

2.3.2 评判业绩质量-利润陷阱

今天第20期内容是【评判业绩质量】中的第二讲【利润陷阱】。

本期继续关于利润的话题，上一期我们主要关注了一家公司的业绩来源，它们各做了多少贡献。本期我们来看看一家公司的“偶尔”产生的利润和损失，以及它们对公司利润的影响。

这些“偶尔”的项目应该怎么去理解？从哪里可以找到这些偶发的事项？本期将有大量的例子来说明这些情况：

【说不清的“非经常”】

回忆一下我们在计算公司PE时，用“归母净利润”作为分母。但这个业绩数字，并没有排除“非经常性损益”这一部分。从而会带来【估值误区】。PE这个指标的意义，本质上是衡量一家公司“持续”经营的情况下估值高低。掺杂进来这些不会一直发生的利润，PE就容易低估，比如光线传媒（300251）的例子（数据截至18/7/26）：

换手	0.39%	净资产	3.345
收益 TTM	0.894	PE TTM	11.11
总股本	29.34亿	总值	291亿
流通股	27.52亿	流值	273亿

这是从东方财富choice上截的光线传媒最近的TTM（近四季度）和动态PE，一个传媒股才只有11倍的PE？一个传媒股这个PE也太便宜了吧。但这可不是算错了，我们来看看它2018年一季报的情况：

	本报告期	
营业总收入（元）	400,746,976.04	
归属于上市公司股东的净利润（元）	1,992,781,829.39	
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润（元）	87,963,838.12	

扣除非经常性损益之后连1亿利润都不够了？我们继续往下找：

非经常性损益项目和金额

√ 适用 □ 不适用

单位：元

项目	年初至报告期期末金额	说明
非流动资产处置损益（包括已计提资产减值准备的冲销部分）	2,269,310,740.65	出售新丽传媒股份有限公司股权产生的投资收益
计入当期损益的政府补助（与企业业务密切相关，按照国家统一标准定额或定量享受的政府补助除外）	19,796.90	
委托他人投资或管理资产的损益	752,054.80	
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	7,901,964.15	
减：所得税影响额	373,170,586.73	
少数股东权益影响额（税后）	-4,021.50	
合计	1,904,817,991.27	--

原来是因为卖了新丽传媒22个亿才带来这么多利润，但是光线也不靠【卖股权】过日子，所以这种项目就列在了【非经常性损益】下面。

与之类似的，还有我们之前提到过【业绩对赌】，如果被收购方赌输了，所赔偿的金额，也会列在非经常性损益里。

在计算光线目前的TTM-PE的时候，由于用的是2018年一季度+2017年二三四季度的归母净利润之和，所以才会将光线的PE低估的这么厉害。至于大家平常还会听到的“动态PE”，计算方法就更没谱了，是用一季度的归母净利润乘4，去预估全年的净利润，以此作为分母得到的PE。

以此类推，动态PE用半年利润x2，一二三季度利润之和 x (4/3) ，这种单纯粗暴的业绩预估方法能在A股流行这么多年也是相当奇葩了。

除了对估值有影响，非经常项的出现对【业绩增速拐点】的判断也有影响。已上市的新能源巨头宁德时代（300750），从扣非后的净利润来看，其实并没有想象的那么好，我们来看一下它的招股说明书：

（二）合并利润表主要数据

单位：万元

项目	2017 年度	2016 年度	2015 年度
营业收入	1,999,686.08	1,487,898.51	570,288.49
营业利润	483,202.05	321,212.07	104,559.46
利润总额	484,810.02	340,021.37	110,003.21
净利润	419,405.66	291,843.69	95,058.11
归属于母公司股东的净利润	387,795.49	285,182.14	93,064.64
扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润	237,567.78	278,645.13	88,009.57

从2016年的业绩爆发，到2017年，归母净利润在不断增长，但是注意扣非后的归母净利润：从27.9亿下滑到了23.8亿？继续挖非经常损益有什么：

公司报告期内非经常性损益情况如下：

单位：万元

项目	2017 年度	2016 年度	2015 年度
非流动性资产处置损益	96,027.73	-15,697.22	-59.01
计入当期损益的政府补助（与公司正常经营业务密切相关，符合国家政策规定、按照一定标准定额或定量持续享受的政府补助除外）	44,442.16	18,108.75	6,874.48
委托他人投资或管理资产的损益	35,426.82	4,817.75	1,443.22

可以看到【资产处置】、【政府补助】和【委托他人投资管理资产损益】在2017年都要比2016年高出好几亿来。如果再往下挖“非经常性损益分析”这个关键词，还能找出具体有哪些补助、哪些处置等。

这样一来，宁德的一部分归母净利润增速，要归功于这些不确定的卖资产和政府补助上面，这对一个高速成长的股票，是一件非常重要的事情。因为成长股最重要的就是判断业绩增速的“拐点”，有任何不是内生增长的因素掺杂进来，都会对判断一个股票的未來多一分困难。

有人会说，那为什么不都统一计算扣非后的归母净利润，作为计算估值、或者公告业绩时最主要的信息呢？这是因为，一方面，公司通过这些非经常损益，确实拿到了或亏了这么多钱，这是实打实的事情，也会对公司以后的持续经营产生影响。

另一方面，还有一些“非经常”项目，在一段时间内会持续出现。比如国家重点支持行业的【政府补助】，就是一个例子，我们来看看半导体产业的三安光电（600703），补助不仅持续，量也很大：

十、非经常性损益项目和金额

√适用 □不适用

单位：元 币种：人民币

非经常性损益项目	2017 年金额	2016 年金额	2015 年金额
非流动资产处置损益	-11,616,702.62	-13,960,978.69	-1,429,622.77
越权审批，或无正式批准文件，或偶发性的税收返还、减免			
计入当期损益的政府补助，但与公司正常经营业务密切相关，符合国家政策规定、按照一定标准定额或定量持续享受的政府补助除外	485,516,120.89	501,900,999.14	594,085,985.80
计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费			33,393,941.95

这是三安光电2017年年报的部分内容，近三年每年五六亿的政府补助，是持续存在的。虽然其中说了这部分“一定标准定额或定量持续享受的政府补助除外”，但事实上，这补贴每年都有。

后来特意翻了一下三安2011年开始至今（包括2018年一季度）的政府补助，直接补助大概40多亿，而同期自身利润累计才90多亿，而且间接补助还未计算在列，例如政府给三安的订单、政策倾斜等等。

不过国家在这个产业追赶美国的想法无可厚非，但各位股东必须清楚，弱势行业的钱不是那么好挣的。以前京东方在面板行业也是类似的情况，挣的很多钱都是补助的钱而已，直到2017年才开始发力，扣非净利润达到了67亿，股价也因此飙升。

说完了“非经常中的经常项”，下面来说说【“经常”中的“非经常”】。还记得我们之前提到的辽宁成大，持有16%左右的广发证券股权，每年广发挣的钱部分要

计入到辽宁成大的【投资收益】之中，这股份只要辽宁成大不卖，这笔利润都会算在辽宁成大的账上，这就算持续收入。

“投资收益”这个项目里，也会把卖股权挣或亏的钱算进去，这种收益就不太确定了。

我们来看一个电影大玩家华谊兄弟（300027）卖掌趣科技（300315）股权的例子，图中就是华谊2016和2017年卖掌趣获得的利润：

4、投资收益构成

单位：元

被投资公司	2017 年	2016 年
广州银汉科技有限公司	547,473,350.49	
北京掌趣科技股份有限公司	50,896,827.84	1,015,952,481.75
英雄互娱科技股份有限公司	180,385,950.29	108,755,705.38
其他	-9,187,140.21	-5,553,207.16
合计	769,568,988.41	1,119,154,979.97

2011年，华谊买了掌趣科技约21%的股份。之后每年，华谊都要卖一点掌趣科技的股权，每年的净利润也都要比券商分析师预估的高一点，终于到了2017年，卖完了最后的零点几几的股权。

市场现在在想，近两年每年10亿净利润的华谊，没了掌趣，还有什么办法提振业绩？毕竟2016年出售掌趣的部分就有10亿元了。

另外，“投资收益”这部分还包括上市公司炒股挣的钱，比如在2015年上半年的时候，很多上市公司因为赶上牛市炒股赚的钵满盆满，这和当时的市场环境有很大关系。等熊市降临，就没这部分利润了。

所以“投资收益”里面，门道很深，如果这部分利润占比很大，各位需要翻年报看看它的具体构成、是否可持续。

最后，我们怎么能尽快知道非经常性损益有多少，有哪些呢？下面来看一个迪安诊断（300244）的例子2017年预告的例子：

化、规模化优势；有效利用多种资本运作模式，扩大产业布局与完善服务网络，增强公司可持续发展能力。

预计 2017 年度非经常性损益对公司净利润的影响金额约为 10,300 万元 -12,800 万元，主要为出售子公司股权收益等。

四、其他相关说明

本次业绩预告是公司财务部门初步测算的结果，具体财务数据将在 2017 年

首先2018年1月26日，迪安发布了2017年全年业绩预告，其中提及了非经常性损益的大致金额和原因。之后2月底的业绩快报中没有再做详细说明，直到2017年年报正式出炉：

八、非经常性损益项目及金额

√ 适用 □ 不适用

单位：元

项目	2017 年金额	2016 年金额	2015 年金额	说明
非流动资产处置损益（包括已计提资产减值准备的冲销部分）	128,376,104.77	-354,688.06	-127,571.86	
计入当期损益的政府补助（与企业业务密切相关，按照国家统一标准定额或定量享受的政府补助除外）	14,576,409.21	21,474,650.01	20,254,535.27	

大部分是这一块的资产处置损益，最后的非经常损益总额和预告中的差距并不大。从预告中我们可以窥见一点非经常损益的内容，但详细信息，要么跟踪个股的新闻，要么等定期报告出炉也可以。

【知识延伸：投资思考】

想要弄懂一个公司真实的、并且能持续的利润并不是简单的事情。我们从利润表的顺序上给各位理一下：

先给大家附上一份教科书上的利润表（实际的就不贴了，更复杂一些，后面2斗的课程再给大家举例）：

利 润 表

编制单位：××有限公司

20×8年

单位：元

项 目	本期金额	上期金额
一、营业收入		
减：营业成本		
营业税金及附加		
销售费用		
管理费用		
财务费用		
资产减值损失		
加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列）		
投资收益（损失以“-”号填列）		
其中：对联营企业和合营企业的投资收益		
二、营业利润（亏损以“-”号填列）		
加：营业外收入		
减：营业外支出		
其中：非流动资产处置损失		
三、利润总额（亏损总额以“-”号填列）		
减：所得税费用		
四、净利润（净亏损以“-”号填列）		
五、每股收益：		
（一）基本每股收益		
（二）稀释每股收益		

首先是“主营业务收入”，这部分是公司成长的源动力（刚创业只有用户没收入的除外），这一部分的波动，将会对公司整体经营状况产生根本的影响。这也是为什么说，一家公司营收净利双增长，增速也类似，这样才最健康，更具有持续性。

如果营收高速、净利低速，那公司大概是遇到了什么问题，导致毛利率降低，或者有重大损失等等；如果营收低速、净利高速，这种好事也不容易维持，比如毛利率突然提高，没准是原材料价格暴跌了。

另外，内生增长要好于外延并购类的增长，这时需要判断，外延并购的资产性价比如何，是不是优质资产；跨行业并购还要考虑与原公司的协同效应，新业务拖了老业务后腿，这效果就很差了。

从主营业务“属性”来讲，持续性也有区别：比如票房大卖、爆款游戏，这种增长很难持续。除非是像Netflix或者爱奇艺、腾讯视频这样做平台的方式，把制作精良的产品都往上装，这样压中一次爆款就能有利润刺激，没有爆款也不至于利润波动太大。

类似的还有周期股，石油价格以及其他大宗商品的价格波动，这类业务甚至无法像文娱类做平台去平滑业绩，周期差的时候，企业保住性命就不错了。

接下来就是“营业收入”减去“营业成本”得到的“毛利润”，这块内容在上期已经大篇幅阐述了，同行业对比毛利率时，过高或过低都不是正常情况。

再往下是销售、管理、财务费用，简称“三费”，还有资产减值等。1斗赢家会限于内容篇幅，这部分就跳过了，对于一个新手来说，1斗抓住的都是最重要最核心的业绩要素，如果想再深入研究，可以继续参加我们以后的课程。

继续往下，这里有我们这两次课程多次提及的“投资收益”，需要注意区分的是，上市公司是像辽宁成大这样一直持有广发，还是像华谊对待掌趣一样卖卖卖，前者可以对投资方产生形成持续的利润，而后者就是“非经常”了。

上述这些最终会得到“营业利润”，也就是公司经营产生的利润。之后有营业外利润和支出，“政府补贴”就在其中。还有很多公司为了保壳，卖房产赚的钱也算在此。

再向下，得到“利润总额”，这个数就是公司要交税的一个大致的基数了。减去了公司“所得税”，最后得到“净利润”。

净利润之上的数字都是不断累加的，到这里，净利润进行二次拆解成以下项目：归母净利润、少数股东损益，以及本期重点提及的：【扣非】后的归母净利润。

这样一张普通公司的利润表就大致浏览完毕了。从业绩持续性的角度考虑，几乎每一步都有陷阱，看着光鲜亮丽的增长，实际情况从定期报告中才能找到。

【知识点总结】：

本期内容主要讲解了收入的可持续性，以此介绍了不同非经常性损益的特点，以及如何查找这些损益的金额与内容。