

# 桂东电力:实业投资一地鸡毛 股权激励难掩隐忧

中国上市公司研究院

近年来桂东电力(600310)出现主业不振、副业流血不止的情况,和同行相比逊色不少。

桂东电力主营水电业务主要受天气影响,但从报表来看,天气对这家公司的影响,远没有管理带来的影响大。最近一年来交易所多次向桂东电力出具审核意见,要求进一步解释报表中有疑惑的地方,监管部门也出具警示函,要求进行整改。

从桂东电力公告和公开资料上看,桂东电力屡次更改募项目显示其管理能力有问题,而电极箔业务和竞争对手越落越远,贸易业务屡次被交易对手骗。

2012年是分水岭,2011年7月份该公司主要领导更换。2012年之后该公司已少有券商分析师关注,通过慧博智能策略终端搜到的最近一个研报发布时间为2013年1月份,称桂东电力价值严重低估,之后便没有分析师发布该公司研报。

今年是股权激励计划的关键一年,想要行权明年扣非后至少要赚7.6亿元。根据年报,桂东电力2015年资金需求为40亿元,远超去年获得的24.46亿元金融机构借款,并大规模扩张下属公司支持力度,这意味着该公司开始新一轮大规模扩张之旅,如果管理能力不能同步跟上,则令人担忧风险再度来袭。

## 项目停止 2亿募资打水漂

桂东电力在募资项目上存在随意性。

桂东电力3月28日公告显示,拟暂缓建设的大田水电站工程为公司控股96.95%的子公司贺州市上程电力有限公司大田水电站装机容量1.2万千瓦,概算总投资为2.37亿元,设计多年平均发电量0.456亿千瓦时。上程电力于2012年开始建设大田水电站主体工程。截至2014年9月30日,上程水电站工程(含大田水电站)已累计完成投资2.14亿元,1亿元募集资金已全部使用完毕。

就在花掉2.14亿元投资之时,桂东电力突然决定停止这项工程,主要是因为如果继续投资,需要继续投资1.77亿元,超过预算的一半还多。

而即使工程最终完成,发电量也会大幅下降,预计多年平均发电量减少至2350万千瓦-2685万千瓦时,比原设计数减少约40%-50%。单位电能投资将由5.18元/千瓦时增加至10.80元/千瓦时-12.34元/千瓦时,投资成本远远高于其他水电项目,有投资无法回收的风险。

这还没完,上程电力仍需对大田水电站已完工项目的结算、工程的安全防护、收尾工程完善等工作投入3000万元左右的资金。

算下来,这个没有完工的项目,将耗资2.44亿元。

其实,这个募项目之前已更改一次。桂东电力在2010年5月完成增发,募资4.4亿元。2011年该公司调整了募项目,将计划增资上程电力并建设上程水电站3.54亿元中的2.5亿元用于建设输变电项目。

桂东电力项目计划并未做扎实,两次更改募项目,显示决策的随意性,预算大规模超标显示计划不周,对工程施工的控制能力不佳,而即将在预算概算花完之际,突然才发现发电量会减少一半,这尤其令人费解。

桂东电力2014年年报显示,桂东电力去年发电量13.71亿千瓦时,比上年减少6%。和桂东电力同属一个区域的桂冠电力600236去年完成发电量232.02亿千瓦时,同比增加21%,实现净利润5.93亿元,同比增加163%,桂冠电力称,来水情况好转,促进盈利大增。

众所周知,水电企业的发电成本低,电网赚钱能力强。桂东电力拥有令人羡慕的电网资源,和令人羡慕的水电资源,在两个都应该赚钱的环节却没有赚到钱。

## 相关多元化不力

水电类公司经营要面临电力供应不平衡的困难,比如汛期电力用不完,而枯水期电力不够用。如果发展高耗

能产业,将电力固化在产品中则可以化解这种风险。

桂东电力持有94.46%股权的广西贺州市桂东电子科技有限公司生产电极箔,2002年桂东电子一期工程开工建设,曾经被寄予厚望。2011年10月份,桂东电子增资扩股,当地政府提出要以上市为目标。核心技术专家宋洪州(桂东电子总经理兼创始人)、杨小龙(桂东电子副总兼创始人)的股权比例从各自2.77%上提升至4.89%,同时管理团队也获得了合计2.5%的股权,同时还引入几家风投等战略与财务投资者。

桂东电子2010年净利润达4321万元,2011年盈利3823万元,2012年亏损5107万元,2013年则亏损4885万元。2014年,桂东电子亏损达到7022万元,销售额为2.84亿元,毛利率只有3.9%。作为对比,桂东电子的国内同行江海股份(002484)去年电极箔毛利率为28%,东阳光科(600673)去年电极箔的毛利率为28%,都远远超过桂东电子,这两家公司近年发展良好。

其实桂东电子在2010年毛利率也曾达29%,实现销售收入3.31亿元,同比增长近九成。桂东电子抓住这个机会进行了扩股。不过只是昙花一现。

华泰联合证券研报表明,化成箔是高载能产业,高压化成箔的电力成本占到总成本的60%以上。桂东电力作为电力企业,其用电成本明显低于同行,电极箔成本优势明显,关联购电价约0.3866元/千瓦时(不含税)。桂东电子去年消耗桂东电力销售电量的9%。

作为对比,去年桂东电力从国网湖南永州供电公司购电2.2亿千瓦时,购电成本为0.5285元/千瓦时。也就是说,桂东电子节省的电力成本就是一笔巨资。桂东电力高价买电,低价向桂东电子供电,桂东电子却巨额亏损。

电力成本是外界曾看好桂东电子的原因之一。山东省2012年曾曝出一则新闻,山东首富张士平的山东魏桥创业集团自建发电厂,而且电价比国家电网要低1/3。有媒体报道,张士平的电解铝业务能够在香港上市并获得丰厚回报,主要是因为低电价的关联交易造成。

桂东电力试图依靠电力成本优势发展铝加工产业链,桂东电力和控股股东合资成立广西吉光电子科技有限公司,生产铝电解电容器,电容器也是热门产品。桂东电子去年向广西吉光销售电极箔1800万元,不过广西吉光连年亏损,去年桂东电力以342万元将所持34.72%股权出售给了控股股东广西正润发展集团有限公司。

由此看来,即使是低成本电价也无法让桂东电子等公司获得竞争优势。

# 钦州永盛:匪夷所思的交易

中国上市公司研究院

如果被骗一次,还会继续给对方付款吗?桂东电力全资子公司钦州永盛石油化工有限公司选择这么干。

2012年12月26日,钦州永盛与广州博材材料有限公司签订30万吨煤炭购销合同,合同有效期为2013年1月1日至2013年6月30日。截至2013年6月30日,钦州永盛已预付6480.5万元,截至2013年年底尚未交付。

神奇的是,2014年1月5日钦州永盛与广州博材材料有限公司再次签订合同,这次是钦州永盛卖给广州博材,合同金额为1.21亿元。由钦州永盛开出21.55万吨印尼煤货权,签订合同十日后,钦州永盛1月15日签发货权转移单。

一直到现在,钦州永盛也无法收回货款,委托对方购买煤炭的预付款也扔进了水里。钦州永盛为何在对方不诚信的前提下,还继续和对方发生交易,很难想象这种交易是否真实发生。

对下游客户采取拖欠,对上游客户

桂东电力发展贸易业务的子公司钦州永盛石油化工有限公司交易金额大而盈利少,由于风控不力,成了桂东电力业绩不佳的主要原因。

## 再度多元化

桂东电力高管接受媒体采访时称将吸取教训,下决心将发电、供电、电网等作为主要发展方向,做好风控。

桂东电力在财务投资历史上取得一些成绩,但在实业投资上,该公司过往业绩却令人感到可怕。

桂东电力5月13日公告,钦州永盛拟以1.84亿元的价格受让柳州五菱集团及自然人廖昌瑞持有的福建凯跑重工集团股份有限公司100%股权。债务抵销后,柳州五菱集团及其关联公司对钦州永盛的剩余债务共计1.14亿元。

钦州永盛受让凯跑重工股权,主要原因还是希望能将资产盘活,并将坏账变活。为了保证盘活凯跑重工,钦州永盛同日和广西臻龙新能源汽车有限公司签订合作协议,并有计划将持有的凯跑重工注入到广西臻龙。

广西臻龙注册资本为5亿元,主要人员赵毅、徐峰、樊万顺等,2015年4月14日成立,其股东之一为江苏九龙汽车制造有限公司,樊万顺是江苏九龙的高管。江苏九龙主要生产小型商务车、专用小客车等。合作协议提到要让凯跑重工符合国家工信部对生产、制造新能源汽车的要求,由此推测凯跑重工产品要发生较大变化。

广西臻龙的法人徐峰还是广西弘臻新能源汽车有限公司法人,广西弘臻注册资本2亿元,今年2月17日成立。股东中有金华青年莲花控股有限公司,庞青年是董事兼总经理,青年汽车集团有限公司战略发展部经理卢侃哲是监事,其为青年汽车背景。

这是另一条实业之路,桂东电力去年11月份解散了控股子公司广西桂东绿川新能源股份有限公司,绿川新能源公司2013年4月成立,计划发展新能源项目。桂东电力对新能源矢志不渝,接手凯跑重工即是为此。

盘活资产未必不是一条出路,但是新能源汽车也是一项竞争激烈的项目,桂东电力此前没有经验,依靠对象江苏九龙在行业中也并不出名。

历史上副业是桂东电力的噩梦,种种情况表明,公司在治理中存在不少问题,风控不严,出现决策随意性较强,竞争能力不强等现象。如果是投资主业,或者作为财务投资者跟投一个项目,桂东电力风险相对可控,但如果是介入到一个不相关行业去发展,风险就非常,比如公司介入旅游、茶叶等生意,一直没有贡献多少利润。

好在这种主业比较稳定的国企,财务成本比较低。这也是桂东电力敢于四处出击的原因之一。

2011年之后桂东电力经营出现明显拐点,两个主要控股公司业绩下滑,主业出现停滞。很难解释深层次的原

因。不过2011年该公司出现一次主要人事变动,长期担任桂东电力董事长的温昌伟2011年7月调离,秦春楠成为董事长。

去年秦敏接替秦春楠成为桂东电力董事长,秦敏曾任广西办公厅金融办官员,和现在贺州市委书记赵德明履历有重叠。如今桂东电力开始了新一轮扩张。

## 财务大飙车

2014年11月15日桂东电力公告,将对全资子公司钦州永盛石油化工有限公司的3亿元债权转为注册资本。截至2014年三季度末,钦州永盛共有负债7.8亿元,其中7.16亿元来自桂东电力。

3亿元债务转为注册资本,提高了钦州永盛的资金实力和抗风险能力,但增加了桂东电力风险。子公司面临巨亏可以选择破产清算,损失的只是资本金,历史上已多次出现这种情况。桂东电力并没有这样做,而是加大了投入,可谓反其道而行之。

桂东电力为下属公司输血,成本也不低,桂东电力2014年短期借款增加4.8亿元,财务费用增加5000万元。

2013年年末钦州永盛占用桂东电力4.14亿元,2014年年末桂东电力资金占用从期初的4.88亿元增加到7.2亿元,其中钦州石化占用4.47亿元,桂东电子1.71亿元,上程电力占用1亿元。2014年桂东电力(含控股子公司)累计归还金融机构借款19.42亿元,并向金融机构借款合计24.46亿元。

而2015年,桂东电力资金需求更为庞大,预计各个项目、工程和日常资金周转、到期还贷等资金总需求约达到40亿元。桂东电力今年3月份公告,公司在不影响自身正常经营的情况下,拟以自有资金向公司全资及控股子公司提供合计不超过20亿元的资金支持额度(包括目前已提供的资金支持余额)。

这背后是另一次大规模业务扩张,比如2014年度钦州永盛实现销售收入5.81亿元,同比减少20%。桂东电力在2015年经营计划中预计贸易业务收入16.71亿元,将比2014年增长188%。

桂东电力财务大飙车,和公司的股权激励可能有关。桂东电力股权激励履行核心条件是2014~2016年平均净资产收益率不低于10%,2014~2016年平均扣除非经常性损益后的净利润不低于1.2亿元,且年平均增长率不低于20%。

要想行权,桂东电力今年就要快速增长,以弥补去年过低的净资产收益率。公司去年净资产收益率只有1.08%,扣非后亏损4亿元,这就要求明年两年扣非后至少要赚7.6亿元。

这次扩张的隐忧正如先前所述,就是风险控制和管能力。

(研究员 钟言)



证券名称	今年一季度净资产收益率(%)	去年净资产收益率(%)	去年营业总收入同比增长率(%)	去年净利润同比增长率(%)
明星电力	1.52	5.47	15.19	-40.86
三峡水利	2.88	12.91	-5.21	36.31
桐江水电	2.87	21.45	7.52	196.33
桂冠电力	5.43	16.14	15.36	163.08
桂东电力	-1.31	1.08	-4.91	-30.00
西昌电力	-0.71	6.83	16.91	-7.58
*ST乐电	1.39	-406.45	5.27	-281.56
川投能源	5.01	27.64	-3.95	154.46
梅雁吉祥	-1.46	-2.55	-17.69	-311.20
长江电力	2.17	14.47	18.50	31.55
郴电国际	0.74	9.76	3.37	35.19
广安爱众	1.35	-8.27	20.89	-253.29
文山电力	6.75	7.65	-0.78	-19.86
湖广发展	1.02	8.24	12.93	22.62
甘肃电投	-3.56	5.53	-8.33	-39.53
湖北能源	3.30	8.21	-34.41	20.61
闽东电力	-0.97	1.74	-30.92	-52.90
黔源电力	1.58	16.68	111.04	396.90

资料来源:公开信息 钟言/制表 彭春霞/制图

润只有12.41万元。最夸张的是2012年,该公司营业收入增加5.6倍,达到28.72多亿元,是桂东电力电力销售部分的两倍还多,但净利润只有385万元。

贸易行业的确存在毛利不高的问题,问题是如果资金快速循环利用,也可以实现较高收益,但钦州永盛完全没有做到。

以钦州永盛2012年报表为例,其总资产为9.07亿元,净资产为4903万元。净资产收益率为7.9%,按道理而言,这个收益水平不高但也不算特别低,但是要看钦州永盛为此承担的风险。

2012年年末桂东电力应收账款余额为5.59亿元,比期初增加135.88%,而预付款项余额为4.68亿元,比期初增加186.82%,经营活动现金流量净额同比减少38.61%。主要原因都是钦州永盛,而且其资金流出多,流入少。

似乎是为了提高营业收入,2012年,钦州永盛出售给广西贺州市桂东燃料有限公司煤炭8350万元。桂东燃料是桂东电力控股股东的下属公司,桂东电力又从桂东燃料处采购煤炭459万元。

钦州永盛3亿元的坏账计提可能只是开始,有些明显收不回来的账务,还要继续计提下去。

还有些交易显得匪夷所思。去年5月5日钦州永盛起诉华南海发电股份有限公司,2014年3月15日,金电燃料将2000余万债权转让给钦州永盛。

今年1月份海口市中院审理后认为,金电燃料这部分债权已被金电燃料质押给银行,银行去年3月份已将其冻结,因此,钦州永盛并未获得该部分债权,诉讼请求也被驳回。

桂东电力出具的相关资料显示,从2010年至2013年6月,钦州永盛与金电燃料进行煤炭购销贸易,形成关联交易,金额分别为2.37亿元、2.75亿元、2.75亿元和8797.47万元,钦州永盛公司已与金电燃料结清购销款项,2013年7月起不再与金电燃料发生贸易业务往来。但不知缘何钦州永盛到了去年还在承接金电燃料的债权。

种种迹象显示,钦州永盛并不像是真的在做贸易,这些蹊跷交易背后究竟隐藏着什么? (研究员 钟言)