

创业板“轻公司”：资产形态的非实物性

创业板中的部分公司，其资产结构中，固定资产或者非实物性资产所占比例偏低，此类公司一般被称为“轻公司”。观察全球各创业板的构成，这样的企业都占据一席之地。

与厂房、设备等固定资产成为资产主体之一的“重公司”相比较，轻公司的盈利模式、发展轨迹及运营特点都有独具的特点。

行业特征

轻公司的形成，一般来说有三大原因。一是行业本身的属性所致。与制造业公司不同，诸如软件公司、互联网公司，由于行业本身的特点，其资产结构中，天然就脱离了厂房、大型生产设备的要求，进而形成了“轻装上阵”的特征。我们在 eBay（主营网上拍卖）、谷歌（主营网络搜索引擎）、微软（主营软件）这三家企业与通用汽车的财务数据对比中，就可以很明显看出这种区别（见表一）。

2008年12月31日数据 (百万美元)	eBay	谷歌	微软	通用汽车
总资产	15592	31767	65786	91047
流动资产	6286	20178	37730	5079
非流动资产	9306	11589	28056	85968
其中：厂房设备原值	2812	7576	13955	79991
厂房设备原值占总资产比例	18%	23.8%	21.2%	87.8%

在资产结构中，轻公司的资产主体主要包括现金类资产或无形资产等，而在制造业公司中，大量资产为存货、应收账款、固定资产等。

除了资产结构中的区别，这类轻公司的生产流程与普通制造业“原材料采购——加工——销售”的生产流程也有明显区别。这类公司的原材料采购很少，其生产资料主要体现为人力资源投入。而公司的成本结构也主要表现为人力成本与运营费用。

商业模式

形成轻公司的另一个原因是商业模式的选择。以服装企业为例，原有的服装企业，大多集纳了服装生产链条中的制造环节，因此这类企业的资产结构中，会拥有大量的机器设备类固定资产。

但一些新兴服装企业，则是将制造环节外包，自身只注重设计、销售渠道以及品牌建设。这样一来，公司的资产结构也就轻型化了。在香港上市的李宁公司以及在中小板上市的美邦服饰，就是这类新兴服装企业的代表，与主板某服装类

上市公司相对照，大家也可以明显看出两类商业模式的区别（见表二）。

2008 年年报财务数据	李宁 (HK • 2331)	美邦服饰 (002269)	某服装类 主板公司
服装类销售收入（亿元）	66.9	44.7	77.5
其中：机器设备账面净值（亿元）	0.65	0.07	15.6

表二

发展阶段

还有一些创业板公司形成轻资产，只是由于发展阶段所致。这些公司成立时间不长，公司的宝贵资金，暂时未投入兴建、购买办公楼，有的时候连厂房与设备都是租赁而来。这些企业将主要的资金投入到研发、营销或人力资源等与企业核心竞争力相关的领域中。

当然，随着企业的成长，实力的增加，这些公司也会相应提高固定资产的投入。

耐克成长

轻公司的益处在于，为企业高速增长创造了有利条件。这一点，在那些创新商业模式，形成轻资产的企业身上尤其明显。

由于摆脱了固定资产限制，轻公司能够对市场需求做出快速反应与快速调整。同时，还可以将有限的资金，投入与公司核心竞争力相关的领域，进而占领产业制高点。著名的运动鞋、运动服装制造公司耐克（NYSE: NKE），就是轻公司的典型代表（见图）。该公司将生产环节大量外包，全球有超过 600 家工厂承接耐克的产品生产业务。而耐克公司自身专注于品牌建设、产品设计与渠道拓展，使公司获得了高速增长。即使在经济危机来临之时，耐克公司通过取消订单，就能够对萎缩的市场做出快速调整，从而最大限度减少损失。



图

而对于“重公司”来说，在市场需求旺盛的情况下，一旦达到产能限制，若想获得更高利润，则须购设备、建厂房、培训新员工，进而扩张产能。但这需要消耗大量资金和时间，如果投产不及时，还可能丧失获利机会。一旦需求下降，“重公司”很可能由于需要计提大量固定资产折旧，以及支付职工薪酬而反受其累。

画虎不成反类犬

轻公司虽然提供了高速成长的可能，但在具体实践中，又存在一系列风险。稍有不慎，则可能“画虎不成反类犬”。

首先，将生产环节外包，等于放弃了生产环节的利润，这就需要企业的产品在品牌附加值及销售量的上获得更高的利润。但品牌与销售渠道的建设投入，绝非小数目，特别是品牌建设，需要大量资金的持续投入（如明星代言、投放广告），而且这种投入，又无法沉淀为固定资产。一旦产品最终回报无法补偿资金投入，则会形成恶性循环。

其次，将生产环节外包，是对公司产品质量控制体系、物流体系、资金管理体的重大考验。国内某食品类上市公司就曾经尝试轻资产运营模式，结果产品质量出现问题，导致品牌形象受损，进而严重影响了公司的业绩表现。

再者，在未形成强有力的品牌、技术及渠道优势之前，轻资产的运营模式由于门槛低，很容易被模仿。大量竞争者的加入，会迅速降低公司的产品利润率。

最后，对很多公司来说，厂房、机器设备等固定资产不仅承担了生产任务，同时也是向银行贷款的抵押物。而轻公司由于缺乏抵押品，有可能使融资存在障碍。

估值底线

在对上市公司估值时，每股净资产额一直是重要的参考数据之一。从实践中看，这一数据，对诸如钢铁、船舶制造、电力等行业的上市公司尤其重要。一旦股价低于这些公司的每股净资产，往往意味着股价已经跌无可跌。

之所以会形成这样的规律，是因为这些公司大都属于资金密集型企业，其资产结构中，固定资产占有绝对比例。股价接近每股净资产，事实上意味着股价已经接近了其估值底线。也就是说，在不考虑企业未来盈利的条件下，仅仅这些固定资产的价值，就已经与公司市值相差无几了。因此，股价继续大跌的可能性会大大降低（见图）。



但对一些轻公司来说，每股净资产对股价的支撑作用则不会这样明显。如果公司的经营陷入困难，其资产结构中，很可能充斥着大量存货、应收账款，以及无形资产。这些资产的可变现价值很可能要远远低于账面价值。

从海外创业板的经验来看，一些经营失败的轻公司，股价会远远低于账面的每股净资产，对此风险，投资者不可不察。（本文由袁克成撰写）