

第十七讲 财务报表分析

2023年6月

财务报表分析

- 编制财务报表的目的为何
 - 降低信息不对称：为信息需求方提供与决策有关的信息
- 财务报表高度浓缩，内在关系复杂，如何将报表信息转为具体决策？
 - 财务报表分析，是必不可少的桥梁

财务报表分析：谁需要

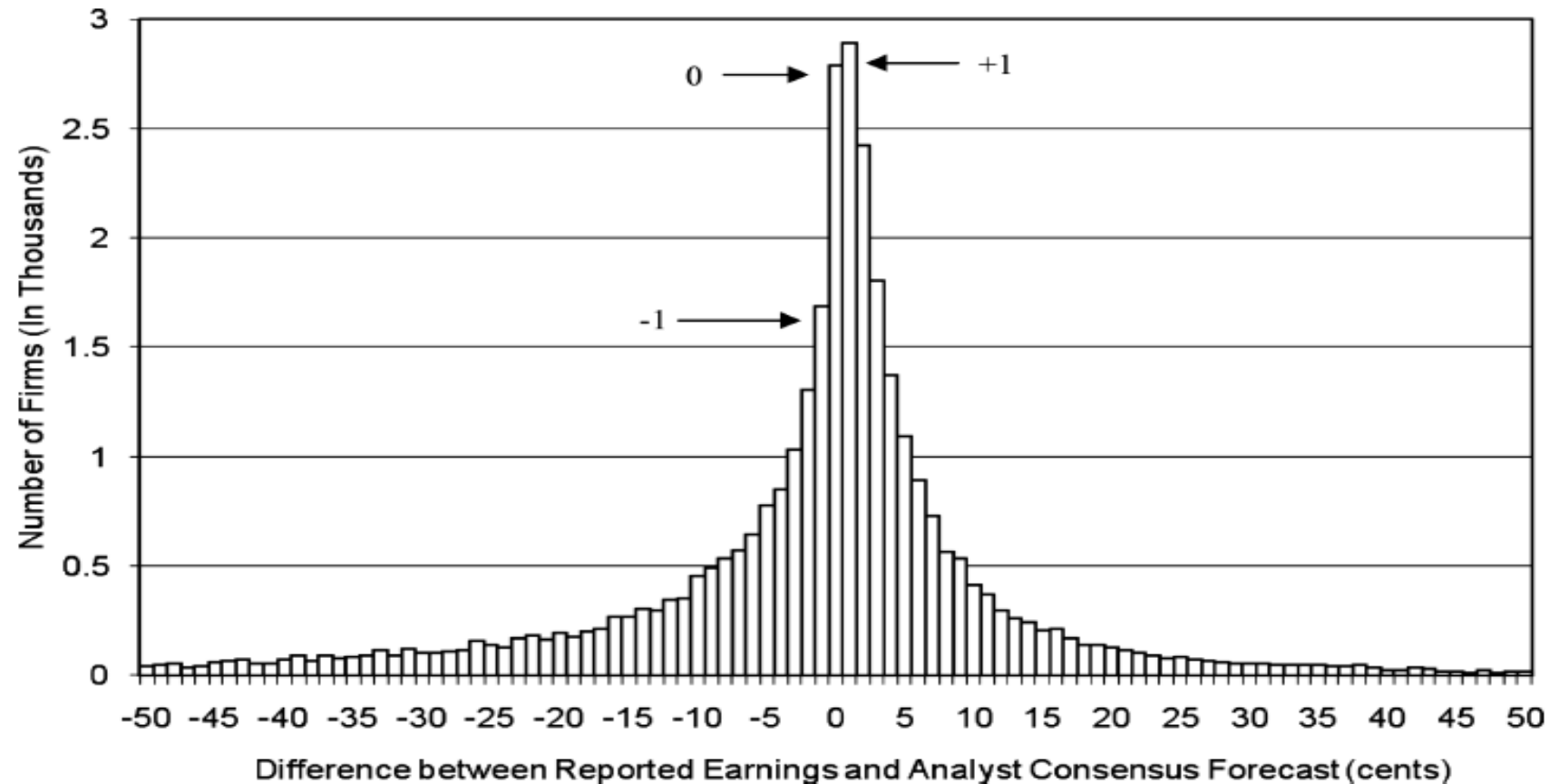
- 利益相关方
 - 利益不同，信息需求也不同
 - 管理层：经营效率，应收账款管理（赊销政策），存货管理（采购政策）
 - 股东：控股股东，小股东（利益侵占，掏空tunneling）
 - 风险投资、战略投资者：发展前景
 - 债权人、银行：还本付息能力
 - 客户、供应商：是否持续经营（卡脖子、供应链“脱钩”、重构、自足）
 - 政府、税务部门：价格管制（成本加成）
 - 市场中介：审计师：重大错报、漏报（高估 vs 低估）
 - 市场中介：金融分析师：盈利预测、股票推荐
 - 啄木鸟：做空机构
- 财务报表只能满足大部分人的大部分需求（公约数），难以完全满足个性化需求
 - 风投：尽职调查
 - 银行：信贷分析部门：软信息
 - 金融分析师：满足机构投资者的个性化需求，当然，还不限于此（抬轿子）
- 利益相关方的需求也会影响财务报表的形式和内容，以及编制过程和结果
 - 市场力量：折旧概念的提出、股利分配的规则、盈余公积的计提
 - 政治力量：资产减值损失、却没有资产增值收益

Making Sense of Cents: An Examination of Firms That Marginally Miss or Beat Analyst Forecasts

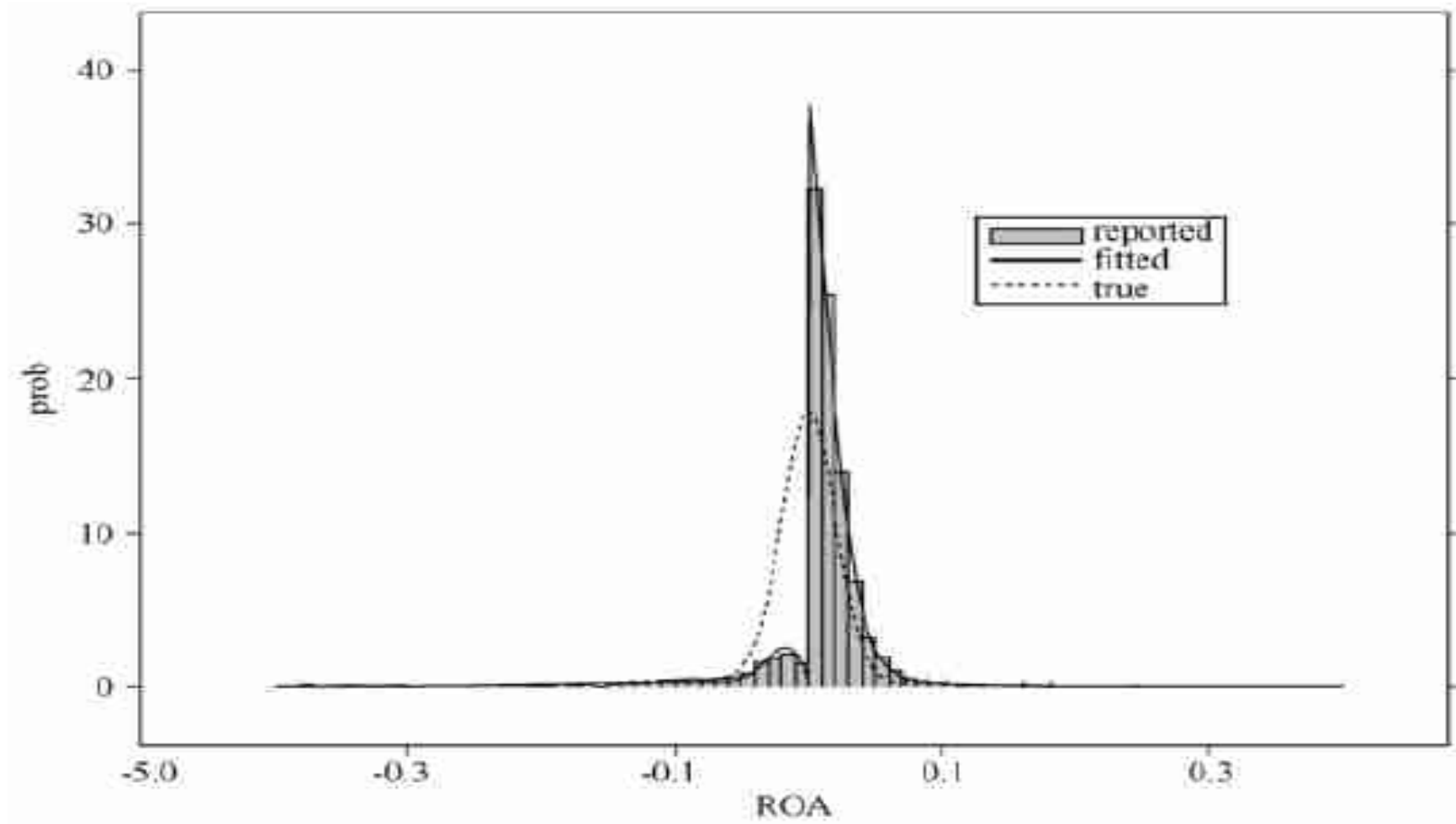
SANJEEV BHOJRAJ, PAUL HRIBAR, MARC PICCONI, and JOHN McINNIS*

Making Sense of Cents

2367



王亚平、吴联生、白云霞，中国上市公司盈余管理的频率与幅度，《经济研究》
2005年第12期





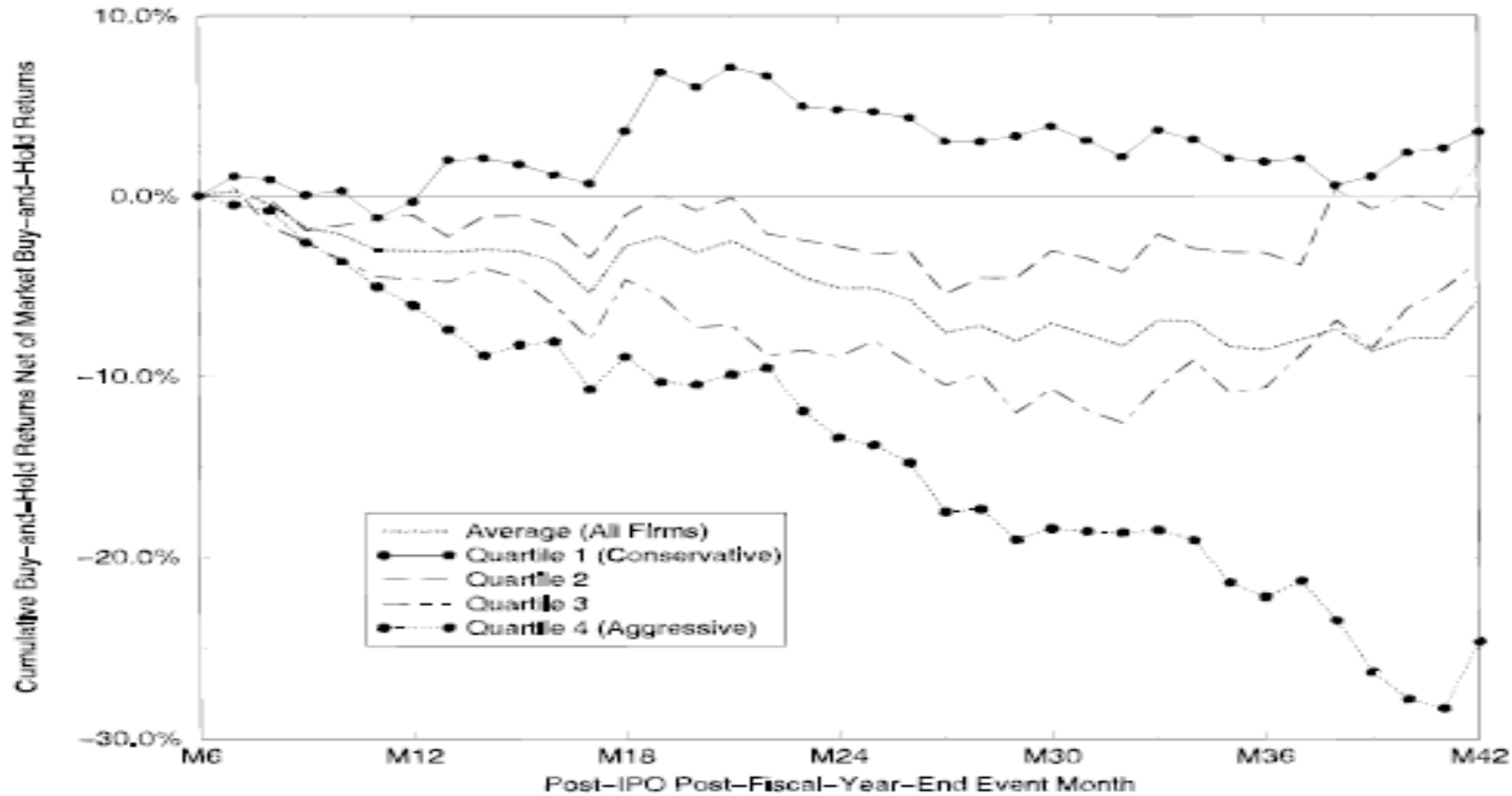
1.企业原貌
3.投行包装

2.风投入场
4.招股说明书

@马东来会计

Teoh, Welch, Wong (Journal of Finance 1998)

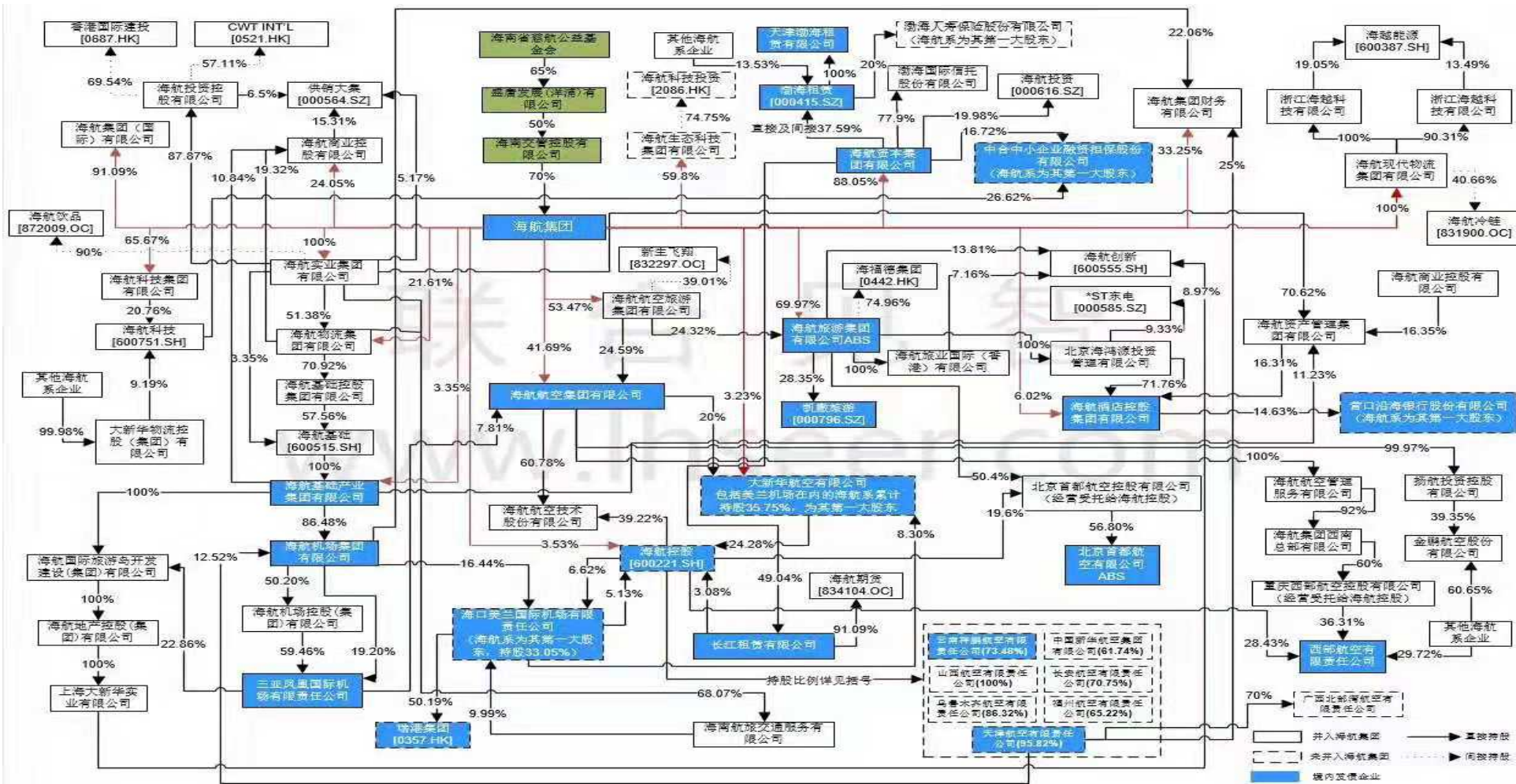
Earnings Management and the Long-Run Market Performance of IPO



财务报表分析：基本原理

- 财务分析，没有固定套路，见仁见智
- 信息获取
 - 公司年报、季报：信息过载（1998 vs 2018）
 - 网络检索、媒体报道
 - 实地勘察（分析师调研）：空置率（亮灯率）、门卫、中介
 - 高科技：卫星拍摄、无人机侦查
- 信息处理
 - 对资料可信度的了解和判断
 - 交叉印证：google
 - 分析动机：人之常情，“世事洞明皆学问，人情练达即文章”
 - 了解深浅：next page
 - 数据分析

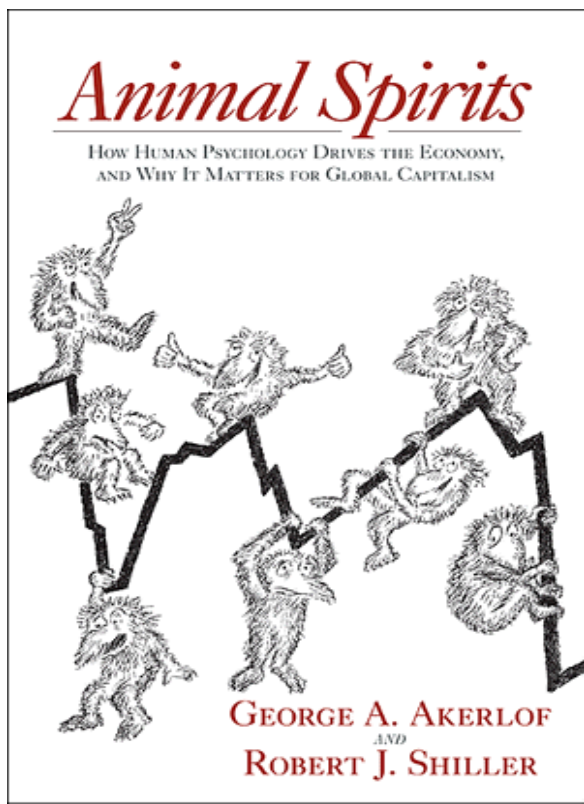
财务报表分析：基本原理



看不懂的公司不要碰

财务报表分析：基本原理

- 了解、克服人性（情绪、行为偏差）
 - 贪婪
 - 恐惧
 - 羊群、韭菜
 - 巴菲特的“活久见”



财务报表分析：基本框架（高屋建瓴、高瞻远瞩）

- 环境：宏观分析
 - 政治、经济、社会
 - 2019安信证券-年度策略会-高善文-知止不殆
 - https://www.bilibili.com/video/BV1t7411n72t?spm_id_from=333.337.search-card.all.click
 - 房地产行业：人口结构、经济增速、城镇化水平、居民资产负债表、大国博弈、财政收入
- 行业：中观分析
 - 发展阶段
 - 增长前景：蛋糕
 - 竞争格局
- 企业：微观分析
 - 战略：如何竞争
 - 商业模式：盈利模式，怎么赚钱（刘峰P263-267）
 - 公司治理：好人 vs 坏人
- 会计政策
 - 激进 vs 稳健
- 数据分析
 - 财务数据
 - 非财务数据：文本（fog index）、语调（tone）



Lazy Prices

LAUREN COHEN, CHRISTOPHER MALLOY, and QUOC NGUYEN*

ABSTRACT

Using the complete history of regular quarterly and annual filings by U.S. corporations, we show that changes to the language and construction of financial reports have strong implications for firms' future returns and operations. A portfolio that shorts "changers" and buys "nonchangers" earns up to 188 basis points per month in alpha (over 22% per year) in the future. Moreover, changes to 10-Ks predict future earnings, profitability, future news announcements, and even future firm-level bankruptcies. Unlike typical underreaction patterns, we find no announcement effect, suggesting that investors are inattentive to these simple changes across the universe of public firms.

Example 1	
2008: With respect to COLLEAGUE, the company remains in active dialogue with the FDA about various matters, including the company's remediation plan and reviews of the Company's facilities, processes and quality controls by the company's outside expert pursuant to the requirements of the company's Consent Decree. The outcome of these discussions with the FDA is uncertain and may impact the nature and timing of the company's actions and decisions with respect to the COLLEAGUE pump. The company's estimates of the costs related to these matters are based on the current remediation plan and information currently available. It is possible that additional charges related to COLLEAGUE may be required in future periods, based on new information, changes in estimates, and modifications to the current remediation plan as a result of ongoing dialogue with the FDA.	2009: The company remains in active dialogue with the FDA regarding various matters with respect to the company's COLLEAGUE infusion pumps, including the company's remediation plan and reviews of the company's facilities, processes and quality controls by the company's outside expert pursuant to the requirements of the company's Consent Decree. The outcome of these discussions with the FDA is uncertain and may impact the nature and timing of the company's actions and decisions with respect to the COLLEAGUE pump. The company's estimates of the costs related to these matters are based on the current remediation plan and information currently available. It is possible that substantial additional charges, including significant asset impairments, related to COLLEAGUE may be required in future periods, based on new information, changes in estimates, and modifications to the current remediation plan.
Example 2	
2008: In the third quarter of 2008, as a result of the company's decision to upgrade the global pump base to a standard software platform and other changes in the estimated costs to execute the remediation plan, the company recorded a charge of \$72 million. This charge consisted of \$46 million for cash costs and \$26 million principally relating to asset impairments and inventory used in the remediation plan. The reserve for cash costs primarily consisted of costs associated with the deployment of the new software and additional repair and warranty costs. The following summarizes cash activity in the company's COLLEAGUE and SYNDEO infusion pump reserves through December 31, 2008.	2009: In the third quarter of 2008, as a result of the company's decision to upgrade the global pump base to a standard software platform and other changes in the estimated costs to execute the remediation plan, the company recorded a charge of \$72 million. This charge consisted of \$46 million for cash costs and \$26 million principally relating to asset impairments and inventory used in the remediation plan. The reserve for cash costs primarily consisted of costs associated with the deployment of the new software and additional repair and warranty costs. In 2009, the company recorded a charge of \$27 million related to planned retirement costs associated with SYNDEO and additional costs related to the COLLEAGUE infusion pump. This charge consisted of \$14 million for cash costs and \$13 million related to asset impairments. The reserve for cash costs primarily related to customer accommodations and additional warranty costs. The charges were recorded in cost of sales in the company's consolidated statements of income, and were included in the Medication Delivery segment's pre-tax income. The following summarizes cash activity in the company's COLLEAGUE and SYNDEO infusion pump reserves through December 31, 2009.

Figure 5. Example passages and the changes made to them from Baxter's 10-Ks in 2008 and 2009. (Color figure can be viewed at wileyonlinelibrary.com)

财务报告背后的动机（incentive）

- ◆往上做盈余管理（Income increase）
- ◆往下做（Income decrease）
 - 洗大澡（taking a bath）：虽然极端，但并不鲜见
 - 为未来做储备：以后过好日子
 - 清理欠账：重新做人，或新官不理旧账
- ◆盈余平滑（Income smoothing）
 - 稳定增长（Steadily increasing earnings patterns）
 - 降低波动（Less volatility）



盈余管理的动机：官出数字，数字出官



吹

新华社发 徐骏 作

叶青：辽宁数据造假暴露了哪些问题

2017年01月18日 19:32 来源于 财新网

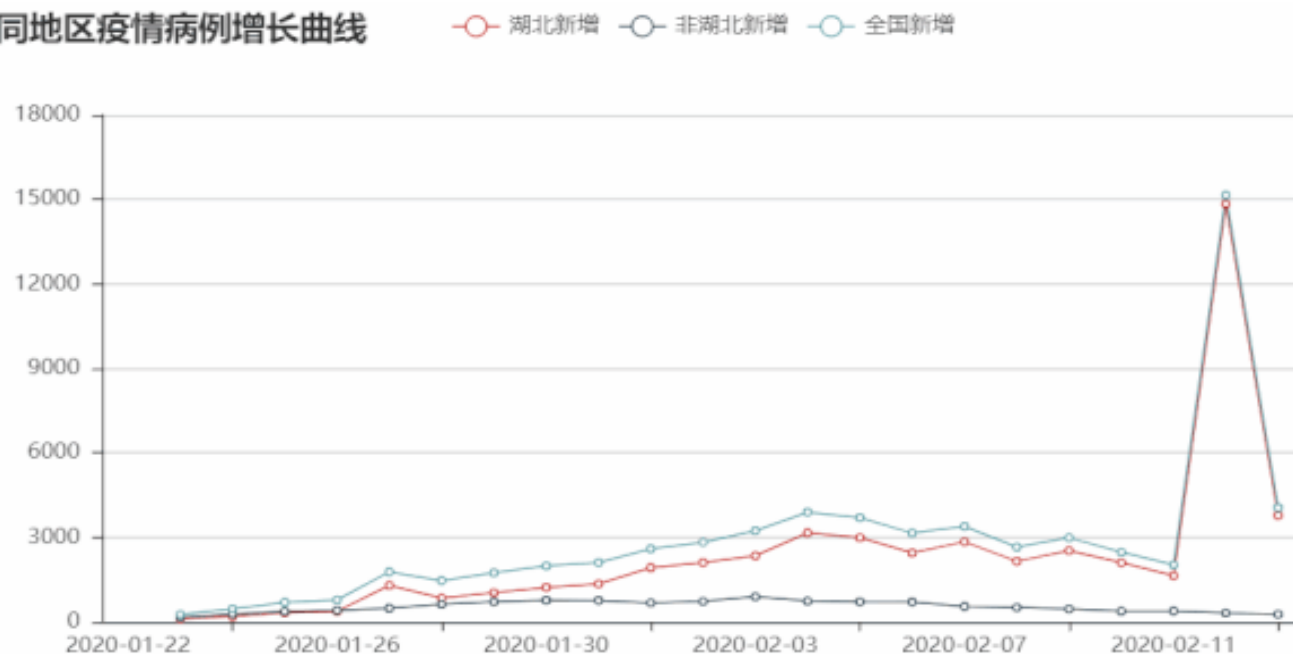
统计数据的源头造假很容易做到，官出数字，数字出官，基层政府就有动力，镇长、县长把数字做大，才能更上一层楼

【财新网】/意见领袖（记者 周东旭）背景：1月17日，辽宁省省长陈求发在辽宁人代会做政府工作报告中解释，“我们顶着面子上难看的压力，认真地挤压水分，2015年夯实了财政收入数据，2016年以来努力夯实其他经济数据。”2016年辽宁一般预算收入实现2199亿元，同比增长3.4%，超额完成目标。

陈求发在工作报告中首次对外确认，辽宁省所辖市、县，在2011年至2014年存在**财政数据造假**的问题，指出在2011年至2014年“官出数字、数字出官”，导致经济数据被注入水分。2015年辽宁财政收入增幅出现了两位数的下降。

理解数字背后的动机

不同地区疫情病例增长曲线



2月10日，习近平总书记在北京市调研指导疫情防控工作的讲话，切中肯綮：武汉胜则湖北胜，湖北胜则全国胜。

2月13日，湖北召开全省领导干部会议。中央组织部副部长吴玉良出席会议并宣布中央决定：应勇同志任湖北省委委员、常委、书记。到2月22日，应勇履新已满十日。

十天来，从公开报道中，公众看到了不少应勇的调研、举措和要求，注意到他频频提及的“底数摸清、人员摸准、数据真实”和紧抓“救治”和“阻隔”两大关键环节，对此，不少媒体发出“湖北的打法变了”的感慨。

应勇履新十日给湖北带来了哪些疫情防控新变化呢？

确保数据真实，“已确诊的病例不允许核减”



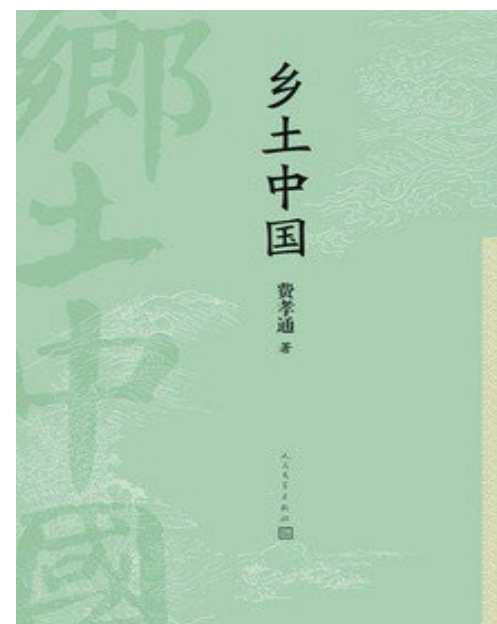
家族企业：CEO更替与盈余管理

- 魏春燕、陈磊，管理世界2015，家族企业CEO更换过程中的利他主义行为——基于资产减值的研究

摘要：以2004~2013年沪深两市上市家族企业为样本，本文研究家族企业CEO更换过程中的利他主义行为。基于CEO更换附近的大清洗行为，本文研究发现家族企业CEO更换过程中存在利他主义，体现为离任CEO在离任前通过多计提减值准备的方式为继任CEO制造“秘密储备”。进一步研究表明不同类型的CEO更换体现出了不同程度的利他主义，家族成员内部权力交接时，离任CEO的利他主义行为最为明显，其次是职业经理人传家族成员。而家族成员传职业经理人和职业经理人传职业经理人时，主要体现为继任CEO在更换当年的大清洗行为。本文的结论对家族企业CEO更换的相关研究具有借鉴意义，也有助于资本市场投资者理解和认识家族企业CEO更换附近的大清洗行为。

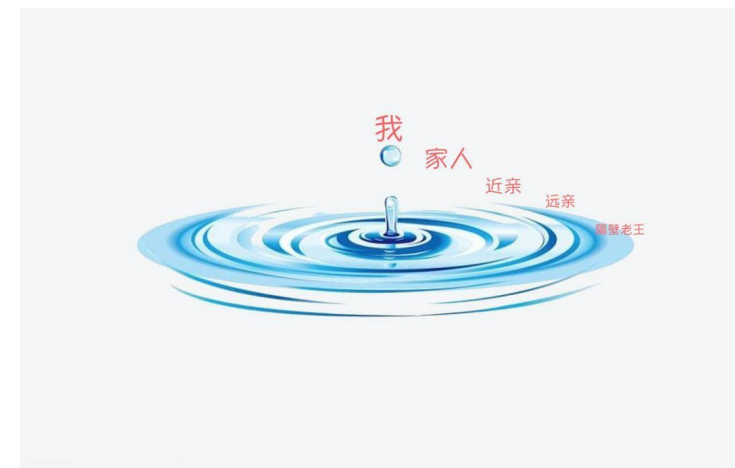
西洋社会结构：团体格局

- 西洋的社会有些像我们在田里捆柴，几根稻草束成一把，几把束成一扎，几扎束成一捆，几捆束成一挑。每一根柴在整个挑里都属于一定的捆、扎、把。每一根柴也可以找到同把、同扎、同捆的柴，分扎得清楚不会乱的。在社会，这些单位就是团体。
- 我说西洋社会组织像捆柴就是想指明：他们常常由若干人组成一个个的团体。团体是有一定界限的，谁是团体里的人，谁是团体外的人，不能模糊，一定分得清楚。
- 在团体里的人是一伙，对于团体的关系是相同的，如果同一团体中有组别或等级的分别，那也是先规定的。
- 我用捆柴来比拟，有一点不太合，就是一个人可以参加好几个团体，而好几扎柴里都有某一根柴当然是不可能的，这是人和柴不同的地方。
- 我用这譬喻是在想具体一些使我们看到社会生活中人和人的关系的一种格局。我们不妨称之为**团体格局**。
- 团体格局：界限分明，内部平等（公民社会，上帝的子民）
(membership / citizenship)



中国社会结构：差序格局

- 我们的格局不是一捆一捆扎清楚的柴，而是好象把一块石头丢在水面上所发生的一圈圈推出去的波纹。**每个人都是他社会影响所推出去的圈子的中心。**被圈子的波纹所推及的就发生联系。我们社会中最重要亲属关系就是这种丢石头形成同心圆波纹的性质。亲属关系是根据生育和婚姻事实所发生的社会关系。从生育和婚姻所结成的网络，可以一直推出去包括无穷的人，过去的、现在的、和将来的人物。
- 以己为中心，像石子一般投入水中，和别人所联系成的社会关系，不像团体中的分子一般大家立在一个平面上的，而是像水中的波纹一般，一圈圈推出去，（关系）愈推愈远，（人情）也愈推愈薄。在这里我们遇到了中国社会结构的基本特性了。
- 差序格局：伸缩自如
 - 阖第光临
 - 家的观念：核心家庭 vs 扩展的家庭（家族）
- 《费孝通传》，张冠生著，群言出版社

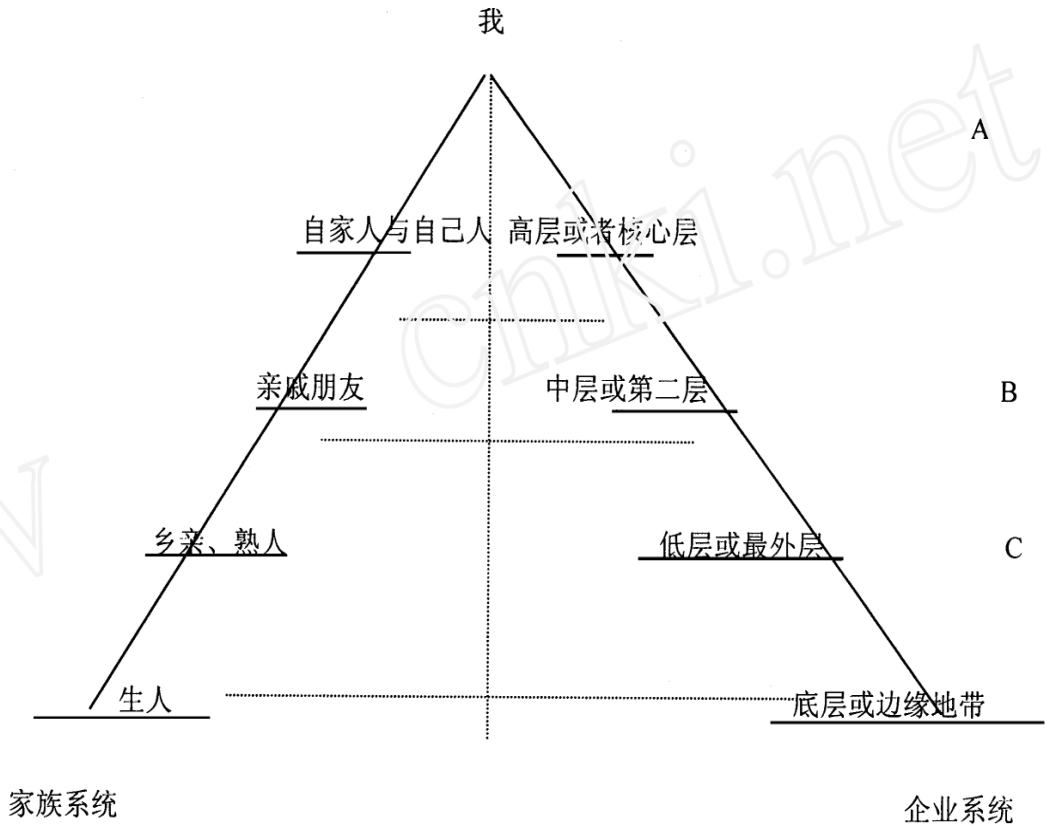


家族企业:双系统视角

- 张强, 《社会学研究》 2003, 家里人、自己人、外人——中国家族企业的用人模式

表 1 家族企业双系统的特征

家庭系统	企业系统
培育/扶持子女成年	赚取利润
互相关怀	培育人才
无条件的接受	要求绩效和表现
根据家庭里的辈份确定权威	根据在企业里的角色和职务确定权威
血缘关系是永久的	员工关系是暂时的
非正式的行为关系	正式的雇主关系
世代相传的人生周期	有限的工作或产品周期



阿里达摩院前沿研究: GPT-4已能取代搞纯数据定量分析的研究人员! 关键成本极低!



新浪财经

1小时前 来自 微博网页版 已编辑

【#阿里云智能回应裁员传闻#：只是正常组织岗位和人员优化】5月23日，#阿里云被曝裁员#，整体比例约7%，补偿标准为N+1+1。对此，阿里云智能回应称，只是正常的组织岗位和人员优化。（中证报）

对于前些日传得沸沸扬扬的阿里裁员风波，不少人看得是云里雾里不知所然，心想为什么会对阿里云智能下手呢？

就在这时，计量社群里上传了一份阿里巴巴达摩院的最新研究论文《Is GPT-4 a Good Data Analyst?》

阿里巴巴达摩院在5月25日以“GPT-4是否是一个优秀的数据分析师？”为题，开展了关于GPT-4与人类数据分析师在工作能力方面的全方位实验比较研究，并从会计上核算了GPT-4与人类数据分析师各自的使用成本。

实验结果表明，**GPT-4能够达到了与人类相媲美的表现：与资深数据分析师相比，尽管GPT-4的正确性得分低一些，但复杂性得分和对齐得分更高一些；与初级数据分析师相比，GPT-4不仅在图表和分析的准确性方面表现更好，而且能生成更复杂的分析结果，所花费的时间也要短得多。在使用成本方面，GPT-4约为初级数据分析师成本的0.71%，为资深数据分析师成本的0.45%。**

从这个角度看，我们很多做纯数据定量研究的学者可能会受到前所未有的挑战，因此，善于讲故事在社会科学领域会是一个不得不深入掌握的能力。

转识成智

Born in Italy, Zingales carries with him a civic passion and the belief that economists should not just interpret the world, they should change it for the better. Commenting on his method of teaching on a few very important lessons rather than a myriad of details, Zingales says, "Twenty years from now they might have forgotten all the details of my course, but hopefully they will not have forgotten the way of thinking." Zingales received a bachelor's degree in economics summa cum laude from Universitr Bocconi in Italy in 1987 and a PhD in economics from the Massachusetts Institute of Technology in 1992. He joined the Chicago Booth faculty in 1992.



财务报表分析：基本技术

- 偿债能力分析
- 短期偿债能力
 - 流动比率 = $\text{流动资产} \div \text{流动负债}$
 - 存货变现速度较慢（滞销、去库存），预付账款不具有变现能力
 - 速动比率 = $\text{速动资产} \div \text{流动负债} = (\text{流动资产} - \text{存货} - \text{预付账款})$
 - 现金比率 = $\text{现金类资产} \div \text{流动负债}$
 - 货币资金 + 交易性金融资产
 - 具体问题具体分析，不要教条主义：预收账款，茅台存货，关系网络（如关联方）
 - 参照系的选择：同行比较，相似企业
 - 过高、过低都不是好事
- 长期偿债能力
 - 资产负债率 = $\text{负债} \div \text{资产}$
 - 资不抵债
 - 利息保障倍数 = $\text{息税前利润} \div \text{利息费用} = (\text{净利润} + \text{利息费用} + \text{所得税}) \div \text{利息费用}$
 - 偿付利息

财务报表分析：基本技术

- 盈利能力分析：企业赚取利润的能力
- 销售毛利率 = (销售收入净额 - 销售成本) ÷ 销售收入净额
 - 产品获利能力：反映了定价能力和成本控制能力
- 销售净利率 = 净利润 ÷ 销售收入净额
 - 每1元销售收入给企业带来多收利润，反映了企业的盈利水平高低
- 总资产收益率、资产报酬率（ROA） = 净利润 ÷ 平均资产总额
 - 从投入与产出角度，来衡量企业获利能力、盈利水平高低的指标
- 净资产收益率（ROE） = 净利润 ÷ 平均净资产
- $$= (\text{净利润} \div \text{平均资产总额}) \times (\text{平均资产总额} \div \text{平均净资产})$$
- $$= \text{资产报酬率} \times (1 + \text{平均负债额} \div \text{平均净资产})$$
 - 如何提高股东回报(Return of Equity)?
 - 提高ROA
 - 加杠杆：权衡

财务报表分析：基本技术

- 运营能力分析：资产利用效率如何
- 存货周转率（次数）= 销售成本 ÷ 存货平均余额
- 存货周转天数 = 计算期天数 ÷ 存货周转率（次数）
 - 产品是否畅销、滞销
 - 存货管理水平：采购成本 vs 仓储成本、资金占用成本
- 应收账款周转率（次数）= 赊销收入（销售收入净额替代） ÷ 应收账款平均余额
- 应收账款周转天数 = 计算期天数 ÷ 应收账款周转率（次数）
 - 检讨信用政策是否过于严格或宽松、现金折扣
 - 权衡：扩大销售 vs 资金成本、坏账风险
- 总资产周转率 = 销售收入净额 ÷ 资产平均余额
 - 每单位资产可以获取多少收入
 - 反映了企业全部资产的使用效率

财务报表分析：基本技术

- 每股收益 = 净利润 ÷ 加权平均普通股股数
 - EPS, earnings per share, 每股可享有的净利润
 - 反映了企业为股东创造财富的能力
 - 金融分析师的每股盈余预测
- 市盈率 = 普通股每股价格 ÷ 每股收益 = $\text{Price} \div \text{EPS}$
 - Price earnings ratio, P/E ratio
 - 假设企业在未来期间盈利能力不变, 同时企业将所有利润都用来分发股利, 不考虑资金成本因素, 股东购入股票所投入的资金, 需要多少年才能返还
 - 股东收益: 股利, 价差
 - 房价租金比

财务报表分析：基本技术

- 现金指标分析
- 主要侧重于经营活动的现金流量
- 权责发生制(应计制) vs 现金制
 - 一分钱难倒英雄汉：王健林挥泪甩卖资产
 - 现金流相对利润，操作难度较大
 - 真金白银的高质量利润
- 每股经营活现金流量 vs EPS
- 每股现金：股利支付能力，偿债能力

财务报表分析：基本技术

- 如何选股？
- 好不好
 - 好公司，一般，烂公司
 - 盈利丰厚否？盈利持续否？前景看好否？
 - 光通信“芯”机遇：国产替代迫在眉睫
- 贵不贵
 - PE，与历史来比，与同行来比
- 稳不稳
 - 安全边际
 - 错杀
 - 股利支付率
- 专业投资机构：专业能力、产业链（研发部门、分析师）、关系网络
 - 知人者智，自知者明

实战：“浑水”摸鱼？解析浑水公司的做空手段

- https://mp.weixin.qq.com/s/Hsm_dKVSEjjiE4u6ELDPqg

作业

- 陈书第十六章习题1、3、4、5