

现金流视角下新三板企业的经营成长之惑

与利润表相比,现金流量表可以粉饰的空间有限,造假难度更大,不易受会计技巧的影响,因此对现金流的研究会为分析企业盈利质量提供更为可靠的依据。

本文将新三板非金融企业近三年来的现金流状况为研究对象,分析中小企业的盈利质量变动特征,从现金流角度探究在经济下行预期的压力下中小企业所面临的经营风险。

说明:考虑到新三板企业资产和收入规模差异较大,本文将挂牌企业按照2016年营业收入是否达到一亿元为标准分为大中型企业组与小微企业组,同时引入A股主板、中小板和创业板数据作为对比。新三板统计样本仅包含过去三年财务数据披露完整的非金融企业,共计7150家,其中大中型企业组和小微企业组分别有2894家和4256家。

现金流结构与A股存差异 筹资净额大幅下降

与营业收入和净利润相比,新三板企业现金流的增长更为乏力,盈利质量和走势均引人担忧。

主板、中小板、创业板企业的经营现金流在过去三年均实现了稳定增长,年涨幅大多维持在10%至30%之间。新三板大中型企业组的经营现金流表现略逊于A股,2016年的平均值较2015年有所下滑,但从中位数来看依然保持了10%以上的增长率。

相比之下,新三板小微企业近三年的经营现金流下滑严重,组内企业平均值由2014年的183万元降至2016年的38万元,降幅在50%以上,盈利质量不容乐观。

从投资现金流上看,在A股和新三板大中型企业逐年增加投资支出金额的同时,新三板小微企业在2016年的投资支出额却同比下降,用于扩大再生产的投资金额的减少使其未来改善经营现金流的难度进一步增加。

根据统计,2015年新三板市场定增实际募资金额几乎是上年的10倍,2016年比2015年略有上涨。不过,由于大量的企业是在2015、2016年在新三板挂牌,对于纳入统计的7100多家新三板企业,近两年融资情况的变迁,从筹资活动现金流入手来考察,可能更为清晰。

在企业挂牌前后,吸收投资收到的现金”项目的主要核算对象分别是企业收到的股东增资的现金和企业增发股票所募集到的资金。根据样本数据统计,2016年样本内新三板企业定向增发合计募资金额为953亿元,吸收投资收到的现金合计1062亿元,二者基本相当。反观2015年,样本企业定增募资合计587亿元,吸收投资收到的现金却高达1637亿,前者仅为后者的36%。

可见,从“吸收投资收到的现金”

新三板中小微企业业绩拐点初现

新三板企业多以高成长性著称,回望2014、2015两年,新三板挂牌企业的营业收入和净利润均保持了优于A股的高增长率。而2016年,在A股企业营业收入和净利润增长率均创三年来新高时,新三板企业的这两项指标却下滑至三年来的最低点,这一拐点在中小微企业组表现得更为显著。

2016年,新三板中小微企业组的营业收入增长率中位数为10.5%,较上年减少了近8个百分点,落后于中小板、创业板以及新三板大中型企业组,仅略高于A股主板企业。而在之前两年,新三板中小微企业的这一增长率在各板块中位列第一。

净利润方面,2016年新三板大中型企业组归母净利润涨幅为24%,这一增速仅为上年的一半。中小微企业组更是遭遇了净利润的负增长,同年归母净利润金额下降了近10%,三年来净利润增长率直线下滑,排名从前两年各板块中的第二位直接跌至垫底。

近两年新三板中小微企业的业绩下滑与企业的生产经营特点及抗

	主板		中小板		创业板		新三板(营收1亿元以上)		新三板(营收1亿元以内)	
	平均数	中位数	平均数	中位数	平均数	中位数	平均数	中位数	平均数	中位数
经营现金流净额2014	1,066.30	126.7	141.8	83.4	69.3	40.2	14.93	7.23	1.83	0.91
经营现金流净额2015	1,258.70	165.9	208.2	116.1	91.8	51.7	18.68	8.84	0.87	0.59
经营现金流净额2016	1,488.20	212.8	270.1	133.8	94.3	52.9	16.13	10.06	0.38	0.55
投资现金流净额2014	-1,063.60	-116.4	-258	-126.3	-121.5	-54.3	-22.42	-6.48	-4.13	-1.24
投资现金流净额2015	-1,138.60	-154	-348.5	-156.8	-199.1	-91.6	-27.19	-8.32	-5.95	-1.83
投资现金流净额2016	-1,305.90	-186.7	-551.5	-192.2	-309.6	-122	-30.59	-8.95	-4.99	-1.68
筹资现金流净额2014	158	-7.5	134.2	4.6	59.3	2	9.06	1	3.3	0.35
筹资现金流净额2015	269.7	-0.8	260.3	31.6	197	34.4	28.78	9.67	0.35	4.7
筹资现金流净额2016	339.5	-1.3	444.7	44.1	302.8	75.4	26.19	4.23	6.16	0.7

净利润大于100万元的企业				净利润大于1000万元的企业			
证券代码	证券简称	净利润现金回报率(%)	原因类型编码	证券代码	证券简称	净利润现金回报率(%)	原因类型编码
835055.OC	乐享方登	-70.06	1	835092.OC	钢银电商	-46.3	2
835648.OC	同益股份	-67.61	3	837205.OC	金川科技	-19.49	2
832887.OC	如润控股	-52.25	2	833286.OC	海斯比	-12.8	1
835082.OC	钢银电商	-46.3	2	834082.OC	中建信息	-9.58	2
836644.OC	科诺伟业	37.4	2	836686.OC	超能国际	8.81	2
836662.OC	印派森	-30.17	3	836969.OC	恒邦物流	-7.44	2
835390.OC	瑞宇生物	-25.42	2	833690.OC	礼多多	-7.02	1
836077.OC	吉林炭谷	-25.31	1	833026.OC	中邦园林	-6.83	1
831931.OC	云能威士	24.94	1	831400.OC	九信资产	6.63	2
870175.OC	易付金服	-24.63	2	833294.OC	亿邦股份	-6.28	1

注1: 净利润现金回报率=经营现金净流量/归属于母公司净利润*100%。
注2: 导致净利润现金回报率低的主要原因类型编码:
1: 主营业务相关现金收入低; 2: 主营业务相关现金支出高; 3: 其他经营现金支出高

项目看,这些企业2016年的筹资总量较2015年下降了超过三分之一。

此外,以上数据还表明,近两年挂牌的企业在2015年挂牌前,可能出现过较为密集的增资入股行为。这种行为一般发生在股改前后,入股者包含战略投资者、私募、高管、核心员工等。2015年新三板市场行势火爆,预期收益的提高增加了各方在挂牌前增资入股的意愿,使得企业整体吸收投资收到的现金远高于挂牌后定增的金额。2016年这种现象则大为减少。

从现金流入流出结构上看,过去三年新三板企业与A股企业呈现出显著差异(见表2,为排除IPO对现金流结构的影响,仅统计2014年以前上市的A股)。新三板企业经营产生的现金流入和流出占比均在70%左右,始终高于A股的这一比例,2016年二者相差更是超过了10个百分点。而在投资和筹资的现金流占比方面新三板企业则明显低于主板企业,尤其在投资现金流的流入和流出上,主板企业该项现金流

所占的比例的绝对数值几乎是新三板企业的两倍。

可见,相对于主板,新三板企业的现金流来源更为单一,现金流净额对企业经营状况的依赖度更大,投融资功能尚有较大的提升空间,一旦经营状况出现波动,企业也更容易陷入现金流断裂危机。同时,过低的投资现金流流出占比会放缓企业增长的速度,不利于未来现金流增长。

销售现金回报率低 企业议价能力偏弱

我们将企业通过经营活动产生的现金流净额与当年营业收入的比值记作销售现金比,该指标用于反映企业每单位销售金额所得到的净现金以评价企业获取现金的能力。

2016年,A股主板、中小板和创业板的销售现金比均为10%左右,相比之下,新三板大中型企业组的这一比值仅为4.6%,尚不足前者的一半,而新三板中小微企业组的这一比值更是低至了1.8%,盈利质量堪忧(见图2)。

结合过去三年的变动来看,新三板企业相对于主板企业的弱盈利能力一直存在且愈演愈烈。2014年新三板中小微企业组的销售现金回报率尚能达到4%,及至2015年这一数值便跌去大半,仅有1.9%。而与此同时,创业板的这一

指标始终保持稳定,主板和中小板企业每年还有1%的提升,新三板企业和A股企业在盈利质量变动上呈现出了截然相反的趋势。

进一步用销售收现比(销售商品提供劳务收到的现金/营业收入)来考察企业的现金回收速度。统计显示,2016年新三板企业的这一比值中位数为101%,A股主板和创业板分别为104%和97%,数值上并无明显差异,证明新三板企业在销售商品和提供主营业务上的现金回收速度并未落后于A股企业。

应收账款周转率同样印证了这一结论。如图3所示,新三板工业和信息技术企业过去三年的应收账款周转天数介于主板和创业板之间,2016年大中型企业组和中小微企业组的中位数分别为110天和130天。

不过,值得注意的是,虽然从应收账款周转天数的中位数上看新三板中小微企业组与其他企业组没有明显差别,但其平均值高达220天,比其他企业组高出50%左右。可见,中小微企业组内企业差别较大,应收账款期限过长或是坏账金额高的企业多在此组聚集。此外,新三板中小微企业的应收账款周转天数在过去三年的增长率较高,企业回款速度有逐渐变缓的趋势,未来销售收现比指标存在恶化的可能。

综上,造成新三板企业销售现金比

低于A股企业的原因并非企业的现金回收速度,而更可能是与购买商品、支付劳务的现金支出速度有关。

过去三年新三板企业应付账款的周转天数始终低于A股企业。2016年,新三板大中型企业组和中小微企业组的应付账款周转天数中位数为83天与78天,分别比创业板企业少了16天与21天。而对于中小微企业,2016年应付账款的周转天数更是比应收账款少了52天,这逐年扩大的差值削弱了企业现金流周转的安全边界。

应付账款相对较短的周转周期说明新三板企业在与上游企业谈判的过程中缺乏优势。毕竟大多数新三板企业的市场影响力有限,与A股相比更是缺乏行业龙头企业,整体而言在供应商处的信用评级较弱。

除了支付经营成本产生的相关现金流支出外,过去两年新三板挂牌、拟挂牌及拟转板的企业数量迅速增长,由此产生的与挂牌上市相关的费用也导致了其他现金流支出的增加,进而影响了经营活动产生的现金流净额。

经营现金流与净利润走势分化明显

从表1和上节的分析可以看出,新三板中小微企业组的经营现金流产生的现金净流量在过去两年下滑严重,与净利润增长率产生了严重背离。这种背离一方面可能是由于企业收益质量较低,企业从利润到现金流的转化较为困难所致,另一方面则可能与财务报表质量不高,企业刻意粉饰利润表的行有关。

用企业经营活动产生的现金净流量与当年归属于母公司净利润的比值,作为净利润的现金回报率指标,该项指标过低表明企业的收益质量不佳或是企业有通过会计手法粉饰利润表、甚至违规造假的嫌疑。

表3列示了2016年新三板所有净

利润超过100万元和1000万元的企业中净利润现金回报率最低的10家企业(排除分母为负数和分母绝对值过小对比值产生的影响),乐享方登、钢银电商分列两个企业组的榜首,比值分别为-70%和-46%,分列两组第十名的企业的这一比值分别为-25%和-6%,比值小于-30%的企业有乐享方登、同益股份,如涵控股、钢银电商、科诺伟业、印派森7家。

结合企业的经营现金流量明细和销售收现比指标,我们将造成表3中的企业净利润现金回报率过低的主要原因归为主营业务现金收入过低(类型1)、主营业务现金支出过高(类型2)、其他经营现金过高(类型3)三类。其中,归因于类型3的企业有同益股份、乐派森两家,而其余企业的指标异常均由与主营业务相关的现金流所影响,归因于主营业务现金收入过低或现金支出过高的企业分别有7家和10家。

主营业务现金流对净利润现金回报率的高影响力,表明上榜企业该项指标的异常情形可能并非偶发,而是与企业收入与支出的方式有关。可以预见,对于此类企业,未来净利润现金回报率指标的改善是项长期行为。

结论

通过本文对新三板企业和A股企业近三年来的盈利及现金流状况的走势对比,不难发现新三板中小微企业存在经营和融资现金流下滑严重、企业应收账款周转周期加速延长、销售现金流比率过低、企业对上游供应商的议价能力较弱、经营现金流与净利润分化加大等隐患。

可以看出,经济形势的下滑的确对中小微企业的盈利质量产生了较大影响。企业经营现金流的恶化无疑会降低其偿债能力,增加其财务风险,尤其对于高负债的企业,其经营现金流持续低迷更值得投资者警惕(部分资产负债率高且连续多年经营性现金流均为负值的高偿债风险企业见表4)。

	现金总流入中各项占比			现金总流出中各项占比		
	新三板(营收1亿元以上)	新三板(营收1亿元以内)	A股(2014年以前上市)	新三板(营收1亿元以上)	新三板(营收1亿元以内)	A股(2014年以前上市)
经营现金流占比2014	73.56	73.97	64.13	70.91	73.39	59.38
经营现金流占比2015	68.33	65.15	59.86	68.58	69.91	55.95
经营现金流占比2016	72.03	70.37	59.28	70.42	70.65	54.95
投资现金流占比2014	4.6	5.22	10.1	10.33	12.03	17.07
投资现金流占比2015	6.03	7.4	11.85	12.19	15.13	19.19
投资现金流占比2016	7.09	8.85	13.31	12.56	15.24	21.07
筹资现金流占比2014	21.84	20.82	25.59	18.75	14.58	23.55
筹资现金流占比2015	25.64	27.45	28.29	19.23	14.96	24.86
筹资现金流占比2016	20.88	20.78	27.41	17.02	14.1	23.98

证券代码	证券简称	所属行业	证券代码	证券简称	所属行业
834082.OC	中建信息	信息技术	834998.OC	华富电商	信息技术
830796.OC	云南路桥	工业	836998.OC	速普电商	可选消费
832444.OC	蓝海骆驼	可选消费	831368.OC	阳光电源	工业
832090.OC	时代装饰	工业	837669.OC	利坤股份	材料
430107.OC	土星教育	信息技术	833214.OC	汇乐环保	工业
836638.OC	菱尚鲜花	信息技术	834304.OC	果集妹	信息技术
836765.OC	欧鹏巴赫	工业	837452.OC	商巨股份	信息技术
834802.OC	宝贝格子	可选消费	832930.OC	徕益科技	信息技术
837489.OC	印克电商	可选消费	836583.OC	海润影业	可选消费
833411.OC	宏景股份	材料	430202.OC	星河科技	工业
832333.OC	瀚商大百	可选消费	831646.OC	汉能碳	工业
837245.OC	卓思智能	工业	836570.OC	广通网络	可选消费



本版撰稿:中国上市公司研究院助理研究员 范璐媛 本版制图:范璐媛 本版制图:彭春霞