

世界投资者周 | 抓住资产质量和研发投入，提升电子行业投资决策能力

深交所投资者教育中心

了解一家上市公司，必须要熟悉公司所处的行业环境。为帮助投资者掌握不同行业的财务分析基本技巧，提升投资决策能力，深交所投教中心联合毕马威、海通证券、长江证券、兴业证券，共同推出“财务视角看行业”系列投教文章。本篇是第十三篇，带您通过案例学习运用相关财务指标，一起来看看。

抓住资产质量和研发投入，提升电子行业投资决策能力

周期性波动是电子行业的重要特性之一，处于不同行业周期的阶段，面临的投资机遇与风险截然不同。本篇，我们将结合电子行业周期、公司资产质量、研发能力等角度分析相关财务指标，帮助投资者提升电子行业投资决策能力。

减少对大客户依赖，增强抗风险能力

先来看一个案例。上市公司 A 主要产品为手机玻璃，公司 20X5 年上市初期其收入爆发性增长，每年维持两位数销售增长率。不仅如此，因 20X7 年智能手机供应链迎来“量价双升”之年，部分零部件因创新需求，单机价值实现翻倍增长，A 公司取得了销售收入同期增长 55%、归属于上市公司股东的扣除非经常性损益净利润 147% 的佳绩。

看到这样一张“靓丽”的成绩单，投资者们是否认为找到了一只白马股？

然而，三年幸福时光在 20X8 年戛然而止。20X8 年度，受终端市场需求放缓影响，行业从顶峰急剧下行，A 公司 20X8 年归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润由 20X7 年度的 18 亿，急剧锐减至 20X8 年度的亏损 4 亿。仔细阅读其公开资料，可发现 A 公司的客户集中度相当高，20X7 年及 20X8 年的前五大客户集中度分别 76% 和 75%（其中第一名和第二名的大客户销售占比合计超过 50%）。A 公司的大客户在 20X8 年遭到行业下行风险，直接使 A 公司业绩受到冲击。

20X8 年，A 公司在阵痛中谋求发展。20X9 年和 20Y0 年，A 所在行业整体迎来了新的增长点，在行业周期上行时，公司对主要产品进行了全方位布局，以满足国内外厂商的各种差异化需求。A 公司在 20X9 年和 20Y0 年，再次交出了傲人业绩。20X9 年 A 公司销售收入较上一年上涨 25 亿元，20X9 年实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 20 亿元。20Y0 较上一年销售收入上涨 67 亿元，实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 45 亿元。

虽然，20X9 年、20Y0 年 A 公司对大客户仍有一定程度的依赖，但公司已经成功拓展国内新客户，并且形成战略合作，对大客户依赖程度逐步降低，公司整体增强了抗风险能力，从而实现了较高的盈利。

分析财务指标，关注行业所处周期

电子消费类企业一般以销定产。在上述案例中，A公司在上市初期为了能够支撑业务的快速增长，维持着对于固定资产的高投入，在企业营业状况良好时，固定资产总规模水涨船高无可厚非，说明了企业规模在增长。但是，企业如果没能精准预判市场周期或者及时调整发展战略、转移风险，高固定资产就可能成为企业的拖累。

我们继续以A公司为例具体说明。20X8年，A公司大公司客户遭到行业下滑影响，产品需求降低，A公司开工率随之下降，20X6年、20X7年和20X8年末的固定资产账面价值分别为121亿、169亿和227亿，占总资产比例分别为51%、47%和53%，成本中的折旧费用分别为8亿元、10亿元和14亿元，这些固定费用给开工率下降的A公司进一步带来了巨大固定成本的压力。同时，由于该类资本性支出需要依靠昂贵的外部融资支撑，20X7年和20X8年A公司的财务费用分别高达3亿元、6亿元，吞噬了A公司的利润，造成A公司在20X8年巨额亏损。

而20X9年、20Y0电子行业周期处于上行阶段，20X9年以及20Y0年末的固定资产账面价值分别为240亿元和310亿元，占总资产比例分别为51%和39%，成本中的折旧费用分别为19亿元和22亿元，财务费用虽高达7亿元、8亿元，但资产负债率相较前2年有所降低，20X9年和20Y0年的资产负债率分别为52%和47%。由于企业销售大

幅增长，成本中的折旧费用和财务费用整体与销售收入的占比较低，所以固定成本对于整体盈利性水平影响较低。

通过 A 公司的例子不难发现，固定资产和债务资本在不同行业周期对公司经营状况有不同的影响，我们在分析财务指标时也需结合行业所处周期综合分析判断。

对标行业公司，识别粉饰报表小“伎俩”

对于科技类公司，研发投入是其最好的护城河，但是为了粉饰报表吸引投资者，研发费用会计处理的选择可能成为其调节利润的手段。

以 B 公司为例说明。B 公司为 LED 照明企业，其近三年平均毛利率均超过行业平均水平。根据年报，其 20X8 年、20X9 年和 20Y0 年研发支出分别为 8.1 亿元、6.5 亿元和 9.3 亿元，其中予以费用化的金额分别是 6.6 亿元、4.8 亿元和 5.5 亿元，20X8 年和 20X9 年资本化率均高达 70%以上，20Y0 年由于集成电路项目研发投入增加及费用化研发项目增多导致资本化率降低至 60%。通过横向比较可以发现，行业对标公司的资本化率一般不超过 30%。如若这些资本化的研发费用记录到损益中，则 B 公司的利润率水平会下降 10%以上。

此外，投资重资产的科技公司还需关注其折旧年限是否合理，因为折旧年限的选择对于盈利能力有直接关系。

继续以 B 公司为例。20X8 年、20X9 年和 20Y0 年， B 公司的机器设备总额分别为 61 亿元、61 亿元和 78 亿元， 折旧年限为 8 年-25 年， 年折旧率为 3.8%-11.8%。然而， 同行业对标公司机器设备的平均折旧年限一般为 5-10 年， 年折旧率平均为 9.5%-19%。如果使用行业平均水平的折旧年限， 则 B 公司的利润率水平会下降 10%左右。

如上文分析， B 公司如果采用行业平均水平的研发费用资本化率以及固定资产折旧率， 则其盈利水平将回到行业平均水平， 因此， 对于 B 公司高盈利水平的真实性和可持续性， 投资者在决策前需要谨慎对待。

总的来说， 投资者不仅需要关注行业周期的上行和下行阶段， 也需要识别哪些企业拥有强有力的研发能力， 能够帮助企业在下行周期中逆势翻盘， 成为价值投资优选； 还需要识别哪些企业过度依赖大客户、 高固定资产投入、 高资产负债比例等， 以及在运营情况上会受到多大影响。透过财务报表， 洞悉企业真实情况， 投资电子行业就胸有成竹了。

（免责声明：本栏目的信息不构成任何投资建议， 投资者不应以该等信息取代其独立判断或仅根据该等信息做出决策。 供稿人力求本栏目文章所涉信息准确可靠， 但并不对其准确性、完整性和及时性做出任何保证， 亦不对因使用本栏目信息引发的损失承担责任。）