

厦工股份资金链危机之惑

置入资产业绩变脸 厦工股份6亿现金输出存疑

编者按:日前,厦工股份(600815)披露了2011年年报,公司2011年度经营活动产生的现金流量净额为-13.1亿元;短期借款同比增长139.3%;货币资金下降17.2%……令人感到疑惑的是,厦工股份在现金流如此紧张的情况下却向控股方输送超过6亿元的真金白银;在整个工程机械市场并不景气的条件下却大幅增加回款风险较大的信用销售等等。这些明显加剧厦工股份资金风险的行为似乎随时都可能成为压垮其资金链的最后一根稻草。同时,这些行为也让中小投资者承担了更多风险。

证券时报记者 建业

截至2011年末,厦工股份货币资金仅为3.58亿元,同比下降17.2%。但正是在这一年里,厦工股份分两次向控股股东之全资子公司,也即第二大股东厦门厦工重工有限公司,支付了超过6亿元现金,用于收购厦工(三明)重型机器有限公司100%股权和一部分资产。更令人感到惊讶的是,厦工三重在进入上市公司后立刻出现业绩变脸的情况。

置入资产业绩大幅下滑

厦工股份日前公布的2011年年报显示,以4.46亿元巨资购入的厦工三重仅实现净利润1085.68万元,比2010年下降了81.5%,这一下降幅度远远大于厦工股份合并报表7.16%的业绩降幅。事实上,自厦工股份收购厦工三重之日起至2011年末为止,厦工三重竟然还亏损了245.65万元。

2011年4月29日,厦工股份宣布向厦工重工支付现金约4.46亿元,用于收购厦工三重100%的股权。由于厦工重工是厦工股份控股股东厦门海翼集团有限公司的全资子公司,因此上述交易也可以被看成是厦工股份与海翼集团间的关联交易。

记者查阅了厦工股份收购厦工三重时披露的资产评估报告,厦工三重从2007年至2010年4年间的净利润

分别为888.45万元、702.5万元、1298.07万元和5863.26万元。也就是说在厦工股份收购厦工三重前一年,厦工三重业绩出现了爆发式增长,而收购完成后,业绩又大幅下降,这种过山车式的业绩变化似乎已超出了正常的业绩波动范畴。

根据上述资产评估报告,厦工三重的资产评估基准日是2010年12月31日。根据评估,净资产账面价值约为3.6亿元,评估值约为4.5亿元,增值8403.63万元,增值率23.22%。单就评估增值率来说,上述资产的评估并未产生太多溢价。当时也有券商发布报告称,收购价相当于2010年的7.6倍市盈率(PE)或1.5倍市净率(PB),价格合理。”但是,从2011年的实际经营成果看,厦工股份收购厦工三重的2011年PE高达41.1倍,已远远超过了工程机械行业的平均市盈率。

资料显示,厦工三重的主要产品是压路机,在国内拥有超过9%的市场占有率。但是,从厦工股份宣布收购厦工三重的2011年4月份起,全国压路机的月销售数量就一直处于同比下降之中。直至今日,压路机市场仍未见回暖的征兆,厦工三重未来盈利并不乐观。2012年2月,全国22家主要压路机制造商共销售压路机1055台,同比下滑30.50%;1月-2月行业累计销售1697台,同比下滑41.34%。作为老

牌工程机械企业的厦工股份为何在压路机行业进入下行通道之前如此果断出手收购控股方的压路机资产,让投资者难以理解。

资金紧张却向控股方输血6亿

在压路机行业开始走下坡路之时,以明显高于行业平均估值水平向控股方收购资产,厦工股份自身的资金链却处于非常紧张的状态。

根据厦工股份年报,公司2011年度经营活动产生的现金流量净额为-13.1亿元,2010年公司经营现金流约为4.7亿元;2011年短期借款21.3亿元,同比增长139%;2011年长期借款4亿元,而2010年末这一数字为零。同时,公司2011年度财务费用约1.5亿元,同比增长293.29%。从这组数据不难看出,厦工股份2011年现金流压力非常大,几乎是靠举债度日。

而在厦工股份公布收购厦工三重的2011年4月份之前,根据Wind统计,厦工股份2011年一季度末的账面货币资金仅为4.38亿元,尚不足以支付4.46亿元的收购对价。尽管这笔资产收购并非一次性付款,但也足见厦工股份此举给自身现金流安全带来的隐患。

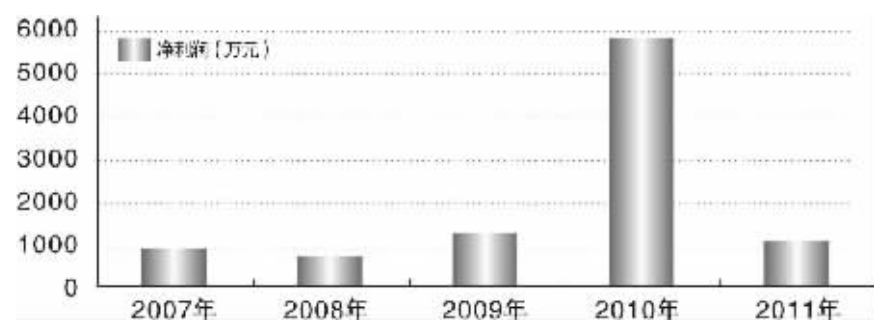
除了上述以4.46亿元现金收购厦工三重100%股权。2011年9月,厦工股份还宣布以1.62亿元收购厦工重工持有的厦工工业园B1地块和B2地块上的建筑物、构筑物、机器设备及土地使用权等资产。



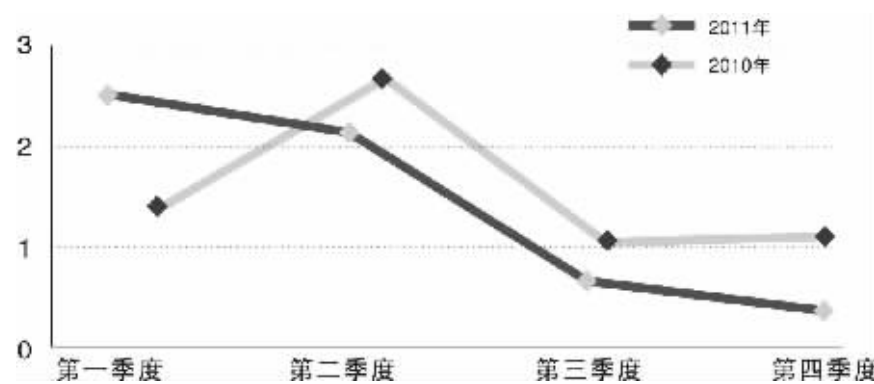
厦工股份近一年来股价一路下跌

吴比较/制图

厦工(三明)重型机器有限公司近5年业绩



厦工股份2010年、2011年四个季度净利润比较(亿元)



信息来源:公开资料

仁际宇/整理 吴比较/制图

冲业绩铺路再融资 厦工股份信用销售埋资金链地雷

证券时报记者 建业

由于产品单价较高等因素,国内工程机械行业近年来越来越多地运用信用销售这一模式提升销量。但这一销售模式也有种种弊端,其中之一就是存在违约风险,并由此给企业带来隐性的现金流风险。厦工股份在2011年度不顾违约风险超常规地运用信用销售透支业绩,或许是在为再融资铺路。

信用销售危及现金流安全

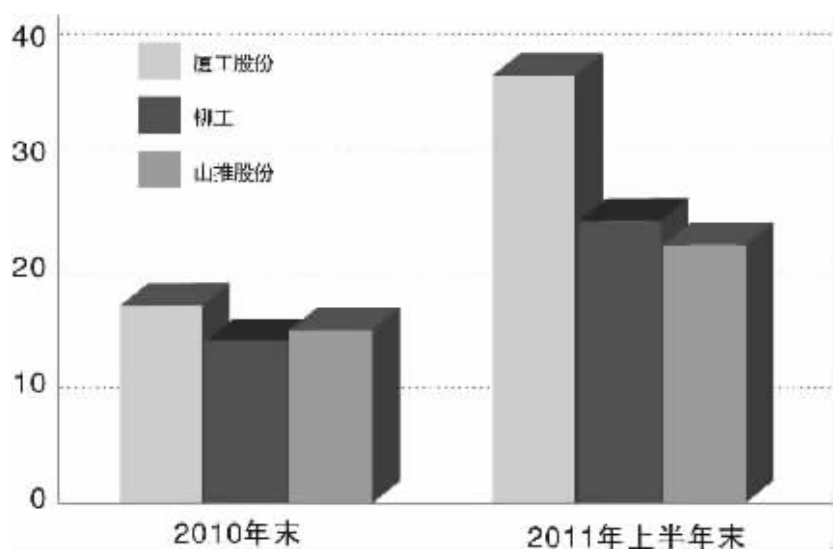
2011年末,厦工股份应收账款约32.9亿元,同比增长87.37%。厦工股份对此的解释是,2011年根据工程机械行业的市场供求变化,适度调整信用销售政策,带来了应收分期销售款增加。

事实上,厦工股份的应收账款增长远超行业内同规模的同行。2010年底,比厦工股份营业收入略高但规模接近的柳工(000528)、山推股份(000680)当时的应收账款均为14亿元左右,厦工股份当时的应收账款约为17亿元;而到了2011年中期,三家公司营业收入仍然接近,应收账款方面却大相径庭,柳工、山推股份分别约为24亿元和22亿元,但厦工股份的应收账款已经飙升到36.5亿元。

一位不愿透露姓名的注册会计师告诉记者:调整信用销售政策并影响应收账款有两个后果,一是销售量上升,这将带来账面营业收入和利润上升;二是账款回收速度变慢,产生损失的风险变大。一般情况下,经营现金流与净利润是趋于一致的,但大幅增加应收账款可能导致两者的背离。”

这一判断在厦工股份2011年年报中得到了印证。厦工股份在年报中指出,公司经营产生的现金流量净额为-13.1亿元,与公司净利润5.8亿元存在较大差异,主要原因是2011年公司适度调整信用销售政策,

厦工股份、柳工、山推股份近期应收账款对比(亿元)



信息来源:公开资料

仁际宇/整理 吴比较/制图

应收账款较去年同期增加所致。

根据目前的会计准则,信用销售产生的收入全部计入当期损益,也就是说,虽然产品销售的现金回款并未进入厦工股份的账户,但因此而产生的利润已全部体现在2011年度的报表当中。以32.9亿元的应收账款对比仅5.8亿元的净利润,信用销售对厦工股份2011年业绩贡献之大显而易见。

但由于没有实际回款,信用销售带来的利润不过是纸面富贵。由于近年来国内固定资产投资增速有所放缓,工程机械下游的建筑工程行业景气度下滑,一旦建筑工程行业出现回款困难,厦工股份的应收账款很有可能面临巨额坏账,进而影响厦工股份的现金流安全和未来的业绩表现。

一位券商分析师告诉记者:今年二月份,由于下游开工率不足,全国挖掘机销售回款都不是很好。由于工程施工特点,挖掘机的情况在工程机械中有先导效应。因此不少工程

机械销售商都认为今年回款的压力很大。”

业绩调控或为再融资铺路

虽然信用销售可以在一定程度上为公司扩大市场、吸引需求,但厦工股份的行动却比同行激进得多。这或许暗示着厦工股份在2011年利用调整信用销售政策的名义增加利润的做法有其内在原因。

2011年2月,厦工股份宣布拟向不超过10名对象定向增发不超过1.66亿股,其中大股东厦门海翼集团有限公司斥资认购不低于2.5亿元。此次发行价格不低于13.08元/股;计划募集资金21.65亿元,以投向挖掘机1.5万台生产能力技术改造项目、厦工机械(焦作)二期技改扩建项目及补充流动资金。

此后,厦工股份的股价一路下跌,2011年年内最低跌至8元/股附近,远低于增发底价。一项由江西财经大学会计学院院长章卫东教授负责的研究

证明,控股股东在上市公司增发前后有能力对上市公司业绩进行盈余管理,并通过上市公司业绩进一步影响上市公司股价。特别是主要向机构投资者融资时,控股股东倾向于提高上市公司盈利,以便在发行相同股份条件下募得更多资金。

根据Wind统计,厦工股份2011年一季度净利润达到了2.5亿元,同比增长超过85%,是全年净利润数最高的一个季度;而2011年第三、四季度的净利润仅分别为7134.6万元和3724.9万元。虽然下半年业绩不如上半年有一定的周期性因素,但对比2010年,厦工股份第一季度和第三、四季度的净利润分别为1.36亿元、1.02亿元和1.09亿元,业绩波动幅度远远低于2011年。

而厦工股份2011年第一季度的剧烈业绩波动的背后也伴随着应收账款的剧增。厦工股份2011年一季度末应收账款余额约为40.5亿元,同比增长177.4%、环比增长130%。增长态势可谓猛烈,但此后,厦工股份2011年每个季度末的应收账款余额均在30亿至40亿元左右,呈现相对稳定的波动局面。

厦工股份指出信用销售的增加是其应收账款增长的主因,因此从上述数据可以看出,公司在2011年第一季度采用了超常规的销售政策,导致厦工股份当期业绩为全年四个季度中最高,创下最近四年以来的最高纪录,厦工股份业绩调控痕迹可谓相当明显。

信用销售在提高业绩的同时也给企业的现金流带来压力,厦工股份的资金本已紧张,为了维护定向增发而迅速扩大信用销售规模,一旦融资不成,反而可能因资金链断裂或坏账剧增将厦工股份带入泥潭。2012年2月底,由于股价倒挂,厦工股份增发仅实现融资约2.5亿元,对于急需资金的厦工股份来说可谓杯水车薪,而已经被迫承担大幅增加信用销售风险的中小投资者则更是得不偿失。

产能大跃进豪赌未来

证券时报记者 建业

在应收账款剧增、向控股方输血6亿的背景下,厦工股份的现金流已趋于紧张。但是,公司并没有放缓资本支出的步伐,巨额的固定资产投资无疑使其现金流更加脆弱不堪。产能扩张大跃进,厦工股份看似是在豪赌未来,但中小投资者不应成为其下注的筹码。

厦工股份的年报数据显示,2011年公司投资活动产生的现金净流量创下最近四年以来的最高;购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比翻番;在建工程余额同比增长440.94%。这些数据表明,厦工股份正在扩大投资规模,而主要的资金投向主要是与产能扩张相关的固定资产。

不过这或许可仅仅是个开始,因为从在建工程这一数据的内容来看,厦工股份的一些重要投资项目的集中投资期并未到来。2011年2月,厦工股份公布的定增募投项目包括挖掘机1.5万台生产能力技术改造项目和厦工机械(焦作)二期技改扩建项目。两个项目总投资超过40亿元,超过了2011年末厦工股份的净资产总额。

记者查阅在建工程明细时发现,厦工股份2011年在建工程中只有挖掘机技改项目和厦工工业园待安装设备两项属于募集资金项目。也就是说,虽然厦工股份在建工程和资本支出在2011年已开始快速膨胀,但真正对资金需求更大的募投项目尚未完

全展开。

在如今公司现金流极为紧张、工程机械行业景气下降的情况下,厦工股份仍没有注意自身的现金安全,反而大规模增加对新增产能的投资,令人堪忧。

实际上,工程机械行业的产能过剩已初现端倪。早在去年10月份举办的2011全球工程机械产业大会上,中联重科董事长詹纯新就曾直言,工程机械行业的产能过剩正在引发行业恶性竞争。而徐工机械董事长王民和柳工总裁曾光安也都认同工程机械已经出现产能过剩。

在行业巨头们纷纷发出产能过剩预警的同时,厦工股份的产能扩张动作显得十分冒险。它所面临的问题有两个,一是自身资金链紧绷,一旦下游回款难以到位,公司现金流将面临枯竭,产能问题可能演变为生死问题。同时,大量新增产能项目一旦投产,对流动资金的需求也将成倍增长;二是下游需求何时能够恢复。产能建成后,如果市场仍然低迷,新增产能如何消化,况且大量的新增产能也将在一定程度上延缓行业复苏的脚步。一位业内人士告诉记者:现在来看,今年的情况应该不会很好。未来会不会好转、什么时候好转就很难说了,这谁都无法预测。”

既然难以预测未来,厦工股份的扩产行动实际上是在进行一场赌博。诚然,企业经营很多时候确实有赌博的成分,但保持一个与自身资金能力相匹配的投资规模应该是游戏的底线,而中小投资者的利益更不应该成为其中的牺牲品。