

新企业会计准则下 A股上市公司盈利质量的分析与评估

杨小舟

我国股市的运行常常与上市公司的业绩增长背道而驰。

2008年1月21日，A股市场2007年年报行情尚未展开便严重受挫，当日上证综指收于4 914.44点，跌5.14%；深证成指收于17 210.93点，跌5.08%；两市共成交2 036.4亿元，相比上个交易日放大近一成；中小板指数收于6 239.11点，跌3.11%。翌日，两市继续放量下挫，上证综指收于4 559.75点，狂跌354.69点，降跌达7.22%；深证成指收于15 995.85点，跌1 215.08点，降跌达7.06%；两市共成交2 381.46亿元，较21日再次放大近17%；中小板指数收于5 808.03点，下跌了6.91%。两市上涨个股仅22家，跌停个股近1 000家。

与此同时，根据中国证券信息数据研究中心统计，截至1月20日，沪深两市共700多家公司对2007年全年业绩作出了预测，还有超过50家公司发布了2007年的年度业绩快报。从综合业绩快报和预测公告可知，受益于投资收益与新企业会计准则，上市公司2007年整体业绩再次出现较高增长。另据有关部门预测，2007年上市公司的每股盈利要比2006年增长50%以上。

在如此高盈利增长的情况下，A股市场为何不能独善其身？业界主要将其归咎于美国次贷危机的影响、周边股市的下跌、央行从紧的货币政策、非流通股的解禁，以及不少上市公司大规模的再融资。而笔者则认为，投资者对A股上市公司的盈利质量信心不足是导致股市宽幅振荡的主因。

股市有谚云：涨时重势，跌时重质。市场的关注点终究是要回到上市公司的盈利质量上来的。那么，广大投资者如何通过研读年报来准确分析和把握所投资上市公司的盈利质量？笔者在此提出一些个人的看法，以供大家参考。

一、对上市公司盈利稳健性的分析与评估

高质量盈利的第一个特征是稳健性。通俗地说，企业盈利的稳健性是指企业的利润比较实在，没有“水分”。上市公

司利润表上反映的盈利是否稳健可靠，主要受两个因素的影响：一是会计估计；二是会计政策选择。那么，如何对上市公司盈利的稳健性进行分析与评估呢？

1、确认企业主要的会计政策。不同行业的企业，其成功的驱动因素和相应的风险是不同的，我们可以根据行业的特点来确认企业主要的会计政策。比如说，对于银行类企业来说，贷款的质量直接影响到企业的盈利高低以及盈利的稳健性，那么坏账拨备就是其主要的会计政策之一。对于零售企业来说，存货管理是其成功或失败的关键因素，与此相应，存货跌价准备是其主要的会计政策。

同一行业中的不同企业，由于其经营战略的不同，其主要的会计政策也会有差异，比如说，同是机械制造企业，有的企业采用质优价高的策略，有的企业则采用成本领先策略。前者可能需要较多的研究与开发投入；后者则可能需要更多的售后服务费用。所以，对于前者，应更多地关注研究与开发方面的会计政策；而对于后者，则应更多地关注售后服务费用是否计提，计提是否适当。

2、评估企业的会计弹性。所谓会计弹性，简单地讲就是企业对于某一交易或事项的会计处理有多大的政策选择与会计估计空间。例如，对于企业内部的研究与开发支出，原会计准则与制度规定全部支出于发生当期计入费用，不允许资本化处理，简单统一，没有会计弹性。新企业会计准则对于企业内部的研发支出，在符合条件的情况下，可以进行资本化处理，确认为资产，这就增加了会计弹性。会计弹性比较大的领域包括：资产减值、固定资产折旧、发出存货的计价方法选择、建造合同中完工进度的估计等。

3、评估企业的会计策略。财务报告是由企业的管理当局编制的，其会计弹性也就掌握在管理当局手中。如果管理层采取稳健的会计策略，一些勉强符合资本化条件的支出，就不会进行资本化处理，而是作为费用计入当期损益；对于

某些会计估计,如资产减值准备、售后保证费用的预提,计提就可能比较充分。而采用激进会计策略的企业,其做法则正好相反。

4、分析企业会计政策变更对盈利稳健性的影响。新企业会计准则实施后,企业内部开发阶段的支出在符合确认条件的情况下可以资本化处理。从盈利的稳健性角度看,这些支出资本化处理后计入相关资产,企业盈利的稳健性有所削弱。但如果这种会计政策的改变是为了更公允地反映企业的经营实质,则是应该的。否则,企业盈利的稳健性就会降低。

5、分析企业会计估计的变更及后果。上市公司一般都根据应收账款的账龄来确定计提坏账准备的比例。比如说,某一年度某上市公司将2年—3年账龄的应收账款的坏账准备计提比率由原先的50%改为30%,相应减少了坏账准备计提的金额。这时候就需要分析改变的原因,是由于公司的营销策略有所改变,行业客户、信用较好的客户大比例增加,还是公司为了配合增发、配股等再融资目的而进行的盈余管理。

6、联系企业的现金流量状况进行分析。假如企业的每股收益较高,但与经营性现金流量出现严重背离,在这种情况下,就需要更仔细地研究企业的收入确定是否稳健,是否存在提前确认收入、推迟确认费用的情况。比如:一家房地产上市公司原采用的会计政策是完成合同法,实施新企业会计准则后,按完工百分比确认收入。在这种情况下,收入、盈利就会与现金流量产生背离,则需要更深入地研究公司对完工进度的估计、相应的成本确认是否恰当等。

二、对上市公司盈利的可持续性和可重复性的分析与评估

高质量盈利的第二个特征是其可持续性和可重复性。

企业盈利的计量如果不稳健,则这种盈利的增长是不可持续和不可重复的。例如,有些企业每年都采用较为激进的会计计量,通过费用和负债的低估来保持盈利;而到一定的时候就“洗个大澡”,一次亏个够。还有一些企业,会计计量也还比较公允恰当,但由于一次性的、暂时性的因素使得当期盈利有较大增长,这种盈利也是不可持续和不可重复的。

那么,如何对上市公司盈利的可持续性与可重复性进行分析与评估呢?

1、看盈利的增长是否缘自主营业务收入的增长。我们在估算一个企业的价值或股东权益价值时,总是假定企业是能够持续经营的。企业的价值主要取决于盈利的持久性,所以,高质量的企业盈利不是指企业某一期偶然、暂时性的非经常性收益,而是基于其主业发展基础之上的可持续和可重复的盈利。

2007年,一些上市公司的每股收益表面较高,但主要来自交易性金融资产的投资收益,比如苏常柴2006年上半年主营业务收入9.79亿元,净利润3 432.95万元;2007年上半年主营业务收入10.7亿元;净利润近1.74亿元,同比增长四倍多,但盈利的增长主要来自证券投资收益,公司共持有福田汽车4 612.5万股,其中有1 000万股作为交易性金融资产,其投资收益达1.18亿元,其余作可供出售的金融资产。需要注意的是,假定公司以后年度出售了其余作为可供出售的金融资产,达到了收入的增长,则这种增长也必定是不可持续和不可重复的。

我们再来看看处于同一行业的上市公司潍柴动力(000338),2006年全年主营业务收入66.83亿元,净利润6.84亿元;2007年中期主营业务收入就高达153.40亿元,净利润9.75亿元,上半年主营业务收入比去年全年增长129.53%,净利润同比增长42.54%。收入与盈利增加主要来自于主营业务的增长,通过吸收合并湘火炬,增资陕重汽,潍柴动力从一个柴油发动机供应商转变成为一个集发动机、变速箱、车桥及整车为一体的综合供应商。潍柴动力的收入和盈利增长应该是可持续、可重复的。

在计算上市公司利润表中的营业收入的增长时,还应结合资产负债表中的预收账款项目来进行分析。预收账款金额多,表明企业的产品在某一时间广受市场欢迎,这是未来会计期间营业收入目标实现的一个先行指标(但应注意关联交易)。例如万科2007年半年报显示,上半年度公司确认的营业收入为110.97亿元,而当期的预收账款金额则高达134.98亿元,这为公司下半年乃至下一年度的收入实现和盈利增长提供了一定的保证。

2、分析所属行业的特点与变动情况。根据国家统计局发布的2007年国民经济运行情况数据显示,2007年消费价格上涨较快,房屋销售价格上涨较多。全年居民消费价格上涨4.8%,涨幅比上年提高3.3个百分点。全年70个大中城市房屋销售价格比上年上涨7.6%,涨幅比上年提高2.1个百分点。

2008年2月5日,4家房地产上市公司发布了2007年年报,高增长依然是年报的主题。保利地产2007年实现营业收入81.15亿元,同比增长101.31%;净利润14.89亿元,同比增长121.77%;每股收益1.30元。而万通地产的业绩增幅更为显著,2007年实现营业收入21.76亿元,同比增长768.01%;净利润1.65亿元,同比增长461.14%;每股收益0.3659元。

对于这几年盈利增长较快的房地产企业,是否能够保持这种增长速度,从行业分析的角度看,是不能持续和不能重复的。但具体到某个企业,这种盈利迅猛增长的势头何时会受遏制,何时会反转,则需要我们进行更深入的企业竞争战

略分析。

3、关注不同经营策略的实施效果。我们可以利用净资产收益率这一指标来分析企业不同经营策略的实施效果,以及企业盈利的可持续性。杜邦分析法的传统公式为:净资产收益率=收入净利率×资产周转率×财务杠杆。从公式中可知:影响净资产收益率的三个主要因素是收入净利率、资产周转率和财务杠杆。通过对这三个因素的分析,可以看出同一行业不同企业采用的不同经营策略,以及其利润的可持续性和可重复性。

一般来讲,随着资本市场的不断发展与完善,不同行业的净资产收益率会逐步趋向平均,因为若不同行业之间的净资产收益率差异过大,资本便会蜂拥而至,从而使这一行业的利润逐渐回归到平均水平。另外,一个企业总有一个大致的目标资本结构,而目标资本结构一般是战略性的,也是相对稳定的。因此,对一个企业的净资产收益率来说,关键的因素有两个:一是收入净利率;二是资产周转率。一个企业要保持合理的净资产收益率,要么是收入利润率高,要么是资产周转率快,从长期看,两者不可能同时兼得。

万科是房地产行业中的领先者,其经营策略也与大多数房地产企业有所不同。公司主要着力加快开发的速度,提高产品的周转率。商品从开发到销售的周转速度比行业平均快一倍。所以,即使万科的销售利润率不太高,但其净资产收益率却在不断提高,上世纪90年代中后期,万科的净资产回报率始终处于10%~11%的水平,2002年之后逐年提高到15%上下,这表明万科的经营效率在持续提高。

由销售收入的增长、成本的降低,以及资产周转速度的加快而取得的盈利,是最受投资者青睐的、高质量的盈利。

4、运用现金流量表的相关资料,对盈利的可持续性进行分析。2007年上半年,深市主板公司加权平均每股经营活动产生现金流量净额为0.25元,与上年同期相比,经营性现金流量的增幅为41.22%,大大低于加权平均每股收益的增幅83.53%。这也从另一个侧面说明,深市主板公司的利润增长有相当一部分是来自于新企业会计准则实施后账面利润的增长,而主营业务增长带来的现金流增长则相对滞后。

企业的盈利来自于主营业务,是由于企业的经营策略到位、竞争力增强所致,是可持续和可重复的。这是上市公司盈利质量最主要的特征。因此,在分析上市公司的盈利质量时,对于非经常性收益项目要加以特别关注。

三、对上市公司未来盈利的预测

高质量盈利的第三个特征是其可预测性。

企业的盈利、增长和风险决定了企业的价值。投资一个企业,就是投资它的未来。因此,一个企业盈利的可预测性

对投资者的正确决策至关重要。即使企业当期的盈利水平较高,但如果企业未来盈利的可预测性差,投资者依然会认为企业经营的风险较高。

从总体上来说,我国A股上市公司盈利的可预测性还不尽如人意,主要表现为以下几个方面:未能严格遵循相关会计制度与信息披露规则;主营业务不稳定、不持久,其盈亏基本上无法预测;企业的战略选择不稳定;应对外部环境因素变化的能力较弱。那么,如何对一个上市公司的未来盈利进行预测呢?

1、通过整体分析来预测盈利。对一个企业收入和盈利的分析,不可能不联系其资产、负债的变动。比如说,企业收入的增长超过一定的幅度后,不仅存货等流动资产需要增加,其固定资产也需要增长,相应的运输和配送能力也需要增强。

2、对重大会计政策与会计估计的变更要有较好的把握。中工国际2007年一季度净利润比上年同期增长1300%,这主要是执行新企业会计准则的原因。按照新的收入准则的规定,公司实质上具有融资性质的延期付款条件下的承包工程和成套设备出口项目,由原先按照合同或保函约定的收款时间及金额逐期确认收入,变更为按照工程进度和应收的合同或协议价款的现值作为公允价值确认收入,应收的合同或协议价款与其公允价值之间的差额,在合同或协议期间内按照应收款项的摊余成本和实际利率计算确定的金额摊销,冲减财务费用。按照新企业会计准则的规定,公司2007年一季度将各项目尚未进入收款期的已完成的工程量确认了收入并结转相应成本,最终导致第一季度公司净利润同比大幅增长。不过,执行新企业会计准则仅改变了公司收入确认的时点,对公司的盈利能力及2007年业绩并未产生实质性的影响。

3、了解对企业盈利有较大影响的主要外部因素的变化。企业的经营总是在一定的环境下进行的。外部环境的影响对企业盈利的影响较大,如利率调整与存款准备金率的提高对银行类上市公司盈利的影响;人民币升值对出口型企业的盈利影响;CPI上涨对生产与销售消费品企业盈利的影响。新企业所得税法的实施、资本市场的发展等,对我国上市公司盈利的影响也较大。例如新企业所得税法实施后,使得企业所得税税率降低;所得税会计准则取消了“应付税款法”,要求上市公司统一采用“债务法”进行会计处理,使得企业当期的所得税费用一般情况下是不等于应交所得税的。这会影响到企业所得税费用在不同会计期间的分配,对不同企业各个期间的盈利预测有程度不同的影响。

当然,在对企业的盈利进行预测时,还必须了解企业的主营业务、经营战略等。

(作者单位:财政部财政科学研究所研究生部)

责任编辑 刘黎静