

## 用三張表養出好股票，賺價差也賺股息

想養好、養大手中的持股，無論成長、價值，還是轉機，都得對該標的有所了解。而最快速、確實摸熟個股的途徑，就是從財報下手。也就是說，不管是投資哪一種類型的公司，都離不開損益表、資產負債表、現金流量表這三張關鍵財務報表。怎麼說呢？投資一家公司的理由，不外乎看上它未來的盈餘成長性（損益表），或者價值是否被低估（資產負債表），或是它的轉機性（現金流量表）。以上種種都和財務報表裡面的數字有關，只要仔細分析其中的重要項目，絕對可以看出一些端倪，甚至窺出未來景氣的方向。

記得在 2004 年第一季財報公告時，我將各家公司依產業別做統計，發現 IC 設計公司的存貨水準有偏高的跡象，雖然不至於高到重大異常，造成公司的風險，但是即將要進入淡季的時候，存貨水準拉高絕對不會是好現象。

這個跡象告訴我們，當年度「淡季恐怕會很淡，而旺季也可能來得比較晚，甚至於不太旺。」這是因為需要消化庫存，除非是一些重要零組件有缺貨現象，導致廠商必須在淡季裡預先備料。顯然 2004 年未有缺貨現象，所以當年的加權指數表現，的確也反映出這個事實。

上述只是利用資產負債表裡面存貨這個科目，進行合理分析，推斷出未來景氣可能的方向。除此之外，還有許多實務上的應用，是利用這三張財務報表。接下來，針對平時投資最常用來分析的幾個重要科目，逐一解釋。

賺錢公司的體質，看損益表就知道

損益表是在進行投資決策時，最常使用的報表，幾乎每個股票族在對話時都會提到：「某某公司今年賺幾塊（EPS 多少）？」接著馬上敲一下計算機，將本益比（PER）試算出來。如果數字超過 20 倍，除非對這家公司很熟悉，或者知道有什麼利多在後頭，不然接下來聽到的一定是：「好貴喔！」這裡的「賺幾塊？」、「本益比幾倍？」，都是源自損益表，也是評估一家公司價值的起點。

損益表對投資人最重要的意義，就是可以知道一家公司的獲利，然後概算出這家公司值不值得投資，其中影響獲利的要素有四個重要科目：營業收入、營業成本、營業費用、營業外收支。這四個科目在不同的產業別，各有不同的評量重點。

### 一、營業收入

依照法令規定，公開發行公司每個月 10 日都會公告營業收入（可以在公開資訊

觀測站中查閱，而每個月 20 日前公告合併營收，但採自願制)，評估營收的意義在於是否能夠維持成長。這個成長分成兩個部分，一個是年增率（與去年同期做比較），還有就是月增率（與上個月做比較）。

基本上產業大多有季節性淡旺，所以普遍採用年增率作為衡量基準。但是對於景氣由谷底向上，或新興的明星產業（處於成長期），我們就偏好以月增率作為衡量基準。

當然，只要是一家公司能夠維持月增率的連續成長，通常股價就會有很好的表現。若是月增率的幅度還進一步逐月增加，鐵定是一支飆股。

雖然，營收和獲利之間不一定成等比例，不過季報每三個月才會公告，營收則可以逐月追蹤。所以我們會先假設公司的獲利和營收是同方向，等到季報公告，再與獲利數字做連結修正。所以，營收公告前後與季報公告前後，股價都容易出現較大波動。

比如聯發科（2454）在 2007 年 11 月 1 日的法說會公布第三季財報，雖然數字不錯，但是對第四季預期營收下滑 10%至 12%，毛利率也將滑落 1%至 2%，結果次日起連續以三根跌停板回應。

當然也有正面的例子，如原相（3227）在 2006 年 10 月底公告第三季財報，結果毛利率由第二季的 37%大幅提升至 42%，從此股價展開新一波攻勢，從 255 元上漲至 596 元，不到半月漲幅便達 133%。

## 二、營業成本

營業成本指的是原物料加上直接人工的部分，把營收扣除營業成本就是毛利。通常我們會進一步算出毛利率，觀察毛利率的變化作為評估重點。

在相同的產業裡，如果是毛利率較高的公司，且營收規模沒有相對較小，表示這家公司的競爭力強，成本結構或品質較佳。

一般而言，當產業在成長期，領導廠商較能享有這種優勢，像是過去華碩（2357）在主機板的毛利率，就比同業高 5%至 10%，以生產筆記型電腦為主的廣達（2382）也是。

不過要注意到，當產業成熟化後，或產品推陳出新的速度減緩，這時候領導廠商和二線廠的毛利率差距，就會開始縮小，這是在解讀毛利率時要注意的地方。

一般來說，資訊、電子產品生命週期短、售價下滑速度快，所以廠商若能維持穩定的毛利率，即表示成本結構控制得不錯。如果毛利率不跌反升，主要原因多來自新產品效益，或企業轉型創造出來的效益。所以當公司對外宣稱新產品推出，或著手於企業改造，檢視毛利率的變化就是一個很好的指標。除此之外，改造的成效也可能反映在節省營業費用上。

### 三、營業費用

這個科目主要是由研發、管理、銷售等費用組成，理論上前者應該維持一定比重，後兩者要隨著營收規模提高而降低比重。若是呈等比例成長，則表示管理效率不彰。在 IC 設計產業，主要的費用來源就是營業費用，如果營收可以衝高，獲利就可以大幅提升。

### 四、營業外收支

如果這個項目裡，有很大的損益金額在裡面，投資時就要小心。若是因為匯兌導致盈虧數字很大，表示公司的匯兌風險不小。如果是來自子公司的認列，表示財報的透明度有問題，最好找來合併報表，還原公司實際狀況。

要特別小心的是，一家公司如果「族繁不及備載」，就要再求證報表的真實性。最好再觀察現金流量表，如果公司獲利不錯，但是呈現現金淨流出，需要倚賴增資來支應，也要多加提防。在訪談一家公司時，上面這四個科目幾乎是證券從業員必問的題目，也會根據科目組成的內容逐一檢視，例如：營收結構、還有各季的變化。接著，會問對每項產品的景氣看法與成長目標等。還有就是營業外收支，這是比較容易出現意外的部分，所以也會特別確認。剩下的就是每月、每季追蹤公告的數字，有沒有符合預期。

資產負債表上的存貨項目，可預見中短期景氣。從功能區分，損益表比較屬於攻擊型（即選股時用以檢視標的之工具），資產負債表和現金流量表的運用，比較屬於防禦性質，檢視公司有沒有問題，是否作帳或出現掏空的徵兆等。

資產負債表的檢定重點在於幾個科目：應收帳款、關係人交易、存貨。應收帳款和關係人交易，簡單的說，就是貨品賣掉，錢還沒收回來的部分，還有確認貨物是不是賣給自己人。如果是賣給自己人，要特別追蹤是不是左手賣給右手，應收帳款收不取得回來等。

在這四個科目裡，針對半導體上游的 IC 設計公司，計算這個產業整體存貨狀況，有領先指標的作用，我在前面的例子已經提過。不過要注意的是，當景氣從高峰反轉，

對半導體的晶圓代工企業來說就會是落後指標，大概落後二至三個月時間。配合產業位置，存貨具備一些中短期景氣預測的特性，更重要的是，存貨指標顯示一家公司在營運上是否出現異常。

一般來說，除非遇見零組件缺貨，否則存貨當然是越低越好，就連大名鼎鼎的日本豐田汽車，他們之所以被公認為管理效率最好，主要就是強調「零庫存」的管理方針。由此可見，管理存貨對企業經營至關重要。

現金流量表：公司有錢，為什麼營運不良？

至於現金流量表部分，我們需要知道公司的現金是否有淨流入。還有資金來源是因為「融資活動」(如：現金增資、舉債)，還是來自「營業活動」(也就是本業賺的錢)，只要來自後者居多，大致上就沒有問題。

另外，關於價值型的投資標的，對於資產負債表與現金流量表的檢定就很重要。因為價值型投資期望的報酬率不高，大致希望每年有 5%至 10%左右的股息收入，企業的財務狀況就顯得格外重要。

這時候會建議採用綜合性指標評估，像是股東權益報酬率，還有檢視現金流量表中，現金夠不夠發放股息。比如前幾年台固辦理減資，首先要處理的就是將錢籌足才有辦法完成減資，並非帳面上的淨值是正數，就有錢發給股東。

財務報表的功能很多，也是一門專業的學問。不過，應用在投資上，我們要針對上面提及的幾個重點深入研究，再加上一個原則：「不清楚或有疑慮，就不投資。」畢竟，打開電腦有一千四百多個標的可以選擇，無須鍾情特定一檔股票。

接下來的章節會仔細討論，選股最常利用財報資料的一些投資指標，投資人若能熟習這些工具，一定會有不錯的收穫。