

财务分析|长线·大鱼第 16 期

三个重要的会计报表

资产负债表是关于公司历史状况的记录，可以帮助人们估测未来；**利润表**是关于以往表现的记录，比较容易发生变化。以上两者均不能被忽视。实际上，关于一家企业历史表现的最重要的单一衡量手段是净资产回报率，其计算方法是以净利润除以账面价值，即以利润表中的一项内容除以资产负债表中的一项内容。这个数据的重要性在于它反映了股东投入的资本所产生的的回报。

因为最终的价值来自未来的现金流，所以另外一个重要的会计报表-----**现金流量表**也很关键。现金流量表最主要的价值在于它抵消了利润表和资产负债表准备过程中存在的可操作性。如果这三个报表都能被恰当地制作出来，再结合叙述性的解释，那么它们将一起描绘一幅关于一个公司的经营和财务状况的完整图景。

格雷厄姆喜欢在业务分析中将资产负债表作为基本的工具，再辅以利润表，即使到现在，这两个表仍然非常重要。但是，自格雷厄姆的年代以来，现金流量表已经发展得非常成熟，成为非常有用的补充信息来源。

进行价值投资需要检视一个公司的经营和财务状况，计算和解读一些财务比率可以帮助我们做到这一点，这些比率侧重于衡量公司财务的稳健程度和风险。

● 公司偿付能力与资产负债管理能力的测量指标：

由资产负债表开始，一家公司是否能在债务到期时具有偿还能力以及该公司如何管理它的短期资产和负债？答案可以在流动比率和速动比率中寻找。

流动比率的定义是流动资产（现金和可以在一年内转换成现金的资产，如库存和应收账款）与流动负债（一年内到期的债务，如短期票据）的比，其公式为：

$$\text{流动比率} = \frac{\text{流动资产}}{\text{流动负债}}$$

格雷厄姆很重视流动比率这一指标，他坚持这个比率必须大于 2 才能保证财务状况的强健。

今天的大部分价值投资者认为最优的比率根据业务类别的不同而不同。对大部分企业来说，这个比率在 1~2 之间是比较理想的状况。流动比率低于 1，企业可能面临流动性问题；如果高于 2 则意味着效率不够高-----应该考虑缩减库存、加快收取应收账款或者将现金再投资或分发出去。

速动比率将流动性较差的资产从计算中剔除，因此该比率更注重流动性，即偿付马上到期的债务能力，其公式为

$$\text{速动比率} = \frac{\text{现金} + \text{应收账款}}{\text{流动负债}}$$

● 资本结构的评估指标:

负债权益比率对资本结构做出了评估。该比率度量一家公司的杠杆程度，即相对于剩余股东权益，长期债务的数量是多少，其公式为

$$\text{负债权益比率} = \frac{\text{总负债}}{\text{股权权益}}$$

使用杠杆是有效的手段，但前提是要有一定的限度。所以负债权益比率在 2~3 之间是比较理想的。如果大于 8、9 甚至 10 则是危险的，特别是当公司的业务不能产生足够的现金流来定期偿付债务的时候。最优的比率会根据相对资产密度的不同而变化。在这一点上，格雷厄姆态度强硬，只选取那些与当前标准相比，负债权益比率较为保守的公司作为投资对象。

要检验资本结构是否是最优，价值投资者还要考虑公司的**偿付比率**。偿付比率是净利润与需支付的债务利息的比，应该是一个较大的倍数才合理，其公式为

$$\text{偿付比率} = \frac{\text{净利润}}{\text{利息费用}}$$

● 管理效率的测评指标:

费雪强调一些定性的因素，如管理效率和一些非直接的近似的定量指标，以帮助测评。测评的指标包括库存和应收账款周转率，以及利润空间的大小。

库存周转率由一定时期内售出的库存产品的成本与同一时期内平均库存量的比较关系得出，其公式为

$$\text{库存周转率} = \frac{\text{销售成本}}{\text{平均库存}}$$

较高的库存周转率反映了较高的管理效率。库存会增加成本，限制的库存会进一步增加费用，而高速周转则会使其降低。

库存周转率也根据业务的不同而不同，奶制品生产商的周转率远远高于飞机制造商的周转率。问题的关键在于，一家企业跟它的同行相比是怎样的。

能够快速回笼应收款项也是管理出色的表现之一。允许客户拖欠付款实际上等于变相给予了客户资金支持，这对企业来讲是一笔没有补偿的费用。**应收账款周转率**的定义是以一定时期内赊销的收入净额除以同期平均的应收账款，其公式为

$$\text{应收账款周转率} = \frac{\text{赊销销售额}}{\text{平均应收账款}}$$

以该数字除 365 可求得一年内应收账款的平均周转天数。将该数字与公司的赊账付款条件以及同行的数据进行比较，就能反映出公式的管理水平。

对企业的效率来说，关键的一点是单位销售额产生的利润，这个指标被称作**利润率**。其计算方式是将运营利润除以净销售总额，然后乘以百分数。出去这种计算利润率的标准方法外，还有另外两种算法：一种更一般的做法被称作毛利润率，是以毛利润除以净销售总额求得；

另一种更具体的做法是以净利润除以净销售总额，这样求得的利润率被称作净利润率。不同行业之间的利润率相差是非常大的。例如，汽车行业和银行业的平均利润率比起计算机、制药和食品行业来说是非常低的，前者一般低于 10%，而后者一般高于 40%，如微软。

利润率反映了一家企业是否具有特许权特征。高利润率意味着企业可以提高产品售价而不至于对销售造成负面影响，这种定价权是一种特许权表现。要保护这种特权，可以通过建立比对手更加出色的配售渠道、更高的品牌认知度、产品的独特性以及另外一些价值属性来达到目标。

● 价值投资效果的衡量指标：

回报对价值投资来说是至关重要的结果：从交给公司的管理层打理的股权、资产和投资中获得怎样的收益。这其中最重要的也是衡量价值投资效果优劣的指标就是**净资产回报率**。在后面的章节中我们将看到，这一指标会揭示关于一家公司是否拥有特许权价值以及业务的成长是否使公司的价值增加的重要线索。

净资产回报率由公司的净利润除以股东持有的资本得出，其公式为

$$\text{净资产回报率} = \frac{\text{净利润}}{\text{平均股权权益}}$$

股东资本等于资产总和减去总负债。如果一家公司以 1000 万美元的股东资本获得了 100 万美元的利润，则其净资产回报率为 10%。

投资回报率是企业的净利润除以股东资本和由长期借贷提供的资本的和，其公式为

$$\text{投资回报率} = \frac{\text{净利润}}{\text{平均股权权益} + \text{长期负债}}$$

如果一家公司的管理层认为，公司通过借贷产生的资本回报高于借贷的费用，则公司通常会通过借贷而不是发行股票来融资。

假设一家股东持股 1 亿美元的公司，借入 5000 万美元长期债务，并在这些资本的基础上产生 1500 万美元的利润，则该公司的投资回报率为 10%（1500 万美元/15000 万美元）。但通过债务杠杆，公司实现了以 1 亿美元净资产产生 1500 万美元回报的业绩，因此净资产回报率 15%。

通过借贷来提高净资产回报率是一种常用的手段，但这并不是一种必须的手段。有些公司可以在运营中收入足够的现金来产生高的净资产回报率，这比通过借贷的方式节省成本。这样的公司对价值投资者来说特别具有吸引力，因为这显示了公司的特许权价值和相对较低的业务风险。

资产回报率是一家公司给予其全部资源实现的盈利，这里全部的资源不仅包括股东权益和长期债务，同时还包括通过有效管理运营资金可调动的短期资源，其公式为

$$\text{资产回报率} = \frac{\text{净利润}}{\text{平均资产}}$$

一家公司可以通过寻找短期、低利率贷款，或以信用赊购商品再转卖获得现金的方式，以较

低的成本甚至无成本，达到增加可用资产的目的。这些资产产生的附加收益，将会提高净资产回报率和投资回报率。

假设一家企业在一年内始终维持 2000 万美元的短期债务（通过偿还到期债务然后重新借贷的方式不断滚动），以这种方式每年可以增加 200 万美元收入。如果这家公司的股东权益为 1 亿美元，长期负债为 5000 万美元，加上 2000 万美元的短期负债，净收入为 1700 万美元，则资产回报率为 10%（1700 美元/17000 美元）。通过这种方式可以将投资回报率提升到 11.3%（1700 美元/15000 美元），将净资产回报率提升到 17%（1700 美元/10000 美元）

由此我们可以看出，资产回报率是衡量公司表现的最严格的标准，因为它反映了所有管理层可以调动的资源所产生的效益。只要能够产生高的资产回报率，投资回报率和净资产回报率就会跟着水涨船高。要得到高资产回报率，就要从尽量少的资产中获取更多的收益。

一些价值投资者使用一个复杂的公式来测量净资产回报率。一种计算方法是将其作为利润、产出率和资本结构的乘积，相乘的三个因子分别是：（a）利润和销售额的比值；（b）销售额和资产的比值；（c）资产和股权（净资产）的比值。采用这种展开公式是为了说明驱动净资产回报率的因素：更高的利润率产生更高的资产回报率，而更高的资产回报率会带来更高的净资产回报率。因此，这些驱动因素值得投资者仔细检视。

● **利润表和现金流对比的指标：**

要掌握一家公司财务状况的全面图景，需要对公司的利润表和现金流进行对比。一个有用的例子是**收益质量**，该指标由营业活动产生的现金流除以营业收入得出，它显示了多大比例的收入转变为现金。

另一个同样有效的指标是将**年折旧费用和资本性支出**作比对。折旧费用是一个会计概念，用于匹配固定资产的原始费用和其将来产生收入的能力，这样做的结果是得出一个非现金支出。折旧费用是一个衡量为满足未来资本投入要求，而需要投放的现金数量的非常有用的近似。因此，要得出关于一家企业状况的完整图景，需要将折旧费用和未来资本需求关联起来。

价值投资者一般会评估企业连续多年的财务报表。格雷厄姆常常回顾很多企业 10 年甚至更长时间的数据。至少回顾 5 年的历史数据是明智的。在检视历史数据时，要考虑各个指标在这相当长的一段时间里是如何变化的，这样做可以更准确地揭示公司长期的优势和劣势。

在较短的时期内，经济过热和管理层的不诚实可以产生扭曲长期实际情况的会计数据。任何人都不能确认上一年或者过去任何时候的表现是否会重现，但是回望的历史越长，用来预测未来趋势的数据就会越可靠。

来源：《价值投资原理与实战》，（美）劳伦斯 A.坎宁安 著；王勇、董方鹏 译。