

2.3.1 评判业绩质量-赚钱来源

今天第19期内容是【评判业绩质量】中的第一讲【赚钱来源】。

上两周的内容中，我们探讨了如何从公告中获取最新业绩，怎么计算增速，以及如何运用这一指标。本周课程，我们将从另一个维度去观察业绩，看看业绩的内部是怎么构成的。

首先我们就要从一家公司的【赚钱来源】说起，如果不是纯炒概念的话，听朋友同事推荐股票的时候，各位有没有真的了解过这个代码背后的公司是做什么的？

碰上某某行业的大涨行情，为什么自己手里的票属于这个行业，但就是不涨或者涨的很少？

最后，当我们终于弄清了这家公司的业务时，通过会计准则加加减减出的净利润，真的就能展示这家公司的真实经营水平？

关于利润的问题林林总总，我们先挑这几个大家最关心的问题逐一展开讨论。

1. 【股票代码的背后】

我们在看到一个股票时，不论是炒概念还是做价值投资，养成看定期报告的习惯，了解它到底做什么的。这里我们以大众熟知的比亚迪（002594）为例，分析一家新能源汽车公司的利润是怎么组成的：

首先找到比亚迪2017年的年报，就定期报告而言，年报的信息丰富程度要多于半年报，半年报又要比一季报和三季度报丰富。

从之前我们已经熟悉过的总营业收入和净利润入手，比亚迪2017年营收1059亿，净利润40多亿；营收比去年微涨，净利润增速为-19.51%：

六、主要会计数据和财务指标

公司是否需追溯调整或重述以前年度会计数据

☐ 是 ☒ 否

	2017 年	2016 年	本年比上年增减	2015 年
营业收入（元）	105,914,702,000.00	103,469,997,000.00	2.36%	80,008,968,000.00
归属于上市公司股东的净利润（元）	4,066,478,000.00	5,052,154,000.00	-19.51%	2,823,441,000.00
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润（元）	2,986,923,000.00	4,613,455,000.00	-35.26%	1,206,641,000.00

再往下看找关键字“主营业务分析”，可以看到比亚迪的营收来源有什么，和去年比怎么样：

	2017 年		2016 年		同比增减
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
营业收入合计	105,914,702,000.00	100%	103,469,997,000.00	100%	2.36%
分行业					
电子元器件制造业	8,766,621,000.00	8.28%	7,343,890,000.00	7.10%	19.37%
日用电子器件制造业	40,473,220,000.00	38.21%	39,094,090,000.00	37.78%	3.53%
交通运输设备制造业	56,624,341,000.00	53.46%	57,010,348,000.00	55.10%	-0.68%
其他	50,520,000.00	0.05%	21,669,000.00	0.02%	133.14%
分产品					
二次充电电池及光伏	8,766,621,000.00	8.28%	7,343,890,000.00	7.10%	19.37%
手机部件及组装等	40,473,220,000.00	38.21%	39,094,090,000.00	37.78%	3.53%
汽车及相关产品	56,624,341,000.00	53.46%	57,010,348,000.00	55.10%	-0.68%
其他	50,520,000.00	0.05%	21,669,000.00	0.02%	133.14%
分地区					
中国(包括港澳台地区)	92,502,546,000.00	87.34%	95,764,557,000.00	92.55%	-3.41%
亚太（除中国）	8,488,581,000.00	8.01%	2,870,297,000.00	2.77%	195.74%
美国	1,679,304,000.00	1.59%	2,717,577,000.00	2.63%	-38.21%
其他	3,244,271,000.00	3.06%	2,117,566,000.00	2.05%	53.21%

这里的信息就很丰富了，多业务的公司，这里都会区分出【行业、产品】的营收情况。

比亚迪的五成多营收来自于“汽车及相关产品”，不到四成是“手机部件及组装等”，最少的是不到一成的“二次充电电池及光伏”，但也只有这部分较去年有大幅增长，达到了19.37%的增速。

这也是为什么总营收只有微涨的原因了，占大头的汽车拖了后腿。

另外还有【分地区】的情况，比亚迪是以内销为主（87%在中国销售）。中美贸易战打得火热时，一些北美营收占比较大的公司，股价也和过山车一样上下乱窜。

回到分产品这里，“二次电池”是什么意思？手机部件具体指什么东西呢？这个需要往上翻，大部分公司都会根据行业或产品项目分门别类写好整体环境和自家公司的分析，比亚迪写的就不错：

第四节 经营情况讨论与分析

一、概述

（一）行业分析及回顾

汽车业务

回顾2017年，中国经济延续稳中向好的发展态势，供给侧结构性改革成效逐渐显现，整体经济优于预期。2017年中国国内生产总值增长6.9%，为自2011年来首次逆势回升。年内经济结构不断调整优化，消费继续成为经济增长的主要推动力，经济活力和稳定性进一步增强。

根据中国汽车工业协会的统计数据，2017年中国汽车产销量分别达2,901.5万辆和2,887.9万辆，同比分别增长3.2%和3%，连续九年蝉联全球第一。其中，新能源汽车发展势头持续强劲，2017年新能源汽车产销分别达到79.4万辆和77.7万辆，同比分别增长53.8%和53.3%，新能源汽车市场占比较上年提高了0.9个百分点，市场份额增至2.7%。

2017年，中央政府继续给予新能源汽车产业强大的政策支持，在延续财政补贴和税收减免的背景下，积极调整支持方式和政策结构，以建立市场化的长效机制。四部委共同发布的《关于调整新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》于2017年1月1日正式执行，在提高准入门槛的同时，大幅下调了补贴金额，短期内给行业内相关企业带来了一定的盈利压力。2017年九月，五部委联合公布《乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法》，乘用车企业将按照乘用车平均燃料消耗量积分与新能源汽车比重积分进行考核，生产新能源汽车的车企将受惠于积分交易而获得额外收益。预计双积分政策的执行将部分对冲补贴退坡带来的影响，并为领先的新能源车企提供更加持续稳定的利润来源，通过市场化的方式巩固领先厂商的优势地位并实现行业的汰弱留强，最终实现新能源汽车行业的长期健康发展。

手机部件及组装业务

研究机构IDC的报告指出，2017年全球智能手机市场总出货量为14.62亿部，同比下降0.5%。根据中国信息通信研究院

图里是汽车业务的分析，后面还有手机和二次充电电池的内容。这里比亚迪还比较厚道的写出了新能源汽车补贴退坡对行业和自身的影响，这种风险点，各位会员一定要注意。因为不管企业经营有多烂，管理层在大部分报告里都愿意多夸自己，少谈风险，而一旦他们指出了某个风险，要密切关注。

新能源汽车板块股票，从2017年末就开始表现不好的原因，就是因为补贴少了，市场对这个行业的积极预期也减弱不少。从公司年报中，能看到很多“已公开”但散户忽略的信息，如果之前翻过研报、翻过公司年报，这些信息早就了然于胸~

看完营收的组成，其中占比较多的（这里规定是“占公司营收或营业利润10%以上”）业务，还要单独列举各自的【营业成本】，以此计算出【毛利率】（=1-营业成本/营业收入）：

(2) 占公司营业收入或营业利润 10%以上的行业、产品或地区情况

√ 适用 □ 不适用

公司是否需要遵守特殊行业的披露要求

否

单位：元

	营业收入	营业成本	毛利率	营业收入比上年同期增减	营业成本比上年同期增减	毛利率比上年同期增减
分行业						
日用电子器件制造业	40,473,220,000.00	35,175,832,000.00	13.09%	3.53%	-0.05%	3.11%
交通运输设备制造业	56,624,341,000.00	42,860,057,000.00	24.31%	-0.68%	4.77%	-3.93%
分产品						

比亚迪股份有限公司 2017 年年度报告全文

手机部件及组装等	40,473,220,000.00	35,175,832,000.00	13.09%	3.53%	-0.05%	3.11%
汽车及相关产品	56,624,341,000.00	42,860,057,000.00	24.31%	-0.68%	4.77%	-3.93%

这里就把营收占比不到10%的“二次充电电池及光伏”业务忽略了，即使它增速快，但对整体营收影响太小，不披露问题也不大。

对比【毛利率】的话，汽车业务比手机部件更挣钱一些，也就是说，相同营收的情况下，汽车最终能贡献更多的利润。另一种情况，是营收占比大的业务，毛利率太低，毛利润占总体毛利润的比重却不一定大，这点也需要注意，一个高速增长的低毛利产品，对公司整体的净利润影响要小很多。

制造业一般20-30%的毛利率比较正常，有高科技附加并且国内抢手的产品会更高一些，像是手机电池这种竞争激烈的产品，毛利率就没上过20%。

当然毛利率太高也不是好事。与同行相比，毛利率过高可能有做假账的隐患；与其他行业相比，毛利率过高会引来资金涌入这个市场，从而拉低整个行业的毛利率。看看现在阿里腾讯，哪个行业有前途，立刻砸进去上亿资金，分分钟就把行业格局划分完毕了。

至于更多的毛利率分析的相关内容，我们就留待2斗的财务分析模块再跟大家细说了。一个简单的指标背后，其实非常的复杂。

如果是有所谓“护城河”的行业，情况会好一些，毛利润被平均的速度不会很快，这些护城河包括资源优势、科技积累等等。例如中国砸了这么多年钱的面板行业，京东方才在国际上有了一席之地；中国想砸还没砸出水花的芯片行业，现在还没什么实际的起色，但美国称霸世界可是有高科技产业的一份力。

比亚迪这种名气大的企业，可能不看年报也知道它是个车企，但还有一些A股的“概念”股，名字唬人，实际做的却完全是两码事。比如去年大热的量子通信概念，是当时的A股诸多黑科技之一，其中一只股票叫量子高科（300149），主营业务却是益生元饮料：

量子高科（中国）生物股份有限公司 2017 年年度报告全文

医疗器械境外投资并引入境内进行产业布局的模式，量子磁系产业基金以3,150万元投资中以生物科技有限责任公司。

二、主营业务分析

1、概述

参见“经营情况讨论与分析”中的“一、概述”相关内容。

2、收入与成本

(1) 营业收入构成

单位：元

	2017 年		2016 年		同比增减
	金额	占营业收入比重	金额	占营业收入比重	
营业收入合计	275,353,625.05	100%	258,644,541.08	100%	6.46%
分行业					
益生元系列	265,290,112.19	96.35%	247,270,584.86	95.60%	7.29%
其他	10,063,512.86	3.65%	11,373,956.22	4.40%	-11.52%

还有2015年炒P2P互联网金融的多伦股份（600696），直接改名叫匹凸匹，做的其实是二三线城市房地产的生意。2015和2016年连亏两年，2017年开始做商业保理，好不容易扭亏为盈，但是转型尚未完成，还是得带着帽子叫ST匹凸。（最近又更名叫“ST岩石”了，董事会说是因为之前的名字误导了股民）

即使是炒概念，也得先看看公司做什么的，如果是基本面投资者，更要看清这些业务了。

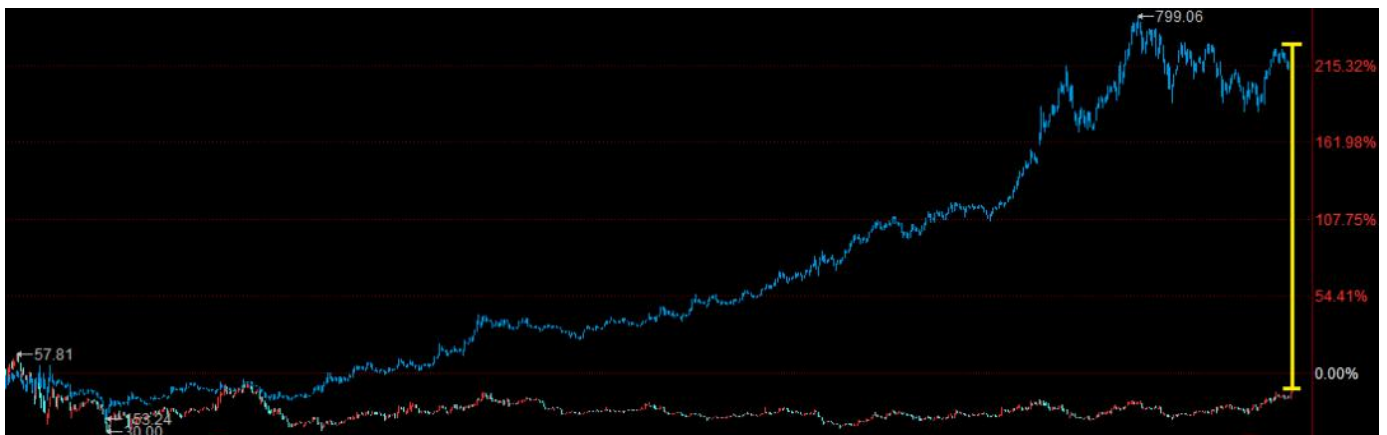
2. 【同行？不同行！】

之前在讲指数的时候，特别提到过指数可以用行业来分类。但不管是什么行情软件，或者证监会、中证这种“官方”的方法，都是比较粗糙的划分方法。

例如“酒业”这个行业，在中国至少就要分为：白酒、啤酒、红酒和黄酒。从去年开始涨的比较好的，是“白酒”行业；临近世界杯的五月，涨的更多的是“啤酒”股票。

哦对，还有一种人人惧怕的“药酒”。

至于曾经也被看作消费升级的国内“红酒”公司，至今股价还没突破2015年牛市的高点，而它的很多“白酒”兄弟们股价都已经翻倍了。下图彩色K线的是张裕A，曾经被寄予希望的红酒龙头，蓝线是茅台的股价，从牛市之后涨幅差距至少200%以上：



如果说老百姓对酒还算熟悉，平常也都能买卖到，那么医药行业算是行业投资里最复杂的情况了。

仅是制药这个环节就有百家上市公司，产品分为能直接入口的和不能入口的（原料药）；有中药和西药；有偏向做创新药的公司（高研发投入高回报高风险），也有做仿制药；化学药、生物药...所以一个板块下来，虽然都是医药行业，但细分行业情况千差万别，像这种复杂的行业，更要细心一些。

3. 【多一点控股，多一点利润】

最后，我们涉及一点比较复杂的会计处理。之前在讲“归母净利润”时提到过，上市公司作为“母公司”，占有一些子公司的股份时，子公司每年的净利润要并到上市公司的合并报表之中，简称【并表】。

如果不能控制（占股比不到50%等情况）这些投资的公司，这些公司的净利润在上市公司合并利润表中，就涉及到【投资收益】这个项目，它并不属于主营业务收入之中。

我们来看广发证券“影子股”之一的辽宁成大（600739），2017年报显示，归母净利润近15亿元，其中投资收益为20亿元（公告内搜关键字“合并利润表”）：

填列			
投资收益（损失以“-”号填列）	七、68	2,050,352,506.88	1,608,977,690.74
其中：对联营企业和合营企业的投资收益		1,608,977,690.74	1,508,940,404.00
（二）按所有权归属分类			
1. 少数股东损益		42,860,016.27	121,748,974.53
2. 归属于母公司股东的净利润		1,446,167,952.97	947,804,135.70

这就是为啥把辽宁成大称作“影子股”了：它的利润构成大多来源于广发证券。

插一句，如果想完全弄明白企业的利润来源，那么【合并利润表】是每个股民绕不开的内容，这里自上而下详尽的展示了营业收入怎么一步步变成了归母净利润的过程。

这块的内容，在2斗会详细展开来说，各种利润的差别到底是什么。先提一下大家看自己懂不懂。毛利润，经营利润，利润总额，净利润，归属母公司股东的净利润，少数股东权益，扣非净利润.....

接着说辽宁成大，投资收益比净利润都多可是很奇怪。我们来看“经营情况讨论与分析”这部分，除了辽宁成大自己的医药医疗业务情况外，下边有一块内

容叫“投资项目收益完成情况”：

2、投资项目收益完成情况

广发证券投资 实现收益 14.12 亿元，同比增长 7.04%。

中华保险投资 实现收益 2.13 亿元。

家乐福股权处置 实现收益 3.98 亿元。

辽宁成大有一部分广发证券的股权，这部分股权就贡献了14亿！快赶上归母净利润的全部了。那么辽宁成大买了广发多少股份呢？这里就可以搜“广发证券”一直找到占股比为止，或者搜“合营企业”（占股比50%）或“联营企业”（占股比小于50%）：

3、在合营企业或联营企业中的权益

√适用 □不适用

(1). 重要的合营企业或联营企业

√适用 □不适用

合营企业或联营企业名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例(%)		对合营企业或联营企业投资的会计处理方法
				直接	间接	
广发证券股份有限公司	广州市天河区天河北路 183-187 号大都广场 43 楼	广州市天河区天河北路 183-187 号大都广场 43 楼	金融服务	16.40	0.02	权益法

这里可以看到辽宁成大拥有广发证券总计16.42%的股份，往上找可以看到“主要参股控股公司分析”里，广发2017年净利润为90.83亿：

单个子公司的净利润或单个参股公司的投资收益对公司净利润影响达到 10%以上的子公司业绩情况

单位：元 币种：人民币

公司名称	收入	营业利润	净利润
辽宁成大生物股份有限公司	1,276,039,798.64	676,576,270.08	555,862,116.27
新疆宝明矿业有限公司	90,405,725.55	-472,491,342.76	-471,756,683.97
广发证券股份有限公司	21,575,648,466.47	11,588,677,335.24	9,083,370,804.38
中华联合保险控股股份有限公司	40,180,392,242.71	1,237,820,162.48	1,245,262,464.57

这里投资收益的14亿大致等于净利润91亿的16.42%，具体算法较为复杂，对财务会计有兴趣的会员可以查一下“权益法”的处理。辽宁成大占广发证券的占股比越多，前者每年能拿到的投资收益也就越多。

所以单纯看主营收入是一回事；“投资收益”占净利润比重较大，又是另一回事了。下节我们会继续探讨利润表里其他容易给股东“惊喜”或者“惊吓”的项目。

【知识延伸：历史故事】

上面说过了投资其他公司占比越多，投资收益越大的例子。这里再讲一个上市公司旗下占股比大于50%的“子公司”，但上市公司反而愿意用“少一点”股份去换取更多的归母净利润。这个例子就是乐视网（300104）。

由于贾总本身就是会计出身，对报表的理解程度肯定高其他企业老总一个档次，当年花里胡哨的财务“操作”让很多大V也不明就里，跟着站台摇旗呐喊。我们就挑一个明显的问题拿出来说说：少数股东损益。

如果乐视网（300104）这个上市公司买了A公司100%的股份，这个叫全资控股子公司，A的净利润都算作300104的归母净利润中；买了B公司60%的股份，能控制B公司，那么B的60%净利润算作300104的归母净利润，而剩下的40%，记在上市公司的【少数股东损益】这里。

解释一番不太直观，现在拿乐视巅峰期的2015年报来看，以下注意区分乐视网这个上市公司主体，和乐视集团的区别：

归属于母公司所有者的净利润	573,027,173.33
少数股东损益	-355,910,347.77

这里归母净利润有5.7亿，少数股东损益竟然亏了3.6亿，和老贾投资同一个公司这么惨吗？去看看子公司都有谁这么倒霉：

（2）重要的非全资子公司

单位：元

子公司名称	少数股东持股比例	本期归属于少数股东的损益	本期向少数股东宣告分派的股利	期末少数股东权益余额
乐视致新电子科技（天津）有限公司	41.45%	-302,800,030.74	0.00	-83,922,391.33
乐视网文化发展（北京）有限公司	49.00%	-505,024.31	0.00	1,749,690.82
乐视云计算有限公司	40.00%	-40,112,964.05	0.00	-30,702,729.84

搜“非全资子公司”，可以看到乐视致新的少数股东损益就亏了3个亿，少数股东占比41.45%，也就是说乐视网占乐视致新的股比为58.55%，占的越多，对归母净利润的侵蚀也越大！

其他的倒霉子公司也是乐视集团旗下的。从这一角度看，乐视网是把亏钱的业务都往这些子公司里装，赚钱的留在上市公司体系之内，否则以老贾这个烧钱速度，怎么能维持乐视不被踢出A股。

如果少数股东损益相对很大的时候，就需要小心，是不是像贾总一样，看着盈利的公司，其实只是把亏损左手倒右手了而已。

【知识延伸：投资思考】

我们在指数部分讲权重的时候，提到过“龙头”的概念，在不同的层面里，龙头的概念也不一样。在行业指数里，一般市值最大的那几家，属于【行业龙头】，其中有主营单一（白酒、食品、房地产等等），也有同一行业多元经营（医药等）。跨行业经营很少有行业龙头。

市值再往下一点，就有【细分行业】龙头，这些企业一般都是单一业务，本身体量就小，需要毕其功于一役，才能在行业中杀出重围。事实上，能够通过IPO的标准挤进A股，已经是对这些细分龙头最大的肯定了。

这些细分龙头在各自的领域快速成长，大部分都有成长股的特性。如果他们顺利成长，长到足够大的体量，就可以去挑战行业龙头的地位了，到那时这些细分行业龙头大部分也都是多元经营了。未来第三模块的部分会解释一家企业的变迁情况。

还有一些就是概念股了，这里没有龙头，只有概念，是市场发挥想象力的时刻。有些想象有依据，比如炒雄安的时候，京津冀的水泥股遭到爆炒，却也合乎情理——总不能花大价钱去新疆拉水泥过来。

还有没依据的，例如国企改革，有些是真的要改，有些只是因为某个国企集团下的上市公司市值较小，市场就凭空认为集团要整体装进旗下公司的这个小“壳”里，从而炒热股价。

【知识点总结】

- 1.了解上市公司的主营业务分布
- 2.熟悉各项业务的毛利率和对利润的贡献
- 3.同一行业下，不同股票可能有各自独特的业务
- 4.上市公司拥有其他公司部分股权，盈亏计入投资收益之中，而不是主营业务
- 5.投资收益与归母净利润的关系

