

如

克服偏见 还原财报背后的真相

薛云奎 著

比财报分析更难的，是不带偏见地下结论

16家“网红”公司的全方位透析

屏蔽资本市场的噪音

还原公司的本来面目

非外借

是



机械工业出版社
China Machine Press

克服偏见

还原财报背后的真相

薛云奎 著



机械工业出版社
China Machine Press

图书在版编目 (CIP) 数据

克服偏见, 还原财报背后的真相 / 薛云奎著. —北京: 机械工业出版社, 2019.1

ISBN 978-7-111-61281-0

I. 克… II. 薛… III. 上市公司—会计报表—会计分析 IV. F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 244208 号

克服偏见, 还原财报背后的真相

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
印刷: 北京文昌阁彩色印刷有限责任公司
开本: 170mm × 230mm 1/16
书号: ISBN 978-7-111-61281-0

责任校对: 李秋荣
版次: 2019 年 1 月第 1 版第 1 次印刷
印张: 16
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
购书热线: (010) 68326294 88379649 68995259

投稿热线: (010) 88379007
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

这是一本关于四维分析法应用案例的书，它是《穿透财报，发现企业的秘密》（机械工业出版社，2018）的姊妹篇。书中汇集了乐视网、全通教育、山鹰纸业、东方雨虹、华谊兄弟、东阿阿胶、康美药业、中兴通讯、中国平安、小米集团、美年健康、爱康国宾、暴风集团、华大基因、金达威共 15 家中国上市公司的经典案例。最后以华为控股收尾。华为控股虽为非上市公司，但因其有 10 年经审计的公开财报，作为中兴通讯的可比公司，我也将其收录书中。

相比于《穿透财报，发现企业的秘密》，本书的方法论侧重点有所不同。前者更加注重财报分析的一般框架与方法，即四维分析法的基本原理，而后者则更加注重如何没有偏见地下结论。

四维分析法是作者独创的公司财报分析方法。

在财报分析领域，它是一个独一无二的专业分析工具，不仅简单、实用，而且系统、全面。希望大家借助这一工具，学会穿透财报去发现公司背后的经营与管理真相，包括公司的战略、经营、管理、风险与绩效，当然，最重要的是学会没有偏见地下结论。

本书所收录的这些原创案例，是当前中国资本市场上备受关注的热点公司或网红公司。它们的经营成败，在资本市场上褒贬不一，而本书最大的特点则是在各种纷繁复杂的声音中呈现作者自己独到的、中立的、具有系统数据支持的分析结论。

有些案例颇具争议，如乐视网，透过特殊的股权结构安排，巧妙利用合并会计政策的局限，操控公司少数股东和归属于母公司的股东损益，操控的结果几乎到了匪夷所思的地步；通过研发投入、资本化研发支出和费用化研发支出会计准则的弹性，操控公司研发费用和经营利润；通过递延所得税会计政策，操控公司所得税费用。这些操控手法的经典性，在中国乃至当今世界资本市场上都极其罕见。当然，更让人吃惊的是，这些操控手法竟然还被其他公司学习与模仿，如本书收录的另一个案例——暴风集团。暴风集团同样也是通过股权结构安排操控公司归属于母公司的股东损益，利用递延所得税操控公司所得税费用，甚至在公司发展战略与扩张思路上也向乐视网借鉴与学习，至于这其中是否有其他逻辑关联，我无从知晓，但仅就公开资料的分析结论而言，二者的套路如出一辙。

暴风集团与全通教育，在 2015 年的大牛市中是当之无愧的大牛股，市值被炒飞上天。然而，三年时间过去，这两家公司的股价均已跌去 9 成甚至更多，让投资者蒙受了巨额损失。这其中虽然有市场定价机制缺陷的原因，但也有投资者投机取巧的炒作原因。如果投资者能够建立价值投资的理念，并遵循专业的财报分析结论，一定可以避免或减轻对这些公司的

恶意炒作。

华谊兄弟是一家非常另类的上市企业，它号称“中国影视娱乐第一股”，行业的特殊性导致其主营业务的可持续性受到很大挑战，因为每一部电影都有可能是一个独立的项目公司。一方面，公司通过大量的股权投资与行业购并，向游戏领域扩展；另一方面，通过签约电影小镇，向实景娱乐方向转型。然而，大量的购并导致公司商誉大幅度增长，资产质量下降。

山鹰纸业是一家传统的造纸企业，得益于供给侧改革与网购市场的迅猛发展，公司业绩得以大幅度提升，目前业已成为沪深市场上市盈率最低的公司之一。东方雨虹作为防水行业的龙头，在过去十年保持了快速增长。虽然其当前的增长势头未减，但公司在决策机制与诸多管理细节方面仍有较大的改善与提升空间。

康美药业是中医药行业的龙头企业，在行业内具有较大的资源优势，但销售毛利率长期偏低，企业素质与产品技术含量有待提升。美年健康与爱康国宾，是健康体检行业曾经的老大、老二，一家在美国上市，另一家通过买壳在A股上市，两家公司在经营、管理与资本运作方面各具所长，当然，其间的竞争与恩怨也在所难免。通过对两家公司的比较，可以清晰地看到二者在经营理念、资本运作与管理效率方面的差异。

小米集团、华大基因、中兴通讯都是今年资本市场上关注度最高的热门公司，这也是本书收录案例中的几个重点，其中关注度最高的是这些公司是否应当定义为高科技公司。由于财报分析的结论与很多人的期望不同，所以，出现了较大的分歧和争议。这些案例的大部分结论已经通过薛云奎个人微信公众号得以广泛传播或被众多媒体转载。

中国平安是本书所选择的唯一一家金融保险类公司，其报告是资本市

场上最系统和最全面的第三方财报分析报告。这份报告在雪球平台上的浏览量已超过 50 万。最后收录的一个案例——金达威，是一家很有特色的小公司。公司原本只是经营营养强化剂行业原料的小企业，产品技术含量不高，但近年来开始向终端保健品延伸。公司规模虽小，但在海外市场上却有较强的影响力，海外销售占到公司总销售的四分之三以上，是一家国际化程度较高的公司。

东阿阿胶是一家传统的保健品企业，其最大的看点是有关种驴的会计折旧与估计调整。根据 2017 年年报，它对种驴的折旧年限和残值估计进行了大幅度的调整，并且，这类调整有利于增加公司的净利润。然而，如果把这种调整的业绩影响放在当年度近 20 亿元的税后净利润大背景下来看，其数百万元利润的增加对 20 亿元利润的影响又是非常有限的。所以说，公司会计政策与估计调整在性质上与利润操控有关，但其结果却未必有操控利润之实，如果断章取义地下结论，未免会有武断之嫌。

本书的财报分析结论，都基于公开资料。虽然案例分析的具体内容可能已经超出了货币化数据的范围，但主要结论都能在财报数据中找到依据。我衷心希望这些各具特色的案例能够帮助大家既掌握四维分析法的基本原理，又学会不带有偏见地下结论。

与《穿透财报，发现企业的秘密》一样，本书所选取的这些案例与作者在喜马拉雅 FM 平台所开设的在线音频课程——“长江商学院薛云奎的价值投资课（进阶）”有密切的关系，其中大部分案例与音频节目的内容一致。只不过，在本书编辑出版的过程中，我们修正了音频节目中的一些缺陷和错误，同时，也增加了一些节目上线后的后续研究成果与分析，以使本书的内容更加丰富与完善，结论更可靠。但音频节目的讲述与图书文字的表达毕竟还是有很大不同，音频节目会更加突出案例所强调的重点，图

书更加注重图表的形象，感兴趣的读者可以在喜马拉雅 FM 平台上搜索这门课程的相关音频资源，将图书和音频结合使用，学习效果更佳。

在本书正式出版之际，我要衷心感谢上海师范大学郭照蕊副教授和我的研究助理盛露小姐在本书编辑过程中所付出的辛勤劳动——严谨、耐心、细致地修正，以及大量的文字与图表编辑。书中缺陷与错误在所难免，但这与他们的努力无关，理应全部由作者本人承担。

除此之外，在本书成书和编辑过程中，还先后得到许多故交、好友的倾力支持与帮助。他们是庞皓匀女士、何群先生、唐和明先生、于献忠先生、张胜翔先生、谭军先生、朱俊先生、朱孟林女士等。机械工业出版社的华蕾女士和李岩先生也提供了许多很好的意见和建议，对图书内容与编排更臻完善，产生了积极的影响，在此一并致谢。

最后，我要特别感谢我的恩师西南大学王锡桐教授和厦门大学吴水澎教授。王锡桐教授是我在西南农业大学攻读博士学位期间的导师，吴水澎教授是我在厦门大学攻读博士学位课程期间的导师和博士学位论文答辩委员会的主席。同时，我还要特别感谢西南财经大学林万祥教授和毛柏林教授在我求学路上对我的支持与帮助，用通俗的语言来表达，他们都是我生命中的贵人，是我事业走到今天的支柱，如果没有他们的关怀和指导，我就不可能完成今天的工作。为感谢他们对我的关心和培养，本书所得版税收入将以适当的方式全部回馈恩师和社会。

* * *

子曰：“三人行，必有我师焉；择其善者而从之，其不善者而改之。”在我求学的路上能得到如此多良师的教诲与指导，实在是我一生的幸运。

1984年7月，我从四川财经学院毕业分配至西南农学院任教。本科毕业教本科，在现在看来有些不可思议，但放在那个特定的人才短缺的时

代却也见怪不怪。

四川财经学院早已更名为西南财经大学，而西南农学院也早已与她的邻居——西南师范学院合并成为西南大学。我当年所入职的西南农学院，是一家有一定会计研究实力的高等院校，王友竹教授、侯德坤教授、邓盛辉教授等都在高等农业院校中享有很高的声望和学术地位。他们之所以愿意接纳我这名会计专业本科生担任教职，也许是因为当年全西南地区仅有30名会计专业本科毕业生，不要说招到会计学博士，当时整个西南地区连一个会计学硕士毕业生都没有。所以，会计本科毕业生就已经是当时的最高学历了。

农业大学原本与会计无关，但国营农场、农村生产队，以及20世纪80年代中后期开始鼓励发展的乡镇企业都需要会计核算，较大规模的农户，在一定程度上也需要记账。不过，在会计专业人员的眼里，这些会计似乎都算不上正规的专业会计。所以，我由此进入到一个带有强烈偏见意识的领域。如果回头来看，会计专业本科毕业选择在农业大学任教，实在不是一个明智的决策。一方面，会计学在农业大学永远都上不了台面，只能是配角中的配角。另一方面，农业会计在会计学领域同样也是上不了台面的，也是配角中的配角。如果把自己的一生托付给这样一个配角中的配角，实在是于心不甘。唯一能让自己安静下来的念头就是工作满两年后报考研究生，回归会计专业本行。然而，世事造化弄人。主角变配角容易，而配角要再变回主角则难。这让我在偏见的旋涡中一眨眼就度过了整整12年。

工作满两年后，我根据当时国家的相关政策申请报考会计专业研究生，打算回归综合性大学或财经院校的会计专业。没曾想到的是，这样的申请受到了上上下下各级领导的婉拒，因为无论怎样，自己也算是那个时

代的引进人才。或许是作为补偿，1987年，学校同意选派我参加为期一年的出国人员英语培训。客观地说，那时的我，学习能力是很强的，一年的学习收获很大，在出国人员英语培训中心也出类拔萃。一年后，我的托福成绩高达608分。

然而，会计学作为农业大学的配套学科，是很难申请到农业部出国人员留学基金的。但我不愿就此放弃会计专业而改学农学，一非所学，二非自愿，所以，只好眼巴巴望着一茬又一茬的同学远赴海外求学，而自己却被莫名地留了下来。

公派无望，自费出国也是一条出路。然而，世事艰难，就是20美元申请海外学校的申请费，也要用掉我当年大半年的积蓄，这对于从贫困走向贫困的我来说，无疑需要承受巨大的心理压力。还记得当年参加托福考试的29美元注册费，也是求助于当年已在美国留学的好友，至今未还，成为这些年来一直压在心上的一块石头。

为了不给自己那么大的压力，我开始琢磨在职申请本校的研究生，工作之余，于1989年开始在本校农业经济及管理专业选修硕士学位研究生课程。两年时间很快就过去了。我于1991年向学校申请提前结束硕士学位课程，直接报考博士学位研究生。一是因为那时我已经修完硕士学位课程，二是因为我已经拥有了讲师的职称。或许是之前并无先例，又或许是我这脱颖而出的想法有些遭人嫉恨，学校研究生处经研究后开出了一周内考试8门课程的报名条件，其中包括5门硕士学位核心课程和3门博士学位入学课程。这一条件看上去有些苛刻，或许原本是想把我吓退，没曾想我是一个喜欢迎难而上的人。很幸运的是，我通过了这一高难度的考试，并被破格录取为在职博士生，师从王锡桐教授。

王锡桐教授是我国农业经济理论与政策领域的权威专家，国务院学位

委员会二、三、四届学科组成员。然而，我却并不想从事他的研究领域。所以，入门以后我跟他提及能否继续我的会计学业，没曾想导师以博大的胸怀欣然应允，只是说他与会计学科的教授没什么学术联系，需要我自己为自己努力。于是，我写信给母校林万祥教授，请求他向厦门大学葛家澍教授推荐，并得到葛老师的接纳，从而得以顺利进入厦门大学葛家澍、吴水澎二位教授门下，继续我的会计专业求学之路。

1993年，在西农修完博士英语、日语和自然辩证法等基础课程后，我开始启程厦门大学进修会计专业博士课程。走进厦大，虽是联合培养的身份，但却时时处处得到葛、吴二位导师的厚爱，不仅在学业上指导，更是在生活上无微不至地关照。这使得我在厦大一年的学业突飞猛进，不仅得以洞悉大师的学术思想，更是有缘向一大批葛老师门下的博士生学习。1994年年初课程结束，我返回西农完成博士论文，并于1995年6月申请博士学位论文答辩。

吴水澎教授、毛伯林教授是当时答辩委员会的两位校外专家，吴水澎教授担任答辩委员会主席，答辩委员会成员中还包括西农本校的会计学教授王友竹、审计学教授侯德坤和管理会计学教授邓盛辉。虽然我最终被授予“农学”博士学位，但毕业论文题目却是“会计准则制定的方法论研究”（上海财经大学出版社，1999），以会计专业论文申请农学博士，这在中国教育史上恐怕也并不多见。

人生漫漫，一切表面顺遂、圆融的背后，其实都隐藏了诸多的片面与偏见。当然，在我不平凡的求学路上，自然而然地也遇到了很多的偏见与歧视。所幸的是，我并没有被各种歧见所打倒，而是在各种歧见中磨砺出自信。1995年6月，在如期获得博士学位后，我于1996年3月申请进入上海财经大学博士后流动站，并成为上海市第一位，也是新中国第二位会

会计学博士后研究人员。我努力 12 年之后，终于回归会计专业本行，喜悦之心油然而生，从此开启了人生新一段的旅程。

* * *

历史一页早已翻过，此后不再回忆。我请求在我人生旅程中被我有意或无意伤害过的人们的原谅，我亦原谅所有有意或无意伤害过我的人。无论你是领导、同事、朋友、邻居还是敌人，我都原谅你。愿天下所有人分享我的安详、我的和谐与我的快乐。

薛云奎

2018 年 8 月 21 日

于上海下沙

前言

0

题 跋

- | | |
|-----------------------|---|
| 0.1 绝对的片面，相对的全面 | 2 |
| 0.2 企业没有第二个系统比财报信息更全面 | 2 |
| 0.3 财报信息的先天局限 | 3 |
| 0.4 财报信息是硬信息 | 4 |
| 0.5 克服偏见的方法论 | 5 |

01

乐视网的会计“妙手”与“鬼手”

- | | |
|---------------|----|
| 1.1 上市前后大变脸 | 10 |
| 1.2 上市前的绩优股 | 10 |
| 1.3 上市后的业绩大变脸 | 11 |

1.4	离奇失踪的“研发投入”	13
1.5	巨额亏损的少数股东	17
1.6	负值的所得税	19
1.7	乐视网的资产泡沫	22
1.8	乐视网的经营困境	24
1.9	简要结论	26

02

全通教育，三年跌了近九成

2.1	三年下跌九成	30
2.2	小公司，大市值	30
2.3	商业模式曾一度领先	30
2.4	增长速度难以支撑高股价	31
2.5	经营层面：拔苗助长的后果	32
2.6	管理层面：战略性失败	36
2.7	上市并非为了融资	38
2.8	业绩江河日下	38

03

“守株待兔”的山鹰纸业

3.1	两份引人关注的公告	42
3.2	我为什么看好山鹰纸业	45
3.3	造纸行业：夕阳下的最后一抹余辉？	45
3.4	绝处逢生的山鹰	47
3.5	守株待兔的山鹰	47
3.6	因祸得福的山鹰	49

3.7 现金，永远是最重要的因素	53
3.8 简要结论	54

04

东方雨虹，净利润 10 年增长近 27 倍

4.1 大股东减持	56
4.2 成长性分析	56
4.3 中国防水行业龙头	57
4.4 增长稳健	57
4.5 管理严谨，但比较随性	60
4.6 财务稳健	63
4.7 业绩优良，但含金量不足	65
4.8 简要结论	67

05

起底“华谊兄弟”

5.1 上市“三级跳”	70
5.2 上市前的小公司	70
5.3 上市后的快速增长	74
5.4 收入增长的动因：购并	75
5.5 购并扩张的副作用	78
5.6 利润增长的不可持续性	83
5.7 利润含金量明显不足	85
5.8 综合收益巨亏，揭示潜在风险陡增	87
5.9 简要结论	88

06

东阿阿胶：会计与估计

6.1	财务指标分析	96
6.2	会计是什么	98
6.3	会计估计及其变更	99
6.4	变更影响并不重大	101
6.5	种驴是一种什么资产	101
6.6	由种驴的故事推及其他	102

07

康美药业：构思精巧，理念滞后

7.1	康美药业：中国最完整的中医药 产业链企业	106
7.2	主营业务布局强悍	106
7.3	主营业务增长迅猛	107
7.4	产品市场定位偏低	109
7.5	擅长营销、弱化研发	110
7.6	管理效率渐次下降	111
7.7	债务融资稳中有升	114
7.8	业绩评价	116
7.9	简要结论	118

08

中兴通讯为何铤而走险

8.1 引子	122
8.2 中兴通讯的生意不赚钱	122
8.3 曾经的高科技	124
8.4 面临巨大的市场竞争压力	125
8.5 研发投入，压力重重	127
8.6 股东回报，出路难寻	128
8.7 管理稳健，风险可控	129
8.8 简要结论	132

09

中国平安：雾里看花

9.1 引子	136
9.2 中国平安：简要历史与现状	137
9.3 收入增长持续稳定，主业鲜明	138
9.4 管理日趋稳定，但仍需谨防大企业病	142
9.5 负债率虽高，但财务风险控制有度	148
9.6 业绩优良，回报丰厚	150
9.7 简要结论	154

10

读小米财报，看主营盈利

10.1 引子	158
---------	-----