

IPO 观察



资产负债率高企 柯利达 IPO 或存隐忧

■ 本报记者 王莹

从 2013 年 6 月宝鹰股份借壳上市到今年年初东易日盛进入资本市场,建筑装饰企业持续上演登陆资本市场大戏。4 月 23 日,证监会公布的第四批 IPO 预披露名单中,就有 3 家建筑装饰企业,而苏州柯利达装饰股份有限公司(以下简称柯利达)便是其中之一。

《中国企业报》记者发现,近三年柯利达业绩增长喜人,营业收入及净利润均增长迅速。然而,有业内人士指出,柯利达这种增长却建立在应收账款持续高企、资产负债率长期高企的基础上,亮丽业绩背后底气不足,公司持续增长能力或受压制。亦有专家表示,由于上述因素的制约,柯利达 IPO 前景尚不明朗。

应收账款持续高企

近年来,应收账款高企的问题始终缠绕着柯利达。

据柯利达招股书显示,2011 年末至 2013 年末,公司应收账款净额分别为 5.11 亿元、6.43 亿元、9.24 亿元,占当期营业收入的比例分别为 52.54%、56.65%和 54.13%。有专家向记者表示,“数据上来看,应收账款的占比处于高位。”

另据公开资料显示,最近三年柯利达应收账款周转率分别为 1.82、1.79 和 1.98。而 2011 年、2012 年同行业上市公司金螳螂的应收账款周转率分别为 2.81、2.17,明显高于柯利达。

而更加值得注意的是,与同行业上市公司相比,柯利达的应收账款账龄整体偏长。如,2013 年末其一年以内的应收账款占比为 65.03%,1-2 年内的应收账款占比达到 24.84%。

而柯利达对此解释称,这与公司所处行业特点及结算模式有关。

“建筑装饰工程施工作业量大,施工周期相对较长,人工、物料等投入较大,生产性厂房及设备等固定资产投入相对较小,因此公司资产主要是与生产经营相关的流动资产。同时,由于工程款结算周期较长,造成了应收账款金额较高。”柯利达内部人士在接受《中国企业报》记者采访时表示。

而根据柯利达招股说明书显示,



王利博制图

柯利达承接政府投资项目较多,因付款决策程序较长,也造成应收账款余额较高、回款周期较长。

“高企的应收账款会对公司的财务状况和盈利水平带来负面影响,进而影响公司整体的资金营运效率,给企业生产经营和业务发展带来隐患。”知名经济学家宋清辉在接受《中国企业报》记者采访时指出。

此外,也有业内人士指出,宏观经济环境对家装行业影响颇大,行业景气度如果下滑,将直接放大应收账款的风险。

柯利达也在招股说明书中表示,若宏观经营环境发生较大变化,或客户财务状况发生恶化,公司应收账款的回收风险将加大,公司业绩和生产经营状况将受到较大影响。

资产负债率高于同行业 企业经营压力加剧

虽然装饰行业企业资产负债率水平普遍较高,但相比同行业上市公司,柯利达的资产负债率似乎高出不少。

《中国企业报》记者查阅招股说明书发现,最近三年年末柯利达资产负债率分别为 73.52%、71.76%、70.41%。而 2011 年末,同行业上市公司金螳螂的资产负债率仅为 54.12%,2011 年末和 2012 年末装饰行业该项数据的均值分别为 44.76%和 55.20%。

“目前,建筑装饰行业需要垫资的工程项目增多,结算周期较长,造成占用的周转资金较多,由于公司融资渠道单一,生产经营资金不足部分只能依靠银行贷款,或上下游企业的商业信用,导致公司资产负债率较高。”中资东方投资基金公司研究员张艳军接受《中国企业报》记者采访时表示。

张艳军指出,负债率高企业经营压力会很大。企业如果想扩大规模需要通过股本融资,不然没有资金开展业务,因为材料和人工大部分需要预付,一旦回款慢或根本回不上来款,企业有可能破产。

对此,柯利达解释称,公司负债主要是经营性负债,资产负债率较高不会对公司持续经营产生重大不利影响。截至招股说明书签署日,公司银行综合授信额度为 8.19 亿元,在公司需要资金时,还可以进一步通过借款获得所需资金。

不过,《中国企业报》记者查阅招股说明书发现,截至 2013 年年末,柯利达短期借款金额为 1.33 亿元,而 2011 年到 2013 年三个会计年度公司财务费用分别为 651.40 万元、853.72 万元、788.16 万元。

“这显示出柯利达的资金成本压力在上升。”张艳军表示。

事实上,而柯利达也在试图通过募投项目来降低资产负债率。

招股书显示,公司募投项目中拟

用 8500 万元补充其他与主营业务相关的营运资金项目,以改善公司资本结构,降低资产负债率和偿债风险。

然而,业内人士表示,较高的资产负债率仍是制约公司进一步扩大经营规模的因素之一,公司亟须扩大融资渠道,通过股权融资方式满足未来快速发展的需要。

IPO 前景尚不明朗

7 月 15 日,证监会新一期 IPO 考核放榜,9 家建筑装饰企业悉数被列入“中止审查”名单,且原因均为“申请文件不齐备等导致审核程序无法继续”。

据媒体报道,此次“中止审查”的企业,招股说明书披露的信息显示,多家 IPO 装饰企业的资产负债率均高于行业平均水平。

谈及 9 家建筑装饰企业被中止审查的原因,宋清辉认为,一方面和多家建筑装饰拟上市企业的资产负债率高于行业平均水平有关,从另一方面来讲,主因还是拟上市公司未达到监管标准所导致。

而在张艳军看来,目前建筑装饰行业的上市企业的估值水平普遍偏低,证监会对某个行业是否适合上市有一套标准。而资产负债率高于行业平均水平是在监管层考虑范围之内的。

“这样看来,柯利达的上市前景并不明朗。”张艳军表示。

对话



完善制度控制风险 实现债券市场互联互通

专访知名财经评论员柯荆民

■ 本报记者 王莹

作为配合国务院新“国九条”举措落地的重要一步,证监会和银监会于 6 月下旬制定了允许商业银行参与证券交易所债券回购的“52 号文”,尽管文件目前尚未正式下发,但这一消息仍然打破了现有的平静。

中国的债券市场自 1997 年商业银行退出后已被分割为交易所市场和银行间债券市两个市场,而从彼时到现在,银行缺席交易所债市债券回购已有 17 年。

此外,据知情人士透露,银监会已批准商业银行进行交易所债券回购,但央行事先不知情,“52 号文”的下发央行的态度极为关键。

那么,目前的银行间债市运行如何?存在哪些问题?央行顾虑何在?对此,《中国企业报》记者专访了知名财经评论员柯荆民。

银行间债券市场已无发展空间

《中国企业报》:银行间债市是一个怎样的市场?存在哪些问题?

柯荆民:上世纪末,在全民炒股的背景下,大量银行资金通过证券回购的形式进入股票市场。1997 年,时任国务院总理的朱镕基作出决定,要求银行退出交易所市场,另行组建银行间债券市场。当时的中国证券交易系统有限公司(简称 NET 系统)从事的法人股交易已经难以为继,就在此基础上,改建为中央国债登记结算有限责任公司,作为银行间债券市场的基础设施,银行间债券市场就此诞生。中国的债券市场,也就此分割为交易所市场和银行间债券市两个市场。银行间交易市场经过多年的发展,已经成为中国债券市场的主体。

但是,在我看来,银行间债券市场,就其实质而言,是一个货币市场,不能担当资本市场的重任。从交易的品种而言,银行间市场是从短融取得突破的,即一年下的金融工具。而中期票据都在一年之上,本身是交易所市场公司债券的替代品。某种意义上,是货币市场从债券品种方面对资本市场的侵犯。

银行间债券市场的主体,主要是银行,银行买完债券后,缺乏交易的积极性,造成银行间市场的交易活跃度非常低,因此银行间债券市场,就其实质而言,只是另外一个贷款市场。

目前,证监会的功能主要是从事监管,打击操纵市场、内幕交易和利益输送等不法行为,而央行由于本身跟银行之间的“旋转门”关系,执法就没有这么强硬,这也是造成现在银行间市场打击债券违法行为不力的主要原因。

另外,银行间市场不适用《证券法》,规则需要重新制订,由于真正的债券短融和中票推出的时间较短,导致制订的规则比较粗糙。可以说,由于执法和立法的原因,银行间债券市场再进一步发展,已经没有什么空间。

《中国企业报》:您认为,让商业银行重回交易所债券回购,央行会存在哪些考量?

柯荆民:让银行回到交易所进行债券回购,要考虑相关的风险。最大的问题,是银行间市场和交易所市场在登记结算方面实行不同的制度。

在交易所市场,由于中证登是所有交易的中央对手方,即所谓的 CCP,所有的交易结算风险,都由中证登承担。因此,中证登采用标准券制度,标准券就是债券的担保价值,标准券的值,就是债券的质押率。而银行间市场,实行的 DVP 结算,中债登只是一个第三方结算实体,不充当任何交易的中央对手方。

就杠杆而言,由于银行间债市实行 DVP 结算方式,杠杆最多为一倍,而交易所市场的标准券,可放出几倍的杠杆。对监管层而言,增加了对系统性风险的担心。央行认为,如果中债登同时成为交易所债市的登记托管后台,那么现有交易所债市的标准券回购风险,有可能转移到银行间债券市场。

完善相关制度控制风险

《中国企业报》:如何进行风险控制从而更好地实现债券市场互联互通?

柯荆民:具体杠杆倍数增加以及带来的相应风险是可以完善相应的制度来进行控制。首先是改进标准券折算率的计算方法,加强对市场风险的控制。比如,由于最近佳木斯案等案件显现出城投债项下的假担保风险,中证登最近修改规则,将评级在仅有担保,但评级在 AA- 下的城投债剔除出质押库,使其不能进行回购,这就大大降低了债券回购的风险。

其次是实际转移债券的占有。之前,在交易所,标准券进行回购交易,没有债券进行转移占有,这样,投资人就可以像青岛港事件一样,将债券重复质押或回购,多次融资。中证登有关债券回购的制度安排已经明确,今后金融机构进行回购交易,应按标准折算率的等值现券提交登记结算机构,进入质押库锁定。这样,一旦融资方违约,登记结算机构有权依法处置质押券,将其拍卖或抵债。银行进入交易所进行回购交易后,这方面的措施肯定会更加加强。

另外,加强债券的透明性。投资人应该随时能通过交易所的债券查询系统,查询自己债券的状态,是被质押、被法院扣押,还是完全可以交易;债券的质押权人,包括债券的逆回购方,也可以查询用于担保的债券的状态。



铁路股集体飙升 未来走势难判

■ 本报记者 陈青松

随着中巴签署包括铁路合作在内的多项协议以及铁路 64 个投资项目下月底将全面批复等消息的刺激,基建铁路股表现抢眼。中国南车(601766)、中国北车(601299)、中国铁建(601186)、中国中铁(601390)、中国交通建设(01800)、广深铁路(601333)等近期都出现大幅度上涨。

有哪些具体因素支撑铁路股上涨?未来上涨空间如何?日前,英大证券研究所所长李大霄、南京证券分析师季永峰以及中投顾问高级研究员申正远等业内专家接受了《中国企业报》记者的采访。

《中国企业报》:近日铁路股上涨主要由哪些具体因素支撑?

李大霄:铁路股票上涨与目前我国经济大背景有密切关系。一是中国铁路尤其是高铁面向全球出口,中国铁路的技术、生产能力和定价方面在全球都有很强的竞争力。二是我国正处于铁路取得举世瞩目的成就,铁路建设正进入大发展阶段。

此外,近日国家发改委会同财政

部、交通运输部出台了《铁路发展基金管理办法》,提出规范铁路发展基金管理。预计铁路发展基金的规模起点将在 1000 亿元以上,铁路建设发展明显加速。

季永峰:近期铁路股票上涨与市场预期有密切的关系。具体来说,这种预期是建立在国家微刺激、稳增长的基础之上的。在当前经济下行的压力之下,“微刺激”成为缓解经济增速下行压力的重要途径。今年 4 月初,国家公布的三项经济推进措施将稳增长措施进一步细化,铁路和保障房等民生项目成为未来重点建设投资的领域。

消息层面,有关铁路建设的利好消息不断。我国政府重申铁路将是 2014 年至 2015 年国内生产总值增长的主要动力。据中国铁路总公司发布的消息称,近期将有 14 条铁路集中开工,总里程达 3712 公里,投资规模 3273 亿元。今年计划投资的 64 个铁路项目将在 8 月底前批复完毕,新一波铁路开工潮又将到来。近日,国家主席习近平访巴西也会促进双方铁路合作。

申正远:近日铁路股票上涨的原因主要是,一方面,习近平访问巴西将签订中巴铁路合作的谅解备忘录,巴西的铁路建设有较大需求,工程预算达 200 亿左右,若中国铁路公司到巴西投资将有良好前景;另一方面,随着国内大量铁路项目的批复,铁路开工潮即将到来,铁路公司业绩将出现较大提高。

《中国企业报》:铁路股有哪些特点?其涨跌主要受哪些因素影响?

申正远:资本市场铁路股票的特点主要是,其一,铁路股票价格相对较低;其二,周期性较强;其三,波动幅度较大。

铁路股票涨跌主要受到的影响因素包括,国家政策,例如补贴、国企改革;市场需求,如大规模项目批复、国外投资市场前景较好等。

《中国企业报》:铁路股未来趋势如何?

李大霄:整体来看,未来铁路股票上涨的空间较大。

季永峰:短期内会出现反弹,但从长期来看,铁路股票不会出现一直走强。主要原因是国家的“微刺激”政

策是在经济下行压力下提出的,并非完全针对铁路等基建项目。目前看来消息对铁路等基建板块是利好,但未来很难判定。

《中国企业报》:目前铁路股估值如何?投资者如何看待铁路股票?

李大霄:目前铁路股票估值在合理区间。铁路股票是蓝筹股的重要组成部分。铁路股票的投资具有周期性,目前从基本面和大盘来看都不错,我认为铁路股票尤其是铁路龙头股的投资价值较大。

季永峰:个人觉得目前铁路股票的估值偏高。对于铁路股票,投资者重点还是要关注其阶段性的投资机会。主要是关注国家近期的宏观经济数据,对未来作出合理的预判,二是关注市场动向,判断其中蕴含的机会。

申正远:目前铁路股票估值较低,一般股价在 5 块以下。投资者不应铁路股票过于乐观,目前虽然多数铁路上市公司发展较好,业绩增速可观,但是需要警惕坏账出现。铁路公司的负债率一般较高,而且投资回报期较长,公司或面临资金链紧张问题。