

理清 周倩 著

DIAGNOSE:
What's the Matter
With Public Companies

上市公司诊断

What's the Matter With Public Companies



剖析上市公司复杂乱象后的典型症状
把握中国资本市场的本质与投资机会

中国铁道出版社
CHINA RAILWAY PUBLISHING HOUSE

理清 周倩 著

DIAGNOSE:
What's the Matter
With Public Companies

上市诊断

What's the Matter With Public Companies



中国铁道出版社
CHINA RAILWAY PUBLISHING HOUSE

内 容 简 介

公司上市有很多好处：融集资金、优化企业治理、提升企业形象、吸引高端人才……但很多企业上市，利益点并不在这里。公司一旦与“上市”挂钩，会牵出极其复杂的利益动机。本书以上市公司诊断为切入点，客观地讲述了上市公司或者有上市意图的公司，方方面面的利益纠葛，最后引导投资者、企业主、分析师等利益各方回归商业智慧的原点。

图书在版编目（CIP）数据

上市公司诊断 / 理清，周倩著. —北京：中国铁道出版社，2015.3

ISBN 978-7-113-19533-5

I. ①上… II. ①理… ②周… III. ①上市公司—企业诊断 IV. ①F276.6

中国版本图书馆CIP数据核字(2014)第266395号

书 名：上市公司诊断
作 者：理 清 周 倩 著

责任编辑：郭毅鹏
责任印制：赵星辰
封面设计：多宝格

读者热线：010-63560056
特邀编辑：王伟宏

出版发行：中国铁道出版社（北京市西城区右安门西街8号 邮政编码：100054）
印 刷：北京市新魏印刷厂
版 次：2015年3月第1版 2015年3月第1次印刷
开 本：700mm×1000mm 1/16 印张：15.5 字数：238千
书 号：ISBN 978-7-113-19533-5
定 价：36.00元

版权所有 侵权必究

凡购买铁道版图书，如有印制质量问题，请与本社读者服务部联系调换。电话：(010) 51873174

打击盗版举报电话：(010) 51873659

序言

FORWARD

资本市场、上市公司那些纷繁复杂的表象，总会使人迷惑。但是，只要抓住一个基本事实，就会减少很多误判。

在生意场上，亏钱是很容易的，但赚钱却很难。生意场上的赢家总会被追捧，但输家的人数更多，只是他们更低调。李嘉诚深知做实体生意之难：“不要跟我讲，第一年第二年能挣多少钱，只要告诉我，钱投下去三年后，本钱还在的可能性有多大。”

上市公司也是在生意场上混，上市不会改变实体生意赚钱难这一事实，如果想赚快钱，变相地搞资本运作迟早会出问题的。

上市可以让很多人一夜暴富，也让很多人追悔莫及，新东方创始人俞敏洪曾公开表示：“很后悔让新东方上市。”俞敏洪给出的理由是：新东方上市后，引发了整个社会对民办教育行业的关注，国外的投资大量涌入，这带了个坏头——大家都认为做培训机构能上市、赚钱。正如本书作者所说，上市就像一场“围城游戏”，城里的人想要杀出来，城外的人想要杀进去。

作为一本以上市公司为解读题材的著作，本书很值得一读。下面是笔者阅读本书后的一些总结，主要是作者对企业上市一些问题的精辟分析录在这里，以飨读者。

第一，上市导致了公司效率的下降，比如雷士照明的前 CEO 吴长江曾经抱怨，他只对 50 万港元以下的项目有决定权，50 万港元以上的项目审批权则归董事会。而要召集独立董事们开会讨论问题显然费时费力，更要命的是，董事们可能根本不了解市场。

第二，上市让企业高管无心经营企业，年薪百万不如股权兑现，股票兑现得到的收入可能打工几十年也赚不到。上市促使企业高管宁可离职，甚至离婚，也要把未来 30 年的利润一次性兑现。“为什么创业板高管爱离婚？”

已是一个热门话题。

第三，上市导致企业重视资本运作，忽略企业经营。资本运作的一些技术细节，律师、会计师和投行人士都会做，而真正的智慧和难点在于把企业的业务持续做好。

第四，上市导致企业资本成本升高，以至于“投行贵族”高盛为无数公司操办上市，自己却极不情愿上市，直到1999年整整130岁时，才被形势所迫在纽交所挂牌，但只向公众发行了12%的股权。

第五，企业上市还容易走向财务作假。财务造假都是目的性很强的，造假不只是为了把利润做高。IPO要包装，上市前三年利润要递增，否则保荐机构无法交代。增发股票、股权激励，都有盈利要求，要保持连续几年业绩增长。

第六，上市导致企业过度融资。证券市场的快钱效应，反而会动摇上市公司的事业动机。当资本的逐利性让每个人都变得无比贪婪时，上市公司很可能沦为吸血机器。“大家都在融资，我们为什么不融？哪怕我们现在不缺钱。”

股市本身不创造任何财富，但一定会发生频繁的财富转移，股市交易不论多么理性，也只是一个财富再分配机制。不论股票如何涨跌，政府的税收跑不掉，券商的佣金收入跑不掉，上市公司会圈走大量的真金白银。有了以上几类铁定的赢家，其他股市玩家——公募基金、阳光私募、超级大户、散户，甚至券商自营等，在总体上是比较难盈利的。

事物总要回归“常态”。正如圣贤所说：“天之道，损有余而补不足。”本书作者也引用“均值回归”定理进行分析：一切事物都会回归到平均值附近，而上市公司的业绩增长、股价表现，最终都会向平衡或均值回归，几乎没有哪家公司能逃脱这一规律。

总之，这是一本“精华藏于细节”的书，作者写作得相当扎实，可以说是将其多年的研究成果毫不吝啬地全盘奉献给了广大读者。在写作手法上，毫不拖泥带水，几乎全部是思想精华，是非常值得精读的一本书。因此，笔者在此也大力推荐读者阅读此书。

知名经济学家、上海交大研究员

高连奎

2000年，创业初期的阿里巴巴要对外融资，当时日本人孙正义想多给他投1000万美元，马云硬是不同意，他不愿出让更多股权。

2004年，美国纳斯达克和纽约证交所找到马云，希望阿里巴巴赴美上市。马云当时表示：“我们的公司创办才5年，员工都还年轻，平均年龄才26岁，要走的路还很长。我们要造就一家具有百年生命力的公司，现在就匆匆忙忙地上市，长远来看对公司并不好，这些才20多岁的年轻人如果一下子都成为富翁，很可能产生惰性，不再创新求异。”

可是到2014年，阿里巴巴的规模和利润已增长几百倍，却急着去美国上市，为何这时马云愿意出让集团股权了？

李嘉诚的看法是：阿里巴巴是PC互联网时代的巨人，而现在移动互联网正在形成新的商业格局，今天任何一个行业（包括电子商务），都在受着微信的冲击……这也是我觉得阿里巴巴着急上市的原因。在微信商业化的冲击下，如果阿里巴巴再不上市，股价就可能往下走了。

任何企业在自己事业的上升期，都很珍惜自家的股权，排斥上市。一家业绩卓著的企业只有在什么时候才会迫切想上市，想一次性赚足一辈子的钱？不言自明。

多数企业一旦上市成为“公众公司”，也会陷入这样一种尴尬：多数人的公共事物，最少受人照顾。

为什么一些上市公司生意越做越大，股东却越来越穷？因为它们太喜欢发行新股，股权摊薄很快，每股收益打折。

很多“公众公司”，市场给它30倍市盈率（股价/每股年度利润），它会积极去发新股融资；市场给它3倍市盈率，它也不会放弃发新股圈钱的机会。为什么呢？

尽管3倍市盈率听起来“很低”，但融来的都是真金白银，关键是，基本上不需要归还。哪怕多次融资会摊薄股东们的股权，他们也不会在乎。在大股东和管理层眼里，控股60%和控股20%没有区别，因为小股东基本没有话语权。

从这个角度来看，好公司的一大标准就是十分珍惜自家的股权，可以贷款，可以发行企业债，但不会轻易出让股权。

有人说，一家公司最重要的资产，其实是董事长的注意力和时间。他把时间花在什么地方，决定着这家公司能走多远。

董事长本该一心一意做事业，使公司尽可能达到最佳状态。然而，作为上市公司的领导者，却不得不留出时间来兼顾公共市场。

同一行业的几家上市公司，股本差不多，盈利水平差不多，凭什么你股票涨到30元，我只有七八元？为什么别家上市公司增发、再融资轻而易举，自己公司却困难重重？为什么别家公司或是股权激励、减持套现，或是增持、回购，加速财富增长，自己公司却不能？

证券市场会出现太多意想不到的变化，吸引了董事长们太多注意力，甚至会干扰主业的方向。

无论董事长喜欢与否，投资者和分析师都期望你预测一下，今后几个季度公司要做出什么样的业绩？不管你给出的数字是多少，最好说到做到，因为市场不喜欢受惊。

当然，上市公司最好能有稳定增长的季度业绩，否则投资者和分析师会不高兴，这可能导致公司股价大幅波动。上市公司的董事长们难免会心情浮躁，因为要创造出色的短期业绩可能会牺牲长远利益。

本书用平实坦诚的语言，从另外一个角度诠释了上市公司与资本市场的真实互动。究竟是资本市场改变了上市公司，还是上市公司改变了资本市场？有待读者自己去本书中寻找答案。

编者

2015年1月

目录

C O N T E N T S

第一部分 上市公司的病情病因

第一章 CHAPTER

上市公司的围城游戏 / 02

这些年，那些后悔上市的明星企业 / 03

上市，假面具与真动机 / 05

企业的五个需求层次 / 08

说说“资本运作”这个时髦词 / 09

“硅海武士”的没落 / 12

第二章 CHAPTER

上市，无法回避的难题 / 15

高盛的犹豫 / 16

华为的远虑 / 17

“不差钱”最可怕 / 18

为什么上市公司爱玩对赌游戏 / 20

蛋糕为什么越切越小 / 22

拿什么去激励高管 / 24

“股息型股票”为何不吃香 / 25

奇怪的攀比 / 27

第三章
CHAPTER

**上市公司为何难以摆脱造假
嫌疑 / 31**

- 那群倒卖公司的人 / 32
- 故事里的事，说是就是 / 33
- 财经演员的逻辑 / 34
- 分析师最不缺想象力 / 36
- 查诺斯的警告 / 37
- 做假账就像练七伤拳 / 39

第四章
CHAPTER

圈钱与烧钱 / 43

- 如何确定上市公司的合理估值 / 44
- 疯狂的蘑菇 / 45
- 生意越做越大，股东越来越穷 / 47
- 上市公司的庞氏骗局 / 49
- “壳资源”何以那么值钱 / 51

第五章
CHAPTER

哪些事情比上市更重要 / 53

- 什么问题最令基金经理担忧 / 54
- 被上市刺激起来的冒险精神 / 55
- 巴菲特的天花板 / 56
- 视执行成本如胆固醇 / 58
- 水滴石穿的细活 / 60

第二部分 上市公司得了什么病

第六章 CHAPTER

醒状昏迷：问诊白酒类上市公司 / 64

谁在复制巴菲特 / 65

刚性的暴利 / 66

工业化的诅咒 / 67

五粮液因何丧失定价权 / 69

茅台的中年危机 / 71

企业的势能 / 73

第七章 CHAPTER

心肌缺血：问诊电商类上市公司 / 75

不可遗忘的泡沫时代 / 76

长尾理论 / 79

谁最可能成为“中国亚马逊” / 80

大到不能倒的困局 / 82

电商企业的癌细胞 / 84

第八章 CHAPTER

肌肉肿胀：问诊商业连锁类上市公司 / 87

商业连锁的细胞裂变 / 88

最大的亏损源于不合理的库存 / 89

有竞争力的规模 / 90

拿什么拯救“渠道霸权” / 93

中国股市的最大风险：失去聚焦 / 95

第九章
CHAPTER

假性近视：问诊上市银行 / 97

银行的假性暴利 / 98

弥漫全球的银行股信心危机 / 99

中美银行业盈利模式的差异 / 100

招商银行：最受基金经理青睐的银行股 / 102

马云：银行家的新对手 / 103

货币战争的唯一赢家 / 104

选股如圈羊 / 105

第十章
CHAPTER

心肺衰竭：问诊上市券商 / 109

券商自营的灰色往事 / 110

“庄家”背后是什么 / 111

这就是投资银行吗 / 117

从宏观视角解析券商的困境 / 119

第十一章
CHAPTER

心火上炎：问诊上市房企 / 121

被房地产绑架的中国股市 / 122

房地产的利润率到底有多高 / 123

地段，地段，还是地段 / 125

地产业的跨界战 / 127

一个实力央企的融资困途 / 128

什么是上市房企的真正利空 / 130

第十二章
CHAPTER

虚性体质：问诊上市车企 / 133

2009 大逆转 / 134

汽车股的业绩黑洞 / 135

比亚迪危局：是巴菲特看走眼了吗 / 137

长城汽车：低调的牛股 / 139

汽车股大变局 / 140

第十三章
CHAPTER

动脉硬化：问诊“重资产”上市公司 / 143

重资产公司的五大投资风险 / 144

“带工厂的股票不要买” / 146

悲催的钢铁 / 148

资源股的周期陷阱 / 149

高速公路的暴利假象 / 152

高增长的重负 / 153

非常时期的牛股之路 / 155

这是一场豪赌 / 156

上市公司最深的那一道壁垒 / 158

第十四章
CHAPTER

骨质疏松：问诊“轻资产”上市公司 / 161

股神的偏见 / 162

基金经理的审美标准 / 164

不可承受之轻 / 166

贵得有道理的百元股 / 168
你的护城河有多宽 / 170
哪一行业的公司最难上市 / 172
确定，所以投资 / 174
“最赚钱上市公司”其实是个穷光蛋 / 176
Facebook、谷歌与分众传媒 / 179

第十五章
CHAPTER

**警惕上市公司中的
“植物人” / 181**

有些常识，很容易忘记 / 182
谁偷走了垄断企业的利润 / 183
这样赚钱不靠谱 / 185
上市公司中为什么少有百年企业 / 187
均值回归：最隐秘的真理 / 188

第三部分 上医医未病之病

第十六章
CHAPTER

**上市公司最缺“戒律”
意识 / 192**

摩西十诫与上市公司 / 193
哪一条原则最不能妥协 / 195
为什么说阿里巴巴是企业融资的典范 / 196
积极的保守 / 199
“负债管控”决定的风险和机会 / 201
三星往事 / 203

第十七章
CHAPTER

**免疫力源于强势的商业
模式 / 207**

马重要，还是骑师重要 / 208

上市公司的马太福音 / 209

苹果、谷歌、亚马逊都是赌场老板 / 210

简单之美 / 212

平庸行业的超级战舰 / 214

第十八章
CHAPTER

如果盈利不再增长 / 217

靠什么挤干业绩水分 / 218

企业家巴菲特 / 220

盈余品质 / 221

世间再无乔布斯 / 223

七年巨亏为何没使亚马逊破产 / 225

逃离“价值洼地” / 227

第十九章
CHAPTER

金融与实业共赢 / 229

什么是公司价值 / 230

好公司，无欲则刚 / 230

投资家的病态审美 / 231

企业家的快感 / 232

与永恒的时间抗衡 / 233

DIAGNOSE:
What's the Matter
With Public Companies

第一部分

上市公司的病情病因



上 市 公 司 诊 断



上市公司的围城游戏

这些年，那些后悔上市的明星企业

近年，有不少公司在上市后都后悔了，开始谋求私有化，比如分众传媒、盛大。就连中国“教育第一股”——新东方也曾一度被传要联手阿里巴巴谋求私有化。

| 俞敏洪：“厌倦被资本挟持” |

新东方早期的做法是：预收学费，廉价租赁假期高校的空置教室，然后组织教师开课。任课老师多为兼职，新东方本质上充当着教师经纪人的角色。在这种情况下，学生交的学费几乎都流入了相关教师的口袋，教师因为收入可观，能全身心投入到教学活动中。

但新东方上市以后，情况大变，直接运营成本（主要是给教师的工资）、管理成本（主要是管理层的薪资奖励）各占营业收入的 40%，营销费用超过 10%。学费是翻倍上涨，教师工资却大幅下降，巨额收益最终流入管理层和股东的腰包。

上市公司的目的，主要是为股东寻求最大化利益。可是，学生和教师作为教学活动的真正参与者，利益大受损害，难免会影响到教学质量。

新东方创始人俞敏洪也公开表示：“很后悔让新东方上市”。俞敏洪说，新东方上市后，引起了整个社会对民办教育行业的关注，国外的投资大量涌入，至今大概投了 30 多亿美金。这是好的一点。同时，也带了个坏头——大家都认为做培训机构能上市、赚钱，只要一上市，就万事大吉了。

“在上市了四五年后，我深刻地意识到，一个教育培训企业的生死存亡与它的社会价值紧密相连，跟上市没有任何关系。”上市之前，新东方专注于如何提升教学质量，让学生快乐地学习知识；而现在，俞敏洪想的是“用什么办法，让我公司收入增加，让公司的利润增加，让投资者高兴，让股票的价值提高”。

| 星巴克何以没落 |

星巴克在没上市前，是一家很有品位的公司。“大家要的不是喝一杯咖啡，而是渴望享受喝咖啡的时刻。”高贵、时尚、浪漫、文化，使顾客真正融入“星巴克体验”，也就能使之产生一种偏好。