

Chapter3
第3章

报表还要这样看： 以苹果公司为例

第2章介绍了四张财务报表，它们能够反映企业投资活动的结果、筹资活动的结果和经营活动的结果，因此财务报表是企业战略执行结果的体现。在第2章中我们给出的各张财务报表，是按照目前准则要求的列报格式列报的。例如在资产负债表中，资产按照流动性列示，分为流动资产和非流动资产；负债也按照流动性列示，分为流动负债和非流动负债。在本章中，我们将探讨这样列报的好处。此外，还要稍稍进阶一下，看一下如果将财务报表按照其他方式分类，那么会对分析带来哪些好处。

3.1 隐藏在负债结构中的融资战略：不差钱的苹果公司

在本节中栗子老师提醒大家，我们除了关注负债的期限结构之外，还应当关注负债的来源结构。

3.1.1 负债的期限结构

在资产负债表中，负债通常按照其流动性列示，分为流动负债和非流动负债。简单来说，流动负债可以理解为一年之内（或一个经营周期内）就要偿还的负债；非流动负债可以理解为一年以后（或一个经营周期以后）才要偿还的负债。

所以，从资产负债表的右边我们可以清楚地看到负债的期限结构。这样的列示对债权人进行偿债能力分析是非常有用的。

债权人在看报表时，关心什么问题呢？他们关心的无非是企业是否能够及时

足额地还本付息。根据负债期限的不同，又具体区分为短期偿债能力分析和长期偿债能力分析。这里人们设计出各种各样的财务指标来帮助判断。

资产负债表的右边按照流动性列示负债的方法，直接给出了负债的期限结构。因此分析负债的期限结构是负债分析最普遍和最主流的分析思路。

3.1.2 负债的来源结构

负债除了可以按照期限分类，还可以按照其来源性质进行分类，区分为经营性负债和金融性负债。经营性负债指的是企业在日常经营过程中自然累积起来的负债，例如应付账款、应付职工薪酬、应交税费等。金融性负债指的是企业专门去借的钱，例如银行借款、应付债券等。显然，如果我们想要判定一家企业的融资倾向，那么观察负债的来源性质会更有利于我们的判断。

3.1.3 苹果公司的负债结构及其融资倾向判断

让我们来看看苹果公司的负债结构。

栗子老师搜集了苹果公司从 2009 年以来的报表数据，以了解它的负债结构（见表 3-1）。

表 3-1 苹果公司的负债期限结构表 (%)

时间	2016-9-24	2015-9-26	2014-9-27	2013-9-28	2012-9-29	2011-9-24	2010-9-25	2009-9-26
流动负债 / 总资产	24.56	27.76	27.37	21.09	21.89	24.04	27.56	24.22
非流动负债 / 总资产	35.57	31.13	24.52	19.22	10.97	10.13	8.87	9.17
资产负债率	60.13	58.89	51.89	40.31	32.86	34.17	36.43	33.39

可见苹果公司的资产负债率在 2012 年以前非常稳定地维持在 33% 左右，但这种情况在 2013 年发生了改变，近几年的资产负债率不断飙升，从 33% 飙升至 60%。如果从期限结构来看，那么这主要是非流动负债的比例增加导致的。

如果大家看到这里就得出结论，认为 2012 年以前苹果公司拥有的资金中 33% 是借的，从 2013 年起借的长期资金越来越多，导致资产负债率飙升。事实上这一结论是不太准确的。如果我们将“借”理解成企业专门的融资行为的话，那么这一结论甚至是错误的。

在表 3-2 中，栗子老师将苹果公司的负债区分为经营性负债和金融性负债，以观察其负债结构。

从表 3-2 中我们可以非常清楚地看到，2012 年之前苹果公司的资产负债率稳定在 33%，而这全部由经营性负债构成，没有一分钱是借来的！而且有息负债（金

融性负债)的比率为零!

表 3-2 苹果公司的负债来源结构表 (%)

时间	2016-9-24	2015-9-26	2014-9-27	2013-9-28	2012-9-29	2011-9-24	2010-9-25	2009-9-26
经营性负债 / 总资产	33	37	37	32	33	34	36	33
金融性负债 / 总资产	27	22	15	8	0	0	0	0
资产负债率	60	59	52	40	33	34	36	33

所以栗子老师在 2012 年之前讲课时总爱说：“什么叫不差钱，这就叫不差钱!”

从 2013 年起，苹果公司的负债率飙升，这是因为它开始借钱了——陆续发行企业债券进行融资。可以看出，其融资战略在 2013 年发生了重大转变。这个战略转变与苹果公司所处的发展周期、股利政策的制定都是有关的。

通过这个例子，大家应该能够体会到将负债按照来源性质进行分类判断的重要性和必要性。如果在分析负债结构时仅仅关注期限结构，大家就看不清一家企业的融资倾向：需要钱的时候到底是负债融资还是权益融资？

总之，要判断企业的流动性，我们需要关注负债的期限结构以及流动资产的质量；要判断企业的融资倾向，我们需要关注负债的来源性质结构。

本书在第 4 章中讲解 OPM (other people's money) 战略时，将涉及对经营性负债报表项目的分析，在第 5 章中主要关注金融性负债，并辅助以典型案例来说明分析。

3.2 隐藏在资产中的投资战略：苹果公司账上都是手机吗

在第 2 章中我们已经知道企业投资活动的结果体现在资产负债表的左边，因此各项资产是企业投资战略的报表体现。在对资产进行分析时，除了按照资产负债表上给出的流动资产和非流动资产分类外（期限结构分类），我们还应当有能力将资产区分为经营性资产和投资性资产（性质结构分类）。

3.2.1 资产的期限结构

资产负债表按照流动性列示资产，为报表阅读者提供了非常有用的信息。流动资产是一年（或者一个经营周期）之内可以转化为现金的资产。因此，如果流动资产质量很好，一般来说企业的短期偿债能力就没有问题。非流动资产本身的持有意图并不是为了在短期之内变现，但是不排除有些变现性很好的非流动资产（例如可供出售金融资产、土地使用权等）可以加强企业的短期偿债能力（但这显然会

影响这些资产原定的使用用途)。

总之，资产和负债在报表上按照流动性进行列示对于债权人进行偿债能力分析是非常有利的。诸如短期偿债能力分析中的一系列指标都是围绕流动资产和流动负债之间的关系设计的。

3.2.2 资产的性质结构

除期限结构外，资产按照其对利润贡献的方式又区分为经营性资产和投资性资产。所谓经营性资产是指企业经营活动形成的资产，例如货币资金、应收账款、存货、固定资产和无形资产等。投资性资产是指企业战略投资或投资理财活动形成的资产，例如交易性金融资产、可供出售金融资产、持有至到期投资和长期股权投资等（栗子老师这里没有叫金融性资产主要是为了与会计概念金融资产区别开来，第5章5.1节将具体阐述这两者的区别）。

有朋友会纠结，如果一家公司主营业务就是做投资的怎么办？不用纠结，这种情况下其投资性资产就是其经营性资产。

将资产进行这样的划分，对进一步的盈利模式分析是非常有用的。随后再对利润表进行分析的时候，可以将利润区分为经营性利润与投资性利润。经营性利润对应经营性资产，投资性利润对应投资性资产。这样，就可以更加清晰地看到企业的盈利模式及其盈利结果了。

3.2.3 苹果公司的账上可不都是手机

让我们先来看看苹果公司的资产期限结构，如表3-3所示。

表 3-3 苹果公司的资产期限结构表

时间	2016-9-24	2015-9-26	2014-9-27	2013-9-28	2012-9-29	2011-9-24	2010-9-25	2009-9-26
现金(百万美元)	20 484	21 120	13 844	14 259	10 746	9 815	11 261	5 263
现金 / 总资产 (%)	6	7	6	7	6	8	15	11
存货(百万美元)	2 132	2 349	2 111	1 764	791	776	1 051	455
存货 / 总资产 (%)	1	1	1	1	0	1	1	1
流动资产(百万美元)	106 869	89 378	57 298	73 286	57 653	44 988	41 678	31 555
流动资产 / 总资产 (%)	33	31	26	35	33	39	55	66
固定资产(百万美元)	27 010	22 471	20 624	16 597	15 452	7 777	4 768	2 954
固定资产 / 总资产 (%)	8	8	9	8	9	7	6	6
非流动资产(百万美元)	214 817	200 967	163 308	133 714	118 411	71 383	33 505	15 946
非流动资产 / 总资产 (%)	67	69	74	65	67	61	45	34

可见，苹果公司近些年总资产的 1/3 是流动资产（这是从之前高达 66% 的流动资产占比上降下来的）。与流动负债相比较，流动资产大于流动负债，而且流动资产的质量又比较高。例如其 2016 年年报显示，流动资产中 19% 是现金，44% 是短期投资，这两项加起来占到流动资产的 63% 了，流动资产中有大量现金以及能快速变现的金融资产，流动性非常好。因此可以说，流动资产对流动负债的保障程度是非常高的。

从上面的资产期限结构表中还可以看到，存货仅占总资产的 1%，固定资产占总资产不足 10%。作为一家有实在产品可卖的企业，其资产结构体现出非常明显的轻资产型的特点。这与苹果公司的战略选择有关，它将生产外包了，因此固定资产占总资产的比重就偏低。

所以，企业的战略决定是一定会体现在财务报表中的。

栗子老师把苹果公司的资产重新整理了一下，按照经营性资产和投资性资产分类后，来看看它的资产性质结构（见表 3-4）。

表 3-4 苹果公司的资产性质结构表

时间	2016-9-24	2015-9-26	2014-9-27	2013-9-28	2012-9-29	2011-9-24	2010-9-25	2009-9-26
经营性资产（百万美元）	104 585	105 799	79 211	74 498	65 559	44 616	35 433	18 772
经营性资产 / 总资产 (%)	33	36	36	36	37	38	47	40
投资性资产（百万美元）	217 101	184 546	141 395	132 502	110 505	71 755	39 750	28 729
投资性资产 / 总资产 (%)	67	64	64	64	63	62	53	60

这里就非常有意思了！大家会惊讶地发现在苹果公司的报表中，经营性资产只占 1/3，投资性资产占到了 2/3。这些投资性资产都是什么呢？它们都是投资理财活动形成的金融资产（短期有价证券和长期有价证券），其中短期的占到约 20%，长期的占到约 80%。苹果公司不是卖电脑、卖手机的吗？为什么资产结构中绝大部分都是金融资产？

栗子老师只能说这是因为苹果公司太赚钱了！赚来的钱堆在那里浪费，所以需要积极地进行理财。

大家可能会问，那是否说明苹果公司的盈利模式是投资主导型呢？

这里不能着急得出结论。为什么？

因为盈利模式之所以叫“盈利模式”，就是一定要结合盈利，即利润表才能得出结论。我们现在只看到了资产负债表中的资产结构。的确，苹果公司资产结构中投资性资产占绝大多数，但要判断其盈利模式还需要结合利润表中利润的来源性质结构。

事实上，苹果公司是不折不扣的经营主导型，具体将在下一节中分析。

总之，在看资产结构时我们需要关注资产的期限结构，并将其与负债期限结构进行比对分析。同时，还需要关注资产的性质结构，并结合利润表中盈利来源对企业的盈利模式进行判断。关于经营性资产的有关分析将在本书的第4章中讨论，投资性资产的有关分析将在本书的第5章中讨论。

3.3 盈利模式的判断：美股报表（苹果公司为例）VS 我国报表（雅戈尔公司为例）

本章3.1节和3.2节中谈到，如果要对资产负债表进行进一步分析，需要将资产区分为经营性资产和投资性资产，将负债区分为经营性负债和金融性负债，这样就可以将资产结构和负债结构从其来源性质的角度进一步解读。

根据苹果公司的报表，我们可以看到苹果公司2012年之前非常任性地一分钱都没有借过，并且其报表上投资性资产占总资产的2/3。但是我仍然说苹果公司的盈利模式是不折不扣的经营主导型，这是因为盈利模式还需要结合利润表的利润来源进行判断。

本节中我们来看一看利润表。利润表披露时往往采用多步式结构，给出的中间小计数往往都是很有用的盈利指标。但是随着经济业务复杂化的趋势，报表披露格式也几经变化，导致有时我们直接利用报表给出的数字可能并不符合我们的分析目的。

各国准则规定不同，利润表格式也不尽相同。这里先拿美股报表和我国报表列报格式来做一个简单比较。

3.3.1 美股利润表举例：苹果公司

美股的利润表依然用苹果公司来举例（见表3-5）。

从表3-5的报表格式中，大家可以非常清楚地看到美股利润表的特点。

- (1) 直接给出了毛利，即营业收入减去营业成本的金额。
- (2) 直接给出了营业利润，这是企业经营活动上产生的利润。
- (3) 将投资活动和筹资活动给利润表带来的影响放在了其他利润中。考虑这部分其他利润和所得税之后，得到净利润。

虽然美股上报表的格式相对灵活，但绝大部分公司的报表都是遵循这个思路的，即将经营活动的利润与其他利润区分开来。这对我们进一步进行盈利模式分析是非常有利的（因为直接区分好了，告诉大家了）。

在上一节中，栗子老师说苹果公司是不折不扣的经营主导型，大家在这里可

以看得很清楚。

表 3-5 苹果公司的合并利润表 (单位: 百万美元)

合并利润表	12 个月期		
	截至 2016 年 9 月 24 日	截至 2015 年 9 月 26 日	截至 2014 年 9 月 27 日
营业收入	215 639	233 715	182 795
营业成本	131 376	140 089	112 258
毛利	84 263	93 626	70 537
经营费用			
研发费用	10 045	8 067	6 041
销售和管理费用	14 194	14 329	11 993
经营费用合计	24 239	22 396	18 034
营业利润	60 024	71 230	52 503
其他利润	1 348	1 285	980
税前利润	61 372	72 515	53 483
所得税费用	15 685	19 121	13 973
净利润	45 687	53 394	39 510

资料来源：摘自苹果公司截至 2016 年 9 月 24 日的公司年报，笔者翻译。

如表 3-6 所示，苹果公司税前利润的 98% 来自经营活动创造的利润，所以苹果公司巨额利润的来源的确是卖手机、卖电脑、卖 iPad 以及提供相关服务赚来的。

表 3-6 苹果公司的利润来源结构表 (%)

年份	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
经营性利润 / 税前利润	98	98	98	98	99	99	99	97
其他利润 / 税前利润	2	2	2	2	1	1	1	3

栗子老师用苹果公司的经营性利润除以经营性资产，用投资性利润（其他利润 + 财务费用）除以投资性资产，结果如表 3-7 所示。

表 3-7 苹果公司的分类（税前）资产报酬率 (%)

年份	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009
经营性资产报酬率	57	67	58	66	84	76	52	63
投资性资产报酬率	1	1	1	1	0	1	0	1

所以从利润的来源看，苹果公司是不折不扣的经营主导型，光靠理财是没法赚取超过 20% 的净利润率的。（所以，现在有项目动辄 100%、200% 的回报宣传，栗子老师是一概不理的。这样高盈利的事情当然有，要么就是违法的，要么就是骗局。高收益伴随高风险，先看看自己是否愿意，是否能够承受足够的风险再去考虑收益的事情吧。）

虽然苹果公司账上投资性资产金额非常大，但是充其量就是实现资金的保值

而已，从盈利的角度来讲，对利润的贡献是非常有限的（税前回报率 1%）。我从苹果的报表附注中摘取了其金融资产的报表附注（见表 3-8），感兴趣的朋友可以看看苹果公司都买了什么证券。

表 3-8 苹果公司的金融资产报表附注（单位：百万美元）

项目	2016 年						
	成本	未实现利得	未实现损失	公允价值	现金和现金等价物	短期可交易证券	长期可交易证券
现金	8 601	—	—	8 601	8 601	—	—
第一层次							
货币市场基金	3 666	—	—	3 666	3 666	—	—
共同基金	1 407	—	(146)	1 261	—	1 261	—
合计	5 073	—	(146)	4 927	3 666	1 261	—
第二层次							
美国国库券	41 697	319	(4)	42 012	1 527	13 492	26 993
美国机构债券	7 543	16	—	7 559	2 762	2 441	2 356
非美国政府证券	7 609	259	(27)	7 841	110	818	6 913
银行存款和定期存款	6 598	—	—	6 598	1 108	3 897	1 593
商业票据	7 433	—	—	7 433	2 468	4 965	—
公司证券	131 166	1 409	(206)	132 369	242	19 599	112 528
市政证券	956	5	—	961	—	167	794
抵押和资产担保证券	19 134	178	(28)	19 284	—	31	19 253
合计	222 136	2 186	(265)	224 057	8 217	45 410	170 430
总计	235 810	2 186	(411)	237 585	20 484	46 671	170 430

注：苹果公司 2016 年 9 月 24 日和 2015 年 9 月 26 日持有的现金和可供出售证券的成本、未实现利得、未实现损失和公允价值，都按照主要的投资分类进行了区分，分别将其列报为现金和现金等价物、短期可交易证券和长期可交易证券。

资料来源：摘自苹果公司截至 2016 年 9 月 24 日的公司年报，笔者翻译。

可见，苹果公司买了不少国库券（占金融资产将近 20%），公司证券占了所有金融资产的 60%，但我们不知道其明细。从理财的结果来看，投资策略应该还是以稳健为主，以实现资金的保值为主要目的。

苹果有巨额的资金趴在账上，当然就会有股东给苹果董事会施压，要求其分红。（股东认为苹果巨额资金理财的结果是 1% 的回报率，为什么不分红给他们，他们就可以想干什么就干什么去了，他们认为自己有可能会更有效率地使用资金。）乔布斯时代的苹果是一分钱都不分的，因为乔布斯有本事呀，气场足够震慑董事会。乔布斯之后，董事会再也顶不住这种压力了，2012 年苹果开始分红。个人认为，这标志着苹果步入了它的成熟期。

总而言之，美股报出的利润表是非常有利于我们进行盈利模式分析的。利润表中直接给出了经营性利润和其他利润，我们只需要稍加调整，就可以对应经营性资产和投资性资产来分别观察企业对这些资产的利用效率。

3.3.2 我国利润表举例：雅戈尔公司

现在让我们来看一看我国利润表的列报格式，如表 3-9 所示。

表 3-9 我国利润表的列报格式

利润表	
营业收入	
- 营业成本	
- 税金及附加	
- 销售费用	
- 管理费用	
- 财务费用	
- 资产减值损失	
+ 公允价值变动收益	
+ 投资收益	
+ 汇兑收益	
营业利润	
+ 营业外收入	
- 营业外支出	
利润总额	
- 所得税费用	
净利润	

与苹果公司的利润表相比较，我们会发现以下两点。

(1) 我国利润表没有给出毛利。毛利分析在盈利能力分析中还是很重要的，因此需要自己计算一下。

(2) 我国利润表中的营业利润是一个非常宽泛的概念，其中包含了经营活动的结果、筹资活动的结果和投资活动的结果。如果我们想要知道经营活动对利润的影响，就需要将利润表重新整理。

为了得到经营活动带来的利润结果——经营性利润，栗子老师将利润表进行了变形（见表 3-10）。

在表 3-10 中，栗子老师将营业利润分为以下两部分。

$$\text{营业利润} = (\text{税前}) \text{经营性利润} - (\text{税前}) \text{净财务费用}$$

$$\begin{aligned} (\text{税前}) \text{经营性利润} = & \text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加} - \text{销售费用} - \text{管理费用} - \\ & \text{经营性资产的资产减值损失} + \text{经营性质的汇兑收益} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 (\text{税前}) \text{净财务费用} &= \text{财务费用} - \text{投资性利润} + \text{其他性质的汇兑收益} \\
 &= \text{财务费用} - (\text{公允价值变动收益} + \text{投资收益} - \\
 &\quad \text{投资性资产的资产减值损失}) + \text{其他性质的汇兑收益}
 \end{aligned}$$

表 3-10 变形后的利润表

变形后的利润表	
营业收入	
- 营业成本	
- 税金及附加	
- 销售费用	
- 管理费用	
- 经营性资产的资产减值损失	
+ 经营性质的汇兑收益	
(税前) 经营性利润	
- 财务费用	
+ 公允价值变动收益	
+ 投资收益	
- 投资性资产的资产减值损失	
+ 其他性质的汇兑收益	
- (税前) 净财务费用	
营业利润	
+ 营业外收入	
- 营业外支出	
利润总额	
- 所得税费用	
净利润	

这样的划分方法可以有助于我们进一步对利润来源进行区别分析，管理用杜邦分析法就需要使用这种利润划分方法。

此处，让我们先来关注一下经营活动带来的利润——（税前）经营性利润。

显然，这部分是企业在经营活动上盈利的体现。至于财务费用是否要在这里减去，不同学者有不同的观点。主张需要减去的学者会认为，归根结底财务费用是需要经营活动产生足够的支付能力来负担的，因此应当抵减。而主张不减的学者会认为，应当将财务费用单独算作筹资活动带来的影响在财务分析的时候予以考虑。不论怎样处理，都说得过去。重要的是，我们需要在分析的时候选择一种方法，并一以贯之地运用在分析中。我这里在计算经营性利润时采用了不减去财务费用的方法。

我们再来看看投资性利润。

$$\text{投资性利润} = \text{公允价值变动收益} + \text{投资收益} - \text{投资性资产的资产减值损失}$$

栗子老师这里将资产减值损失区分为经营性资产带来的减值损失和投资性资产带来的减值损失。我们如何获得这个数据呢？只能是靠翻阅报表的附注进行判断摘取。如果附注披露不完善，我们可能无法取得准确的分类数据。那么只能退而求其次，在计算这两类利润时，都不要考虑资产减值损失的影响了。

与分析苹果公司时一样，区分了利润来源之后，就可以跟资产进行比较，进而判断资产的盈利能力了，具体公式如下。

$$\text{经营性资产报酬率} = \text{经营性利润} / \text{经营性资产}$$

$$\text{投资性资产报酬率} = \text{投资性利润} / \text{投资性资产}$$

在计算报酬率的时候，我们可以将经营性利润和投资性利润分别乘以（1-实际税率），得到一个税后的报酬率（实际税率 = 所得税费用 / 利润总额）。如果不想麻烦，就不考虑所得税了，但是大家需要心里非常清楚自己计算的是一个税前的报酬率。（在表 3-7 中，栗子老师已经运用这个思路分别计算了苹果公司税前的经营性资产报酬率和投资性资产报酬率。）

接下来让我们找一家国内公司的利润表来练练手吧。由于前面在介绍相关概念时一直用苹果公司的报表，我本想在国内找一家与苹果公司同行业、可比的公司来对比说明，但是找不到。

那么就拿的雅戈尔公司（以下简称雅戈尔）作为例子吧。雅戈尔以服装起家，后来进军房地产行业，又靠投资理财来补贴利润。它的报表在经营性利润与投资性利润上都会有比较鲜明的特点。此处，我列示出按照上文思路对雅戈尔的利润表结构及其盈利模式进行分析的结果，如表 3-11 所示。

表 3-11 雅戈尔结构百分比合并利润表 (%)

会计期间	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
营业总收入	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
营业总成本	94	93	96	87	86	91	91	83	100	87
营业成本	58	62	61	53	51	60	66	62	64	65
税金及附加	8	7	8	10	5	3	7	3	2	2
销售费用	12	12	11	11	15	13	8	9	9	11
管理费用	6	5	5	5	7	9	7	7	7	8
财务费用	8	6	4	5	8	6	3	2	4	1
资产减值损失	2	1	7	3	0	0	0	0	13	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	23	24	20	4	5	13	14	16	21	39
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	7	6	4	0	1	1	0	0	0	0
营业利润	30	31	24	17	19	21	23	34	20	52
营业外收入	2	6	1	1	1	2	2	0	2	1

(续)

会计期间	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
其中：非流动资产处 置利得	0	5	0	0	0	0	0	0	0	0
营业外支出	1	0	0	4	0	0	0	1	0	1
其中：非流动资产处 置损失	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
利润总额	31	37	25	14	21	23	25	33	22	52
所得税费用	6	7	4	5	5	5	5	5	5	15
净利润	25	30	20	9	15	18	20	28	17	38
归属于母公司所有者的 净利润	25	30	20	9	15	15	18	27	15	35
少数股东损益	0	0	0	0	1	3	2	2	2	2

我们可以看到，雅戈尔的净利润率除了2013年是9%之外，其他年份都是两位数，净利润率是比较高的。这样高的净利润率是如何得到的呢？可以具体分析该利润表中每一项项目对净利润率的贡献，大家应该能够看到投资收益在大多数年份贡献了相当大额的利润。为了看得更清楚一些，栗子老师将雅戈尔的营业利润区分为经营性利润与投资性利润（见图3-1）。

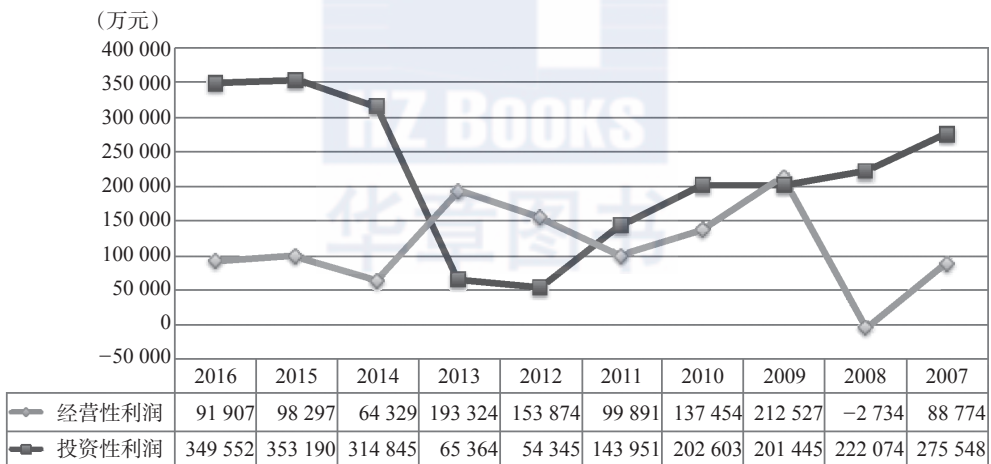


图3-1 雅戈尔经营性利润与投资性利润的互补效应图

观察图3-1我们可以发现一个很有意思的现象，当经营活动的利润表现较好的时候，投资收益较小，如2012年和2013年。但是当经营性利润不好的时候，就靠将之前入股的股票卖掉来实现巨额投资收益推高利润，如2014~2016年。

接下来栗子老师要结合经营性资产与投资性资产，分别看看其盈利能力。这需要对雅戈尔的资产进行分类整理。

在对资产分类整理的过程中，我们需要对资产性质进行判断。在雅戈尔的例子中，栗子老师将下列资产算作投资性资产，其余资产则是经营性资产。

(1) 投资理财行为形成的金融资产，包括交易性金融资产、可供出售金融资产。

(2) 战略投资形成的资产，包括长期股权投资。

(3) 上述投资行为导致的应收事项，包括应收利息、应收股利。

(4) 查阅其他流动资产的报表附注，发现绝大部分是银行理财产品，因此将其划分为投资性资产。

这种对利润表和资产负债表的重分类，很多情况下只是大致分类和大致估算。一般情况下，大致也错不到哪里去。财务分析是一门模糊的艺术。

雅戈尔的分类资产及其占比趋势如图 3-2 所示。根据分类资产的结构我们可以看出，雅戈尔近几年经营性资产的占比急剧减少，截至 2016 年年底，从资产结构上来看投资性资产已经超过了经营性资产的规模。看来，雅戈尔所说的不是虚言，的确有把投资当主业做的趋势（见表 3-12）。

表 3-12 雅戈尔的分类（税前）资产报酬率 (%)

年份	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007
经营性资产报酬率	3	3	3	3	2	2	3	3	4	5
投资性资产报酬率	10	9	19	27	27	29	23	26	61	20

可见，雅戈尔的经营性资产报酬率非常低（这还是税前）。投资性资产报酬率之前很高，近来有所下降。总体上，其投资性资产的收益率远高于经营性资产。

因此，我们可以说仅从资产结构上来看，雅戈尔是经营和投资并重型，但从盈利结果上来看，雅戈尔是投资主导型。

在第 3 章中，我们用苹果公司和雅戈尔为例来说明资产、负债和利润的不同分类方式及其对财报分析的意义，这为后文打下了基础。后面的章节标题可以体现出本书的特点——栗子老师是按照报表项目的性质来进行分类阐述的。

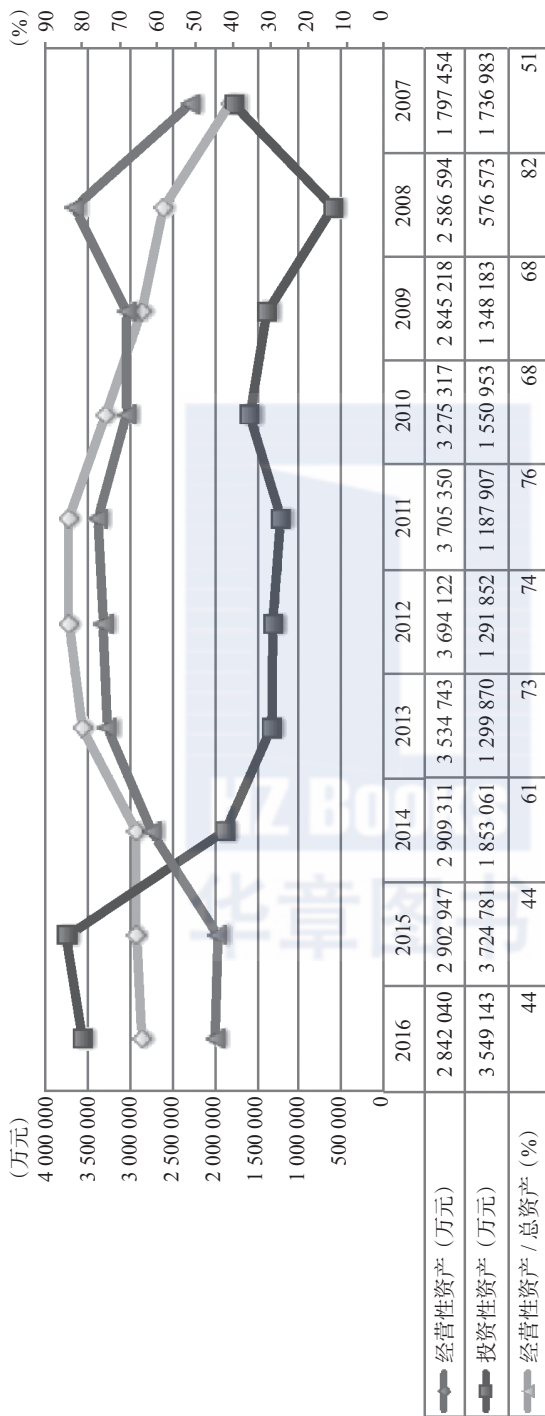


图 3-2 雅戈尔的分类资产及其占比趋势图