销售
	农牧渔相关配套服务
中国化学工程集团公司	建筑工程
	相关工程及工艺技术研发、勘察、设计及服务
	环境治理
中国诚通控股公司	资产经营管理
	综合物流服务
	生产资料贸易
中国邮电器材集团公司	通信等电子产品贸易、物流及相关服务
	通信工程
中国材料工业科工集团公司	非金属材料制造
	非金属材料工程及装备制造
	非金属矿勘探、采选及加工
中国黄金集团公司	贵金属采矿、冶炼、加工及销售
	贵金属地质勘查
	相关工程技术服务
中国新兴集团总公司	建筑工程
	机械、电子产品及纺织、日用品贸易
	医药制造

（续）

企业名称	主业内容
中国生物技术集团公司	生物制品生产及贸易
	科学器材及医疗器材贸易
	相关技术研究、服务
中国盐业总公司	采、制盐及相关产品制造
	食盐专营及相关产品贸易
	盐业勘查及相关产品技术开发和服务
南光（集团）有限公司	日用消费品贸易
	酒店（含旅游）、地产开发经营
	综合物流服务
中国国旅集团公司	旅游
	相关贸易及运输服务
中国轻工集团公司	轻工原材料、产品生产及贸易
	轻工产品技术研究及服务
珠海振戎公司	原油、成品油贸易
中国化工建设总公司	化工品贸易、仓储及相关服务
	化肥生产及销售
	涂料和专用化学品研发、生产
中国化工供销（集团）总公司	化工品贸易、仓储及相关服务
中国有色矿业集团有限公司	有色金属矿产资源开发
	建筑工程
	相关贸易及服务
中国房地产开发集团公司	房地产开发、物业资产经营管理
	相关设计及中介服务
中国中纺集团公司	纺织原料、纺织品、油料贸易及物流
	相关产品研发及生产

（续）

企业名称	主业内容
中国轻工业品进出口总公司	轻工原材料、产品贸易及相关实业投资
	新能源（太阳能发电产品）研发、制造及相关服务
中国成套设备进出口（集团）总公司	成套设备与技术进出口贸易
	工程承包及租赁经营
	相关服务
中国轻工对外经济技术合作公司	工程承包
	相关贸易、服务
中国出国人员服务总公司	免税商品供应、对外服务及贸易
	相关实业投资
中国华孚贸易发展集团公司	糖酒、肉类、蔬菜等食品贸易、生产、仓储及物流
	相关技术研究、工程设计及服务
中国工艺美术（集团）公司	工艺美术原材料、产品贸易、研发、服务
	相关物业管理
中国新时代控股（集团）公司	军品贸易、民品贸易
	工程承包及技术服务
	相关实业投资及管理
中国卫星通信集团公司	卫星通信电视广播及其他电信服务
中国民航信息集团公司	航空、旅游信息及财务清算服务
中国高新投资集团公司	投资与资产管理
	高新技术实业投资（新材料、医药、生物工程等）
	相关贸易、服务
中国中旅（集团）公司	旅游
	相关贸易与服务
中国林业国际合作集团公司	林木培育及种苗繁育
	森林资源开发，木材及木竹制品、林产化学产品生产及贸易
	相关配套服务

（续）

企业名称	主业内容
中国储备棉管理总公司	棉花仓储、贸易及物流
	棉花仓储技术研究、服务
煤炭科学研究总院	煤炭工程技术研发、服务
	煤机、安全技术装备研发与制造
机械科学研究总院	机械装备技术研究、服务
	相关设备制造
中国农业机械化科学研究院	现代农业装备、专用设备技术研发、服务
	相关设备制造
钢铁研究总院	冶金新材料、工艺、工程技术研发、服务
	相关产品生产与销售
中国纺织科学研究院	化纤纺织成套设备、新材料及新产品、专用化学品等技术研发、服务
	相关设备、材料、专用化学品制造
北京有色金属研究总院	有色金属新材料、工艺、工程技术研发、服务
	相关产品生产与销售
北京矿冶研究总院	矿产资源综合开发和材料科学工程技术研发
	矿产资源综合利用工程设计、服务
长沙矿冶研究院	矿产资源综合开发和材料科学工程技术研发
	矿产资源综合利用工程设计、服务
	相关产品生产与销售
中国建筑科学研究院	建筑工程技术及产品研发
	建筑工程勘察、设计、服务、工程承包及专用设备与材料制造
电信科学技术研究院	信息通信与安全技术、设备、软件研发、服务
	相关产品生产与销售
武汉邮电科学研究院	信息通信技术、设备、器件、系统集成、软件研发、服务
	相关产品生产与销售

（续）

企业名称	主业内容
沈阳化工研究院	精细化学品工程技术研发、服务
	农药及专用化学品生产与销售
上海船舶运输科学研究所	舰船自动化与智能交通系统机电工程、技术研究及服务
	相关设备制造及环境影响评价与防治
上海医药工业研究院	药品研发及相关技术服务
	药品生产与销售
中国建筑设计研究院	建筑与市政工程勘察、设计、服务、工程承包及城镇规划
	建筑与市政工程技术研发
冶金自动化设计研究院	工业自动化技术及产品研发、服务
	相关产品生产与销售
中国电子工程设计院	电子等工程设计、服务与工程承包
	相关工程技术研发与推广运用
中煤国际工程设计研究总院	煤炭等工程勘察、设计、服务与工程承包
	矿用设备研发与制造
中国海诚国际工程投资总院	轻工等工程设计、服务与工程承包
	相关工程技术及装备研发、服务
中国纺织工业设计院	纺织、化工等工程设计、咨询与工程承包
	相关产品开发与应用
中国电力工程顾问集团公司	电力规划研究、咨询、评估与工程勘察、设计、服务、工程承包
	电力项目投资与经营及相关专有技术产品开发
中国水电工程顾问集团公司	水电水利、风电规划研究、咨询、评估与工程勘察、设计、服务、工程承包
	水电、风电项目投资与经营
中国冶金地质勘查工程总局	固体矿产地质勘查、研究、开发、服务
	超硬材料生产及机械装备制造

（续）

企业名称	主业内容
中国煤炭地质总局	煤炭地质勘查、研究及矿业开发
	相关工程施工、服务与专用设备制造
中国汽车技术研究中心	汽车工程技术研究与服务
	汽车零部件制造
中国国际工程咨询公司	规划、政策咨询，咨询评估，工程管理服务
中国国际技术智力合作公司	人力资源服务（包括外包服务、管理咨询服务和出国服务）
	投资与贸易服务
中国水利投资集团公司	投资与资产管理
	实业投资（水利水电、再生能源）与管理
	工程承包
	相关技术研究、贸易与服务
彩虹集团公司	显示器件及其零部件的研发、制造
	光电产品整机及相关零部件研发、制造
中国航空器材进出口集团公司	航空器材贸易、分销及租赁
	航空器材制造、维修与相关技术服务
	相关物流服务
中商企业集团公司	日用消费品、农产品贸易
	综合物流服务
中国种子集团公司	农作物种子与种苗研发、生产及销售
	相关农业生产资料及农产品研发、生产与销售
中国丝绸进出口总公司	丝绸及其他纺织品贸易与生产
	物流及相关服务
中国乐凯胶片集团公司	信息化学品及相关专用化学品的生产及贸易
	薄膜、涂层材料的生产及贸易
	相关工程技术研究、开发及服务

（续）

企业名称	主业内容
中国航空油料集团公司	航空油料及其他成品油经营、储运及相关服务
中国海洋航空集团公司	建筑工程
	物流及相关的配套服务
鲁中冶金矿业集团公司	铁矿采选
中国铁路通信信号集团公司	轨道交通通信、安全及控制系统设备制造
	相关技术研究、工程设计及承包
中国华录集团有限公司	视听电子产品、系统设备的研究与制造及相关软件开发
	相关技术服务
中国福马机械集团有限公司	工程机械、林业机械、小动力及摩托车制造
	林产品加工
	相关技术服务与贸易
上海贝尔阿尔卡特股份有限公司	通信信息产品研发、制造和系统集成
	相关软件开发和技术服务

www.55188.com最好的股票论坛理想在线证券网欢迎您!

董事会报告篇

- 公司治理
- 股权激励
- 分红预案

www.55188.com最好的股票论坛理想在线证券网欢迎您!

第8章　避免人祸的发生

公司治理

一些原本业绩突出的上市公司，逐渐走下坡路，直至巨额亏损。原因何在？有些可能是“天灾”（比如公司所处市场极度萎缩），但更多的是因为“人祸”（管理不善）。

避免“人祸”要靠什么，主要靠规范的公司治理。这里所讲的公司治理，不仅仅局限于一般人所理解的公司管理制度——如财务制度、采购制度、人事制度等，公司治理主要是指规范股东、董事会、管理层各自的权利与责任。说白了，就是让这些上市公司的参与者把自己的事干好，见图8-1。谁也不要越权，谁也不能失职。

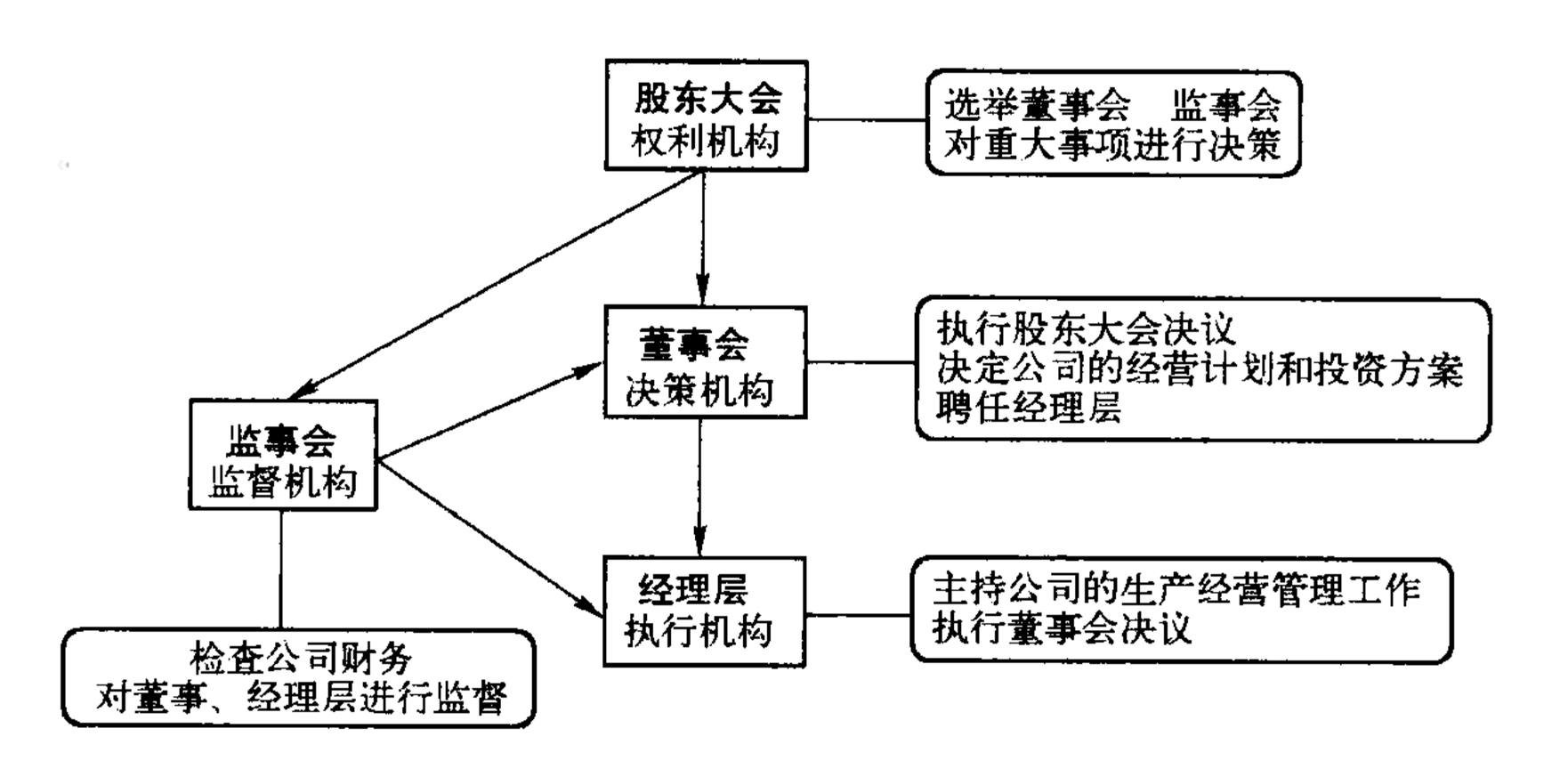


图8-1　公司架构图

比如个别上市公司董事长与总经理一肩挑，这就有些危险，因为总经理本来是需要董事会进行考核、聘任的，一肩挑了，总经理很可能就没人监督了。他做了什么损害公司利益的事，很难指望有什么力量去阻止和制衡。

又比如，有些事情本应提交股东大会讨论，但董事会却越权批准了，进而一些可能损害中小股东利益的事情（比如价格不合理的关联交易）就会发生。

再比如，董事会应当制定合理的针对管理层的考核方案以及薪酬方案，以激励管理层将其自身财富的增长与企业经营业绩的提高结合起来。但在一些公司，董事会在这方面却无所作为，这事实上是在唆使管理层动歪脑筋、打坏主意。

总之，如果没有良好的公司治理，不能形成公司参与方各司其职、各尽其职的局面，上市公司的可持续发展就是一句空话。这样的公司可能会显赫一时，但其消失只是时间问题。

因此，投资者在评判上市公司时，不能仅局限于对其管理者、业绩、产品、市场、行业的分析，公司治理优良与否也应该进入我们的视线。

年报中的公司治理结构

年报的“公司治理”部分，分为6个小项，见图8-2。6个小项的内容都是针对上市公司在公司治理方面可能存在的薄弱环节。值得投资者关注的是其中的第一项——公司治理的情况、第四项——高级管理人员的考评及激励情况、第六项——公司披露董事会对公司内部控制的自我评估报告和审计机构的核实评价意见。

第一项中，投资者要留意的是关于公司开展“公司治理专项活动情况”的内容。特别是其中关于当地证监局现场检查时所指出的问题，以及上市公司的整改方案，对投资者看清上市公司隐患很有帮助。对于这部分内容，下文会详细解读。

第四项中，投资者要关注高管的薪酬体系。对那些内容空泛，没有具体描

述的上市公司要特别留意。

在2007年年报中，第六项是选择性披露项目。上市公司可选择披露或不披露，但如果上市公司选择了披露，则从一个侧面说明该公司在规范运作方面领先一步。

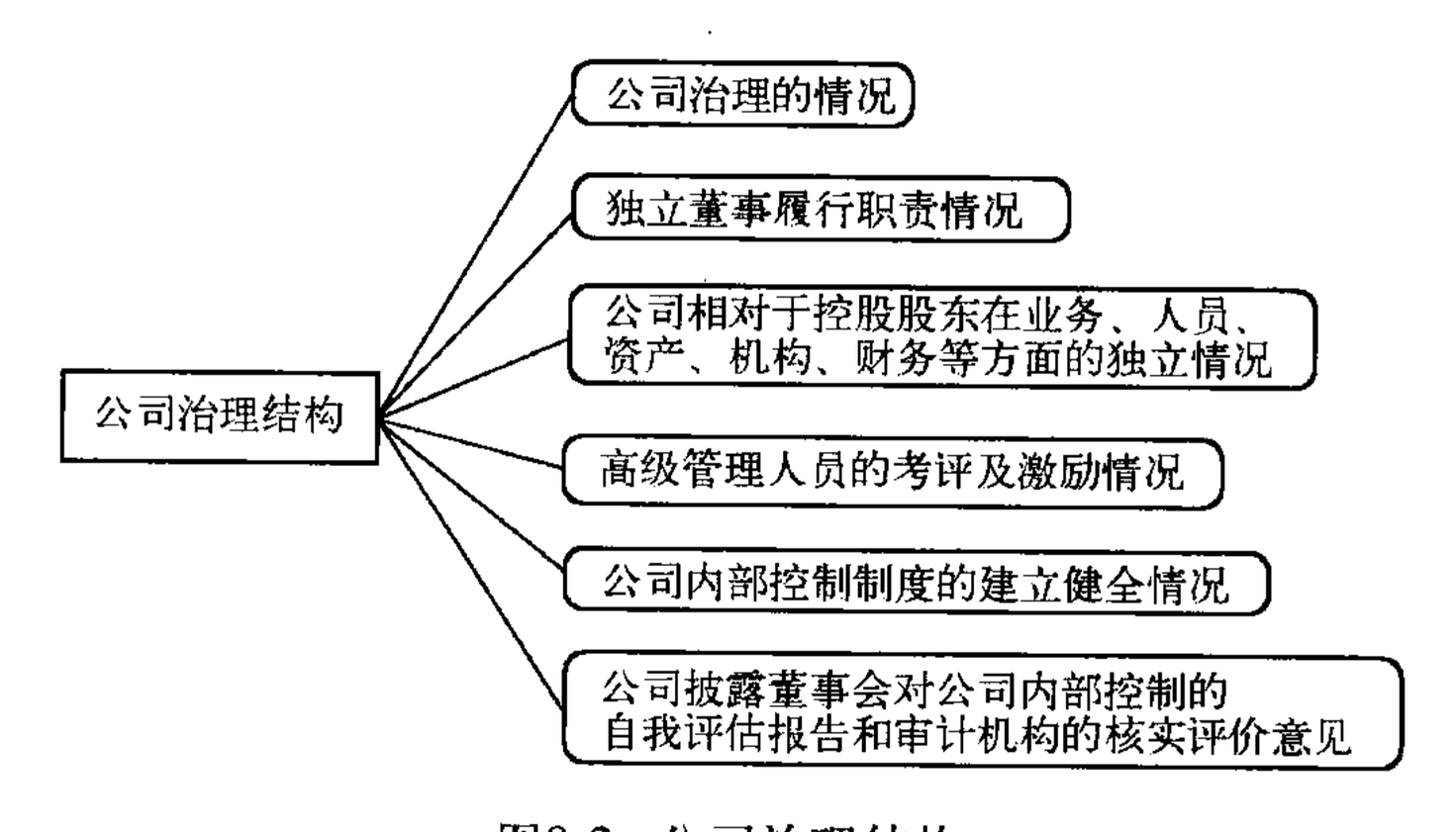


图8-2 公司治理结构

公司治理专项活动

2007年3月～10月，证监会开展了“加强上市公司治理专项活动”。该活动的一大特点就是披露了上市公司在公司治理方面存在的问题以及其整改措施。这些信息对于投资者更加透彻地了解各个上市公司很有帮助。

投资者可以在深圳证券交易所、上海证券交易所的网站上看到“公司治理专项活动”的栏目，点击进去后，就可以查询到每家上市公司所披露的《自查报告和整改计划》，见图8-3。

以五粮液为例，该公司的《自查报告和整改计划》在一开始的“特别提示”部分，就披露了公司存在的治理方面的四个问题，见表8-1。而后，在整改计划中，又披露了公司对四个问题的整改方案，见表8-2。

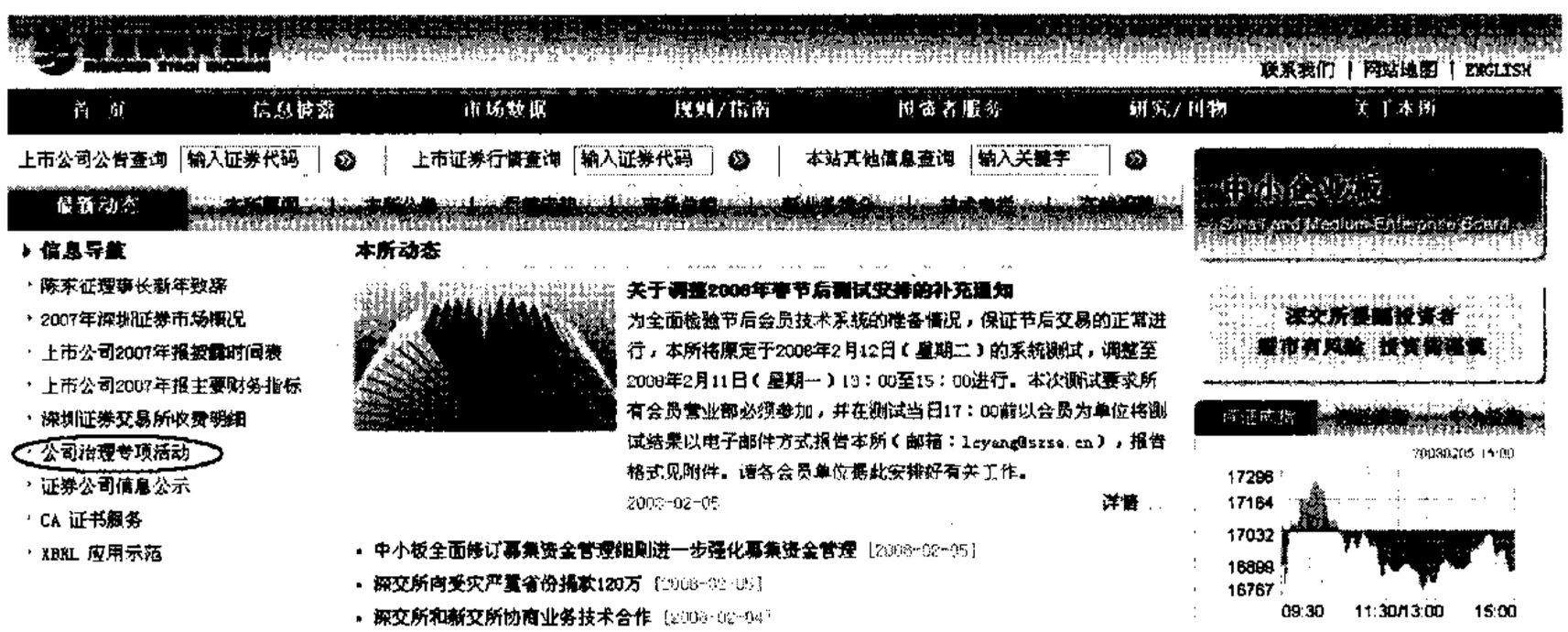


图8-3　深交所网站截屏图

表8-1　五粮液《自查报告和整改计划》"特别提示"

宜宾五粮液股份有限公司 关于上市公司治理专项活动的《自查报告和整改计划》 一、特别提示：公司治理方面存在的有待改进的问题 1．董事会成员中独立董事人数不足1/3，独立董事无会计专业人士。 2．关联交易额度较大，投资者关注度较高。 3．董事会中尚未设立专门委员会。 4．部分高管人员在关联单位交叉任职。

资料来源：2007年7月8日五粮液公告内容。

表8-2　五粮液整改计划

第二部分　整改计划

一、董事会成员中独立董事人数不足1/3，独立董事无会计专业人士。

由于本公司董事会成员的组成，均是由宜宾市国资委和宜宾市国资公司提名推荐，基于此，本公司董事会收悉该两次关注函后，均及时呈送了宜宾市国资委、宜宾市国资公司。经初步研究，

（续）

本公司拟于2007年9月30日前解决独立董事不足1/3，独立董事无会计专业人士这一问题。一是报经宜宾市国资委、宜宾市国资公司同意，修改《公司章程》将董事会成员由七名增加为八名，二是积极物色一名会计专业的独立董事充实到董事会，三是力争在董事会审议2007年半年度报告时解决此问题，从而符合相关法规规定。此解决计划已口头报告深交所公司管理部监管人员。

二、关联交易额度较大，投资者关注度较高问题。

市场和投资者相当关心五粮液集团公司的整体上市，股权激励，上市公司的关联交易等事项。由于本公司是由宜宾五粮液酒厂部分优质资产改制设立，改制时受额度限制，酒厂完整的生产经营体系一分为二，因此，上市公司的运行客观上形成了一些结构性缺陷，而这些缺陷上市公司自身来改善存在相当大的难度。因此，我公司将本着实事求是原则努力促进公司的独立性、规范性，力争通过多种方式实现资产整合，减少关联交易额。

三、董事会中尚未设立专门委员会问题。

董事会中尚未设立了下属委员会，如提名委员会、薪酬委员会、审计委员会、投资战略委员会等专门委员会。公司第四届董事会换届完成后，董事会将按照相关法规规定，按要求设立下属委员会，此事项预计2007年9月30日前完成。

四、部分高管人员在关联单位交叉任职问题。

董事长、总经理、部分副总经理、财务总监除在本公司任职外，尚在五粮液集团公司任职，形成了交叉任职。本公司系由五粮液酒厂部分资产改制设立，本公司和五粮液集团公司均同时受宜宾市国资委、宜宾市国资公司控制，其高管人员的提名任命均由政府和国资部门决定，所以部分高管人员交叉任职的解决是一个相当复杂的事情，同时也需要一定的时间。

应该说，规范的公司治理较为复杂，中国证监会、交易所颁布的相关文件不胜枚举，普通投资者很难全面理解掌握，更遑论以这些文件再去对照上市公司有哪些不足之处。而《自查报告和整改计划》则非常清晰地列示了上市公司在公司治理方面的不足之处，省却了投资者很多的工作量。

而在2007年年报当中，不仅简要披露了各上市公司《自查报告和整改计划》的内容，同时还披露了整改计划的落实情况，以及整改之后取得了哪些成效。建议投资者将年报中的内容与《自查报告和整改计划》相结合，对深入了解上

市公司很有帮助。

公司治理溢价

良好的公司治理意味着更低的风险，意味着遭遇“人祸”的概率大为降低，进而上市公司可以保持更加稳定、持续的成长。正因为如此，从中外证券市场的经验来看，都存在公司治理溢价的现象。

上海证券交易所从2008年1月2日开始推出了上证治理指数。该指数的样本股包括199家治理规范的上市公司，见表8-3。

从上证治理指数2008年1月2日～2月6日的走势看，其指数下跌了8%，而同期上证指数下跌了12.6%。这从一个侧面说明了上证治理指数的溢价效应。

表8-3 上证治理指数样本股名单

浦发银行 (600000)	邯郸钢铁 (600001)	白云机场 (600004)
东风汽车 (600006)	华能国际 (600011)	皖通高速 (600012)
民生银行 (600016)	日照港 (600017)	上港集团 (600018)
宝钢股份 (600019)	中原高速 (600020)	济南钢铁 (600022)
中海发展 (600026)	华电国际 (600027)	中信证券 (600030)
三一重工 (600031)	福建高速 (600033)	招商银行 (600036)
歌华有线 (600037)	保利地产 (600048)	中国联通 (600050)
宁波联合 (600051)	中国医药 (600056)	五矿发展 (600058)
海信电器 (600060)	双鹤药业 (600062)	皖维高新 (600063)
宇通客车 (600066)	冠城大通 (600067)	葛洲坝 (600068)
凤凰光学 (600071)	同仁堂 (600085)	长航油运 (600087)
特变电工 (600089)	云天化 (600096)	广州控股 (600098)
同方股份 (600100)	莱钢股份 (600102)	上海汽车 (600104)
重庆路桥 (600106)	中科英华 (600110)	浙江东日 (600113)

（续）

三峡水利 (600116)	西宁特钢 (600117)	中国卫星 (600118)
铁龙物流 (600125)	中青旅 (600138)	航天机电 (600151)
中体产业 (600158)	天坛生物 (600161)	福建南纸 (600163)
福田汽车 (600166)	上海建工 (600170)	上海贝岭 (600171)
雅戈尔 (600177)	生益科技 (600183)	兖州煤业 (600188)
中牧股份 (600195)	有研硅股 (600206)	紫江企业 (600210)
南山铝业 (600219)	青海华鼎 (600243)	万通地产 (600246)
中恒集团 (600252)	鑫科材料 (600255)	凯乐科技 (600260)
浙江阳光 (600261)	北京城建 (600266)	海正药业 (600267)
赣粤高速 (600269)	外运发展 (600270)	航天信息 (600271)
浦东建设 (600284)	华泰股份 (600308)	烟台万华 (600309)
桂东电力 (600310)	营口港 (600317)	天房发展 (600322)
南海发展 (600323)	华发股份 (600325)	天通股份 (600330)
广州药业 (600332)	美克股份 (600337)	山东高速 (600350)
亚宝药业 (600351)	浙江龙盛 (600352)	承德钒钛 (600357)
江西铜业 (600362)	红星发展 (600367)	金地集团 (600383)
江山股份 (600389)	太工天成 (600392)	金山股份 (600396)
三友化工 (600409)	江淮汽车 (600418)	柳化股份 (600423)
中远航运 (600428)	瑞贝卡 (600439)	涪陵电力 (600452)
宝钛股份 (600456)	时代新材 (600458)	士兰微 (600460)
空港股份 (600463)	好当家 (600467)	福建南纺 (600483)
扬农化工 (600486)	亨通光电 (600487)	晋西车轴 (600495)
长江精工 (600496)	驰宏锌锗 (600497)	烽火通信 (600498)

（续）

科达机电 (600499)	中化国际 (600500)	航天晨光 (600501)
长力股份 (600507)	上海能源 (600508)	黑牡丹 (600510)
国药股份 (600511)	置信电气 (600517)	长园新材 (600525)
菲达环保 (600526)	江南高纤 (600527)	中铁二局 (600528)
栖霞建设 (600533)	天士力 (600535)	深高速 (600548)
厦门钨业 (600549)	康缘药业 (600557)	金自天正 (600560)
江西长运 (600561)	安阳钢铁 (600569)	天地科技 (600582)
海油工程 (600583)	海螺水泥 (600585)	用友软件 (600588)
上海航空 (600591)	龙溪股份 (600592)	中孚实业 (600595)
新安股份 (600596)	光明乳业 (600597)	青岛啤酒 (600600)
方正科技 (600601)	第一食品 (600616)	海立股份 (600619)
天宸股份 (600620)	申能股份 (600642)	原水股份 (600649)
兆维科技 (600658)	川投能源 (600674)	广船国际 (600685)
青岛海尔 (600690)	沱牌曲酒 (600702)	天津港 (600717)
东软股份 (600718)	苏州高新 (600736)	上实发展 (600748)
江中药业 (600750)	厦门国贸 (600755)	安徽合力 (600761)
通宝能源 (600780)	中储股份 (600787)	国电电力 (600795)
宁波海运 (600798)	马钢股份 (600808)	三精制药 (600829)
界龙实业 (600836)	宝信软件 (600845)	银座股份 (600858)
北人股份 (600860)	火箭股份 (600879)	亚泰集团 (600881)
国投电力 (600886)	南京化纤 (600889)	中海海盛 (600896)
长江电力 (600900)	国投中鲁 (600962)	博汇纸业 (600966)
中材国际 (600970)	广安爱众 (600979)	北矿磁材 (600980)

（续）

合肥三洋 (600983)	航民股份 (600987)	贵绳股份 (600992)
马应龙 (600993)	开滦股份 (600997)	大秦铁路 (601006)
中国神华 (601088)	中国国航 (601111)	中国平安 (601318)
交通银行 (601328)	工商银行 (601398)	北辰实业 (601588)
中国铝业 (601600)	中国人寿 (601628)	潞安环能 (601699)
中国远洋 (601919)	建设银行 (601939)	中国银行 (601988)
大唐发电 (601991)		

第9章　有财大家发
股权激励

如果你工作很忙，没有时间研究那么多数据，那么有一个既省事又能保证赚钱概率较大的投资方式——买进并长期持有包含股权激励的股票。

股权激励是中国证券市场实施的一项新制度，它使上市公司的管理层在其公司股价上涨时，可以赚到很多钱。因此，买进这样的股票，等于是让上市公司老总帮你炒股，他想赚钱，就得让你也赚钱。

2007年年报中，股权激励成为上市公司必须详细披露的内容，见表9-1。

表9-1　宝新能源股权激励

姓名	职务	性别	年龄	年初持股数	年末持股数	变动原因	报告期内从公司领取的报酬总额（万元）	报告期被授予的股权激励情况			
								可行权股数	已行权数量	行权价	期末股票市价
宁远喜	董事长	男	38	0	920 000	股票期权激励	42.00	920 000	920 000	5.41	24.00
林锦平	总经理	男	50	30 845	766 267	送转股及股票期权激励	35.00	720 000	720 000	5.41	24.00
叶华元	董事	男	57	30 845	781 690	送转股及股票期权激励	0.00	720 000	720 000	5.41	24.00

（续）

姓名	职务	性别	年龄	年初持股数	年末持股数	变动原因	报告期内从公司领取的报酬总额（万元）	报告期被授予的股权激励情况			
								可行权股数	已行权数量	行权价	期末股票市价
杨清文	董事	男	56	30 846	781 692	送转股及股票期权激励	35.00	720 000	720 000	5.41	24.00
叶碧玲	账务总监	女	42	30 845	501 690	送转股及股票期权激励	25.00	440 000	440 000	5.41	24.00
朱慈荣	董事	女	46	30 846	501 692	送转股及股票期权激励	0.00	440 000	440 000	5.41	24.00
叶耀荣	董事	男	31	0	720 000	股票期权激励	35.00	720 000	720 000	5.41	24.00

资料来源：宝新能源2007年年报。

值得注意的是，有关股权激励的内容披露，散见于年报的各个部分。“董事会报告”部分会披露股权激励的执行情况；“董事、监事、高级管理人员和员工情况”部分会披露股权激励涉及管理层的哪些成员；“会计附注”部分会披露股权激励可能对公司利润造成的影响。对这三部分，投资者都应该认真阅读。

期权激励

先来了解一下什么是股权激励，以及投资者如何利用这项金融工具。

按照规范的定义，股权激励是指上市公司以本公司股票为标的，对其董事、

监事、高级管理人员及其他员工进行的长期性激励。

股权激励的方式有很多种，从上市公司目前实施股权激励的情况看，最流行的一种是期权型股权激励。可以这样理解：期权型股权激励是赋予上市公司管理层一项权利，即管理层在上市公司达到一定业绩目标的前提下，可以用之前确定的价格购买一定量的股票。比如A上市公司实施股权激励，公司与管理层约定：如果明后两年的净利润增长率都能够达到30%，那么就向管理层以5元/股的价格发行1 000万股股票。

如果管理层想赚钱，不仅要完成净利润的增长指标，还得想办法使公司两年后的股价高于5元。如果两年后上市公司净利润增长达到了之前确定的目标，而公司股价也涨到了10元，那么管理层届时就可以用5元的价格买到1 000万股股票。市价10元的股票，能用5元买到，而且是1 000万股，岂不是很爽！宝新能源的2007年年报就显示，公司管理层在2007年按照之前确定的价格——5.41元/股，买进了很多股票，而这些股票2007年年底的市价是24元。

有了这样的制度，上市公司的管理者们当然会加倍努力，而投资者买进这样的股票，赚钱的可能性也就大增了。

细心的投资者会问，如果我们想赚钱，那也得用5元的价格，或者至少只比5元高一点的价格买到股票呀。是的，的确如此。不过请投资者放心，中国证监会在制定相关政策时，已经替投资者想到这一点了。证监会的政策规定：上市公司在授予激励对象股票期权时，行权价格不应低于下列价格较高者：①股权激励计划草案摘要公布前一个交易日的公司股票收盘价；②股权激励计划草案摘要公布前30个交易日内的公司股票平均收盘价。

这里的行权价格就是刚才所举A公司例子当中的5元/股的价格。所谓行权就是行使权利，即管理层以约定的价格向上市公司购买股票的权利。

大家应该注意到，政策中对行权价格的规定，是以股权激励草案公布时的股票市价为依据的，这也就在很大程度上保证了投资者可以用与行权价差不多的价格买到股票的可能性。假如A公司公布股权激励草案前一天的收盘价是4.8元，那么A公司股权激励方案中的行权价就不能比4.8元低。如果投资者在

草案公布的当天就买进股票，最贵也只有5.28元（4.8元×110%）。如果行权价是5元，5.28元买进也还是可以接受的。

管理层只赚不赔

虽然买进了股权激励的股票等于是让上市公司老总帮你炒股，但并不等于说，上市公司老总就肯定能帮你赚钱。

我们来看看你与上市公司管理层在股权激励方面的区别。对于上市公司管理层来说，股权激励是一项权利而并不是一项义务，也就是说，管理层有买股票的权利，同时也有不买股票的权利。还以A公司为例，假如两年后，上市公司净利润增长达到了目标，但由于大势不好，A公司的股价跌到了4元，此时，管理层可以选择不买股票。试想，股价都跌到4元了，管理层还行使以5元的价格买1 000万股股票的权利干什么？即使他们想买，也完全可以直接从二级市场以4元的价格买。但对于投资者来说，如果你两年前就以5元的价格购买了股票，两年后，股票跌到了4元，你可就亏钱了。

股权激励实际上使上市公司管理层立于不败之地。管理层可以少赚钱甚至不赚钱，至少不会亏钱，但对普通投资者来说，如果以行权价格买到了股票，则不排除亏钱的可能。

当然，上市公司管理层还是想赚钱的，而且是想赚大钱的，因此，上市公司选择公布股权激励草案都会选择自认为股价比较低、公司发展前景很好、股价上涨空间比较大的时候。总的来说，行权价高于日后股价的可能性并不大。

优中选优

截至2008年1月，已经实施以及拟实施股权激励的上市公司有68家（详细名单见本章附表9-1），其中实施期权激励的有53家，这53家上市公司的股价都高于行权价，但高出的幅度却有很大差别。高的，股价是行权价的五六倍；低的，股价只比行权价高出10%。

各公司的股价表现有这么大的差别，要求投资者在选择股权激励类股票的

时候，详细阅读公司披露的《股权激励方案》，优中选优。

从实际情况分析，优中选优的原则有以下几点。

第一，看看哪家公司的业绩目标制订得更严格。上市公司股价上涨的根本原因在于公司的业绩能够大幅提高，因此，那些业绩目标制订得更高的上市公司，更值得关注。比如，A公司的业绩目标是净利润在两年时间内，每年至少增长30%；而B公司的业绩目标是净利润在两年时间内，每年至少增长15%。显而易见，A公司的业绩目标制订得更高一些，因此，其股价的涨幅也可能会更大。

第二，看看哪家公司的股权激励时间更短。所谓股权激励的时间，也就是从股权激励开始正式实施到未来管理层行权结束的时间。比较目前各上市公司的股权激励方案，有的公司将行权时间拉得很长，比如分五年，每年可以行权20%。有的公司行权时间短一些，只有两年，两年就可以行权完毕。在这种情况下，选择行权时间短的上市公司，对投资者来说更有利。时间拖得越长，不确定性因素就越多。

第三，看看哪家上市公司的股东中，机构投资者更多一些。一般来说，机构投资者在上市公司中的持股比例越高，说明上市公司的发展前景就越好，毕竟，机构投资者的研究力量与研究手段比普通投资者要强得多。选择机构投资者持股比例大的上市公司，就等于给自己再加了一道保险。

第四，第一大股东持股比例高的公司比持股比例低的公司好一些；民营类上市公司比国有上市公司好一些。至于这一条的原因，下面会讲到。

草案未获批准

按照刚才的思路，投资者购买股权激励类股票最好是在上市公司刚刚公布股权激励草案的时候，否则等股价已经涨起来，远远超过了行权价的时候再买进，赚钱的可能性就减小了。但在股权激励草案公布的时候买进，也可能存在一个风险，就是草案迟迟没有被批准实施。从程序角度讲，上市公司公布股权激励草案后，要获得证监会批准，如果是国有上市公司，还要获得国资委批准，

之后，还需要公司股东大会的批准。这几项程序都走完了，股权激励方案才能实施。

一般来说，公司股东大会都会批准股权激励方案，如果草案卡壳，大都是因为没有被国资委或证监会批准。目前就有几家上市公司遇到了这样的问题，草案公布很长时间了，但就是未获得批准。迟迟得不到批准的原因有很多，这里就不详述了。对于投资者来说，如果草案在公布半年之内仍然得不到证监会或国资委的批准，最稳妥的办法是先卖掉股票。毕竟，股权激励类的股票还会有，没有必要死等这一只。

股价“破权”

虽然目前已经实施股权激励的上市公司的股价都高于约定的行权价，但不能排除在大盘不好的情况下，股价会跌破行权价。如果出现这种情况，在公司基本面没有恶化的前提下，投资者可以高度关注这类股票。

以A公司为例，假设A公司允许管理层在2009年开始行权，行权价是5元/股。如果A公司在2008年的某一时刻，股价跌到了4元，那么投资者在这个时候买进股票，盈利的空间就更大了。

因此，对那些已经实施股权激励但管理层还未行权或行权还未完全结束的公司，投资者仍然可以保持关注。一旦这些公司的股价由于大盘的原因，接近行权价或者跌破行权价，就是一个买进的好时机。

激励成本

期权式的股权激励对上市公司而言，也存在一定的负面效应，如果激励规模很大，这一负面效应将相当明显，见表9-2。因为按照会计准则的要求，对上市公司管理层的期权激励，视为公司对管理层发放的薪酬，而薪酬将计入公司的管理费用，从而影响上市公司利润。

至于股权激励会给上市公司当期业绩带来多大的影响，投资者可以在年报所有者权益变动表的附注中找到答案，见表9-3。从宝新能源年报显示的

内容可以看出来，2007年由于实施了股权激励，该公司管理费用增加了1 704万元。

表9-2　伊利股份2007年年度业绩预亏公告

预计本期业绩情况

1. 业绩预告期间：2007年1月1日～2007年12月31日。

2. 业绩预告情况：亏损。

经公司财务部门初步测算，因公司实施股票期权激励计划，依据《企业会计准则第11号——股份支付》的相关规定，计算权益工具当期应确认成本费用导致公司2007年年度报告中净利润将出现亏损。具体数据将在2007年年度报告中披露。

表9-3　宝新能源年报所有者权益变动表附注

股份支付交易对当年财务状况和经营成果的影响

公司实施的股份支付由于第一期行权于本年度实施，该次行权使公司权益增加58 428 000元，其中：增加股本1 080万元，增加资本公积47 628 000元。公司实施的股份支付第一期在本年行权前的等待期和第二期、第三期未行权的待期内，本年共计算权益工具成本费用为17 044 923.03元，该成本费用增加公司2007年度的管理费用并相应增加资本公积。

资料来源：宝新能源2007年年报。

安然的教训

除了影响利润外，股权激励的实施还可能使上市公司存在一定的潜在风险，也就是说，在巨大的利益诱惑面前，上市公司管理层为了完成业绩目标，促进股价上涨，有可能不惜做假账。而一旦事情败露，公司的股价就可能一落千丈。

前几年，美国发生的安然事件就是一个典型的教训，见图9-1。这家以天然气生产、运输以及天然气衍生品交易为主的世界500强公司，原本经营状况良好，但由于该公司针对管理层实施了巨额的股权激励，管理层的心态开始发生变化。本来公司经营中遇到了一些暂时的困难，经营业绩出现一些下降甚至亏损是很正常的事情，但管理层由于担心这会影响到股权激励的实施，于是就做假账掩盖真相。事情的发展就是这样，一旦做假账，就需要做更多的假账去掩饰，一旦开始撒谎，就需要更大的谎言去掩盖前一个谎言，直至谎言被戳穿。最终股价大跌，投资者要求索赔，安然公司以倒闭结束。

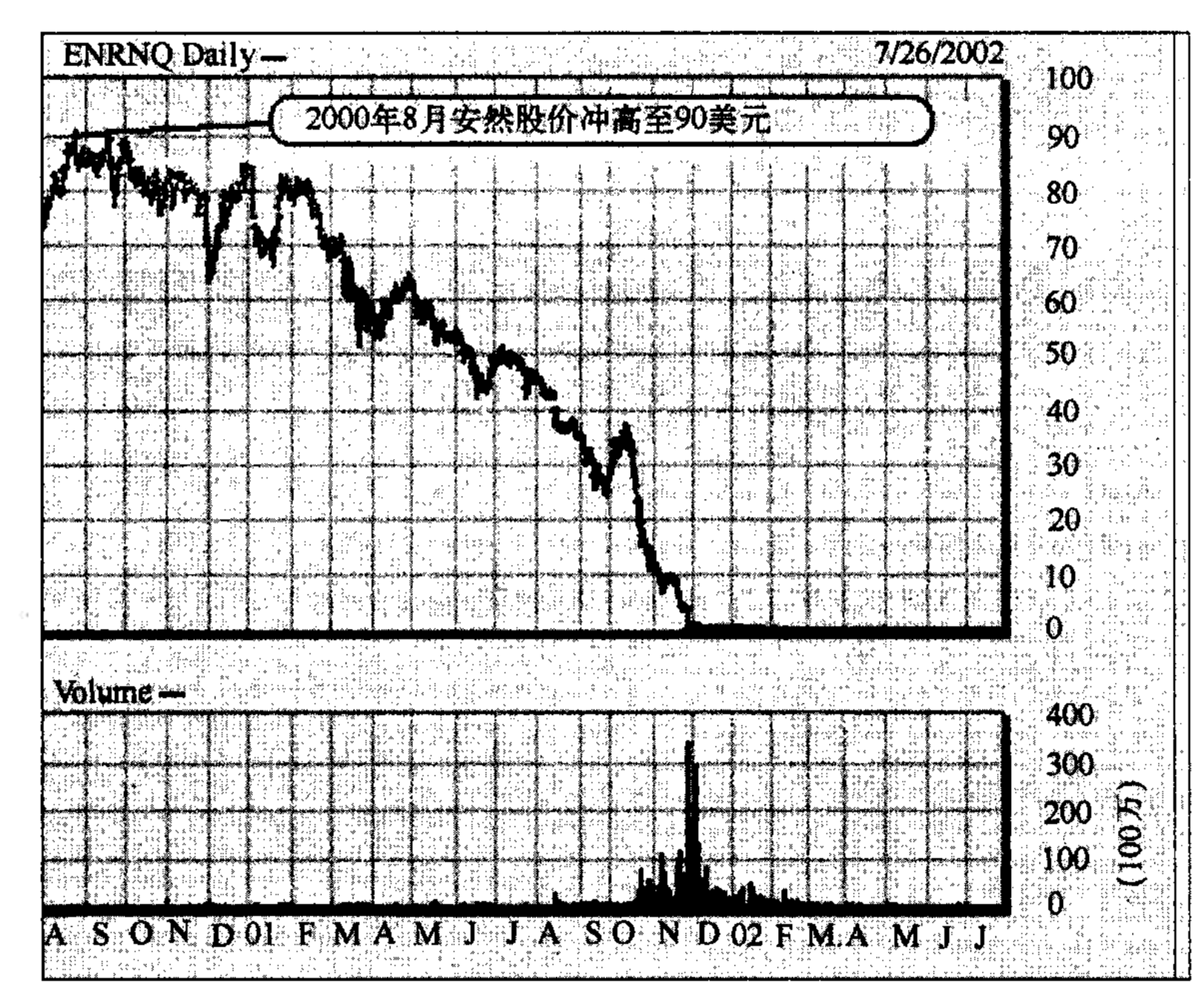


图9-1 安然股票走势图

安然的教训告诉我们，虽然买了股权激励类的股票可以比较安心，但在闭上一只眼的同时，也得睁着一只眼。

首先，如果公司的业绩出现大幅增长，而这种增长明显高于同行业水平，

一定要看看公司的经营性现金流。一般来说，上市公司业绩造假，很难在现金流上造假，因为这样做的成本相当高。

其次，在选择股权激励类股票的时候，有一个原则，也就是前面提到的：第一大股东持股比例高的公司比持股比例低的公司更安全一些；民营类上市公司比国有上市公司更安全一些。这是因为，第一大股东持股比例越高，说明该股东对上市公司的控制力越强，在强有力的控制下，上市公司管理层做假账的可能性就越小。而如果上市公司的股权比较分散，没有一个股东有足够的实力对管理层进行控制与监督，管理层做假账的空间就更大。其实，在安然事件中就存在这一问题，安然的股权比较分散，没有一个股东能够对安然的管理层进行有效监督。

大家要有一个概念，在股改已经完成的背景下，上市公司管理层做假账若被发现，最大的受害者是其第一大股东。因为它持有的股票最多，股价跌下来，其损失最大。

至于为什么民营上市公司比国有上市公司更安全，倒不是说国有上市公司的管理层道德水平低，惯于违法违规，而是由于国有上市公司与民营上市公司相比较，存在天然的制度性缺陷。

简单地说，国有上市公司虽然也有控股股东，但控股股东对上市公司的控制与监督也要靠人来执行，但对这些具体执行的人来讲，上市公司毕竟不是自己的财产，因此，执行的时候不尽心尽力甚至与上市公司管理层沆瀣一气的可能性还是有的。而民营上市公司就不是这样，其控股股东是个人，他的财产主要体现为在上市公司中的持股，他肯定不能容忍公司管理层为了短期利益做假账。因为事情一旦败露，股价大跌，最受伤的就是他自己。对这样的控股股东来说，他不仅会随时随地睁大双眼盯着管理层的一举一动防止安然事件重演，而且会全心全意帮助管理层将上市公司经营好。

附表9-1　已实施及拟实施股权激励的上市公司

名　称	方案进度	激励标的物	激励方式	激励总数(万股/万份)	激励总数占当时总股本比例(%)	期权初始行权价	有效期(年)	预案公告日
农产品	股东大会通过	股票	股东转让股票	2 620.425 3	6.76	—	3	2005年7月14日
中信证券	实施	股票	股东转让股票	3 000	1	—	—	2005年7月20日
新大陆	实施	股票	股东转让股票	1 500	1.66	1.88	3	2005年10月12日
格力电器	实施	股票	股东转让股票	2 639	4.91	5.07	3	2005年12月23日
风帆股份	董事会预案	股票	上市公司定向发行股票	160	—	—	—	2006年2月13日
深振业A	实施	股票	股东转让股票	1 521.549 8	6	4.07	3	2006年2月24日
新安股份	实施	股票	股东转让股票	2 227	7.77	1.595	1	2006年3月8日
中捷股份	实施	期权	上市公司发行股票期权	663	3.71	6.59	5	2006年4月27日
万科A	实施	股票	上市公司提取激励基金买入流通A股	6 096 .971 8	0.93	—	3	2006年4月28日
双鹭药业	实施	期权	上市公司发行股票期权	180	2.17	9.83	6	2006年 4月28日
金发科技	实施	期权	上市公司发行股票期权	3 185	10	13.15	3	2006年5月23日
长江精工	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	1 000	4.35	5.23	5	2006年5月29日
华侨城A	实施	股票	上市公司定向发行股票	5 000	4.5	7	6	2006年6月2日
泸州老窖	股东大会通过	期权	上市公司发行股票期权	2 400	2.85	12.78	10	2006年6月6日

（续）

名　称	方案进度	激励标的物	激励方式	激励总数(万股/万份)	激励总数占当时总股本比例(%)	期权初始行权价	有效期(年)	预案公告日
伟星股份	实施	期权	上市公司发行股票期权	608	8.13	9.06	5	2006年6月27日
苏泊尔	实施	期权	上市公司发行股票期权	600	3.41	7.01	5	2006年6月29日
广州国光	实施	期权	上市公司发行股票期权	1 420.8	8.88	6.75	5	2006年6月29日
大众公用	董事会预案	股票	上市公司提取激励基金买入流通A股	—	—	—	3	2006年7月6日
辽宁成大	实施	期权	上市公司发行股票期权	4 050	8.13	8.75	8	2006年7月18日
宝新能源	实施	期权	上市公司发行股票期权	2 700	9.84	10.85	4	2006年7月21日
博瑞传播	实施	期权	上市公司发行股票期权	1 600	8.779	14.85	8	2006年7月27日
鹏博士	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	1 200	8.46	6.56	4	2006年8月17日
康恩贝	实施	期权	上市公司发行股票期权	670	4.88	7.2	5	2006年8月24日
永新股份	实施	期权	上市公司发行股票期权	400	4.28	7.7	6	2006年8月31日
七匹狼	实施	期权	上市公司发行股票期权	700	6.33	10.2	5	2006年9月12日
福星股份	实施	期权	上市公司发行股票期权	760	3.7	9.34	4	2006年9月22日

（续）

名　称	方案进度	激励标的物	激励方式	激励总数(万股/万份)	激励总数占当时总股本比例(%)	期权初始行权价	有效期(年)	预案公告日
南玻A	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	5 000	4.92	8.2	5	2006年9月25日
泛海建设	实施	期权	上市公司发行股票期权	3 500	9.96	9.42	4	2006年9月28日
海南海药	股东大会通过	期权	上市公司发行股票期权	2 000	9.88	3.63	8	2006年9月29日
晨鸣纸业	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	7 000	5.13	4.73	5	2006年10月11日
浙大网新	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	4 000	4.92	4.3	6	2006年10月11日
西飞国际	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	626.4	1	10.75	5	2006年10月16日
浙江龙盛	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	4 120	6.98	4	3	2006年10月24日
中兴通讯	股东大会通过	股票	上市公司定向发行股票	4 798	5	30.05	5	2006年10月26日
生益科技	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	4 500	4.7	7.21	5	2006年11月21日
东百集团	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	800	6.06	8.7	5	2006年11月28日
伊利股份	实施	期权	上市公司发行股票期权	5 000	9.681	13.23	8	2006年11月28日
用友软件	实施	股票	上市公司定向发行股票	1 797.12	8	18.17	4	2006年12月2日

（续）

名　称	方案进度	激励标的物	激励方式	激励总数(万股/万份)	激励总数占当时总股本比例(%)	期权初始行权价	有效期(年)	预案公告日
华微电子	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	1 500	6.36	14.36	5	2006年12月5日
凯乐科技	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	1 600	6	7.58	4	2006年12月5日
泰豪科技	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	1 500	7.64	9.11	4	2006年12月14日
士兰微	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	1 501.44	3.72	—	—	2006年12月16日
宝钢股份	董事会预案	股票	上市公司提取激励基金买入流通A股	—	—	—	3	2006年12月19日
青岛海尔	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	8 000	6.69	7.63	7	2006年12月25日
有研硅股	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	283.8	1.96	9.17	5	2006年12月26日
同方股份	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	1 725	3	12.98	5	2007年1月11日
科达机电	股东大会通过	期权	上市公司发行股票期权	1 100	7.37	4.69	5	2007年1月16日
苏宁电器	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	2 200	3.05	66.6	5	2007年1月30日
同洲电子	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	869.5	7.7	33.31	5	2007年3月26日
特变电工	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	2 000	2.342	10.16	4	2007年6月19日

（续）

名　称	方案进度	激励标的物	激励方式	激励总数(万股/万份)	激励总数占当时总股本比例(%)	期权初始行权价	有效期(年)	预案公告日
中化国际	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	14 375.895 7	10	—	10	2007年12月20日
中粮地产	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	308.64	0.0034	—	7	2007年12月20日
金螳螂	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	200	2.13	49	5	2007年12月25日
烽火通信	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	256.2	0.625	—	10	2007年12月26日
报喜鸟	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	960	10	32.6	5	2007年12月27日
太阳纸业	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	1 200	3.34	34.17	5	2007年12月27日
上海家化	股东大会通过	股票	上市公司定向发行股票	560	3.2	8.94	5	2007年12月27日
海油工程	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	38.28	0.04	—	10	2007年12月28日
新湖中宝	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	7 822	4.44	15.96	4	2007年12月28日
华海药业	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	2 200	9.56	25.68	5	2007年12月29日
冠城大通	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	1 500	3.11	20.42	5	2008年1月3日
迪马股份	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	520	2.6	20.13	4	2008年1月4日

（续）

名　称	方案进度	激励标的物	激励方式	激励总数(万股/万份)	激励总数占当时总股本比例(%)	期权初始行权价	有效期(年)	预案公告日
东阿阿胶	董事会预案	股票	上市公司提取激励基金买入流通A股	—	—	—	—	2008年1月4日
沃尔核材	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	320	5.89	47.6	4	2008年1月9日
广宇集团	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	800	3.209	26.55	5	2008年1月11日
华发股份	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	314.6	0.995 7	44.91	5	2008年1月14日
华菱管线	董事会预案	股票增值权	股票增值权	36.37	0.016 4	13.05	5	2008年1月15日
美的电器	董事会预案	期权	上市公司发行股票期权	3 000	2.38	39	8	2008年1月15日

第10章　猜猜蛋糕怎么分

分红预案

对于很多投资者来说，年报看点，除了每股收益，就要算分红预案了。虽然这样的做法很值得商榷，但必须承认，分红预案对公司股价存在重要影响，特别是短期内，这一影响有可能很明显。

分红预案包括三项内容：一是利润分配预案；二是资本公积转增股本预案；三是盈余公积转增股本预案。

其中利润分配又有两种方式可以选择，一种是分现金，另一种是送红股。分现金很容易理解，而送红股实际上是会计科目之间的调整，不涉及现金流出。

严格来讲，资金公积转增股本不属于分红范畴，但由于这一行为的实质与送红股类似，一般都将其视为分红的一种。因此，在上市公司年报中，利润分配与资本公积转增预案被放在一起表述，见表10-1。

至于盈余公积转增股本预案，虽然在理论上可行，但上市公司极少实施，投资者可暂不予以关注。

表10-1　华发股份资本公积金转增预案

利润分配或资本公积金转增预案
根据天健华证中洲（北京）会计师事务所有限公司编制的天健华证中洲审（2008）GF字第010009号《审计报告》列示：本公司2007年度实现净利润362 828 235.28元，加上年初未分配利润

（续）

427 423 577.98元，可供分配利润为790 251 813.26元，提取法定盈余公积计17 909 773.19元，可供股东分配的利润为722 342 040.07元，拟以本公司2007年年末总股本315 957 539.00股为基数，以资本公积金转增股本并派发现金股利，向全体股东每10股转增10股并每10股派发现金股利1元（含税），共计分配现金股利31 595 753.90元。上述利润分配方案尚须提交公司2007年度股东大会批准。

资料来源：华发股份2007年年报。

利润分配的前提条件

上市公司董事会在年报中提出利润分配预案有两个前提条件。

第一，本年度净利润弥补以前年度亏损后仍为正。在实际中，有些上市公司以前年度发生过巨额亏损，导致其账面上“未分配利润”这一会计科目为负值。按照规定，上市公司当年的净利润在进行分配前，先要弥补以前年度亏损。如果弥补后，未分配利润还是负数，上市公司则不能进行利润分配。因此，对“未分配利润”还留有巨额亏损的上市公司，投资者就不必指望其年报中会出现利润分配预案了。

这里要特别提醒投资者注意的是：在新的《公司法》实施以前，上市公司可以用资本公积弥补以前年度亏损，因此，弥补以前年度亏损还算容易——多数上市公司的资本公积金都比较充裕。但最新《公司法》禁止了用资本公积弥补以前年度亏损的行为。这样一来，一旦上市公司账面上形成了巨额亏损，很有可能在几年之内，该公司都难以提出分红预案。

第二，本年度盈利。虽然从理论上讲，当年亏损的上市公司仍然有可能分配利润——只要以前年度的未分配利润与本年度亏损相加后仍为正数。但在现实中，这样的上市公司极为罕见，十几年来，总数也不会超过5家。因此，对于那些年报已经预亏的上市公司，投资者也不用指望其推出利润分配预案了。

资本公积转增的前提条件

从理论上讲，资本公积转增股本时，没有像利润分配那样的两个前提条件，也就是说，无论上市公司当期是否赚钱，无论未分配利润是正还是负，只要公司的资本公积会计科目上还有钱，都可以提出资本公积转增的预案。

但在实际操作中，绝大多数上市公司董事会在决定是否提出资本公积转增预案时，还是遵循着利润分配的两个前提条件。前些年，有一些亏损公司在年报中提出资本公积转增预案，但现在，这一现象已经基本绝迹。

利润分配的顺序

在满足上述两个条件后，上市公司就可以进行利润分配了，但按照规定，在分配前，上市公司先要从当年的净利润中提取10%列入公司的法定盈余公积。如果法定盈余公积已经达到了公司注册资本的50%以上，可以不再提取。在提取了法定盈余公积后，按照规定，还可以提取一定比例的任意盈余公积金，但实际操作中，这样做的上市公司很少。

在上述步骤完成后，上市公司就可以提出利润分配预案了。但投资者要注意，提取各项公积金后的当期净利润，要与以前年度的未分配利润加总，然后形成可供股东分配的利润。这个可供股东分配的利润才是利润分配的那块“蛋糕”，见图10-1。而至于资本公积转增股本，则没有这么多烦琐的程序。

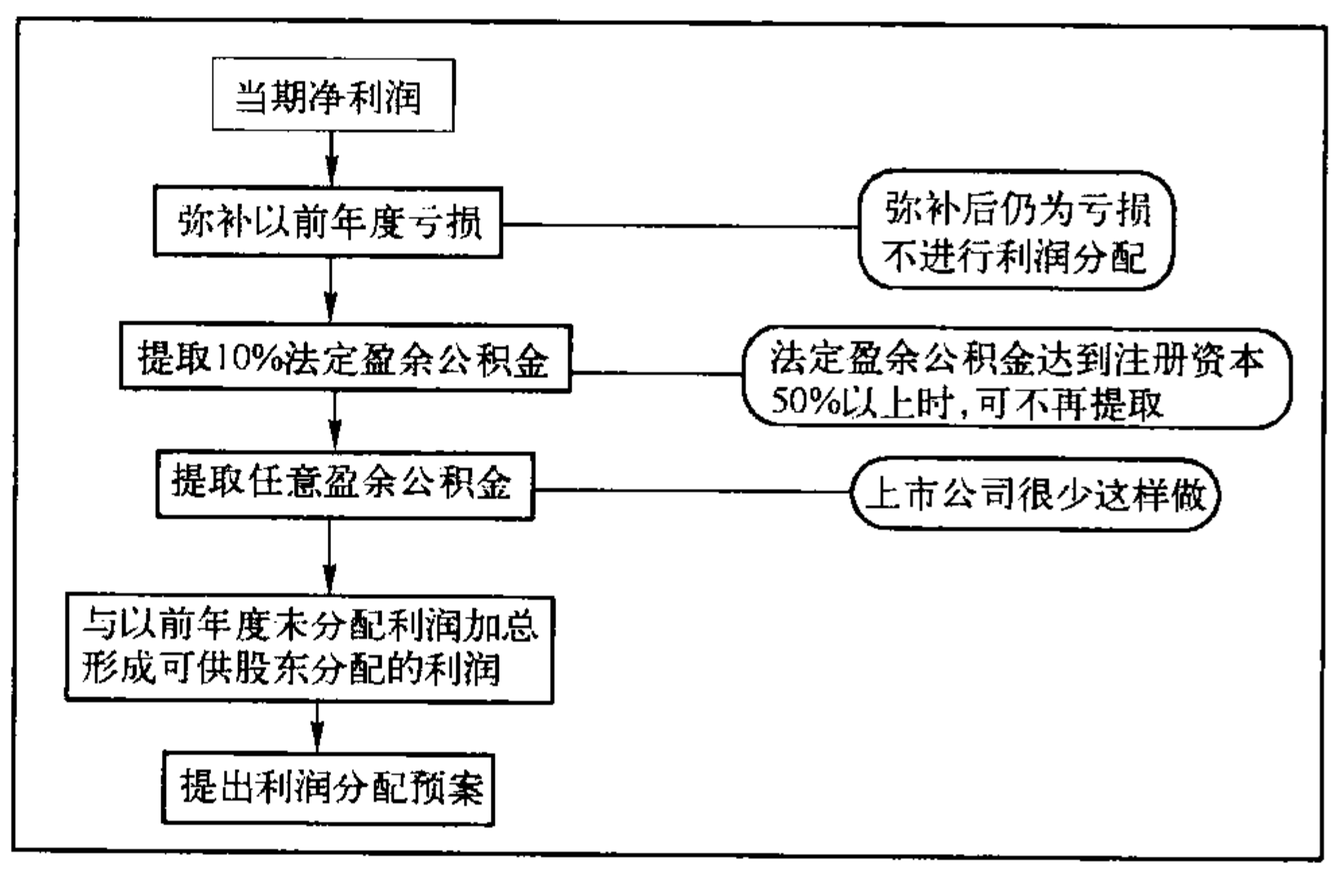


图10-1 利润分配顺序

股本扩张潜力

在现实中，最受投资者欢迎的分红预案，是那些提出大比例送红股或大比例资本公积转增股本的预案。那么哪些公司具备在年报中提出大比例送转的潜力呢？

判断一家上市公司送股潜力的最重要因素是看两个指标：每股未分配利润和每股资本公积。前者可用来送红股，后者可用来实施资本公积转增。

如果每股未分配利润或每股资本公积金大于1，从理论上讲，该公司就具备了10送10或10转增10的潜力。当然，这个数字越大越好，越大就说明其送股的潜力越大。

这两个指标不会在上市公司定期报告中提供，投资者可以自己计算，也就是用上市公司的未分配利润或资本公积除以总股本。当然，如果投资者用计算机炒股，那么一般股票软件的F10（资料查询键）一打开，都会有这两个数据，查起来很方便，如表10-2。

表10-2 佛山照明每股未分配利润实例

佛山照明 000541

最新提示 公司概况 财务分析 股东研究 股本股改 重要事项 公司报导 行业分析
公司大事 港澳分析 经营分析 主力追踪 分红扩股 高层治理 百家争鸣 共联个股

★最新主要指标★	07-09-30	07-06-30	07-03-31	06-12-31	06-09-30
每股收益（元）	0.8200	0.6400	0.3500	0.6600	0.4600
每股净资产（元）	5.5960	5.4110	7.0600	6.6000	6.4000
净资产收益率（%）	14.63	11.69	4.90	10.03	7.17
总股本（亿股）	4.6598	4.6598	3.5845	3.5845	3.5845
实际流通A股（亿股）	2.6500	2.5384	1.4609	1.4609	1.4704
流通B股（亿股）	1.0725	1.0725	0.8250	0.8250	0.8250
限售流通A股（亿股）	0.9283	1.0398	1.2891	1.2891	1.2891

07-09-30每股资本公积：2.360主营收入（万元）：102515.07同比增15.40%
07-09-30每股未分利润：1.194净利润（万元）：38145.30同比增130.67%
★最新公告：12-04日刊登变更股权分置改革持续督导保荐代表人公告。（详见后）
★最新报道：12-13日佛山照明（000541）问答：有何措施应对构成的竞争关系？（详见后）

由于实施了新的企业会计准则，一些持有其他上市公司股票的上市公司，其资本公积得以大幅提高（具体原因请见本书第11章）。对这种具备了雄厚股本扩张潜力的公司，投资者要特别留意，见表10-3。

表10-3 雅戈尔2007年三季报资产负债表部分内容

与总股本相比较，雅戈尔的资本公积金相当高

所有者权益（或股东权益）：		
实收资本（或股本）	2 226 611 695.00	1 781 289 356.00
资本公积	9 703 001 416.38	2 726 980 532.71
减：库存股		
盈余公积	533 560 240.40	533 560 240.40
未分配利润	2 277 980 464.83	1 711 365 440.60
所有者权益（或股东权益）合计	14 741 153 816.61	6 753 195 569.71
负债和所有者权益（或股东权益）总计	22 912 312 589.88	9 926 896 682.42

资料来源：雅戈尔2007年三季报资产负债表。

潜力何时兑现

潜力具备了，那么上市公司是不是就一定会实施大比例送转呢？这可不好说。一般而言，上市公司选择大比例送转的时机很有讲究。以下几种情况，上市公司大量送股的概率会大一些。

第一，公司有再融资的打算。上市公司发行新股时，总想卖个好价钱，而新股的卖价与其股价有关，股价越高，新股的价格也就可以定得越高，因此，为了提高股价，上市公司就会有大量送股的动力。至于公司发行新股的打算，投资者注意上市公司的公告内容就可以了。

第二，公司的大股东或者其他重要股东要抛售股票了。公司的大股东或一些战略投资者在抛股票之前，上市公司有可能会大量送股，这样股价涨上去了，股票也就可以卖个好价钱。股改时，大股东减持都有一个时间表，投资者可以

查一下上市公司股改时大股东的承诺内容，这样就能清楚了解大股东何时可能抛股票。

第三，公司股价太高了。从中国股市的客观情况分析，股价涨到60元以上，其流通性就开始明显下降，因此，我们姑且将60元作为一个衡量指标，过了这个线，公司通过送股除权降低股价的可能性就很大了。

第四，小盘绩优股。很多总股本较小但业绩优良的上市公司，有着强烈的股本扩张冲动，这些公司提出大比例送转的概率很高。投资者可以特别关注中小板的上市公司，这些公司上市时间不长，资本公积金大多雄厚，年报中提出大比例送转预案的可能性相当大。

从分红方案看发展潜力

与送红股或转增股本相比，投资者对年报现金分红的企盼程度就很低。

一方面，因为多数投资者觉得从二级市场赚取差价所得要远远超过现金分红。另一方面，也是多年来，国内证券市场很少有上市公司能够坚持持续、稳定的现金分红政策，无法树立一批具有示范效应的榜样。但实际上，能送现金，特别是大量送现金，对投资者而言未尝不是一件好事。

能大量送现金的上市公司大都很健康。有些公司看上去赚了不少钱，但这些钱很多是应收账款，实际账上的现金并不多，甚至有时候应收账款最后变成了坏账。因此，能大量送现金，说明上市公司的经营风险不大，不太可能出现突然亏损的情况。

上市公司大量分现金，也说明它对投资者真正负责。钱放在公司账上，没什么好项目可以投资，日常经营中暂时也用不上，只好放在银行里吃利息或者购买国债，与其这样，不如分给投资者。而且，投资者分得了现金，也算是真正“落袋为安”，这跟分到股票不一样，股票虽然多了，但有可能贴权，这样比起来，拿到现金更安全一些。而且，如果你真看好这家公司，完全可以用分到的现金接着再买它的股票。

此外，有专家还从多年的实际情况分析出这样一个结论，即那些多年来坚

持大量派送现金红利的上市公司，其股价的涨幅明显高于市场平均水平（现金分红受到一些长线机构投资者的青睐，如社保基金）。

熟悉股改分红承诺

上市公司股改时，共有210家上市公司的大股东曾经有过分红承诺，也就是说这些大股东将向股东大会提出分红议案，将当年实现的可供股东分配的利润以不低于一定的比例分配给投资者，而且保证在股东大会表决时对该议案投赞成票。

如中金岭南（000060）的大股东广晟公司在2005年股改时承诺：将提出中金岭南自2006年开始连续三年，每年分红比例不低于当年实现可分配利润的50%的分红议案，并保证在股东大会表决时，对该议案投赞成票。由于广晟公司是中金岭南的第一大股东，它提出上述分红议案并将在股东大会上投赞成票，就使分红预案将来最终实施没有悬念。记住这个承诺，对2006年、2007年和2008年三年上市公司分红力度的底线，投资者就心中有数了。其实投资者在中金岭南每年的第三季度报告公布后，以第三季度的净利润数据来推测全年的净利润数据，就可以大致知道公司的分红方案底线了。

再如，福建高速（600033）的股改说明书中载明：公司大股东福建高速公路有限责任公司和华建交通经济开发中心承诺，将在2006年～2008年年度股东大会上提议并赞同福建高速进行现金分红，每年现金分红的比例不低于当年实现的可分配利润的70%。

据统计，在股改时，对分红进行过承诺的上市公司有210家，从2007年情况看，这210家全部履行了承诺，相当一部分上市公司的分红比例还明显高于当初承诺的底线。因此，对于那些喜欢上市公司大比例送红股、现金分红的投资者来说，熟悉这些承诺，肯定能让你洞察先机。

重要事项篇

- 交叉持股
- 关联交易
- 担保

www.55188.com最好的股票论坛理想在线证券网欢迎您!

第11章 “身不由己”的好处
交叉持股

提起雅戈尔（600177），一般人肯定会想到衬衣、西服，但这家公司的股票从2005年年底至今的两年时间里能涨10倍，却不是因为衣服卖得好，主要是因为它持有1.5亿股中信证券。

按照2007年10月份的股价，1.5亿股中信证券的市值是150亿元，而雅戈尔当初买这些股票时，成本仅为2.6亿元。雅戈尔在中信证券这只股票上，潜在盈利147.4亿元。

像雅戈尔这样本身是上市公司又持有其他上市公司股票的现象，被称为交叉持股。鉴于交叉持股对上市公司的巨大影响，在2007年年报中，特别要求上市公司详细披露上市公司持有其他上市公司股权、持有其他非上市金融机构股权的信息。

雅戈尔现象

有投资者可能会问，雅戈尔买的中信证券怎么会这么便宜？这个问题得从交叉持股的来源说起。

交叉持股的股票来源有四种：第一种是上市公司打新股中签得到的股票；第二种是上市公司参与其他上市公司再融资（包括公开增发、定向增发、配股、可转换债券）获得的股票；第三种是直接在二级市场购买的股票；第四种是上市公司在其他上市公司上市之前，甚至成立之时便认购的股票，这种股票被称为发起人股。

我们最应关注的是第四种，也就是发起人股。这种股票有两个特点：一是数量多，在上市公司交叉持股中，发起人股占总量的70%；二是潜在盈利巨大，当初这些股票的认购价大都在1元、2元左右，而目前的市价大多是其认购价的10倍、几十倍甚至上百倍。股改之前，这些股票没有流通权，不能在交易所抛售，股改后，这些股票获得了流通权，一旦抛售，上市公司将获得巨大的盈利。

雅戈尔的例子就属于第四种。1999年8月，雅戈尔在中信证券成立之时，就以每股1.6元的价格认购了中信证券2亿股股票，成为中信证券的第二大股东。2003年1月，中信证券上市。由于雅戈尔所持有2亿股中信证券不能在交易所流通，因此在雅戈尔的财务报表中，一直将这些股票以每股1.6元的成本价入账，中信证券股价的涨跌对雅戈尔的财务状况也不构成任何影响，雅戈尔能够得到的收益，只是中信证券的现金分红。到了2005年8月，中信证券股改完成，雅戈尔所持有的股票获得了流通权，按照规定，这些股票可以陆续在交易所抛售。此时，中信证券的股价已经远远超过了雅戈尔当初的认购价，雅戈尔获得了巨大的潜在盈利空间。

像雅戈尔这样“身不由己”、“一夜暴富”的例子，在上市公司中还有不少，因此，投资者看这些公司年报时，已经不能仅看其自身的生产经营状况，也要看其所持股票的状况。

三种类型

刚才，我们把上市公司交叉持股按照各自的来源分为四种，但在上市公司的资产负债表中，却不是这样划分的。上市公司依据持股目的与未来打算的不同，在资产负债表中，将交叉持股归为三种类型（见表11-1）：

- 第一种类型是交易性金融资产；
- 第二种类型是可供出售金融资产；
- 第三种类型是长期股权投资。

表11-1 营口港资产负债表部分内容

编制单位：营口港务股份有限公司　　资产负债表　　2007年12月31日

项　目	附　注	期末余额
流动资产：		
贷币资金	七.1	67 231 911.99
交易性金融资产		
应收票据	七.2	
应收账款	七.3	206 279 445.75
预付款项	七.4	3 814 317.65
其他应收款	七.5	2 880 233.71
存货	七.6	47 894 969.96
流动资产合计		328 100 879.06
非流动资产：		
可供出售金融资产		
长期应收款		
长期股权投资	七.7	206 016 648.61
投资性房地产		
固定资产	七.8	2 690 561 108.06
在建工程	七.9	11 826 929.00
递延所得税资产	七.10	1 260 507.14
非流动资产合计		2 909 665 192.81
资产总计		3 237 766 071.87

注：该表格引用时有删节。

这三种类型各自的定义比较专业，在此不必详述，但我们可以举一个例子，简单加以说明。如果你2007年年初花50万元买了一套房子，到了2007年年底，这套房子已经涨到了100万元，你怎么看待这套房子呢？

如果你炒房子，打算过一阵子就卖，此时，你就等于把房子视为交易性金融资产；如果是用来自己住，根本没想过卖，房子涨跌跟你没什么关系，你不去考虑买房是赔是赚的问题，你就等于把房子视为长期股权投资；如果你自己住，但也可能在价格合适的时候卖掉房子，是住是卖还没拿定主意，此时房子就是可供出售金融资产。

由于上市公司交叉持股被归类为不同的会计科目，其会计核算方式会有很大差别，对上市公司每年的财务表现会产生截然不同的影响，这一点，后面会详细解释。

上市公司持有股票的具体归类情况，投资者可以直接查询年报中"重大事项"部分，其中有一个表——持有其他上市公司股权情况，见表11-2。表的内容包括所持每只股票的数量、初始投资成本以及会计核算科目等。

表11-2 华发股份持有其他上市公司股权情况

单位：元

证券代码	证券简称	初始投资金额	占该公司股权比例（%）	期末账面值	报告期损益	报告期所有者权益变动	会计核算科目	股份来源
601328	交通银行	1 192 024	0.007	9 239 884		712 786.76	可供出售的金融资产	
合计		1 192 024	—	9 239 884		712 786.76	—	—

资料来源：华发股份2007年年报。

对该表，投资者务必要认真看，特别是初始投资成本与会计核算科目两

栏，因为前者是告诉投资者这些股票的成本价是多少，一看成本价，投资者就很容易知道这些股票成本价与市价的差额，进而判断出上市公司在这些股票上是赔是赚，赔多少赚多少。后者说明上市公司将所持股票归为三类中的哪一类。

交易性金融资产

如果上市公司将持有的股票归为交易性金融资产，那么这些股票股价的变化，将对上市公司的当期利润构成影响，在年报中这一影响表现为利润表中的“公允价值变动收益”（公允价值变动收益分析请参阅本书第17章）。

四川长虹（600839）持有1 766万股南方航空（600029）并将这些股票归类为交易性金融资产。如果南方航空股价涨了，四川长虹的利润就会增加。这里要明确一下，所谓股价涨了，是指会计报告期末南方航空的收盘价与上一个会计报告期末南方航空的收盘价相比较而言的。假如南方航空2006年12月31日的收盘价是5元，2007年12月31日的收盘价是10元，那么在四川长虹2007年的年报中，就会由于南方航空股价上涨了5元而增加利润8 830万元（1 766万股×5元/股）。

上述内容有一个前提，即四川长虹没有抛售南方航空的股票。假如四川长虹将南方航空的股票抛了，那么就以抛售时的价格与上一会计年度末的收盘价的差额进行核算。比如，四川长虹在2007年12月3日将所持南方航空股票全部抛售，均价是12元，那么在四川长虹2007年的年报中，会由于卖出南方航空而增加利润1.24亿元（1 766万股×7元）。

可供出售金融资产

如果上市公司将所持股票归为可供出售金融资产，那么所持股票股价的变化，将对上市公司的净资产构成影响，具体表现为资本公积增加。

雅戈尔持有的1.5亿股中信证券就是可供出售金融资产。假如2006年12月31日，中信证券的收盘价是50元，2007年12月31日，其收盘价是100元，那么在雅戈尔2007年的年报中，公司的净资产就会因此增加75亿元，见表11-3。

表11-3 雅戈尔2007年三季报合并资产负债表

雅戈尔的资本公积如此之高，主要原因就是持有中信证券巨额股票，并将这些股票归类为可供出售金融资产

编制单位：雅戈尔集团股份有限公司　　合并资产负债表　　2007年9月30日

项　目	期末余额	年初余额
所有者权益（或股东权益）：		
实收资本（或股本）	2 226 611 695.00	1 781 289 356.00
资本公积	9 703 276 787.73	2 726 980 532.71
减：库存股	0	
盈余公积	533 560 240.40	533 560 240.40
一般风险准备		
未分配利润	2 779 766 976.67	1 633 868 694.07
外币报表折算差额	－2 102 047.13	－1 506 471.74
归属于母公司所有者权益合计	15 241 113 652.67	6 674 192 351.44
少数股东权益	789 623 980.31	698 415 157.74
所有者权益合计	16 030 737 632.98	7 372 607 509.18
负债和所有者权益总计	32 919 803 881.48	16 761 076 453.21

资料来源：雅戈尔2007年三季报。

大家可能注意到了，中信证券股价的变化影响的是雅戈尔的净资产而不是利润，这也是可供出售金融资产与交易性金融资产在会计核算时最大的不同。

我们再假设，雅戈尔在2007年的某一天将1.5亿股中信证券以每股100元的价格都抛了，那么在这种情况下，对雅戈尔的利润就有影响了。雅戈尔2007年的利润会因此增加147.4亿元（150亿元－2.6亿元）。

150亿元好理解，但这2.6亿元是从何而来的呢？前文提到过，2.6亿元是

雅戈尔当初购买1.5亿股中信证券时的成本。

雅戈尔抛售中信证券时，获利的计算方式与四川长虹抛售南方航空时的计算方式也不一样。前者的基数是初始投资成本2.6亿元，后者的基数计算要看上一会计年度末的股票收盘价。

长期股权投资

如果上市公司将所持股票归为长期股权投资，那么所持股票股价的变化对上市公司不构成任何影响，但被持上市公司业绩的变化，会对持股方的业绩产生影响，其前提是上市公司将这部分投资按权益法进行核算，如果按成本法核算，只有现金分红才会对上市公司的业绩构成影响（详细分析请参阅本书第17章）。

长江电力（600900）持有的2.3亿股广州控股（600098），被长江电力归类为长期股权投资。如果长江电力不抛这些股票，无论广州控股股价如何涨跌，对长江电力都不会有任何影响。但广州控股业绩的变化会对长江电力的业绩产生影响。假如广州控股2007年净利润是1亿元，长江电力持有的2.3亿股占广州控股总股本的10%，那么长江电力2007年的净利润中，就会有1 000万元是源于广州控股的贡献。

当然，如果长江电力最终将广州控股的股票抛了，对利润就有影响了，其计算方式与雅戈尔抛售中信证券是一样的。

综合上述三种类型，我们将其对上市公司的影响以表11-4表示。

表11-4 交叉持股三种类型的影响示意

上市公司所持股票分类	股价变动时影响项目
交易性金融资产	当期利润
可供出售金融资产	净资产
长期股权投资	无任何影响

利润蓄水池

上市公司将所持股票归为上述三类中的哪一类，《企业会计准则》并没有严格规定，而是允许上市公司根据自己的持股目的与未来打算，做出不同的归类。特别是在可供出售金融资产与交易性金融资产之间，上市公司几乎可以随意选择，但一旦选择就不得随意更改。在这两者之间，上市公司一般倾向于将持有数量较多的股票归为可供出售的金融资产。因为，如果上市公司将自己持有的大量股票归为交易性金融资产，就会产生一个问题，即公司无法掌控自己每年的业绩表现。

按照上面所讲的，一旦将股票视为交易性金融资产，股价的变化就对上市公司的利润构成影响。还以雅戈尔为例，如果它将持有的1.5亿股中信证券作为交易性金融资产，假如中信证券的股价在2007年跌了20元，那么仅在中信证券这一只股票上，雅戈尔在2007年就会亏损30亿元，这样一来，即使雅戈尔其他业务经营得再好，其2007年也必然亏损。因此，为了避免“身不由己”，雅戈尔就将这些股票视为可供出售金融资产。

有统计数据显示，截至2007年年底，全体上市公司的可供出售金融资产的市值总额大约为2.5万亿元左右，而这些资产的初始投资成本大约为3 000亿元。也就是说，假如上市公司在2007年年底将持有的归类为可供出售金融资产的股票以市价变现，那么就会产生2.2万亿元的利润。

当然，这只是假设，但从中也可以看出可供出售金融资产潜在的价值。因此，投资者在观察一家上市公司的时候，务必要看一看它手上是不是持有巨额的可供出售金融资产以及这些资产的初始投资成本。

未上市公司

除了持有其他上市公司的股票，不少上市公司还持有其他的非上市公司的股权，而这些非上市公司如有朝一日上市，上市公司则会因交叉持股而大获其利。因此，投资者还可以关注上市公司持有哪些拟上市公司的股权。这一信息在上市公司的最新年报中，也会以表格的形式列出，表格的名称是“公司持有

非上市金融企业、拟上市公司股权的情况”，实例见表11-5。表中会详细记载投资了哪些公司，持有多少股票以及投资成本是多少。

表11-5 长江电力2007年中期报告部分内容

公司持有非上市金融企业、拟上市公司股权的情况

持有对象名称	最初投资成本（元）	持股数量	占该公司股权比例	期末账面价值（元）
长江证券有限责任公司	8 775 000	—	0.66%	8 775 000
中国电力财务有限责任公司	8 750 000	—	0.18%	87 750 000
三峡财务有限责任公司	225 680 000	—	22.57%	434 526 711
小计	243 205 000	—	—	452 051 711

资料来源：长江电力2007年中期报告部分内容。

至于这些拟上市的公司最终能不能上市，何时上市，则不得而知。排着队申请上市的企业太多了，但最终能上市的只是其中的极少数，这主要取决于这些拟上市公司的盈利能力、产业定位等因素。

对投资者来说，不妨反其道而行之，即在每只新股颁布招股说明书的时候，查一查这只新股的前十大股东中有没有上市公司。如果有，就可以研究一下这家上市公司会因为这只新股上市赚多少钱，是不是值得投资。

败也萧何

虽然一些上市公司由于交叉持股突然暴富，自身的股价也随着所持股票股价的上涨而上涨，但投资者须注意，只要这些股票没有最终变现，其盈利终究还是纸面上的。一旦所持股票股价下跌，上市公司自己的股价也会随之下跌。

以雅戈尔为例，雅戈尔自2005年年底至2007年8月份，股价上涨了近10倍。

之所以涨幅如此惊人，一个非常重要的原因就是其所持1.5亿股中信证券的股价上涨了近20倍，这1.5亿股中信证券的市值从不到8亿元最终超过了150亿元。雅戈尔股价上涨10倍是建立在中信证券股价涨了20倍的基础上，一旦中信证券股价大幅回落，雅戈尔的股价也在劫难逃。

更重要的是，对于很多同类的上市公司来说，即使能够将股票变现，这种收入也是一次性的，并不能构成上市公司可持续发展的根本。如果上市公司的主业盈利能力不强，即使在股票上赚了很多钱，从长远看，也不能给予其过高的估值。

第12章　五粮液为什么被质疑

关联交易

关联交易是控股股东操纵上市公司利润的重要手段。通过关联交易，上市公司的业绩有可能被人为打压或抬高。

有鉴于此，在上市公司年报中，将关联交易作为重大事项进行了详细披露，见表12-1。投资者对这些信息要高度重视，这是判断上市公司业绩可信度的重要参考依据。

表12-1 营口港关联交易披露

关 联 方	关联交易内容	关联交易定价原则	关联交易金额	占同类交易金额的比例（%）	关联交易结算方式
营口中理外轮理货有限责任公司	接受理货计量劳务	市场及协议价格	17 539 759.65	15.48	转账
营口港务信团（信息公司）	接受通信网络服务	市场及协议价格	5 470 873.66	93.52	转账
营口港船舶燃料供应有限责任公司	购买燃油	市场价格	48 217 919.98	90.54	转账
营口港务集团有限公司	租用土地使用权	协议价格	2 000 000.00	100.00	转账
营口港务集团有限公司	租入泊位	协议价格	86 000 000.00	89.82	转账
营口港务集团（水电公司）	购水电	政府定价	37 662 800.58	100.00	转账

（续）

关 联 方	关联交易内容	关联交易定价原则	关联交易金额	占同类交易金额的比例（%）	关联交易结算方式
营口港务集团（物业管理公司）	接受采暖服务	市场价格	2 402 425.55	75.81	转账

资料来源：营口港2007年年报“重要事项“部分。

什么是关联交易

上市公司及其控股子公司与关联方之间发生的交易就是关联交易。会计上对关联方的定义比较晦涩，在实际操作中，上市公司的关联方主要包括两种：一是上市公司的控股股东（母公司），另一种是同一控股股东所控股的其他公司（兄弟公司）。

上市公司与关联方的关联交易主要发生在经营中的两个环节：一是采购；二是销售。上市公司与关联方之间发生的资产置换、重组，属于非经常性关联交易，不在本章讨论范围之内。

在2007年年报中，除了“重大事项”部分会披露关联交易信息外，在会计附注部分也会披露关联交易信息。相比较而言，前者内容较为简洁，投资者可以一目了然，后者内容更加详实。建议投资者若在“重大事项”部分发现疑点，可以利用会计附注部分详加分析。

五粮液的买与卖

证券市场中的无数案例告诉我们，关联交易最容易滋生黑幕，所谓黑幕包括两个方面：一是虚增利润，即关联方利用关联交易向上市公司输送利润，如高价购买上市公司产品；二是抽走利润，即利用关联交易从上市公司身上榨取

暴利，如高价向上市公司出售产品或服务。

结合年报以五粮液为例，看看关联交易可能给上市公司带来的影响。五粮液2006年年报显示，公司向关联方销售的产品价值35亿多元，见表12-2，从关联方采购的货物，价值25亿元，见表12-3。而五粮液2006年主营业务收入是74亿元，主营业务成本是35亿元。由此可以估算，在五粮液的主营业务成本中，有71%的金额与关联方有关，而其主营业务收入中，有47%也与关联方有关。

表12-2 五粮液销售货物及提供劳务情况（2006年）

销售货物及提供劳务

关联单位	交易内容	金额（元）	交易定价
四川省宜宾五粮液集团进出口有限公司	成品白酒	216 993 590.90	按宜宾五粮液股份公司销售给宜宾五粮液供销有限公司酒类价格基础上加收30%
	成品白酒	3 323 581 469.67	市场价
	成品果酒	9 344 417.59	市场价
	印刷品	23 011.82	市场价
	乳酸	187 371.25	市场价
宜宾金龙贸易开发总公司	成品白酒	2 091 729.76	市场价
宜宾五粮液葡萄酒有限公司	果酒	7 769 765.17	市场价
宜宾五粮液集团普什有限公司	印刷品	2 435 424.54	市场价
	蒸汽	1 046 446.95	市场价

资料来源：五粮液2006年年报，本表摘录时有删节。

表12-3　五粮液采购货物及接受劳务情况（2006年）

采购货物及接受劳务

关联单位	交易内容	金额（元）	交易定价
四川省宜宾圣山服装家纺有限公司	包装布袋、劳保用品等	61 092 350.82	市场价
宜宾五粮液集团普什有限公司	购瓶盖及酒瓶、商标、防伪产品等	1 455 150 157.24	市场价
宜宾五粮液粘胶带公司	粘胶带	11 846.14	市场价
宜宾五粮液集团有限公司	综合服务费	111 906 034.37	协议价
	商标使用费	133 697 917.88	协议价
	土地租赁费及经营管理区域租赁费	70 119 400.00	协议价
	其他劳务费	1 611 041.77	市场价
四川省宜宾五粮液集团安吉物流公司	货物运费	46 058 668.10	市场价
	低值易耗品	2 892 874.54	市场价
宜宾安吉机械制造工程有限公司	原材料	1 360 576.70	市场价
宜宾金龙贸易开发总公司	原材料	32 449 400.33	市场价
四川宜宾环球包装有限公司	包装材料	356 027 759.78	市场价
宜宾丽彩集团有限公司	原材料	195 538 409.42	市场价
宜宾五粮液包装材料有限公司	包装材料	120 445.47	市场价
	防震材料	2 442 884.00	市场价
宜宾五粮液进出口有限公司	果酒原浆	2 565 918.19	市场价
	劳务费	20 266 180.81	市场价

资料来源：五粮液2006年年报。

在采购环节，最为投资者所诟病的是五粮液与关联公司——普什公司的关系。普什公司2006年向五粮液销售了价值14.5亿元的产品，主要包括瓶盖、酒

瓶、商标及防伪产品。有媒体称，普什公司年净资产收益率达到50%以上（如此惊人的盈利能力，即使在上市公司中，也极为罕见），远远超过了五粮液自身14%的水平。由此，市场人士普遍认为，五粮液从普什公司采购的货物价格有过高之嫌。

在销售环节，最为投资者所质疑的是五粮液与五粮液集团进出口公司之间的销售关联。2006年五粮液向这家进出口公司销售产品35亿元。有媒体曾报道称，每卖一瓶酒，进出口公司就可以从中获得30元的价差。据此，市场分析人士认为，五粮液向进出口公司销售产品的价格过低。

有机构曾经推算，通过这两项关联交易，五粮液当年损失的净利润达到7亿元，而五粮液2006年当年的净利润不过是11.7亿元。

看比例

在目前的上市公司中，存在关联交易的现象比比皆是，为什么五粮液如此引人注目呢？我们且不论关联方是否利用关联交易从五粮液“抽血”，仅从关联交易在上市公司采购、销售环节的占比看，就不能不给投资者留下诸多疑问。

从理论上讲，所有的关联交易，其价格的合理性都是值得怀疑的，因为它是非市场化的产物，其价格没有经过市场的充分竞争。因此，在关联交易无法避免的情况下，投资者要特别关注关联交易在上市公司采购、销售环节所占的比例，比例越低，关联黑幕的潜在危害性就越小。以贵州茅台为例，该公司2006年的关联交易为1.5亿元，全部体现在采购环节，销售环节则没有关联交易，见表12-4。2006年贵州茅台主营业务成本为8亿元，估算下来，关联交易所占比例为18.7%，这一比例与五粮液的71%相比要低得多。

表12-4 贵州茅台关联交易情况

关联交易情况

购买商品、接受劳务的关联交易　　单位：元　币种：人民币

关联方	关联交易内容	关联交易定价原价	本期数	上年同期数		
			金额	占同类交易金额的比例（%）	金额	占同类交易金额的比例（%）
中国贵州茅台酒厂有限责任公司	购买老酒	协议价	80 322 957.00	100.00	102 978 149.60	100.00
中国贵州茅台酒厂有限责任公司	购买劳务	协议价	68 833 747.26	100.00	45 580 247.27	100.00

综合服务：根据公司与中国贵州茅台酒厂有限责任公司于2006年4月3日签订的《综合服务协议》，中国贵州茅台酒厂有限责任公司向本公司提供综合服务（生产区公共设施、生活设施、后勤服务等），根据协议2006年度需支付综合服务费68 833 747.26元，2006年度实际支付综合服务费40 514 623.33元。

资料来源：贵州茅台2006年年报。

输送利益更可怕

有投资者可能会问，刚才所讲的，是关联方通过关联交易可能损害上市公司的利益，对这样的公司，当然要十分小心。但如果反过来，关联方向上市公司输送利益又如何呢？

从某种程度上讲，输送利益所带来的投资风险，绝对不亚于所谓的“抽血”。要知道，“将欲取之，必先与之”，关联方向上市公司输送利益，必定有所求，最终关联方还是会收回“投资”的，而且往往是加倍收回。因此，投资者切不可为关联交易所带来的利益所迷惑，进而对上市公司的真实价值产生误判。

从另一个角度看，如果关联方利用关联交易从上市公司获得一定的利润，

那只能说明上市公司的利润还没有被完全表现出来。也就是说，在一定程度上，上市公司的价值被低估了，从谨慎性的原则来分析，至少上市公司净利润不太可能突然下降。更可怕的是输送利益，因为一旦这种输送停止或者开始“抽血”，上市公司的业绩就可能会突然下滑。

数据露端倪

我国的上市公司大多数是由国有企业改制或进行部分资产的剥离形成的，因而这些上市公司与原国有企业在经营上存在着千丝万缕的联系，有的甚至是唇齿相依。因此，对这些上市公司来说，关联交易是无法避免的。那么投资者如何识别那些不正常的关联交易呢？

如果由于关联交易虚增了上市公司的利润，那么投资者就可以从应收账款、存货、经营性现金流量净额中看出端倪。一般来说，在虚增利润的情况下，应收账款、存货都很可能呈明显的增加趋势，同时经营性现金流量净额会明显低于净利润。

如果是打压了上市公司利润，很可能出现的明显标志是，产品毛利率（计算方式请参阅本书第20章）与同行业公司相比明显偏低。

还以五粮液为例，该公司2006年的产品毛利率是52.7%，但同期贵州茅台的产品毛利率是83.7%；品牌度比五粮液还差一些的山西汾酒，其2006年的毛利率也达到了73.3%；连品牌优势与五粮液差距较大的泸州老窖，其2006年的毛利率都达到了57%。由此可见，五粮液的产品毛利率在可以比较的同行业公司中明显偏低，这种不正常的毛利率偏低的现象，就为投资者提供了一个思考其关联交易是否合理的切入口。

我们用上述办法，再来分析一个例子。武钢股份的关联交易数额也较大，见表12-5和表12-6。那么武钢集团是否利用关联交易向武钢股份输送利益或榨取利益了呢？

表12-5 武钢股份关联交易（采购）

关联方	关联交易内容	关联交易定价原则	关联交易价格	关联交易金额	占同类交易金额的比例（%）	关联交易结算方式	市场价格	关联交易对公司利润的影响
集团公司	购买材料、备件	市场价、协议价、实际成本价		2 515 407.71	0.07			
集团子公司	购买原料	市场价、协议价		4 144 809 705.22	22.59			
集团子公司	购买材料、备件	市场价、协议价、实际成本价		4 033 418 154.04	21.98			
武钢焦化公司	购买焦碳	市场价		3 781 193 888.42	39.67			
集团公司	购买能源介质	实际成本		1 833 806 660.45	19.24			
集团子公司	购买能源介质	实际成本		841 108 763.48	8.82			
集团公司	加工服务	协议价		477 602 010.25	22.34			
集团公司	运输服务	市场价		396 687 457.46	18.56			
集团公司	工程检修等	市场价		209 567 891.55	9.80			
集团子公司	工程检修等	市场价		340 751 262.19	15.94			
集团子公司	运输服务	市场价		89 032 246.28	4.17			
集团子公司	其他综合服务	市场价		81 934 844.29	3.83			
武钢国贸公司	进出口代理	协议价		131 532 476.83	6.15			
武钢金资公司	废钢加工	协议价		200 636 865.73	9.39			

资料来源：武钢股份2006年年报，有删节。

表12-6 武钢股份关联交易（销售）

关 联 方	关联交易内容	关联交易定价原则	关联交易价格	关联交易金额	占同类交易金额的比例（%）	关联交易结算方式	市场价格	关联交易对公司利润的影响
集团公司	销售产成品	市场价		8 044 967 794.72	19.33			
集团公司	销售其他产品	市场价		473 544 709.00	1.14			
集团子公司	销售产成品	市场价		1 730 378 557.96	4.16			
集团子公司	销售其他产品	市场价		101 558 335.51	0.24			
武钢国贸公司	销售产成品	市场价		4 410 687 180.34	10.60			

资料来源：武钢股份2006年年报。

资料显示，武钢股份2006年实现净利润为39亿元，其当年的经营性现金流量净额为62亿元。两个数据的比较使武钢股份虚增利润的可能性大减。

再看武钢股份的产品毛利率。资料显示，武钢股份2006年的产品毛利率为17.4%，而同期，宝钢股份的产品毛利率为18.2%，两者相差不多。这也在很大程度上，排除了武钢集团利用关联交易榨取其利益的可能性。

第13章　警惕“连坐”风险

担保

上市公司面临的风险，不仅仅体现在经营过程中，有时候非经营性的风险会从天而降，令投资者措手不及。在这些非经营性的风险中，最为常见的就是担保。其风险在于，上市公司为其他企业向银行贷款提供担保，如果贷款企业届时还不了钱，上市公司则需代为还款。担保如同古时的“连坐”制度，一人犯事，会殃及他人。

由于这种“连坐”的风险可能会严重损害投资者利益，因此，年报“重要事项”部分对上市公司所出具的担保进行了详细披露，见表13-1。

表13-1　亚宝药业对外担保情况披露

公司对外担保情况（不包括对子公司的担保）						
担保对象	发生日期（协议签署日）	担保金额	担保类型	担保期限	是否履行完毕	是否为关联方担保
山西省黄河化工有限公司	2007年1月8日	96	连带责任担保	2007年1月8日～2008年1月7日	否	否
山西省黄河化工有限公司	2007年1月25日	1 000	连带责任担保	2007年1月25日～2008年1月14日	是	否
山西省黄河化工有限公司	2007年3月16日	700	连带责任担保	2007年3月16日～2007年11月18日	否	否
报告期内担保发生额合计					1 796	
报告期末担保余额合计					1 894	

（续）

公司对子公司的担保情况	
报告期内对子公司担保发生额合计	0
报告期末对子公司担保余额合计	0
公司担保总额情况（包括对子公司的担保）	
担保总额	1 894
担保总额占公司净资产的比例	4.98
其中：	
为股东、实际控制人及其关联方提供担保的金额	0
直接或间接为资产负债率超过70%的被担保对象提供的债务担保金额	0
担保总额超过净资产50%部分的金额	0
上述三项担保金额合计	0

资料来源：亚宝药业2007年年报。

暗箭

担保风险的最大特点是突发性，这一点与经营性风险很不同。

经营风险大都有一个渐进的过程，比如，先是经营性现金流净额低于净利润，然后应收账款增多，接着是营业收入下降等。对投资者而言，规避这样的风险，只要观察仔细，还有反应的时间，可以全身而退。

担保风险往往会被投资者忽略。担保风险演变成被银行逼债的事实，事前大都无迹可循，因为投资者对被担保企业的经营情况一无所知。一旦发生意外，股价突然大跌，投资者损失惨重。

所谓“明枪易躲、暗箭难防”，像担保这样的“暗箭”，投资者必须见微知著，防患于未然。

担保比例

投资者在表13-1中可以看到一个统计指标：担保总额占公司净资产的比例。该指标揭示了上市公司可能承担的风险上限。由这个上限可以判断出，若是出现最坏的情况，上市公司可能承担的还款负担占其家底（净资产）的比例是多少。如果这个比例过高，则说明上市公司面临的潜在风险过大。

一般来说，无论担保对象是谁、资质如何，这个比例也不宜超过50%，超过这个比例，则说明公司面临的风险过大，同时也表明管理层控制风险的意识较为薄弱。正因为如此，才会有另一个统计数字——担保总额超过净资产50%部分的金额。这个数字提醒投资者上市公司面临的超额风险。

以往案例显示，那些因为担保被拖累的上市公司，其担保占比都很高，有些公司的担保额甚至超过了公司净资产的数倍。这样的公司就如同惯于违章行驶的司机，出事故的概率极大，投资者一定要敬而远之。

如"中关村"2006年年报显示，该公司担保总额占公司净资产比例达到了惊人的831.6%，见表13-2。这么高的担保额等于将公司置于火山口，危险可能随时降临。果不其然，到了2007年9月11日，公司公告称，由于贷款方无法偿还到期的31.2亿元债务，债权方要求"中关村"承担全部还款责任，见表13-3。对于当时净资产仅5亿元的中关村而言，31.2亿元的还款负担无异于灭顶之灾。

表13-2 "中关村"担保总额情况（2006年）

公司担保总额情况（包括对控股子公司的担保）	单位：万元
担保总额	425 371.60
担保总额占公司净资产的比例（%）	831.60%
其中：	
为股东、实际控制人及其关联方提供担保的金额	

（续）

公司担保总额情况（包括对控股子公司的担保）　　单位：元

13-1)。之所以其风险最高，是因为此类担保往往成为上述对象从上市公司"提款"的工具。也就是说，这些被担保人，让上市公司出具担保后，就没有还款的打算，上市公司很可能成为最后的买单者。即使这些被担保人不存在恶意逃脱还款责任的想法，这样的担保也存在巨大的风险。其原因在于，这些被担保人向银行贷款之时，完全可以先用自己所持有的上市公司股权做质押（很多上市公司控股股东向银行贷款时都是这样做的），根本用不着让上市公司为其贷款担保。上市公司要出面为其担保往往就说明，这些被担保人信用透支、债务缠身，已经是抵无可抵、押无可押了。这样的被担保人无法还款的风险可想而知。

正是由于上述风险，此类担保已被证监会明令禁止。投资者如果在年报中发现上市公司仍然存在这种担保，则不仅风险高，更说明上市公司的治理极不规范。对这样的公司，投资者应当坚决回避。

风险较高的担保是直接或间接为资产负债率超过70%的被担保对象提供的担保。一家公司的资产负债率超过70%，我们称之为高负债经营，无论其经营业绩如何，这样高的负债率都相当危险。一旦公司经营过程中出现些许闪失，现金流一时不畅，高负债率很可能会将其压垮。因此，为这样的对象提供担保，一方面说明上市公司管理层风险意识淡薄，另一方面也等于将上市公司置于悬崖边上。

对外担保

上市公司出于业务开拓、客户维系等原因，有时候也要为无关联公司提供担保。即使被担保的公司负债率不高，这样的担保也是越少越好。因为在我国的企业群体中，上市公司的资质普遍较高，信用等级也较高，对银行而言，如果有上市公司出具担保，承担连带责任，银行对贷款人的信用等级要求就可能人为降低（反正有上市公司承担最终还款责任）。这样一来，其违约风险就会放大，而放大的风险将由上市公司来承担。因此，投资者如果在年报中发现此类担保占净资产比例过大（超过10%），就要加倍小心。

在上市公司的担保类型中，占比例最高的是为自己的子公司担保。一般而

言，这样的担保风险较小，因为上市公司可以对子公司的经营决策实施控制，进而控制子公司的还款违约风险。

多米诺骨牌

目前证券市场中，还有一种现象——上市公司之间相互担保。其原因在于，上市公司一般融资金额较大，普通公司无法为其担保，而上市公司之间相互担保，银行大多能接受，上市公司间也能接受。这样的担保存在一种风险，即一旦担保圈中的一家上市公司出现问题，其余上市公司就如同多米诺骨牌一样，接连倒下。比如A上市公司与B上市公司之间互保，而B上市公司又与C上市公司之间互保，虽然B上市公司自身经营业绩尚可，但如果C上市公司出事，其风险也会通过互保传递至A公司。

历史资料显示，在国内证券市场中，曾经出现的上海担保圈、福建担保圈、深圳担保圈、湖南担保圈以及河北担保圈，都出现过这种多米诺骨牌现象。对于此类关联复杂、盘根错节的担保圈，投资者也需加以小心，特别是当担保金额过大时，其杀伤力会相当惊人。

此外，资料显示，上市公司贷款的最大担保者是其控股股东。上市公司到了需要互保借款之时，说明不仅自身实力有限，大股东的实力也相当有限。对这样的公司，投资者还是谨慎为上。

无担保贷款

有投资者会想，上市公司之间互保有利于上市公司融资，如果都不担保，银行怎么会借款给上市公司呢?

借款一般分为三种：一是保证借款，指有其他公司或法人作为借款担保人而获得的借款；二是抵押借款，指以公司的财产作为抵押而获得的借款；三是信用借款，指不需要保证人担保、不设定财产抵押而获得的信用借款。

真正优秀的、有实力的上市公司一般可以通过无需担保的信用借款，融集大部分所需资金。工商银行的《招股说明书》就显示，该行的公司贷款客户按

信用评级，从AAA到B被分为12个内部评级。按照工商银行的规定，具备AA－或以上信用评级的申请人可获授无担保贷款。对于具备AA－以下信用评级的客户，工商银行则要求贷款有担保品，或由第三方保证。

投资者可以在年报会计附注中查到上市公司短期借款与长期借款的分类情况，见表13-4。从中也可以看出上市公司在银行的内部评级中是否达到了AA－以上的等级。而这一点，也是投资者从一个侧面考察上市公司实力的好办法。

表13-4 火箭股份短期借款与长期借款

短期借款　　短期借款分类：　　单位：元　币种：人民币

项　目	期末数	期初数
信用借款	350 000 000.00	575 000 000.00
合　计	350 000 000.00	575 000 000.00

长期借款　　长期借款分类：　　单位：元　币种：人民币

项　目	期末数	期初数
担保借款	5 120 000.00	
信用借款	95 000 000.00	95 000 000.00
合　计	100 120 000.00	95 000 000.00

资料来源：火箭股份2007年年报。

www.55188.com最好的股票论坛理想在线证券网欢迎您!

会计报表篇

- 财务报告概述
- 解读资产负债表
- 资产类会计科目
- 利润表
- 现金流量表
- 权益类会计科目及所有者权益变动表解读

www.55188.com最好的股票论坛理想在线证券网欢迎您!

第14章　领略年报的半壁江山

财务报告概述

财务报告虽然只是上市公司年报12个部分中的一个，但却是最重要的部分,其篇幅也几乎占据了年报的半壁江山。投资者应该熟悉财务报告的基本框架，并能够较为熟练地通过会计信息，掌握一家上市公司的基本脉络，进而结合股价判断其投资价值。

一份完整的财务报告包括三个方面的内容：审计报告、会计报表以及会计报表附注。其中，会计报表又包括四张表，分别是：资产负债表、利润表、现金流量表以及所有者权益变动表。这四张表又分别包括合并类与母公司类。会计报表附注也分为合并会计报表附注与母公司会计报表附注，见图14-1。

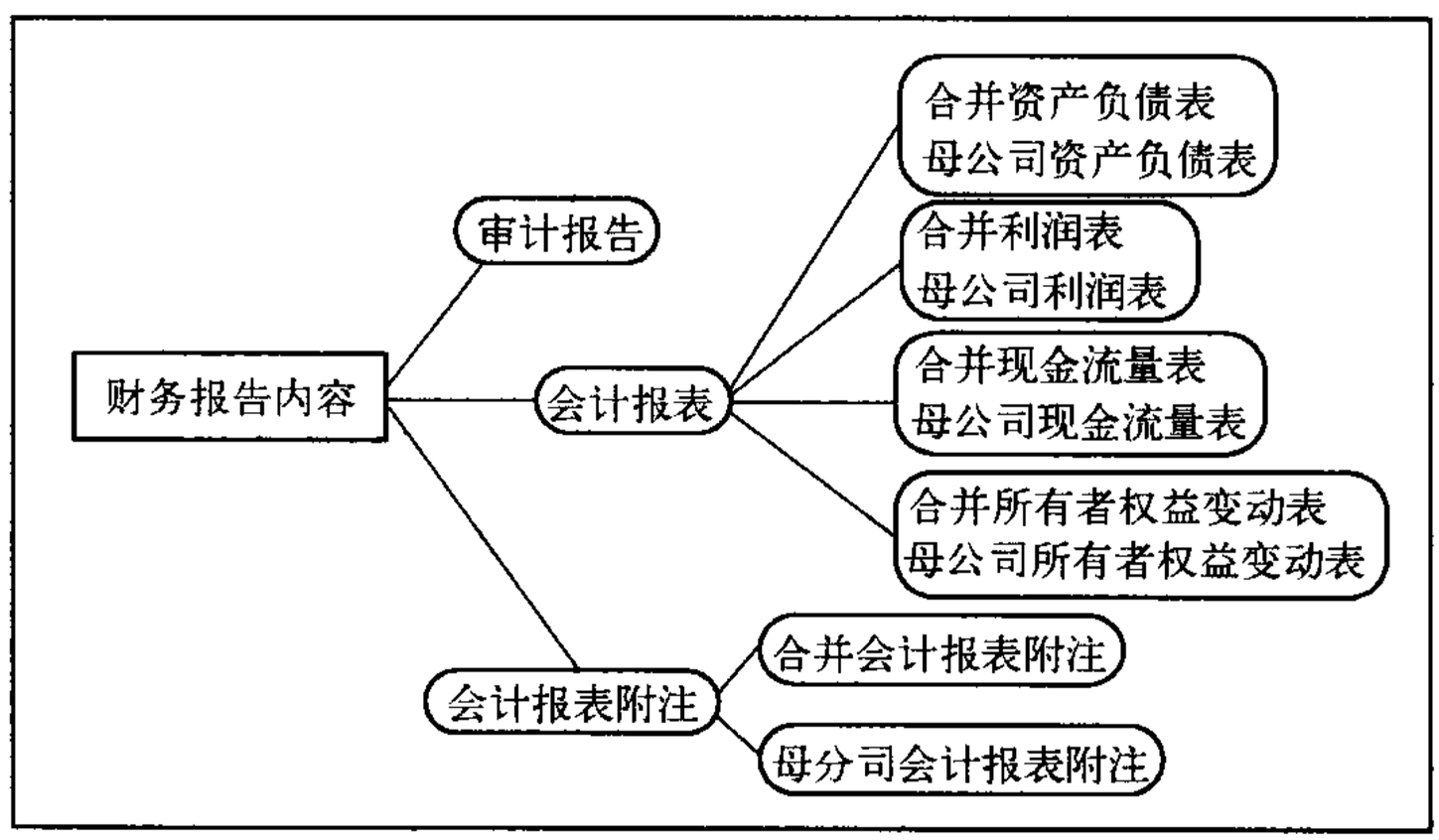


图14-1　财务报告结构

一家虚拟公司

母公司很好理解，就是指上市公司自身。但是请投资者记住：母公司会计报表所显示的财务数据，并非上市公司的“真实数据”，我们平常所使用的财务数据如净资产、净利润等，都是以合并报表中的数据为准的。这一点在阅读利润表时尤其要注意。

以卧龙地产2007年年报为例，该公司的利润表中，母公司2007年是亏损444万元，见表14-1。而合并报表中，“归属于母公司所有者的净利润”却是1.2亿元，而这个1.2亿元，才是我们平常所讲的上市公司净利润。

表14-1 卧龙地产利润表部分内容I（2007年）

两个数字差别很大

利 润 表

编制单位：卧龙地产集团股份有限公司　　2007年1～12月　单位：元　币种：人民币

项 目	附注	合并数		母公司数	
		本期金额	上期金额	本期金额	上期金额
利润总额（亏损总额以“－”号填列）		188 333 531.19	132 005 099.14	−4 719 729.29	9 105 632.28
减：所得税费用		66 407 215.54	41 142 779.83	−277 798.39	
净利润（净亏损以“－”号填列）		121 926 315.65	90 862 319.31	−4 441 930.90	9 105 632.28
归属于母公司所有者的净利润		120 109 464.07	70 733 100.08	−4 441 930.90	9 105 632.28
少数股东损益		1 816 851.58	20 089 219.23		
每股收益：					
基本每股收益		0.44	0.31	−0.01	0.04
稀释每股收益		0.44	0.31	−0.01	0.04

资料来源：卧龙地产2007年年报。

之所以出现这一情况，是由于上市公司在自身之外往往还控制了一些子公司甚至孙公司，而这些被控制的公司才是上市公司具体经营以及产生利润的真正主体，而上市公司自身只是以投资公司的形式存在。

如果没有合并类的会计报表，只提供母公司会计报表，就会出现一个问题：很多上市公司的诸如营业收入、营业成本、存货、应收账款等关键财务数据都非常少，见表14-2。这样一来，大量有价值的财务数据信息都会被屏蔽掉，财务报告对于投资者的参考作用将大打折扣。

表14-2 卧龙地产利润表部分内容Ⅱ（2007年）

两者差别极大，仅看母公司数据无法了解上市公司全貌

利 润 表

编制单位：卧龙地产集团股份有限公司　　2007年1～12月　　单位：元 币种：人民币

项 目	附注	合并数		母公司数	
		本期金额	上期金额	本期金额	上期金额
营业总收入		764 829 580.84	576 696 137.01	153 245 874.21	178 417 904.15
其中：营业收入		764 829 580.84	576 696 137.01	153 245 874.21	178 417 904.15
营业总成本		614 412 912.72	539 426 814.06	199 241 579.17	264 686 919.71
其中：营业成本		481 208 670.15	427 196 711.67	132 086 814.49	194 350 145.65
营业税金及附加		41 622 726.71	25 090 187.43	925 326.55	739 919.48
销售费用		26 995 320.33	22 901 115.65	13 289 237.05	13 362 226.08
管理费用		45 438 579.50	51 853 869.40	29 611 693.34	43 550 610.86
财务费用		17 559 208.29	27 771 984.26	19 465 445.65	28 152 605.07

资料来源：卧龙地产2007年年报。

为了使投资者能够了解上市公司的全貌，上市公司在提供母公司会计报表的同时，也要提供合并会计报表，也就是将上市公司及其控制的公司“打包”

在一起，视为一家“公司”。这家“虚拟公司”所提供的会计报表，就是合并会计报表。只有合并会计报表中的各类财务数据，才能够展示上市公司的“真相”。而投资者在依据上市公司财务信息评估其投资价值时，应该主要使用合并会计报表。

至于哪些公司能够与上市公司一起合并报表，是一个较为复杂的会计判断标准问题，简单地说，只要是上市公司能够控制的公司，都需要与上市公司一起合并报表。而所谓控制，是指一个企业能够决定另一个企业的财务和经营政策，并能据以从另一个企业的经营活动中获取利益。此外，对于那些上市公司持有其股份却无法形成控制的公司，在利润表中，则不会合并报表，但会以成本法或权益法体现上市公司的投资成果（本书第17章有详细解读）。

从同比看趋势

年报会计报表中的每一张表以及会计报表附注中大部分内容都是对比式的，即同时出具当期数据以及去年同期数据。这样一来，投资者就可以清楚地对比一年来上市公司发生的变化。要知道，绝大多数有价值的财务信息都是通过比较得出的，比如上市公司净利润同比增加了50%，应收账款同比下降了30%等。

单看当期数据，只能看结果，而比较过去的数据，却能够看出趋势，而趋势的重要性大大超过结果。因为对上市公司的估值，主要来自于投资者对公司未来发展趋势的预期，而上市公司过去几年来所展示的发展趋势，往往决定了未来几年的发展轨迹。这与技术面投资者看股票走势相类似，一家处于上升通道（净利润连年大幅增长）的上市公司，很可能还会百尺杆头更进一步；一家处于下降通道（净利润连年下滑）的上市公司，很难指望它“咸鱼翻身”。

在年报会计报表的附注部分以及董事会报告中的“管理层讨论与分析”部分，都有大量的关于各种财务数据同比发生重大变化的专项说明与解释。对这些内容，投资者要尤其关注，见表14-3。

表14-3 卧龙地产“董事会报告”部分内容

报告期公司主要财务数据同比发生重大变动的原因

① 报告期内营业总收入76 483万元。比上年调整数增长18 813万元，增长32.62%，比上年房地产营业总收入39 936万元，增长91.5%，主要系公司业务发展较好所致；

② 报告期内管理费用为4 543.9万元。比上年调整数减少641.5万元，下降12.37%，扣除水泥业务后房地产业务产生的管理费用为1 700万元，较上年房地产管理费用1 304.44万元，上升30.32%，上升幅度远小于公司房地产营业总收入增长幅度；

③ 报告期内销售费用为2 699.5万元。比上年调整数增加409.4万元，上升17.88%，扣除水泥业务后房地产业务产生的销售费用为1 370万元，较上年房地产销售费用968.79万元，上升41.41%，上升幅度远小于公司房地产营业总收入增长幅度，公司销售费用占营业总收入比例呈下降趋势；

资料来源：卧龙地产2007年年报“董事会报告”中“管理层讨论与分析”部分。

四张表及附注

会计报表包括四张表，其中所有者权益变动表是从2007年年报开始新增加的。这四张表可谓年报的核心部分，每一张表所提供的信息互相联系，但各有侧重。通过这四张表，基本上可以勾勒出一家上市公司的大致轮廓。

简单而言，资产负债表是一张上市公司的“全景照片”，主要告诉我们上市公司的钱从哪里来，都用到什么地方去了。利润表则是记录上市公司过去一年活动的“短片”，显示上市公司过去一年都干了些什么，干得怎么样。现金流量表可以被视为对上市公司的“终极考验”，它以“认钱不认人”的高度客观性展示过去一年之中，上市公司现金的各种变化。所有者权益变动表相当于上市公司向老板（股东）上交的一份“简明成果总结”，它告诉我们，股东投资在上市公司的钱是否增值、怎么增值以及增值了多少。

会计报表附注则主要是上述四张表的明细、延伸与解释以及重要会计政策、会计估计的说明。投资者在看四张表的过程中遇到的一些基本问题，都可以在附注中找到答案，见表14-4。

将上述的“照片”、“短片”、报告、总结以及附注结合起来，投资者就有了较为透彻了解上市公司的依据。

表14-4 云维公司资产负债表

这些都是附注编号，投资者可以据此，在年报中找到相关科目的附注

编制单位：云南云维股份有限公司 资产负债表 2007-12-31 单位：人民币元

资 产	附注	合并数		母公司数	
		2007年12月31日	2006年12月31日	2007年12月31日	2006年12月31日
流动资产：					
货币资金	8.1	215 753 872.99	152 543 819.03	28 253 771.86	54 679 053.60
交易性金融资产		—	—	—	—
应收票据	8.2	181 717 697.03	22 582 220.38	86 572 093.27	8 413 059.64
应收账款	8.3	52 512 635.63	56 166 468.39	18 743 688.36	42 093 414.88
预付款项	8.4	313 089 773.96	82 035 676.52	43 301 950.44	29 015 682.14

第15章　上市公司的“全景照片”
解读资产负债表

在上市公司的四张会计报表中，如果按对投资者的重要性排座次，资产负债表可以居首。有些投资者一味强调利润表而轻视资产负债表，这说明其投资理念还不成熟。在股票投资中，首先是确保不亏钱，特别是不亏大钱。实际中，投资者亏了大钱的，往往是买到了那些业绩突然下滑甚至突然巨亏的股票。而要避免买到这种股票，首先要关注的就是资产负债表。因为上市公司的种种“隐患”、“暗疾”，往往会在资产负债中露出马脚。当然，上市公司未来业绩的高速成长，很多时候也会在资产负债表中有所“显示”。相比之下，利润表在排除未来隐患、展示成长迹象方面的作用就弱了不少。

资产负债表是一张反映一家上市公司在某一特定日期所拥有的经济资源、所承担的经济义务和公司股东拥有的权益的报表。简单地说，年报中的资产负债表如同每年的12月31日给上市公司拍的一张“全景照片”，这张照片的神奇之处在于，它不仅能反映眼睛看得见的东西，很多看不见摸不着的东西也都能表现其中。

第一恒等式

解读资产负债表，得先讲下面这个等式：

资产＝负债＋所有者权益

简单地讲，资产是一家公司所拥有的可以计量的经济资源；负债是指公司的债务；而所有者权益（净资产）也就是公司资产减去负债的余额，是公司股东真正享有的财产。

为理解这一等式，举一个简单的例子。如果一个家庭的资产为：价值100万元的房子，其他家具、家电、日用品、衣服等共价值20万元，银行存款10万，借给亲戚10万元（债权），那么其资产额为140万元。如果该家庭没有负债，则其财产（净资产）为140万元，套用上述公式表述为：140万＝0＋140万。如果该家庭还有40万元房贷没有还，那么套用公式可表述为：140万＝40万＋100万

在资产、负债与所有者权益这三个概念中，最容易理解的是负债，也就是欠别人的钱。对一家公司来说，负债可能是欠银行的钱，欠客户的钱，欠职工的钱等。所有者权益的概念不直观，完全属于账面概念，这一点与资产、负债不同。对于一家公司来说，机器是其资产，房子是其资产，而负债也是有凭有据、有协议有合同可查的。但所有者权益不同，其数额是通过资产减去负债推导出来的，在现实中，找不到相对应的财物可以称之为所有者权益。此外，上述会计等式之所以成立，关键在于我们将所有者权益定义为资产减去负债的余额。从本质上来讲，"资产＝负债＋所有者权益"只不过是"所有者权益＝资产－负债"的数学变形公式。

至于资产的概念，除了刚才所讲的可感可见的物品，还包括对外投资形成的股权、把钱借给别人形成的债权以及无形资产等。从本质上讲，资产是一种经济资源，通过使用这种资源，可以为企业带来经济利益。

平衡关系

投资者须注意，这一等式反映了企业在经营过程中，在任何一个时点上，其资产、负债及所有者权益三者之间都保持着数额相等的关系。也就是说，企业任何的经营活动，所导致的资产、负债、所有者权益的相应变化，都不会改变这一等式的平衡关系。

比如，某公司用银行存款1万元购买了一台机器，那么公司的负债与所有者权益没有变，但资产的分布形态在变化，银行存款少了1万元，但与此同时，固定资产却多出了1万元。如果公司通过银行贷款1万元购买了一台机器，那么公司的资产中多出了1万元，但与此同时，负债也多出了1万元，这样等式两边

仍然平衡。再假如，这台机器突然被摔坏，完全报废了，那么资产就少了1万元，而与此同时，机器完全摔坏了，属于公司的财产损失，所有者权益也就减少了1万元，这样等式两边还是平衡的。

我们将这种变化加以总结并分成四种情况：

- 资产增加，负债或所有者权益等量增加；
- 资产减少，负债或所有者权益等量减少；
- 资产不变，负债和所有者权益的不同项目间呈等量相反变化；
- 负债与所有者权益不变，不同资产项目间呈等量相反变化。

了解第一恒等式的平衡关系，就可以明白这样一个道理：上市公司的任何一项涉及资产负债表的经营活动，投资者都要从多方面评估其后果，这样才能准确把握其经营活动的真正内涵。

何来何往

一张标准的资产负债表就是按照“资产＝负债＋所有者权益”的格式展现的，即表的左边列示资产，右边列示负债及所有者权益，见表15-1。

表15-1 标准资产负债表格式

编制单位　　年 月 日　　单位：元

资　产	金　额	负债及股东权益	金　额
流动资产		流动负债	
…		…	
…		非流动负债	
…		…	
非流动资产		负债合计	
…		股东权益	
…		…	
…			
资产合计		负债及股东权益合计	

事实上，我们也可以将资产理解为，一家公司把钱投向了什么地方，是买了机器，买了股票还是对外投资了，等等。而负债与所有者权益表示的则是上市公司用以经营的钱从何而来，是借来的还是股东自己掏的。因此，资产负债表左边的资产一栏，是告诉投资者钱到哪儿去了；右边的负债及所有者权益栏，则是告诉投资者，上市公司的钱从哪儿来。

会计科目分类

在实际的资产负债表中，在资产、负债及所有者权益这三个栏目下，分别还有很多会计科目。这些会计科目其实是资产、负债及所有者权益的明细，见表15-2。以资产为例，其中就有货币资金、存货、固定资产等。

表15-2 卧龙地产资产负债表明细（2007年）

资产负债表

2007年12月31日

编制单位：卧龙地产集团股份有限公司　　单位：元　币种：人民币

资　产	期末余额	负债及所有者权益	期末余额
流动资产：		流动负债：	
货币资金	230 240 976.23	短期借款	
交易性金融资产		应付票据	
应收票据		应付账款	94 467 668.63
应收账款	8 814 700.10	预收款项	525 030 085.56
预付款项	28 565 827.68	应付职工薪酬	648 141.28
其他应收款	109 461 213.48	应交税费	126 662 567.98
买入返售金融资产		应付股利	36 312 686.72
存货	1 430 595 983.02	其他应付款	462 677 676.32
一年内到期的非流动资产		一年内到期的非流动负债	145 000 000.00
其他流动资产	61 148 732.14	流动负债合计	1 390 798 826.49
流动资产合计	1 868 827 432.65		

（续）

资　产	期末余额	负债及所有者权益	期末余额
非流动资产：		非流动负债：	
投资性房地产	5 931 650.00	长期借款	250 000 000.00
固定资产	4 520 545.22	递延所得税负债	29 925 899.91
在建工程	51 840.00	非流动负债合计	279 925 899.91
工程物资		负债合计	1 670 724 726.40
固定资产清理		所有者权益（或股东权益）：	
生产性生物资产		实收资本（或股本）	330 000 000.00
无形资产	165 000.00	资本公积	73 505 800.02
开发支出		盈余公积	49 070 933.02
商誉	277 897 519.80	未分配利润	−21 067 536.33
长期待摊费用	100 000.00	归属于母公司所有者权益合计	431 509 196.71
递延所得税资产	54 244 792.88		
其他非流动资产		少数股东权益	109 504 857.44
非流动资产合计	342 911 347.90	所有者权益合计	541 014 054.15
资产总计	2 211 738 780.55	负债和所有者权益总计	2 211 738 780.55

资料来源：卧龙地产2007年年报。

资产负债表还对这些会计科目进行了分类，其中资产类科目分为流动资产与非流动资产，负债类科目分为流动负债与非流动负债。流动资产是指预计在一年内将变现或耗用的资产；非流动资产的定义则很宽泛：流动资产以外的资产都是非流动资产。流动负债是指预计在一年之内要偿还的债务；而流动负债以外的负债都是非流动负债。

流动性排列

在资产负债表中，会计科目的排列是有规律可循的，这一规律一般被称为流动性排列，即资产类会计科目按变现能力由强到弱排列，负债类科目按偿还期限由短到长排列。

从表15-2可以看出，“货币资金”排在资产负债表的第一位，这是因为货币资金基本上等于现金，其变现能力最强。“应收账款”之所以能排在“存货”前面，也是因为其转化成现金的速度要超过存货。至于负债类会计科目，近期需要偿还的债务列示在最前面，如“短期借款”，以后需较长时间偿还的债务列示在后，不需偿还的所有者权益部分则出现在最后。

资产负债表的左右两方都按流动性排列形成的对称结构，其最大的好处是方便了投资者分析上市公司偿还债务的能力。如流动负债的偿还期限不超过一年，投资者就要观察上市公司是否有相当规模的流动资产作为保证，见表15-3。这是因为，上市公司偿还流动负债的来源一般是流动资产——如果一家公司到了需要变卖“家底”（固定资产）还债的时候，那说明其“气数已尽”了。

表15-3 卧龙地产资产负债表部分内容

资产负债表

编制单位：卧龙地产集团股份有限公司 2007年12月31日 单位：元 币种：人民币

资　产	期末余额	负债及所有者权益	期末余额
流动资产：		流动负债：	
货币资金	230 240 976.23	短期借款	
交易性金融资产		应付票据	
应收票据		应付账款	94 467 668.63
应收账款	8 814 700.10	预收款项	525 030 085.56
预付款项	28 565 827.68	应付职工薪酬	648 141.28
其他应收款	109 461 213.48	应交税费	126 662 567.98
买入返售金融资产		应付股利	36 312 686.72
存货	1 430 595 983.02	其他应付款	462 677 676.32
一年内到期的非流动资产		一年内到期的非流动负债	145 000 000.00
其他流动资产	61 148 732.14	流动负债合计	1 390 798 826.49
流动资产合计	1 868 827 432.65	非流动负债：	

这两项数据的对比很有看头

好公司还不起钱

为了更加明确和凸显流动资产与流动负债的关系，反映上市公司的短期偿债能力，我们一般会使用流动比率：

流动比率＝流动资产÷流动负债

经验表明，一般而言，制造类上市公司合理的流动比率是2，最低也至少要大于1。这是因为，在流动资产中，变现能力最差的存货约占流动资产的一半，其余流动性较大的各类流动资产至少要等于流动负债，只有这样，公司的短期偿债能力才会有保证。因此，流动比率越高，说明公司的偿债能力越强。但是，请投资者注意，有时候流动比率高并不是一家优秀上市公司的标志（只能算是合格公司的标志）。相反，流动比率能够接近1，往往是一家优秀公司的表现。

以苏宁电器为例，该公司2007年中报显示，其流动资产与流动负债的比是1.22，见表15-4。从一般的角度看，这个比值已经很低了，似乎风险不小，但仔细研究其短期负债构成就会发现，真正的短期借款（银行短期贷款）只有2.56亿元，在流动负债总额97.8亿元中，所占比例很低，而流动负债中占大头的是应付票据与应付账款，两者共计90亿元。

表15-4　苏宁电器资产负债表（2007年中报）

编制单位：苏宁电器股份有限公司　资产负债表　2007年6月30日

项　目	期末数		
	合并		
流动资产：		流动负债：	
货币资金	6 896 397 891.26	短期借款	256 000 000.00
结算备付金		拆入资金	
拆出资金		交易性金融负债	
交易性金融资产		应付票据	6 520 442 507.12
应收票据	1 391 762.40	应付账款	2 454 768 761.00

短期借款占流动负债比例极低

应付票据与应付账款数额很大

（续）

项　目	期末数		
	合并		
应收账款	105 294 058.13	预收款项	78 138 995.53
预付款项	1 492 252 737.11	卖出回购金融资产款	
应收保费		应付手续费及佣金	
应收分保账款		应付职工薪酬	85 552 661.76
应收分保合同准备金		应交税费	140 151 869.00
		应付利息	245 500.00
应收利息		其他应付款	219 621 217.73
其他应收款	96 154 783.11	应付分保账款	
买入返售金融资产		保险合同准备金	
存货	3 252 341 668.39	代理买卖证券款	
一年内到期的非流动资产		代理承销证券款	
		一年内到期的非流动负债	
其他流动资产	194 750 262.96	其他流动负债	26 681 380.45
流动资产合计	12 038 583 163.36	流动负债合计	9 781 602 892.59

从一般观点看，两者的比例并不合理

资料来源：苏宁电器2007年中报。

联系苏宁电器所从事的业务——家电零售，我们完全可以推测，应付票据与应付账款的形成，肯定是因为苏宁电器先拿了家电制造商的货去卖，但进货的钱还没有付给这些制造商。这实际上意味着，苏宁电器在借供货商的钱去经营自己的业务，而且这种借款不用付利息。免费用别人的钱做生意，实际上是每一家公司梦寐以求的事，但真正能够做的，只有那些市场地位超强的公司。这样的公司，虽然流动比率乍一看不理想，但只要分析一下其负债结构，就可以看出其中的奥秘之处了。

免费拿别人的钱去做生意，固然有利于上市公司提高净资产收益率，但也同时要求该公司的流动资产变现能力很强。以苏宁电器为例，也就是要求苏宁电器能够尽快把货卖掉，拿回现金，然后偿付给供货商。表15-4显示，苏宁电器当期货币资金达到了近69亿元，占其流动资产总额的57.5%。这就表明，苏宁电器的生意做得红火，电器卖得很快。

综上所述，投资者在遇到上市公司流动比率较低时，切不可一味高估其短期偿债风险，而是要仔细研究其流动负债构成与流动资产构成，同时结合其所经营的业务进行分析。很多时候，真正的好公司，初看都像还不起钱的。

借长不借短

一般来说，出于风险控制的考虑，银行给上市公司贷款往往倾向于贷短不贷长，即希望提供短期贷款而不是长期贷款。因为长期贷款还款时间过长，夜长梦多，风险随之增加。但是反过来，上市公司去贷款，一般会倾向于借长不借短，因为长期借款可以大幅降低上市公司短期内的还本付息压力。

这样一来，银行与上市公司似乎形成了矛盾，而解决矛盾的最终平衡点则是上市公司的资信与盈利能力。盈利能力强的上市公司，面对银行时有实力要求银行提供长期借款；反之，则只能拿到短期借款了。因此，投资者可以密切关注上市公司短期借款与长期借款之比。以万科为例，该公司2007年中报显示，其短期借款为18.4亿元，长期借款为158.7亿元，见表15-5。两者之比为11.8%。万科的长期借款能够大大超过短期借款，说明银行对该公司的盈利能力很有信心。对于这种银行充分信任的上市公司，投资者也不妨高看一眼。

表15-5 万科资产负债表（2007年中报）

万科企业股份有限公司 资产负债表 2007年6月30日 单位：人民币元

负债及所有者权益	注释	2007年6月30日	2006年12月31日
		合并	合并
流动负债：			
短期借款	19	1 840 000 000.00	2 715 470 000.00
应付账款	20	6 429 699 189.19	5 952 263 493.07
预收款项	21	13 498 009 337.59	8 836 350 970.30
应付职工薪酬	22	71 445 443.88	325 218 938.80
应交税费	23	(175 913 831.36)	72 249 832.00
其他应付款	24	4 761 828 152.23	2 893 322 464.50
一年内到期的非流动负债	25	3 077 148 000.00	1 090 094 000.00
流动负债合计		29 502 216 291.53	21 884 969 698.67
非流动负债：			
长期借款	25	15 870 312 243.31	9 452 876 950.91
长期应付款		—	57 003 863.92
专项应付款	26	8 178 805.75	17 391 619.87
预计负债	27	33 386 427.63	31 677 271.29
递延所得税负债	17	18 858 378.53	7 670 933.99
非流动负债合计		15 930 735 855.22	9 566 620 639.98
负债合计		45 432 952 146.75	31 451 590 338.65

资料来源：万科2007年中报。

谁都有走霉运的时候

投资者还须从资产负债表中关注的一个指标就是资产负债率。资产负债率很低，比如说低于30%，同时盈利能力很强的上市公司，有些人往往给予其负面评价，认为其没有好好利用负债杠杆，提高净资产收益率（有关分析请参阅

本书“净资产收益率”章节中的杜邦分析法)。但负债率低、盈利能力强的公司，恰恰还有较大的改善业绩的可能性。

买股票是买未来，只有那些未来盈利还有上升空间的公司才会给我们惊喜。即便是一家绩优公司，如果一时半会儿找不到支撑其未来盈利继续攀升的证据，这样的公司也不值得关注。从这个意义上讲，那些已经把负债杠杆发挥到极致的公司，虽然盈利能力强，但我们仍然要小心了。

从经验来看，即使再优秀的公司，如果其资产负债率逼近80%，也不值得投资。这一方面是因为负债杠杆效应已经没有太大的上升空间，另一方面其经营风险也过大。

再好的公司，也会有走霉运的时候。宏观经济动荡、全行业低迷，甚至遇到天灾人祸都是有可能的。一旦上市公司的产品销售、回款速度由此受到影响，高负债公司的资金链就可能断裂，如果银行此时不愿意暂缓收贷（“落井下石”是银行业的本性)，那么公司就只有崩盘了。

第16章　摸清家底
资产类会计科目

上市公司资产负债表的资产项目下，包含有一系列会计科目，这些科目其实是在展示上市公司的“家底”。准确把握这些会计科目的内涵，熟悉其在实际中的应用，非常有助于投资者判断一家上市公司的资产质量以及投资价值。接下来，我们选取一些重要且常用的会计科目分别进行解读。

负债类会计科目容易理解，普遍可以“顾名思义”，而且与资产类科目相比，负债类科目“弹性”不大（资产的真实价值与账面价值可能会有很大出入，但负债一般不会有这种问题），因此无需解读。权益类会计科目，我们将在“所有者权益变动表”章节进行解读。

应收票据

假设A公司卖给B公司一批货，B公司没有马上支付现金，而是给了A公司一张汇票，这张汇票对A公司来说就是应收票据。票据会载明未来付款日期，一般不会超过6个月，届时凭票据，A公司就可以从B公司账上取得现金。

汇票一般分为银行承兑汇票与商业承兑汇票两种，见表16-1。前者有银行信用保证（B公司若没钱，银行要出钱），基本上相当于现金。而商业承兑汇票则不一定有银行信用保证。相比较而言，银行承兑汇票的信用等级更高。

表16-1 凯乐科技应收票据

种 类	期 末 数	期 初 数
商业承兑汇票	72 758 413.60	123 592 130.00
银行承兑汇票	3 534 157.12	14 769 108.28
合 计	76 292 570.72	138 388 238.28

资料来源：凯乐科技2006年年报。

虽然商业承兑汇票的风险并不大，但投资者可以从一家上市公司应收票据的构成中，看出该公司的市场地位。产品较为抢手的上市公司，普遍要求收货人支付有银行信用作保证的银行承兑汇票，见表16-2。因此，其年报应收票据的构成中，可能都是银行承兑汇票。相反，产品不算热销的上市公司，其应收票据则大多数为商业承兑汇票。

表16-2 云维股份应收票据

票据种类	期末账面余额	年初账面余额
银行承兑汇票	181 717 697.03	22 582 220.38

资料来源：云维股份2007年年报。

上述分析其实给投资者提供了一个思路——从一家上市公司销售商品的收款方式，可以看出该公司的市场竞争实力。

产品极为抢手的上市公司，可能是先收款再发货，在年报中体现为预收账款多；产品热销的上市公司，可能是一手交货一手拿钱，在年报中体现为货币资金多；产品较为热销的上市公司，可以要求收货人支付银行承兑汇票；接下来，则是支付商业承兑汇票；再接下来，身处竞争激烈市场的上市公司，产品

竞争力不强，没有实力要求收货人提供汇票，只能接受没有什么保障的延期付款方式，于是形成了应收账款。

应收账款

与应收票据一样，应收账款也是企业卖出商品后，未立即收到货款，但应收票据有汇票作为未来收取货款的保证，而应收账款却没有相应的保证。因此，应收账款存在货款不能收回，即出现坏账的可能。

一般而言，应收账款与上市公司的营业收入应该保持比较稳定的比例关系，应收账款突然大量增加且与营业收入的比例提高，往往不是什么好兆头。当然，在营业收入增加的前提下，应收账款能够减少，则是好事了，这说明企业的产品竞争力增强了。

鉴于应收账款的风险性，投资者除了要关注资产负债表中的应收账款数额外，还要看会计附注中，与应收账款相关的各种明细表。其中，最值得关注的是“应收账款账龄情况表”，见表16-3。在应收账款的构成中，一年以内的应收账款所占比例当然是越多越好——经验告诉我们，经营正常的上市公司，其一年以内应收账款所占比例至少应在85%以上。

表16-3 亚宝药业

单位：人民币元

项目	期末数			期初数		
	金额	比例	坏账准备	金额	比例	坏账准备
1年以内	82 608 428.07	92.94%	4 130 421.40	92 595 753.37	90.74%	4 629 787.66
1~2年	2 563 592.65	2.89%	256 359.27	4 266 288.70	4.18%	426 628.87
2~3年	1 299 561.02	1.46%	194 934.15	3 113 359.47	3.05%	467 003.91
3年以上	2 411 253.73	2.71%	723 376.13	2 065 293.37	2.03%	619 588.02
合计	88 882 835.47	100.00%	5 305 090.95	102 040 694.91	100.00%	6 143 008.46

资料来源：亚宝药业2007年报。

其他应收款

会计上对其他应收款的定义使用了排除法，因此相当烦琐：除存出保证金、买入返售金融资产、应收票据、应收账款、预付账款、应收股利、应收利息、应收代位追偿款、应收分保账款、应收分保合同准备金、长期应收款等以外的其他各种应收及暂付款项。

对于投资者来说，不必了解上述定义，只需明白一个道理：其他应收款越少越好。因为实践告诉我们，其他应收款是个筐，什么都可以往里装，如上市公司大股东占用上市公司资金，绝大多数都体现在上市公司的其他应收款中。与应收账款一样，投资者也要关注一下会计附注中其他应收款的一些明细表。主要有两个："其他应收款账龄情况表"和"其他应收款前五名列表"。见表16-4和表16-5。

表16-4 云维股份其他应收款

按账龄结构

账龄结构	期末账面余额				年初账面余额			
	余额	比例%	坏账准备	计提比例%	余额	比例%	坏账准备	计提比例%
1年以内	30 406 420.92	97.06	1 665 730.64	10	130 035 319.96	99.26	173 275.41	10
1～2年	150 229.76	0.48	455.96	15	142 185.47	0.11	28 437.09	15
2～3年	112 986.38	0.36	16 759.13	20				
3年以上	659 213.65	2.10	649 524.30	30~100	829 213.65	0.63	641 824.09	30~100
合计	31 328 850.71	100.00	2 332 470.03		131 006 719.08	100.00	843 536.59	

资料来源：云维股份2007年年报。

表16-5 云维股份其他应收款前五名

欠款单位	欠款金额	欠款时间	欠款原因
富源县安全监督局	3 000 000.00	1年以内	安全生产风险抵押金
杨稳德	1 833 322.16	1年以内	材料采购备用金
沾益县国税局	1 222 870.80	1年以内	增值税返还
沾益火车站	1 112 453.30	1年以内	代垫运费
吴兴东	782 238.90	1年以内	代垫运费
合计	7 950 885.16		

本期其他应收款前五名欠款金额占期末账面余额的25.38%。

资料来源：云维股份2007年年报。

预付账款

顾名思义，预付账款是指上市公司尚未拿到货时支付给供货单位的定金或货款。

企业在经营时，最好是欠别人钱，而不是别人欠自己钱，体现在报表中，则应该是应付账款多，应收账款很少。相反，如果付款的时候特别痛快——货未到钱已经支付了，收款却很困难——应收账款增加，则说明该上市公司的竞争力很有问题。

因此，投资者对于预付账款要留意一下，一家优秀的上市公司，预付账款往往很少，见表16-6。如果上市公司的预付账款突然增加，则需提高警惕。

表16-6 贵州茅台2006年年报部分内容

编制单位：贵州茅台酒股份有限公司　　单位：元　币种：人民币

项目	附注		合并		母公司	
	合并	母公司	期末数	期初数	期末数	期初数
流动资产：						
货币资金	1	1	4 463 098 038.64	3 891 989 433.53	507 720 921.51	1 051 384 708.61
短期投资						
应收票据	2		185 653 838.47	159 665 200.08		
应收股利		2				
应收利息						
应收账款	3	3	67 438 863.70	43 685 990.33	145 722 722.08	38 371 206.25
其他应收款	4	4	55 431 205.84	51 244 124.02	40 763 431.75	31 429 687.69
预付账款	5	5	4 242 010.29	12 385 914.41	4 242 010.29	3 153 534.01
应收补贴款						
存货	6	6	1 974 710 283.35	1 860 549 625.24	1 749 554 493.49	1 658 401 744.14
待摊费用	7	7				

资料来源：贵州茅台2006年年报。

存货

存货是企业在日常生产经营过程中持有以待出售，或仍然处在生产过程，或者在生产或提供劳务过程中将耗用的材料或物品等,包括库存商品、产成品、半成品、原材料等。

存货在上市公司流动资产中所占比例通常较大，与应收账款一样，在正常情况下，存货与上市公司营业收入之间也应保持一个稳定的比例。存货增多不仅影响上市公司的资金使用效率，而且也说明公司产品滞销——库存商品增加。

投资者可以看看会计附注中存货的明细表，见表16-7。

表16-7 云维股份存货明细

存货种类	年初账面价值	本期增加	本期减少	期末账面价值
原材料	118 077 775.44	2 078 767 207.08	1 959 148 424.11	237 696 558.41
在产品	17 456 521.10	563 556 067.03	513 329 820.34	67 682 767.79
库存商品	47 724 814.13	2 687 319 917.89	2 678 188 941.35	56 855 790.67
包装物及低值易耗品	1 218 393.63	23 603 228.44	23 304 945.45	1 516 676.62
消耗性生物资产			—	
其他	6 114 557.67	863 322 500.56	862 149 220.56	7 287 837.67
减：存货跌价准备	2 850 801.22		2 850 801.22	
合　计	187 741 260.75	6 216 568 921.00	6 033 270 550.59	371 039 631.16

资料来源：云维股份2007年年报。

与大多数上市公司存货越少越好不同，在目前房地产市场较为火暴的背景下，房地产上市公司的存货则是越多越好。这是因为，房地产上市公司未来的发展，主要是看公司有多少即将上市的楼盘以及有多少土地储备。

房地产上市公司的土地储备其实类似于一般公司存货中的原材料，但土地储备不同于原材料的地方在于，土地是稀缺品，其价格往往呈上涨趋势，而原材料放久了则会贬值。因此，对房地产类上市公司，投资者要特别留意一下，其存货明细中的一个项目——拟开发土地。见表16-8。

固定资产

固定资产通常是指使用期限超过一年的房屋、建筑物、机器、运输工具以及其他与生产经营有关的设备、工具等。

表16-8 招商地产存货明细

存货	年末数			年初数		
	金额	跌价准备	账面价值	金额	跌价准备	账面价值
	人民币元	人民币元	人民币元	人民币元	人民币元	人民币元
房地产在建开发	3 502 604 987	—	3 502 604 987	2 264 764 866	—	2 264 764 866
产品拟开发土地	5 760 032 866	—	5 760 032 866	3 348 462 158	—	3 348 462 158
房地产已完工开发产	310 518 371	—	310 518 371	61 715 032	—	61 715 032
品材料物资及其他	5 776 850	162 982	5 613 868	2 854 626	—	2 854 626
合计	9 578 933 074	162 982	9 578 770 092	5 677 796 682	—	5 677 796 682

资料来源：招商地产2006年年报。

从上述定义可以推断出，对于多数上市公司特别是制造业上市公司来说，固定资产在公司资产总额中所占比例往往很大，一般都会超过50%。投资者如果对一家上市公司感兴趣，可以看看会计附注中固定资产的明细表，从中可以大致了解公司将资金都用在了什么地方，是热衷于建豪华办公楼，还是投向了直接与生产相关的机器设备，见表16-9。

表16-9 云维股份固定资产明细（2007年）

固定资产类别	年初账面价值	本期增加额	本期减少额	期末账面价值
一、原价合计	1 542 173 190.45	2 308 045 249.77	26 506 861.29	3 823 711 578.93
其中：房屋、建筑物	344 222 744.37	187 556 874.17	1 113 412.00	530 666 206.54
机器设备	1 174 081 489.99	2 115 861 278.41	22 524 796.29	3 267 417 972.11
运输工具	23 868 956.09	4 627 097.19	2 868 653.00	25 627 400.28
二、累计折旧合计	461 147 060.95	97 920 491.61	18 639 968.38	540 427 584.18
其中：房屋、建筑物	88 942 199.67	16 847 417.30	630 732.57	105 158 884.40

（续）

固定资产类别	年初账面价值	本期增加额	本期减少额	期末账面价值
机器设备	358 176 624.62	78 932 091.42	17 846 117.70	419 262 598.34
运输工具	14 028 236.66	2 140 982.89	163 118.11	16 006 101.44
三、固定资产减值准备累计金额合计				
其中：房屋、建筑物				
机器设备				
运输工具				
四、固定资产账面价值合计	1 081 026 129.50	2 210 124 758.16	7 866 892.91	3 283 283 994.75

资料来源：云维股份2007年年报。

上市公司建厂房、买设备所支出的资金，与购买原材料的资金一样都是成本，只不过该成本不会在当期被全部列为成本，而是通过多年折旧分别计入。简单地讲，如果上市公司买进一台设备花费了10万元，预计该设备使用期为5年，那么可以在未来的5年中，每年将2万元列为当年成本。

对投资者来说，要特别关注的是上市公司对固定资产折旧的会计政策，见表16-10。盈利能力强的上市公司，往往会倾向于缩短折旧时间；相反，盈利能力不强的上市公司则会延长折旧时间。因此，投资者在判断一家上市公司的投资价值时，务必要注意其固定资产折旧政策，与同行业公司相比，如果一家公司的折旧期较长，往往不是什么好事；相反，折旧期较短的公司应该是我们关注的对象。

在建工程

投资者可以直接将这个会计科目理解为正在建设的工程。在建工程属于固定资产的“预备员”，一旦工程建好并投入使用，就将其视为固定资产。与固定资产的最大不同在于，在建工程不需要计提折旧费。

表16-10 云维股份固定资产折旧

固定资产类别	使用年限（年）	年折旧率（%）
房屋建筑物		
一般生产用房	33	2.88
受腐蚀生产用房	21	4.52
其他建筑物	21	4.52
机器设备类		
机械设备	14	6.79
动力设备	17	5.59
传导设备	24	3.96
仪表设备	12	7.92
运输设备	6	15.83
变配电设备	21	4.52
化工专用设备	14	6.79
矿山设备	14	6.79
建材专用设备	12	7.92
铁路专用设备	25	3.80

资料来源：云维股份2007年年报。

正是因为在建工程不需要计提折旧，因此，该科目容易成为上市公司业绩造假的“死角”。比如，一项本早已完工的项目，上市公司迟迟不将其转入固定资产科目，由此少提折旧费。因此，投资者有必要看一下会计附注中，在建工程明细表，如果对照以前年度年报中的明细表，发现一项工程拖了几年不完工，则要保持警惕。见表16-11。

表16-11　凯乐科技在建工程项目变动情况

单位：元　币种：人民币

项目名称	期初数	本期增加	资金来源	期末数
涤纶短纤项目	41 936 575.90	2 272 611.35	自筹资金	44 209 187.25
通信光缆工程	3 133 147.62	1 332 007.13	筹集资金	4 465 154.75
土工格栅工程		712 000.00	自筹资金	712 000.00
倒班楼		38 000.00	自筹资金	38 000.00
合计	45 069 723.52	4 354 618.48	/	49 424 342.00

资料来源：凯乐科技2006年年报。

无形资产

无形资产主要包括上市公司持有的土地使用权、专利权、非专利技术、商标权等。在实际中，上市公司的无形资产主要体现为土地使用权。由于我国土地是国家所有，企业只拥有土地的使用权而不是所有权，因此，企业买了地，就被视为无形资产，见表16-12。

表16-12　云维股份无形资产明细

无形资产

项　目	年初账面余额	本期增加额	本期减少额	期末账面余额
一、原价合计	45 788 502.85	138 665 670.30	—	184 454 173.15
1. 土地使用权—母公司	6 585 101.00	4 054 146.00		10 639 247.00
2. 土地使用权—富炭	4 704 000.00			4 704 000.00
3. 土地使用权—大为焦化	34 499 401.85			34 499 401.85
4. 土地使用权—大为制焦		106 537 056.13		106 537 056.13

（续）

项　目	年初账面余额	本期增加额	本期减少额	期末账面余额
5. 信息工程—母公司		28 074 468.17		28 074 468.17
二、累计摊销额合计	3 059 219.51	3 118 214.49	—	6 177 434.00
1. 累计摊销—土地使用权母公司	217 216.93	150 703.46		367 920.39
2. 累计摊销—土地使用权富炭	815 360.00	94 080.00		909 440.00
3. 土地使用权—大为焦化	2 026 642.58	705 929.54		2 732 572.12
4. 土地使用权—大为制焦		1 242 934.00		1 242 934.00
5. 信息工程—母公司		924 567.49		924 567.49
三、无形资产减值准备累计金额合计	—	—	—	—
1. 土地使用权—母公司				—
2. 土地使用权—富炭				—
3. 土地使用权—大为焦化				—
4. 土地使用权—大为制焦				—
5. 信息工程—母公司				—
四、无形资产账面价值合计	42 729 283.34	135 547 455.81	—	178 276 739.15

资料来源：云维股份2007年年报。

商誉

这个会计科目只涉及上市公司购买另一家公司的股权。假设A上市公司购买了B公司40%的股权，虽然从账面上看，B公司40%的股权所对应的净资产是1亿元，但由于B公司盈利能力很强，因此A上市公司购买股权时支付了3亿元，那么，超出净资产的2亿元就被视为商誉，见表16-13。剩下的1亿元，被视为长期股权投资。

投资者要注意的是，按照以前的企业会计准则，上市公司要对商誉按不超过10年的时间进行摊销，也就是分期摊到上市公司的费用中去。而新准则不再

要求对商誉进行摊销，但要求每年年底对商誉进行减值测试，如果发现商誉减值，就要计提减值准备，见表16-13。

表16-13　云维股份商誉

项　目	期末账面价值		年初账面价值	
	余额	减值准备	余额	减值准备
投资团结煤业形成的商誉	40 625 052.36			
合计	40 625 052.36			

注：① 本公司控股子公司云南大为制焦有限公司以货币资金8 400万元取得富源团结煤业有限公司70%的股权，并为此支付了资产评估费8万元，购买日享有的富源团结煤业有限公司可辨认净资产公允价值的份额为43 454 947.64元，确认商誉40 625 052.36元。本公司对其具有实际控制权，本年纳入合并报表范围。

② 本年末对上述商誉进行了测试，未发生减值。

资料来源：云维股份2007年年报。

这样一来，对于那些习惯于溢价购买其他公司股权的上市公司来说，是比较有利的。

长期待摊费用

长期待摊费用是指企业已经支出，但摊销期限在1年以上的费用，包括固定资产大修理支出、保险费、排污费、技术转让费等。从特征上讲，长期待摊费用与商誉以及部分无形资产一样，都是“虚”的资产，即不指向实体的资产。

投资者须注意，个别上市公司有时会将巨额广告费视为长期待摊费用，这时就要保持警惕，见表16-14。一般来说，广告费都要在当期列入费用，而不是视为资产，但有些公司为了虚增利润，将广告费视为长期待摊费用，因此，投资者有必要关注一下会计附注中的明细表。

表16-14 广告费作为长期待摊费用实例

项目	原始金额	2007年1月1日	本期增加	本期减少	2007年6月30日
广告费	8 940 000.00	5 960 000.00	—	1 650 000.00	4 310 000.00

资产减值准备

只要是资产，几乎都存在贬值的问题——连现金都会因为通货膨胀而贬值，更惶论其他。从理论上讲，只要发现某项资产的实际价值低于其账面值，上市公司就应该计提减值准备，也就是将实际价值与账面值的差额列为当期费用（减少当期利润）。在会计附注中，有一个对各项资产计提减值准备的明细表，非常直观，值得投资者关注，见表16-15。

表16-15 云维股份资产减值准备明细

项 目	年初账面余额	本期计提额	本期减少额		期末账面余额
			转回	转销	
一、坏账损失	25 144 094.70	14 472 360.23	28 307.69	6 476 041.21	33 112 106.03
二、存货跌价损失	2 850 801.22		—	2 850 801.22	
三、可供出售金融资产减值损失					
四、持有至到期投资减值损失					
五、长期股权投资减值损失					
六、投资性房地产减值损失					
七、固定资产减值损失					

（续）

项　目	年初账面余额	本期计提额	本期减少额		期末账面余额
			转回	转销	
八、工程物资减值损失					
九、在建工程减值损失					
十、生产性生物资产减值损失					
十一、油气资产减值损失					
十二、无形资产减值损失					
十三、商誉减值损失					
十四、其他					
合计	27 994 895.92	14 472 360.23	28 307.69	9 326 842.43	33 112 106.03

资料来源：云维股份2007年年报。

现实中，上市公司计提减值准备最多的资产是应收账款与存货，因为这两项资产最容易贬值。其中应收账款的减值准备，上市公司计提时是以年限来计算的，1年以下的应收账款，计提减值准备比例很少，1～2年的多一些，3年以上的，计提比例就很高。自我要求严格的上市公司，其3年以上应收账款有可能会全额计提减值准备，也就是将这些应收账款都视为坏账。因此，投资者对于一家上市公司的应收账款计提减值准备标准要特别关注。对这一内容，报表附注会有详细说明，见表16-16。

与应收账款的减值准备标准相类似，其他应收款也会按年限计提减值准备。此外，其他资产的减值准备计提标准，在附注中都会有详细说明。在现实中，

上市公司计提各类资产减值准备，有可能不是按照实际贬值速度逐年计提的，而是突然大幅计提，从而导致上市公司当期利润大幅下滑，这种情况往往令投资者防不胜防。

表16-16 云维股份应收账计提减值准备

账龄	计提比例
1年以内	10%
1～2年	15%
2～3年	20%
3～4年	30%
4～5年	60%
5年以上	100%

资料来源：云维股份2007年年报。

事实上，仅从报表观察一家上市公司的资产是不是贬值，实际价值应该是多少，是很困难的事情。因此，对投资者来说，不妨换一种思路：一般来说，盈利能力强、应收账款比例少、经营性现金流净额大的上市公司，出现突然大幅计提减值准备的可能性很小；相反，那些盈利能力差、应收账款多、现金流又不畅的上市公司，容易出现突然大幅计提的现象。从这个意义上来说，投资绩优股的风险会更小。

资产重大变动说明

若资产项会计科目同比发生重大变化（增减幅度50%以上），投资者还可以在年报“董事会报告”中找到一个专门的部分——“报告期内公司资产构成同比发生重大变动说明”。见表16-17。

在此提醒投资者，虽然会计报表附注中也都有相应的说明，但其内容分散，

会给阅读带来不便。上述部分将重大变化说明归集在一起，有利于投资者集中阅读，通盘考虑问题。

表16-17 云维股份报告期内公司资产构成同比发生重大变动说明

1. 应收票据：期末账面余额比年初账面余额增加704.69%的主要原因为本公司控股子公司大为制焦1月开始投产，销售收入大幅度增加；另外，为了减少应收账款回收风险，本公司在各产品的单位销售价格与市场价格相比已包含票据贴现息时，可向客户收取银行承兑汇票，故导致本期应收票据期末余额大幅增加。 2. 预付账款：期末账面余额较年初账面余额增加281.65%，主要原因为本期本公司的控股子公司大为制焦生产装置逐步投产、生产能力提高，原材料采购相应增长从而使预付账款期末余额大幅增加。 3. 其他应收款：期末账面余额较年初账面余额减少77.72%，主要原因为本公司本期通过同一控制下企业合并取得的控股子公司收到其在合并日之前云维集团所借的欠款。 4. 存货：期末账面价值较年初账面价值增加97.63%，主要原因为原材料价格不断上涨，本公司及控股子公司增加对原材料的储备以及本公司的控股子公司大为制焦本期生产装置逐步建成投产导致存货期末账面价值增加。

资料来源：云维股份2007年年报。

第17章　好“片子”要从头看到尾

利润表

之前我们说过，资产负债表好比一张“全景照片”，而利润表犹如一部“短片”。这部短片该怎么看呢？如果只看结尾——净利润，那就有点“暴殄天物”了。我们应该品味的是这部短片从头至尾的过程。

也许还有投资者认为，在整个过程中，结尾最重要。这里要着重指出：利润表所列示的会计科目中，净利润绝非最关键，诸如营业收入、营业成本这样的科目，其重要性绝不亚于净利润。其原因在于，净利润是一系列数字加加减减后的结果，在经过多步骤的运算后，净利润很可能夹杂了过多的“噪音”，很多非常有价值的信息被掩盖，并不利于我们看清一家上市公司的真正优势以及真正问题所在。

事实上，与赚了多少钱相比，上市公司怎么赚钱，才是投资者更应该关注的。因为前者只说明过去，但后者却预示着将来。

第二恒等式

在利润表从头至尾的加减运算中，贯穿着一个基本逻辑，也就是：

利润 = 收入 − 费用

这个恒等式位列“资产 = 负债 + 所有者权益”之后，被称为第二恒等式。理解该等式，要有看懂利润表的基本功。

在会计的概念范畴里，收入是指企业在所从事的经常性经营活动中所产生

的经济利益流入。比如，制造类公司制造并销售产品，商业类公司销售商品，银行类公司对外贷款等，由这些活动产生的经济利益流入构成收入。须注意的是，有些经济利益的流入并非收入，如企业接受政府补助，一次性资产置换或债务重组中产生的收益。因为这些活动不是企业为完成其经营目标所从事的经常性活动，由此产生的经济利益流入不构成收入，在利润表中，这些收益表现为"营业外收入"。

有投资者觉得奇怪，既然都是经济利益流入，为什么要分开呢？这个问题的答案涉及利润表的核心问题，下面会讲到。

花钱是为了赚钱

直观地讲，费用是企业在生产经营过程中发生的各项耗费。费用包括两大类，一是直接费用，包括原材料费、生产工人薪酬、生产用水电、生产设施的折旧等。在利润表中，体现为"营业成本"与"营业税金及附加"（按营业收入计征的税金，包括营业税、消费税和资源税等）。

二是期间费用，包括三个方面：企业行政管理部门为组织和管理生产经营活动而发生的管理费用；为销售而发生的运输支出、广告支出等属于销售费用以及借款的利息支出——财务费用。直接费用与期间费用的区别，可以参考本书"产品毛利率"章节。

由费用所辖的两大分类可看出，费用是企业为创造收入而发生的经济利益流出。由此，也就建立了收入与费用的联系，即只有为创造收入而发生的经济利益流出才被视为费用，不是为了经济利益而产生的利益流出，在利润表中被视为"营业外支出"而并非费用，如处理固定资产、无形资产过程中产生的净损失，就被视为"营业外支出"。

同样，企业发生费用的目的是为了创造收入，只有发生了费用的经济利益流入才能被视为收入。比如，对一个卖菜的摊贩而言，卖菜得到的现金当然是收入，而他在批发站买菜时的支出就是费用，为了运菜所买的三轮车也是费用（通过固定资产折旧体现），为了在农贸市场得到摊位而交纳的摊位费、市场管

理费、卫生管理费等也都是费用。而这个摊贩给女儿的零用钱就不能被视为费用，而是营业外支出。他在进货的路上捡到一块废铜卖掉后取得的收益也不能被视为收入，而是营业外收入。这位摊贩炒股所赚的钱也不是收入，而是投资收益。

由一至七是关键

从上述定义及分析中，投资者可以看出，在收入与费用之间，有着相当明确的匹配关系。建立这一匹配关系的目的，就是准确核实利润来源，让会计报表使用者清晰地了解一家公司到底是如何赚钱的，其所从事的业务的赚钱效率如何。

还以上面的摊贩为例，如果其进货成本是100元，卖菜所得是200元，其他费用是30元，那么其利润就是70元，这样算下来，卖菜的利润不可谓不厚。但若将摊贩给女儿的零用钱50元也视为与收入相关的费用，那么，至少在报表中，投资者无法清晰地了解卖菜的利润到底如何。因此，建立“利润=收入－费用”这一公式的目的，并不是核算最终的净利润，而是衡量经营活动的成果与效率。这一匹配关系在上市公司的利润表中，表现得相当明显，见表17-1。

表17-1　营口港利润表（2007年）

编制单位：营口港务股份有限公司　　2007年1~12月　　单位：元　币种：人民币

项　目	附　注	本期金额	上期金额
一、营业收入	七.26	1 081 615 364.64	897 149 283.15
减：营业成本	七.27	725 185 904.68	566 074 744.05
营业税金及附加	七.28	34 737 070.62	30 367 958.89
销售费用			
管理费用		49 472 558.05	46 195 523.56
财务费用	七.29	62 496 531.41	73 842 157.70
资产减值损失	七.30	−17 766.37	252 125.81

（续）

项　目	附　注	本期金额	上期金额
加：公允价值变动收益（损失以"－"号填列）			
投资收益（损失以"－"号填列）	七.31	35 827 967.15	26 737 166.66
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	七.31	35 827 967.15	26 737 166.66
二、营业利润（亏损以"－"号填列）		245 569 033.40	207 153 939.80
加：营业外收入	七.32	668 850.27	
减：营业外支出	七.33	44 274.95	5 838 587.79
其中：非流动资产处置净损失	七.33	44 274.95	5 838 587.79
三、利润总额（亏损总额以"－"号填列）		246 193 608.72	201 315 352.01
减：所得税费用	七.34	61 570 366.63	39 620 580.72
四、净利润（净亏损以"－"号填列）		184 623 242.09	161 694 771.29
五、每股收益：			
（一）基本每股收益		0.57	0.64
（二）稀释每股收益		0.57	0.49

资料来源：营口港2007年年报。

大家从表中可以看出，利润表的第一个会计科目就是营业收入，而在营业收入之后，就是减去一系列的费用。与收入联系最紧密的费用是营业成本，也就是前面所讲的直接费用，被排在了第二位。接着是营业税金及附加（按营业收入计征的税金，包括营业税、消费税和资源税等），然后就是三项期间费用。

在这之后，是资产减值损失。严格来讲，资产减值损失也可以算为期间费用，因为资产减值是生产经营过程中的常见现象，如存货减值、应收账款计提坏账准备等。

由利润表中第一个会计科目——营业收入，到第七个会计科目——资产减值损失，是“利润=收入－费用”这一恒等式的完整体现，见图17-1，其中费用的具体内容见图17-2。

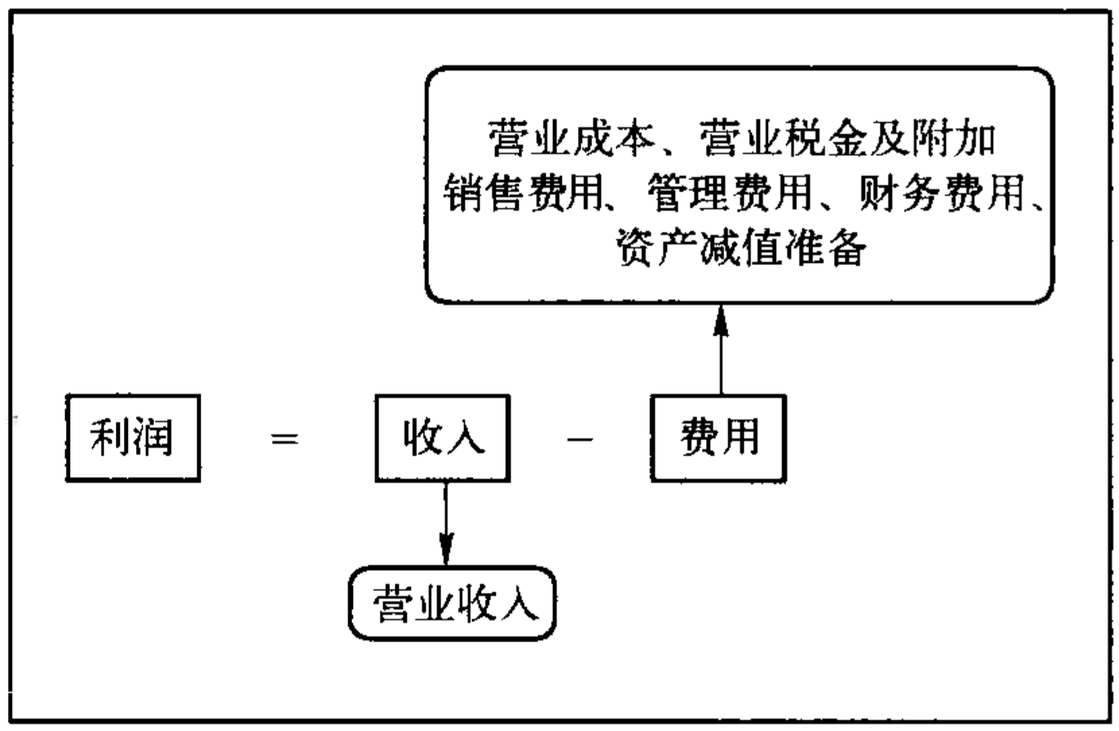


图17-1 利润等式说明简图

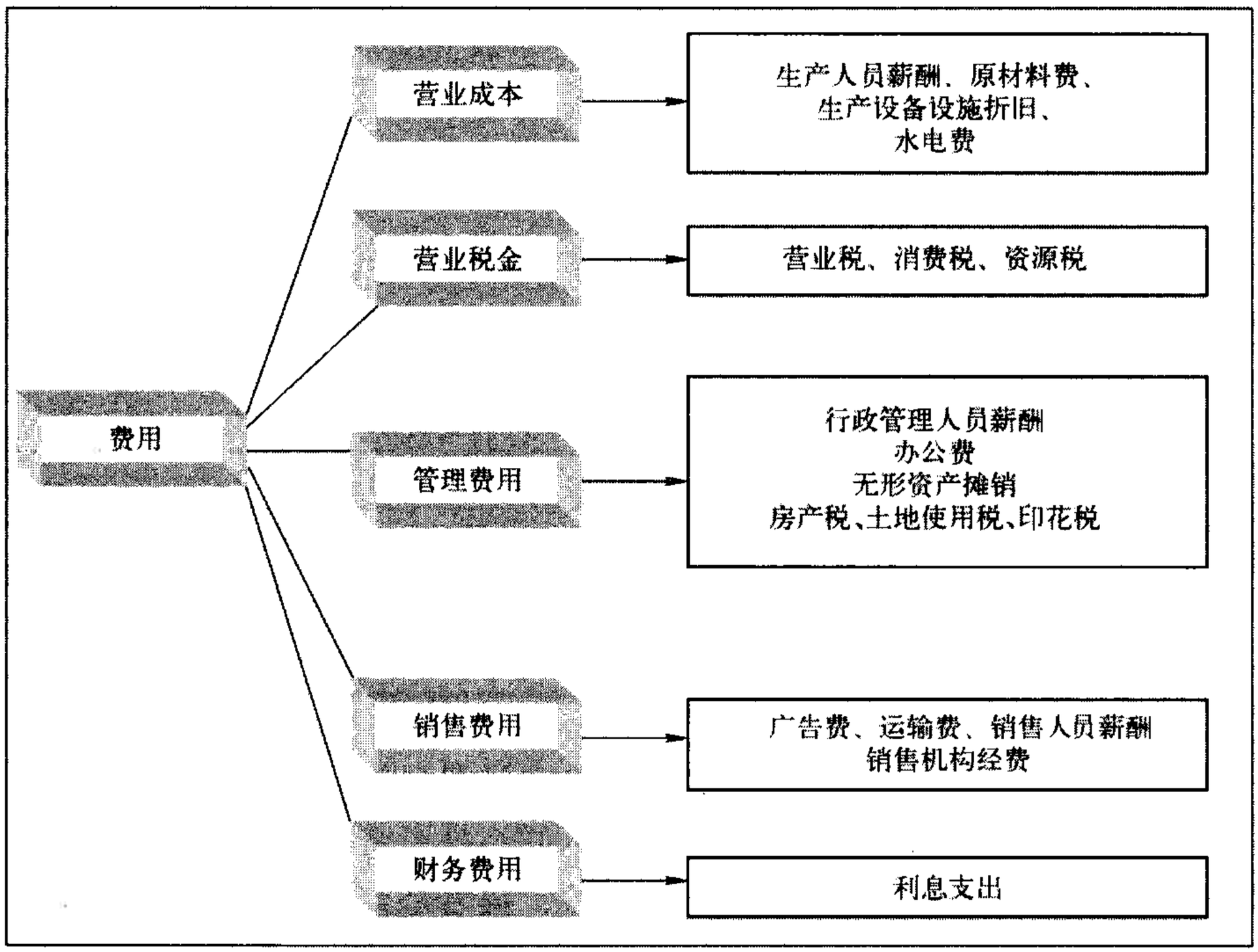


图17-2 费用结构图

投资者在看利润表时，可以先按此公式计算上市公司的利润。虽然该利润并非最终的净利润，但其重要性要比净利润大。从中，投资者可以大致了解上市公司所从事的经营业务是不是赚钱以及赚钱的效率如何。关于这一点，读者可以参阅本书第20章。

"听天由命"的收益

接下来的会计科目是公允价值变动收益，见表17-2。其主要内容是指交易性金融资产所带来的收益（具体内容请参阅本书第11章）。

表17-2 用友软件公允价值变动损益

收益来源	2007年1月1日～2007年6月30日	2006年1月1日～2006年6月30日
交易性金融资产	71 152 328	2 609 552
其他	—	—
合计	71 152 328	2 609 552

资料来源：用友软件2007年中报。

而投资收益主要是核算上市公司投资其他公司的收益，见表17-3。其中最主要的内容是长期股权投资的投资收益。

表17-3 亚宝药业投资收益

单位：人民币元

项 目	本 年 数	上 年 数
成本法核算的长期股权投资收益	100 000.00	
权益法核算的长期股权投资收益		
处置长期股权投资产生的投资收益		−425 227.08

（续）

项　目	本 年 数	上 年 数
持有交易性金融资产、持有至到期投资、可供出售金融资产等期间取得的投资收益		
处置交易性金融资产、持有至到期投资、可供出售金融资产等期间取得的投资收益		180 819.50
合计	100 000.00	−244 407.58

资料来源：亚宝药业2007年年报。

长期股权投资又分为两种：一是成本法核算的长期股权投资；二是权益法核算的长期股权投资。前者是指，只有被投资企业现金分红，才能在当期确认上市公司投资收益的股权投资（确认额为上市公司所收到的现金额）。后者是指，无论被投资企业是亏损还是盈利，上市公司都要按持股比例，核算进利润表中。比如A上市公司在B公司持股比例为20%，B公司当年实现利润1亿元，那么A公司则实现投资收益2 000万元（无论B公司是否现金分红）。

在“财务报告概述”一章，我们讨论过合并会计报表。请投资者注意合并会计报表与成本法、权益法的区别。如果上市公司在另一家公司的持股比例较大，已经形成控制，那么上市公司在年报披露时，就要与该公司合并会计报表。如果还没有形成控制，就要按成本法或权益法视为长期股权投资。至于什么样的公司实行成本法，什么的公司实行权益法，主要看上市公司对被投资公司经营决策的影响程度。影响较大的，实行权益法；影响很小或无影响的，按成本法核算。

之所以将公允价值变动收益与投资收益放在一起讨论，是因为这两个会计科目的本质含义很相似。它们都是收益，这一点与之前的收入、费用类会计科目很不同。收益的数额是可正可负的，即投资可能盈利也可能亏损，但营业收

入的数字肯定是正的（不可能出现负收入）。相对于收入，费用的数字肯定是负的（不可能出现正费用）。

更重要的是，收入与费用是描述上市公司经营的过程，而公允价值变动收益与投资收益是一个结果，与上市公司的经营过程无关。收益的变化已经与上市公司自身的经营能力、努力程度无关了(与上市公司决策者的投资眼光有关)。在一定意义上，收益的变化只能听天由命了。正因为如此，在使用"利润＝收入－费用"这一恒等式时，要将其排除在外，因为我们从利润表中，首先要找寻的结论是——上市公司自己的生意是不是在赚钱。

当然，这两个收益也是越高越好，但我们最终希望看到的是，净利润丰厚的上市公司是自食其力的结果——投资收益在净利润中所占比例不要过高。

"不务正业"的项目

简单地说，营业外收入以及支出就是与上市公司正常经营业务、投资业务无关的收益及支出。两者可能涉及的项目有很多，在此不一一讲解，投资者可以在与之相关的会计附注中清楚地了解其明细，见表17-4和表17-5。但在评估上市公司真实经营盈利水平时，这两个因素一定要排除在外。

表17-4 云维股份营业外收入

项 目	本期发生额	上期发生额
非流动资产处置利得合计	597 562.86	1 907.57
其中：固定资产处置利得	597 562.86	1 907.57
无形资产处置利得	—	—
非货币性资产交换利得	—	—
债务重组利得	—	—
政府补助	3 644 580.22	9 356 216.86
盘盈利得	—	—
捐赠利得	—	—

（续）

项　目	本期发生额	上期发生额
其　他	666 998.49	277 249.76
合　计	4 909 141.57	9 635 374.19

注：营业外收入本期发生额较上期发生额减少49.05%，主要原因是本期收到的政府补助减少；且因水泥产品毛利下降，企业缴交的增值税相应减少，收到的水泥增值税退款亦有所减少。

资料来源：云维股份2007年年报。

表17-5　云维股份营业外支出

项　目	本期发生额	上期发生额
非流动资产处置损失合计	3 148 875.80	1 318 420.33
其中：固定资产处置损失	3 148 875.80	1 318 420.33
无形资产处置损失	—	—
非货币性资产交换损失	—	—
债务重组损失	—	—
公益性捐赠支出	511 200.00	2 000.00
非常损失	248 145.43	453.60
盘亏损失	—	—
其　他	833 055.10	346 823.22
合　计	4 741 276.33	1 667 697.15

注：营业外支出本期发生额较上期发生额增加184.30%，主要原因是本期处置了部分报废固定资产，导致营业外支出增加。

资料来源：云维股份2007年年报。

找到真正的利润源

从利润表的构成来看，得出净利润的一系列运算步骤夹杂了营业外收入、营业外支出以及投资收益、公允价值变动收益的影响因素。

这里要再一次提醒投资者，一家上市公司的投资价值，主要取决于其自身经营业务的盈利能力。虽然一些上市公司的非经营业务收入与收益相当可观，但投资者仍要细加斟酌。这层含义，投资者可以参阅本书第23章。

净利润改名了

投资者以前所理解的上市公司净利润，在2007年年报中，被改名为"归属于母公司所有者的净利润"，见表17-6。在计算每股收益、净资产收益率等财务指标的时候，都用到它。而2007年年报利润表中所列示的"净利润"除了"归属于母公司所有者的净利润"外，还包括"少数股东损益"。

表17-6 "归属于母公司所有者的净利润"实例

这才是真正的净利润

五、净利润（净亏损以"－"号填列）		121 926 315.65	90 862 319.31
归属于母公司所有者的净利润		120 109 464.07	70 773 100.08
少数股东损益		1 816 851.58	20 089 219.23
六、每股收益：			
（一）基本每股收益		0.44	0.31
（二）稀释每股收益		0.44	0.31

净利润被改成这样一个诘屈聱牙的怪名字是因为新的《企业会计准则》，其原因投资者不必深究。至于"少数股东损益"的概念，是由于合并利润表将上市公司及其控制的公司"虚拟合并"为一家公司，这样一来，这家"虚拟公司"所展示的净利润就有了水分，不能被直接视为上市公司的净利润。因为，这里面还包括被控制公司的除上市公司之外的股东所应享有的利润份额，这一部分就是少数股东损益。

此外，在2007年年报的利润表中，投资者最后可以看见每股收益被分为基

本每股收益与稀释每股收益。基本每股收益就是以前投资者所理解的净利润除以总股本，而稀释每股收益则考虑到了一些潜在的可能增加总股本的事项（详细内容请参阅本书第22章）。

增收无极限

再回来讨论营业收入。营业收入是利润表中排在第一位的会计科目，这一数据的变化，对于投资者判断上市公司投资价值极其重要。

其一，营业收入是上市公司实现利润的根本。没有营业收入的增长，利润的增长则几乎不可能。一家上市公司想增加利润，无非是两条途径：一是增收，二是节支。节支是可能的，但节支毕竟有其极限；而增收，从理论上讲，则没有极限。通俗地说，钱是赚出来的而不是省出来的。经验证明，几乎每一家业绩优良、持续高速增长的上市公司，其营业收入都会大幅增长。营业收入的大幅增长，往往说明上市公司市场拓展能力以及市场占有率的提高，或者说明上市公司推出了新的产品、新的服务。

其二，由营业收入与营业成本之间的比例关系，可以推算出上市公司的产品毛利率。这一点请读者参阅本书第20章。

其三，从营业收入与应收账款、存货之间的比例关系，可以看出上市公司盈利的含金量。这一点请读者参阅本书“资产类会计科目”章节。

其四，从营业收入与三项期间费用之间的比例关系，可以看出上市公司的管理水平。一般而言，三项期间费用的增长比例应该低于营业收入的增长比例，否则就说明上市公司的管理水平存在问题。

取消主营业务收入

2007年年报中的利润表与之前的年度利润表在会计科目设置、会计科目排序方面，有了较大变化。在以前的年报利润表中，如表17-7所示，投资者看到的第一个会计科目是“主营业务收入”，第二个科目是“主营业务成本”……

新的利润表中不再有“主营业务收入”、“主营业务成本”的位置，而是将

其列示在营业收入的会计附注中，见表17-8。

表17-7 贵州茅台2006年年报利润及利润分配表

编制单位：贵州茅台酒股份有限公司　　2006年度　　单位：元　币种：人民币

项目	附注		合并		母公司	
	合并	母公司	本期数	上年同期数	本期数	上年同期数
一、主营业务收入	29	28	4 896 186 901.21	3 930 515 237.61	2 148 395 283.4	1 908 421 142.96
减：主营业务成本	29	28	791 179 840.49	687 106 816.68	818 561 947.79	726 226 172.41
主营业务税金及附加	30	29	574 699 589.66	530 245 028.46	522 898 404.90	492 445 262.38
二、主营业务利润（亏损以"－"号填列）			3 530 307 471.06	2 713 163 392.47	806 934 930.71	689 749 708.17
加：其他业务利润（亏损以"－"填号列）	31	30	395 915.81	48 964.96	34 215.25	48 964.96
减：营业费用			579 353 831.58	475 939 394.33	24 046 726.27	25 151 050.14
管理费用			492 828 170.28	350 685 099.47	441 542 642.63	317 722 278.88
财务费用	32	31	－25 268 367.89	－32 264 593.95	－8 945 691.70	－6 689 587.78
三、营业利润（亏损以"－"号填列）			2 483 789 752.90	1 918 852 457.58	350 325 468.76	353 614 931.89

表17-8 云维股份2007年营业收入

项　目	本期发生额	上期发生额
主营业务收入	3 305 466 071.73	1 756 624 270.35
其他业务收入	14 817 019.14	17 654 620.82
合　计	3 320 283 090.87	1 774 278 891.17

按业务类别列示主营业务收入：

业务类别	主营业务收入		主营业务成本		营业毛利	
	本期数	上期数	本期数	上期数	本期数	上期数
煤焦产品	1 767 865 228.57	640 155 346.69	1 506 272 523.29	555 901 451.74	14.80%	13.16%
化肥产品	144 501 290.24	102 213 700.58	137 735 820.60	97 000 801.85	4.68%	5.10%
化工产品	1 328 790 485.80	926 719 172.17	1 030 310 158.32	740 714 871.85	22.46%	20.07%
建材产品	64 309 067.12	87 536 050.91	58 114 738.50	65 606 062.18	9.63%	25.05%
合　计	3 305 466 071.73	1 756 624 270.35	2 732 433 240.71	1 459 223 187.62		

资料来源：云维股份2007年年报。

投资者有必要关注一下这个附注，并从中研究上市公司的主营业务类别中，哪些是厚利，哪些是薄利（相关分析请参阅本书第20章）。

防范虚假收入

值得投资者注意的是，在一系列上市公司虚增利润的案件中，大多数都涉及虚增销售收入或提前确认销售收入。如红光实业虚构销售收入，银广夏虚构主营业务收入，蓝田股份虚构收入，科龙电器提前确认销售收入等。

投资者可以通过各项财务数字之间的关系观察一些异动，如企业销售收入的大幅增长没有引起销售费用的上升，或者应收账款大幅增加，或者经营性现金流没有相应的变化，都可能预示着财务造假的存在。

费用同比变动说明

如果利润表中费用类会计科目的同比重大变动（增减幅度50%以上）在其附注中找不到相关说明，那么投资者就需要查阅年报"董事会报告"部分，里面有对"报告期内公司费用同比发生重大变动的情况"的专项说明，见表17-9。

表17-9 报告期内公司费用同比发生重大变动的情况实例

单位：元

项 目	2007年度	2006年度	变动金额	同比增减（%）
销售费用	93 249 650.84	45 812 117.92	47 437 532.92	103.55
管理费用	112 888 957.02	67 952 150.95	44 936 806.07	66.13
财务费用	75 899 211.40	45 209 952.70	30 689 258.70	67.88
所得税	26 860 282.52	−1 953 293 14	28 813 575.66	1 475.13

1. 销售费用：比上年增加了103.55%，主要原因为母公司改变了销售结算方式，由原来出厂价核算改为现在的到岸价核算和大为制焦公司的投产销售以及大为焦化公司产销量的提高。
2. 管理费用：比上年增加了66.13%，由于大为制焦公司的投产销售以及大为焦化公司产销量的提高和公司工资等费用的提高。
3. 财务费用：财务费用期末账面余额较年初账面余额增加67.88%，主要原因是借款大幅增加，导致财务费用增加。
4. 所得税费用：主要由于本年度利润总额比上年大增而增加了所得税费用以及大为焦化由免税期到减半征收期。

第18章 “只认钱不认人”
现金流量表

炒股票讲究“落袋为安”，账面上赚了钱还不能说胜券在握，投资者评价上市公司时，也要这么严格要求。上市公司仅仅账面利润好看还不行，现金拿到手才算真正盈利，而上市公司的现金流量表，就是对上市公司的“终极考验”，能够过了这一关测试，才是真正的“绩优股”。

现金流量表能被称为“终极考验”的另一个原因是，与其他几张表相比，现金流量表的造假难度非常高。这是因为，在其他报表的编制中，涉及大量人为估计的成分（如固定资产折旧年限），而现金流量表却不存在这一问题，这张表“只认钱不认人”，排除了主观因素。此外，会计师事务所审计现金流量表时，也很简单，将该表与银行对账单核实一下就可以了。因此，财务造假者想在现金流量表上做文章相当难。

一手交钱一手交货

现金流量表的重要性，主要与会计制度中对收入、支出的确认有关。

企业做生意，与市场买菜不同，一手交钱一手交货的情况很少，多数情况是货先交了，钱过一段时间再付。而在企业的会计制度中，却不用等货款到账，只要交了货，就可以在利润表的营业收入中添上一笔（确认收入超前于收到现金），同时在资产负债表中反映为应收账款或应收票据。

这种记账与款到不同步的现象造成一个问题，即一旦将来货款只能收回一部分或者根本收不回，那么已经在年报中公布的营业收入可就有水分了，进而在营业收入基础上核算出来的净利润也就同样有水分了。

为解决这个问题，在上市公司的财务报表中，除了资产负债表、利润表，还要提供现金流量表，也就是以一手交钱一手交货的标准，来描述其各项业务的运行。

现金流的三种类别

当然，现金流量表的内容，不仅仅限于对上市公司经营中现金流量变化的考察。该表将上市公司的现金流量分为三种类别（为方便投资者阅读，本书将一张现金流量表按类别一分为三）。

经营活动产生的现金流量，指的是所有能影响利润表变化的营业活动，如产品销售、支付薪酬、购买原材料等，见表18-1。

投资活动产生的现金流量，主要指取得或者处分长期资产的活动。例如购买土地使用权、建厂房、买设备或出售废旧机器，见表18-2。

表18-1 卧龙地产现金流量表

编制单位：卧龙地产集团股份有限公司　2007年1～12月　单位：元　币种：人民币

项　目	附　注	合 并 数	母 公 司 数
经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金		1 023 577 664.92	127 530 970.67
收到的税费返还		6 493 145.36	6 493 145.36
收到其他与经营活动有关的现金		233 143 915.13	341 801 643.39
经营活动现金流入小计		1 263 214 725.41	475 825 759.42
购买商品、接受劳务支付的现金		477 748 133.26	100 023 597.51
支付给职工以及为职工支付的现金		16 382 917.65	10 983 618.23
支付的各项税费		131 791 065.62	6 836 076.20
支付其他与经营活动有关的现金		518 960 533.03	178 730 140.65
经营活动现金流出小计		1 144 882 649.56	296 573 432.59
经营活动产生的现金流量净额		118 332 075.85	179 252 326.83

这个数据非常重要

表18-2 卧龙地产现金流量表Ⅱ

编制单位：卧龙地产集团股份有限公司　　2007年1～12月　　单位：元　币种：人民币

投资活动产生的现金流量			
收回投资收到的现金			
取得投资收益收到的现金			
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额		150 000.00	150 000.00
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额			
收到其他与投资活动有关的现金		46 992 585.05	
投资活动现金流入小计		47 142 585.05	150 000.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金		1 948 602.00	1 318 834.00
投资支付的现金		29 037 946.39	118 986 873.34
质押贷款净增加额			
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额		69 948 926.95	
支付其他与投资活动有关的现金			
投资活动现金流出小计		100 935 475.34	120 305 707.34
投资活动产生的现金流量净额		−53 792 890.29	−120 155 707.34

筹资活动产生的现金流量，如上市公司的借款、还款、支付现金红利、发行新股募集资金等活动，见表18-3。

需要指出的是，有时一笔现金流动会造成现金流量三种类别中多种类别数额的改变。例如企业偿还向银行贷款的本金及利息，本金部分属于筹资活动的现金流出，利息部分则属于经营活动的现金流出。这里因为，借款的利息在利润表中，体现为财务费用。

表18-3 卧龙地产现金流量表III

编制单位：卧龙地产集团股份有限公司 2007年1～12月 单位：元 币种：人民币

筹资活动产生的现金流量			
吸收投资收到的现金			
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金			
取得借款收到的现金		244 000 000.00	24 000 000 00
发行债券收到的现金			
收到其他与筹资活动有关的现金			
筹资活动现金流入小计		244 000 000.00	24 000 000.00
偿还债务支付的现金		81 907 176.93	38 907 176.93
分配股利、利润或偿付利息支付的现金		5 727 605.85	5 130 373.85
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润			
支付其他与筹资活动有关的现金		57 218 957.01	6 665 224.51
筹资活动现金流出小计		144 853 739.79	50 702 775.29
筹资活动产生的现金流量净额		99 146 260.21	−26 702 775.29

预警指标

在现金流量表的上述三个类别中，经营活动产生的现金流量最重要，其中的一项数据——“经营活动产生的现金流量净额”（以下简称经营现金净额）又是重中之重。在某种意义上，这个数据可被视为现金版的净利润。正因为其重要性，在年报的“本报告期主要财务数据”中，也将其列示，见表18-4。

经营现金净额的第一大作用是预警。我们可以将经营现金净额与净利润进行比较，如果经营现金净额明显低于净利润，那就得小心了。通常情况下，导致这一现象的主要原因，一是公司销售回款速度下降，卖出货后未收回钱；二是存货出现积压，采购来的原材料尚未形成产品或产品尚未销售。为了验证事实，投资者可以查一下上市公司资产负债表中的应收账款与存货，看看其数额

是不是明显增加了，如果是，那么基本上可以断定是这两个原因导致了经营现金净额低于净利润。

表18-4 华发股份主要财务数据（2007年）

单位：元 币种：人民币

项目	金额
营业利润	437 809 640.46
利润总额	436 735 371.05
归属于上市公司股东的净利润	362 828 235.28
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润	363 741 364.28
经营活动产生的现金流量净额	2 291 657 089.64

资料来源：华发股份2007年年报。

投资者不要小看回款速度下降与存货积压的严重性。

首先，这说明企业生产的产品不抢手，只能靠赊销打开市场，而赊销容易滋生坏账，这等于是给公司未来的经营埋下了隐患。

其次，由此产生的经营现金净额减少可能使企业没有足够的现金扩大再生产、开发新产品。企业很可能要从银行贷款来解决这些问题，这就增加了企业的利息负担。

如果经营现金净额长期明显低于净利润，甚至为负数时，就是十分危险的信号了。这说明企业长期处于入不敷出的状况，特别是当企业负债很高时，若经营现金净额仍为负，则投资者一定要敬而远之。因为这种“亚健康”的状态，很可能会突然演化为“大病一场”——巨额亏损。

此外，上市公司以往财务造假案例也显示，造假公司在案发前，大都有经营现金净额为负的征兆。因为上市公司财务造假一般是合同做假，把净利润打扮得很好看，但却会在经营现金净额上露马脚——由于现金流造假成本太高，造假者大多不会在这上面做文章。因此，对经营现金净额保持警惕，还可以避

免“踩雷”。

报喜鸟

既然经营现金净额能报忧，自然也有报喜的功能。

如果上市公司经营现金净额持续增长并大大超过净利润，其原因通常有三种。

第一，预收账款大幅增加，上市公司今后的净利润会大幅提高。投资者可以查一下资产负债表中的预收账款，如果预收账款大幅增加，则说明公司的产品很抢手，其销售是先收钱，过一段时间再交货。由于货还没有交，在会计处理上，还不能算作是销售收入，而先收下的钱，就放到了预收账款这个会计科目中，但这些预收账款在未来会变成销售收入，为净利润提高做贡献。

一般来说，上市公司的产品到了有人拿钱排队取货的地步，就说明产品供不应求，这个时候，上市公司就有能力提高产品的销售价格，从而大幅提高产品毛利率。典型的例子如贵州茅台，这家白酒企业极具品牌优势，产品极为抢手。公司2004～2006年的预收账款分别为10亿元、15亿元和21.4亿元。同期，公司的净利润分别为8亿元、11亿元和15亿元。而茅台酒在这几年中几乎年年都在涨价，其股价从2005年年初～2007年11月也涨了近25倍，见表18-5。

表18-5 贵州茅台2007年半年度报告部分内容

合并资产负债表
2007年6月30日

截至2007年6月30日，预收账款达到24.4亿元

编制单位：贵州茅台酒股份有限公司　　单位：元 币种：人民币

项 目	附 注	期末余额	年初余额
应付账款	(五).14	69 880 889.48	39 436 149.99
预收款项	(五).15	2 442 383 982.64	2 141 468 768.67

此外，在房地产类上市公司中，因预售房屋而收到的现金，由于结算的规定，可能在当年不能确认为销售收入，也会导致预收账款增加。投资者如果购买房地产公司股票，务必要关注其预收账款，如果大增，说明房产预售行情火暴，来年的利润就有了保证。

因此，投资者遇到预收账款大增导致经营现金净额增加的上市公司，很值得密切关注。

第二，应付账款大幅增加，导致经营现金净额增长。这说明企业在购买原材料的时候，处于买方市场，能够长时间赊账。这对上市公司来说也是比较有利的，能够长时间赊账，是将别人的钱当作自己的运营资金用，等于是免息从银行贷款。

第三，故意压低净利润，导致经营现金净额超过净利润。在实际经营过程中，有时候上市公司为了保证净利润每年都能有一定增长，在赚了大钱的年度，会通过增加坏账准备、存货减值准备等手段增加当年费用，以达到降低当年净利润的目的，以便在以后年度逐渐释放这些被人为隐藏的净利润。但由于经营现金净额大幅增长，事实上已经展露了公司的真实盈利情况，投资者对这些公司以后年度的净利润增长可以保持一定信心。

为了验证公司是不是故意增加坏账准备等，投资者可以看一下其年度报告中对会计政策的披露，如果以往执行的会计政策、会计估计被改变，与此同时资产负债表中的坏账准备与存货减值准备等大幅增加，那么就有故意压低利润的重大嫌疑。

折旧不会支出现金

经营现金净额的报喜功能也不是万能的，一些公司由于所处行业本身的特点，费用支出与收入实现往往不在同一年发生，这就会导致经营现金净额一直远远超过净利润，但并不能因此认为其净利润将大幅增加。比如资本密集型企业存在较多的固定资产，而固定资产折旧虽然每年会纳入公司成本，但不会产生现金的流出，所以就导致经营现金净额远远超过净利润。

水电类上市公司就很典型，大量资金的使用是在水电站建设时期，电站一建成，日常运营并不需要大量现金支出，而这类公司每年的成本主要体现为水电站的固定资产折旧，而折旧并不会使公司支出现金，所以水电类上市公司的经营现金净额会常年高于净利润。如长江电力2006年净利润为36亿元，而其经营现金净额则是50亿元。此外，景点旅游、钢铁、运输、商业类上市公司也不同程度地存在这样的情况。因此，对这类上市公司不能单纯用经营现金净额来预测其净利润的增长。

“有钱人”容易被盯上

前面讲了，有些经营现金净额超过净利润的上市公司，由于行业特点，不一定具备净利润大增的可能，但从另外一个角度看，其中一些公司也因此成为很好的并购对象。

商业类上市公司就很典型。从这几年证券市场的并购案例来看，商业类上市公司是并购多发地带，其中一个主要原因就是这些公司虽然盈利能力平平，但却拥有难得的产生经营现金净额的能力。这一点，对很多公司来说十分具有吸引力，因为一旦控制了这种上市公司，并购方就等于控制了一家“小银行”，巨额的现金就可以“为我所用”。于是，商业类上市公司往往成为资本猎取的目标。

眼下证券市场火暴，上市公司股价大都处于相对高点，直接在二级市场打响收购战的可能性还不大，但只要股价处于相对较低的区域，这种针对现金流充沛的上市公司的并购案例肯定会时有发生，而这一点已经被中外证券市场的经验一再证明。二级市场的收购战一旦展开，被收购的上市公司的股价往往会在短期内大幅上涨。因此，如果证券市场走熊，对这类公司就要多多关注了。

此外，与经营活动产生的现金流量相比，投资活动与筹资活动产生的现金流量的重要性要低很多，投资者不看也无妨。

第19章　纸上谈兵

权益类会计科目及所有者权益变动表解读

与其他三张报表相比，所有者权益变动表对投资者而言的重要性要弱了不少。从本质上讲，该表只是资产负债表中所有者权益类会计科目的附注(利润表、现金流量表其实也可视为资产负债表的附注，投资者若有兴趣可以思考一下)，而且这一附注的内容，也散见于年报的各分部中。将这些散落的内容归集在一起，形成一张表，主要是让投资者清晰地了解，一年当中所有者权益变化的明细原因。

在解读所有者权益变动表之前，我们有必要认识一下权益类的几个会计科目。权益类会计科目属于资产负债表，但为了便于投资者理解，将其放在这里讲解。

净资产改名了

新的企业会计准则引入了一个新概念：归属于母公司所有者权益，见表19-1。它相当于以前投资者使用的所有者权益，即净资产。

2007年年报中出现的“所有者权益”还包括“少数股东权益”。引入少数股东权益这一概念，是由于上市公司在合并报表时，将自身及其所控制的公司“打包”在一起，虚拟为一家公司了，但这些被控制的公司，上市公司并非百

分之百控股，还有其他的股东参股，这些股东在这些被控制公司中所占权益就是少数股东权益。简单地说，少数股东权益就是别人的钱，跟上市公司无关。这一点与利润表中的“少数股东损益”是一回事。

表19-1 云维股份“合并资产负债表”（2007年年报）

真正的净资产

所有者权益（或股东权益）：		2007年12月31日	2006年12月31日
实收资本（或股本）	8.26	290 129 478.00	165 000 000.00
资本公积	8.27	870 363 134.63	688 415 259.91
减：库存股			
盈余公积	8.28	109 097 628.07	100 174 547.25
未分配利润	8.29	234 785 885.44	122 928 136.63
归属于母公司所有者权益合计		1 504 376 126.14	1 076 517 943.79
少数股东权益		221 982 591.87	142 368 206.27
所有者权益合计		1 726 358 718.01	1 218 886 150.06

资料来源：云维股份2007年年报“合并资产负债表”。

本金加收益

净资产在资产负债表中被明细化，成为实收资本、资本公积、盈余公积以及未分配利润之和，见图19-1。

我们知道，净资产是上市公司股东实际拥有的财产，将其明细化，是为了让投资者清楚地知道，在这些财产中，哪些是股东投资进去的钱，哪些是上市公司用股东投资的钱赚来的钱。简单而言，净资产被细化为本金和收益，在上述四个会计科目中，实收资本与资本公积金基本上可以被理解为本金，盈余公积金与未分配利润就是收益，见图19-1。

当然，如此划分，还有从法律层面考虑的因素，即股东可以分收益，但不

能分本金。按照《公司法》规定，公司成立后，股东不得抽逃资金，也就是说，股东投资上市公司的钱作为本金，不能再分给股东，股东能够分的，应该是利用这些本金赚来的收益。

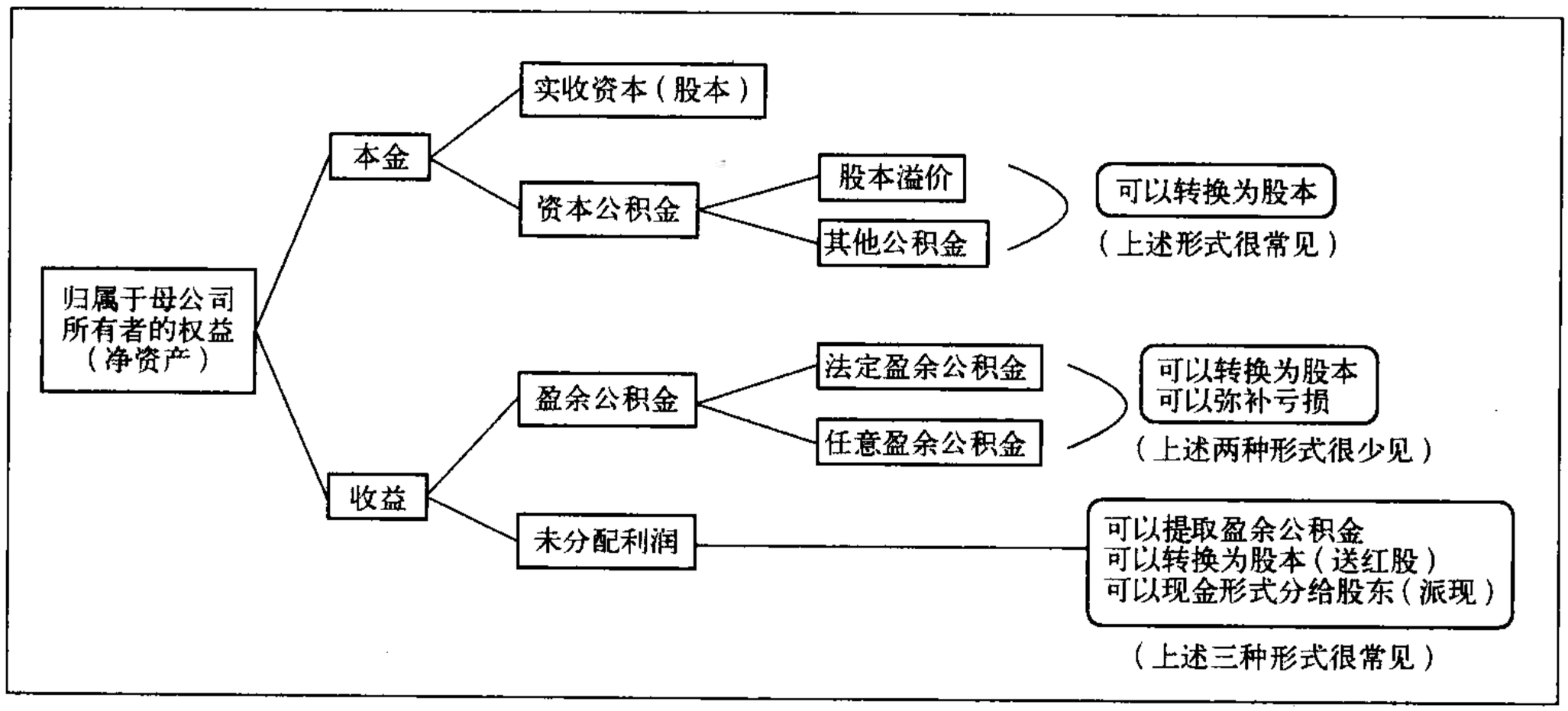


图19-1 净资产构成示意图

注：鉴于库存股目前在上市公司中极罕见，本表未将其列出。

实收资本

实收资本就是指上市公司的股本。投资者平常所说的上市公司的总股本是多少，就是指实收资本的数额。在计算每股收益、每股净资产等指标时，作为分母的就是这个数字。

资本公积

资本公积的主要部分是股东认购股票时形成的溢价，也就是股东认购股票时所支付的金额中超出股票面值的部分。在我国，股票面值都是每股1元钱，但投资者认购时，可不是每股1元钱买的。比如，某只股票的发行价是每股20元，发行了100股，共募集资金2 000元，那么上市公司在入账的时候，将其中的100元计入实收资本科目，另外1 900元计入资本公积科目。

有投资者可能会奇怪，既然都是股东投资的钱，都是所谓本金，为何还要

分成实收资本与资本公积呢？原因还是由于股票溢价发行所致。如果所有股票的发行价都是1元/股，那就好办了，实收资本科目与资本公积科目就可以完全合二为一了。但一旦出现溢价发行，如果再将两个科目合并，那我们从会计报表中就只能知道上市公司收了多少“本金”，而不知道上市公司发行了多少股票。从这个意义上讲，实收资本科目就是告诉投资者上市公司发行了多少股票，而实收资本与资本公积的和才是上市公司通过发行股票募集的“本金”。

当然，在实际操作中，资本公积除了列示股票溢价发行的部分外，还包含了一些别的钱。比如“可供出售金融资产”的公允价值与账面余额的差额计入资本公积（具体解释见本书第11章）等。因此，在会计附注中，资本公积又被明细为两项：股本溢价和其他资本公积，见表19-2。因此，严格来讲，刚才所说的本金应该等于股本溢价加实收资本。

表19-2 华发股份资本公积

项 目	2006-12-31	本期增加	本期减少	2007-12-31
股本溢价	296 312 894.40	355 212 580.20	—	651 525 474.60
其他资本公积	64 366 438.54	712 786.76	348 353.81	64 730 871.49
合 计	360 679 332.94	355 925 366.96	348 353.81	716 256 346.09

资料来源：华发股份2007年年报。

之所以将资本公积继续分割，加入“其他资本公积”，主要是为了将一些可能实现但尚未最终实现的收益装进来。前面所讲的“可供出售金融资产”的公允价值与账面余额的差额就属于这一范畴。

假如，A上市公司持有B上市公司1亿股股票，当初A公司购买这些股票是在B公司上市前，那时股票很便宜，价格是2元/股。如今B公司上市了，12月31日那一天，股票收盘价是22元/股，A公司账面上盈利了20亿元，但由于股票没有卖，因此盈利仅仅是账面上的。这20亿元账面盈利就要列入A公司年报中

的资本公积科目里。什么时候真的卖了，再把赚的钱转为当期的投资收益，同时取消资本公积科目中原有的账面盈利记录。

“账面盈利”放进资本公积的好处在于，既能通过报表真实反映上市公司的潜在盈利，又能控制潜在盈利发生变动的风险。大家想一想，在上述例子中，如果20亿元的账面盈利不在报表中反映，那么会计报表对投资者的实用性就会大打折扣。如果将20亿元反映在当期利润表的投资收益中，一旦这些股票有了波动，比如股价跌至10元，那么此前的20亿元收益又会大缩水。因此，将这些可能实现但尚未实现的收益装到资产负债表的资本公积中，既稳妥又方便。

投资者在看年报时会发现，一些持有巨额股票的上市公司的资本公积数额非常惊人，道理即如上所述。见表19-3。

表19-3 雅戈尔2007年三季报部分内容

由于雅戈尔持有巨额中信证券股票，其资本公积相当惊人

所有者权益（或股东权益）：	
实收资本（或股本）	2 226 611 695.00
资本公积	9 703 001 416.38
减：库存股	
盈余公积	533 560 240.40
未分配利润	2 277 980 464.83
所有者权益（或股东权益）合计	14 741 153 816.61

资料来源：雅戈尔2007年三季报。

资本公积的用处只有一个：转增股本。见图19-1。相信大多数投资者对这一点都很熟悉，对于上市公司在年报中推出大比例的资本公积转增预案也都很欢迎。事实上，判断一家上市公司的股本扩张潜力，主要就是看它的资本公积

金与实收资本之比（也就是每股资本公积），比值越高，扩张潜力也就越大。

库存股

库存股是指上市公司回购了自己的股票，但这些股票尚未注销。实际操作中，国内上市公司目前几乎不涉及该科目，投资者一般不必了解。

盈余公积

顾名思义，盈余公积就是上市公司从盈余（净利润）中积攒下来的钱。盈余公积金又分为两类：法定盈余公积和任意盈余公积，见表19-4。

表19-4 华发股份盈余公积

项　目	2006-12-31	本期增加	本期减少	2007-12-31
法定盈余公积	140 068 996.31	17 909 773.19	—	157 978 769.50
任意盈余公积	6 710 107.86	—	—	6 710 107.86
合　计	146 779 104.17	17 909 773.19	—	164 688 877.36

资料来源：华发股份2007年年报。

按照法律规定，上市公司对当年净利润进行分配前，应当先提取10%列入公司法定盈余公积。公司法定盈余公积累计额为公司实收资本（股本）的50%以上时，可以不再提取。而对任意盈余公积金则没有强制性提取规定，可提可不提。在实际操作中，提取任意盈余公积的上市公司非常少。

盈余公积有两个用处，一是弥补亏损，二是转增股本。实际中，用到这两点的上市公司也非常少。

未分配利润

未分配利润就是上市公司还未做分配的利润，它是以前年度未分配完的净

利润的积累，可以在以后年度继续进行分配。如果未分配利润为负值，就是以前年度亏损。

相对于资本公积、盈余公积来说，未分配利润的用处更大一些，它既可以被提取为盈余公积也可以被转换成股本，也就是平常所称的送红股；还可以现金的形式分给股东，也就是平常所称的派现。上市公司未分配利润与股本的比值，被称为每股未分配利润。每股未分配利润越高，说明上市公司股本扩张潜力越大。

权益科目不写实

一些投资者对会计的基本概念可能比较陌生。这里要强调一下，前面所讲的实收资本、资本公积、盈余公积以及未分配利润，都是属于权益类会计科目，并不是说上市公司真的有一个资本公积或者未分配利润账户，里面存了一大笔钱。这些会计科目只是停留在纸面上，真实的资金一直在被上市公司使用着，参与生产经营的循环活动。

这一点与资产类会计科目以及负债类会计科目有着本质区别。如果上市公司存货科目中数额是1 000万元，那么在现实中，我们可以找到价值1 000万元的原材料等物品；如果短期借款科目的数额是1亿元，我们也可以看到1亿元的借款合同。但权益类会计科目并非如此，比如未分配利润科目的数额是2亿元，并不是真的有2亿元现金等着股东分，而只是说如果股东大会同意，股东有权力从上市公司那里分得2亿元现金。

从上面的分析可以看出，所有者权益其实是体现上市公司股东纸面上的财产，而权益类科目则是对这些纸面财产的细化。细化后的各个科目，其用途在法律层面又有着不同的规定。

所有者权益变动表

本章一开始，我们就讲过，对权益类会计科目一年间变化原因的描述，就是所有者权益变动表的功能。那么为什么要以一张表的形式，描述所有者权益

变化的原因呢?

其原因首先在于，所有者权益是上市公司股东所拥有财产，其增减直接影响着上市公司每一个股东的利益，因此，上市公司有必要以明细的报表方式，将其增减变化呈现出来。

其次，所有者权益变化的原因较为复杂，有实现净利润的原因，有利润分配的原因，也有发行新股募集资金的原因，等等。报表的方式有利于投资者一目了然地看清楚变化原因。

对于这张表，投资者不必过于细究，建议将关注点放在所有者权益变动表中的两项内容，一是细看“直接计入所有者权益的利得和损失”，二是关注一下“股份支付计入所有者权益的金额”。见表19-5。

表19-5 宝新能源所有者权益（股东权益）变动表

编制单位：广东宝丽华新能源股份有限公司　　金额单位：人民币元

项目	2007年度								
	归属于母公司的权益							少数股东权益	所有者权益合计
	实收资本（或股本）	资本公积	减：库存股	盈余公积	一般风险准备	未分配利润	其他		
一、上年末余额	370 365 000.00	955 565 604.47		87 838 069.84		257 344 719.35			1 671 113 393.66
加：会计政策变更		5 868 826.50		34038333.43		−38 551 392.91			1 355 767.02
前期差错更正									
二、本年年初余额	370365000.00	961 434 430.97		121 876 403.27		218 793 326.44			1 672 469 160.68
三、本年增减变动金额（减少以“—”）表示	381 165 000.00	457 315 923.03		85 836 446.06		160 130 090.77			1 084 447 459.86
（一）本年净利润						331 150 486.83			331 150 486.83
（二）直接计入所有者权益的利得和损失		688 935 000.00							688 935 000.00

（续）

项　目	2007年度								
	归属于母公司的权益							少数股东权益	所有者权益合计
	实收资本（或股本）	资本公积	减：库存股	盈余公积	一般风险准备	未分配利润	其他		
1. 可供出售金融资产公允价值变动净额		688 935 000.00							688 935 000.00
2. 权益法下被投资单位其他所有者权益变动的影响									
3. 与计入所有者权益项目相关的所得税影响									
4. 其他									
上述（一）和（二）小计		688 935 000.00				331 150 486.83			1 020 085 486.83
（三）所有者投入和减少资本	10 800 000.00	64 672 923.03							75 472 923.03
1. 所有者投资资本	10 800 000.00	47 628 000.00							58 428 000.00
2. 股份支付计入所有者权益的金额		17 044 923.03							17 044 923.03
3. 其他									

资料来源：宝新能源2007年年报（只保留了该表的部分内容）。

前面在讨论“资本公积”时提到过，资本公积包括两种：一是股本溢价，二是其他资本公积。其他资本公积主要是表现一些有望实现但尚未最终实现的利润，而“直接计入所有者权益的利得和损失”这一项目，主要就是直观表现其他资本公积在过去一年中的变化数额（当然，在有关资本公积的会计附注中，

我们也可以查到其他资本公积的具体变化数额)。

由此，投资者可以对上市公司未来可能实现的利润的变化有一个直观的认识（具体解读请参考本书第11章）。此外，“股份支付计入所有者权益的金额”这一项目虽然较为重要，但具体解读涉及到上市公司股权激励，因此请投资者参考本书第9章。

www.55188.com最好的股票论坛理想在线证券网欢迎您!

财务指标篇

- 产品毛利率
- 净资产收益率
- 每股净资产及市净率
- 非经常性损益
- 市盈率及每股收益
- 年报中的风险提示

www.55188.com最好的股票论坛理想在线证券网欢迎您!

第20章　暴利从哪里来

产品毛利率

我们在解读利润表时，一再强调了“利润 = 收入－费用”这个恒等式所蕴涵的收入与费用相匹配的观察角度。从这一思路出发，就可以引入一个评判上市公司未来发展的关键指标——毛利率。在下文中，我们就以毛利率为主线，寻找那些真正令人心动的上市公司。

何谓毛利率

先介绍两个公式：

毛利 = 营业收入－营业成本

毛利率 = (营业收入－营业成本) ÷ 营业收入

在利润表中，前两个科目分别是营业收入与营业成本。营业收入好理解，可以将其视为一年中公司的产品销售额。营业成本就有点复杂了，在会计学中，营业成本有专门定义，与平常理解的成本概念不完全一致。简而言之，营业成本一般包含了生产产品的原材料费、工人薪酬、制造费用（包括生产设备折旧、水、电费等开销）。

须注意的是，在企业经营中，很多花费虽然与经营业务有关，但并不纳入营业成本的范畴，而是列入其他的会计科目。如销售产品时的广告费、运输产品时的运输费、销售人员的薪酬等被列入销售费用科目；管理人员的薪酬、排污费等被列入管理费用；而从银行贷款所要支付的利息则被列为财务费用（上述三项费用又被称为期间费用，其具体含义可参阅本书“利润表”章节）。由

此可见，营业成本是指生产产品时直接发生的成本，而并非包含企业生产经营时所支出的期间费用，因此，营业收入减去营业成本的余额，就有了“毛利”之称。

营业成本的三个特点

在会计中，将支出划归不同的会计科目可以帮助投资者比较清楚地了解，在企业的各经营环节中支出分别是多少，从而判断出企业的核心竞争力在哪儿，企业的盈利有没有提高潜力。

营业成本这一会计科目就是让投资者了解，上市公司在生产环节中花了多少钱。那么了解这一信息，对投资者来说有什么价值呢？

从营业成本的构成不难判断出，对大多数企业特别是制造型企业来说，营业成本是所有支出当中最大的一部分。投资者如果多看看年报，就会发现，这一特点十分醒目。

营业成本还有另一个特点，就是与销售费用、管理费用、财务费用相比，它与营业收入的关联度最高。从极端的角度讲，一家企业在有营业收入的情况下，可以没有财务费用，甚至可以没有销售与管理费用，但肯定有营业成本，也就是说，有营业收入必有营业成本。

关联度高的另外一个体现是，如果产品卖得多、卖得火，营业成本一般情况下也会以差不多的比例增加。而销售费用、管理费用、财务费用与营业收入的关联度就没这么高。比如，A公司的营业收入增长了50%，营业成本增长45%，而销售费用、管理费用、财务费用只增加了15%。之所以如此，也是与这些会计科目的构成有关。投资者有兴趣，可以想一想企业经营流程，然后再多看看年报，会发现多数上市公司的情况即是如此。

营业成本的第三个特点是，由于其与产品生产的紧密联系，当一家上市公司存在多类产品时，营业成本能够做到拆细后，分别与各类产品进行一一对应，而这一点是管理费用、财务费用、销售费用无法做到的。正是由于这个特点，才可能分行业、分产品，核算企业的毛利与毛利率。试想，一家企业的管理费

用（管理费用包括管理人员薪酬、行政人员薪酬、办公费等，主要是指组织和管理企业所发生的费用）是1 000万元，但我们无法将这1 000万元再拆细，去对应每一类产品的生产。

利润之源

明白了营业成本的三个特点，也就明白了由营业收入减营业成本所得出的毛利，对投资者而言有什么价值呢？

在大多数情况下，毛利是一家企业盈利的源泉，它是企业创造利润的第一步，也可以说是最重要的一步。如果上市公司第一步就没走好，剩下的环节投资者基本上就不用看了。比如，对于一些加工制造型的企业来说，原材料在营业成本中所占的比重很大。假如一家企业买进原材料花费了1 000万元，而其销售额只有1 050万元，那么这家企业还能赚钱吗？且不说工人工资以及生产所消耗的水电，即使把销售费用、管理费用、财务费用都降为零，这家企业最多也只能赚50万元。

由此不难看出，毛利是影响企业盈利的决定性因素，一家企业即使拼命压缩各种费用，减少各种开支，对企业利润的贡献也是有限的。用一句通俗的话来讲就是，钱是赚出来的，而不是省出来的。

细心的投资者可能会反驳，创造利润的第一步应该是营业收入，没有收入哪来的利润呢？营业收入的重要性毋庸讳言，但前面讲过了，营业成本其实是伴随营业收入的形成而形成的，两者在某种意义上可以被视为一体。虽然在利润表中，营业收入是一个单独的会计科目且排在第一位，但此时还没有形成利润，因为所谓利润是一个差额概念，收入减支出才会有利润，既然营业成本在企业支出中占大头，而且与营业收入又相伴而生，我们完全可以将营业收入与营业成本两者合二为一，将毛利的形成视为企业创造利润的第一步。

毛利增幅低于30%

既然毛利是利润之源，那么投资者如何评判上市公司毛利的增长或降低

呢？从实践经验看，如果一家上市公司的毛利增长同比低于30%，那么这家公司就暂时不值得关注了。毛利增幅低于30%，无外乎两点原因，一是营业收入增长太慢，二是营业成本增幅过快。营业收入增长太慢甚至不增反降，其为什么会伤害上市公司，这一问题在此就不展开了。营业成本增幅过快，对上市公司也相当不利。如一些以石化产品为原料的上市公司，由于原油价格大幅上涨，导致原材料价格大幅上涨，进而毛利急速下降。

有投资者会问，年报中的数据只是过去的事情，更重要的是将来，难道说毛利增长低于30%的上市公司未来就不会高速成长吗？当然有可能高成长，但概率不高，特别是在接下来的几年中，高成长更可能是一个小概率事件。因为无数优秀或者曾经优秀的上市公司的经验告诉我们：公司的发展大都不是匀速上升的，在其发展过程中，会出现一个高速增长期。而作为投资者应该做的，就是在确认这个高速增长期已经出现时，买进其股票。那种希望在低速增长行将结束，高速增长即将到来的时点上买入其股票的想法固然好，但对于普通投资者来说，难度相当高。

还有投资者会想，将毛利同比增幅50%设为一个门槛岂不是更好？将增幅门槛提得过高，有可能出现两个问题：一是将很多本来优秀的上市公司排除在外；二是在符合标准的群体中，可能会出现不少曾经优秀但行将过气的上市公司。

毛利增幅高于30%

对于投资者来说，在毛利增幅高于30%的上市公司群体中进行选择甄别，是一个比较妥当的办法。

那么，如何继续进行甄别以缩小选择范围呢？我们先得分析一下毛利增长超过30%的原因。从毛利形成公式可以看出，毛利增加就是营业收入与营业成本的差额扩大。进而，在营业收入增加的前提下，只要营业成本的增加额不超过营业收入的增加额，毛利就会增加。因此，毛利增幅能够超过30%，首先是营业收入有明显增长。当然，从理论上讲，在营业收入持平或减少时，营业成

本大幅降低，毛利也可能增加，但这种情况在上市公司中极为罕见。

那么，在营业收入明显增长的同时，营业成本的表现如何呢？可以分为两种情况，第一种是营业成本的增速超过了营业收入的增速，第二种是营业成本的增速低于营业收入的增速。如果出现第一种情况，建议投资者将其排除在选择范围之外。因为在多数情况下，说明该企业以牺牲赚钱效率为前提，扩大销售规模。这种增长往往是一家企业的隐患，其成长性将难以为继。比如有些彩电类的上市公司，在1997年的时候大打价格战，虽然随着产品价格的降低，扩大了市场占有率，营业收入与毛利也都在快速增长，但由于销售价格降低，营业成本的增速超过了营业收入的增速，时至1998年，这些企业就开始步入衰退期，最终出现巨额亏损。

毛利率登场

投资者要密切关注的是那些营业收入增速高于营业成本增速的上市公司，而这样的上市公司也正是毛利率在提高的公司。

从本章开始介绍的毛利率公式中，投资者其实可以推导出，若要使毛利率增长，必须使营业收入的增速高于营业成本的增速。有投资者可能觉得，在毛利增幅超过30%的前提下，再引入毛利率增长这一条件，是不是太严格了。事实并非如此，真实的情况是，很多毛利增幅超过30%的公司，其毛利率都在增长，其原因还是与营业成本的构成有关。

前面讲了，营业成本主要包括原材料费、工人薪酬、生产设备折旧、生产所用水电费等。假设原材料价格与产品销售价格不变，产品产量的增加会导致原材料费与水电费同比例增加，但工人薪酬与生产设备折旧却很可能不会同比例增加。比如，由于生产流程优化、现场管理水平提高、工人工作熟练程度提高等原因，都会在不增加工人、不增加工人薪酬的条件下，使产品产量增加。而生产设备在很多企业也有挖潜的余地，即在不增加设备的同时提高产量。再比如，企业引进了更先进的生产设备，减少了生产工人的人数，进而使减少的工人薪酬支出大于新设备的折旧费。

总而言之，在一个平稳的市场环境中，企业毛利率提高并不是什么新鲜事，这是一家优秀的上市公司应该具备的特征。

暴利公司

既然毛利率增加还不足以让我们完全心动，那么还应引入哪些条件呢？

还可以在毛利率上做文章。从优秀上市公司的经验看，很多公司的毛利率都保持在30%以上，因此，我们不仅要看毛利率的变化趋势，还要给这个趋势附加一个高起点——30%。毛利率的高起点说明什么呢？一般而言，说明两种可能：一是上市公司处于市场高速扩张期，营业收入的大幅增长使毛利率保持在一个高水平上；二是上市公司在生产暴利的产品或者提供暴利的服务。对于前者，其实前面在讲述毛利率的增长时已经分析过了，更加令人心动的是后者。

所谓暴利产品、暴利服务，肯定是那些营业成本很低但出售价格却很高的产品或服务。比如，我们熟知的茅台酒就是典型的暴利产品。由于国酒茅台强大的品牌优势，其产品价格与其他白酒相比极高，从贵州茅台2006年年报可以看出，其主打产品毛利率超过了80%。再比如，一些旅游业上市公司就属于提供暴利服务的公司，其成本投入相当低。丽江旅游2006年年报显示，这家公司的毛利率保持在80%以上。

在国内证券市场中，其他的暴利上市公司还有诸如高速公路类的上市公司、制药类上市公司、矿产类上市公司、房地产类上市公司等。而有些公司在A股市场还很少见，如在美国上市的中国公司——巨人网络，主业是网络游戏，其毛利率高达90%。

暴利的两种类型

观察一家上市公司不能仅仅迷恋于其产品暴利的表象，还要分析其暴利形成的根本原因。掌握这些原因，对上市公司未来的发展才能了然于胸。这些暴利公司，大致可以分为两种。第一种，我们可以称之为时来运转型；第二种叫水到渠成型。

如矿产类、房地产类上市公司就是时来运转型。这些公司所处行业大都是周期性行业，行业火暴时，产品价格猛涨，产品体现出明显的暴利特征，公司毛利也极速攀升。而水到渠成型上市公司，周期性就不明显。如茅台酒暴利是由于品牌优势；丽江旅游暴利是由于低成本以及一定的品牌优势；一些药业上市公司暴利，是由于其药品的专利技术以及品牌优势，这些公司毛利的增长并不过分依赖其产品价格的高速攀升。

时来运转型公司的暴发力很强，短期内净利润可能暴涨，但可持续性较差；而水到渠成型公司，短期内净利润不太可能暴涨，但可以做到持续、稳定增长。相比较而言，水到渠成型上市公司更适合长期投资。

要与同行相比较

分析一家上市公司的毛利增幅、毛利率及其变化趋势时，务必要与同行企业进行比较。

大多数上市公司的财务表现都具备两个特征：一个是行业特征，另一个是公司自身的特征。所谓行业特征是指，由于行业本身的特性，使其财务表现具备了一定的特点。比如，药业上市公司的毛利率普遍较高；出租车类上市公司的应收账款很少；发电类上市公司的经营活动产生的现金流量净额普遍很大。而公司自身的特征，则需要通过与同行业上市公司的比较方可显现。比如，A、B公司同样是钢铁类上市公司，但年报数据显示，其毛利率的差别很大。这就会引起我们的关注，通过分析产品结构会发现，毛利率差别大，是由于其具体产品的区别。A公司的主打产品是汽车面板，技术含量高、产品附加值高，因此毛利率就高；而B公司的主打产品是普通的中厚板材，技术含量低、产品附加值低，因此毛利率也低。

通过与同行公司的比对，投资者就会发现公司的自身特征，如产品的技术含量高低、营销策略的差异、规模效应是不是带来成本优势等。了解了这些信息，投资者对上市公司的把握就会更加深刻。

要看分产品明细表

年报的“董事会报告”里有一个相当重要的表格——主营业务分行业和分产品情况表。见表20-1。借助该表，投资者可以清晰地了解一家上市公司各种主要产品的毛利与毛利率，进而对上市公司的产品竞争力、盈利能力以及发展潜力做出判断。

表20-1　云维股份主营业务分行业和分产品构成情况

单位：万元

分行业	主营业务收入	主营业务成本	毛利率(%)	主营业务收入比上年增减(%)	主营业务成本比上年增减(%)	主营业务利润率比上年增减(%)
煤焦产品	176 786.52	150 627.25	14.80	176.16	170.96	增加1.64个百分点
化肥产品	14 450.13	13 773.58	4.68	41.37	41.99	减少0.42个百分点
化工产品	132 879.05	103 031.02	22.46	43.39	39.10	增加2.39个百分点
建材产品	6 430.91	5 811.47	9.63	−26.53	−11.42	减少15.42个百分点
分产品						
聚乙烯醇	41 255.21	29 373.82	28.80	36.42	23.35	增加7.54个百分点
醋酸乙烯	25 759.35	22 209.17	13.78	39.48	33.17	增加4.09个百分点
纯碱	23 906.37	19 793.73	17.20	22.66	26.54	减少2.54个百分点
氯化铵	14 450.13	13 773.60	4.68	41.37	41.99	减少0.42个百分点
水泥	6 430.91	5 811.47	9.63	−26.53	−11.42	减少15.42个百分点
焦炭	168 441.35	145 593.87	13.56	176.81	170.28	增加2.09个百分点
焦油	10 062.04	7 429.29	26.17	122.29	165.70	减少12.06个百分点
粗苯	3 896.84	2 080.08	46.62	81.74	69.86	增加3.73个百分点
精甲醇	26 546.41	20 835.81	21.51	57.49	66.89	减少4.43个百分点

资料来源：云维股份2007年年报。

之所以关注这张表，是因为对有些上市公司，如果只看其利润表中的营业

收入、营业成本，容易对其盈利能力与发展趋势产生误判。大多数上市公司都不是生产单一产品，其产品的种类有很多，有时候甚至是跨行业的。因此，只有通过这张明细表，才有可能准确了解到底是哪些产品真正在支撑上市公司的毛利、毛利率。比如，这两年房地产行业相当火暴，利润也很高，不少原来并非房地产行业的上市公司也开始涉足该领域，由于很多此类公司其实资金有限，实力不强，其开发房地产的规模有限，土地储备也不足。虽然由于房地产行业目前的暴利特征，这些小打小闹的“外来户”也沾了一些光（公司整体毛利率得以大幅提高），但其可持续性很成问题。

如果不看这张明细表，仅看利润表中的数据，根本无法了解这类公司整体毛利率大幅提高的真实原因，在这种情况下贸然投资该股票相当危险。

优势与局限

与其他单一的财务指标一样，从毛利与毛利率的角度分析一家公司，有其独特的优势，但也有其局限性。

从前文的一系列分析可以看出，分析一家公司的毛利与毛利率，有利于准确把握上市公司的产品竞争力、产品盈利能力以及未来发展潜力，而这一优势是其他财务指标无法替代的。而其比较明显的不足之处在于，该方式没有考虑销售、管理、财务费用对上市公司的影响，而这三项期间费用在某些时候的表现会颠覆我们从毛利与毛利率的分析中得出的结论。

比如，一些生产消费品的上市公司，为拓展市场，会投放巨额广告。在一系列广告轰炸之后，公司的毛利与毛利率的确在提高，但问题在于，巨额广告费的支出体现在销售费用中（还有些公司的广告费不是当年都计入销售费用，而是在几年内平均摊销，因此其广告支出还体现在资产负债表的待摊费用中），如果考虑到销售费用的提高，这些公司的毛利与毛利率则并没有提高。

为了避免出现这样的问题，投资者对公司毛利与毛利率进行分析时，一定要看一下这三项期间费用有没有异动，如果出现异动，则要进行认真分析，找出原因，看看是不是会影响此前分析所得出的结论。

第21章　优质商品的可靠保证
净资产收益率

本书前言曾提到，股票也是商品。既然是商品，当然希望它价廉物美。判断一只股票是否物美，要使用一个指标——净资产收益率。

净资产收益率

净资产收益率是反映上市公司盈利能力及经营管理水平的核心指标，其计算公式是：净资产收益率＝净利润÷净资产。

我们知道，上市公司的资产除去负债，其余都是属于全体股东的，这部分资产我们称之为净资产，就如同做生意时的本金。假设有两家上市公司，A公司一年赚1亿元，B公司一年赚2亿元，仅从这些数据看，根本无法判断哪一家公司经营得更好一些，因为我们不知道A、B两家公司赚这些钱时用的本金（净资产）是多少。如果A公司的净资产是5亿元，B公司的净资产是20亿元，那么可以肯定地说，A公司的盈利能力要比B公司强很多，因为A公司的净资产收益率是20%，而B公司则是10%。

通俗地讲，如果不考虑股价的因素，好公司的标准当然是那些很会赚钱的公司，而净资产收益率就是告诉投资者，一家上市公司赚钱的能力怎么样，赚钱的效率高不高。

投资者在看上市公司年报时，还会遇到四个相当冗长的名词（实例见表21-1）：

表21-1 营口港主要财务指标

这四个指标并不难懂

单位：元

主要财务指标	2007年	2006年	本年比上年增减(%)	2005年
基本每股收益	0.57	0.64	−10.94	0.53
稀释每股收益	0.57	0.49	16.33	0.43
扣除非经常性损益后的基本每股收益	0.57	0.65	−12.31	0.55
全面摊薄净资产收益率	9.37	14.28	减少4.91个百分点	11.28
加权平均净资产收益率	10.77	15.40	减少4.63个百分点	12.03
扣除非经常性损益后全面摊薄净资产收益率	9.35	14.62	减少5.27个百分点	11.81
扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率	10.75	15.77	减少5.02个百分点	12.60
每股经营活动产生的现金流量净额	0.46	0.40	15.00	0.74
	2007年末	2006年末	本年末比上年末增减(%)	2005年末
归属于上市公司股东的每股净资产	5.65	4.40	28.41	4.66

资料来源：营口港2007年年报摘要。

- 全面摊薄净资产收益率；
- 加权平均净资产收益率；
- 扣除非经常性损益后全面摊薄净资产收益率；
- 扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率。

这四个看着让人眼晕的名词，其实不难懂。

全面摊薄净资产收益率 = 净利润 ÷ 期末净资产

加权平均净资产收益率 = 净利润 ÷ 加权平均净资产

从上述两个指标的计算公式可以看出，其不同之处在于所使用的净资产值不同。期末净资产是指年报中的股东权益数，这个数值是12月31日那一天的数值，因此叫期末。至于加权平均净资产，其计算公式较复杂，投资者没有必要掌握。简单地说，它是一个平均数，之所以如此，主要是考虑到上市公司在一年当中，可能会由于发行新股融资等因素，导致净资产突然增加，只有将这个因素考虑进去，净资产收益率的计算才能更加客观地反映上市公司当年的盈利能力。否则，仅看全面摊薄净资产收益率，可能会觉得公司盈利能力降低了。

一般来说，当年盈利的上市公司，其全面摊薄净资产收益率都要略小于加权平均净资产收益率。非经常性损益，类似于“飞来横财”或“飞来横祸”；所谓扣除非经常性损益后的净利润，就是在净利润中将“横财”或“横祸”去掉。这在后面将会讨论。

至少看三年

应当说，在所有评价上市公司的常用财务指标中，净资产收益率是最重要的（市盈率由于考虑了股价的因素，本质上不属于财务指标）。

也许一些投资者并不认同这一点，他们最关心的还是每股收益。事实上，如果每股收益不与股价相结合进行分析（其实就是分析市盈率），其单独存在就没有什么意义了，因为由于送红股、转增股本等原因，每股收益的变化与公司经营优劣与否没有任何关系，实例见表21-2。巴菲特就认为每股收益是个烟幕弹，公司的净资产收益率更能说明问题。

有一点需要提醒大家注意，观察净资产收益率至少要看过去三年的指标（年报正文开始部分的“报告期末公司前三年主要会计数据和财务指标”表格中，有连续三年的数据，看起来很方便）。如果公司没有经过大的资产重组，

最好看看自其上市以来，每一年的净资产收益率，实例见图21-1。这是因为，由于融资、投资进度等原因，一两年的净资产收益率可能无法真实全面地反映上市公司的盈利能力，而连续几年的净资产收益率最能够将上市公司的盈利能力显示出来。

表21-2　贵州茅台2006年年报部分内容

仅看每股收益无法正确判断贵州茅台的盈利状况与盈利能力

净资产收益率的增加则说明贵州茅台盈利能力增加

贵州茅台酒股份有限公司2006年度报告摘要　　单位：元

主要财务指标	2006年	2005年	本年比上年增减(%)	2004年
每股收益	1.59	2.37	−32.91	2.09
净资产收益率(%)	25.51	21.97	增加3.54个百分点	19.68
扣除非经常性损益的净利润为基础计算的净资产收益率(%)	25.39	21.95	增加3.44个百分点	19.64
每股经营活动产生的现金流量净额	2.23	3.59	−37.88	
	2006年末	2005年末	本年末比上年末增减(%)	2004年末
每股净资产	6.25	10.79	−42.08	10.60
调整后的每股净资产	6.17	10.66	−42.12	10.45

越过隐形的坎

观察一家上市公司连续几年的净资产收益率表现，会发现一个有意思的现象：在刚刚上市的几年里，上市公司往往都有不错的净资产收益率表现，但之后，这个指标会出现明显下滑。这是因此，当一家公司规模不断扩大，净资产

不断增加时，必须开拓新的产品、新的市场，并辅之以新的管理模式，以保证净利润与净资产同步增长，但这对于公司来说，是一个很大的挑战。这主要考验了公司领导者对行业发展的预测，对新的利润增长点的判断，以及其管理能力是否可以不断提升。

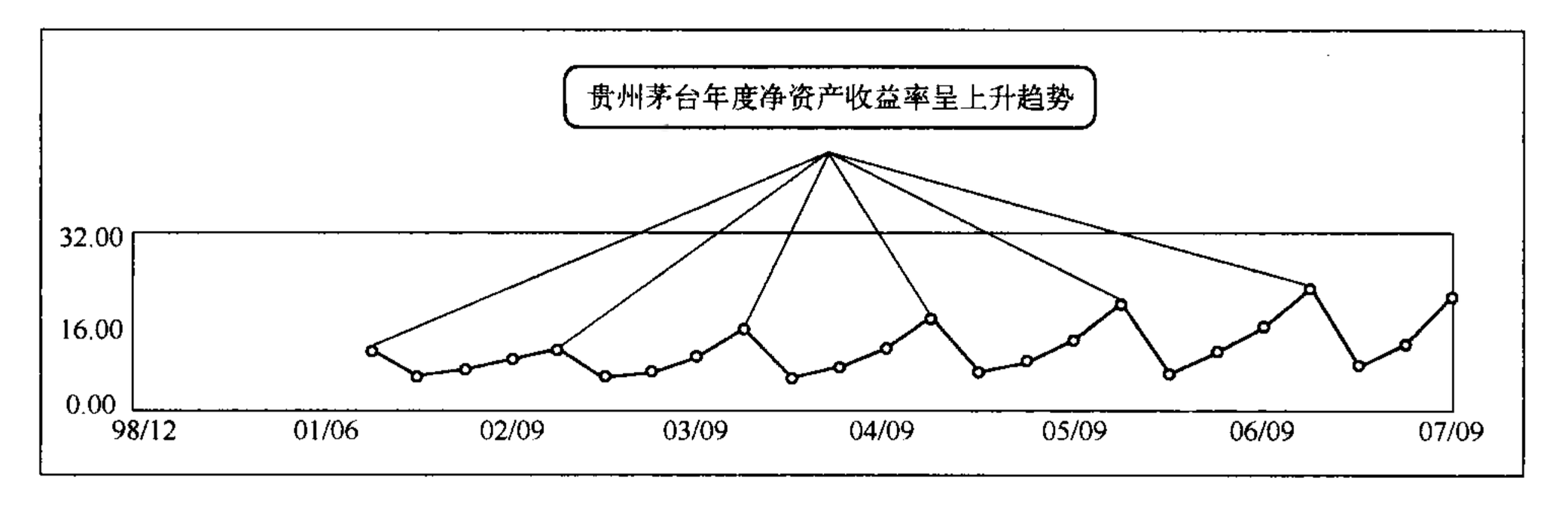


图21-1 贵州茅台历年净资产收益率变化趋势图

（含一季度、半年报、三季度及年报指标）

有时候，一家上市公司看上去赚钱能力还不错，主要是因为其领导者熟悉某一种产品、某一项技术、某一种营销方式，或者是适合于管理某一规模的人员和资金，但当企业发展对其提出更高要求的时候，可能就捉襟见肘力不从心了。

因此，如果一家上市公司随着规模的扩大，仍能长期保持一个较好的净资产收益率，则说明该公司的领导者具备了带领企业从一个胜利走向另一个胜利的能力。对于这样的企业家所管理的上市公司，我们可以给予更高的估值。

不能比利率低

上市公司的净资产收益率多少合适呢？一般来说，上不封顶，越高越好，但下限还是有的，就是不能低于银行利率。100元存在银行，现在一年定期的存款利率是3.87%，那么这100元一年的净资产收益率就是约3.87%，若严格按照上市公司净资产收益率的计算标准，该值应该是3.73%。如果一家上市公司的净资产收益率低于3.87%，那就说明，该公司经营得很一般，赚钱效率很低，已经不太值得投资者关注了。

投资者认购新股时，有没有想过，为什么一家上市公司的每股净资产是5元，而新股的发行价格会是15元，也就是说，为什么原来5元钱的东西能卖到15元。这是因为，该上市公司的净资产收益率可能远远高于银行利率，于是上市公司溢价发行的新股才会被市场所接受。

可以说，高于银行利率的净资产收益率是上市公司经营的底线，偶然一年低于银行利率也许还可以原谅，但如果长年低于银行利率，这家公司上市的意义也就不存在了。也正是因为这个原因，证监会对上市公司的净资产收益率保持特别关注，证监会明确规定，上市公司在公开增发时，最近三年的加权平均净资产收益率平均不得低于6%。

杜邦分析法

由于净资产收益率在所有财务指标中处于核心地位，因此，以净资产收益率为切入口，通过对其进行逐级分解，我们不仅能够了解上市公司的盈利能力，还可以更加清晰地知道其盈利能力从何而来。这种将净资产收益率分解的方式就是杜邦分析法，这一方法由美国杜邦公司率先使用，故称杜邦分析法，见图21-2。

净资产收益率其实可以分解为三个财务指标的乘积，即

净资产收益率 = 销售净利率 × 资产周转率 × 权益乘数

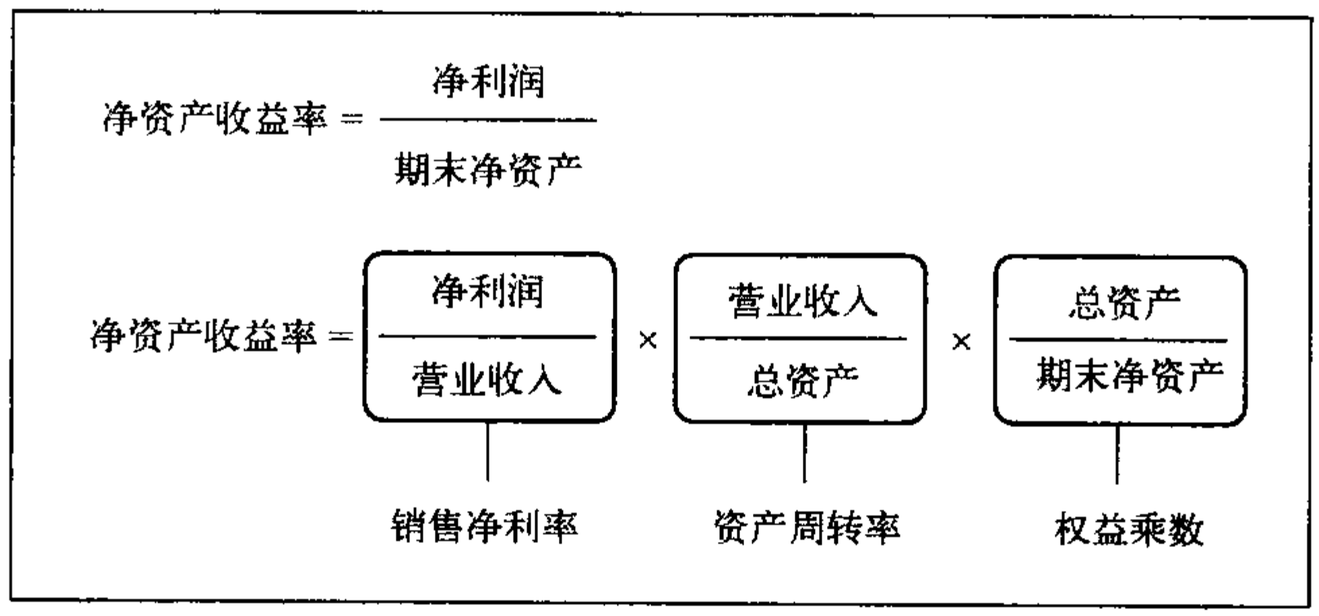


图21-2 杜邦分析法示意图

第一次接触杜邦分析法的投资者可能觉得奇怪，将净资产收益率分解成三个财务指标的乘积有什么意义呢？

先讨论一下三个财务指标各自的含义。销售净利率是说明一家公司所卖产品利润率的高低；资产周转率其实是说明一家公司的资产运转效率，一般而言，如果一家公司的资产周转率高，则说明该公司从原材料采购——加工——销售——收回现金——再采购原材料，这一个完整的经营流程运行得很快；而权益乘数则是衡量一家公司负债率的高低，权益乘数高，则说明该公司的负债率高，其主要依靠高额负债来支持其经营。

假设A公司、B公司、C公司的净利润都是10元，期末净资产都是100元，这样三家公司的净资产收益率都是10%，但是三家公司的营业收入、总资产却不相同。A公司营业收入为20元，总资产为100元；B公司营业收入为200元，总资产为100元；C公司营业收入为50元，总资产为500元，见下列公式：

$$\text{A公司净资产收益率}=\frac{10}{20}\times\frac{20}{100}\times\frac{100}{100}=10\%$$

$$\text{B公司净资产收益率}=\frac{10}{200}\times\frac{200}{100}\times\frac{100}{100}=10\%$$

$$\text{C公司净资产收益率}=\frac{10}{50}\times\frac{50}{500}\times\frac{500}{100}=10\%$$

借助杜邦分析法，我们发现，三家公司虽然净利润、期末净资产、净资产收益率都一样，但三家公司实现净资产收益率的途径却大相径庭。

A公司营业收入只有20元，在三家公司当中是最少的，但依靠这20元的营业收入，A公司却实现了10元的净利润，其销售净利率达到了50%。这说明A公司所卖产品的利润率非常高，其特点是厚利少销。

B公司营业收入达到了200元，其资产周转率为2，这在三家公司当中是最高的，但200元的营业收入也只实现了10元的净利润，销售净利率只有5%，说明B公司所卖产品的利润率很低，与A公司的厚利少销相比，B公司显然是依靠薄利多销实现了10元的净利润。

而C公司的营业收入介于A、B公司之间，其特点是资产周转率很低，只有10%，但期末总资产很高，达到了500元。由于C公司的期末净资产是100元，说明C公司的负债很多，资产负债率达到80%，其权益乘数为5。与A、B公司相比较，C公司能够实现10元的净利润主要是依靠高额负债实现的。

通过上述三家公司的分析，我们发现，即使净利润、净资产、净资产收益率相同的公司，其经营风格也会有巨大的区别。如果分析一家上市公司时仅仅关注净资产收益率这一项指标——虽然该指标极为重要，我们也无法对公司进行深入分析与了解。而通过杜邦分析法，将净资产收益率分解为三个指标，则可以由表及里，洞察一家公司的优势是什么，缺点又是什么。

三项指标排座次

形成净资产收益率的三项财务指标，虽然在公式中完全平等，但在实际分析中，还是存在高低之分。一般来说，三个指标中，我们更看重销售净利率，因为该指标往往成为判断一家公司能否持续成长的决定性因素，具体原因读者可以参阅本书“产品毛利率”章节。资产周转率次之，其主要表现一家公司管理能力、营销策略水平。而权益乘数则适中为好，也就是说，一家上市公司的资产负债率要保持在适中的程度。过低（接近1）则说明公司没有发挥负债的杠杆作用；过高（超过70%）则说明公司在经营中过多依赖负债，存在较高的风险。

这里，要特别强调一下权益乘数过大也就是高负债经营的风险所在。比如，个别上市公司虽然净资产收益率很高，但负债率却超过了70%（一般来说，负债占总资产比率超过70%，被认为经营风险过高），此时我们就得多加小心。这样的公司虽然盈利能力强，运营效率也很高，但这是建立在高负债基础上的，一旦市场有什么波动，或者银行抽紧银根，不仅净资产收益率会大幅下降，甚至可能会出现亏损。

这就像炒房子，如果一套房子价格100万元，你只需首付30万元就买了，一年后这套房子升值到200万元，你卖掉房子，赚了将近100万元，净资产收益

率超过300%。虽然净资产收益率很高，但要知道，你是在负债经营，其实是借了银行的钱（银行按揭）炒房。如果这套房子没有升值而是贬值，那风险可就大了，如果房子一年后跌到了70万元再脱手，可就把本金30万元都赔光了。

对上市公司来说，适当的负债经营是非常有利于提高资金使用效率、提高净资产收益率的，但如果以高负债为代价，片面追求高净资产收益率，虽然看上去风光，但风险也不可小觑。

比较是关键

在使用杜邦分析法时，比较二字是关键。比较体现在两个方面：一方面是公司自己纵向比；另一方面是同行业公司横向比较。需要提醒投资者的是，行业之间的财务特征往往差别很大，不同行业的上市公司以杜邦分析法进行对照，很可能没有可比性。

以三一重工（600031）为例，看一下该公司2006年、2005年净资产收益率指标用杜邦分析法所进行的比较，见下列公式：

$$2006\text{年净资产收益率}=\underbrace{\frac{\text{净利润 5.57 亿元}}{\text{营业收入 45.7 亿元}}}_{\text{销售净利率 12.2\%}}\times\underbrace{\frac{\text{营业收入 45.7 亿元}}{\text{总资产 59.2 亿元}}}_{\text{资产周转率 0.772}}\times\underbrace{\frac{\text{总资产 59.2 亿元}}{\text{净资产 26.5 亿元}}}_{\text{权益乘数 2.23}}=21.05\%$$

$$2005\text{年净资产收益率}=\underbrace{\frac{\text{净利润 2.16 亿元}}{\text{营业收入 25.4 亿元}}}_{\text{销售净利率 8.5\%}}\times\underbrace{\frac{\text{营业收入 25.4 亿元}}{\text{总资产 47.6 亿元}}}_{\text{资产周转率 0.533}}\times\underbrace{\frac{\text{总资产 47.6 亿元}}{\text{净资产 20.7 亿元}}}_{\text{权益乘数 2.30}}=10.42\%$$

从上列公式可以看出，三一重工2006年的净资产收益率之所以能够同比大幅提高，主要得益于销售净利率与资产周转率的大幅提高，与此同时，公司负债率还略有降低。杜邦分析法显示，公司产品的利润率与资产周转率都在大幅提高，说明公司运转进入了良性发展轨道。

三一重工与山推股份（000680）都属于工程机械行业上市公司，我们用杜

邦分析法，看一下两家公司的区别，见下列公式：

$$\text{三一重工净资产收益率}=\underbrace{\frac{\text{净利润 5.57 亿元}}{\text{营业收入 45.7 亿元}}}_{\text{销售净利率 12.2\%}}\times\underbrace{\frac{\text{营业收入 45.7 亿元}}{\text{总资产 59.2 亿元}}}_{\text{资产周转率 0.772}}\times\underbrace{\frac{\text{总资产 59.2 亿元}}{\text{净资产 26.5 亿元}}}_{\text{权益乘数 2.23}}=21.05\%$$

$$\text{山推股份净资产收益率}=\underbrace{\frac{\text{净利润 2.42 亿元}}{\text{营业收入 30.6 亿元}}}_{\text{销售净利率 7.9\%}}\times\underbrace{\frac{\text{营业收入 30.6 亿元}}{\text{总资产 29 亿元}}}_{\text{资产周转率 1.055}}\times\underbrace{\frac{\text{总资产 29 亿元}}{\text{净资产 15.3 亿元}}}_{\text{权益乘数 1.89}}=15.8\%$$

公式中的数据显示，三一重工的净资产收益率能够高于山推股份，主要得益于其销售净利率，这说明三一重工所销售产品的利润率明显高于山推股份。此外，三一重工的权益乘数也略高于山推股份，说明三一重工利用负债拉动净资产收益率的程度较高；而山推股份的资产周转率明显高于三一重工，说明山推股份虽然产品利润率低，但经营流程运行速度快。

第22章　如果股票不能卖

每股净资产及市净率

顾名思义，每股净资产=净资产÷总股本。每股净资产是告诉投资者每股股票所对应的股东权益额。

在年报开始部分的重要表格“报告期末公司主要会计数据和财务指标”中，每股净资产这个指标排在最后，见表22-1。有些投资者不太把它当回事，觉得可有可无，那么其价值何在呢？

表22-1　每股净资产实例

主要会计数据	2007年	2006年
营业收入	764 829 580.84	576 696 137.01
利润总额	188 333 531.19	132 005 099.14
归属于上市公司股东的净利润	120 109 464.07	70 773 100.08
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润	79 221 422.68	−23 840 901.09
基本每股收益	0.44	0.31
稀释每股收益	0.44	0.31
扣除非经常性损益后的基本每股收益	0.29	−0.10
全面摊薄净资产收益率（%）	27.83	7.69
加权平均净资产收益率（%）	18.17	8.35
扣除非经常性损益后全面摊薄净资产收益率（%）	18.36	−2.59
扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率（%）	12.24	−2.81
经营活动产生的现金流量净额	118 332 075.85	60 175 355.82

（续）

主要会计数据	2007年	2006年
每股经营活动产生的现金流量净额	0.36	0.18
	2007年末	2006年末
总资产	2 211 738 780.55	2 307 773 615.68
所有者权益（或股东权益）	431 509 196.71	920 115 643.94
归属于上市公司股东的每股净资产	1.31	2.79

每股净资产不容忽视

本来面目

解释这个问题，得先从股份的交易价格说起。大家知道，在股权分置改革之前，上市公司国有股不能在证券市场上流通，如果国有股东想出售其所持股权，一般是通过协议转让。所谓协议转让，简单来讲就是以签定协议（合同）的形式转让股权。

在协议转让上市公司股权时，可以发现这样一种现象：每股协议转让价格大都接近于每股净资产，一般情况是每股价格比每股净资产额稍高一些，但远远低于股份在证券市场的价格（股价）。比如，A公司的每股净资产是2元，每股收益是0.2元，其股价是6元，而协议转让股权的价格可能就是2.8元。

为什么同一样东西在同一时间，其交易的价格会有如此大的区别呢？这是因为，证券市场的流通性远远高于协议转让市场。简单而言，如果股份可以在证券市场流通，那么股份变现非常方便，只需打一个电话就可以了，除非持股量很大，否则不用担心没有买家，因为参与证券市场的投资者非常多。但协议转让的方式就没这么简单了，你想转让股份，但很可能一时根本找不到买家，即使好不容易有人要买了，买方也许还要考察企业，再进行谈判，转让的时间会拖得很长，从你想卖到最后成交，不知道要等多少时间。因此，我们可以明

白一个道理，即证券市场的股票价格中，有一部分可以被称之为流通溢价，也就是说，因为证券市场的流通性好，同样的股份在证券市场上卖，价格就相对较高。

如果投资者觉得流通溢价还不好理解，那么你可以问一下自己，如果你原本打算以6元的价格买进A公司股票，但现在告诉你，在你买进A公司的股票后，该股票将被禁止在证券市场出售，此时，你是否还愿意以6元的价格买进呢？

如果不考虑流通溢价，一家公司股份的价格由什么来决定呢？这个问题比较复杂，在此不必赘述。简单而言，有两个因素必须要考虑，一是每股净资产；二是这家公司未来能赚多少钱。为什么必须考虑每股净资产呢？这是因为，从会计的角度分析，每股净资产作为公司股份的账面价值，是股东累计投入和利润积累的结果。对多数企业来说，这一账面价值比较接近于企业的内在价值。

判断一家公司未来能赚多少钱是很难的事情，因为其不确定性因素很多，但每股净资产一目了然，清清楚楚。因此，在协议转让时，买卖双方大多把每股净资产作为价格谈判的基准，再辅之以对公司未来盈利状况的预测，如果公司赚钱，就会在每股净资产的基础上加价，反之，则要减价。因此，如果投资者买股票是以参股一家企业的心态打算长期持有，那么在决定以什么样的价位买进股票时，就不用去理会证券市场的股价，也就是无视刚才所讲的流通溢价，而是像协议转让时一样，考虑每股净资产额，再结合对企业成长性的判断来决定买进价位。例如在巴菲特的投资组合中，他认为可口可乐、吉列这两只股票要长期持有。巴菲特当然非常看好这两家公司的成长性，但值得投资者注意的是，巴菲特买进可口可乐与吉列的价格只是比这两只股票当时的每股净资产额稍高一些。

证券市场的股价对这样的投资者来说，其意义只是报价，而不是判断其合理价位的依据，也就是说，当股价与你心中的合理价位相符合时，你就可以买进了。

挤干水分

在2007年年报中，取消了一个以前年报中出现的财务指标——调整后的每股净资产。见表22-2。该指标的计算公式是：调整后的每股净资产=（净资产－3年以上的应收款项净额－长期待摊费用）÷总股本。公式中的应收款项（不要与应收账款混淆）净额包括应收账款、其他应收款、预付账款、应收股利、应收利息、应收补贴款。

表22-2　福耀玻璃前三年主要会计数据和财务指标

（2006年年报）

单位：元　币种：人民币

主要会计数据	2006年	2005年	本年比上年增减(%)	2004年
主营业务收入	3 883 986 261	2 911 163 405	33.42	2 345 227 988
利润总额	664 473 397	428 432 983	55.09	424 389 809
净利润	607 220 274	391 718 491	55.01	394 560 688
扣除非经常性损益的净利润	605 962 308	355 237 728	70.58	383 141 991
每股收益	0.61	0.39	56.41	0.39
净资产收益率(%)	21.5	17.7	增加3.80个百分点	21.8
扣除非经常性损益的净利润为基础计算的净资产收益率(%)	21.4	16.1	增加5.30个百分点	21.2
扣除非经常性损益后净利润为基础计算的加权平均净资产收益率(%)	24.1	17.7	增加6.40个百分点	22.9
经营活动产生的现金流量净额	1 174 266 186	717 036 612	63.77	602 602 944

（续）

主要会计数据	2006年	2005年	本年比上年增减(%)	2004年
每股经营活动产生的现金流量净额	1.17	0.72	62.50	0.60
	2006年末	2005年末	本年末比上年末增减 (%)	2004年末
总资产	7 507 799 094	6 550 514 470	14.61	5 222 180 600
股东权益（不含少数股东权益）	2 827 897 240	2 209 942 296	27.96	1 808 726 721
每股净资产	2.82	2.21	27.60	1.81
调整后的每股净资产	2.72	2.13	27.70	1.73

资料来源：福耀玻璃2006年年报。

这个公式看上去挺复杂，但其本质含义理解起来并不难。与每股净资产的计算公式相比，调整后的每股净资产在计算时，只是将净资产“瘦身”了，即减去了一系列会计科目。之所以减去这些会计科目，是出于稳健性与谨慎性的考虑，将净资产中可能存在的水分挤干，由此计算出的每股净资产更加实实在在。比如，3年以上的应收款项要从净资产中扣除，这是因为账龄超过3年的应收款项收回的概率很小，最终很可能成为坏账。这样的项目虽然也被视为资产，但它们既不能流动也很难变现，因此，将这些应收款从净资产中扣除，就会使净资产更加接近于自身的真实面目。

虽然2007年年报取消了这个指标，但是建议投资者在使用每股净资产对上市公司进行估值时，仍然按照上述公式进行演算。如果觉得过于复杂，可以将3年以上的应收款项只视为3年以上应收账款与其他应收款之和，这样计算出来的结果，也完全可以使用。

从差额看问题

投资者在演算时，可以观察出这样一个现象，即绩优公司、盈利能力强的公

司，每股净资产与调整后的每股净资产，其差额往往都很小，有时候，这个差额甚至可以忽略不计。这是因为，一方面，绩优公司对于应收款项的管理很好，或者是产品很抢手，买家都是先付款后提货，应收账款微乎其微，3年以上应收账款当然就罕见了；另一方面，绩优公司由于盈利能力强以及出于少缴税的原因，对于如广告费、开办费这样的支出，不愿意分年度摊销，而都是作为当期费用在利润表中全部列支了。这样一来，在计算调整后的每股净资产时，扣除项的金额相当少，因此，与每股净资产的差额也自然就很小了。相反，在绩差公司的年报中，这一差额往往很大，其原因与绩优公司的情况刚好相反。在极个别上市公司中，其每股净资产可能还是正数，而其调整后的每股净资产会是负数。

其实，调整后的每股净资产与之前讲过的扣除非经常性损益后的净利润有些类似。前者是挤干资产中的水分，使投资者接近上市公司资产的真实质量；后者是挤干当期利润中的水分，使投资者可以接近上市公司的真实盈利能力。

与股价相结合

每股净资产虽然有其存在的意义，但单独使用这一数据的投资者毕竟还是少数，大多数投资者在使用每股净资产时，还是与股价相结合，即使用市净率这个指标。

市净率 = 股价 ÷ 每股净资产

从公式看，市净率是在告诉我们：购买上市公司1元的净资产，要花多少钱。假如一家上市公司的市净率是5，就说明该上市公司账面上1元的净资产在证券市场中卖5元。

有投资者可能会奇怪，凭什么账面上1元的净资产在证券市场中能卖5元？这个问题的答案在刚才讨论每股净资产时已经涉及了。简单地说，1元的净资产能够卖高价是因为还存在流通溢价以及对公司未来盈利的估计。假设一家公司的净资产收益率为100%且能够持续，在不考虑流通溢价以及银行利率的前提下，这家公司的市净率会不会是1呢？当然不会，因为如果不进行现金分红，这家公司第二年的净资产就会增长100%，第三年与开始时比，净资产就会增

长400%。如果这样的公司市净率是1，则无异于天上掉馅饼。从理论上讲，如果一家公司的净资产收益率能够保持在比银行利率高的水准且能够持续，那么其市净率就应该超过1。

因人而异

用市净率对个股进行评估也要因人而异，一些资本密集型上市公司用该办法很合适。比如，钢铁类上市公司由于行业周期性强，盈利水平易大起大落，用市盈率对其估值容易引起误判，因此，一般采取市净率法。因为无论在行业景气时还是不景气时，钢铁类上市公司的净资产是稳定的，而且钢铁行业属于成熟的行业，资产质量相对安全，不会出现资产价值因技术进步而迅速贬值的问题。因此，我们完全可以将净资产视为此类公司的价值底线，见图22-1。

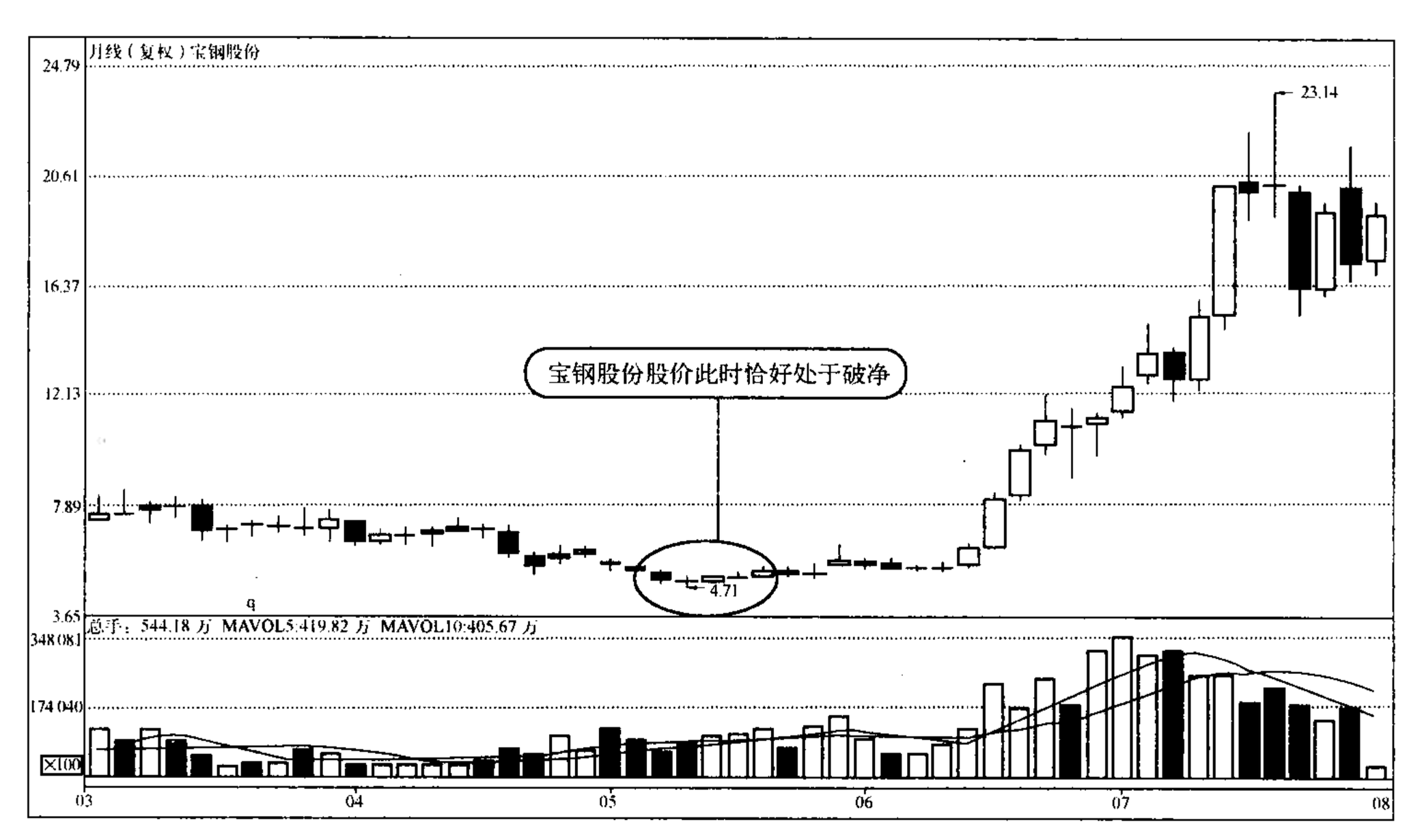


图22-1　宝钢股份K线图（月线 · 复权）

再比如，高速公路类上市公司、电力企业等等，都可以用市净率的办法进行估值。

当然，对于一些高科技类、服务类上市公司，用市净率的办法进行估值效果就不理想了，因为这些企业的核心价值很大程度上游离于会计报表之外。

为什么会有“破净”

一些在2006年之前入市的股民可能还记得，在2006年之前，很多股票的价格是低于其每股净资产的。对于股价低于每股净资产的现象，在证券市场中被称为“破净”，即股价跌破了每股净资产。

个别资产质量很差、业绩亏损的上市公司出现“破净”是很正常的现象，因为投资者认为这种公司的真实价值要低于其账面价值。比如，若调整后的每股净资产远远低于每股净资产，出现“破净”就很有可能。但是若证券市场中出现大面积“破净”公司，而且其中的一些公司仍然保持着一定的盈利时，其原因一般有两点。

第一，投资者不看好某一行业或者是宏观经济的未来发展。也就是说，虽然这些上市公司仍然盈利，但投资者对其未来的发展相当悲观，认为盈利无法持续，在未来可能会大幅下降，甚至出现亏损。

第二，心理作用。市场处于熊市当中，行情表现十分低迷。投资者认为股价还会下跌，因此纷纷抛售股票，或者不愿买进。

从“破净”看大盘走势

从历史经验中，可以发现这样一种现象：当市场中有一大批上市公司的股价，特别是一些资产密集型上市公司的股价出现“破净”或者接近每股净资产时，大盘基本上已跌至底部，市场反转的机会也即将显现了。其原因在于，在我国的上市公司群体中，资产密集型的上市公司占据了绝对主力地位，如石化类上市公司、钢铁类上市公司、电力类上市公司以及很多制造业上市公司，真正的高科技上市公司在A股市场中并不多见。基于这一现象，我们可以将中国的上市公司视为一家公司，该公司的基本特征就是资产密集型。

按照上述分析个股时的思路，净资产是这些公司的价值底线，一批公司接近价值底线时，则说明大盘已经跌无可跌了。

第23章　给上市公司卸妆
非经常性损益

投资者希望看到的是上市公司素面朝天的本来面目，而并非涂抹后的容颜。为了能让上市公司“洗尽铅华”，年报在“主要财务数据和指标”部分，一再将“非经常性损益”这一概念引入关键指标中（如扣除非经常性损益后的净利润、扣除非经常性损益后的全面摊薄净资产收益率），并单独对“非经常性损益”列示了明细表，见表23-1。它对于投资者准确把握上市公司的真实价值具有不可替代的作用。

表23-1　卧龙地产扣除非经常性损益项目和金额

单位：元　币种：人民币

非经常性损益项目	金　额
非流动资产处置损益	−345 369.78
越权审批或无正式批准文件的税收返还、减免	0.00
计入当期损益的政府补助，与公司业务密切相关，按照国家统一标准定额或定量享受的政府补助除外	36 000 000.00
计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费（经国家有关部门批准设立的有经营资格的金融机构对非金融企业收取的资金占用费除外）	0.00
企业合并的合并成本小于合并时应享有被合并单位可辨认净资产公允价值产生的损益	0.00
非货币性资产交换损益	0.00

（续）

非经常性损益项目	金　额
委托投资损益	0.00
因不可抗力因素，如遭受自然灾害而计提的各项资产减值准备	0.00
债务重组损益	0.00
企业重组费用	0.00
交易价格显失公允的交易产生的超过公允价值部分的损益	
同一控制下企业合并产生的子公司期初至合并日的当期净损益	3 672 615.41
与公司主营业务无关的预计负债产生的损益	0.00
除上述各项之外的其他营业外收支净额	527 333.13
其他非经常性损益项目	−1 033 462.63
合　计	40 888 041.39

资料来源：卧龙地产2007年年报。

“1号文件”

中国证监会为非经常性损益下的定义是：公司发生的与主营业务和其他经营业务无直接关系，以及虽与主营业务和其他经营业务相关，但由于该交易或事项的性质、金额和发生频率，影响了正常反映公司经营、盈利能力的各项交易、事项产生的损益。

如前文已论述过的，非经常性损益就是“飞来横财”或“飞来横祸”。打个比方，如果你的工资收入是经常性损益，那中彩票就是非经常性损益，丢钱包也属于非经常性损益。

观察非经常性损益，对准确判断公司投资价值很重要。比如，一些上市公司通过一次性资产置换产生的利润，往往占到年度净利润的大部分。如果不把这部分利润列为非经常性损益，投资者只看净利润总额，可能会产生错觉，认为上市公司本年度生产经营搞得不错。这就好像一个人年薪5万元，但中彩票

得了5万元，于是就对外宣称，自己年收入10万元，如果你以其年收入10万元的数据判断这个人的生活水平与工作能力，那就大错特错了。

非经常性损益不属于会计科目，仅看财务报表，投资者无法清晰甄别哪些收入是上市公司非经常性损益，因此证监会除了给它下定义外，还不厌其烦地列出了15种应认定为非经常性损益的事项。中国证监会颁布的《公开发行证券的公司信息披露规范问答——第1号文件》就是对非经常性损益的使用进行的规范，见附表1。

证监会如此重视非经常性损益，其主要目的就是减少上市公司操纵利润现象的发生，使投资者更加方便、可靠、准确地了解上市公司生产经营的真实状况，也就是说，既不能让“飞来横财”使投资者高估了上市公司的盈利水平，也不能令“飞来横祸”使投资者低估了上市公司的赚钱能力。

须说明的是，在利润表中，有两个会计科目——经营外收入与经营外支出。这两个会计科目所核算的内容，与非经常性损益相类似，但其范围要窄得多。本着对上市公司谨慎估值的态度，投资者还是应该使用非经常性损益。

操纵利润的法宝

非经常性损益包括“横财”与“横祸”，但在现实情况中，绝大多数是“横财”。大多数上市公司在一年当中都或多或少会发点小财，这本没什么不好，但问题在于，一些上市公司试图在非经常性损益上做文章，将它作为“化妆品”，成为粉饰业绩、调节利润的法宝，并以此来制造“迷人”的幻象。上市公司的伎俩主要有以下几种。

第一，“失而复得”。上市公司卖出一批产品，货款还未收到，计账的时候就将这笔业务列为应收账款，如果几年都没收回来，那么就得计提损失了。比如，公司有1万元货款5年没收回来，那就得做好最坏的打算——这1万元打了水漂，为此，就得将这1万元视为坏账当成企业的费用了。但如果这笔钱后来又收回了，那就是意外之喜——本来已经当成坏账提了费用，在收回的当年，企业的利润就可以增加1万元。

有的上市公司动了歪脑筋，故意将一些可以收回的账款视为坏账，等到哪一年经营惨淡业绩不好的时候再“收”回来，这样当年的利润就可以增加了。除了坏账收回外，上市公司还会在其他方面耍“失而复得”的把戏，比如资产减值冲回、存货跌价冲回等，其方法与上面的例子一样。

第二，财政补贴。顾名思义，财政补贴是指地方政府送给上市公司一笔钱。通常是政府从扶持或政策导向角度出发，给予企业的一种资金支持。

政府送钱给上市公司当然是好事，无可厚非，但有些地方政府出钱的目的主要是防止上市公司连续亏损。按照规定，上市公司连续三年亏损就要退市，一些地方政府为了不让其控股的上市公司退市，于是就拿出一笔钱，帮助上市公司渡过危急关头。

可能有投资者会说，政府能这样做，应当欢迎。对于那些持有这些亏损公司股票的投资者来说，自然是好事，但对证券市场整体来说，可就并不是好事了。一个健康的证券市场，跟人一样，也需要新陈代谢，把经营不善连续亏损的公司从上市公司的行列中剔除，将有限的上市资源给予业绩优良的公司，有利于证券市场的健康发展。

第三，卖家当。有些上市公司为了不亏损或者使业绩好看，会变卖公司的资产。比如，公司有一块地，买了几年，地也升值了，本来这块地是打算用来建新厂房的，但一看今年要亏损，为了扭亏，就把地卖了。对上市公司而言，卖家当固然可以提高某一年的业绩，但从长远看，这种败家的行为会对上市公司的可持续发展造成损害。

通过上述三种伎俩得来的收益都属于非经常性损益，虽然算在了事发当年的利润当中，但投资者勿将其与靠主营业务得来的利润混为一谈。

个别情况下，非经常性损益也会体现为另一种现象，即在某一个会计年度，上市公司突然由于非经常性损益导致业绩大幅下降甚至巨额亏损。这种现象一般是上市公司对以前年度发生的未披露的损失、潜亏，在当年进行集中释放。这种情况在上市公司重组时比较常见，新的控股股东来了，习惯将以前藏着掖着的坏账、损失、费用全亮相，这样才有利于公司轻装上阵。这种现象对上市

公司来说是有利的。投资者对潜在问题一次性释放完的上市公司，可以保持关注，一般情况下，风险释放过后的上市公司会有比较好的业绩表现。

透过现象

包含非经常性损益在内的利润指标，虽然是公司业绩的真实反映，但如果不排除非经常性损益的因素，可能会干扰投资者对公司主营业务或其他正常投资活动的盈利能力或回报的判断，见表23-2。

表23-2 非经常性损益干扰实例

本报告期主要财务数据　　单位：人民币元

项　目	报告期数	上年同期数(调整后)	上年同期数(调整前)
利润总额	3 983 600.95	−170 147 943.04	−131 168 572.43
净利润	13 974 491.56	−155 918 902.64	−122 850 718.12
扣除非经常性损益后的净利润	−113 748 810.70	−163 046 467.30	−129 978 282.78

注意这两个数据的对比

使用上市公司盈利指标以及以利润为基准的估值指标，最好使用剔除非经常性损益后的数字，这样才能透过现象看本质，因为扣除后的指标是上市公司盈利能力更加真实的反映。

要明白这样一个道理：上市公司定期公布财务指标，是在向投资者进行工作“述职”。我们看这些“述职报告”，不仅是想知道上市公司过去都干了些什么，更重要的是以这些“述职报告”为基础，判断上市公司的盈利能力和领导者的管理水平，进而预测上市公司将来会怎么样，因为任何一只股票的价格都是建立在对该公司未来收益的预期基础上的。基于这样的目的，就有必要剔除那些有可能妨碍我们正确把握上市公司价值内涵的因素。

研究报告时，除了要仔细看非经常性损益的情况外，还要认真看看会计报表中的利润表。利润表有两个会计科目：营业收入和营业成本。投资者应当仔细观察上市公司这两个会计科目的变化，因为它们基本上不涉及非经常性损益的问题（具体分析请看本书“产品毛利率”章节）。

孰低原则

除了在定期报告中会出现非经常性损益外，还有两个地方也会出现非经常性损益。

一个是上市公司公开增发新股。按照证监会的规定，上市公司在公开增发时，最近3年的加权平均净资产收益率平均不得低于6%。这里的净资产收益率在计算时，所使用的净利润数据，是以扣除非经常性损益后的净利润与没有扣除时的净利润相比较，哪一个低算哪一个。因为有些上市公司由于非经常性损益体现为损失（非经常性损益为负数），扣除后的净利润与扣除前相比反倒增加了，而采取孰低原则，可以说要求更加严格。

另一个是股权激励。上市公司在实施股权激励时会设定一些业绩目标，如果能够达标，就可以实施股权激励。业绩目标主要包括净利润增长率、净资产收益率等指标，在计算这些指标时，也会考虑非经常性损益的因素，一般来说，用到净利润的时候，也会采取上述的孰低原则。

投资者要特别关注这两个地方，判断上市公司是否能够达到公开增发的标准，或者是否可以达到股权激励的要求，都要记住这个孰低原则，否则容易产生误判。

附表23-1 《公开发行证券的公司信息披露规范问答第1号—非经常性损益》[2007年修订]

背景

为准确考核上市公司、拟上市公司（以下简称公司）的经营、盈利能力，我会在相关融资法规及多项信息披露规范中使用了“非经常性损益”的概念。2001年4月25日中国证监会颁布了《公开发行证券的公司信息披露规范问答第1号——非经常性损益》，对非经常性损益的含义和内容做了较为清晰的界定，并于2004年1月15日对部分内容做出修订。目前，财政部已正式颁布了企业会计准则及应用指南（以下简称“新会计准则”），自2007年1月1日起在上市公司范围内施行。结合新会计准则中相关规定的变化，我们相应对非经常性损益做出了修订。

（续）

问题

何为非经常性损益？它包括哪些项目？

解答

一、非经常性损益是指公司发生的与主营业务和其他经营业务无直接关系，以及虽与主营业务和其他经营业务相关，但由于该交易或事项的性质、金额和发生频率，影响了正常反映公司经营、盈利能力的各项交易、事项产生的损益。

二、非经常性损益应包括以下项目：

（一）非流动资产处置损益；

（二）越权审批或无正式批准文件的税收返还、减免；

（三）计入当期损益的政府补助，但与公司业务密切相关，按照国家统一标准定额或定量享受的政府补助除外；

（四）计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费，但经国家有关部门批准设立的有经营资格的金融机构对非金融企业收取的资金占用费除外；

（五）企业合并的合并成本小于合并时应享有被合并单位可辨认净资产公允价值产生的损益；

（六）非货币性资产交换损益；

（七）委托投资损益；

（八）因不可抗力因素，如遭受自然灾害而计提的各项资产减值准备；

（九）债务重组损益；

（十）企业重组费用，如安置职工的支出、整合费用等；

（十一）交易价格显失公允的交易产生的超过公允价值部分的损益；

（十二）同一控制下企业合并产生的子公司期初至合并日的当期净损益；

（十三）与公司主营业务无关的预计负债产生的损益；

（十四）除上述各项之外的其他营业外收支净额；

（十五）中国证监会认定的其他非经常性损益项目。

三、公司在编报招股说明书、定期报告或发行证券的申报材料时，应将上述项目作为非经常性损益处理，并对非经常性损益项目内容及金额予以充分披露。

四、注册会计师为公司招股说明书、定期报告、申请发行新股材料中的财务报告出具审计报告或审核报告时，应单独对非经常性损益项目予以充分关注，对公司在财务报告附注中所披露的非经常性损益的真实性、准确性与完整性进行核实。

第24章　让指标动起来

市盈率及每股收益

与上市公司有关的指标数不胜数，我们可以将这些指标分为两大类，一类是技术性指标，即指标的原始数据来自股价、成交量、时间；另一类是基本面指标，即指标的原始数据来自上市公司财务数据。但是有一个指标，其原始数据同时包括技术面与基本面，就是市盈率，市盈率的计算公式是：

市盈率＝股价÷每股收益

每股收益

要了解市盈率，得先知道每股收益。顾名思义，每股收益=净利润÷总股本。净利润是时间段的概念，媒体引用它时，都会明确是年度每股收益还是半年度每股收益，或者是季度每股收益。但在计算市盈率时，都是用年度每股收益。

有一点应注意，如果上市公司在报告期发行了新股，每股收益与以前比，可能会明显下降，这种下降很正常，其原因是股本的增加与净利润的增长不同步，而并非上市公司盈利能力降低。比如，A公司在12月份发行了新股，募集了一些钱，但这些钱刚到位，还没来得及投入项目并产生效益。于是，A公司当年的每股收益，会由于总股本突然增加而下降。

每股收益如此会连累市盈率遇到同样的问题。一旦上市公司发行了新股，市盈率很可能会明显提高。因此，投资者在使用市盈率时，要注意看看公司最

近一次发行新股是在什么时候。

每股收益也改名了

在2007年年报中，出现了两个新名词：基本每股收益和稀释每股收益，见表24-1。

表24-1 卧龙地产主要财务指标

主要财务指标	2007年	2006年
基本每股收益	0.44	0.31
稀释每股收益	0.44	0.31
扣除非经常性损益后的基本每股收益	0.29	-0.10

资料来源：卧龙地产2007年年报。

基本每股收益就是我们平常所说的每股收益。而稀释每股收益是用来评价潜在普通股对每股收益的影响，以提醒投资者注意，每股收益指标中可能存在的水分。潜在普通股是指赋予其持有者在报告期或以后期间享有取得股票权利的一种金融工具。目前上市公司发行的潜在普通股主要有可转换公司债券、认股权证、股票期权等（这些金融产品将来都可能增加上市公司股本）。而稀释每股收益，就是假设现在这些产品已经转换成股票，由此按照新的总股本，计算出的每股收益。该指标与基本每股收益的差异可以提醒投资者：该上市公司还发行了其他金融工具，未来有可能会使总股本增加。

本金收回时间

市盈率是粗略地传递这样一个信息：如果上市公司保持目前的盈利能力，投资者购买股票的本金，什么时候能收回来。

假设一只股票的价格为10元，过去一年公司的每股收益为1元，市盈率就

是10。如果每年都能以1元的现金的形式分给投资者，在不考虑利息因素的前提下，10年后，现在买入这只股票的本金就能收回。因此，如果市盈率低，说明本金回收的速度快；市盈率高，则说明本金回收的速度慢。仅从这点看，市盈率低的股票，投资价值更高一些。

在计算市盈率时，股价是分子，而股价随时在变，于是市盈率也随时在变。因此，投资者可以用这个指标，动态地判断一只股票的股价是高了还是低了；在两只股票中，谁的风险可能大一些，谁的投资价值多一些；在众多股票中，哪些股票还没有被炒作，哪些板块的股票还值得高度关注。

在不少股票软件中，在一只股票实时走势的页面上，会显示该股票实时市盈率的变化，这一点对于投资者来说相当便捷。见图24-1。

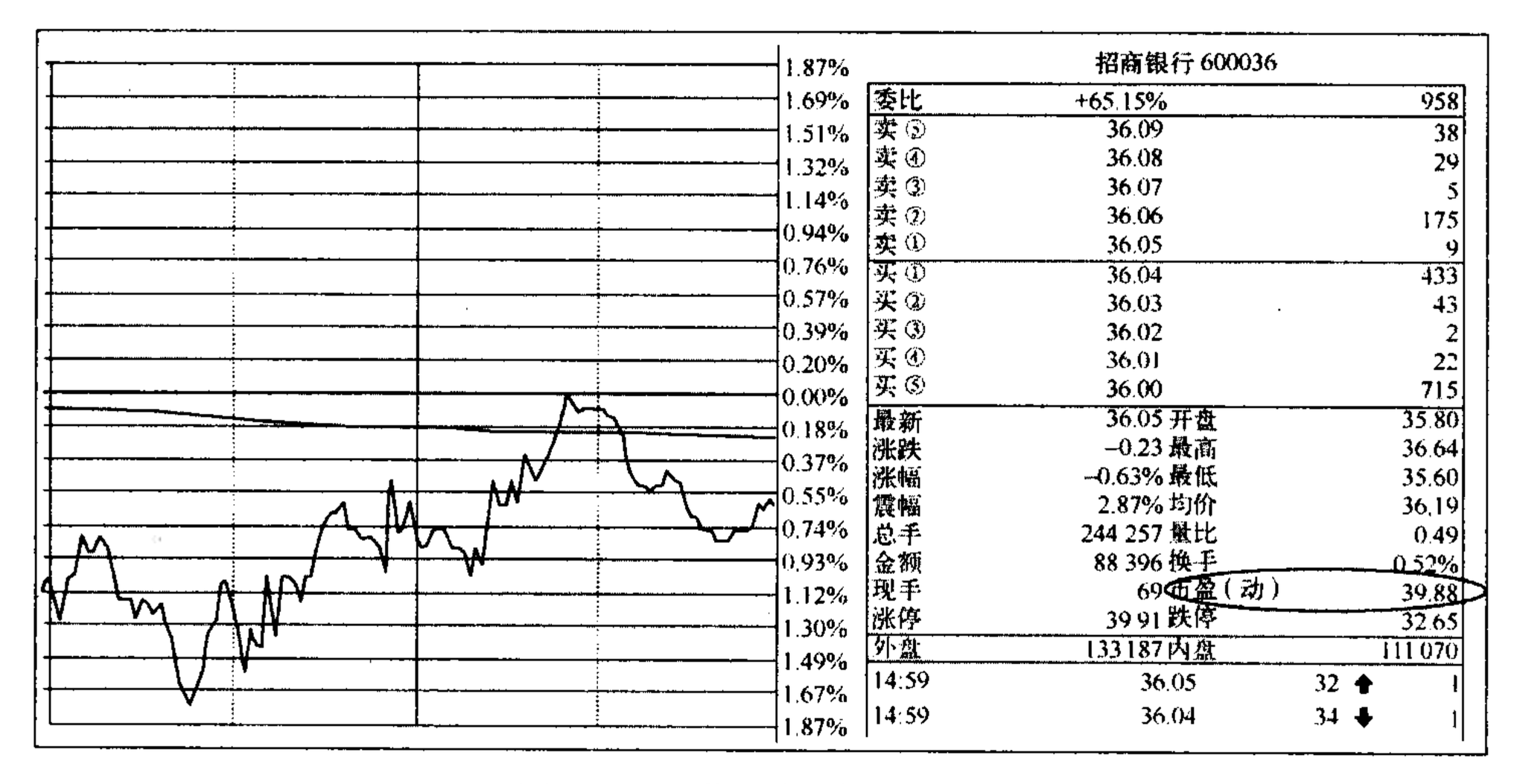


图24-1 同花顺股票软件界面

资料来源：同花顺股票软件。

市盈率的缺陷

市盈率指标的好处是简单、直观，用起来方便，但正因为过于简单，缺陷也很明显。

新股民经常会犯一个错误，即买股票的时候，喜欢专门找一些市盈率低的上市公司，觉得这样更安全一些，股价上涨空间也更大一些。但在牛市中，我们会发现这样一种现象：业绩成长快、股价上涨幅度大的绩优股总是有较高的市盈率，见图24-2。而那些业绩成长慢，市盈率低的上市公司，虽然看上去安全，但往往大盘涨的时候它慢涨，大盘跌的时候它快跌。

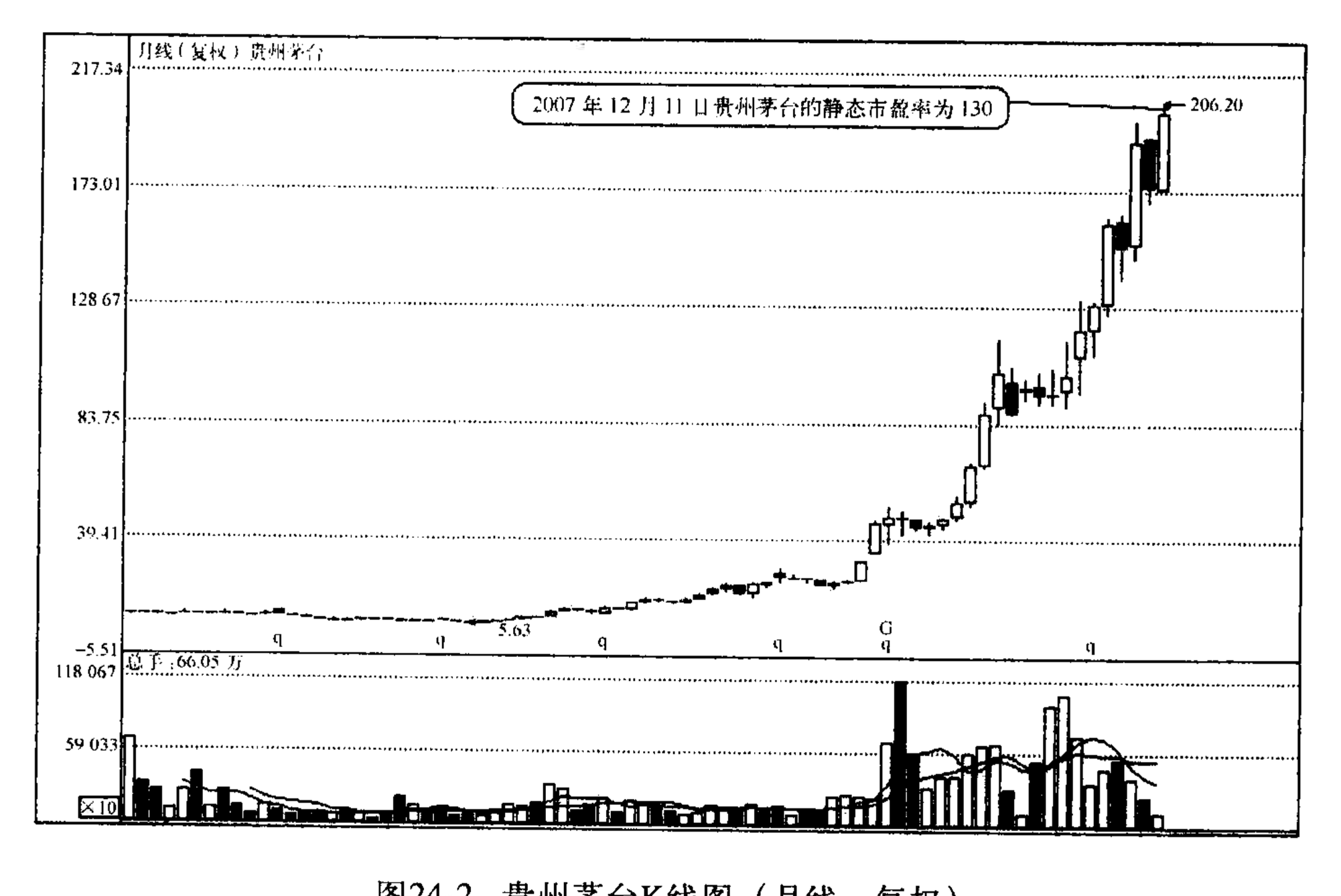


图24-2 贵州茅台K线图（月线·复权）

出现上述现象是因为，计算市盈率时要使用年度每股收益，而每股收益是过去时，因此市盈率无法反映公司的未来变化。比如，A股票市盈率是100，而B股票市盈率是20，乍一看，B股票投资价值大一些。但如果在总股本及股价不变的条件下，A公司净利润每年增长100%，第二年市盈率就降到50，第三年25，第四年就只有12.5了。而B公司的净利润若每年保持不变，那么从第四年开始，A公司市盈率就远远低于B公司了。若B公司第二年净利润下降50%，那么A、B公司第二年的市盈率就一样了。

动态市盈率

为了弥补这个缺陷，市场经常使用一个让市盈率动起来的指标——动态市盈率。这个动态市盈率=股价÷[每股收益×（1 + i）^{n}]，其中i为净利润增长率，n为增长年数。

这个公式涉及指数运算，有一点复杂，但对净利润增长率一般只预估1～2年的情况（考虑太远，不确定性大大增加），因此计算时还是很方便的。

动态市盈率是用目前的股价与预测未来的每股收益做比较，据此对股票估价，往往比较激进。在牛市中，由于市场对上市公司利润增长的预计趋于乐观，动态市盈率的使用频率很高，也更容易被市场认可。而在熊市中，市场趋于保守，对动态市盈率的使用以及对净利润增长率的估计都会变得谨慎。

其实一般投资者使用动态市盈率时，不妨先把增长年数定为一年，特别是在每年的中报披露之后（8月份之后），可以参考中报以及上市公司对本年度净利润的预估，进行动态市盈率计算，这样把握性与准确性更大一些。

板块特征

有经验的投资者会发现，不同板块股票的市盈率往往呈现较大的差别。小盘股的市盈率比大盘股的市盈率要高。这是因为，小公司的利润增长速度往往要快于大公司，毕竟，小公司利润基数小、起点低，增长快一点也是正常的。高科技板块的市盈率也会比其他公司要高，这也是因为高科技上市公司的利润增长率一般要高于其他公司。

可以说，任何一只股票，如果其市盈率明显超出同类股票，都需要有非常充分的理由来说明这家公司未来的利润将快速增长。而一旦利润增长不如预期，支撑高市盈率的力量没有了，股价就会大幅回落。

市盈率的有效使用也有一个范围。亏损公司无法进行市盈率计算就不用说了，对于微利上市公司，市盈率也没什么参考意义。比如，一家上市公司的股价是2元，每股收益是0.01元，其市盈率就是200。这个市盈率当然是惊人的高——200年才能回本，据此，可以认为2元已经是天价了。但事实并非如此，

经验告诉我们，一家上市公司的每股收益从一分钱上升到一毛钱甚至更多一点并不算太难，因此，没有必要被眼前的200倍市盈率吓倒，如果股价不变，也许一年后，这家公司的市盈率就会是20了。

参考人民币的市盈率

说了这么多，可能有人会问：一般来说，一家上市公司的市盈率应该是多少，有没有大概的数值以备参考。

假设中国是一家上市公司，人民币是其发行的股票，从2007年11月的情况看，在不考虑复利的情况下，每股（100元）的净利润是3.87元（一年期存款利率3.87%），那么其市盈率是100÷3.87＝25.8。

人民币这只股票有三个特点：第一是每股收益实打实没有水分，它的收益是现金，不像有些上市公司，收益只是账面上的；第二是成长性有限，也就是说，人民币存款利率不太可能大幅提高；第三是风险低，存款利率也不太可能突然出现大幅回落。

综合上述三点，我们可以将人民币的市盈率作为一个标准，来衡量一只股票或者市场的整体市盈率，是高了还是低了。

对于某一只股票来说，如果成长性有限，利润有水分，那么市盈率超过25.8就缺乏合理性，或者说存在比较大的泡沫。对于大盘来说，以2007年11月12日收盘后的情况计算，大盘的平均市盈率在40左右。从这一点看，比25.8明显要高。那么是不是说目前的大盘也存在比较大的泡沫呢？这个问题还要仔细分析一下。大盘中占绝对主力的是中国石油、工商银行、中国人寿、宝钢股份等公司，它们对大盘整体市盈率的影响很大，从近几年的情况分析，这些公司成长性还是不错的，净利润增幅保持在平均每年25%左右，而且这种成长性在未来一段时间内仍然有望继续保持，实例见图24-3。

因此，从动态市盈率的角度分析，如果这些主力公司未来两年还保持这样的净利润增长率，那么大盘的动态市盈率现在是24.6，比人民币的市盈率还低一点。这样的分析当然比较粗略，有两点需要投资者注意：

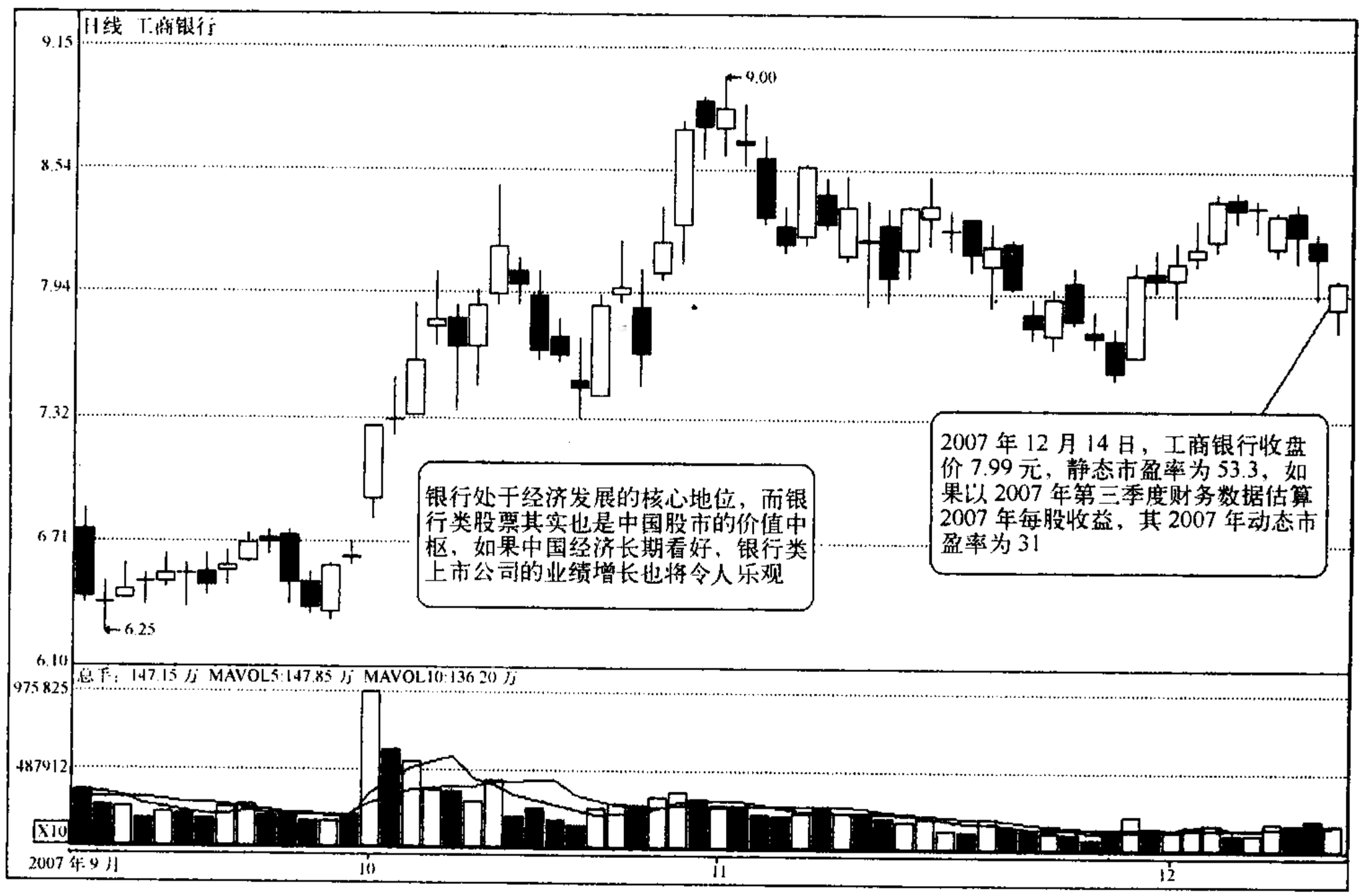


图24-3 工商银行K线图

第一，如果人民币继续加息，人民币的市盈率就会继续下降，这也就对上市公司的成长性提出了更高的要求，如果上市公司不能实现高增长，大盘很可能会随着加息而下滑。

第二，一旦市场中主力公司的利润增长率出现下滑，很可能会导致市场整体估值水平的回落，并因此殃及绝大多数上市公司。

结束语　安全第一

年报中的风险提示

阅读年报的目的只有两个：寻找投资价值与规避投资风险。鉴于股票操作中的重要法则是安全第一，因此，规避投资风险是第一位的。

在本书前面的各章节中，已经有大量内容涉及风险提示，但仍然有必要将风险作为一个单独章节，进一步分析其迹象与成因，便于投资者提高警惕。

技术风险

股票所面临的风险可以分为两大类：技术风险与基本面风险。其中技术风险是指，股价下跌的原因主要是由投资者的心理所致。最为常见的例子是，当一只股票或者整个大盘积累了过多的获利盘之后，股价就会下跌。当然，何时下跌以及下跌幅度有多深，属于股票技术分析领域，阅读年报一般无法求得答案。

但值得注意的是，年报中有关限售股份的表格，可被视为技术风险的一种提示。主要原因在于，这些限售股份的成本价一般要远远低于市价，这些股票事实上等同于获利盘，在限售股份流通日到来之际，股价往往会下跌。

比如招商银行在2008年2月27日，将有25.3亿股有条件限售流通股上市流通（见表25-1），在2月27日之前，招商银行股价出现了明显的下跌走势（见图25-1）。

表25-1 招商银行有限售条件股份上市时间

有限售条件股份可上市交易时间 单位：股

时 间	限售期满新增可上市交易股份数量	有限售条件股份数量余额	无限售条件股份数量余额（注）	说 明
获得流通权之日起24个月内	0	7 331 629 579	/	/
获得流通权之日起24个月期满后	2 534 911 447	4 796 718 132	/	不承担认沽责任的原非流通股股东所持原非流通股股份
获得流通权之日起36个月期满后	2 205 355 418	2 591 362 714	/	除招商局轮船股份有限公司、深圳市晏清投资发展有限公司、深圳市楚源投资发展有限公司以外承担认沽责任的其他原非流通股股东持有的原非流通股股份
获得流通权之日起36个月期满后12个月内公司股票价格首次达到或超过8.48元（视情况相应除权）后/获得流通权之日起48个月期满后	2 591 362 714	0	/	招商局轮船股份有限公司、深圳市晏清投资发展有限公司、深圳市楚源投资发展有限公司持有的原非流通股股份
合计	7 331 629 579	0	/	

注：公司有发行在外的尚未转股的可转换公司债券，因此无法预计无限售条件股份数量余额。

资料来源：招商银行2006年年报。

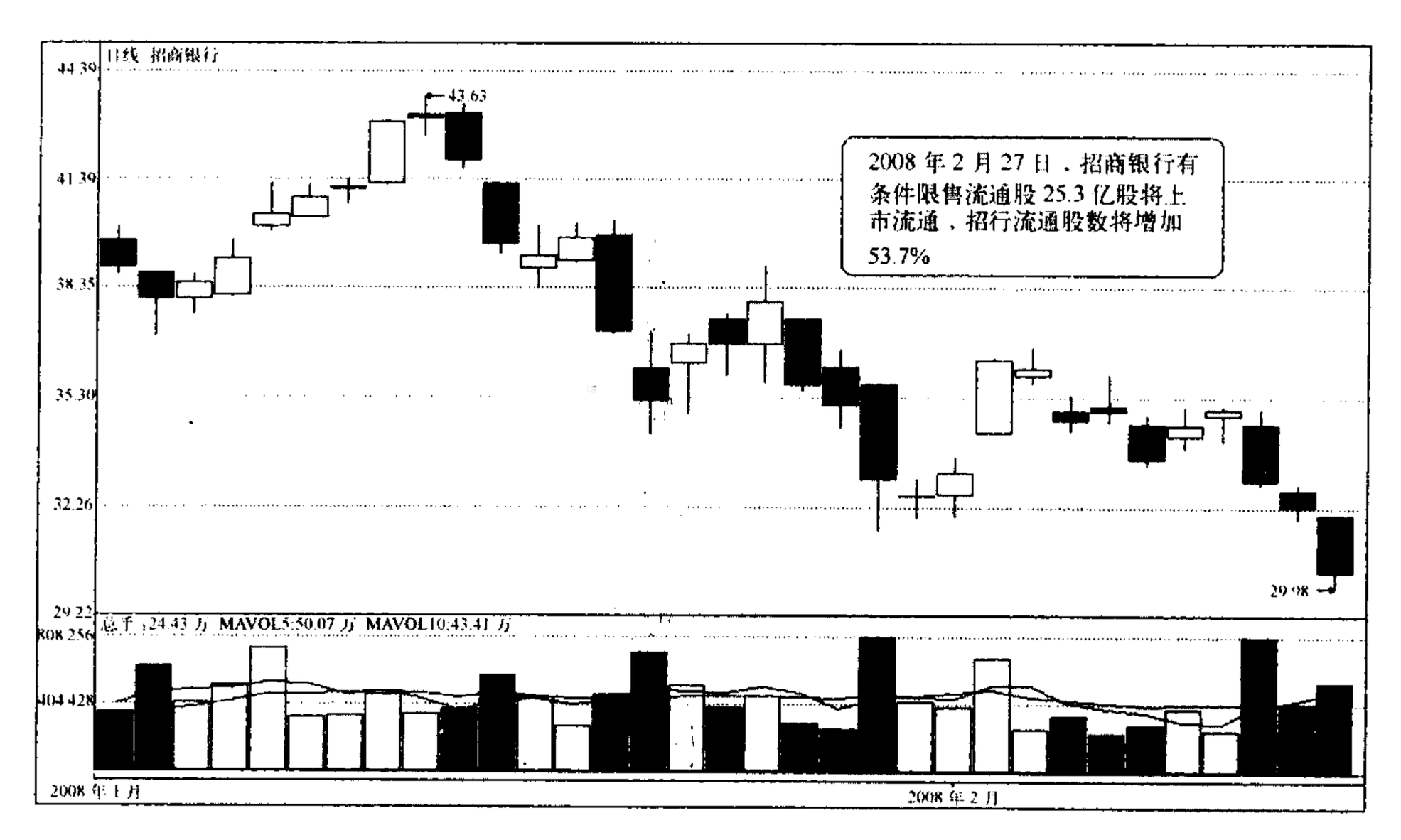


图25-1　招商银行K线图

在年报中，限售股除了股改中的原非流通股外，还有上市公司定向增发的股票以及新股发行时的战略配售股票。

如在火箭股份2007年年报的限售股份变动情况表中，除了股改限售股外，还有发行限售股。进一步查阅火箭股份年报可以看出，这里的发行限售股，即是火箭股份定向增发时的新增股份。见表25-2。

基本面风险

基本面风险又可分为三种：宏观风险、行业风险、个股风险。

宏观风险

宏观风险主要是指宏观经济环境发生重大变化，导致上市公司股价下跌。具体原因如利率大幅上调、银根全面紧缩、通货膨胀指数大幅上升等。当然，如果政局出现变动、爆发战争时，也会出现宏观风险，但这种宏观风险出现的概率较低。

表25-2 火箭股份限售股份变动情况表

限售股份变动情况表 单位：股

股东名称	年初限售股数	本年解除限售股数	本年增加限售股数	年末限售股数	限售原因	解除限售日期
武汉市正诚置业有限公司	217 684	217 684	0	0	股改限售	2007年2月13日
武汉方略投资顾问有限公司	217 685	217 685	0	0	股改限售	2007年2月13日
上海国拍电子商务有限公司	217 500	217 500	0	0	股改限售	2007年2月13日
上海龙海建筑安装工程有限公司	108 843	108 843	0	0	股改限售	2007年2月13日
上海宏德实业有限公司	108 843	108 843	0	0	股改限售	2007年2月13日
上海川电蓄电池厂	108 842	108 842	0	0	股改限售	2007年2月13日
中国人民财产保险股份有限公司	0	0	12 000 000	12 000 000	发行限售	2008年6月8日
南方基金管理有限公司	0	0	11 800 000	11 800 000	发行限售	2008年6月8日
富通银行	0	0	9 590 000	9 590 000	发行限售	2008年6月8日
红塔证券股份有限公司	0	0	3 000 000	3 000 000	发行限售	2008年12月8日

资料来源：火箭股份2007年年报。

宏观风险的最大特征是，风险形成原因发生在上市公司外部，上市公司本身无法控制它。对于宏观风险，虽然很难预测，但投资者可以通过研读年报熟悉上市公司的财务特征以及产品特征，当宏观风险出现时，尽快做出操作决策，

从而在一定程度上减少投资损失。如利率处于上升周期时，那些资产负债率较高，财务费用较重的上市公司，肯定受影响更大一些。当严重通货膨胀来临之时，那些非基础原材料的上市公司，受到的影响会更大一些，而诸如农业、黄金、原油类上市公司，所受影响就要小很多。

行业风险

行业风险是指行业环境发生变化导致该行业上市公司受到影响。

例如胶卷行业面临数码相机的冲击，全行业萎缩，从而导致其中的上市公司也难逃厄运。如S乐凯的股价自2000年达到41.85元的高点后，一路下跌，直至2005年的2.79元，见图25-2。

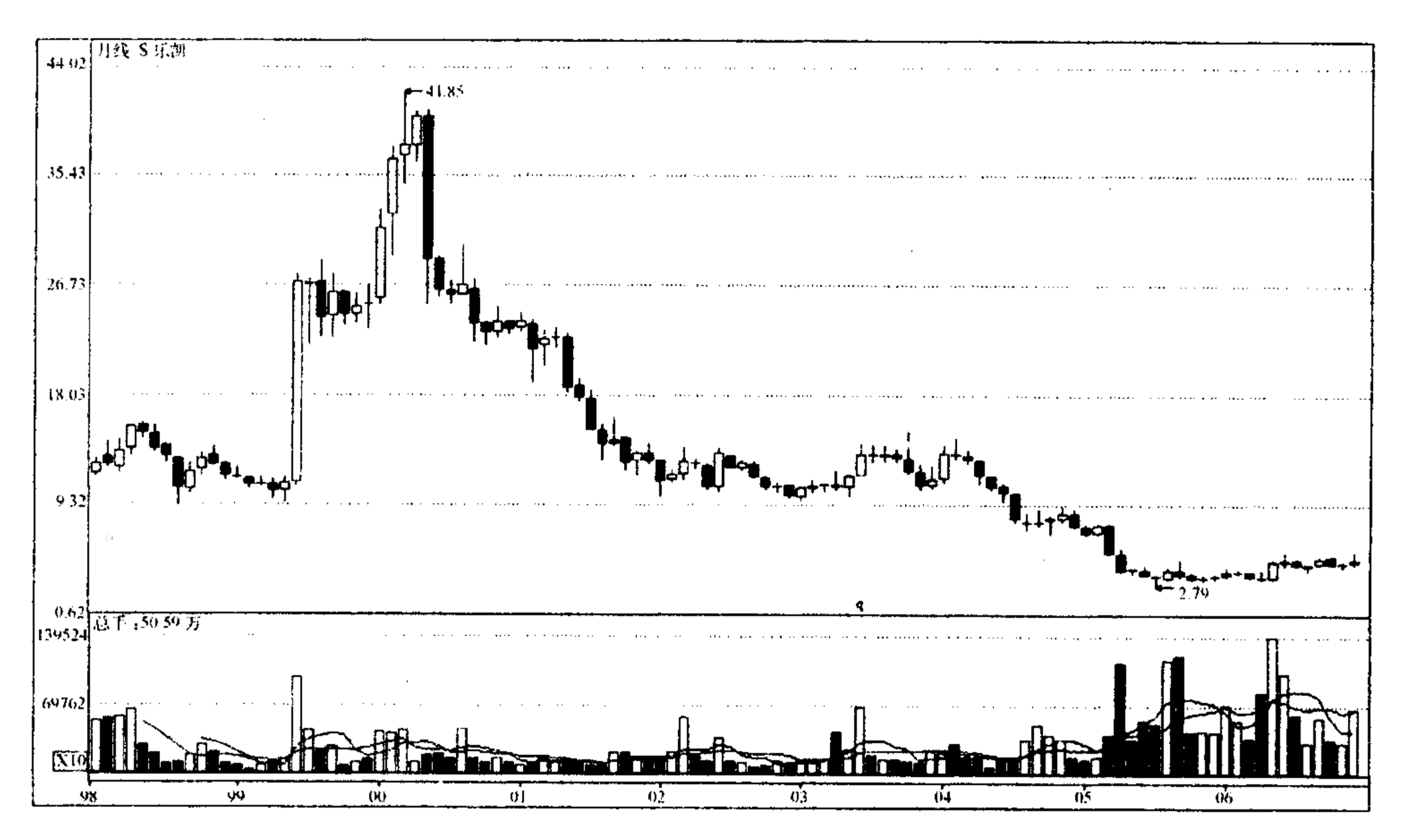


图25-2　S乐凯K线图

再如，国内房地产行业自2007年年底开始，被认为出现了拐点，房地产类上市公司的股价也大多出现了全面下滑，即使是房地产行业中的绩优股万科A也同样如此，见图25-3。

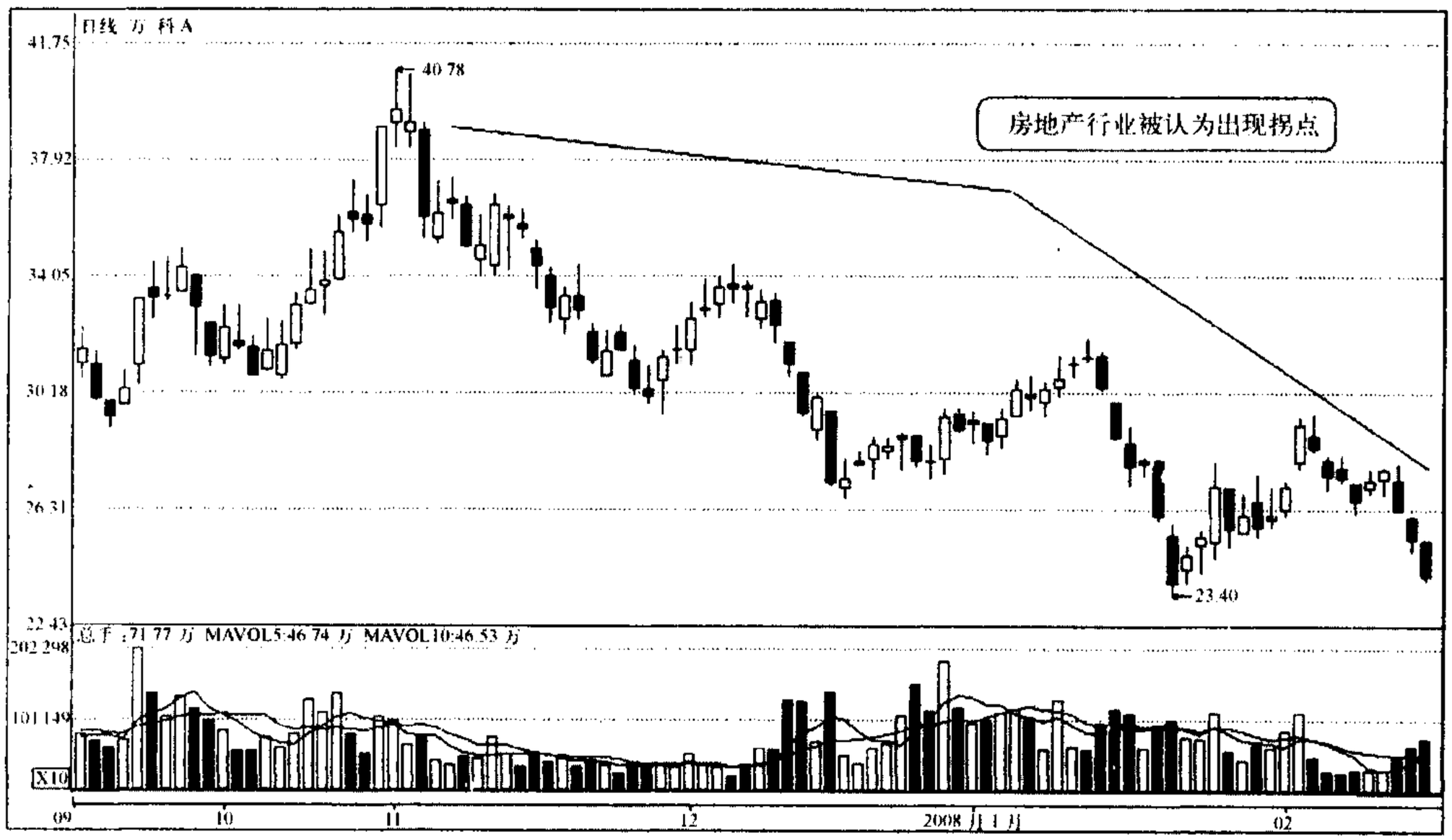


图25-3 万科K线图

一般而言，对于行业风险，仅仅依靠阅读年报是无法规避的。

个股风险

与宏观风险、行业风险不同，个股风险是由上市公司自身造成的，很多时候，投资者可以从上市公司年报中看出风险的端倪。

个股风险大致可以分为六种：经营风险、投资风险、或有风险、财务风险、股东风险、道德风险。

经营风险是最为常见的，是指由上市公司经营不善带来的风险。经营风险主要是由于公司本身的管理水平、技术、经营方向、产品结构、市场营销策略等因素所导致的。

经营风险不可能直接体现在年报中，但投资者可以从年报的财务报表及其附注中看出一些迹象。比如，营业收入增幅缓慢甚至下降、毛利率明显下降、存货和应收账款大量增加、经营性现金流量净额大幅降低等。

投资风险主要是指当上市公司持有其他上市公司股票时，所持股票股价下跌形成的风险。具体内容可参考本书第11章。

或有风险主要是指风险尚处于隐患阶段，但转化为现实的可能性较大。如巨额担保、大量的关联交易、更换会计师事务所、公司治理不规范、会计报告被出具非标准意见审计报告等。具体内容可参考本书相关章节。

财务风险主要是指上市公司的负债率过高，或者负债与资产分布不匹配，或者会计政策过于激进（如资产减值准备标准过低）。从本质上讲，财务风险也可以被视为或有风险，但这种隐患转化为现实的可能性相当大，值得投资者高度关注。具体内容可参考本书第16章。

股东风险主要是指大股东、公司高管抛售股票所带来的风险。当大股东或者上市公司高管抛售股票时，往往说明其不看好上市公司的未来发展。此时，投资者需要保持高度警惕。

道德风险主要是针对上市公司董事会成员以及高管被证监会、交易所处罚时所隐含的风险。这些处罚事项，投资者可以在上市公司年报中找到。在这些处罚当中，与信息披露相关的处罚最值得投资者注意，因为它往往涉及董事、高管的诚信问题，而一旦上市公司诚信出现瑕疵，投资者最好退避三舍。