

“三高”凸显经营压力 石大胜华 IPO 解困

■ 韩宋辉 报道

近日,山东石大胜华化工集团股份有限公司(以下称“石大胜华”)公布了预披露招股说明书。石大胜华拟在上交所上市,发行股数不超过 5.068 万股。

记者注意到,石大胜华并不是 IPO“圈子”里的新面孔,早在 2010 年,公司便已接受国信证券股份有限公司的辅导,在 2012 年将申请材料提交至证监会,接着就进行了漫长的等待。(当年底 IPO 便进入了持续一年多的暂停期)。

预披露的信息显示,石大胜华的相关财务状况并不显眼,近年来,高存货、高负债高费用凸显着公司的经营压力,由此导致的流动资金紧张让公司 IPO 募资解困。

资料显示,石大胜华的核心业务为碳酸二甲酯系列产品生产, 主要产品包括 MTBE、混合芳烃、液化气,兼生产燃料油、环氧丙烷等化工产品。

存货占比超六成

招股书显示,2013 年末,石大胜华存货达 506 亿元, 占流动资产比例达到了 61.35%。

这一比例远高于同行业公司。2013 年年报显示,滨化股份存货占流动资产比例为 14.44%;齐翔腾达存货占流动资产比例为 29.5%, 这还是公司新项目陆续投产存

货增加后的比值,在 2012 年末,公司存货占流动资产比值约为 16%。

滨化股份和齐翔腾达都是石大胜华招股书中提到的同行业上市公司。实际上,近三年来石大胜华的存货占流动资产比一直远远超过上述同行业公司。2011-2012 年,石大胜华这一占比分别为 45.71%、54.93%,而上述两同行业公司这一占比不超过 16%。

可见,石大胜华存货占流动资产比例偏高,并持续超出行业水平。

与此同时,原材料和库存商品价格也在不断下滑。招股书显示,石大胜华的存货主要为原材料和库存商品,2013 年末两者占存货比分别达到了 53.44%、45.96%。

公司最主要的原材料是原料油、高压液化气、甲醇等。2011-2013 年,这三种原材料的价格总体均呈下降态势。

库存商品方面也面临着同样的窘境。混合芳烃、MTBE 以及碳酸二甲酯是石大胜华主要的库存商品,然而,招股书显示,近几年上述产品的价格也在一直下降,毛利率也逐渐降低。

在原材料和库存商品价格呈下降态势之际,石大胜华持续走高的存货背后有着资产贬值的隐忧。

此外,石大胜华在存货占比远超同行的同时,其存货周转率却低于同行。招股书显示, 公司 2011-2013 年存货周转率分别为 6.75、8.39、9.02,而滨化股份的存货周转率却分别达到了 23.26、18.69、15.45。

负债高于同行募资解困

如果说存货高是石大胜华的“一高”,其二高便是“负债高”。

招股书显示,截至 2013 年末,公司负债达到了 12.44 亿元, 资产负债率为 56.2%,远远高于行业公司资产负债率。年报显示,滨化股份、齐翔腾达 2013 年的资产负债率分别为 33.53%、38.44%。

实际上石大胜华 2013 年末的资产负债率水平是公司近三年最低的。公司 2011 年末的资产负债率达到了 59.23%;而奇怪的是,在“主要财务指标”及“资产负债率较高的险”提示中公司(母公司)2012 年资产负债率为 61.28%,而在“偿债能力分析”及“与同比上市公司主要财务指标对比情况分析”中,2012 年本公司(母公司)资产负债率显示为 58.42%。

在招股书中出现两处同样的财务批漏, 记者就此致多次电石大胜华欲求证,均无人接听。

无论公司 2012 年的资产负债率为哪一个数值,通过上表对比可见,石大胜华的资产负债率近三年来均远远高于同行。

值得注意的是,高负债给公司带来了高额的财务费用。

合并利润表显示,公司近三年来财务费用逐渐上涨,2013 年为 0.82 亿元,较 2011 年增加了 0.41 亿元, 增幅超过了 100%。

此外,公司的销售费用和管理费用也

逐年上涨, 在 2013 年分别达到了 0.58 亿元、0.52 亿元, 分别较 2011 年增加了 0.23 亿元、0.11 亿元。

期间费用为公司的“三高”

随着期间费用的走高,石大胜华的净利润已经开始下滑。公司 2013 年实现营业收入 50 亿元,而净利润仅为 1.04 亿元,较上年下降 0.22 亿元,而同期的期间费用增加了 0.23 亿元。

一方面大量存货占用资金,另一方面较高的期间费用吞噬净利润,石大胜华的流动资金日益紧张。

招股书显示,2011-2013 年末公司货币资金逐渐下降, 分别为 2.07 亿元、1.55 亿元、0.97 亿元。

公司表示,为保证装置平稳生产所需的安全库存,新上装置增加的预付原材料款项,生产能力扩大带来的库存商品上升等诸多因素导致了公司货币资金仍持续减少。

记者还注意到,公司近三年的流动比率和速动比率均低于同行业公司。

为了缓解公司的资金压力,石大胜华拟将 2 亿元募集资金用于补充流动资金,占本次 IPO 募集资金总额的 28.6%。

公司表示,为了保证公司产业链的科学可持续性发展,需要一定的运营资金周转。此外,公司新建项目的银行贷款偿还亦为公司流动资金带来部分压力。

央行:取款机取出假币 全额赔付

■ 李德尚玉 报道

2014 年 6 月 15 日,北京某媒体刊登了疑似 ATM 机取出了同号假币一文,引起社会广泛关注。

“经进行调查后发现,文章作者并未对相关情况进行现场核实,仅通过电话及拨打商业银行客服热线后得出相关结论,易对公众造成误导作用。”人行营业管理部货币金银处副处长刘治国向表示。

“人行营业管理部自 2013 年起组织北京市 60 余家中外资商业银行开展了冠字号码可查询工作以解决假币纠纷, 保护金融消费者合法权益。按照人民银行要求,2013 年底,全市自助取款机已全部实现冠字号码可查询,今年年底前,全市存取款一体机将全部实现冠字号码可查询。”刘治国称。

“文中所提‘一家银行’为工商银行北京分行,我营业管理部调查组于 6 月 17 日到该行进行了现场调查。”刘治国表示。文中提到的另一客户徐先生,经核实姓名许某。经调查组查阅工商银行北京分行望京支行《人民币冠字号码查询登记簿》,未发现该客户查询的相关记录,调阅银行 6 月 2 日—6 月 7 日期间监控录像,也未见该时间段该客户到网点反映取出假币的情况。

据人行营业管理部介绍,冠字号码相当于人民币的“身份证”,每张人民币的冠字号码具有唯一性。取款机记录冠字号码是指银行在清分加钞环节,使用具有冠字号码记录功能的人民币纸币清分机集中清分备钞并记录钞票冠字号码。已记录冠字号码的钞票由清分人员在监控下装箱,并加装一次性锁扣。在加钞环节,加钞人员双人在监控下更换钞箱,中间不接触现金。每日营业终了,银行将记录的冠字码上传至冠字号码查询系统,并于次日对前一工作日记录的冠字码信息完整性进行核对。因此,通过查询银行记录的冠字号码信息能够帮助客户在假币纠纷中提供有力证据。

怀疑从银行自助机具取出假币时应该怎么做?

首先,应当在办理取款业务之日起 20 个工作日内,携带有效证件、可疑币实物或《假币收缴凭证》,办理取款业务的证明资料(银行卡、存折、取款凭证等),到当事银行网点填写提交《人民币冠字号码查询申请表》申请查询。

人行营业管理部表示,银行经鉴定可疑币为假币并受理查询业务后,将对查询的假币实物予以封存,并将在 3 个工作日内通过系统进行冠字号码查询,将结果填制《人民币冠字号码查询结果通知书》交客户。根据查询结果判定为银行付出假币,有假币实物的,银行按照《中国人民银行假币收缴、鉴定管理办法》的规定进行收缴,并对客户进行全额赔付。假币已被收缴的,银行将收回《假币收缴凭证》并对客户进行全额赔付。判定不是银行付出假币的,银行将根据《中国人民银行假币收缴、鉴定管理办法》的规定对假币实物进行收缴。

查询业务结束后,客户如果仍然对查询结果有异议,还可以在 3 个工作日内向查询受理银行的上级行或人民银行分支机构申请再查询。北京地区客户可向我营业管理部提出申请,营业管理部将在受理后 15 个工作日内对当事银行开展调查与处理,并将调查结果告知客户。

万洲国际或赴港重启 IPO



■ 夏芳 报道

曾经以“市场状况不好”为由宣布暂停上市的万洲国际, 近日坊间又有该公司重启 IPO 的消息传出。

据媒体报道,从 6 月 24 日开始,不少基金经理陆续收到摩根士丹利以非正式渠道发出的万洲国际 IPO 询价, 新的招股价底线将低至 12 倍 PE,按原招股价折算约每股 6.4 港元。

另据报道,万洲国际管理层在 4 月底中止上市后就一刻不停地在接触各种机构投资者。

而作为保荐人之一, 摩根士丹利近期以 12 倍 PE 的超低定价接触潜在的基石投资者,意在测试市场的“水温”。

在香颂资本董事沈萌看来, 万洲国际面临巨额的还债压力, 而到资本市场融资是最好的途径。

而据 4 月份的招股书显示,截止到去年 12 月底, 万洲国际完成收购史密斯菲尔德后的债务与股东权益比高达 236.8%,远远高于一年前的 7.6%,债务总规模达 7.4 亿美元。

沈萌表示,12 倍 PE,也是 4 月份万洲国际询价时投行和投资者对它的市场反馈的一个反映, 此次摩根士丹利拿当时的定价水平找基石投资者加入到万洲国际 IPO 中,这也代表了一个心态,那就是万洲国际为了能成功上市,已经做了巨大的妥协让步。

而对于万洲国际三季度路演一事,在沈萌看来,这个时点对万洲国际上市将是有利的。

万洲国际 IPO 折价率达 43%

值得一提的是,万洲国际 IPO 可谓一波三折,4 月 10 日, 公司开启赴港 IPO 路演之时, 万洲国际发行股份 36.55 亿股,集资规模缩约 292 亿至 411 亿港元,上市时间为 4 月 30 日。后来又降低发行规模, 决定以减少三分之二的规模完成上市, 募集资金缩减为 13.4 亿美元至 18.8 亿美元 (约合 103.8 亿至 145.7 亿港元),保持原定的发行价每股 8 港元至 11.25 港元不变, 相当于预测市盈率 15-20.8 倍。

但是, 万洲国际最终以中止发行而收场,而导致失利的原因,与其坚守的高发行价或有直接关系。

事实上,从过去高发行价到现在折价 40%多的 PE 值, 万洲国际为了 IPO 做出了巨大的让步, 而降低姿态后, 是否能赢得市场和基石投资者的青睐,目前仍是未知数, 不过, 在多数人看来,这对万洲国际上市有利。

三季度路演时间点适宜

有业内人士对于万洲国际的 IPO 之旅概括为,“从趾高气扬到学会夹着尾巴做人”。

而据 4 月份的招股书显示,截止到去年 12 月底, 万洲国际完成收购史密斯菲尔德后的债务与股东权益比高达 236.8%,远远高于一年前的 7.6%,债务总规模达 7.4 亿美元。

“降低发行价来寻找基石投资者,说明万洲国际手里的牌很少, 其妥协的意愿比较大, 说明公司面临的巨大的还债压力。”沈萌如此表示,虽然大大降低了身段, 但对万洲国际来说并非坏事。相比 4 月份的角逐 IPO,此次非常规询价基数及选择路演的时间点,对此次 IPO 均有利。

业内人士称, 在 4 月份 IPO 时,万洲国际在天时、地利、人和三方面,任何一点都不占。

彼时,美国猪病事件、国内猪肉价格出现史上最低价、香港资本市场低迷又逢阿里巴巴上市融资的消息,这些因素的存在,对万洲国际 IPO 都成了绊脚石。

而万洲国际的承销商们(主要由摩根士丹利和 PE 股东鼎辉一手包办)都信心自满, 在没有选择基石投资者的情况下 IPO,最终以惨败收场。

在沈萌看来,万洲国际在收购史密斯菲尔德不到一年的时间内就启动 IPO,有点操之过急。而高发行价与其背后的 PE 机构着急退出也有关系。

资料显示,早在 2006 年,由鼎辉和高盛组成的罗特克斯以 20 亿元入股双汇集团(之后更名为双汇国际,即现在的万洲国际)。

蛰伏在万洲国际 8 年的鼎辉,肯定想以高发行价退出获得较高的收益, 而万洲国际现在在以 12 倍 PE 询价,这里面必定会出现三方(承销商、PE 股东、万洲国际管理层)的博弈。

在沈萌看来,摩根士丹利为了维持自己的利益、而万洲国际管理层也面临还债压力,所以会劝说 PE 股东做出让步。毕竟如果万洲国际不能 IPO 的话,会影响其未来的发展,也会影响股东的利益。

“虽然降低身段颜值上不好看,但是也给市场一个认识, 说明万洲国际已经冷静下来,以一种成熟、且抱着长远发展的态度来看待 IPO, 这样会赢得市场投资者的认可。而降低发行价来寻找基石投资来背书, 这是万洲国际在对市场和投资者让步, 让它们进来, 保证其 IPO 的顺利进行。”沈萌表示,如果无法上市融资, 到时候贷款到期违约, 不利于万洲国际在国际市场的发展,信用降低对其上市、融资、收购都不利。而计划三季度路演, 对其来说,也是一个理想的发行窗口期。

沈萌表示,4 月份市场给万洲国际上市泼了冷水后,其认清了形势,此次由承销商出面, 以非正式询价的方式来寻找基石投资者, 这也是企业的一种策略。而三季度路演,如果年内上市的话,可以缓解万洲国际的偿债压力。

“三季度路演,年内上市,国内和美国市场猪肉价格的变化, 以及香港资本市场环境的变化和收购史密斯菲尔德带来的业绩支撑, 都对万洲国际上市有利。”沈萌如此表示。

上市前净利激增 20 倍 迅雷开盘飙升两成

■ 周松清 报道

6 月 24 日,记者从迅雷公司获得确切消息,迅雷在北京时间 24 日晚间 9 点 -9 点 30 左右, 美国东部时间 24 日于纳斯达克交易所挂牌上市。股票代码为 XNET。

迅雷在 24 日也公布了其 IPO 最后定价,该公司将以每股 12 美元, 发行 731.5 万股美国存托股(ADS),承销商被授予 30 天 10.9725 万股 ADS 的超额配售权, 因此迅雷最高发行量为 841.225 万股 ADS。以发行价 12 美元计算,迅雷最高将融资 1.009 亿美元。摩根大通、花旗集团和奥本海默担任迅雷 IPO 的联席主承销商。

这是迅雷自从 2011 年第一次上市折戟以来,第二次冲击美股 IPO。与 2011 年的折戟相比,此次迅雷却显得更加谨慎。迅雷公司负责人告诉记者:“首先,目前都处在缄默期,很多事情还不能讲,在过了缄默期将会召开专门的媒体见面会。”

而一位上海 TMT 分析师表示:“此次迅雷在扭转亏损盈利的情况下,同时低估值冲击 IPO,挂牌成功已经是志在必得。”

迅雷北京时间 6 月 24 日晚间 9 点半在纳斯达克正式挂牌上市。其开盘价报 14.21 美元,较发行价上涨 18%,市值约为 9.86 亿美元。此后股价震荡上行,曾一度摸高 15.2 美元,截至记者发稿时,迅雷股价为 14.88 美元 /ADS。

以发行价 12 美元计算,迅雷估值在 8.4 亿美元。这相对于 2011 年迅雷第一次冲击 IPO 时的估值仍然低估至少一半。在 2011 年 2 月,迅雷在路演获得了 15 亿美元至 20 亿美元的估值。但是,随后发生的一系列资本市场负面事件让迅雷始料未及。

迅雷 CEO 邹胜龙在回忆第一次 IPO 时表示:“当时,东南融通爆发财务丑闻、支付宝 VIE 事件引发诚信危机等事件导致资本市场开始进入冬天。当时我们在香港憋了大概有 3 周,就想看看这个市场能不能做, 考虑到准备了这么长时间,得硬着头皮上。其实之前我们已经调整了心态,估值从 15 亿 -20 亿调到 10-15 亿,我们能接受的是 12 亿。但还是不行,不得不又调整,最后被锁定在 7 亿。这是对之前心理底线的‘腰斩’,我们根本无法接受,就取消了 IPO。”

上述迅雷负责人向记者解释:“此次的低估值是一种上市策略,随着这两年迅雷战略的调整和发展, 我们的估值肯定已经不止之前的价格。我们相信,上市之后会有与正当估值相当的股价体现。”

迅雷 IPO 文件显示, 其 2011 财年净营收为 8190 万美元,毛利润 3380 万美元,运营亏损 310 万美元, 归属于迅雷的净亏损 1 万美元;2012 财年净营收为 1.41 亿美元, 毛利润 5650 万美元,运营利润 210 万美元, 净利润 50.3 万美元;2013 财年净营收为 1.75 亿美元, 毛利润 8130 万美元,运营利润 380 万美元,净利润 1070 万美元。

相对于 2011 年仍然是亏损的状态,目前迅雷不但扭亏为盈,并且盈利实现快速增长。

虽然增长迅速,迅雷的隐忧却仍然存在。在此之前,另一项直接影响到迅雷 IPO 的正是美国电影协会(MPAA)在 2011 年对迅雷所提出的版权侵权质疑。与此同时,在迅雷 IPO 文件中也显示, 其 2011 年牵涉版权诉讼的案件达到 176 件。

对于侵权的问题,迅雷也正在做出改变。

2014 年 5 月,迅雷与美国电影协会签订了内容保护协议。这被视作在上市前夕,迅雷所做出的积极行动,同时,在 4 月 28 日以来,迅雷也积极响应广电总局净网 2014 行动,表示坚决抵制任何淫秽黄色以及涉及版权问题的内容。

在积极处理版权问题的同时,迅雷的主要收入模式也在蜕变。

迅雷最新 IPO 文件显示,云点播服务已经成为迅雷最主要的收入来源。2013 年该项收入为 8673 万美元,2013 年以及 2014 年一季度其占收入的比例分别为 48.1%、60.3%。2014 年一季度该项收入达到 2485 万美元,同比增长达到 32%。

曾经占据最主要收入的在线广告则退居第二位。2013 年广告收入 4800 万美元,在线广告收入 2013 年以及 2014 年一季度, 分别占到收入的 26.7%和 18.3%。

不过,上述 TMT 分析师仍然保持担忧:“迅雷相对于 2011 年数据有了明显改观是不错,但是我们同时看到在 2013 年前三季度其付费会员为 440 万,连续三个季度不曾增加。而在 2014 年第一季度付费会员也只达到了 520 万,增长缓慢。其次,APRU 值(每用户平均收入)也在降低。而盗版等资源的阉割是否会导致用户的大批量流失也仍然值得观察。”

在 2013 年第三季度,迅雷 APRU 值达到最高 31.9 元,之后连续两个季度下降,2013 年第四季度为 30.8 元,2014 年第一季度为 29.7 元。

