

财富

周刊

WEEKLY

理性投资，财智生活



利润的秘密

周 勇

利润是什么？一般大家会认为，利润就是股东待分配的钱，利润多少取决于公司的盈亏多少。但实际上，利润只是报表上的数字，不是可分配的钱，可分配的是公司的现金，利润多少是一场博弈共谋的结果。

由于企业的经营模式千差万别，企业的利益主体复杂多样，利润就成了一个变化无常的数字。这是因为有太多的手法可以调控利润，而且只要在现行法律内操作，这些调控都是成立的，一个好的会计主管会“随心所欲不逾矩”。

以厦门航空公司为例，在其两个股东各自的报表中，利润情况却不一样。在大股东南航公司的年报中，厦门航空2002年净利润为4.4亿元，净资产为28.7亿元，但在二股东厦门建发方面，厦门航空2002年的净利润是0.78亿元，净资产是12亿元。同一家公司的财务数据迥异，净利润相差3.6亿元，净资产相差16.7亿元，是哪家公司的高管冒天下之大不韪在做假账吗？不是，数字的差异体现在飞机折旧的年限上：厦门航空的折旧是10年，南方航空的折旧是10至15年。

同一个财务主体，两家股东能账得出的结果不一样。是哪一家有错吗？没有。

同样，一家上市公司可以通过存货跌价准备实现利润在不同年度的转移。如：宝钢股份2009年年报显示，公司实现净利润58亿元，利润构成中包括转回存货跌价准备15.6亿元，转销41.5亿元。同时，公司调整了设备使用年限，由9至15年调整为15年，这一调整使得2009年的利润总额增加4.9亿元。这样算下来，2009年宝钢的实际利润是负数。

有意思的是，之所以在2009年有存货跌价准备可以使用，是因为2008年计提了58.9亿元的资产减值。考虑到这一计提大部分发生在2008年第四季度，这意味着宝钢股份可能在2008年预藏了利润，为2009年的经营困难之年保证盈利埋了伏笔。

这样的结果同样是合规的。如此看来，利润的数据似乎成为了人人可以打扮的小丑，似乎只要遵守会计准则，谁都可以随便填个数。

其实不然。一家公司的利益主体是多样的，有高管、股东、债权人、地方政府、税务局。一份财报，利润多少，必须获得所有利益主体的认可才可以。

其中，股东最关心的是能有多少分红，债权人关心的是公司运营是不是正常，高管关心的是资本市场的评级，地方政府关心的是公司给GDP贡献多少，对就业有什么帮助，税务局关心的是公司能交多少税。同一个利润数字，必须过所有人的眼睛，各方都接受才行。

这样的平衡并不容易。单说股东内部，因为利益不同，对利润的考量也不一样。

比如，根据目前沪深交易所的规定，一旦公司上市，控股股东股份要被锁定3年，因此控股股东们希望在这3年中将公司业绩做好，这样在第4年减持的时候可以卖一个高价钱。为此，公司股东更愿意按照3年周期做规划，愿意加大科研投入。但同为股东的PE就是另外一个思路了。PE的锁定期只有1年，既然1年后就退出，他们的目标是一年后公司利润高企，可以卖个好价钱。因此他们并不关心3年之后的业绩，只关心1年之后的股价如何。他们会要求公司减少科研开发支出，努力降低成本，提高利润，公司上市1年后的利润数字必须好看。

从这个意义上来说，财务报表中公布的利润数字更像一个各方达成的“共识”。

因而，一个好的报表一定是在合规的前提下，由利益各方博弈，各取所需、互相妥协，最终接受的结果。

（作者为北京铎众资讯有限公司CEO）

责任编辑 陆 敏 温宝臣
美 编 高 妍
联系邮箱 jjrbcfzk@163.com

掘金大宗商品危与机

本报记者 何 川



投资资金激增、市场一片看涨声，大宗商品一扫去年的颓势。虽然近期大幅反弹已让多头扬眉吐气，但市场人士提醒，大宗商品后市走势或现分化。投资者在踩准市场节拍的同时，善用投资工具、锁定收益才是明智之举

今年以来，大宗商品市场走出一波上涨行情，从黄金到原油，再到钢材、铁矿石以及棉花等其他工业产品和大宗农产品开始轮动大涨，相关品种的合约持仓和成交连续放量，不断刷新历史纪录，引发各路资金跃跃欲试，掘金其中。那么，这波行情后市将如何演绎？投资者应该如何参与，以规避风险并实现获利？

品种后市或将分化

在“五一”节前最后一个交易日，国内期货市场再次走出一波大幅上涨行情。当日“黑色系”期货品种表现依旧抢眼，焦炭、铁矿石联袂涨停，焦煤、螺纹钢、热轧卷板等也纷纷大涨。整个4月份，国内商品期货市场呈现一片红火向上局面。

截至当日收盘，上海期货交易所螺纹钢和热轧卷板期货的1605合约结算价分别为2787元/吨和3098元/吨，二者较年初均涨幅逾50%；大连商品交易所铁矿石和焦炭期货的1605合约结算价分别为542元/吨和1027.5元/吨，二者较年初均涨幅逾60%。

在现货市场上，“黑色系”商品价格也有所回暖。年初至今，中国煤炭价格指数总体稳中有升，炼焦煤价格上涨态势明显；今年以来，中钢协钢材综合价格指数大涨约40%，4月份钢铁行业PMI指数达到57.3%，连续5个月回升，显示钢市基本面有所改善。

“本轮行情是政策预期、供需变化、信用扩张和市场情绪等多重因素共振的结果。”南华期货副总经理、研究所所长朱斌表示，从中期来看，是钢材、煤炭等行业低库存、低开工背景下，叠加季节性旺季补库需求形成的行情；从短周期来看，是对悲观预期的快速修正后引发的反弹。

从当前期市行情来看，大宗商品呈现一定程度上的普涨格局。对于后市走势，有业内人士认为，这一局面或难维持，未来不同商品间的价格走势将出现分化，需要采取不同交易策略来规避风险、锁定收益。

“对工业品而言，在去产能的过程结束之前，应该不会出现牛市。未来两三年内，很难看到需求出现实质性的反转，预计工业品走势处于宽幅震荡行情；对于农产品而言，今年未必会有牛市，但有望迎来一个比较大级别的行情。后期在库存出现拐点



笔者见过不少投资失败的案例。分析这些案例发现，绝大多数的投资者都将投资失败归结于“受骗上当”，认为对方骗术太过高明。其实不然。

举个例子。2014年，北京华融普银非法集资案爆发，该公司利用虚假项目骗取客户资金近40亿元。案件发生后，有投资人痛心疾首：“当初要是更谨慎一些，就不会被所谓的高收益项目迷惑了。”在笔者看来，当时想要识别这些假项目并不太难，为何许多投资者仍受骗上当？

再说一个笔者曾经近距离接触过的案件。这个案子的具体情况是这样的：甲公司为盘活资金，去银行买对公理财产品。银行拿出一个年化收益达10%的委托贷



时，农产品可能形成真正的反转。”鲁证期货研究所副所长孟宪强说。

敦和投资有限公司宏观策略总监徐小庆表示，从供给侧改革角度看，去产能、去库存力度最大的行业，其近期的反弹力度也最大。“在供给侧改革持续推进的大背景下，黑色系产品所受的影响是最直接的，受益也可能最明显，其次是橡胶等品种，而铜、镍等相对靠后，在商品里表现偏弱。从操作来看，需要区别对待。”

善用期权“保险”

“虽然商品期货市场大级别的牛市现在应该不会出现，但是这波反弹行情也不能掉以轻心，其持续时间很难说，上涨的幅度也不好轻易作判断。”朱斌表示，当前的市场情况下，看多可能更容易与市场节奏相吻合。

而上海中期期货公司研究所分析师黄慧雯认为，期货市场是综合反映远期预期的市场，在本轮反弹行情中，螺纹钢期货的主力合约一直贴水现货，说明市场对其后期表现仍处相对谨慎的态度。

从黑色系产品来看，虽然后市可能仍有一定上涨空间，但由于其近期涨幅已相当可观，也不能排除短期出现回调的可能。“对于黑色系品种产业链上的那些既想控制住风险又想保持获利可能性的企业而言，购买场外期权是非常适合的。”浙江永安资本管理有限公司衍生品部总监周博说。

从期权特点来看，作为买方，客户只需要支出一个权利金，就获得了一份“价格保险”，不会再出现更多的支出或者亏损，风险可控；相比期货而言，期权具有盈亏不对称的特征，期权的买方在保护了一个方向的亏损的同时，还保留了另一个方向获利

的可能性。

“以铁矿石产业链为例，假设中下游的贸易商和钢厂在3个月後，需要向上游的铁矿企业进货，则它面临着铁矿石价格上涨的风险，需要进行对冲。在短期铁矿石走势不太明朗，甚至有可能出现大幅波动的形势下，钢厂和贸易商可通过场外期权来操作。”周博表示。

具体操作方案是，钢厂在与上游的铁矿企业签订贸易协议的同时，可向永安资本支付一定的权利金，来购买两万吨铁矿石场外看涨期权，假设执行价格为430元/吨。如果在3个月后的交易当日，铁矿石价格跌了，远低于430元/吨，钢厂可以放弃行权，直接在市场上以更低的价格买入铁矿石，其最大损失为权利金；但如果铁矿石价格上涨，高于430元/吨，钢厂仍可按照430元/吨的价格购买铁矿石，其余的则由永安资本进行赔付。

“从我们的经验来看，一般场外期权的保值效果要比期货好。如果预期未来行情不大、波动小时，用期货或者裸着头寸就行，但如果预期行情有较大波动，套保头寸也较大时，用期权这个工具是非常合适的，它其实类似于一个‘保险’。”周博说。

投资套利亦可为

不同的期货品种，由于自身基本面和行情走势不同，需要采取不同的交易策略，除了做场外期权之外，对于那些市场短期出现供给不足、需求非常旺盛，而远期仍不被看好的品种而言，采用牛市套利这一策略也较为合适，橡胶期货便是一例。

“从橡胶基本面来看，去产能过程异常艰难，国内不断削减供应，但主产国成本低

廉，难以有效减少供应，尤其是越南、柬埔寨等国家胶林正处于增产周期。国内需求与经济周期息息相关，未来两年不用期待需求有亮点，恢复性增长将成为主线。”尤尼科青岛贸易有限公司期货部总监冯莉说。

但从短期来看，冯莉认为，由于东南亚橡胶开割因天气干旱而推迟，今年四五月份是全球橡胶供应最少的时候，而下游工厂处于一个比较高的开工状态。之后，虽然橡胶需求维持稳定增长，但上游产能也将逐步增加。因此，从全年来看，橡胶基本面最好的就是4月和5月。“我们研究基本面时发现，除了单边交易外，还有很多套利对冲机会可以做，尤其是在橡胶期货1605和1609合约上，可做买近抛远的牛市套利。”

具体而言，投资者可买入50手橡胶期货1605合约，假设价格为12530元/吨，卖出50手9月份橡胶期货合约，假设价格为13000元/吨，二者价差为470元/吨；之后，5月和9月的橡胶期货价格分别上涨至12700元/吨和13080元/吨，二者价差缩小至380元/吨。此时，交易者可同时将两种期货合约平仓，完成套利交易。从交易结果来看，建仓时，5月和9月的橡胶期货价差为470元/吨，平仓时，二者价差缩小至380元/吨，即交易者通过此次操作盈利为：470元/吨-380元/吨=90元/吨。

“当市场出现供给不足、需求旺盛时，导致较近月份合约价格上涨幅度大于较远月份合约价格的上涨幅度，在这种情况下，买入较近月份的合约同时卖出较远月份的合约进行套利，盈利的可能性比较大，这种操作策略比较适合当前的橡胶行情。”冯莉表示，实际上，对于牛市套利而言，交易者只要看准两个月份合约的价差趋于缩小，就可以实现盈利，而与橡胶期货价格的涨跌无关。

常，是否已经冻结。在上例笔者提到的第二个案件中，进入清算程序的公司账户是处于非正常状况下的，甲公司只要一个电话，就能了解信息，避免不应有的损失。其次，投资者可以实地考察。实地考察投资项目更有助于辨别项目的真伪，在商事往来中，还可以邀请专业律师的帮助。不难推断，如果当时甲公司派一名业务员去乙公司实地看一下，也就不会遭受巨额损失了。

对于投资者来说，一定要尽可能地多了解投资项目的真实情况，学习相关法律，了解自己应该承担的责任和义务，做谨慎的投资者，这样才能避免一些没必要的损失。

彭 江

做一个谨慎的投资者

款理财项目给甲公司。于是甲公司和乙公司签订一个委托贷款协议，将资金贷款给乙公司。银行承诺保本保息，并开出一张一年期利率为10%的定期存单给甲公司。谁知一年后，银行告诉甲公司，本金全没有了。原来，就在甲公司办理委托贷款给乙公司的时候，乙公司就已经进入破产清算程序了。甲公司找银行索要本金和利息无果后，向法院起诉银行。结果甲公司一审败诉，上诉后，二审仍然败诉。法院给出的理由是，银行只是中介行为，在投资时，审核项目真伪的责任义务应该是投资者甲公司。甲公司自己不去审核项目的真伪，最后的损失应该也只能由自己承担。

那么，如何辨别项目真伪呢？其实，投资者如果更谨慎一些，通过一些简单的办法就能大致辨别项目真伪。首先，投资者可以打电话核对银行账户的信息。在签订合同前，应该先核对合同中资金账户的真伪。如：可以打电话给银行，核对基金管理人提供的账户是否为托管账户。需要强调的是必须为托管账户，因为在托管账户中，基金管理人不能直接动用该账户的资金，需要向托管人下达指令，由托管人按照合同约定的资金去向划款。托管人一般由银行、证券公司等金融机构担任。如果对方不是托管账户而对外宣传是托管账户，那就需要格外小心。另外，还需要咨询一下该银行账户是否异