

HZ BOOKS  
华章经管

名家读财报

郑朝晖(笔名夏草)◎著

# IPO

# 40大财务迷局

识 别 可 疑 财 务 信 息 最 佳 范 本

## 看懂财报 规避IPO风险

被誉为“财务杀手”的财务专家夏草

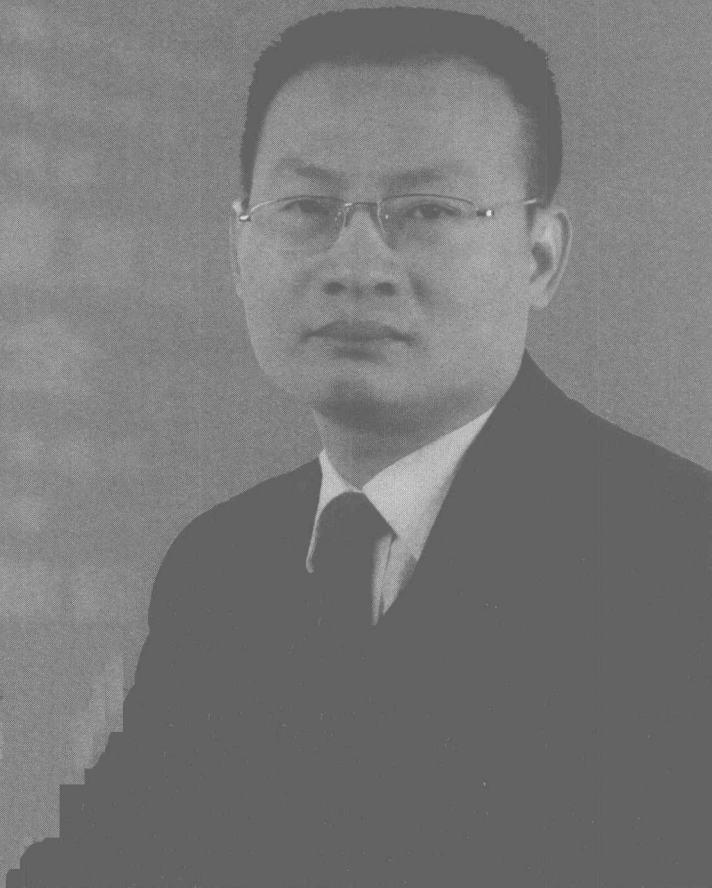
用40家成功或未能成功IPO的真实公司资料

展示如何根据蛛丝马迹，发现潜在IPO风险



机械工业出版社  
China Machine Press

名家 读财报



郑朝晖(笔名夏草)◎著

IPO

# 40大财务迷局



机械工业出版社  
China Machine Press

夏草近来对拟上市公司做了颇多研究，本书是其成果之一。国内上市制度尚处于不完善阶段，打算或已经IPO的企业以及关注或准备投资IPO的人士需要关注企业财报。

夏草在本书中对拟上市或已上市公司的包装手法做了深度剖析，将其分为法律伪装、业务伪装和财务伪装，为投资者、监管部门以及其他市场相关人士正确评价拟上市公司的质量提供了宝贵的思路，对提高上市公司的质量、提高投资者的投资回报，有着积极的帮助。

版权所有，侵权必究

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

#### 图书在版编目 (CIP) 数据

IPO 40大财务迷局/郑朝晖著. —北京: 机械工业出版社, 2010.1  
(名家读财报)

ISBN 978-7-111-29241-8

I. I… II. 郑… III. 上市公司—会计报表—基本知识 IV. F276.6

中国版本图书馆CIP数据核字 (2009) 第223160号

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: 华经 版式设计: 刘永青

北京诚信伟业印刷有限公司印刷

2010年1月第1版第1次印刷

170mm × 242mm · 19.75印张

标准书号: ISBN 978-7-111-29241-8

定价: 38.00元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

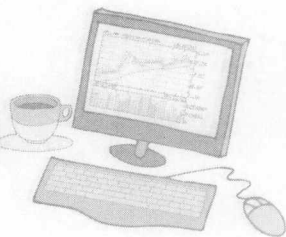
客服热线: (010) 88379210; 88361066

购书热线: (010) 68326294; 88379649; 68995259

投稿热线: (010) 88379007

读者信箱: [hzjg@hzbook.com](mailto:hzjg@hzbook.com)

# 出版说明



本书是作者对原先在网站及报刊上陆续刊发文章的整理、汇总和精炼。作者运用自己的财务专业知识，根据多年来的经验，选取几十家上市或拟上市公司的财报和公开信息进行了分析，并提出了个人质疑观点。

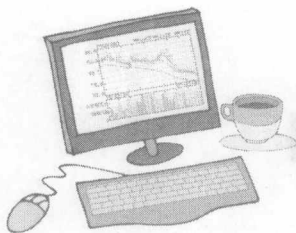
出版本书的目的是为政府加强对IPO和上市公司的监管提供参考，帮助IPO和上市公司进一步加强财报自律，为广大投资百姓提供一种基本分析思路。

正如古训所言：金无足赤，人无完人，作者的观点仅代表一家之言。本书中的观点是质疑，而不是定论，不可作为投资或其他商业决策依据。

上海新华书店发行

上海新华书店发行





## 前言 Preface

### 夏草频频发难IPO<sup>①</sup>

“公司上市要厘清财务漏洞、历史沿革以及业务的真实性”

从质疑浙江永强2008年涉嫌虚增利润，到剑指江苏洋河改制上市沦为125人的盛宴，从质疑金螳螂造假，到发现久其软件涉嫌提前确认收入……新股IPO在停滞1年后重新开闸之际，财务专家夏草却对这些企业屡屡发难，这究竟是为了什么？

“为了厘清这些公司的‘原罪’，让一些财务清晰、历史清白、业务真实的公司上市。”昨日，他在接受本报记者专访时表示。

“关注人为因素造成的企业问题”

**记者：**在IPO重新开闸以来，您对很多向证监会递交上市材料的企业提出了质疑。在您心目中，是否有接近完美的公司在申请上市？

① 《北京商报》2009年8月5日，记者崔丽萍



**夏草：**IPO开闸是好事，我对此表示欢迎。因为从我国股市的发行历史上看，20年来两市上市公司仅为1 600余家，平均每年仅有80家公司完成IPO上市。而实际的情况是国内有几十万家企业，具备上市资质的也不在少数。每年80家公司上市的速度远远达不到市场的真正需求。

**记者：**那为什么您特别关注IPO开闸后涌进来的这批企业？

**夏草：**公司的质量问题和IPO开闸是两回事。有一些企业财务比较干净，即便有一些小的问题，但瑕不掩瑜。而且有的问题是制度导致的，在制度没有改变的情况下，问题不会得到较好的改善。但我质疑的，都是人为因素造成的企业问题。

### “金融危机下为上市要包装业绩”

**记者：**在过去的一段时间里，您对一些IPO上市公司进行了密集的质疑，而且对各家公司质疑的角度都各有不同。是您故意回避了它们的相似点，还是这些企业的确存在方方面面的问题？

**夏草：**我关注的目标有两个：一是已经过会、准备上市的公司；另一个则是正准备上会争取股市入场券的公司。对于这两类企业来说，金融危机的大背景很不利于它们在今年（2009年）上市融资。一方面，监管层在金融危机后对即将上市的公司提出业绩方面的要求，比如证监会规定，已经过会的企业，如果在2008年盈利水平下滑50%，就必须重新过会；另一方面，对于没有上会的企业，2008年已经出现业绩大幅下滑，过会的概率都非常低。

**记者：**在这种情况下，企业放弃上市有些可惜。

**夏草：**是的。正因为如此，一些企业对财务报表进行了大量的包装，没有显示出金融危机对企业的冲击。但包装很容易露马脚，去年（2008年）有26家公司撤回上市材料，其中有14家公司就是因为企业业绩下滑或亏损不符合上市的条件。



## “企业不差钱应该也可以上市”

**记者：**企业上市的主要目的就是为了融资再发展。但近期我发现，您一直力挺“不差钱”的企业上市。这是为什么？

**夏草：**新股存量发行（企业不缺钱，但也想上市）势在必行。目前市场都是增量发行，增量发行下发行人IPO必须有募投项目，且必须是债权融资成本大于股权融资成本。于是很多不缺钱的公司上市面临的最大障碍是没有股权融资必要。

此前，我质疑江苏洋河有一点，就是没有股权融资必要。当然好公司是不缺钱的，证监会早就淡化股权融资必要性的要求，但以前有多少好企业IPO被否，最大原因就是没有股权融资必要。如果真得套这一条，中国目前有相当多的上市公司是不能上市的。

可是拟上市公司对此仍不敢马虎，因为不知道哪个发审委员会冷不丁使出这一撒手铜，所以在股权融资必要性下大做文章，如三金药业借钱分红以增加企业的资产负债率，这样包装的结果是，资产负债率是上去了，可是公众质疑该公司为何要借钱分红？说它缺钱吧，高分红又不像；说它不缺钱，它又不断借款。长此以往，将使优秀的企业家采取违规的方式做假账，以达到上市的目的。

## “创业板是假冒伪劣产品”

**记者：**您对创业板的看法，一直是认为它失去了自己的个性，混同于主板的一部分。您依据的是什么？

**夏草：**现在的创业板是叶公好龙，表面上是解决企业融资难的问题，实际上根本不能满足创业企业的融资需求。中国的创业板是没有创业的创业板。大部分企业设置时间在8年以上，有的企业在20世纪就成立了。能够在主板上市的，已经可以持续经营了，为什么要到创业板上市？本来办的是幼儿园，现在变成办大学和研究生院了，很明显是一个假冒伪劣的市场。这不仅与中小板的界定没有明显差距，而且完全成为

主板的附属品。

**记者：**您定义的创业板是怎样的？

**夏草：**创业企业是没有进入持续盈利的企业。

管理层这样做是为了避免政策的失败，中介企业是为了回避经营风险，避免别人追究他们的保荐责任。

市场上专门有这样一批人，就是所谓的投资银行，他们能够在一家企业成立初期看出企业未来的发展前景，并事先参股企业。待到企业上市后，这些投行可以分得一杯羹。但是在中国，如此优秀的投行人士并不多见。这导致申请登陆创业板的，并不是真正的创业企业。

审批制度下搞创业板肯定搞不起来，应将审批制转化为核准制。缺乏市场化上市流程，创业板开设条件仍不成熟。IPO要关注商业伦理，不能靠不正当竞争上市。但现在监管层又无法完全放开。

### “成功上市=股东一夜暴富”

**记者：**因为IPO重新开闸，一个被我们闲置了很久的词——“造富”再次出现。您对新股上市造就富翁股东这一点怎么看？

**夏草：**能够成功上市的企业，其股东都会一夜暴富，这是一个绝对的真理。有一个数据你可以看一下，一家企业在没有上市前，市场价值可能是10亿元。一旦上市，市盈率从最开始的不到10倍，可以迅速翻到20倍以上，最高能达到100倍。相对应的，原先10亿元的资本将翻倍至100亿元，上市公司股东的财富将瞬间膨胀。

而在西方，没有这么明显的暴富效应，国内A股整体定价都偏高。

**记者：**公司上市的成本大概是什么水平？

**夏草：**能够成功上市的企业可以一夜暴富，主要是因为这些企业前期投入过大。据我测算，一家企业从准备上市，到最后完成上市，要至少花费几千万元。而一般小企业根本无法支付高额的手续费和公关费用，只有经营能力好的企业才有这样的实力。

另外，好企业还必须加上好的公关能力才能实现上市。企业上市的





关键并不是好的基本面，要看公关能力，最后上市的不一定是最好的企业。因此，就会有一些业绩好但品行不好的企业想尽办法，甚至不惜实施商业贿赂完成上市。

还有一点要说明。一些企业在公有制转换成私有制时，企业股东就已经暴富过一次了，比如江苏洋河2006年改制时就使一批股东一夜暴富。这些企业接着就上市，又来一次暴富。

我建议，公有制企业向私有制改革后，10年之后才能上市，期间淡化国有企业的印记。如果在10年之后企业能够靠自己的实力走向上市，那证明企业很有实力，即使是“造富”，也令人心服口服。

### “财务质疑必须知错就改”

**记者：**您的质疑现在被很多论坛转载，一些股民对于您一直质疑新股IPO表示不满，您怎么看待问题公司与公司在二级市场业绩之间的关系？

**夏草：**很多股民在网络上给我留言，说企业财务是不是造假并不重要，只要上市的股票能够给我们带来收益就行了。这一点我是认可的。现在我们讨论的都是企业深层的东西。这些东西对二级市场股价的影响，要依据股东对公司高管的控制力。

**记者：**去年（2008年）的这个时候，您在接受我采访的时候表示，质疑了这么多家上市公司，只要说错一家您的名誉将万劫不复，那么在不久前，您对上市公司金螳螂发布质疑后，又被媒体报出您向该公司致歉，您的名誉是否就此万劫不复？

**夏草：**如果一个公司没有问题，但我说人家有问题，这必然构成诽谤或者构成侵权，会被告上法庭。但是到现在为止，没有一家公司要来告我。

“金螳螂”事件，虽然在某些细节上判断存在偏差，但在大的方向上，我是正确的。不过，在今后对企业的财务质疑、历史质疑以及业务质疑过程中，我仍会坚持知错就改、实事求是的态度。

# Contents 目 录

出版说明

前 言 夏草频频发难IPO

综 述 2009年IPO十宗罪

## part 1 第 1 部分

### 第一大伪装：法律伪装

---

- 1 鱼跃医疗偷税上市 .....7
- 2 毛利率反复无常，九阳股份偷税上市 .....15
- 3 歌尔声学涉嫌偷税上市 .....17
- 4 飞马国际危情 .....20
- 5 晋江名鞋企业美克及喜得龙IPO折戟之谜 .....26
- 6 江苏洋河或打破二次上会不败纪录 .....30
- 7 永安药业：国控污染源能否上市 .....41
- 8 涉嫌侵吞国资，天桥起重IPO被否 .....47
- 9 立立电子再现，浩宁达涉嫌掏空深中浩 .....53
- 10 众生药业：隐身企业窃取集体资产 .....64
- 11 司尔特：战略投资者疑似资本骗子 .....73
- 12 鼎泰新材：又一只国企吸血鬼上会 .....83

## part 2 第 2 部分

### 第二大伪装：业务伪装

---

- 13 久其软件业绩迷雾 .....95
- 14 新世纪财务与业务双重质疑 .....103



<b>15</b>	北京科锐：“傍大款”三产能否上市 .....	123
<b>16</b>	亚太股份IPO：资本市场岂能沦为暴发户盛宴 .....	127
<b>17</b>	奥飞动漫路演实录 .....	138
<b>18</b>	北京立思辰：一家办公设备销售商的谎言 .....	151
<b>19</b>	金亚科技：创新商业模式下的经营风险 .....	158
<b>20</b>	怡亚通：国信证券的物流故事能讲多久 .....	171
<b>21</b>	精艺股份：背靠国信证券好乘凉 .....	180
<b>22</b>	潮宏基：珠宝转型连锁盈利几何 .....	188
<b>23</b>	精华制药：去芜存菁还是良莠不齐 .....	195

### part 3 第3部分

#### 第三大伪装：财务伪装

<b>24</b>	珠海银邮：收入确认涉嫌不当 .....	203
<b>25</b>	拓维信息高成长幻象 .....	211
<b>26</b>	阮仕珍珠生猛，IPO再创业绩神话 .....	218
<b>27</b>	山下湖存货异常：水产、珠宝业怎么审 .....	221
<b>28</b>	263网通IPO是否被错杀 .....	226
<b>29</b>	神通阀门造假上会，保代被谈话提醒 .....	230
<b>30</b>	万马电缆是否隐瞒套保亏损 .....	235
<b>31</b>	超日太阳能IPO折戟之谜 .....	240
<b>32</b>	浙江永强上演套期会计魔术 .....	243
<b>33</b>	焦点科技闪亮登场，生意宝黯然失色 .....	246
<b>34</b>	永兴特钢IPO涉嫌造假上会被否 .....	253
<b>35</b>	失踪的套保：中利科技IPO裸泳 .....	260
<b>36</b>	超华科技和宇顺电子双双涉嫌造假上市 .....	265
<b>37</b>	预收款项畸低，键桥通讯涉嫌提前确认收入 .....	273
<b>38</b>	平安证券屡推涉嫌造假企业上市 .....	278
<b>39</b>	高乐玩具：出口单价为何大幅上扬 .....	289
<b>40</b>	奇想青晨：“奇思妙想” .....	296

## 综述

# 2009年IPO十宗罪

2009年，笔者将主要精力投入在IPO质疑上，揭发IPO广泛存在的“财务包装、业务包装及法律包装”行径。本书与笔者过去文集有两大不同，一是以前专注于财务质疑，目前延伸至业务质疑、法律质疑，并基本建立了三足鼎立的IPO质疑框架；二是质疑对象与过去有很大不同，过去主要关注上市公司，本书聚焦拟上市公司。本书收集了笔者2008年、2009年对40余家公司的新股IPO的质疑，总结多家IPO公司质疑，笔者认为当前IPO存在十大问题。

## 1. 金融危机

2008年下半年是一个非常特殊的时期，由于受到全球金融危机的影响，中国33个大类行业都不同程度受到冲击，部分强周期行业陷入困境，但在这样的行业背景下，不少强周期行业的IPO公司表现与行业背景相悖，或表现为毛利率畸高，或表现为收益大幅增长，笔者怀疑这里有相当一部分公司隐瞒了2008年度业绩大幅下滑甚至亏损的事实，通过提前确认收入甚至虚构收入、推迟确认费用甚至隐瞒费用来粉饰报表，17家公司有一大半都不同程度涉及这个问题。

## 2. 高污染

永安药业过会之后没几天，媒体就报道了该公司令人瞠目结舌的污染环境现场照片，过会之前，笔者就强烈质疑永安药业这样的高污染企业不该上市，但该公司竟然取得湖北省环保局合规证明，这种被污染的IPO希望以后能绝迹；此外，一些高污染、高耗能行业抛出循环经济概念，以循环经济对抗双高的指控，对此也要非常小心循环经济概念陷阱。

### ③ 套期保值

从2008年之前的IPO招股书或申报稿，我们可以频频看到“套期保值”字眼，但在2009年的IPO招股书或申报稿中，“套期保值”绝迹了，这是非常不正常的现象。金融危机之下套期保值成为过街老鼠，人人喊打，谁也不敢提衍生品投资，这不但反映了中国上市公司风险管理策略的不成熟，而且还反映了目前IPO公司大量隐瞒套保亏损的情况，难道大家都是神仙，能预期到金融危机发生，都不做套保了？浙江永强披露了外汇远期交易，但怀疑混淆了会计套期与经济套期关系，人为通过外汇远期交易调节上下年度利润。

### ④ 公退私进

有人说，国退民进过程没有国有资产不流失的，笔者从亚太股份、天桥起重两起公有制改制企业历史沿革中看到赤裸裸侵吞公有制资产的事实。笔者认为对国退民进的IPO要从严从紧，资本市场不能沦为硕鼠或吸血鬼的盛宴，中小板更应该是创业家的乐园，而不是国企蛀虫的乐园，包括垄断企业的三产上市也要慎重，这些企业都是挖社会主义墙脚长大的，要论其核心竞争力就是要傍大款，没有真正的本事，很难市场化生存。

### ⑤ 股权激励

笔者发现大量的拟上市公司在整体变更为股份公司之前对管理层及核心骨干进行股权激励，这样做有三大好处，一是不要证监会审批，二是不要确认股权激励费用，三是不要缴纳股权激励税费。笔者认为根据《企业会计准则第11号——股份支付》，整体变更为股份公司之前的股权激励也要确认股权激励费用，但由于公司上市之前无法确认股权的公允价值，造成股份支付规则被架空，目前上市公司实施股权激励成本高昂，基本沦为鸡肋，股权激励大都提前到IPO之前，这对公司IPO前后业绩造成实质的影响，但目前对此没有会计反映，这是一个很大的漏洞。

### ⑥ 不正当竞争

笔者质疑从事电信和烟草软件开发的新世纪涉嫌以不正当竞争手段拉拢垄断国企经办人员，包括为垄断国企洗钱，这些企业与其说是软件开发公司，不如说是公

关营销公司，但奇怪的是这样以营销为优势的企业销售费用却异常得低，笔者怀疑这类公司隐瞒了大量灰色的营销费用，导致公司的销售费用在收入中所占比重畸低。

### ⑦. PE式的利益输送

笔者发现一些拟上市公司在Pre-IPO时定价过低，涉嫌PE式的腐败，在PE式腐败背后还有双向利益输送，如天桥起重IPO，中铝国际以接近账面净值入股，与此同时中铝国际关联方向天桥起重大量输送主营收益，这实质是权益资本收益化，拟上市公司将本应计入权益的流入计入损益。目前怀疑PE入股之后为拟上市公司输送主营收益现象非常严重，这种情况很可怕，防不胜防。

### ⑧. 募资用途

这是制度缺陷导致的现实问题，被质疑的部分公司根本不缺钱，更没有股权融资的必要，尤其是一些轻资产或服务类公司，他们本身就是现金牛，上市的根本目的是为了财富的增值，可中国IPO增量发行制度导致企业上市一定要融资，这些资金到位之后又无处可花。

### ⑨. 财务包装

笔者发现目前IPO公司财务包装面上看得见的主要有两个问题，一是收入确认，二是收益性支出资本化。多家公司被笔者怀疑收入确认提前或虚构收入，这是老话题了；但收益性支出资本化更要引起大家的关注，由于目前《无形资产》会计准则允许开发支出有条件资本化，笔者发现一些公司涉嫌滥用开发支出资本化条款，过度资本化；一些公司创立的新型商业模式背后也涉嫌收益性支出资本化，如正在招股的奥飞动漫的动漫影视片的1个多亿投资，笔者认为实质是广告片投资，应根据广告支出规则直接进入当期损益，但该公司大部分的动漫支出迄今仍挂在资产负债表上，没有进入利润表。

### ⑩. 商业模式包装

笔者发现一些IPO公司面对畸高的毛利率或成长性，总有一些美丽的说法，如超华科技称自己是PCB行业唯一的垂直一体化产业链，因此有成本优势，故毛利率较高；奥飞动漫称自己已从传统的玩具升级到动漫玩具，故毛利率大幅上升。笔者

怀疑这些说法更多是商业模式的包装，或者是概念的炒作，这是投行新趋势，从传统的财务包装上升至现代的商业模式包装。因为目前流行讲商业模式，商业模式的竞争已成为竞争优势之本，故各公司在都在讲故事，把一个个传统产业吹得天花乱坠，吹成现代产业，投资者要小心这些商业模式包装陷阱。

### 案例(8)

某公司IPO时，保荐人为了迎合监管机构的口味，将原本属于传统产业的公司包装成高科技企业，通过夸大研发投入、虚构核心技术等手段，使公司在招股说明书中呈现出“高科技”的形象。然而，上市后不久，该公司的业绩就开始下滑，投资者纷纷抛售股票，股价大幅下跌。这充分说明了商业模式包装陷阱的危害。

### 案例(9)

某公司在IPO过程中，为了美化财务报表，采用了多种手段进行财务包装。例如，通过关联交易、虚构收入、虚增资产等方式，使公司的财务状况看起来非常健康。然而，上市后不久，公司的业绩就开始大幅下滑，股价也随之暴跌。这充分说明了财务包装陷阱的危害。

### 案例(10)

某公司在IPO过程中，为了迎合监管机构的口味，将原本属于传统产业的公司包装成高科技企业，通过夸大研发投入、虚构核心技术等手段，使公司在招股说明书中呈现出“高科技”的形象。然而，上市后不久，该公司的业绩就开始下滑，投资者纷纷抛售股票，股价大幅下跌。这充分说明了商业模式包装陷阱的危害。

## 第一大伪装：法律伪装

### 1. 鱼跃医疗偷税上市

夏草质疑其偷税及造假上市。

### 2. 毛利率反复无常，九阳股份偷税上市

夏草质疑其上市前隐瞒收益并涉嫌偷税。

### 3. 歌尔声学涉嫌偷税上市

夏草质疑其上市前隐瞒收益并涉嫌偷税。

### 4. 飞马国际危情

夏草质疑其偷税上市，并怀疑其供应链管理服务模式存在很大经营风险并在夸大收入的嫌疑。

### 5. 晋江名鞋企业美克及喜得龙IPO折戟之谜

夏草质疑其上市前隐瞒收入并涉嫌偷税。

### 6. 江苏洋河或打破二次上会不败纪录

夏草质疑其员工持股资金来源涉嫌违规，两次申报稿都涉嫌偷漏税和重大会计差错，并质疑改制不公平。

### 7. 永安药业：国控污染源能否上市

夏草质疑该公司作为高污染企业不可以上市。

### 8. 涉嫌侵吞国资，天桥起重IPO被否

夏草质疑该公司侵吞国有资产，权益资本收益化。

### 9. 立立电子再现，浩宁达涉嫌掏空深中浩

夏草质疑该公司是立立电子幽灵再现，涉嫌掏空已退市的深中浩，且业绩呈逐



年下滑趋势，成长性不良。

### 10. 众生药业：隐身企业窃取集体资产

夏草质疑该公司母子关系错乱，公司产权结构及公司治理存在严重缺陷，改制过程存在严重的集体资产流失。

### 11. 司尔特：战略投资者疑似资本骗子

夏草质疑司尔特历史涉嫌虚假出资，控股股东收购国有股权资金来源不明；践价引进的战略投资者疑似资本骗子。

### 12. 鼎泰新材：又一只国企吸血鬼上会

夏草质疑鼎泰新材报告期内财报涉嫌重大错报，前身鼎泰金属改制涉嫌严重的公有资产流失，PE低价入股有利益输送之嫌。