

来源：证券市场红周刊

近日，宁波热电不惜动用项目资金接手大股东旗下的股权投资，但多次受让股东资产后，不仅业绩深受拖累，企业流动性也深受影响。此外，过度沉迷于投资，或使主业荒废，毕竟依靠非经常性损益，终非长久之计……

2019年12月24日，宁波热电发布暂缓募投项目并更改募集资金用途的补充公告，拟将此前募集的项目资金用于收购大股东持有的其他公司的部分股权。事实上，近年来其虽然频繁收购大股东旗下资产，然而资产注入上市公司后，业绩不但未得到改善反而被其拖累。但对于其大股东而言，通过资产腾挪，可获得大量的股权和“真金白银”，而上市公司的账面资金却所剩无几。

频繁受让大股东资产

依据数据统计，近年来宁波热电共进行了两次资产收购，第一次始于2018年10月27日，第二次也就是本次公告发布的变更募集资金收购资产。有意思的是，这两次收购有一个共同点，即交易对手均为其大股东。

我们先来回顾下第一次并购。2018年10月27日宁波热电发布收购预案，拟收购6家标的公司的部分股权，这些公司分别为宁波溪口抽水蓄能电站有限公司、宁波明州热电有限公司(以下简称“明州热电”)、宁波科丰燃机热电有限公司(以下简称“科丰燃机”)、宁波久丰热电有限公司、宁波市热力有限公司、宁波宁电海运有限公司。此次采用发行股份的方式收购，6家公司的股权比例合计作价为11.40亿元，交易对手为宁波能源集团有限公司(以下简称“能源集团”)和宁波开发投资集团有限公司(以下简称“开投集团”)。其中开投集团为上市公司的第一大股东，而能源集团则是开投集团的全资子公司。

事实上，早在2016年开投集团就拟将包括明州热电及科丰燃机在内的旗下5家公司及能源集团的100%股权注入上市公司，当时整体作价高达21.34亿元，然而此次并购并未获得证监认可，2017年3月，审批以失败告终。时隔一年多后，大股东再次启动资产注入，而此次不管是11.4亿元的作价还是标的公司的体量均远小于前次。

对于开投集团执着于将资产注入上市公司体系的原因，预案给出的解释是为了解决二者部分同业竞争问题、以及提升上市公司规模和业绩、扩大上市公司业务范围及延伸产业链。倘若通过集团内部资产结构的调整真的能改善上市公司经营情况及业绩，那么也无可厚非，然而最终的结果却并非如此。

资料显示，2019年6月29日并购尘埃落定，根据宁波热电2019年三季报显示，以上标的并表后，因属于同一控制下合并需追溯调整，比较调整前后数据不难发现，

宁波热电的营业收入规模确实迅速扩大，增速高达35.63%，但其净利润不仅未得到改善，反倒大幅下滑了32.03%，整体表现为增收不增利。而大股东开投集团的股权则通过此次并购得以大增，其持股比例由此前的单独持股30.67%，变为与子公司能源集团合计持股52.35%。

距前次收购完成过户仅半年，2019年12月20日，宁波热电又再次宣布收购大股东开投集团旗下的资产。本次收购标的共三家，分别为万华化学(宁波)热电有限公司(以下简称“万华热电”)、中海油工业气体(宁波)有限公司(以下简称“中海油工业”)、国电浙江北仑第三发电有限公司(以下简称“国电三发”)，合计作价为8.44亿元，交易对手是二股东能源集团。本次收购全部采用现金支付，而资金的来源则是动用了此前募集的资金。

2019年12月24日，宁波热电发布暂缓募投项目并更改募投资金用途的公告，拟变更项目为北仑春晓燃机热电联产项目(以下简称“春晓项目”)，该项目为上市公司于2014年定向增发最主要的募投项目，拟投入项目资金14.62亿元，其中投入募集资金8.5亿元，但资金到位后该项目却被一再搁置，截至当前，投入募集资金1.72亿元，募投进度仅为20%。

事实上，8.44亿元的收购价款对于宁波热电来说并不是一笔小数目，财报显示，截至2019年三季度末，其账面货币资金的金额为9.24亿元，若支付了该笔股权款，则账面的资金将仅余0.8亿元，资金近乎被掏光。这也就意味着即使其变更了募集资金用途，用于股权收购暂时解决了燃眉之急，但今后企业的运营同样需要大量的资金，如此一来上市公司的资金链将面临极大的考验。

同时，虽然本次收购资产涉及金额重大，但由于收购的股权比例不高，并未达到可控制股权的程度，因此也就不能将标的公司并入合并报表。其不惜损失上市公司可能的流动性，进行与主营业务无关的股权投资，似有本末倒置之嫌。

沉迷投资荒废主业

那么，宁波热电为何不去发展自己的主业，却掏尽“腰包”接手大股东股权资产呢？

财报显示，自2013年开始，宁波热电的业绩就依赖于非经常性损益(如表1所示)，从2013年到2019年三季度将近7年的时间中，其非经常性损益占净利润的比重有5年在百分之七十以上，这也就代表了其净利润多是靠非经常性损益来支撑的。

而非经常性损益的构成，大部分为宁波热电处置所持有的金融资产带来的投资收益。换言之，就是通过卖资产带来的短暂性收益。事实上，宁波电热近年来沉迷于投

资，其持有上亿元的股票及债券，以及大量的可供出售金融资产，依靠买卖及持有这部分金融资产维持着高额的利润，宁波热电也逐步沦为“投资股”。

反观其主业表现，则正面临着需求增长不足、毛利率下滑等严峻问题。就从本次更改的“春晓项目”来说，对于项目搁置的原因公司解释称，春晓一期项目现有规模已能满足周边园区三至五年内新增热用户的需求，故暂缓二期建设并变更用途。这也就意味着当初大手笔融资，本应成为公司盈利增长点的项目却突然被中止，这对于其主业的发展无疑是不利的。

与此同时，近年来宁波热电的毛利率水平也进入下行通道，2016年至2019年三季度，其毛利率分别为16.65%、14.01%、12.99%、12.85%，呈现不断下滑的态势。

面对主业不振、毛利率下滑的现状，其不思开拓市场，开展新业务，提高企业盈利能力，却将账面大部分的资金都用来进行股权投资，如此沉迷于投资，却荒废主业的发展模式，着实令人担忧。

采购数据存疑

除了上述问题外，依据宁波热电披露的数据来看，该公司的采购金额与现金流及经营性负债之间的勾稽也存在异常。

财报数据显示，2018年宁波热电向前五大供应商的采购额为10.13亿元(如表2)，占采购总额的比例为66.89%，由此推算出其全年采购总额为15.15亿元，考虑到16%增值税税率的影响(注：自2018年5月1日起，增值税税率由17%下调至16%)，按月平均计算收入后，可估算出其含税采购金额约为17.62亿元。而该部分含税采购金额会体现为同等规模的现金流出及相关经营性债务的增减变动，那么事实是否如此呢？

2018年，宁波热电“购买商品，接受劳务支付的现金”为17.08亿元，剔除预付账款本期增加额637.49万元的影响后，比含税采购少了6080.41万元，这也就意味着本期其经营性债务将会出现同等规模的增加。

进一步来看，2018年宁波热电的应付票据金额为5739.92万元，应付账款金额为1.09亿元，二者合计达1.66亿元，较上年相同项目不但没有增加，反而减少了3144.33万元，一增一减下，这与理论应增加额6080.41万元之间相差了9224.74万元，这也就代表着该公司有9224.74万元的采购金额可能披露不实。

2017年情况又如何呢？财报显示，2017年其向前五大供应商采购了8.64亿元，占

采购总额的比例为70.71%，由此推算其出全年采购总额为12.21亿元，考虑到17%的增值税税率，可估算出其含税采购总额为14.29亿元。同期，其“购买商品，接受劳务支付的现金”为13.90亿元，扣除预付账款变动后，与含税采购相较少了3874.63万元，理论上，这将导致其经营性债务的增加。而2017年其应付票据及应付账款合计较上年度增加了4602.73万元，比理论金额仅多出712.90万元。

如果说宁波热电2017年的采购数据与现金流的勾稽关系相对合理的话，那么其2018年的采购数据与现金流之间的巨额勾稽差异就存在很大的疑点了，对此还需要公司给出具体解释。

表 2 与采购相关的数据(单位:万元)

项目	2018年度	2017年度	2016年度
向前五大供应商采购金额	101,330.19	86,368.98	68,117.23
占采购总额比例	66.89%	70.71%	57.98%
购买商品,接受劳务支付的现金	170,787.89	139,035.43	130,338.23
预付账款	843.40	205.91	190.71
应付票据	5,739.92	6,763.25	11.16
应付账款	10,864.77	12,985.77	15,410.33