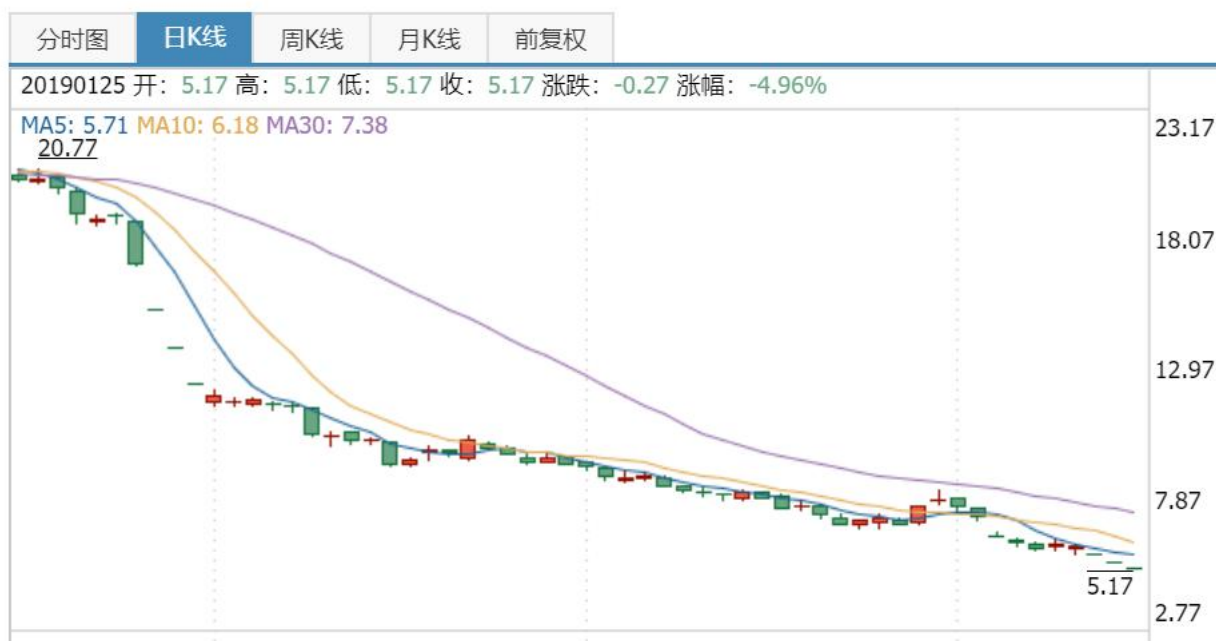


从财务报表看黑天鹅

康得新

康得新 1 月 21 日晚公告，因主要银行账号被冻结，自 1 月 23 日开市起，公司股票交易实施其他风险警示。简称由”康得新”变更为“ST 康得新”，日涨跌幅限制为 5%。



康得新成立于 2001 年, 主要产品为光学膜、预涂膜等膜材料, 一度被誉为“中国的 3M”。此后, 公司推出碳纤维、裸眼 3D 等一系列颠覆性产品。

手握 150 亿元现金却违约, 作为 A 股曾经鼎鼎有名的白马股, 康得新自 2010 年上市以来股价最高涨幅近十倍, 并在 2017 年创下历史新高, 成功跻身 1000 亿市值公司之列。截止 1 月 25 日已经连续三个跌停, 作为曾经股价涨幅近十倍的, 仅仅一年的时间, 康得新股价已经跌去 80%, 市值一年蒸发 800 亿元。

1 月 18 日, 深交所披露对康得新的问询函, 要求公司说明账面货币资金 150.14 亿元的存放地点, 存在大额货币资金却债券违约的原因, 并自查是否存在财务造假情形。

1：从资产负债表的货币资金和借款分析：

一、财务报表

1、合并资产负债表

编制单位：康得新复合材料集团股份有限公司

2018 年 09 月 30 日

单位：元

项目	期末余额	期初余额
流动资产：		
货币资金	15,013,531,518.90	18,504,142,834.01

流动负债：		
短期借款	6,180,813,826.62	6,565,490,467.10

非流动负债：		
长期借款	478,000,000.00	507,000,000.00
应付债券	4,046,536,144.70	3,932,232,822.82

从账面上来看，康得新似乎并不缺钱。2018 年三季报显示，康得新账面期末货币资金约 150 亿元，同时，公司负债总额 167 亿元，其中带息债务总额 107 亿元。手握 150 亿元货币资金，却还不上 15 亿元债。

上市公司明明帐上有巨额的资金，却还要大额的借债、融资，并且承担更高昂的利息成本，大存大贷、存贷双高，是明显违背经营常理的。

2：从现金流量表分析

年度	2013	2014	2015	2016	2017	合计
经营活动产生的现金流量净额	2.2亿	4.3亿	9亿	-4800万	36.6亿	51.6亿
净利润	6.6亿	10亿	14亿	19.6亿	24.7亿	75亿

过去 5 年康得新合计产生利润 75 亿，而经营现金流只有 51.6 亿

3：大股东股票质押分析：

康得新复合材料集团股份有限公司

关于控股股东股票质押业务的公告

本公司及董事会全体成员保证信息披露的内容真实、准确、完整，没有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

康得新复合材料集团股份有限公司（下称：“公司”或“本公司”）接到控股股东康得投资集团有限公司（下称：“康得集团”）函告，获悉康得集团因资产配置需要在中国证券登记结算有限责任公司办理了如下业务：

一、股份质押业务的基本情况

质押：						
股份情况	质押 申请日	解除 交易日	股数（万股）	占公司 总股本	占持有 股份	质押 机构
质押	2018年 12月27日	-	5,800	1.64%	6.81%	①

注： 1、上表中质权人请见以下标注： ①张家港保税区企业管理有限公司；

2、截止2018年1月2日，公司总股本为：354,090.0282万股。

截至公告日，康得集团持有本公司股份85,141.4682万股，占总股本的24.05%，其中质押股份为84,669.4851万股，占康得集团持有本公司股份的99.45%，占公司总股本的23.91%。

大股东股权几乎全部质押达到 99.45%，这一类情形，在去杠杆背景下，2018 年差点引发中国式股权质押金融危机，幸得高层干预及地方政府出手纾困。

投资者需回避大股东股权质押过高，公司拥有大量存款，却又大量融资，这种不正常的现象投资者保持谨慎小心。

三聚环保

1.经营活动产生的现金净流量：黑天鹅的经营现金流都不怎么样

三聚环保 2015 年净利润为 8.2 亿,而产生的经营现金净流量只有可怜的 6000 万. 该公司 2016 年净利润为 16 亿,而产生的经营现金流量只有 3.2 亿. 净利润的质量需要打 80%折扣。

该公司 2017 年净利润达到 25.4 亿,而产生的经营现金流量是-3.5 亿,利润表上产生了 25.4 亿的利润,实际公司经营一年现金流还亏了 3.5 亿,报表上看赚钱了,实际是亏大了,最近两年利润表上持续盈利,但实际没赚到一分钱。

	2017 年	2016 年	本年比上年增减	2015 年
营业总收入（元）	22,477,733,021.74	17,531,101,493.22	28.22%	5,698,115,187.70
归属于上市公司股东的净利润（元）	2,539,152,310.34	1,617,053,041.67	57.02%	820,564,804.02
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润（元）	2,321,778,007.14	1,601,683,704.82	44.96%	815,417,395.72
经营活动产生的现金流量净额（元）	-353,628,624.01	321,400,428.16	-210.03%	60,730,591.75
基本每股收益（元/股）	1.43	0.93	53.76%	0.53
稀释每股收益（元/股）	1.42	0.91	56.04%	0.53
加权平均净资产收益率	33.70%	29.73%	3.97%	29.28%
	2017 年末	2016 年末	本年末比上年末增减	2015 年末
总资产（元）	25,438,818,184.87	18,510,713,069.99	37.43%	10,231,480,337.01
归属于上市公司股东的净资产（元）	8,796,895,470.56	6,278,131,547.93	40.12%	4,696,559,810.04

2015 年 2016 年和 2017 年净利润合计 49 亿,而经营现金流只有 3000 万,这些利润要不是虚增的,要不就是转成了大量的应收款帐,财务报表上有净利润、而没现金流的现象,而企业要维持经营就要大量借贷融资来过日子,公司在经营上没有产生现金流入,只能负债经营。

投资者不要选择现金流差的公司,这种公司没有产生真实的现金利润。

公司在经营过程中产出现金有三种途经: 1 融资, 2 出售资产, 3 经营现金流入大

于经营现金流出，通过经营产生现金，这就是利润，投资者最爱的是第三种。

2. 大股东股票质押分析：

2、股东股份累计被质押的情况

截至本公告披露日，海淀科技持有公司股份692,632,562股，占公司总股本的29.47%，其中累计被质押股份532,670,921股，占其持有公司股份总数的76.91%，占公司总股本的22.66%。

截至本公告披露日，中恒天达持有公司股份141,792,751股，占公司总股本的6.03%，其中累计被质押股份83,301,500股，占其持有公司股份总数的58.75%，占公司总股本的3.54%。

现金流差的公司往往大股东股票质押过高，原因很简单缺钱，公司经营过程中离不开现金，如果没有这些现金，可想而知，公司的经营将是多么糟糕，没有流动资金，公司怎么活下去，**流动资金为什么重要，因为它在每周转一次都能产生营业收入和利润，所以本质上说流动资金就是公司利益的创造者。**

康美药业

4.1 财务报表

合并资产负债表 2018 年 9 月 30 日

编制单位:康美药业股份有限公司

单位:元 币种:人民币 审计类型:未经审计

项目	期末余额	年初余额
流动资产:		
货币资金	37,788,462,819.51	34,151,434,208.68
流动负债:		
短期借款	12,451,730,000.00	11,370,246,000.00
非流动负债:		
长期借款		
应付债券	14,774,271,510.61	8,306,694,177.52

1: 从资产负债表分析, 存贷双高, 手握 377 亿现金却大量借债

公司 2018 年三季报资产负债表显示, 公司账面现金高达 377 亿, 占流动资产的比例接近 60%。2015—2017 年, 康美药业的账上有 158 亿、273 亿、341 亿, 与此同时, 康美药业资产负债率持续攀升。截至 2018 年 9 月底升至 57.56%, 较 2016 年的 46.40% 上升了 11.16 个百分点。公司短期借款 124 亿, 其他流动负债 97 亿 (主要是短期融债), 应付债券 132 亿。

康美药业上半年包括短期借款、应付票据、应付账款、应付债券在内的有息负债达 200 多亿元, 应付利息 5.19 亿元。有息负债具有付息性质, 其增加会提高企业财务成本, 减少净利润削弱盈利能力。

康美药业明显大存大贷, 大现金, 大质押, 拥有大量资金, 却又大量融资, 这是一种不正常的经营表现。

2：从现金流量表分析

年度	2014	2015	2016	2017	合计
经营活动产生的现金流量净额	11.3亿	5亿	16亿	18.4亿	50.7亿
净利润	22.8亿	27.5亿	33.3亿	41亿	124.6亿

康美药业从 2014 年开始，经营现金流净额连续多年低于净利润，近 4 年多平均经营现金流只有净利润的 38%。“对经营正常的企业来说，如果经营现金流常年低于净利润，主要是两个方面的原因，一是企业近些年实际收入和利润的增长是虚高的，二是销售的产品大量长期收不回钱。”

3：大股东股票质押分析：

质押比例(数据来源：中登公司)

序号	交易日期	质押比例 (%)	质押股数 (股)	质押市值 (元)	质押笔数	无限售股 质押数(股)
1	2019-01-18	48.49	24.12亿	177亿	64	19.40亿
2	2019-01-11	48.49	24.12亿	181亿	64	19.40亿
3	2019-01-04	48.57	24.16亿	173亿	65	19.44亿
4	2018-12-28	48.57	24.16亿	222亿	65	19.44亿
5	2018-12-21	48.57	24.16亿	242亿	63	19.44亿

重要股东统计(质押中)

序号	股东名称	最新质 押笔数	剩余质押 股数(股)	剩余质押 股份市值(元)	占所持股 份比例(%)	占总股本 比例(%)
1	康美实业投资控股有限公司	14	15.08亿	264亿	91.91	30.31

康美药业的大股东—康美实业，其持有公司 16.4 亿股股份，持股比例为 32.8%，通过高比例股权质押进行融资，质押率高达 90%以上。

从财务报表看黑天鹅，主要看四个方面：

第一：大存大贷，大现金

第二：经营现金流净额连续多年低于净利润

第三：大股东股票大质押。

第四：像这种靠借钱过日子的公司，不分红或分红非常少。