

# 上市公司財務報表分析

2017年6月8日



LAM Chi Yuen Nelson 林智遠

CFA Charter Holder, FCPA(Practising)  
MBA MSc BBA ACIS ACS CGMA CPA(U.S.) CTA FCA  
FCCA FCPA(Aust.) FHKIoD FSCA FTIHK MHKSI

[www.Facebook.com/NelsonCFA](http://www.Facebook.com/NelsonCFA)

Rosetta Stone @ British Museum

© 2016

© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

1

## 今天的分享



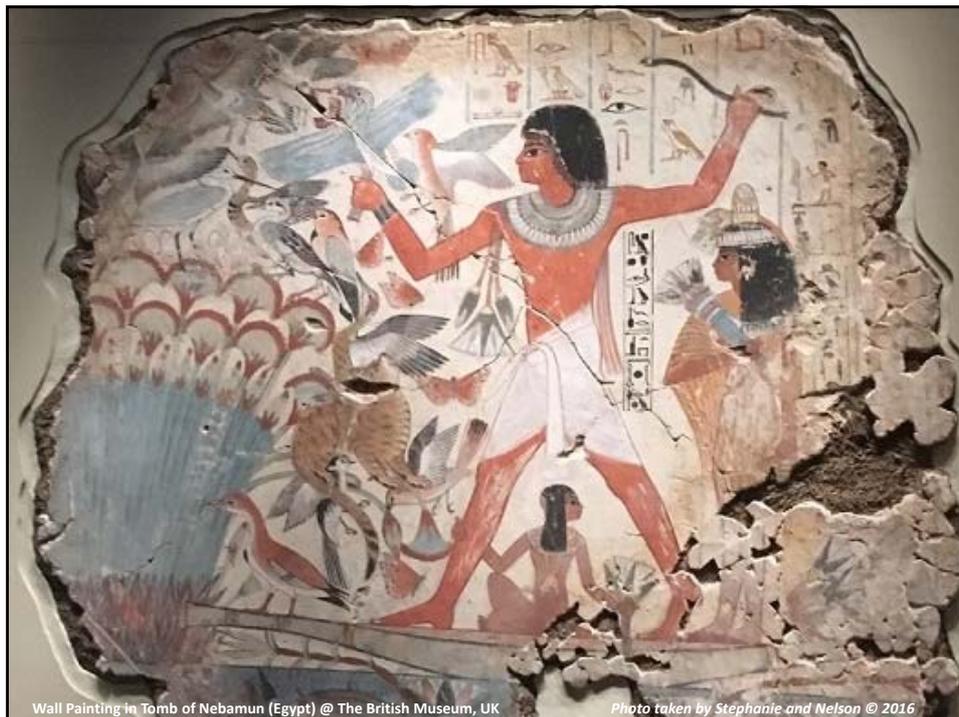
曾經有一份財務報表  
放在面前，大家沒有  
去珍惜 .....

Rosetta Stone @ British Museum

© 2016

© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

2



## 今天的分享



基本分析 · 分析基本

分析的風險

更平等的股票必勝法

大歷史 · 大趨勢

財務報表以外

Full Version of Presentation can be found in:

[Facebook.com/NelsonCFA](https://www.facebook.com/NelsonCFA)

© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

4

## 今天的分享



The Zoroastrian Atash Behram of Yazd @ Iran ©2013  
© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

基本分析 · 分析基本

Full Version of Presentation can be found in:

[Facebook.com/NelsonCFA](https://www.facebook.com/NelsonCFA)

5

## 上市公司財務報表？

### Process of communication

Company's  
activities



Financial  
Statements



User  
perception

### IAS 1:

- The objective of financial statements is to provide information about the financial position, financial performance and cash flows of an entity that is useful to a wide range of users in making economic decisions. (IAS 1.9)





## 上市公司

「瑞銀的分析員可能沒有看過筆者的分析，同時亦可能忽略了，過去放在財務匯報準則第3條的商譽減值測試，現在只放在會計準則第36條，故此在其報告中弄錯了新會計準則的要求，利豐澄清其報告的錯誤是合理的。」

「大型證券行也弄錯不斷改變的會計準則，一般投資者可能更無法理解，故此更要小心。」

《香港經濟日報》楊青峰 (2011.6.2)

「上周利豐(494)突然上演利豐大戰瑞銀……嘩，一牽涉會計制度，當然觸動投資者的神經，因投資者除了可以風聲鶴唳，根本沒有空間加入討論……」

「老實說，上述艱澀的會計用詞對於公眾來說實在不易理解……」

《信報》陳焱 (2011.5.30)

## Dilemmas – Some Examples

“Profit is so low, how can we boom it a little bit?”

“Profit is too high, help me .....

“Net assets seem not enough for bank loan, any help?”



© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

9

## Dilemmas – Some Examples

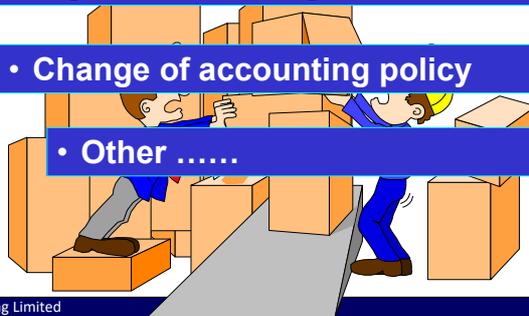
Shall we .....

- Reclassification of balances

- Change of accounting estimates

- Change of accounting policy

- Other .....



© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

10

## How to Name Them?

- UK – Creative Accounting
- US – Earnings Management
- Spain – Contabilidad Creativa

• “Creative accounting is the transformation of financial accounting figures from what they actually are to what preparers desire by taking advantage of the existing rules and/or ignoring some or all of them.”

Naser K. (1993)



© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

11

## Situation in Greater China

Standard & Poor's<sup>1</sup> had the following comments on the accounting in the Greater China:

- Experience has shown that public listed companies often attempt to tailor their financial results
  - to reflect more closely the hopes and expectations of the stock market.
- A significant number of accounting issues still require analytical adjustments to better portray credit risk.



<sup>1</sup> *Corporate Financial Disclosure in Greater China - Take a Closer Look (2003)*

© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

12

## Window Dressing Techniques

- 許多、許多、許多 many, many, many .....
- A specific study explains accounting tricks<sup>2</sup>
  - Involving 2 basic strategies (兩種策略)
  - Grouped into 7 categories (七個種類)
  - Including 30 techniques (三十個方法)



<sup>2</sup> *Financial Shenanigans*, by Dr. Howard Schilit  
required text in CFA program of 2006

© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

13

## Window Dressing Techniques

To inflate current-period earnings  
虛增當前的盈利

- 虛增當前的收入
- 緊縮當前的支出

To deflate current-period earnings  
緊縮當前的盈利 (增加將來的盈利)

- 緊縮當前的收入
- 虛增當前的支出



© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

14

## Window Dressing Techniques

To inflate current-period earnings  
虛增當前的盈利

To deflate current-period earnings  
緊縮當前的盈利 (增加將來的盈利)

1. Recording revenue too soon or of questionable quality (收入質素有問題)

2. Recording bogus revenue (虛假收入)

3. Boosting income with one-time gains (一次性的利益)

4. Shifting current expenses to a later or earlier period (延後記錄開支)

5. Failing to record or improperly reducing liabilities (減低負債)

6. Shifting current revenue to a later period (延後記錄收入)

7. Shifting future expenses to the current period (提早記錄將來支出)

© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

15

## From Reading to Analysing

### Interpretation of Financial Statements

- |              |           |
|--------------|-----------|
| Basic        | - 閱讀      |
| Intermediate | - 分析      |
| Advanced     | - 分配? 分散? |

"Much of the analysis I have described  
..... will lead to questions rather than  
answers."

*Accounting for Growth (1996), Terry Smith*

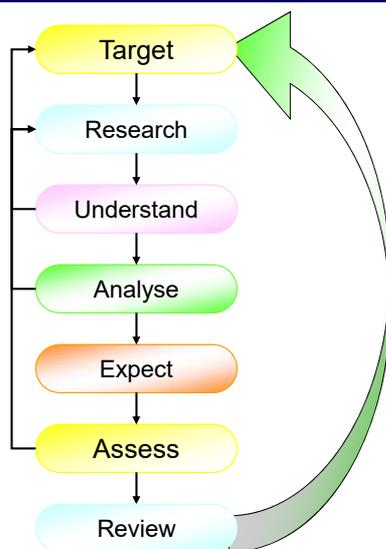


© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

16



## Structured Approach in Analysing



## From Reading to Analysing

Research



數量?次數?深度?  
取決於你自己的要求

[www.hkex.com.hk](http://www.hkex.com.hk)

香港交易所網站

- |                        |      |
|------------------------|------|
| • Financial statements | 財務報表 |
| • Annual report        | 年報   |
| • Announcements        | 公告   |
| • Prospectus           | 招股書  |
| • Other sources        | 其他資料 |

## From Reading to Analysing

Understand



Analyse

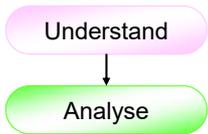
### 簡單的日常分析

- 閱讀新聞稿及發佈資訊
- 閱讀由第三者計算的比率
- 閱讀第三者分析報告
- 閱讀現金流量表，與損益表及資產負債表作比較
- 閱讀審計報告
- 閱讀財務報告附注

# Understanding the Target

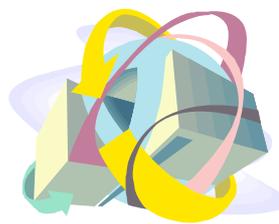
## 宏觀環境 (Macro and Industrial)

- 國內宏觀環境
- 國內銀行業情況
- 銀行業競爭環境



## 微觀狀況 (Company Specific)

- 公司策略
- 財務狀況
- 發展前景



# Understanding the Target

### Case

《壹週刊》2015年3月12日  
《一刹那的財富》

Can its revenue meet the contract criteria in IFRS 15?



- 《旺角卡門》，電影中張學友飾演的「烏蠅」有一句說話：「寧願做一日英雄，都不想做一世烏蠅！」
- 2015年3月漢能薄膜（566）股價急升，市值超過3,700億港元，漢能大股東李河君成為一刹那的華人首富！
- 2012年和2013年的應收賬週轉日數約500日和470日
- 漢能2013年的收入接近全部是來自關連公司

# Understanding the Target

## Case

《壹週刊》2015年7月23日  
《證監會，我撐你！》

Can its revenue meet the contract criteria in IFRS 15?

- 漢能（566）2014年收入按年增加接近兩倍，毛利率57%，溢利率34%，表現連蘋果公司也要俯首稱巨
- 漢能2014年的收入仍有六成以上是來自關連公司，為何應收帳或仍表示整年收不到錢？
- 33億港元溢利，205億港元淨資產，怎可煉成3,700億港元的市值？
- 2015年5月20日上午一小時內，漢能股價下跌了50%以上，漢能主動申請停牌
- 2015年7月15日，漢能被證監會勒令停牌



# Understanding the Target

## Case

2016年4月14日《追究到底》

Can its revenue meet the contract criteria in HKFRS 15?

2015年初

- 漢能（566）股價狂舞時，更發出盈喜。  
《壹計就明》就提醒，漢能收入主要來自關連交易，應收賬周轉日逾一年
- 博耳（1685）公佈收入大升51%，溢利升32%，股價翌日升4%，6月初較業績公佈前，升逾一倍
- 股價上升多少來自盈喜及增長？

2016年3月底公佈業績

- 漢能逾期未收關屬公司及核數師保留意見之數，遠超去年盈喜之數
- 博耳「修正重大錯誤而作出的前期調整」，仍應收未收兩年收入
- 往事並不如煙，是真是假，監管機構有責追究到底！



# Understanding the Target

## Case

漢能薄膜發電 (0566.HK) - HKSE

**3.910** 0.000(0.000%) 05月20日, 星期三, 10:40

請輸入股票編號 載入圖表 比較 事件 技術分析 圖表基本設定 重新設定

2014年8月15日: 0566.HK 1.22



© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

25

		附註 Note	2013 人民幣千元 RMB'000	2012 人民幣千元 RMB'000
收益	Revenue	5	23,328,991	21,405,723
銷售成本	Cost of sales	29	(15,549,362)	(14,003,879)
毛利	Gross profit		7,779,629	7,401,844
其他利得—淨額	Other gains – net		669,417	118,664
其他收入	Other income	28	279,631	214,231
其他開支	Other expenses	29	(131,236)	(87,276)
銷售及市場推廣開支	Selling and marketing expenses	29	(6,824,978)	(6,043,037)
行政開支	Administrative expenses	29	(840,036)	(722,909)
經營溢利	Operating profit		932,427	881,517
融資收入	Finance income		179,121	116,701
融資成本	Finance costs		(83,945)	(52,877)
融資收入—淨額	Finance income – net	31	95,176	63,824
以權益法入賬之應佔 投資溢利	Share of profit of investments accounted for using the equity method		88,445	131,588
除所得稅前溢利	Profit before income tax		1,116,048	1,076,929

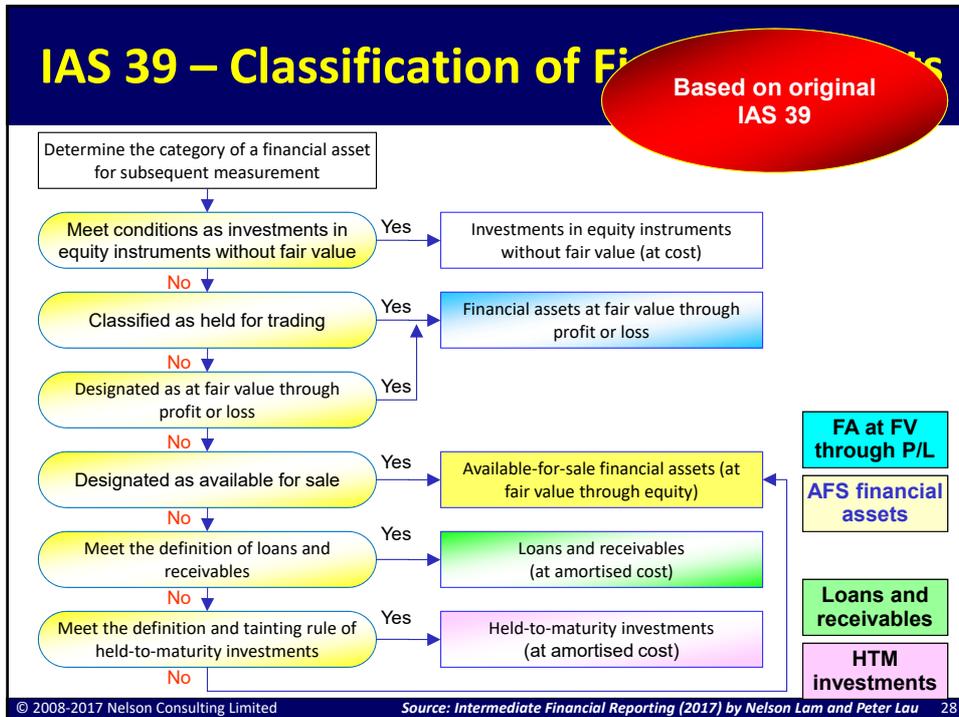
© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

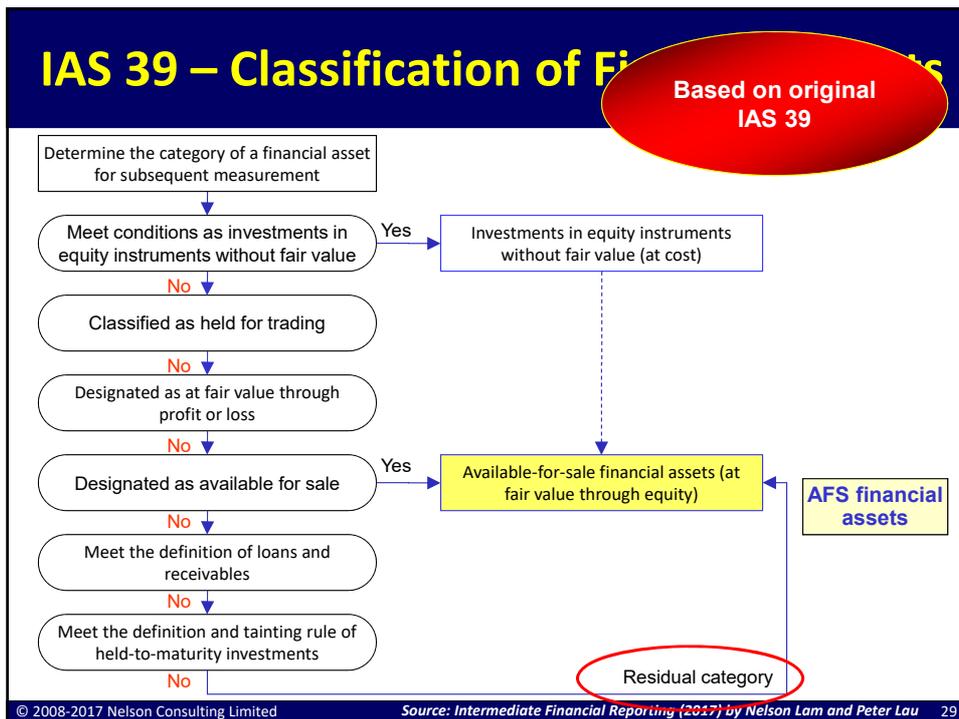
26

		2013	2012
		附註 Note	附註 Note
		人民幣千元 RMB' 000	人民幣千元 RMB' 000
年度溢利	<b>Profit for the year</b>	<b>916,412</b>	855,888
<b>其他全面收益：</b> 可重列為損益之項目	<b>Other comprehensive income:</b> <i>Items that may be reclassified to profit or loss</i>		
於出售可供出售金融資產後將先計入儲備之公平值利得轉撥至收益表	Transfer of fair value gains previously taken to reserve to income statement upon disposal of available-for-sale financial assets	(284,827)	(14,039)
可供出售金融資產之公平值利得－除稅淨額	Fair value gains on available-for-sale financial assets, net of tax	10,705	98,981
於可供出售金融資產減值後將先計入儲備之公平值虧損轉撥至收益表－除稅淨額	Transfer of fair value loss previously taken to reserve to income statement upon impairment of available-for-sale financial assets, net of tax	-	12,925
年度其他全面收益－除稅淨額	<b>Other comprehensive income for the year, net of tax</b>	<b>(274,122)</b>	97,867
年度及本公司權益持有人應佔之全面收益總額	<b>Total comprehensive income for the year and attributable to equity holders of the Company</b>	<b>642,290</b>	953,755

© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

27





## IAS 39 – 盈利增長是怎樣煉成的

Case

《壹週刊》 2014年4月17日

© 2008-2017 Nelson Consulting Limited 30

		截至六月三十日止六個月 Six months ended 30 June	
		二零一四年 2014	二零一三年 2013
收益	Revenue	12,366,677	12,203,925
銷售成本	Cost of sales	(8,346,812)	(8,059,211)
毛利	Gross profit	4,019,865	4,144,714
其他利得·淨額	Other gains, net	15,225	312,595
其他收入	Other income	135,166	137,725
其他開支	Other expenses	(76,751)	(86,270)
銷售及市場推廣開支	Selling and marketing expenses	(3,208,355)	(3,498,157)
行政開支	Administrative expenses	(469,107)	(390,298)
經營溢利	Operating profit	416,043	620,309
融資收入	Finance income	44,393	98,163
融資成本	Finance costs	(108,367)	(37,556)
融資(成本)/收入-淨額	Finance (costs)/income - net	(63,974)	60,607
應佔按權益法入賬之投資溢利	Share of profits of investments accounted for using the equity method	102,573	48,353
除所得稅前溢利	Profit before income tax	454,642	729,289
所得稅開支	Income tax expense	(99,195)	(154,419)
本公司權益持有人應佔期間溢利	Profit for the period, attributable to equity holders of the Company	355,447	574,850

© 2008-2017 Neison Consulting Limited

31

# 唯快不破

Case

《壹週刊》2015年5月28日



- 周星馳電影《功夫》中的名句：「天下武功，無堅不破，唯快不破」
  - 2015年5月22日收市後，中港兩地公佈落實基金互認
  - 當大家或還未弄清之時，市場就傳出受惠股惠理集團（806）的大股東兼主席謝清海，趁惠理股價創新高，透過旗下公司大手減持5%股份，套現最多16億港元，體現「唯快不破」的神髓！
  - 2015年5月22日收市，惠理股價再升至上市後新高的17.2港元
  - 今天，惠理股價？

© 2008-2017 Neison Consulting Limited

32



## Analysis

定性分析  
Qualitative Analysis

定量分析  
Quantitative Analysis

Analyse

© 2008-2017 Nelson Consulting Limited 34

## Analysis

### 定性分析 (Qualitative Analysis)

- 政治、經濟、社會及科技分析 (PEST Analysis)
- 優點、缺點、機會及威脅分析 (SWOT Analysis)
- 五項競爭力分析模型 (Porter's Five Forces Model)
  - 現有競爭者在業內的競爭
  - 新進入者的威脅
  - 代替品的威脅
  - 顧客的議價能力
  - 供應者的議價能力

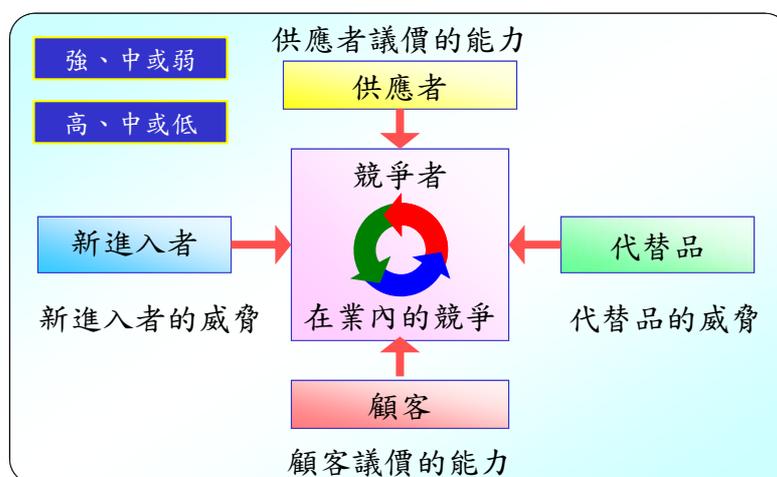


© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

35

## Analysis

### 五項競爭力分析模型 (Porter's Five Forces Model)



© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

36

## Analysis

### 定量分析 (Quantitative Analysis)

數量?次數?深度?  
取決於你自己的要求

- 財務報表分析  
(Financial statement review)
- 比率分析  
(Ratio analysis)

×

- 時序、趨勢比較  
(Time-series or trend analysis)
- 同業比較  
(Cross-sectional analysis)

- 注意**定性分析**中發現的要點
- 無論如何,分析不僅是集中
  - 某一數字 (not only one figure)
  - 某一報表 (not only one statement)
  - 某一期間 (not only one period)
  - 某一企業 (not only one company)

© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

37

## Analysis – Ratio Analysis

投資者的回報  
(Returns to Investors)

### Selected ratio for reference

Return on Equity (ROE) (股東權益回報)  
= 淨利潤 (profit) ÷ 總權益 (total equity)

盈利能力  
(Profitability)

Net Profit Margin (利潤率)  
= 淨利潤 (profit) ÷ 營業額 (turnover)

資產運用  
(Use of Assets)

Asset Turnover (資產周轉率)  
= 營業額 (turnover) ÷ 總資產 (total assets)

資本結構/財務杠杆  
(Gearing)

Assets to Equity (總資產/股東權益)  
= 總資產 ÷ 總權益  
(total assets) ÷ (total equity)

流動性  
(Liquidity)

Current ratio (流動比率)  
= 流動資產 ÷ 流動負債  
(current assets) ÷ (current liabilities)

© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

Source: Auditing and Assurance in HK (2017), Dr Peter Lau and Mr Nelson Lam 38

## Analysis – Ratio Analysis

投資者的回報  
(Returns to Investors)



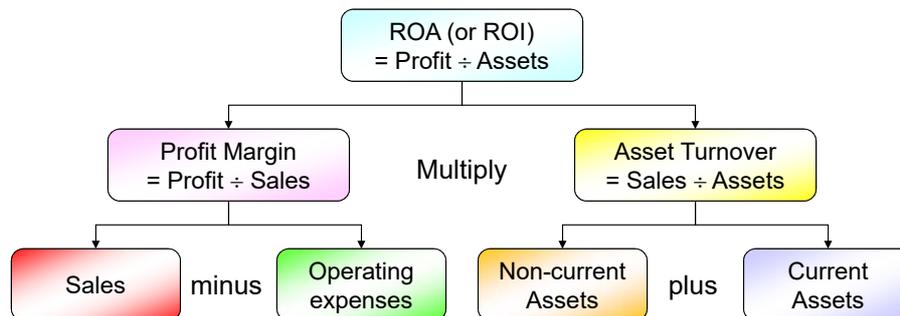
同業比較

一般採用的比率 (Common ratio used)

- 市賬率 (Price-to-book ratio)
  - 以股價除以每股帳面值
    - 市賬率愈大，代表股價愈貴
    - 市賬率愈小，代表股價愈便宜
- 市盈率 (Price-earning ratio)
  - 以股價除以每股盈利
    - 市盈率愈大，代表股價愈貴
    - 市盈率愈小，代表股價愈便宜
- 股東權益回報 (Return on equity)
  - 以利潤除以權益

## Analysis – Ratio Analysis

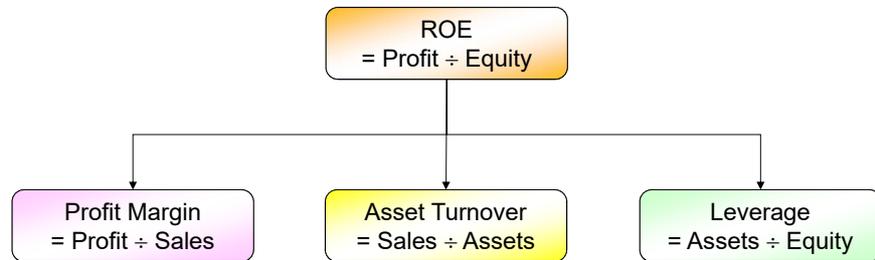
Du Pont Formula



- The strength of the Du Pont Formula is that it includes both of the main reports for an organisation:
  - Resource use (Profit and loss account)
  - Resource level (Balance sheet)

## Analysis – Ratio Analysis

### Du Pont Formula



- The strength of the Du Pont Formula is that it includes both of the main reports for an organisation:
  - Resource use (Profit and loss account)
  - Resource level (Balance sheet)



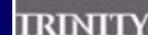
## Comprehensive Illustration



### Case

- Trinity Limited (利邦控股有限公司, 891)
  - Listed in November 2009
  - principally engaged in the retailing of premium menswear in Greater China and Europe as well as licensing of its major brands globally.
  - manages five international menswear brands, namely Gieves & Hawkes, Kent & Curwen, Cerruti 1881, D'URBAN and Hardy Amies.
  - Other than the self-owned brands Gieves & Hawkes, Kent & Curwen and Cerruti 1881, the Group's licensed brands are operated under long term renewable licences in Greater China.

## Comprehensive Illustration



### Case

HK\$ million	2010	2011	2012
Sales	2,011	2,607	2,801
Cost of goods sold	460	504	615
Gross profit	1,552	2,104	2,186
Profit for the year (after tax)	341	513	540
Shareholders' equity	2,251	3,253	3,461
Inventories	421	605	664
Gross profit ratio/margin	77%	81%	78%
Net profit ratio/margin	17%	20%	19%
Return on equity (based on average capital employed)	16%	19%	16%
Inventory turnover (times)	1.1	1.0	1.0
Inventory turnover period (days)	302	372	377

## Comprehensive Illustration

TRINITY

Case				
HK\$ million	2010	2011	2012	2013
Sales	2,011	2,607	2,801	2,696
Cost of goods sold	460	504	615	660
Gross profit	1,552	2,104	2,186	2,036
Profit for the year (after tax)	341	513	540	308
Shareholders' equity	2,251	3,253	3,461	3,440
Inventories	421	605	664	685
Gross profit ratio/margin	77%	81%	78%	76%
Net profit ratio/margin	17%	20%	19%	11%
Return on equity (based on average capital employed)	16%	19%	16%	9%
Inventory turnover (times)	1.1	1.0	1.0	1.0
Inventory turnover period (days)	302	372	377	373

© 2008-2017 Nelson Consulting Limited 45

## Comprehensive Illustration

TRINITY

Story of 2014 not yet ended .....

### 《壹週刊》2014年3月20日

#### 《馮國經能醫不自醫？》

- 利邦業績公佈中，有提供存貨週轉天數，所以大家不用自己計算。今年（2013年）是373日，去年（2012年）是378日，代表現有帳面值6.8億港元的存貨，要超過一年才能完全售出.....
- 而過去兩年製成品都佔存貨的八、九成。這麼長的存貨週轉天數、或這麼高的製成品數字，在利邦可算是常態，但這又是否合理？
- 試想想作為消費者，大家走進高級服裝店時，會否購買已生產了超過大半年的「時裝」？如果不會，那些存貨是否需要做撥備？以環球供應鏈管理見稱的利豐，其同一集團下的利邦，卻恆常擁有相對龐大的存貨，現象真有趣！

© 2008-2017 Nelson Consulting Limited 46

## Comprehensive Illustration



Case

HK\$ million	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Sales	2,011	2,607	2,801	2,696	2,624	1,914
Cost of goods sold	460	504	615	660	681	529
Gross profit	1,552	2,104	2,186	2,036	1,943	1,385
Profit for the year (after tax)	341	513	540	308	161	(89)
Shareholders' equity	2,251	3,253	3,461	3,440	3,397	3,191
Inventories	421	605	664	685	612	592
Gross profit ratio/margin	77%	81%	78%	76%	74%	72%
Net profit ratio/margin	17%	20%	19%	11%	6%	-5%
Return on equity (based on average capital employed)	16%	19%	16%	9%	5%	-3%
Inventory turnover (times)	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
Inventory turnover period (days)	302	372	377	373	348	416

© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

47

## Comprehensive Illustration



Case

HK\$ million	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Sales	2,011	2,607	2,801	2,696	2,624	1,914
Cost of goods sold	460	504	615	660	681	529
Gross profit	1,552	2,104	2,186	2,036	1,943	1,385
Profit for the year (after tax)	341	513	540	308	161	(89)
Shareholders' equity	2,251	3,253	3,461	3,440	3,397	3,191
Inventories	421	605	664	685	612	592

© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

48

# Comprehensive Illustration

TRINITY

Case

HK\$ million	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Sales	2,011	2,607	2,801	2,696	2,624	1,914
Cost of goods sold	460	504	615	660	681	529
Gross profit	1,552	2,104	2,186	2,036	1,943	1,385
Profit for the year (after tax)	341	513	540	308	161	(89)
Shareholders' equity	2,251	3,253	3,461	3,440	3,397	3,191
Inventories	421	605	664	685	612	592
Sales growth rate	22%	30%	7%	-4%	-3%	-27%
Gross profit growth rate	28%	36%	4%	-7%	-5%	-29%
Net profit growth rate	90%	51%	5%	-43%	-48%	-155%
Equity growth rate	12%	45%	6%	-1%	-1%	-6%
Inventories growth rate	9%	44%	10%	3%	-11%	-3%

© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

49

# Comprehensive Illustration

TRINITY

Case

利邦 (0891.HK) 0.50 0.00 (0.00%) 市場休市 · 截至 3:31PM HKT ·



© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

50

# Comprehensive Illustration



Case

HK\$ million	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Sales	2,011	2,607	2,801	2,696	2,624	1,914	1,777
Cost of goods sold	460	504	615	660	681	529	564
Gross profit	1,552	2,104	2,186	2,036	1,943	1,385	1,213
Profit for the year (after tax)	341	513	540	308	161	(89)	(441)
Shareholders' equity	2,251	3,253	3,461	3,440	3,397	3,191	2,701
Inventories	421	605	664	685	612	592	505
Sales growth rate	22%	30%	7%	-4%	-3%	-27%	
Gross profit growth rate	28%	36%	4%	-7%	-5%	-29%	
Net profit growth rate	90%	51%	5%	-43%	-48%	-155%	
Equity growth rate	12%	45%	6%	-1%	-1%	-6%	
Inventories growth rate	9%	44%	10%	3%	-11%	-3%	

© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

51

## 今天的分享



分析的風險

Full Version of Presentation can be found in:

[Facebook.com/NelsonCFA](https://www.facebook.com/NelsonCFA)

The Zoroastrian Atash Behram of Yazd @ Iran ©2013  
© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

52



Turkey

Photo taken by Stephanie and Nelson © 2015

# 埋在沙堆中的電盈

Case

《壹週刊》 2015年2月19日



- 2014年，電盈稅前溢利微升不足1億元或3%
  - 業績亦包括收購CSL後的業績
- 如以CSL在2013年6月止稅前溢利12億元作推算，電盈在全面收購CSL後得來的稅前溢利應不少於7億元
  - 假設電盈並沒有收購CSL，從而沒有CSL的溢利貢獻，再加上如沒有出售附屬公司的收益，電盈的稅前溢利豈不是倒退約2成？
  - 電盈收益的升幅豈不是又是來自收購CSL？

# 埋在沙堆中的電盈

Case

《壹週刊》2015年2月19日



香港新界將軍澳  
將軍澳工業邨  
駿盈街八號一樓  
《壹週刊》  
編輯先生

編輯先生：

您好！本公司就林智遠先生刊載於日期為2015年2月19日《壹週刊》一篇有關電訊盈科年度業績的文章，謹此闡述如下。

我們特別關注到，林先生在結論中認為，如果沒有收購CSL，電訊盈科所錄得的除稅前溢利將會下跌19%，我們謹此指出，上述分析並未考慮若干主要事項，包括收購相關的額外融資成本、收購CSL資產所帶來的額外折舊及攤銷開支，以及整合網絡的若干一次性折舊開支。撇除上述各因素後，2014年的正常化除稅前溢利（若不計算CSL及盈大地產出售物業事項）實則比2013年增長3%。

此外，我們亦指出，流動資產淨值於2014年減少逾逾幣24億元，主要是由於我們根據一般會計慣例，將若干債券及銀行貸款按其相關的到期情況由長期負債重新分類為短期負債，致使流動資產淨值相應減低，事實上，電訊盈科手上有充裕的資金及未動用的銀行信貸安排，而本集團亦有計劃以較長期的債務進行再融資，使流動資產淨值回到較高的水平。

電訊盈科  
集團傳訊專務主任

陳志強

陳志強 謹啟

2015年2月17日

# 對電盈的兩個認同數個ASK

Case

- 週前分析是2月16日出版，電盈一日內就來函，回應迅速，令人受寵若驚
- 電盈來函指出兩週前分析「未考慮到若干主要事項」，不知電盈是否忽略了分析中已指出：「電盈並沒有提供CSL貢獻的收益和溢利數字」？
- 電盈中期報告原認為「量化並不實際」的數字，為何一日內卻可「以合理的基礎予以量化」並回覆編輯？
- 以提高透明度和企業管治角度看，電盈相關資料可與編輯分享，是否也可提供給投資者？
- 沒人與大家分享，就由《壹計就明》來分享吧！

《壹週刊》2015年3月5日



# 被人尋仇

Case

《壹週刊》2015年7月9日



- 當有一人提出一疑問，你不太在意；
- 當不同人先後提出同一疑問，甚至讀者也很關心，同樣來信詢問：「你經常揭穿上市公司的會計陷阱，怕不怕得罪人？有沒有試過被人尋仇？」
- 以數字、證據及事實來分析可以是忠言，也可被指是爆陰毒，更何況「忠言逆耳」，難怪令大家擔心。
- 很感激大家關心，也高興分享，暫時仍未覺有人來尋仇，僅久不久收到一些溫馨的回應。
- 忠言的代價或是被抹黑，或是屈原，或是比干，但也並不重要；重要的是，無悔大家的期望和信任。

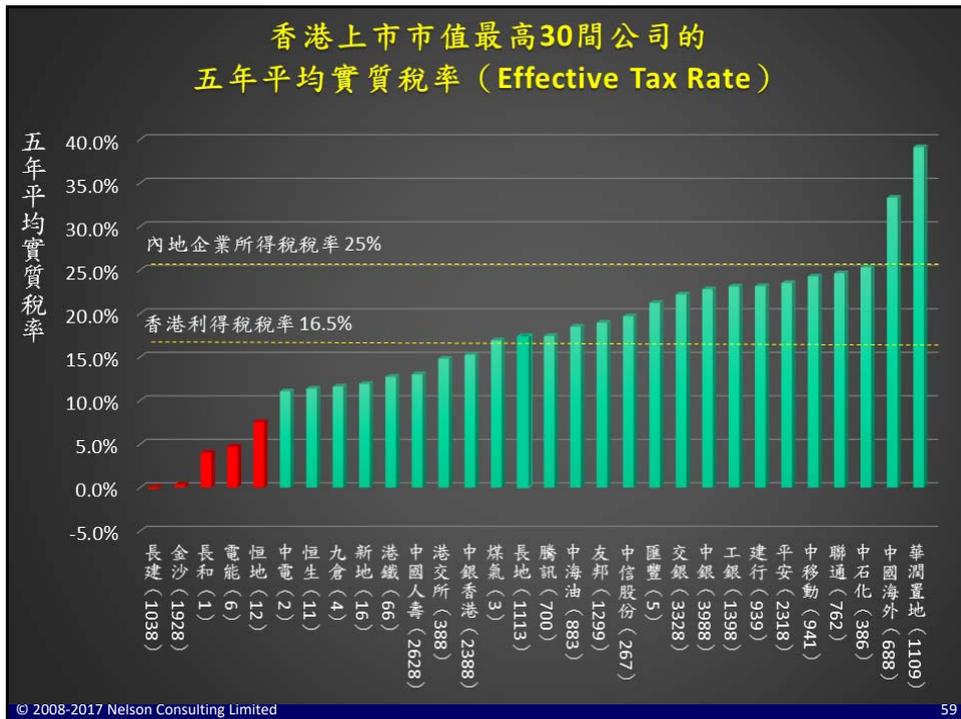
# 實質稅率最低的大企業係.....

Case

《壹週刊》2016年6月30日

《實質稅率最低的大企業係.....》





## 實質稅率最低的大企業係 .....

**Case**

《壹週刊》2016年6月30日  
《實質稅率最低的大企業係 .....

30間市值最高公司中 最低實質稅率的五間公司	五年平均 實質稅率	2015年 實質稅率	2014年 實質稅率
長江基建 (1038)	-0.1%	-0.1%	0.1%
金沙中國 (1928)	0.3%	0.8%	0.3%
長和 (1)	4.0%	6.1%	2.4%
電能實業 (6)	4.7%	-0.1%	0.0%
恒基地產 (12)	7.5%	6.3%	8.3%

壹計就明  
實質稅率最低的大企業係 .....

根據及物價營業稅率的稅務政策...

最近五年中四年有連續進入  
前25名最低實質稅率公司名單。最高實質稅率公司  
(包括香港及內地)的實質稅率，平均計算近五年的實質稅  
率，雖然大部分公司(18間)的五年平均實質稅率，都介  
乎1%至11%。近五年平均實質稅率最低10%的公司，是在以  
下五間公司：

公司名稱	五年平均 實質稅率	2015年 實質稅率	2014年 實質稅率
長江基建 (1038)	-0.1%	-0.1%	0.1%
金沙中國 (1928)	0.3%	0.8%	0.3%
長和 (1)	4.0%	6.1%	2.4%
電能實業 (6)	4.7%	-0.1%	0.0%
恒基地產 (12)	7.5%	6.3%	8.3%

在過去五年平均實質稅率最低的五間公司中，有  
四間公司來自香港，包括長和(1)和恒地(12)在內。有兩  
間來自內地，即長沙(1928)和長和(1)。在過去五年中，有兩  
間公司實質稅率，即四年來最低實質稅率公司，即  
長和(1)。

當然，計算實質稅率時，亦在計算及不公平的  
地方。首先，以金沙(1928)為例，除了賺利得稅外，還  
要扣除中國利得稅，而該公司亦在過去五年中，計  
入2015年，金沙的實質稅率中，其稅率亦由36%降至  
11%。

其次，恒地(12)的實質稅率亦受一些利得稅支出，  
並未完全公平地計算，以計算其稅率。雖然該公司  
符合上述的實質稅率及稅務政策，但該公司亦在實  
際的計算中，若將利得稅扣除則該公司符合上述  
之實質稅率。此外，恒地(12)在過去五年中，計  
入2015年，恒地的實質稅率中，其稅率亦由36%降至  
11%。

所以，恒地(12)的實質稅率中，其稅率亦由36%降至  
11%。

所以，恒地(12)的實質稅率中，其稅率亦由36%降至  
11%。

© 2008-2017 Nelson Consulting Limited 60



# 交稅高低也要公平

Case



## 《壹週刊》 2016年7月28日 《交稅高低也要公平》

- 《壹計就明》上月一篇文章雖沒有媒體蜂擁報導，卻受到本刊社長楊懷康及名筆左丁山的關顧，在他們專欄先後具名引用 ....
- 2014年逾一億英鎊來自英國的 Facebook，英國賬目卻虧損，須繳付英國所得稅僅 4,327 英鎊。此稅付消息不但引發媒體廣泛報導及質疑，而且最後使 Facebook 在今年決定自願改變會計安排 ..... 稅務負擔將因此增加數以百萬英鎊計。
- 在歐洲，面對 Facebook 同樣情況的企業罄竹難書，包括蘋果及谷歌等。
- 多國因反避稅而徵收的稅項，甚至被戲言為「谷歌稅」(Google tax)。

# 交稅高低也要公平

Case



## 《壹週刊》 2016年7月28日 《交稅高低也要公平》

- 你我今天都營營役役工作，賺取微薄收入而仍要交稅之時，有大企業 10 年來大賺千億，而現金流量卻是淨收稅數以千萬計，令人佩服，卻情何以堪！
- 企業透過地域之間的稅例差異，將利潤轉移到不同地域，藉此減低稅務負擔，被稱為「稅基侵蝕及利潤轉移」(Base Erosion and Profit Shifting)，簡稱 BEPS。
- 自 2013 年，經合組織 (OECD) 就提出方案針對 BEPS，希望建立新國際稅務標準；2015 年，20 國集團 (G20) 終通過經合組織的應對 BEPS 方案；上月 (2016 年 6 月)，香港亦承諾落實相關方案的包容性框架。

# 交稅高低也要公平

Case



## 《壹週刊》2016年7月28日 《交稅高低也要公平》

- 應對 BEPS 方案目的包括：
  - 確保跨國企業就其利潤承擔應繳稅款
  - 及避免地域之間就企業利潤出現「雙重不徵稅」的漏洞等。
- 首先，香港政府中文公報用「應繳稅款」，翻譯英文公報中的「pay a fair share of taxes」，似未反映真意，中文用「應繳一個公平份額的稅款」應較精準，亦較能反映 Facebook 等經驗。
- 其次，假如企業有分店不在港，不在港分店不用在港交稅，難道也不用在分店所在地交稅？那麼又是否「雙重不徵稅」？

# 交稅高低也要公平

Case



## 《壹週刊》2016年7月28日 《交稅高低也要公平》

- OECD 提出的新國際稅務標準亦包括自動交換資料，上月底生效的香港稅務修訂條例，就是為此而訂立 .....
- 新國際稅務標準未必會影響沒有海外護照而又長期居港的人士，但對於其他人及跨國企業，將有深遠影響。大家有需要，要問問專業人士，不是名筆說了不用交稅，就是不用交稅。
- 陶醉過去的實境，不知國際標準已變，後果可能非常嚴重！

# 今天的分享



The Zoroastrian Atash Behram of Yazd @ Iran ©2013  
© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

更平等的股票必勝法

Full Version of Presentation can be found in:

[Facebook.com/NelsonCFA](https://www.facebook.com/NelsonCFA)

67



Stonehenge @ U.K.

Photo taken by Stephanie and Nelson © 2016

# 更平等的股票必勝法

Case

聯旺集團 (8217.HK) - HKSE

15.800 +0.820(5.474%) 02月27日, 星期一, 15:42

上市配股價0.26 港元，  
對比 2017 年 2 月 27 日收市價，  
升了 60 倍

請輸入股票編號 載入圖表 比較 事件 技術分析 圖表

2016年4月14日: 8217.HK 11.60



© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

69

# 更平等的股票必勝法

Case

- 喬治奧威爾作品《動物農莊》有一名句：  
「所有動物皆平等，  
但有些動物比其他動物更平等。」
- 以創業板新股的上市價，對比其上週  
(2015 年 5 月 1 日) 收市價，發現  
2015 年首季 9 隻新股中
  - 僅有 1 隻下跌，是東方大學 (8067)  
微跌 2%
  - 其餘 8 隻都上升，由最少升 25%，  
到最多升接近 13 倍的揚科 (8140)  
及惠陶 (8238)，平均上升超過 4 倍
  - 2014 年所有 19 隻創業板新股更全是  
上升，最少升 7%，最多升接近 30 倍  
的冠輝保安 (8315)，平均上升超  
過 5 倍

《壹週刊》2015 年 5 月 7 日  
《更平等的股票必勝法》



© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

70

# 更平等的股票必勝法

## Case

- 以創業板新股的配股價，對比其首日開市價，發現
  - 2015年首季9隻新股，平均上升3.5倍，最多升7.5倍，最少也升9%；
  - 2014年18隻新股，平均升2.5倍，最多升6倍，最少升20%。
- 經選定的投資者，可說穩賺不蝕。
- 2014年以來，創業板僅有藍港（8267）一隻新股，非全以配售上市，巧合地其上市價對比其首日開市價僅升0.1%，與其他新股股價表現，真有天淵之別。
- 不能以配售價買入創業板新股，您或想在公開市場買入，模擬「股票必勝法」。那麼，您就要非常認真地想想！

## 《壹週刊》2015年5月7日 《更平等的股票必勝法》



# 更平等的股票必勝法

## Case

## 《壹週刊》2017年1月19日 《星光熠熠創業板》

- 翠如BB股，
  - 提供土木工程及投資控股的聯旺
  - 招股章程顯示一年收益2.7億港元，溢利率僅7%，一年溢利亦是1,800萬港元
- 以上市配股價0.26港元計算，上市時市值3.2億港元，引申市盈率是18倍，估值亦不算便宜
- 聯旺最新去年9月底中期業績顯示，半年溢利仍不足800萬港元，連續兩季溢利都約400萬港元



# 更平等的股票必勝法

Case

## 《壹週刊》2017年1月19日 《星光熠熠創業板》

- 上市首日收市，聯旺股價已較配股價高出14倍
- 之後兩日更升至最高14.2港元，較配股價高出54倍
- 最高更升至26港元，較配股價高出接近100倍，市值達310億港元，較恆指成份股利豐(494)298億港元的市值更高，但利豐一年溢利逾4億美元!
- 創業板最高市值股份，更是2016年全球最佳表現新股
- 不過，以2016年溢利計算，聯旺市盈率竟達3,689倍
- 若以最新中期業績溢利計算，聯旺市盈率仍高達1,989倍



73

# 更平等的股票必勝法

Case

## 《壹週刊》2017年1月26日 《股壇聯合聲明》



- 分享了《星光熠熠創業板》的週五，證監會及聯交所竟像要回應分析及故事般，發布《有關創業板股份股價波動的聯合聲明》
- 證監會及聯交所的聯合聲明，直接及間接引證了《壹計就明》2015年的分析，他們用了類似的比較，以2015年及2016年的數據，分析了創業板新股上市後的股價波動，發現的結果亦大同小異，上市首日股價狂升，上市後股價江河日下，
  - 甚至「在2015年首日升幅最大的十隻創業板股份中，有一半的股價在一個月內從最高位急跌逾90%」，
  - 而「平均在一個月內從最高位下跌47%」。

74

# 更平等的股票必勝法

Case

《壹週刊》2017年1月26日  
《股壇聯合聲明》



© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

75

- 緊隨聯合聲明，證監會同時發出了一份指引，期望亡羊補牢，「向保薦人、包銷商及配售代理闡明，他們為在創業板新上市股份安排上市及配售時應達到的操守標準」。
- 指引雖然遲來，但遲做好過什麼也不做。
- 然而，一份「操守標準」指引，就可改善根深蒂固的「市場運作」？
- 就可教化那些「穩賺無賠」的更平等投資者？

# 更平等的股票必勝法

Case

《壹週刊》2017年1月26日  
《股壇聯合聲明》



© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

76

- 來到2月.....
  - 「股壇聯合聲明」發佈後，三隻創業板新股延後上市
  - 重點不是證監有否嚴打或叫停，重點是三間都一收到「創業板上規條第11.23條的規定作出查詢」，就決定延後上市。一問就縮？點解？
  - 駿傑首日上市（8188），中午遭證監會勒令停牌，停牌前該股收報3.47元，較配售價0.54元高5.4倍

# 今天的分享



The Zoroastrian Atash Behram of Yazd @ Iran ©2013  
© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

大歷史 · 大趨勢

Full Version of Presentation can be found in:

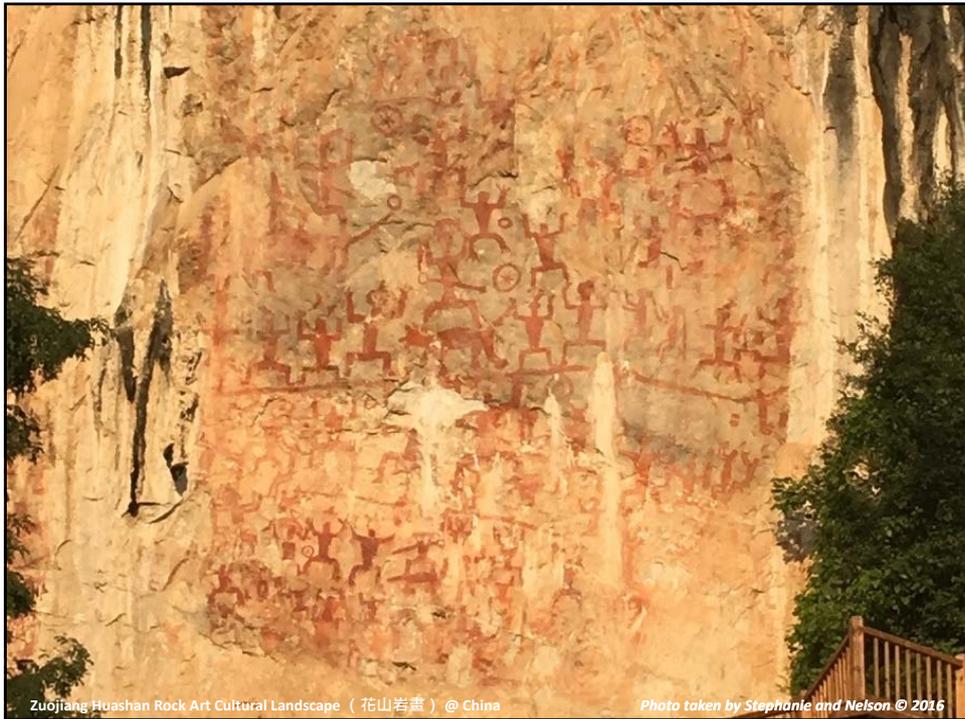
[Facebook.com/NelsonCFA](https://www.facebook.com/NelsonCFA)

77



Detian Falls (德天瀑布) @ China

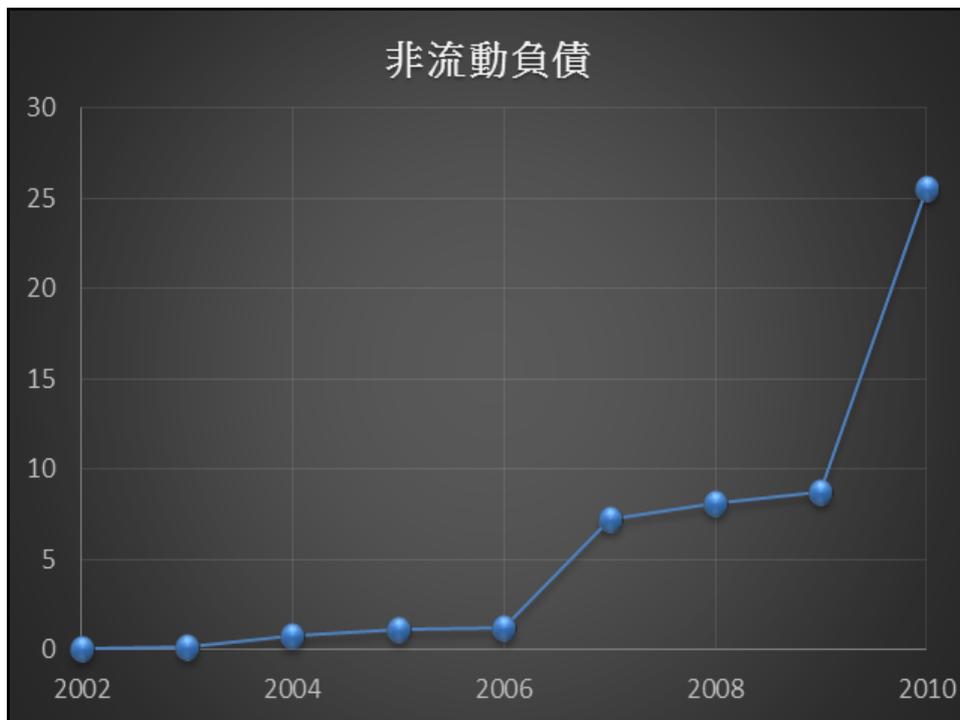
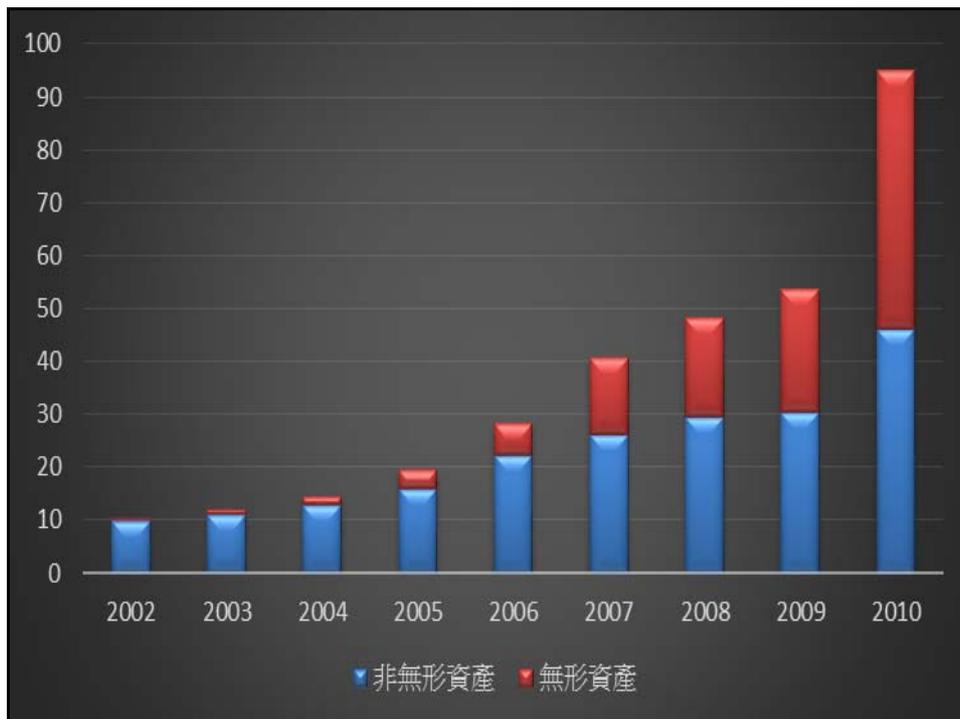
Photo taken by Stephanie and Nelson © 2016



## 收購之後 • 雙面刃 (IFRS 3)

Case





## 收購之後 • 雙面刃 (IFRS 3)

Case

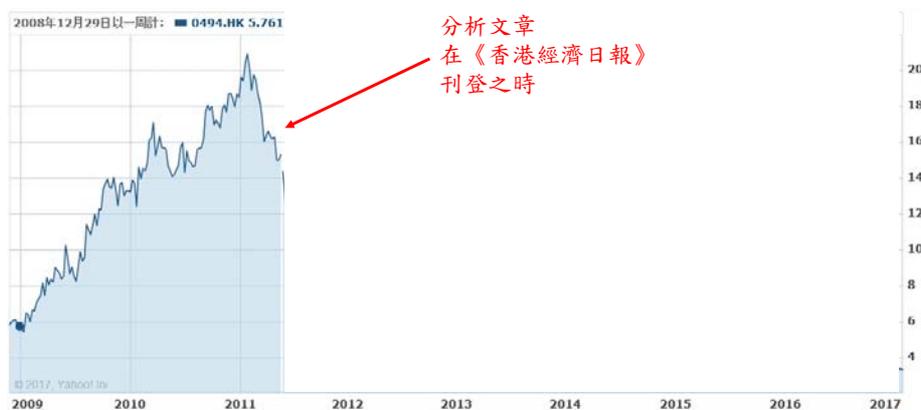
	無形資產 (億美元)	非流動負債 (億美元)	權益總額 (億美元)	淨有形資產 (即淨資產扣 除無形資產) (億美元)	非流動負債 對權益比率
2002	0.4	0.1	4.9	4.4	2%
2003	0.8	0.1	5.4	4.6	2%
2004	1.7	0.8	6.0	4.3	13%
2005	3.6	1.1	5.9	2.3	19%
2006	6.0	1.2	10.5	4.5	11%
2007	14.6	7.3	12.6	-2.0	58%
2008	18.7	8.2	17.1	-1.6	48%
2009	23.3	8.7	22.6	-0.7	39%
2010	48.8	25.5	36.2	-12.6	70%

© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

83

## 收購之後 • 雙面刃 (IFRS 3)

Case



© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

84

# IFRS 3 – 蘋果日報 (2011.5.28)

**藍籌首見 利豐瑞銀駁火**

罕有發通告還擊 斥報告內容失實

**利豐瑞銀駁回收購瑞銀觀點**

瑞銀	利豐
1 在新會計制度下，當利豐收購的項目出現不確定時，購入代價應得調整時，應由收購者多支付的代價，當可收回金額發生時作為盈利，而獲認的瑞銀不須要接受價值測試。	瑞銀是錯誤的，新會計在每年利豐價值發生時，都要進行價值測試。
2 利豐採納新會計，容許集團把與收購外支付的收購代價轉為盈利。	瑞銀有這項規定，會計準則不允許將收購的債務轉為收購代價轉為盈利，如代價的公平價值變動，是需要在損益表中反映出來，但這是集團必須性應用的準則，採納與否並非為管理層的酌情選擇。
3 利豐收購後的首兩個月錄得500萬美元虧損。	瑞銀不正確，利豐收購後兩個月，為利豐帶來500萬美元的除稅前盈利，報告所說的500萬美元虧損，其實是利豐的附屬公司在收購後的核心經營業績，不代表利豐的整體業績。
4 估計利豐在2011/2013年度，每份別有5種收購代價轉為盈利的資本應有收購代價，最後轉化為盈利。	截至現時為止，利豐沒發現任何說說收購內置變換，即可將更合理的收購代價，不理解的收購代價。

© 2008-2017 Nelson Consulting Limited 85

**& L&F?**

UBS Securities Asia Ltd. states that

- The accounting rule states all payments to purchase a business are to be recorded at fair value at the acquisition date, with contingent payments classified as debt (under balance of purchase consideration payable), subsequently remeasured through the consolidated profit and loss account. (25.5.2011)

– Contingent consideration shall be measured at fair value

- Step acquisition shall be measured by a different

Li & Fung issued a clarification announcement on 27.5.2011 and stated:

- It is stated on page 11 of the Report that ..... "L&F has recently adopted a new accounting rule, HKFRS 3 (revised). This potentially allows companies to convert earn-out payments to earnings".
- These statements are misleading ..... It is not optional .....

© 2008-2017 Nelson Consulting Limited 86

Method of accounting

UBS Securities Asia Ltd. states:

- Under the new accounting rule, **goodwill** associated with the acquired operation **will not be impaired** ..... (See the appendix section for more detail)
- ..... **goodwill is not tested annually for impairment** or **when there are indications of impairment**. (25.5.2011)

including:

- Non-controlling measured at
- **Goodwill can** incorporate the goodwill of non-controlling

Li & Fung clarified on 27.5.2011 that:

- It is also stated on page 23 of the Report that "goodwill is not tested annually for impairment or when there are indications of impairment".
- These statements **are all fundamentally incorrect**.

IFRS 3 (revised 2007) states:

- The acquirer **measures goodwill** at the amount recognised at the acquisition date **less any accumulated impairment losses**.
- IAS 36 Impairment of Assets** prescribes the accounting for impairment losses. (IFRS 3.63a)

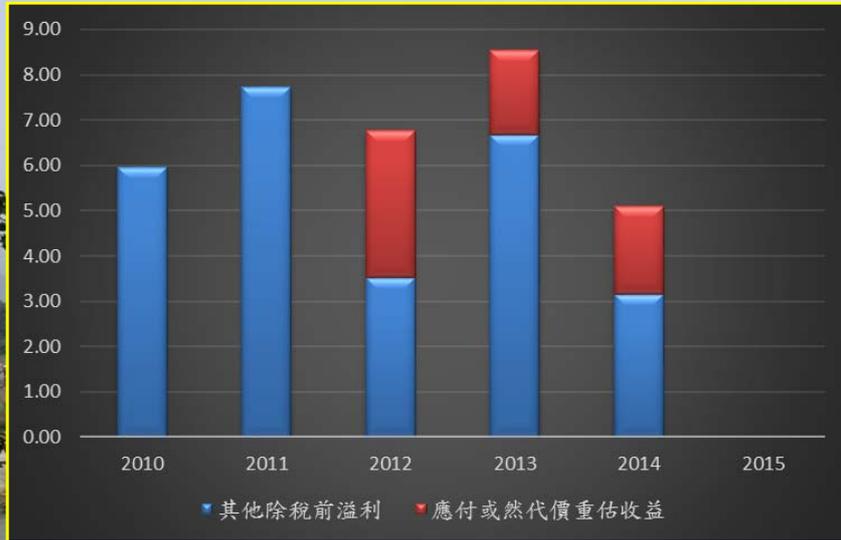
## 收購之後 • 雙面刃 (IFRS 3)

### Case

	無形資產 (億美元)	非流動負債 (億美元)	權益總額 (億美元)	淨有形資產 (即淨資產扣 除無形資產) (億美元)	非流動負債 對權益比率
2009	23.3	8.7	22.6	-0.7	39%
2010	48.8	25.5	36.2	-12.6	70%
2011	65.3	33.3	39.3	-26.0	85%
2012	70.6	30.1	51.4	-19.2	59%
2013	76.1	28.3	55.5	-20.6	51%
2014	43.5	16.7	31.1	-12.4	54%

# 收購之後 • 雙面刃 (IFRS 3)

Case



© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

89

# 收購之後 • 雙面刃 (IFRS 3)

Case

《壹週刊》 2014年8月28日

**不願見到的收益** 會計就明

【本報記者 吳曉明報導】收購後存貨有所增加，收購後以定資本之一端上，公司並不獲下，這正是收購後存貨和應付或然代價重估收益，是向收購者不獲下，這正是收購後存貨和應付或然代價重估收益。

利豐有限公司 (U & Rung Ltd.) 2014年中期業績公佈，顯示其除稅前溢利為7.8億元，較去年同期增加11%。然而，該公司亦錄得應付或然代價重估收益1.2億元，這部分收益在計算應付或然代價重估收益時，被視為一項非經常性收益。

利豐公司表示，應付或然代價重估收益的產生，主要是由於收購後存貨的增加，以及收購後以定資本之一端上，公司並不獲下，這正是收購後存貨和應付或然代價重估收益。

利豐公司表示，應付或然代價重估收益的產生，主要是由於收購後存貨的增加，以及收購後以定資本之一端上，公司並不獲下，這正是收購後存貨和應付或然代價重估收益。

© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

90

# 收購之後 • 雙面刃 (IFRS 3)

Case

《壹週刊》2014年8月28日

- 「應付或然代價重估收益」(Contingent Consideration)表示預期要交付的代價負擔減少，所以在會計上，是損益表之收益，亦成了利豐溢利增長的救命草；
- 從另一角度看，這收益實際反映，是收購未達盈利標準的預期提高，或是當年收購的估價太高，所以在商業上，是投資者不願見到之利益，亦是收購未達盈利標準的預警。
- 再者，即使有收益，但收購未達標或估價太高，利豐管理層又是否需要為收購商譽作出減值？

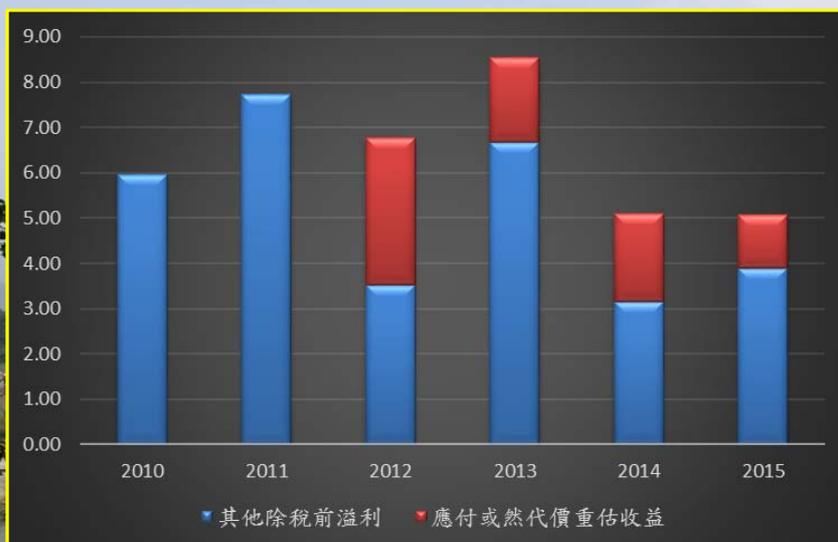


© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

91

# 收購之後 • 雙面刃 (IFRS 3)

Case



© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

92

# 收購之後 • 雙面刃 (IFRS 3)

Case



《壹週刊》 2017年2月26日

- 終於，隨著上週五恒生指數季度檢討有了結果，吉利汽車（175）將在3月取代利豐（0494）成為恒指成份股，利豐將不再是「藍籌股」了。
- 利豐過去都是不斷擴充 ..... 是以溢價收購方式來擴展業務規模和擴大市場佔有率。
- 一轉眼已六個年頭，假如投資者在2011年初已擁有利豐股份，並持有到今天，股份股價在不斷下跌，已跌了逾八成 .....

© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

93

# 收購之後 • 雙面刃 (IFRS 3)

Case



© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

94

## 酌情遞延等於永久？

- Perpetual bonds, may also be termed as perpetual capital instruments, or perpetual capital securities
  - Extensively issued by mainland property companies, including Evergrande (3333), Agile (3393) and some blue-chips, including Li & Fung (494)
  - 2014 Annual Report of Li & Fung:  LI & FUNG LIMITED
    - On 8 November 2012, the Company issued perpetual subordinated capital securities (the “Perpetual Capital Securities”) with an aggregate principal amount of US\$500 m (shareholders’ equity: US\$2,598 m).
    - The Perpetual Capital Securities do not have maturity date and the distribution payments can be deferred at the discretion of the Co. ....
- Therefore, the Perpetual Capital Securities are classified as equity instruments and recorded in equity in the consolidated balance sheet.

## IAS 32 – Presentation

Presentation from the perspective of the issuer on

Liability and equity

Compound financial instruments

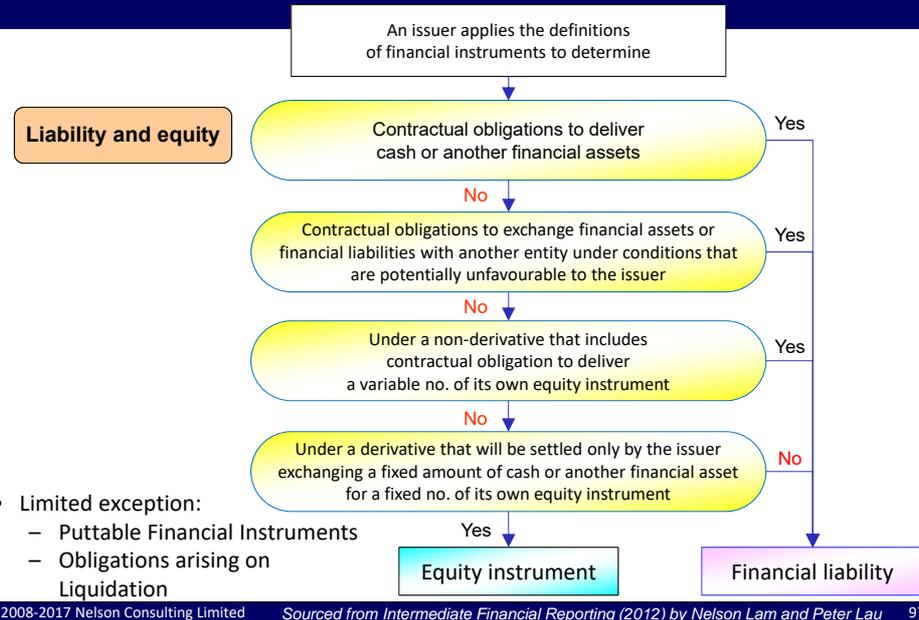
Treasury shares

Interests, dividends, losses and gains

Offsetting

- The issuer of a financial instrument shall classify the instrument, or its component parts, on initial recognition as
  - a financial liability,
  - a financial asset or
  - an equity instrument
 in accordance with
  - the substance of the contractual arrangement and
  - the definitions of a financial liability, a financial asset and an equity instrument. (*assess the substance*)

# IAS 32 – Presentation



## 酌情遞延等於永久？

### Case

- 根據雅居樂解釋，所謂永久資本證券是「並無屆滿日期，而分派金額可由本公司酌情遞延派付」，因此永久資本證券沒有分類為負債，只分類為股本工具，並列作權益。
  - 分派金額可由企業「酌情遞延派付」的證券，是否就是國際和香港會計準則第 32 號中「沒有交付現金的合同義務」，可列作權益？
  - 「酌情遞延」等同「沒有合同義務」？
  - 等同「永久」、「天長地久」？
  - 想怕是會計問題，也是文字訓詁問題！

### 《壹周刊》2014年5月15日



# 發債變出收益

Case

《壹週刊》2014年9月18日

- 滙源2014年中期業績微小盈利，不用虧損，收益表的2.7億元人民幣的「可換股債券嵌入式衍生工具公平值變動產生的未變現收益」不可或缺。

➢ 究竟這收益是什麼？

# 發債變出收益

Case

《壹週刊》2014年9月18日

- 企業發行可換股債券，
  - 如換股權中有衍生工具特性，例如換股權價格可以調整，那換股權就是「可換股債券嵌入式衍生工具」，在資產表中是要獨立以公平值計量；
  - 公平值變動反映在收益表中，就成了「公平值變動產生的未變現收益」。

# 發債變出收益

Case

《壹週刊》2014年9月18日



- 匯源有兩項可換股債券，新的一項因匯源急需資金，以超過兩成折讓，在今年3月底發行給新加坡淡馬錫，本金1.5億美元，公平值1.9億美元。
  - 債券中的嵌入式衍生工具入賬淨值是3億元人民幣，
  - 到了6月底，公平值只剩4,400萬元人民幣，大跌85%，
  - 2.6億元人民幣的變動就成了「未變現收益」。

# 發債變出收益

Case

《壹週刊》2014年9月18日



- 嵌入式衍生工具公平值，與股價息息相關。
  - 建議發行可換股債券給淡馬錫前一天，匯源股價6.12港元是近兩年最高收市價，可換股債券的初始換股價是7港元，溢價14%；
  - 到6月底，股價下跌至3.76港元，溢價變成86%。上週五，匯源股價再跌至3.24港元，淡馬錫持有的換股權可能已是「極價外」(deep-out-of-money)。
  - 匯源和財務顧問掌握時間的準確，淡馬錫或只可自嘆不如！

# 發債變出收益

Case

《壹週刊》2014年9月18日



- 發債短短 3 個月，滙源就從發債及股價下跌中產生收益，使到業績由虧變盈。
- 股價大跌，嵌入式衍生工具公平值也大跌，反映在收益表中，造成一弔詭情況：
  - 滙源股價跌，滙源將有收益；
  - 反之，滙源股價升，滙源將有虧損。
- 那麼，管理層是希望股價升？還是希望股價跌？

© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

103

# 發債變出收益

Case

匯源果汁 (1886.HK) 2.60 -0.01 (-0.38%) 市場休市 · 截至 3:59PM HKT ·



© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

104

## 今天的分享



The Zoroastrian Atash Behram of Yazd @ Iran ©2013  
© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

基本分析 · 分析基本

分析的風險

更平等的股票必勝法

大歷史 · 大趨勢

財務報表以外

Full Version of Presentation can be found in:

[Facebook.com/NelsonCFA](https://www.facebook.com/NelsonCFA)

105



Angkor Wat @ Cambodia

Photo taken by Stephanie and Nelson © 2013

## Limitations and Pitfalls

1. "Much of the analysis I have described ..... will lead to questions rather than answers."
2. "Clever people rarely do anything by accident" – Read wordings in documents carefully, and query any changes in wordings or treatments
3. Read the financial statements backwards
4. Read the accounting policies and compare
5. "Screen" the financial statements using various "filters" so as to raise questions
  - a. comparing net interest income/expense with the average net cash/debt
  - b. tax charges
  - c. changes in depreciation lives and policies
6. Cash is King - identifying the company without or with little cash inflow
7. Use some multivariate analysis in predicting corporate failure
8. **"If in doubt, don't invest"**

*Accounting for Growth (1996), Terry Smith*

## Limitations and Pitfalls

1. Press releases were the key
2. "Pro forma" game - identify some unusual accounting terms in the press release
3. Gathering financial data and begin search for financial shenanigans
4. Read the auditors report - Watch for qualified opinions
5. Be wary when no audit committee exists
6. Read the financial statements and notes to financial statements
  - a. Favour company with conservative accounting policies
  - b. Be alert for aggressive or inappropriate inventory valuation
  - c. Consider pending or imminent litigation
  - d. Question long-term purchase commitments
  - e. Watch for changes in accounting policies
7. Read other documents of a company

*Financial Shenanigans (2002), Dr. Howard Schilit*

## Limitations and Pitfalls

- Behind the financial statements is its company\*
- Behind the company is its people\*
- We should look at not only quantitative but qualitative issues.

- “Good” financial statements are not necessarily reflecting a good company
- A good company is not necessary a good investment

Source from CFA Institute

© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

109

## Limitations and Pitfalls



- 分析時應注意：
  - To good to be true
  - 收入、利潤與經營現金流不相符
  - 應收賬不合理、長期未償大額應收賬
  - 大額關連交易
  - 出售固定資產、廠房或有盈利的項目
  - 改變沿用已久的會計政策
  - 結餘重撥
  - 高額借貸、高杠杆比率、利息負擔過度
  - 資產過度膨脹
  - 發現詐騙、欺詐和錯誤 .....

© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

110

# Usefulness of Fin. Statement Analysis

## SFC股票投資者調查（2006年6月）

據統計分析顯示，

- 雖然在投資獲利的股票投資者中，不論他們有否閱讀財務報告，他們的利潤情況都沒有明顯的分別
- 然而，投資失利的股票投資者中，
  - 沒有閱讀財務報告的投資者所累積的虧損（25.2%），  
卻高於有閱讀財務報告的投資者（16%）。

閱讀財務報告可以減低投資虧損？

# 星聲夢裡找風險

## Case

《壹週刊》2017年3月9日



- 往年，投資者翻開年報，都會找財務報表，看看賺蝕，計計回報，想想風險何在，而風險又不是那麼顯而易見，但總忽略附在財務報表前後而又接近千篇一律的獨立核數師報告。
- 反而，如獨立核數師報告不是那千篇一律的格式，有修正（modified）或保留意見（qualified opinion）之時，投資者或才會注意一點，看看當中的原委，想想風險是否可此中尋。
- 然而，當投資者能見到修正或保留意見的獨立核數師報告時，往往是為時已晚。

# 星聲夢裡找風險

Case

《壹週刊》2017年3月9日



- 以停牌快將兩年的漢能（556）為例，2013年及2014年的收入及應收賬都有龐大的關連交易及未收聯屬公司款項，據說此亦是漢能停牌原因之一。
- 但要找漢能核數師的相關保留意見，卻要等到漢能停牌十個月後的末期業績公告才找到。
- **今年**，投資者看獨立核數師報告時可值得花時間一看，因為獨立核數師報告根據國際審計準則的新標準，進行了一次大改革，報告更詳盡，增加了內容，提高了審計的透明度。
- 看看電訊盈科（8）及恒生（11）的年報，當中獨立核數師報告就由往年的一版紙，變了今年的八版紙。

# 星聲夢裡找風險

Case

《壹週刊》2017年3月9日



- 獨立核數師報告多了版面，革新了報告的格式，要求披露新的內容，最重要是披露「關鍵審計事項」（key audit matters）。
- 關鍵審計事項是指核數師在審計時，根據判斷，認為審計中為最重要的事項，事項應包括：
  - 較高已評估重大錯報風險的地方、
  - 重大的風險、
  - 財務報表中涉及重大管理層判斷的地方、
  - 高度估計不確定性的會計估計、及
  - 當期重大事項或交易對審計的影響等。
- 在審計時是風險，在投資亦有機會是風險！

# 有線被判死刑？

## Case

- 有線（1097）公佈全年業績，市場仍憧憬有線將被控股股東九倉（4）賣盤。怎料，九倉公佈賣盤告終；同時，九倉更是踩多一腳，拒絕再承擔有線更多資金需求。
- 九倉給市場的訊息，像是判了有線的死刑，媒體立刻一面倒報導有線的「死訊」，並為有線寫下「墓誌銘」。
- 然而，看看財務數據及細心想想，九倉真會白白讓有線撒手塵寰，落得自己血本無歸？

《壹週刊》2017年3月16日



# 有線被判死刑？

## Case

- 看看財務報表，有線的資產淨值有5億港元，互聯網及多媒體業務仍有穩定溢利，電視分部雖連年虧損，去年年報仍列出有95萬個電視客戶、17萬個寬頻上網客戶及10萬個電話客戶。
  - 選擇之一，是將有線個別業務或資產拆骨剝殼，善價而沽。
  - 其次，有線的聯屬公司奇妙電視正作最後準備，並已承諾將於今年5月啟播免費電視粵語頻道，沽出或結束其他業務，剩下免費電視業務，是另一選擇。
  - 再其次，將有線的估值打一個大折讓，賣價也應以億元計算，怎會白白讓有線瞬間壽終正寢。

《壹週刊》2017年3月16日



# 有線被判死刑？

Case

- 賣盤不成，不外乎是賣盤未到心水價。要有更好賣價，可以退為進，亦可瘦身減債。
- 一方面，宣告賣盤告終，終止所有談判，可以是談判策略。
- 另一方面，瘦身可以是結束部份業務，減債亦包括減少承諾的投資。
- 續牌要承諾投資，要減少承諾投資，就要有策略及籌碼才能談判。
- 一個策略及籌碼可兩方面使用嗎？
- 選擇策略多的是，有線的終局似仍未可料，大家或可買定花生，拭目以待！

《壹週刊》2017年3月16日



# 再論有線

Case

《壹週刊》2017年4月27日



- 一個月來，媒體一面倒報導有線的「死訊」，僅《壹計就明》力排眾議，指出九倉不會讓有線白白撒手塵寰，「拆骨剝殼，善價而沽」就是選擇之一。有線不死，「剝殼」成真，價錢又如何？
- 若從有線的小股東角度來看，可代入「賣殼」雙方角色，
  - 是九倉，就放棄供股，善價而沽；
  - 是永升，就注資供股，等待股價，何年何月再創高峯。
- 未決定前，可看看數字。

# 再論有線

Case

《壹週刊》2017年4月27日



- 有線過去九年都虧損，沒有市盈率，以市賬率分析，供股計劃公佈前是2.4，上週收市是2.8，過去一年受收購計劃帶動最高是4.3；
- 但有溢利的電視廣播（511），上週收市的市賬率不足1.9。
- 換言之，單以市賬率而言，規模較小而仍虧損的有線，股價較電視廣播的股價更昂貴。
- 2017年6月8日，有線收市價0.54港元，市賬率仍有2.2。

# 狙擊之後的瑞聲

Case

- 近期火熱的藍籌新貴瑞聲科技（2018），股價節節上升，屢創新高，在將公佈歷史上最高盈利的第一季業績之時，卻突然迎來沽空機構的狙擊，亦是沽空機構第一次狙擊香港藍籌股。
- 瑞聲就是公佈了按年升72%的季度盈利，仍阻不了股價兩日間下跌14%，市值亦從歷史高位中蒸發逾250億港元。
- 沽空機構的全名是「葛咸城研究」（Gotham City Research LLC），一個以為只在蝙蝠俠電影才找到的名字！

《壹週刊》2017年3月16日



# 狙擊之後的瑞聲

## Case

- 沽空機構的報告每每給人高深莫測的感覺，但葛咸城報告的第一部份，卻僅用上簡單的基礎分析，將瑞聲2014年至2016年的淨利潤率，比較同行、谷歌（美股：GOOG）、微軟（美股：MSFT）及蘋果（美股：AAPL）的淨利潤率，得出瑞聲冠絕同行及美股科技巨企的數據；並指出瑞聲是透過沒有披露的關連方及可疑會計（dubious accounting），從而誇大及理順利潤率。
- 其實，兩年前的七月，《壹計就明》首次分析瑞聲，就已寫下「冠絕同行的毛利率能維持多久，是瑞聲的另一潛在風險」。
- 或許，葛咸城也應訂購本刊看看。然而，冠絕同行及美股科技巨企的數據，是否就等同於誇大？

《壹週刊》2017年3月16日



# 狙擊之後的瑞聲

## Case

- 在狙擊中，葛咸城似乎覺得報告的解釋較單薄，故以「可能看起來很牽強」（may seem far-fetched）來粉飾
- 同時，也把瑞聲的核數師拉入狙擊中，以「在中國遇到最多麻煩的核數師」（the audit firm that has had the most trouble in China），為瑞聲審核財務報表，來加強報告的說服力
- 有趣的，是瑞聲亦以核數師來擋駕，指出核數師一直沒有任何意見，來作反擊理據之一

《壹週刊》2017年3月16日



# 天使與魔鬼的沽空

Case

《壹週刊》2017年6月8日



- 沽空 (short selling) 及沽空者 (short seller) 往往給人邪惡的感覺，上市公司及其股東未必歡迎沽空者，看最近受沽空機構狙擊的上市公司
  - 科通芯城 (400) 市值在三個交易日中蒸發了約一半
  - 藍籌股瑞聲 (2018) 市值蒸發了350億港元外，更停牌逾半月
- 然而，沽空也有天使的一面，有投資者如「股神」巴菲特，更視沽空機構為專捉「老千股」、「垃圾股」的使者。

# 天使與魔鬼的沽空

Case

《壹週刊》2017年6月8日



- 供求決定市場價格，是價格發現 (price discovery) 的核心，而沽空亦被視為當中重要的一環
- 假如買賣雙方都相信貨品價格會持續上升，沒有賣方認為貨品價格會下跌，市場就沒有交易，因此市場需要沽空及沽空者。
- 沽空不單幫助決定價格，「股神」巴菲特甚至認為，沽空機構可以幫助揭露企業的欺詐性會計和其他困難，
  - 換言之，沽空機構亦是專捉「老千股」、「垃圾股」的使者
  - 就如股神期望，盡責的沽空機構會透過盡職調查，對上市公司進行深入的研究，不但可以為市場服務，更可發揮部份監管機構的角色

# 天使與魔鬼的沽空

Case

《壹週刊》2017年6月8日



© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

125

- 同樣，沽空機構作為市場參與者，亦應遵守一定規限及原則。

- 首先，沽空機構應與其他市場參與者般，受到監管機構規管，進行受規管活動時，要遵守相同規管及領取相同牌照或註冊
- 其次，沽空機構應公開持有被調查上市公司的權益及持倉紀錄
- 更重要是，盡職調查上市公司的沽空機構應盡其職，謹慎調查，不應弄虛作假，更不應發佈誤導性信息。

# 天使與魔鬼的沽空

Case

《壹週刊》2017年6月8日



© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

126

- 誰也保證不了專捉「老千股」及「垃圾股」的沽空機構，會否也是「老千沽空機構」及「垃圾沽空機構」。
- 當然，沽空機構若弄虛作假，誤導市場，相關監管機構自然需要適當跟進及追究。
- 可惜，被狙擊後的上市公司股價已大跌，跟進及追究所費的時間頗長，有結果時或已是很久之後的事了，縱然沽空機構受罰，或也只落得上市公司、沽空機構及股東三雙輪的下場。
- 投資者小心為上！



## 今天的分享



基本分析 · 分析基本

分析的風險

更平等的股票必勝法

大歷史 · 大趨勢

財務報表以外

周星馳 · 中伏篇

© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

128

曾經有一份財務報表放在面前，  
大家沒有去珍惜 .....

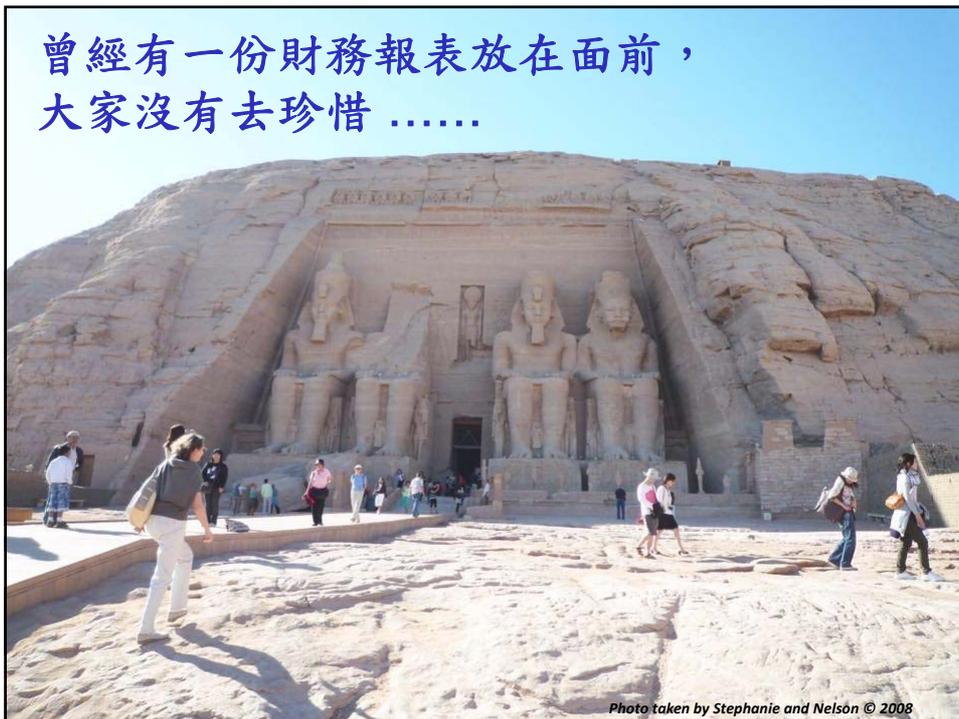


Photo taken by Stephanie and Nelson © 2008



## 周星馳·中伏篇

### Case

《壹週刊》2017年2月9日

- 當今年《西遊·伏妖篇》的票房在內地及香港賀歲片中鶴立雞群之時，有媒體分析員亦按捺不住，分析對比周星馳的賀歲片滿堂紅，周星馳的比高作為製片商卻未必能受惠，提出「院線的議價能力較片方高」等原因，故此「即使星爺片賣座，也不等如製作商會大賺」。
- 今次，周星馳及比高真是「躺着也中槍」！



© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

131

## 周星馳·中伏篇

### Case

《壹週刊》2017年2月9日

- 問題是
  - 為何周星馳的賀歲片賣座，一定與比高有關？
  - 比高是周星馳賀歲片的製作商或電影版權商？
  - 比高的確曾是2013年賀歲片《西遊·降魔篇》製片商，但並沒有參與近兩年賀歲片《美人魚》及《西遊·伏妖篇》的製作。



© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

132

# 周星馳 · 中伏篇

Case

《壹週刊》2017年2月9日

- 大家閱讀財務報表時，是否也如分析員一樣，只看損益表當中營業額或賺蝕的大數，而沒有去珍惜其他資訊，例如花多數分鐘，看看附註中列出營業額從何而來？
- 以比高財務報表的附註為例，就列出了比高的營業額分析，
  - 當中清楚顯示自2013年後，比高三年來「製作及發行電影版權」的營業額，總數不足300萬港元；
  - 反之，比高逾九成多以上的營業額是「來自影院業務之收益」。換言之，比高應算是分析員口中議價能力較高的院線商！



© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

133

# 周星馳 · 中伏篇

Case

曾經有一份財務報表放在面前，大家沒有去珍惜……

等到蝕錢的時候才後悔，塵世間最痛苦莫過於此！



© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

134

## 今天的分享



The Zoroastrian Atash Behram of Yazd @ Iran ©2013  
© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

基本分析 · 分析基本

分析的風險

更平等的股票必勝法

大歷史 · 大趨勢

沽空及沽空機構

Full Version of Presentation can be found in:

[Facebook.com/NelsonCFA](https://www.facebook.com/NelsonCFA)

135



Venice @ Italy

Photo taken by Stephanie and Nelson © 2016

# 上市公司財務報表分析

2017年6月8日



Full Version of Presentation  
can be found in:

[Facebook.com/NelsonCFA](https://www.facebook.com/NelsonCFA)

LAM Chi Yuen Nelson 林智遠

CFA Charter Holder, FCPA(Practising)  
MBA MSc BBA ACIS ACS CGMA CPA(U.S.) CTA FCA  
FCCA FCPA(Aust.) FHKIoD FSCA FTIHK MHKSI

© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

137

# 上市公司財務報表分析

2017年6月8日



LAM Chi Yuen Nelson 林智遠

CFA Charter Holder, FCPA(Practising)  
MBA MSc BBA ACIS ACS CGMA CPA(U.S.) CTA FCA  
FCCA FCPA(Aust.) FHKIoD FSCA FTIHK MHKSI

© 2008-2017 Nelson Consulting Limited

138