

应收账款占营收比例达82% 第一大客户社保缴纳人数为0

江苏米格新材招股书疑点重重

■本报财经观察员 流清河

财经 新 海豚财经

2024年1月26日,江苏米格新材料股份有限公司(简称“米格新材”)在深交所上市审核委员会2024年第5次审议会议上顺利过会。

米格新材成立于2019年3月13日,距今刚好5年。用5年时间从无到有、再到跻身A股资本市场,实现跨越式发展,速度着实惊人。这也意味着,米格新材采用了相对激进的经营策略。

招股书显示,米格新材过去几年借助光伏行业的东风实现了业绩快速增长,但是业绩的含金量并不高,经营性现金净流量非常少,应收款项常年维持在较高水平。不仅如此,招股书还暴露了诸多疑点,公司大客户变动较大,未来能否维持收入稳定性存在很大疑问。此外,在光伏行业产能过剩的大背景下,米格新材此次上市募资大规模扩产很可能面临产能过剩问题。

主要产品价格几近“腰斩”

本次IPO米格新材拟发行32192307股,占发行后总股本的比例为25.00%,共募资50176.98万元,用于功能性碳纤维材料生产项目,研发中心建设项目、补充流动资金。由此计算,米格新材IPO估值不低于20.07亿元。

值得注意的是,米格新材的保荐机构民生证券全资子公司民生投资持有发行人978259股股份,占本次发行前公司总股本的1.01%,占发行后股份比例约0.76%。招股书显示,民生投资于2022年通过受让大股东陈新华的股份进入,转让对价2000万元。

米格新材主要产品包括黏胶基/PAN基石墨软毡、石墨硬质复合毡等,主要应用于光伏晶硅制造领域。2021年和2022年,黏胶基/PAN基石墨软毡销售收入占比超过90%,为公司主要收入来源。其中,黏胶基石墨软毡收入占比超过70%。

实际上,米格新材的主要产品黏胶基石墨软毡和PAN基石墨软毡价格均出现大幅下降。2020年—2023年上半年,黏胶基石墨软毡平均销售价格从43.74万元/吨下降至21.96万元/吨,降幅约50%;PAN基石墨软毡平均销售价格从18万元/吨下滑至14万元/吨,降幅约22%。

巨额应收账款存在较大风险

经营性现金净流量是公司通过经营活动产生的真金白银,数值为正表明公司通过经营活动带来了现金流入,数值为负表明公司虽然投入较多,但收到现金较少,收入和利润只是纸面富贵。

2020年至2023年上半年,米格新材各期经营性现金净流量分别为315.43万元、-78.53万元、-10442.26万元、5592.55万元,可以看出2020—2022年的数据远小于公司当年净利润,说明这几年公司实际是没赚到钱的。而只有2023年上半年的数值与净利润相当,但因为只是半年数据,可能具有季节性,所以还无法确定2023年净利润有充足的含金量。

经营活动现金流量净额持续为负,必然影响公司业务发展速度、营运周转能力及短期偿债能力,如果公司无法及时获得更多融资,将难以支撑进一步发展。

招股书称,米格新材2021年和2022年经营活动产生的现金流量净额为负值,主要系经营性

主要产品价格大幅下滑,尤其是收入占比超过70%的黏胶基石墨软毡价格腰斩,对米格新材未来业绩影响重大。

招股书显示,以2022年为基准,在其他条件保持不变的前提下,当米格新材产品价格分别下降5%、10%、20%时,将导致其利润总额分别减少17.36%、34.72%、69.44%。

2023年上半年,米格新材的主要产品黏胶基石墨软毡和PAN基石墨软毡价格比2022年分别下降31%和13%,可见,如果没有销售规模大幅增加,米格新材的净利润将遭受重创。

观察员注意到,虽然主要产品价格腰斩,但米格新材的毛利率似乎受影响不大。报告期内,米格新材主营业务毛利率分别为44.44%、48.29%、46.22%和41.30%,其中黏胶基石墨软毡毛利率分别为50.94%、51.84%、53.12%和47.30%,PAN基石墨软毡毛利率分别为33.82%、27.35%、21.68%和13.07%。

让人意外的是,2020年到2023年上半年,黏胶基石墨软毡产品价格下降了一半,但米格新材毛利率只减少了3.64个百分点。而另一个主要产品PAN基石墨软毡销售价格下降22%,其毛利率则减少了大约21个百分点。

应收项目和存货增加所致。

应收账款方面,报告期内,米格新材应收账款分别为6611.75万元、13611.47万元、25430.52万元、21413.46亿元,应收账款金额较大,占当期收入比例分别高达48.61%、44.92%、57.97%、82.31%,占各期流动资产的比例分别为38.17%、42.31%、32.01%和29.48%,占比较高。如果公司主要客户的经营状况发生重大不利变化,导致应收账款无法收回,公司将面临较大的坏账风险。

巨额应收账款表明米格新材一直对客户采用较宽松的信用政策,借此刺激销售;同时也说明行业竞争激烈,米格新材议价能力较弱。但是,“打白条”式的激进销售策略存在较大风险,一旦遇到行业景气度下行,公司就要承受较大损失。即使行业发展正常,巨额应收账款也会产生两大恶性后果:一是对大量资金的占用,导致公司运营效率低下,也可能导致公司运营资金紧张;二是容易形成坏账,直接消减净利润。



2020年—2023年上半年,米格新材的应收账款周转次数分别为3.41、3.15、2.36、2.34,持续下滑,说明其刺激销售的经营策略给回款带来不良影响。

除了应收账款,米格新材还存在较多的应收票据。报告期各期末,公司应收票据和应收款项融资合计账面价值分别为8960.42万元、9888.25万元、14402.79万元和16968.36万元,虽然这些应收票据多为银行承兑汇票,但不排除未来下游行业主要客户信用状况、付款能力发生变化,公司应收票据仍存在不能及时兑付的风险。

第一大客户社保参保人数为0?

一般而言,前五大客户对一家公司至关重要,不仅是公司收入的主要贡献者,也能显示公司在行业中的地位,一定程度上获得行业龙头认可是公司实力的象征。

报告期内,进入米格新材前五大客户的公司主要有河南鑫摩(终端客户为TCL中环)、协鑫科技、晶澳科技、上海琪杰、隆基绿能、京运通、阿特斯等,各期前五大客户的收入占比分别为74.32%、51.12%、49.20%和46.42%,这说明,主要大客户对其收入贡献和未来发展至关重要。

截至2023年7月31日,米格新材已履行和正在履行的单笔交易金额超过1000万元,或者单笔交易金额虽未超过1000万元,但对公司生产经营活动、未来发展或财务状况具有重要影响的合同中,与隆基绿能、晶澳科技、京运通、河南鑫摩、上海琪杰、阿特斯的合同均已履行完毕,也就是说前几年的五大客户中只有协鑫科技的合同还在履行。截至2023年7月31日,米格新材对前述大客户没有继续签署超过1000万元的合同。

在2023年9月公司回复交易所问询函时称“报告期各期发行人均向隆基绿能、晶澳科技等主要客户销售产品,合作关系稳定。”但从回复函信息看,米格新材与大客户的合作关系并不稳定。例如,2023年1—6月,米格新材与京运通及阿特斯的交易金额分别为673万元和463万元,而2022年,双方的交易金额分别为3984万元和3725万元,下滑较大。

此外,米格新材的部分大客户也存在诸多疑问。例如,河南鑫摩保温材料有限公司是报告期内公司最大客户,累计销售金额1.3亿元。但河南鑫摩成立于2019年8月,成立第二年便开始采购米格新材的产品,2021年、2022年和2023年上半年规模分别为2803万元、7025万元和2967万元。对于一家新设立的公司来说,这个采购规模相当大。

值得注意的是,如此庞大的采购规模与这家公司的基本面有点矛盾。企查查显示,河南鑫摩

报告期内,米格新材应收账款、应收票据及票据融资规模合计分别为1.51亿元、2.27亿元、3.67亿元、3.70亿元,分别占各期营业收入比例为111%、75%、84%、142%。

截至2023年6月30日,米格新材对应收账款计提了坏账准备,各期分别为333.62万元、703.60万元、1273.38万元、1171.56万元,占当期净利润比例分别为10.63%、10.84%、12.02%、20.59%,呈不断上升趋势。未来公司需要特别重视应收账款管理,特别是在光伏行业已经出现产能过剩、景气度下行的背景下。

注册资本1200万元,实缴资本只有125.5万元人民币。令人惊奇的是,企查查显示,这家公司2022年的参保人数为0。如果这一数字无误的话,那么一家没有任何员工参保的企业是如何成为米格新材第一大采购商的呢?

在回复函中,米格新材称,河南鑫摩2019年8月成立后,经过近8个月的努力,河南鑫摩提供的产品品质以及优质的服务获得TCL中环认可,于2020年4月成为TCL中环的合格供应商。

奇怪的是,河南鑫摩向米格新材采购的产品主要卖给了TCL,说明TCL认可米格新材的产品。但直到2023年,米格新材仍未通过TCL中环的认证,成为后者的直接供应商。

回复函显示,米格新材2021年和2022年分别向河南鑫摩销售产品79.78吨和265.54吨,但河南鑫摩卖给TCL中环(终端客户签收数量)的产品量分别为65.45吨和227.41吨,缺口分别为14吨和38吨。

此外,回复函称,河南鑫摩以商业保密考虑,拒绝提供各年度TCL中环的全部签收单据。而在没有终端客户签收单据的情况下,保荐人又是如何认定河南鑫摩采购自米格新材的巨额材料卖给了终端客户?

除了河南鑫摩,米格新材的另外两家大客户安徽昱搏新材料科技有限公司和湖南卓晶新材料有限公司同样疑点重重。2021年和2022年,安徽昱搏向米格新材采购的金额分别为2336万元和3161万元,合计5497万元;2020年,湖南卓晶向米格新材采购的金额为2199万元。但是,这两家公司的基本面同样有重大疑点。

企查查显示,安徽昱搏成立于2018年3月,注册资本1000万元,但实缴资本为0。2022年年报显示,该公司从业人员10人,但社保缴纳人数为1人。湖南卓晶注册于2017年12月,注册资本500万元,实缴资本为0。2022年年报显示,该企业社保缴纳人数为2人。

募资扩产或导致产能过剩

米格新材近年来飞速成长主要得益于光伏行业的快速发展,而这种快速发展接下来有可能出现产能过剩、景气度下行的局面。3月18日,有媒体报道称,隆基绿能将裁员30%,虽然知情人士表示“没有这么夸张”,隆基绿能内部人士也表示“光伏行业每年到年底都会根据第二年或是当下的生产情况做一些调整或者是产线优化,人员变动其实是一个比较正常的情况”,但无风不起浪,在今年初的投资者关系活动中,隆基绿能在回应产能问题时指出,从2023年四季度至2024年年初,行业短期库存压力较大,市场需求逐步转淡,多重不利因素叠加导致了光伏产品价格的非理性下跌。2024年,光伏市场供给过剩的压力依然较大。

当一个行业处于下行周期,供应链上议价能力较弱的厂商将遭受多重打击。米格新材面对下游大客户的议价能力明显不足,这从公司巨额的应收账款可见一斑。

行业周期下行,需求减少,首先考验米格新材的就是客户订单的减少。前述公司大客户订单金额的剧烈变动应该与此有关;其次是产品价格下降、毛利率下降;最后,应收账款坏账风险和存货跌价风险将进一步上升。米格新材应收账款风险巨大,公司的存货跌价风险同样不容小觑。报告

期各期末,公司存货账面余额分别为797.86万元、4842.05万元、9191.13万元和10362.02万元,逐年增长;存货跌价损失分别为48.81万元、196.14万元、260.04万元和645.77万元。如果公司销售不畅,产品价格下跌,存货跌价损失将进一步增加,可能严重侵蚀业绩。

新增产能消化风险是米格新材即将面临的又一大风险。根据中国光伏行业协会(CPIA)发布的全球硅片产量和光伏新增装机量数据测算,2020年至2022年,全球光伏热场隔热碳材料中,石墨软毡的市场需求分别约为3396.90吨、4757.48吨和7731.88吨。同期,米格新材石墨软毡产能分别为720吨、1320吨、2100吨,另外公司在建工程“包头碳纤维复合材料生产项目”和“功能性碳纤维材料生产项目”(募投项目)建成达产后,预计将分别新增年产能1000吨和2000吨。也就是说,公司未来产能将高达5100吨,与行业需求相比产能明显过大。此外,米格新材的竞争对手安徽弘昌也在加速扩产,2023年其产能增至4000吨,较2022年翻一番。安徽弘昌和米格新材两家公司合计有9100吨的产能,超过目前市场总需求,在光伏行业增长高峰已过的大背景下,米格新材如何消化其新增产能将是一个重大挑战。

报告期各期末,公司应收账款情况如下:

单位:万元

项目	2023年6月末	2022年末	2021年末	2020年末
应收账款余额	21,413.46	25,430.52	13,611.47	6,611.75
坏账准备	1,171.56	1,273.38	703.60	333.62
应收账款账面价值	20,241.90	24,157.14	12,907.87	6,278.13
应收账款余额同比增长率	/	86.83%	105.87%	/
营业收入	26,015.45	43,864.69	30,301.29	13,601.77
营业收入同比增长率	/	44.76%	122.77%	/
应收账款余额/营业收入	82.31%	57.97%	44.92%	48.61%

(米格新材招股书截图)

米格新材主要客户交易情况

主要客户	成立时间	参保人数	2023年上半年	2022年	2021年	2020年	合计
河南鑫摩保温材料有限公司	13/8/2019	0	2,966.64	7,025.04	2,803.19	179.95	12974.82
上海琪杰新材料股份有限公司	2/4/2007	27	2,024.07	2,807.31	/	/	4831.38
京运通	/	/	672.77	3,983.58	4,603.01	2,614.64	11874
阿特斯	/	/	463.19	3,724.52	/	/	4187.71
隆基绿能	/	/	1,909.49	/	/	1,994.75	3904.24
晶澳科技	/	/	2,517.35	3,689.36	2,810.41		9017.12
协鑫科技	/	/	2,658.92		2,937.82	1,568.75	7165.49
安徽昱搏新材料科技有限公司	29/3/2018	1	/	3,160.76	2,336.21	/	5496.97
湖南卓晶新材料有限公司	20/12/2017	2	/	/	/	2,199.23	2199.23
弘元新材料(包头)有限公司	20/5/2019	5512	/	/	/	1,731.10	1731.1

(数据来自招股书,社保数据来自企查查。)