

【编者按】

财务报表分析的最高境界，应该是站在企业组织整体和环境的角度，透过报表来对企业的管理质量进行分析。本刊读者也有增加高质量的财务报表分析稿件的呼声。为满足广大读者的需求，从本期开始，本刊将陆续刊登几位在财务分析方面有重要建树的学者的文章，这些文章从不同角度对企业财务状况的某些侧面展开分析，希望这些分析能够为读者正确认识企业提供借鉴。

从海信拟注资科龙 看“非现金扩张”的财务后果

■ 钱爱民

上市公司在不断发展壮大的过程中必须考虑以何种资源或金融工具实现扩张。现实中，由于非现金资源扩张方式（下称非现金扩张）具有非常显著的财务后果，因而越来越受到上市公司的青睐。非现金扩张既包括企业利用已有的除现金资源以外的有形资产（如存货、固定资产、无形资产等）对外扩张，也包括利用股东的非现金入资（如股权入资）进行扩张。对于利用非现金资产对外进行股权投资的投资方来说，该扩张方式可以改善企业的资产结构与质量，提升企业的盈利能力；调整企业的盈利模式，促进企业的持续发展；（在企业对外投资实现评估增值的条件下）改善企业的负债率，增强企业的融资能力。对于融资方来说，由于吸收了股东的非货币性入资，企业的资产总规模和权益总规模会立即得到提升；企业的资产结构、权益结构甚至盈利模式也会出现变化；企业的债务融资能力也会因此得到改善。近来，青岛海信空调有限公司（简称海信）拟向ST科龙（简称科龙）注入白色家电的举动引起了业内的广泛关注。本文拟以

该注资事件为背景，探讨企业非现金扩张的财务后果。

一、海信酝酿注资科龙

2008年3月20日，科龙以定向增发方式收购海信的空调、冰箱等白电资产的关联交易方案被中国证监会并购重组审核委员会否决。按照该方案，海信欲将其持有的白色家电资产，包括海信（山东）空调有限公司100%的股权、海信（浙江）空调有限公司51%的股权、海信（北京）电器有限公司55%的股权以及青岛海信营销有限公司的白色家电营销资产，以25.4亿元出售给科龙。该方案被否后，4月23日，科龙决定与海信重新协商修改交易方案。在停牌近两周后，科龙于2008年5月29日发布公告披露了修改后的定向增发方案，新方案将原来作价25.4亿元的海信白电资产调低为不超过16亿元，缩水近9亿多元；定向发行新股份数也由3.64亿股锐减至2.8022亿股，发行价格则由6.98元/股调低到5.71元/股。科龙有关负责人表示，“16亿元的增发价格是公

司运用市场法并根据目前市场情况、公司盈利能力以及市盈率预估的价格，是当前看起来合理的数据，最终的数据还要等待资产评估机构评估的结果。对比资本市场大盘从6 000多点回落到3 000多点的打半折数据，科龙将增发价格调低9亿元也很正常，因为市场变化了，企业要遵循市场规律。”7月18日，科龙与青岛海信空调有限公司签署《暂停资产重组之协议》，同意停止执行约定的资产重组。主要原因是：自公告重大资产重组预案以来，国际及国内经济形势发生了重大变化，全球性金融风险加剧、能源和主要原材料价格大幅上涨、国内及境外资本市场大幅波动，国内宏观经济形势严峻，家电行业尤其是空调行业经营环境急剧恶化，上述因素使公司拟重组后的经营前景及盈利预期出现不确定性。但海信相关负责人表示，重组的大方向不会变，公司将继续择机将全部白色家电资产注入科龙。

无论是站在海信（注资企业）的立场，还是站在科龙（被注资企业）的立场，这都是一个典型的利用非现金资

源实现扩张的问题。笔者所关注的核心问题是：在相隔不到半年的时间里，标的资产（海信的白色家电）的价值出现了显著变化。对于双方而言，应该如何看待以不同价值出让（或购入）相同资产的财务后果？非现金扩张的财务后果又体现在哪些方面？

二、对科龙的财务后果分析 ——喜忧参半、前途未卜

从科龙披露的其他相关资料可以看出，科龙面临盈利能力需要提高的压力，而这种提高如果完全靠现有的资产来实现则难度较大。若此次交易成功，至少可以给科龙带来两点积极的财务后果：一是壮大科龙的资本规模，提升其融资能力。科龙在增加企业资产（白色家电资产规模增加）规模的同时，也壮大了资本规模，从而降低了资产负债率，使其自身的债务融资能力也得到改善。二是提升科龙的行业竞争实力。科龙可以在接受海信白色家电业务的入资后，充分进行营销渠道整合，恰当解决同业竞争问题，扩大市场占有率；同时还可以降低公司的采购成本、管理成本和运输成本，使得规模化经营进一步得到体现，从而增强其在家电行业的竞争实力。但是，被注入的白色家电能否最终提升科龙的盈利规模（利润总额或者净利润）以及盈利能力（净资产报酬率和总资产报酬率），还需要进行综合分析。

第一，关于科龙因增加白色家电而引起的盈利规模变化。不可否认，在评估基准日，拟注入的海信白色家电均有盈利能力。但被注入的白色家电在未来能否最终对科龙的利润产生贡献，还受特定行业的市场竞争状况、原材料价格以及营销策略等因素的影响。以空调业务为例，海信空调在国内市场上的份额远远排在格力、美的和海尔之后。在空调市场竞争日趋激烈、空调

技术的重大更新（非氟利昂智能技术对氟利昂智能技术的替代等）迫在眉睫的状况下，海信空调业务的盈利能力将经历严峻的考验。

第二，关于科龙因增加白色家电而引起的盈利能力变化。盈利能力能否提高，关键取决于企业增加的盈利规模与增加的资源规模的比较状况：将企业增加的利润与企业增加的资源（总资产或者净资产）相比，如果其资产（总资产或者净资产）报酬率高于科龙原有的资产报酬率，则科龙会由于增加白色家电业务而增强企业的盈利能力；否则，反而会引起科龙盈利能力的下降。

需要注意的是，在此次交易的发展过程中，标的资产并没有变化。变化了的仅是评估的时间和所采用的方法。当然，评估出来的价值量也有所不同。但不论评估价值如何变化，被评估企业的实际盈利规模不会因为评估方法的变化而改变。也就是说，从盈利能力和盈利质量来看，标的资产的内在质量并没有变化。但是，将白色家电以不同溢价注入科龙应考虑至少两方面的影响：在资产方面，不同的评估溢价将会使被注入资产未来的资产报酬率表现出不同的能力，溢价越高，以投资报酬率表现出来的被注入资产的未来盈利能力越低；在资本结构方面，不同的评估溢价将会使被注入资产所对应的股权份额出现差异，溢价越高，被注入资产所对应的股权份额就可能越大，从而影响注资前后股东利益的对比关系。

三、对海信的财务后果分析 ——一箭双雕、任重道远

应该说，若此次交易成功，海信将是最大的赢家。一是在科龙的控股地位将更加坚固。对科龙的持股规模增加，将导致海信在未来科龙发展过程中的主导地位更加坚固，而这种变化对海信未来从事更大规模的重组、融资

等具有重要意义。二是通过对投资资产进行评估实现现有股权的增值。在投资资产的估价方面，海信通过资产评估使自己现在持有（股权转让以前）的四家公司的股权实现了不同程度的增值。这种增值会直接增加海信的股东权益（资本公积）。三是在不改变资产整体质量的情况下，改善了海信的融资能力。通过投资资产的评估增值，在增加股东权益的同时可以在一定程度上降低海信的资产负债率，从而改善其融资能力。但必须认识到，这种改善并不是海信方面资产结构和质量的内在改善，而是股权在不同企业之间的转移。因此，从整体上说，海信的经营能力和盈利能力并没有因此而立即得到提升。四是可以尽早完成海信白电的整体上市，顺利实现重组。海信接管科龙电器已近三年，重组迟迟不能完成。这次调低增发价格是根据市场规律和企业发展要求而采取的措施，这样可以更有利于及早获得证监会的最终批准，从而尽快完成重组，用整合显现的效益去弥补较低收购价格给海信带来的影响。

通过上述分析可以得出这样的结论，海信通过“非现金扩张”入资科龙，可以在顺利实现自身资产增值的同时，增大对科龙的持股比例，从而进一步巩固其控股股东的主导地位；而科龙在接受白电入资以后，是否能如愿顺利地改善自身的资产结构并迅速增大其盈利规模、改善其盈利能力，尚存很大变数。■

（作者单位：对外经济贸易大学国际商学院）

责任编辑 陈利花

