【明远之道】
非真实的财务报表，可通过各种方法修改一定的数据，但不可能捏造各个报表和事实之间的一切联系。

财务分析中的四个匹配原则

陈嘉禾

在证券投资中，不管是投资股票、债券、信托，还是一些非标准性资产，投资者要经常面对企业的财务报表。

不过，财务报表专业术语众多、勾稽关系复杂，对于投资者来说，面对一些存在会计操纵，甚至欺诈的、并非真实反映实际情况的会计报表，如何发现问题不被蒙蔽呢？通过财务报表分析中的四个匹配原则，投资者们就能够发现许多隐藏的问题，发现财务报表中记录的数字与真实情况之间的差距，提高准确理解企业真实运行情况的概率。这四个匹配原则分别是：

企业实际情况和报表的匹配。任何一家企业，光看财务报表不可能了解企业的全部情况，投资者需要首先仔细观察企业的生产、运营、销售活动等等，有了直观或者客观的感受以后，再去看这种感受和财务报表中体现出来的情况是否一致。

举例来说，一家企业产品滞销、经销商处压货严重，但财务报表上收入和利润很好，或者一家企业产品开始变得不受欢迎，但是财务报表上的销售情况却大幅好转，或者一家企业的产品市场口碑微弱、客户体验不佳，但是财务报表上却大赚其钱，这些都是需要警惕的情况。

对于更细致的研究者来说，他们甚至会实际调查一家企业的经营数据(银行的信贷调查员就经常这么做)，比如水电的消耗情况、税收的缴纳情况、产品的发货情况、厂房的利用率、员工的工作小时数和满意度、客户的口碑、竞争对手的评价等等，然后再把这些数据与得到的财务报表进行匹配，看看其中反映的情况是否吻合。

同行业不同公司之间报表的匹配。当一家企业不负责任地编制自己的财务报表时，它很难操纵同行业的其它企业一起编制同样有问题的财务报表。因此，通过比对同行业中不同企业的财务报表，也可以发现不真实的端倪。

比如说，一个行业整体遭遇寒冬，大部分公司的业绩都有所下行，此时却有一家公司逆势增长。这时候，投资者就需要格外小心，得通过仔细分析，找出真实可靠的能证明这家公司真正有不同之处的理由，才能相信这种脱离整体行业的不匹配类型报表。

当然，这并不是说，一家公司的报表和竞争对手趋势不同，就一定有问题：你也有可能发现了一家特别好的公司，能在寒冬中表现出格外的优势。只不过，确认这种优势，需要非常仔细才行。

当期报表和历史报表的匹配。当我们在一家公司的财务报表中发现一些变动时，可以将当前的经营情况和历史的经营情况，以及当期的财务报表和历史上的财务报表进行对比，分析这种变动的真实性和可靠性。

比如说，在行业下行时期，一家公司的销售收入降低、各项费用没有降低，但是在几年前的上一次行业低迷周期里，我们却发现同时费用大幅下降，这时候投资者就需要试图搞明白，为什么这次的情况和上次有所不同。

报表各个项目之间的匹配。最后，财务报表本身的项目之间，也有相关的关系。当应该存在的相关性没有存在，或者出现不应当存在的相关性时，我们就应该警惕。

比如，一家公司的利润大幅上升，但经营性净现金流反而录得负值，或者一家公司收入和利润大涨，但是税收支出却持平乃至低迷，这些都属于应当存在的相关性没有出现。反之，一家公司的收入增长喜人，但销售费用增速却是是收入增速的数倍，这种不应当出现的相关性，可能预示着公司的业绩是销售投入驱动的，并没有赢得客户的真正欢心，可持续性存疑。

总结来说，非真实的财务报表，虽然可以通过各种方法修改一定的数据，但是这种修改不可能捏造各个报表和事实之间的一切联系。因此，通过比对各个生产经营活动中的要素，将它们放在一起思考，我们就可以发现那些隐藏的问题，为真正看懂企业带来更多的帮助。

（作者系信达证券首席策略分析师）

【股市笙歌】
长期停牌是近期监管部门严厉监管的主要领域，近两年IPO公司数量较多，切不可再次放纵这一恶习。

上市公司长期停牌几时休

杨苏

长期停牌对搞资本运作的上市公司大股东有多重要，怎么夸大都不为过。那些屡屡长期停牌把资本运作当成主业的公司，鲜有运营良好的案例。经历了一年多汹涌的IPO后，A股市场并购重组正在逐渐兴起，长期停牌这颗市场“毒瘤”越早消除越好。

A股公司的长期停牌现象由来已久。一般而言，上市公司在筹划重大资产重组等重大事项时，因为相关事项需要较长时间和程序，才不得不一直停牌。然而，这种筹划的事情是上市公司大股东说了算，小股东只能被动等待，很多时候大股东并不是真的在做事情，而是服务于其他目的。

其他目的有很多，试举一例。一家知名A股企业因被动陷入控股权之争，宣布筹划重大事项将A股停牌，然而H股很快就复牌。有文章分析，港交所重视市场正常运作，内地A股重视杜绝内幕交易，A股没有同步复牌折射了香港与内地证券市场的监管理念差异。可是，这A股一停就是半年多，相信两地的监管理念差不了半年这么久。原因很简单，香港证券市场不会容忍你这么久的停牌，而A股市场已经司空见惯，甚至可以说无从指摘。

长期停牌是近期监管部门严厉监管的主要领域，海外机构和市场一直对此高度关注。MSCI(摩根士丹利资本国际公司)本月最新提议，一旦某只证券停牌时间达到50天的门槛，不论停牌理由是什么，都应将其剔除，包括等待公司事件进展的股票。同时建议，每日监控持续停牌的中国证券，并在停牌时间达到50个交易日后，给予两个交易日的提前通知，随后将其剔除。

如果以此为标准，50天成为上市公司大股东停牌的常规心理预期，那么他们在筹划许多事情时的策略就完全不一样。动辄几个月甚至长达一年的停牌时间，给予了大股东太大的空间和太久的时间去运作。简单思考也能判断，大股东一定从自身利益出发，并不会把中小股东的利益放在首选。

上述公司长期停牌目的，是为了在控制权争斗中取得有利位置。其他常见的停牌目的，是大股东出于各种原因的自保和自利需要。比如，有的公司大股东股份质押比例太高，在股价下跌之后没有资金补仓，被迫选择停牌筹集资金或者转让控股权。又比如，有的公司大股东不搞好主业，而是屡屡通过并购重组做业绩，所以停牌已是家常便饭。

本月又有规模数十亿元的并购重组方案亮相A股市场，一查发现公司是老面孔，再一查公司已经停牌9个月。再去看公司大股东伸手过的其他A股公司，也在忙于转让实际控制人，而早前光鲜的产业发展规划并没有实现业绩承诺。没有实现业绩承诺似乎也没有什么后果，只要再找到下一个运作标的，找到击鼓传花的下家，资本游戏可以继续玩下去。

有这么一家A股公司，堪称长期停牌的“标杆”。最近一次长期停牌的前一个月，股价暴涨近100%，方案未成行后复牌，股价10多个跌停。往前追溯，公司还曾有一次超过一年的长期停牌。在公司长期停牌期间，媒体对公司重组标的进行了大量报道，显示推进重组困难重重，但这不妨碍停牌如此之久。

在公司长期停牌的过程中，似乎中小股东、监管部门都无计可施，这放纵了许多大股东从事资本运作的欲望，给予了大股东一种畸形的资本运作工具。近两年IPO公司数量较多，切不可再次放纵长期停牌的恶习。如果公司确实在做产业并购需要几个月时间，应有严格细致的停牌期信息披露，以及未来业绩承诺等要求。如果是大股东在利用上市公司资质把并购当主业，那么监管部门和市场媒体等机构应围追猛打，特别是那些屡次公告重大跨业并购的老面孔们。

（作者供职于证券时报）

【琳听财经】
中美电商巨头的进入显示东南亚地区电商事业仍有利可图，而阿里相比亚马逊在东南亚地区更有优势。

谁将称霸东南亚电商市场，亚马逊还是阿里？

向琳

今年7月27日，美国电商巨头亚马逊宣布在新加坡启动两小时派送服务，承诺将在两小时内为消费超过40新加坡元(约合29.52美元)的消费者免费配送上万种商品，这是亚马逊在东南亚首个配送中心。亚马逊Prime Now的亚太地区主管表示，公司正在积极拓展东南亚市场，并且对于东南亚市场的未来发展潜力感到非常兴奋。

从电商业务来看，东南亚地区的潜力巨大。整个东南亚地区约有6亿人口，其中青年人口占人口总数比例达到60%。根据一份谷歌和淡马锡控股有限公司的调研显示，目前东南亚拥有2.6亿网民，每月上线数量超过380万人，到2020年东南亚网民有望增加到4.8亿人。这也预示着该地区的“互联网经济”规模有望从2015年的310亿美元增加到2025年的2000亿美元。而东南亚的电商渗透率仅为3%，还处于增量市场的东南亚，自然受到了各大电商巨头的青睐。

在2016年4月12日，美国商业咨询网登出阿里巴巴10亿美金控股东南亚最大电商平台Lazada的消息，此举创下了当时中国电商海外投资单笔最高纪录。阿里巴巴总裁Michael Evans当时说道：“通过对Lazada的投资，阿里巴巴获得了海外市场的入口，Lazada团队的实力有目共睹，未来将有更大的增长。”在阿里收购Lazada之前，Lazada已经连续亏损四年，阿里的投资对于整个东南亚市场都是一颗定心丸。阿里巴巴在今年第一季度还增加对Lazada投资，总注资超过20亿美元，持股比重从51%上调至83%。

除了Lazada，阿里巴巴还与泰国的移动支付提供商Ascend Money、新加坡的多币种交易公司M-DAQ，以及菲律宾的数字金融公司Mynt合作。在今年7月24日还宣布与马来西亚联昌国际银行旗下的Touch´ n Go公司签署协议，准备组建一家合资公司开发马来西亚版支付宝。

笔者认为，东南亚地区的电商市场虽然潜力巨大，但是要攻克这个市场还面临着不少挑战。

首先是区域差异大，新加坡、泰国、马来西亚和印尼这些国家的人口结构、宗教信仰和消费习惯各不相同，而且各个国家的进口规定也有所不同，因此电商还要根据不同地区的文化做出相应的调整。早在2013年，阿里设立过淘宝东南亚站并在新加坡做了大量地推广，但由于语言限制未能走出新移民的小圈子。此次进入东南亚，淘宝将所有商品资源全部翻译为英文，吸取之前失败的经验。

第二个挑战是物流挑战，像印度尼西亚和菲律宾都各有上千个岛屿，各个地点和城市可能非常分散，物流网络割裂，配送难度相当高。而且有的地方物流设施不完善，仓储预备缺乏，运送缺乏效率和海关报关流程繁琐。为了解决这些困难，被称为“Big Six”的六个东盟国家——新加坡、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、越南、泰国已经决意进行交通基础建设的投资计划。

第三个挑战就是支付挑战，东南亚各国大部分消费者仍习惯使用线下实体支付，ATM转账和货到付款，消费者对于当地电商交易的安全性信任不够，因此加强网路安全提升消费者的购物信心也必不可少。Lazada的CEO Maximillian Bittner提到对Lazada做了战略部署，在进驻东南亚第一个工作就是推行覆盖印尼全境的货到付款服务，之后又推广信用卡支付，研发了支付平台HelloPay，以此来逐渐提高电子支付覆盖率。

中美电商巨头的进入显示了东南亚地区电商事业仍是有利可图的，阿里相比亚马逊在东南亚地区也更有优势。阿里抢先购入Lazada，抢断亚马逊曾觊觎的新加坡电商Redmart，这都是先行的优势。相比亚马逊，阿里经营方式多样，收入不仅仅来源于商店，还有更多的广告和其他投资收益等，而亚马逊是近期才开始赚钱，从经营压力上说，阿里也小于亚马逊。不过东南亚电商市场情况复杂，这注定将是一场艰辛的斗争。

（作者系天元金融高级投资顾问）

【明言至理】
汇丰控股作为港股市场的重要指标股，其一举一动对投资者乃至整个大市都带来举足轻重的影响。

汇丰控股加码回购 “大笨象”释放什么信号？

吕锦明

港股近日迎来蓝筹业绩发布高峰期，仅在本周就有港交所、中移动、港铁公司等投资者耳熟能详的大蓝筹公司先后揭榜。随着蓝筹股业绩的陆续发布，其符合甚至超出市场的表现为恒生指数连创新高注入了活力，也增加了投资者信心。值得一提的是，与其它大蓝筹不同，此前不久公布中期业绩的汇丰控股除了交出亮丽的成绩单外，同时还宣布会“加码”回购计划，此举提振公司股价在近期多次刷新逾两年半的高位纪录，汇丰控股因此成为港股升市的“火车头”。

港股投资者一向对投资汇丰控股情有独钟，昵称其为“大笨象”；“圣诞钟，买汇丰”，更是早已在几代港股股民中广为流传的股市谚语。汇丰控股作为港股市场的重要指标股，其一举一动都对投资者乃至整个大市带来举足轻重的影响，因此汇丰控股连续回购背后传递出的重要信号更是值得投资者多加留意。

通常，上市公司进行股份回购大多是利用自有资金，在公开市场购入本公司的股份后再将这批股份注销，减少股份数量。市场人士认为，如果上市公司自有资金可以随时入市，足以对股价构成支持；再加上回购的股票会被注销，也就是说，总股本会减少，因此在假定上市公司盈利保持不变的情况下，其每股盈利也可因此增加，同时市盈率下降，令估值变得更加吸引；更重要的是，每股分红派息也可以因总股本的减少而增加。

以汇丰控股为例：如果投资者选择以股代息，就相当于公司每年要增加股本规模，这必然会摊薄每股盈利和每股派息，在这种情况下，当公司处于高增长期，摊薄效应可能不明显；但如果公司业绩停滞甚至下滑，就会摊薄每股盈利和派息。所以，从长远来看，汇丰控股回购股份还可抵消以股代息的摊薄效应。

汇丰控股在2016年宣布展开大规模回购，当时的市场背景是：2008年金融海啸席卷全球后，欧美及亚太主要股市均受到严重波及，金融银行股沦为重灾区，在伦敦和中国香港两地上市的汇丰控股股价也节节败退。为此，汇丰控股还在几年前提出以每股33港元的“低价”供股，以求补充资本。据统计，自2015年5月之后汇丰控股的股价持续下滑，12个月的累计跌幅高达23%。为了挽回投资者的信心，汇丰控股在去年8月公布中期业绩时，宣布董事会决定回购价值不超过25亿美元(约合195亿港元)的股份，此举成为这家欧洲最大银行自成立逾150年以来首次股票回购行动。

去年首次提出回购计划时，汇丰控股当年的中期税前利润同比下跌28.7%至97.14亿美元，单计第二季度的税前利润大跌近45%。回购计划一旦推出，汇丰控股似乎就没有停过手。在今年中期业绩发布会上，管理层再次宣布启动规模为20亿美元（约合156亿港元)的第三轮股份回购计划，并预期将于下半年内完成。汇丰控股行政总裁欧智华更直言回购已成为汇控的“恒常管理资本的工具”，有外资大行因此预期汇控在明年还将进一步加码回购，规模可能高达30亿美元。

很明显，汇丰控股这一次显得更“豪气”也更自信，随着全球经济逐步复苏，加之美联储展开加息周期且幅度相对温和，汇丰控股等银行金融业的息差扩大，业务及利润由此走出低谷，业绩出现持续改善，上市公司有能力增加分红派息，再配合回购计划，投资者的股息回报率可获得提高，这也许是值得投资者留意的一个重要投资启示。

（作者系证券时报记者）