

洞

穿透财报

发现企业的秘密

薛云奎 著

长江商学院的满分课程

集30年教学与实战之精华，独创穿透式分析法
精选15家热门上市公司，洞穿10年财报
发现货真价实的好公司

非
外
借

见



机械工业出版社
China Machine Press

穿透财报

发现企业的秘密

薛云奎 著



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

穿透财报, 发现企业的秘密 / 薛云奎著. —北京: 机械工业出版社, 2018.4
(2018.6 重印)

ISBN 978-7-111-59546-5

I. 穿… II. 薛… III. 会计报表—基本知识 IV. F231.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 056303 号

穿透财报, 发现企业的秘密

出版发行: 机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街 22 号 邮政编码: 100037)

责任编辑: 冯小妹

责任校对: 殷虹

印刷: 中国电影出版社印刷厂

版次: 2018 年 6 月第 1 版第 2 次印刷

开本: 170mm×230mm 1/16

印张: 16.25

书号: ISBN 978-7-111-59546-5

定价: 79.00 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

客服热线: (010) 68995261 88361066

投稿热线: (010) 88379007

购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

读者信箱: hzjg@hzbook.com

版权所有·侵权必究

封底无防伪标均为盗版

本书法律顾问: 北京大成律师事务所 韩光 / 邹晓东

HZBOOKS | Economics Finance Business & Management

华章经管



这是一本关于中国上市公司财报分析的案例集。但是，它不同于一般的案例集。在这本案例集中，我们共选取了沪、深、港证券交易市场上市的15家公司，通过案例讲方法。本书更加侧重于介绍一个经典的案例分析框架和方法，以穿透10年财报的方式，洞穿企业的内在投资价值。透过这些案例的学习，既能够洞悉拥有投资价值的公司都具有哪些特点，同时又能学会专业的财报分析方法，达到一举两得、事半功倍的效果。

本书中所收录的绝大部分案例，与作者在“喜马拉雅”平台所开设的音频节目“薛云奎讲价值投资”所选取的案例是一致的。但音频与图书在内容上各有侧重，音频内容简单明了，重点突出；而图书内容则更加完整、精确，图文并茂，数据翔实。故此，如果使用者能够将音频、图书配合使用，必将达到更好的学习效果。

这本书既具有很高的理论价值，又具有很强的实战性，对读者更加深入、系统、全面地认识和理解工商企业大有裨益。同时也会帮助读者提升对会计本质的认识，丰富更多的会计专业知识。因此，本书既可以作为 MBA、EMBA 学员学习财报分析课程的案例参考书，又可以作为工商管理专业或会计专业本科生、研究生的课外参考书，更可以为信奉价值投资理念的普通投资者提供一个必备的方法论。

本书所收录案例全部为作者原创案例，案例所用公开资料基本是 2016 年度及之前的 10 年财报，部分公司的财报数据更新到 2017 年度的三季报。由于这些案例的研究是在 2017 年度内陆续完成的，所以，不同案例的时间截点各有不同。这些截点在每个单独的章末均有标注，以方便读者查询。有些数据会因截点的不同而有所差异，尤其是有关公司市值的数据，可以说时刻都会随市场的波动而变，所以，这些时间截点对查询市值数据是很有帮助的。本书所收录的这 15 个案例，绝大多数案例公司的股价在年内都有较大的涨幅，大家可以对照案例分析的要点与它们的市场表现，来分析公司财报与股价之间的关系，以帮助大家对公司和市场有更深入的理解与认识。

这本案集得以付诸成书，并及时交付机械工业出版社华章公司出版发行，得益于我的学生和助理的帮助。上海师范大学副教授郭照蕊博士从头至尾，对书中的错漏进行了一一更正和修订。上海对外经贸大学研究生盛露小姐更是不辞辛劳整理、编辑了书中的绝大部分图表和数据。没有他们的帮助，这本书是不可能如期呈现在大家面前的。当然，由于成书时间仓促，书中缺陷和错误在所难免，这些缺陷和错误理应由作者本人承担，与他们的工作无关。

本书在成稿和出版过程中，还先后得到很多故交、好友的帮助。沈

子文先生、钱敏女士、李伟先生、于献忠先生、张胜翔先生、华蕾女士、蒋中敏先生等，都为本书的出版提供过各种各样好的意见和建议，在此一并致谢！

最后，我要感谢我的授业恩师葛家澍教授！他是我人生和事业航程中的一盏明灯，没有他的指引，我至今可能仍在浩瀚的知识海洋里茫然无措。如果说今天我所做的这些工作对读者有些许价值的话，那要完全归功于葛家澍教授的正确教导和指引。为感谢老师的恩情，也为帮助更多的会计学子受益于葛家澍教授的思想光辉，本书所得版税收入将全部捐献给葛家澍会计教育与发展基金会，用于支持他未竟的事业。

愿天下众生分享我的功德、我的安详与我的和谐。愿你们享有幸福、快乐与安康的生活。

谢谢大家！

薛云奎

2018年2月4日星期日

财报大揭秘

公司财报，是对公司商业活动及其结果的总结性陈述，它包括资产负债表、利润表（收益表）和现金流量表。这三大报表体系（报表及其附注）也是沟通公司管理层与外部利益关系人之间最主要的路径和桥梁。财报作为公司财富归属和分配的主要甚至是唯一依据，决定了它内在逻辑的严谨性和表述上的专业性。所以，对大多数没有财务和会计专业背景的人来说，要理解这份专业报告是有困难的。即使对那些具有财务、会计专业知识背景的专业人士来说，如果缺少工商业管理实践，要透彻地解读这份报告，依然会困难不少。因此，利用财报分析来发现和了解公司的内在价值¹，透过现象看本质，透过数字来理解公司的战略、运营、风险和绩效，提高投资效率和改善公司管理，均具有不可忽视的重大意义和价值。

用案例讲方法

就我个人的经验而言，专业的财报分析至少包括两个层次的目标：一是财报分析的框架和方法；二是财报分析的内容和结果。就专业的分析框架和方法而言，大部分专业书籍都有提炼、归纳和总结，比如经典的杜邦分析法²。就财报分析的内容和结果而言，大部分专业书籍都会以各种案例的形式来呈现。但大部分专业书籍所采用的做法是用方法来讲案例，而很少用案例来讲方法。本书则试图把重点放在案例上，方法只是为了说明案例而存在，而不是为了方法而方法。因此，我们既可以把这些案例当作故事来理解，也可以透过这些案例来学会分析的框架与技巧。

案例本身是故事

不同的公司，它的战略构思、市场定位、管理效率、财务风险和经营业绩各不相同，创立、成长、发展与成熟的历程也各不相同。对一个案例公司的深入理解，既包括对它当年度财报本身所包含项目的透彻理解，又包括对它过去的历史，即一家公司过去的成长历程的理解。所以，我们绝大部分公司的案例分析，通常既包括当年的财报，也包括过去10年的财报。当然，有些案例公司成立及上市的时间尚不足10年，但我们也会将其放在一个尽可能长的时间周期内来解读它的发展、发现它的价值观。这一做法背后所隐含的逻辑不单纯是为了发现公司过去成长的规律以及它又如何延展至未来，同时，也是为了消除公司可能在时间维度上对公司财报的操控。因为绝大部分公司对销售、成本、费用、利润等指标的操控，很难维持一个较长的时间过程。因此，透过一个较长时间周期的分析，不仅可以使我们更加相信我们的结论；同时，也可

以帮助我们更深入、系统、全面地了解 and 认识我们所要分析的对象，了解它的当下和历史，了解它的战略、运营和绩效，了解它的竞争优势与不足，了解它算不算是一家优秀甚至卓越的公司，以及它究竟有多优秀或者多卓越。

案例本身是方法

案例虽各有不同，但方法却大同小异。分析的困难并不在于对分析方法的理解和掌握，而在于对分析方法的恰当应用。也就是说，在什么样的案例中应当应用什么样的方法才最恰当，以及如何对这些方法所产生的结果下结论。我们相信，透过不同的案例所讲述的故事，可以帮助我们理解方法的相同和不同，从而学会专业的分析框架、方法与技巧。并且，能够用这些方法去解读自己感兴趣的公司。

透过现象看本质

那么，什么样的分析框架与方法才够得上是专业的框架和方法呢？例如，在分析和评判一家公司的过程中，应该从哪些方面切入？比方说如何评判一家公司的经营？如何评判它的管理？如何评判它的风险与绩效？又比如，在分析和评判一家公司的过程中，应该重点关注什么样的财务指标？是销售增长更重要，还是毛利更重要？是利润更重要，还是收入更重要？又比方说是资产周转率更重要，还是资产负债率更重要？再比如，在分析和评判一家公司的过程中，应该如何分析财务指标的质量？这个问题是最难的部分，但也是最有意思的部分。比方说我们大多数人都会看公司销售和利润增长，但又有多少人能看懂这种增长背后有没有质量呢？是有质量的增长，还是没有质量的增长？比方说销售是买

来的增长，还是内生性增长³？利润是主营业务创造的利润，还是变卖家产获得的利润？利润是有现金支持，还是没有现金支持？这些分析都有关财务指标的质量，无论是定性分析⁴还是定量分析⁵，无论是数量分析还是质量分析。所谓方法的专业性，一是在于它的效率和直截了当，二是在于它能“一针见血”地说明问题所在，透过现象切入到本质。

财报分析与内在价值

如果说财报分析是为了讲故事，那么，讲故事又是为了什么呢？明白这个道理至关重要。讲故事就是为了发现公司的内在价值。如果专业的财报分析不能以发现公司的内在价值为目标，那么，这样的财报分析就会丧失它本身的应有之义。财报分析如果离开了公司内在价值这个核心，就等于失去灵魂的躯壳，不过是徒有其表的“行尸走肉”。所以，财报分析要有智慧，就必须与价值投资联系在一起。

投资与投机的分别

何为投资？何为投机？同样是买股票，为什么有的人是投资，而另一些人则是投机？如何评判投资与投机的区别？有人说，区分投资还是投机，关键是看买股票是为了长期持有还是短期炒作。如果是长期持有，就是投资；如果今天买明天卖，那就是投机。其实不然。投资与投机的区分没那么简单，有的人买股票，一不小心被套了十年八年，持有期够长的了，但那算不算是投资呢？其实不算。

有的人认为大钱是投资，小钱是投机。机构玩的都是大钱，所以，它们代表的是投资；个人散户，小钱而已，玩玩儿，只可能是投机，不可能是投资。其实这又不然。投资与投机，跟钱多钱少无关。又有人

说，我买的是银行，是大盘绩优蓝筹⁶，所以我是投资，不是投机。其实，这又不然。因为投资与盘大盘小无关。

那么，说来说去，投资与投机的差别究竟在哪儿？其实，要明白二者间的差异也不难。投资与投机的差别关键在理念、在动机，在一个人的内心。买股票的动机是什么？巴菲特说过：如果买股票是买的投资，你会更加关注你所投资的这家公司未来的产出，也就是这家公司未来能够产生的利润或现金流。如果你只关注这家公司的股票价格涨涨跌跌而不关心这家公司未来是否能够赚钱、赚多少钱，那么，你就是在投机、在赌未来，而不是投资未来。

当一家公司的市场价值远远超越它未来10年或者100年所能够创造的利润或现金流时，这家公司的股票就被严重高估了；反之，它就被低估了，是买入的好时机，即使你是今天买明天卖，那也同样是投资而非投机。

如果市场上的投资者更关注一家公司未来能够产生的利润和现金流，这样的市场就是一个理性的投资市场，市场上的公司价值也就不容易背离它自身的内在价值。如果市场上的参与者更关注一家公司股票涨跌，那么，这样的市场投机气氛则比较浓，市场价格就会扭曲和背离它的内在价值。

理性、健康和可持续发展的证券市场，是那些市场上的参与者或者说绝大部分参与者具有价值投资的理念、追求价值投资的市场。市场上的股票是因为公司成长而涨上去的，而不是市场上的参与者把它炒上去的。炒上去的股价不可能持续，只有持续成长的公司，其股票价格才能够持续上涨。那么，如何才能判断公司有没有投资价值？这就需要专业的财报分析工具和方法，来系统地解读公司财报。

财报是不完美的存在

当然，仅有好的工具和方法还不够，还得有好的信息，要有高质量的财报。但世间事没有完美，如果信息是完全对称的、高质量的、有效的，那么，分析方法也就没什么用处了。任何时候的信息都是不完善的，本书所选用案例的分析，只利用公司公开发布的信息，不利用内幕或私下道听途说的信息。那么，完全利用公开信息的分析，其结论是否有效呢？关于这一点，我暂时不下结论，也不做评论，我想留待大家学习完后自己去做判断。总之，坚持利用公开信息，是本人的初衷和基本立场。因为我不希望对市场上的任何股票或公司做任何臆测或商业性的推荐，也不希望任何人或任何机构对此有任何怀疑。我希望所有结论都是经得起公开信息的推敲和检验的。

投资需要对自己的钱负责

做投资，尤其是理性投资，需要对自己的钱负责。所谓负责，就是在用我们自己的辛苦所得从事股票投资的时候，学会理性分析和研究，只投资那些自己熟悉的、自己认为有投资价值的公司，而非只是因为一个电话、一条短信，或一个朋友圈的消息就做决定。那样的决定是草率的，那样的决定是对自己的钱不負責任。如果仅凭一条消息就能赚钱，那投资就变成了世界上最简单的职业，炒股票赚钱也就太容易了，只要在证券市场上开个户，人人都能成为百万富翁。我只能说，这样的百万富翁只是梦想，这样的投资策略，输是大概率事件，赢是小概率事件，只能寄希望于前世积德。学会价值投资，学会财报分析，是投资成功的关键，是只赢不输或少输的关键。

平等心

以上这些，就是我对财报分析与价值投资的理解。我希望我们将要解读的这些案例都各有特点，能够透过这些特点来展现同一分析方法在不同案例中的魅力，以及不同方法在不同案例中的个别应用。虽然我们的分析并不针对已经第三方审计机构⁷审计过的、公开披露的公司财报信息质量，但专业的财报分析免不了仍然要对公司财报的信息质量做判断。

需要强调的是，我们的这种判断只是为了分析公司的内在价值，而非为了揭露公司的会计舞弊⁸或会计假账⁹。如果万一有案例公司不小心“躺枪”，给当时的公司或当事人造成困扰或伤害，那我要先说声抱歉。因为我们的初衷只是基于绝对的平等心和客观事实，就事论事，而非怀有任何恶意地主观判断。当然，我自己也深知，要做到完全的客观、理性、中立非常困难。但无论如何我都会往这方面努力，我希望有关案例的所有结论都是独立的、客观的、公允的、经得起推敲和时间检验的。

薛云奎

2017年4月1日星期六成稿于上海

2017年6月20日星期二修改于温哥华

2018年1月12日星期五修改于上海

前言
自序

01

老板电器：教科书式的增长

- | | | |
|-----|-----------------|---|
| 1.1 | 股价与市值：以茅台和五粮液为例 | 2 |
| 1.2 | 老板电器：高估还是低估 | 3 |
| 1.3 | 穿透式分析三步曲 | 4 |
| 1.4 | 专业的财报分析方法：四维分析法 | 6 |

02

平高电气：创新 vs. 垄断

- | | | |
|-----|---------------|----|
| 2.1 | 高压开关行业龙头 | 18 |
| 2.2 | 大股东变更：国家电网入主 | 18 |
| 2.3 | 购并增长：行业整合 | 19 |
| 2.4 | 竞争力增强，销售毛利率提升 | 22 |

| | | |
|-----|-----------|----|
| 2.5 | 管理效率稳中有升 | 23 |
| 2.6 | 财务风险稳中有降 | 25 |
| 2.7 | 业绩层面不尽如人意 | 27 |
| 2.8 | 简要结论 | 29 |

03

小天鹅：曾经的丑小鸭

| | | |
|-----|----------------|----|
| 3.1 | 小天鹅的前世与今生 | 32 |
| 3.2 | 改革与调整 | 33 |
| 3.3 | 经营层面：持续增长 | 34 |
| 3.4 | 业绩层面：持续改善 | 37 |
| 3.5 | 管理层面：效率驱动 | 38 |
| 3.6 | 财务层面：稳健适中 | 42 |
| 3.7 | 资本与回报：典型的“白马股” | 43 |
| 3.8 | 简要结论 | 44 |

04

吉林敖东：偏财旺旺

| | | |
|-----|-----------|----|
| 4.1 | 奇葩的税后净利润 | 48 |
| 4.2 | 稳健的经营状态 | 48 |
| 4.3 | 稳中有降的管理效率 | 50 |
| 4.4 | 资质一般的财务水平 | 54 |
| 4.5 | 可持续的“偏财” | 55 |
| 4.6 | “纸面富贵”的业绩 | 56 |
| 4.7 | 简要结论 | 58 |

05

福耀玻璃：把生意做成事业的公司

| | | |
|-----|----------|----|
| 5.1 | 专注于汽车玻璃 | 62 |
| 5.2 | 主营业务利润突出 | 62 |
| 5.3 | 销售增长稳定 | 63 |
| 5.4 | 净利润有现金保障 | 64 |
| 5.5 | 经营稳健 | 65 |
| 5.6 | 管理平和 | 66 |
| 5.7 | 财务风险偏低 | 70 |
| 5.8 | 高额现金股利 | 72 |
| 5.9 | 简要结论 | 73 |

06

晨鸣纸业：大股东增持

| | | |
|-----|----------------|----|
| 6.1 | 造纸行业龙头 | 76 |
| 6.2 | 主营业务利润暴增 | 77 |
| 6.3 | 纸浆价格上涨推升公司销售 | 78 |
| 6.4 | 净利润有现金支持，但波动较大 | 78 |
| 6.5 | 经营层面：靠天吃饭 | 79 |
| 6.6 | 管理层面：资产膨胀 | 83 |
| 6.7 | 财务层面：负债率偏高 | 87 |
| 6.8 | 业绩层面：不尽如人意 | 89 |
| 6.9 | 简要结论 | 89 |