

赛维，迷失在光伏寒冬



小组成员： 邹婧 温梦圆 陈凯露 李婧璇



案例背景

投资分析

财务效益分析

筹资分析

结论与启示

光伏领袖



风光无限

债务违约

财务困境

案例背景

公司简介

原因分析

发展优势

“LDK速度奇迹”

中国最年轻的
世界500强企业

中国科技十强企业

清洁能源

赛维LDK太阳能高科技
有限公司

RED HERRING
亚洲百强企业

江西省第一家
美国上市企业

世界最大太阳能
硅片生产商

2005年7月在
江西成立

2008年8月产量达
十亿瓦特

2012年收到纽
交所的退市警告

2007年6月
美国上市

2010年深陷“债
务门”

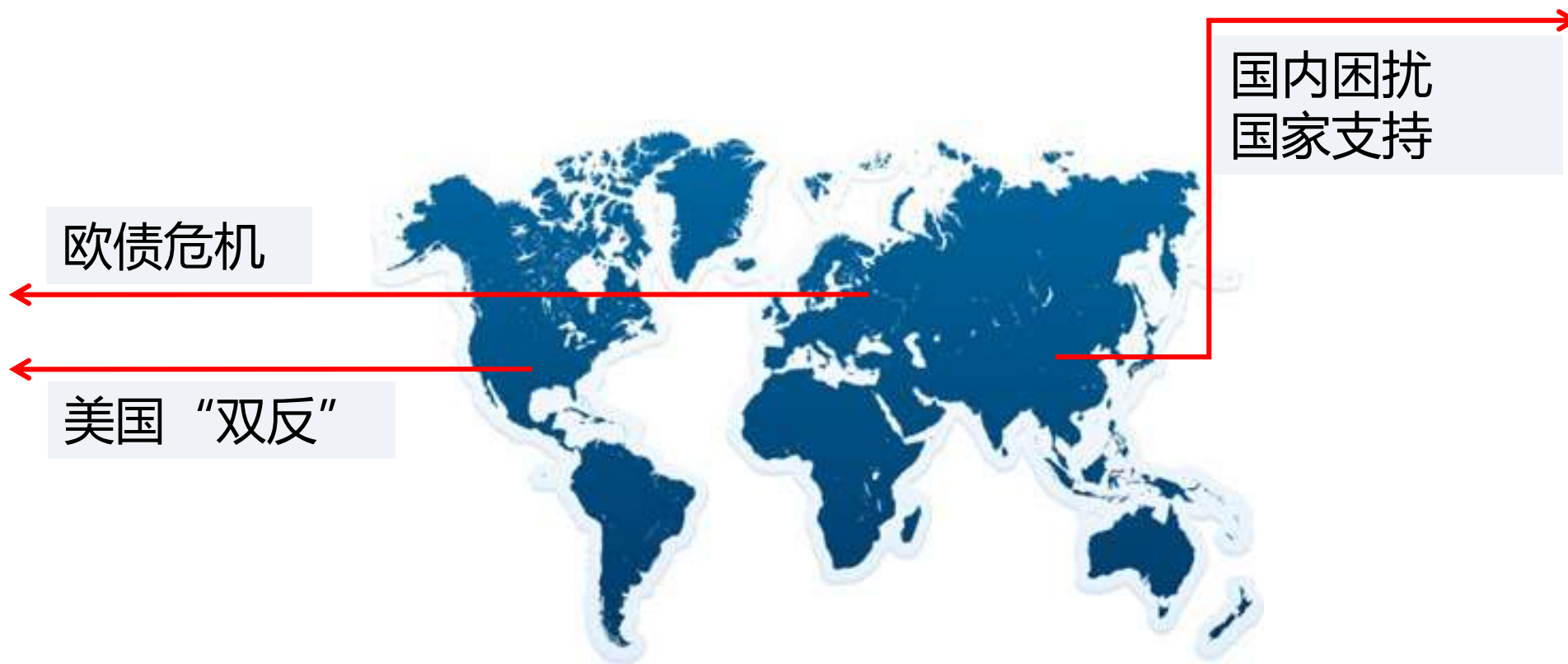
2014年处于破
产边缘

案例背景

公司简介

原因分析

发展优势



国际打压

- 光伏产业在2011年急转直下，在欧债危机、欧盟双反、美国“双反”调查，我国整个产业集体步入寒冬期。2012年6月欧盟决定征收11.8%的临时反倾销税，而在8月提案降税率升至47.6%，这对整个光伏行业来说是个不小的冲击

价格之殇

- 随着光伏产业的发展，对于硅片原材料的需求增多，原料供应有限导致其价格大幅度攀升，使得原本就疲于应付资金链吃紧的光伏企业雪上加霜。出口受阻，加重成本，而无法合理有效的扩大国内需求导致多晶硅价格大幅下滑，市价一度低于成本价，企业不堪重负。

盲目投资

- 盲目投资扩张，造成投资与筹资脱节，并且导致畸形的筹资结构。赛维资产负债率从07年的47%冲到了12年的103.57%，年复一年的债务积累压得赛维喘不过气来，就算是骡子拉货也有到极限的一天。赛维陷入了偿还短期债的狼狈中

发展优势

产业政策的扶持，中央财政安排专门资金，对符合条件的光电建筑应用示范工程予以补助。

赛维生产的是环保、绿色、清洁的新能源，属于新兴产业。



投资分析

投资分析



投资概况

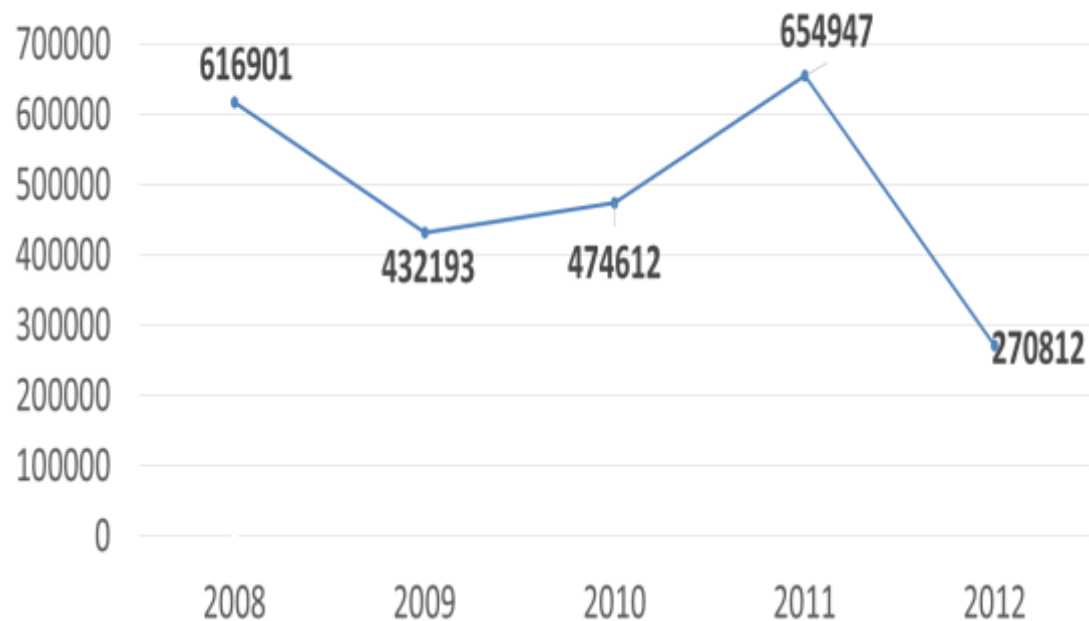
投资变化

投资效果

投资方向

彭小峰在创建赛维时，先投资的是硅片业务，其依靠硅片产能的快速扩张，成功在纽交所上市，融到大量资金。

Inventories 存货 (In thousands) 单位：\$



除了固定资产，存货是占资产总额比例最高的资产，存货具有反应产品适销对路的功能。赛维紧张的资金链使得2011年许多生产线不得不停工，多晶硅项目也停止前进的步伐，2012年存货下降到价值2亿多，但同时也面临风险。

Other Financial and Operating Data

(In thousands)

items	2008	2009	2010	2011	2012
polysilicon production (in MT) 多晶硅数量	-	225	5052	10455	2520
Average polysilicon selling price(per kipgram) 多晶硅每千克价格	\$-	\$-	\$59.64	\$56.46	\$26.05

- 2008 年开工建造的江西马洪多晶硅项目已投入资金达120 亿人民币（约19 亿美元），该项目2011 年9 月完工，按照2012年多晶硅平均售价26 美元测算每年满产投资回收期也在10 年以上，因此投资回收期长是其投资战略的一个显著特点。

- 彭小峰希望在硅料业务上复制硅片业务的模式，曾希望借助快速的产能扩张，将赛维旗下硅料业务另外打包后，在香港上市。

- 在2011年11月，赛维曾宣布将在内蒙古呼和浩特兴建世界上单体规模最大的高纯硅料生产基地，建成后年生产规模达6万吨。其中，一期项目总投资100 亿元，产能3万吨，预计在2013年下旬建成投产。此事随后不了了之。

宏观和微观角度分析投资变化

宏观方面

自2011年开始江西赛维LDK公司受到受欧洲债务危机，德国、意大利等相继大幅缩减光伏装机补贴等造成的全球光伏产业萎缩、欧美对中国光伏进行反倾销以及中国国内光伏产业产能过剩等影响，销售业绩屡创新低，股价也因此长期保持在低于1美元的低位。

微观方面

LDK 的一步到位式的扩张战略不重视产业环境分析，对光伏前景过于乐观，又导致了管理层在制定投资战略时对自身筹资能力的忽略。

投资效果分析

LDK 盲目投资并没有形成持续稳定的盈利能力。



筹资分析

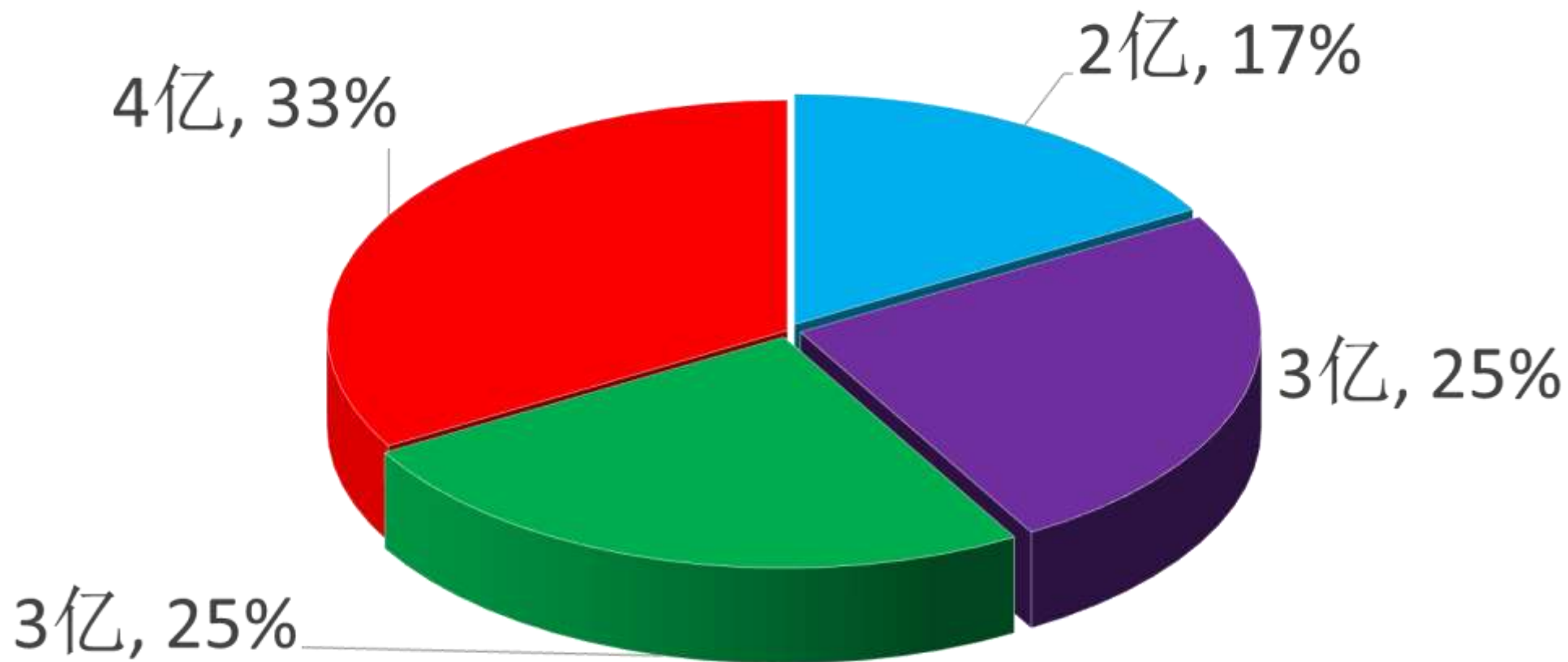
筹资分析

筹资困境概述

筹资困境原因

筹资效果分析

赛维初始资金来源



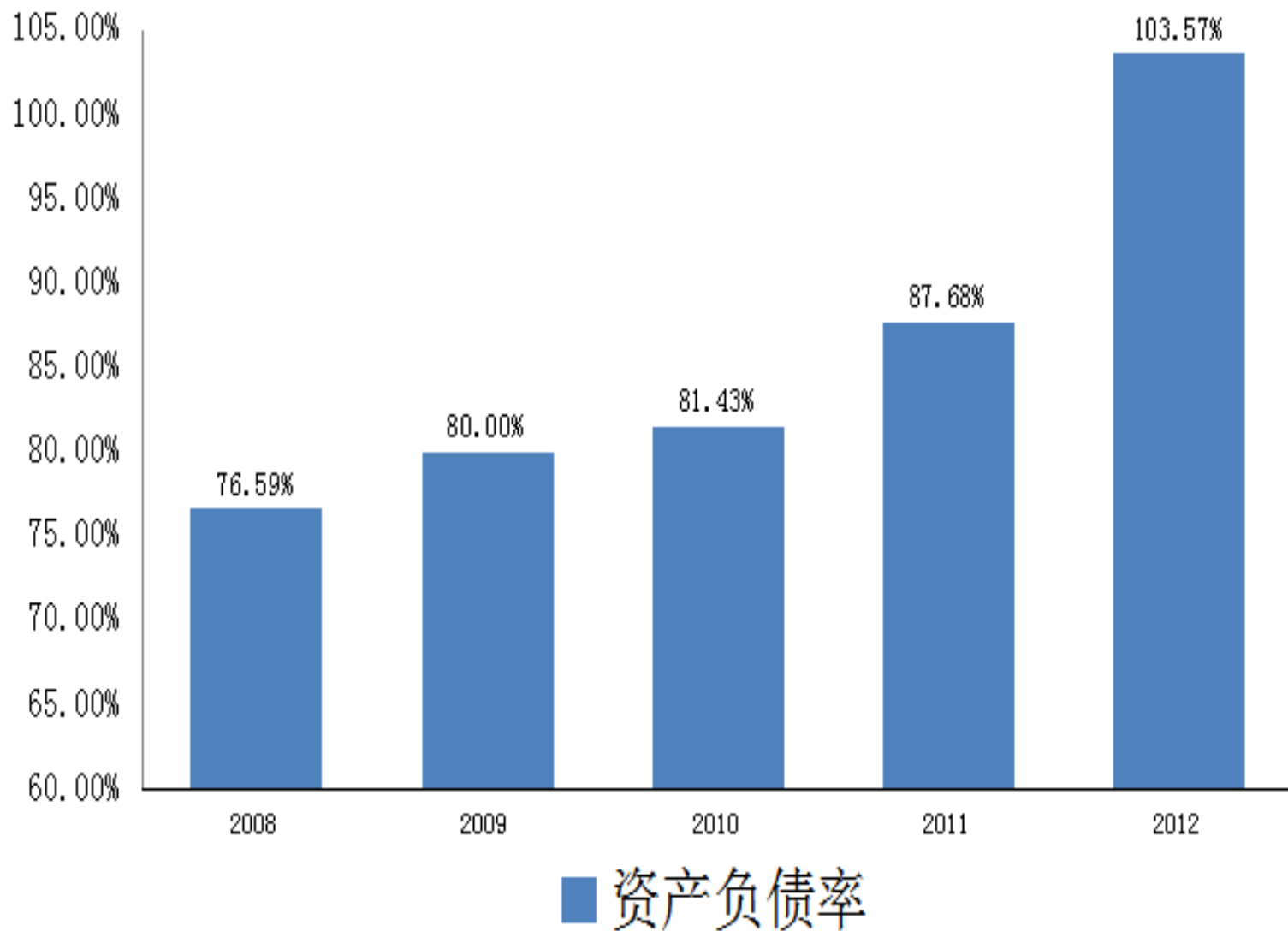
■ 政府 ■ 彭小峰 ■ 收预付款 ■ 银行贷款

Total assets 3,373,372

Total liabilities 2,583,505

赛维LDK处于过度负债经营状态，资产结构已经严重失衡

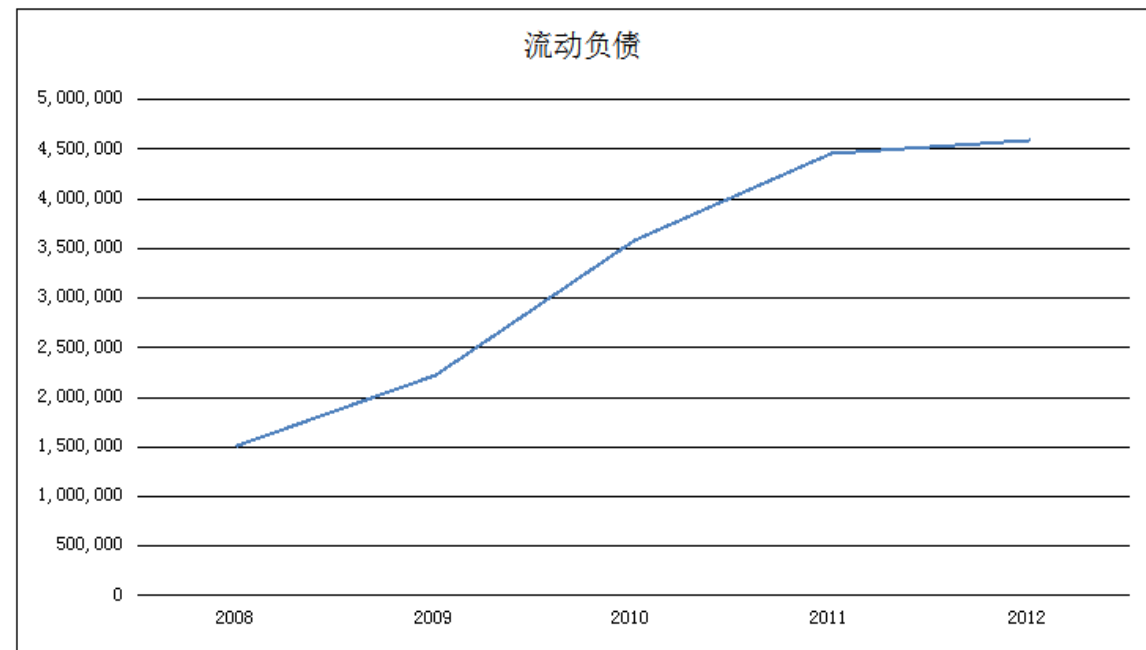
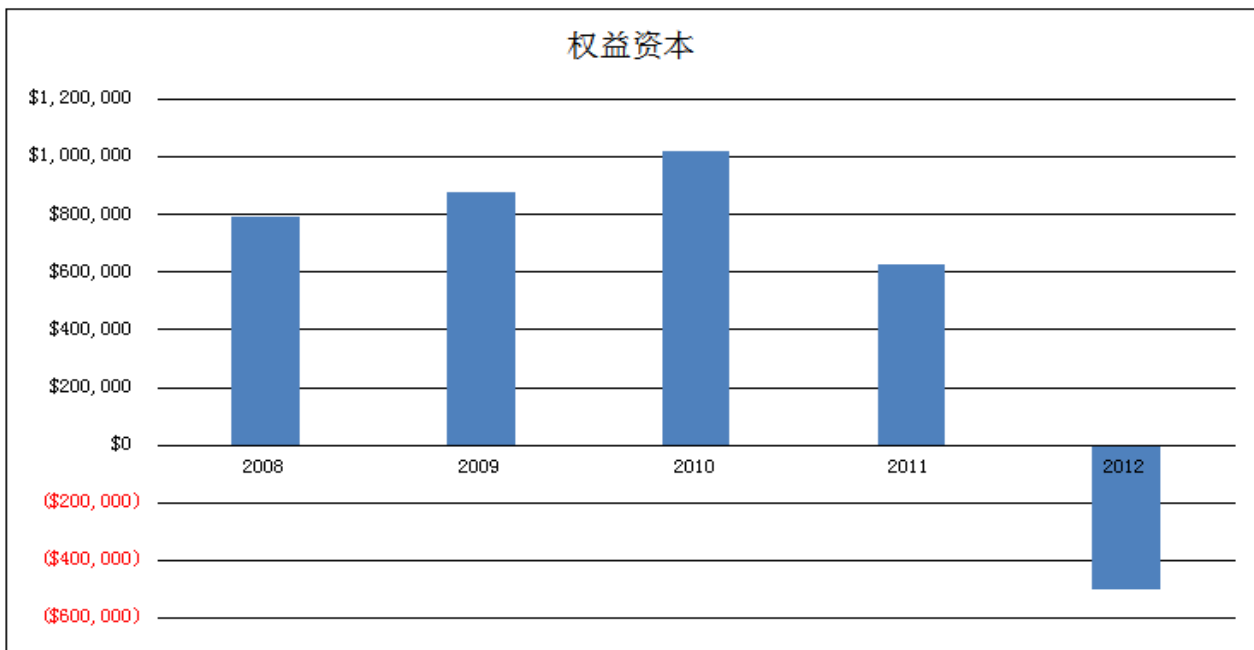
总资产	3,373,372	4,384,209	5,492,100
负债	2,583,505	3,507,273	4,472,100
资产负债率	76.59%	80.00%	81.43%



	2008	2009	2010	2011	2012
流动资产	1,237,642	1,386,445	1,975,421	2,350,922	1,442,724
流动负债	1,510,955	2,220,026	3,577,822	4,450,317	4,587,681
营运资本	-273,313	-833,581	-1,602,401	-2,099,395	-3,144,957

激进型筹资政策

LDK 的激进型筹资策略无疑是其“超越光速”投资扩张的强力支撑，为短期内LDK 的迅速做大立下了汗马功劳。公司的营运资本长期处于负数状态，大部分长期资产由流动负债提供资金来源。现金及短期投资额虽然逐年增长，但增长额不能平衡其短期负债高额增长所带来的债务压力。



负债结构不合理

2010年长期负债的逐渐到期和短期借款的大额增长，流动负债比重加大。银行长短期借款在债务融资中占据绝对主力，对于债务融资来说如果企业的资产收益率不能持续稳定的超过银行借款利率，则财务杠杆发挥负作用。

	2008	2009	2010	2011	2012
产权比率	3.270810149	3.999462903	4.385851072	9.615958101	-10.35015236
资产负债率	76.59%	80.00%	81.43%	87.68%	103.57%

融资结构和资本结构欠妥

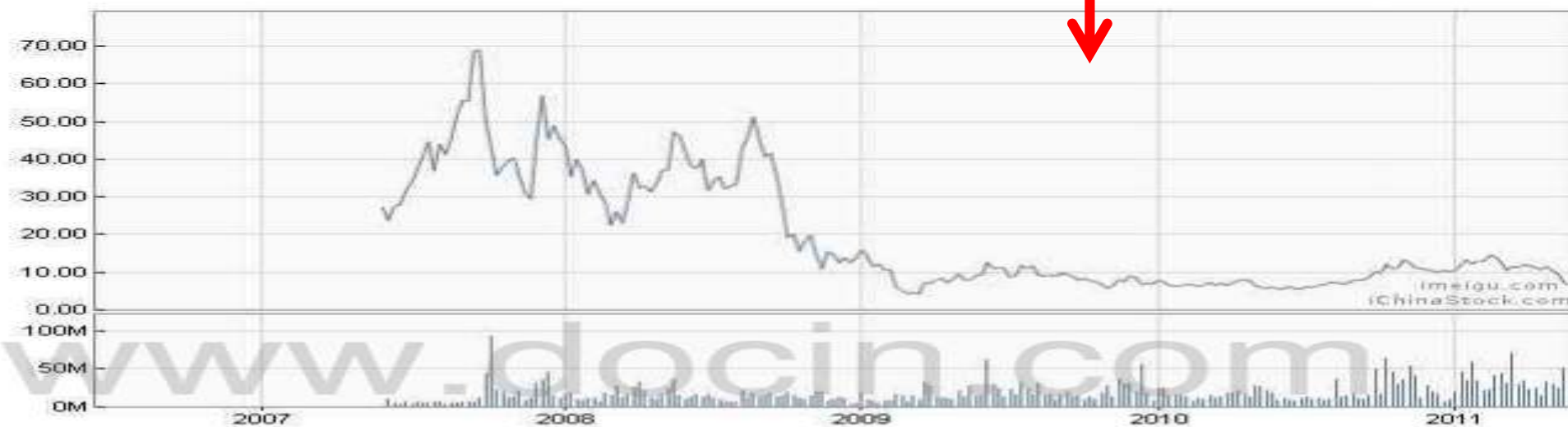
企业资产负债率、产权比率偏高,融资策略是以短期融资为主,长期债券为辅,股权融资比重较低。

再融资受限,投资者对公司信心降低

由于赛维不仅经营业绩下降而且面临严峻的债务危机和信誉危机,加上退市风波,投资者对赛维LDK的信心大打折扣。

寒冬前后

	2008	2009	2010	2011	2012
总负债	2,583,505	3,507,273	4,472,419	6,009,243	5,203,684
资产负债率	76.59%	80.00%	81.43%	87.68%	103.57%
权益资本/固定资产	46.54%	33.62%	34.07%	16.14%	-16.28%



筹资困境的原因

一.盲目投资扩张。 造成投资与筹资脱节，并且导致畸形的筹资结构。

二.研发投入不足。 靠铺大摊子降低成本取得一时之利，却可能让企业陷入缺乏核心竞争力，丧失长期竞争优势的境地。

三.投资效率低下。 LDK 的垂直一体化投资战略，提高了抵御原料供货紧缺的风险，却易把阶段性产能过剩风险转嫁给整个行业。

四.投资偏好高风险,对投资风险认识不足。 光伏企业展主要依赖政府扶持补贴，但各国政府政策多变、严重的出口市场依赖等原因导致了其高风险性。

筹资特点及分析

- **筹资来源以债权融资为主、股权融资为辅。**

LDK 各年筹资活动中股权融资现金流入和债权融资现金流入金额，除2007年IPO 股权融资现金流入大于债权外，其他各年债权筹资现金流入额均大于股权筹资现金流入，2012年债权融资现金流入达到了42.5 亿美元，股权融资现金流入0.29亿美元，两者相差146.6 倍。

- **债务融资手段多样，但以银行借债为主。**

LDK 运用了银行借款、短中长期票据、各种可转换及不可转换债券，银行贷款是其债务融资活动的最主要途径，2012年银行借款筹集资金42.46 亿美元，占当年债务筹资的99.68%，其他债务筹资手段几乎可以忽略。

- **银行借款中又以长期借款为主，短期借款为辅。**

以上筹资特点导致了LDK **高资产负债率、不稳定的资本结构。**

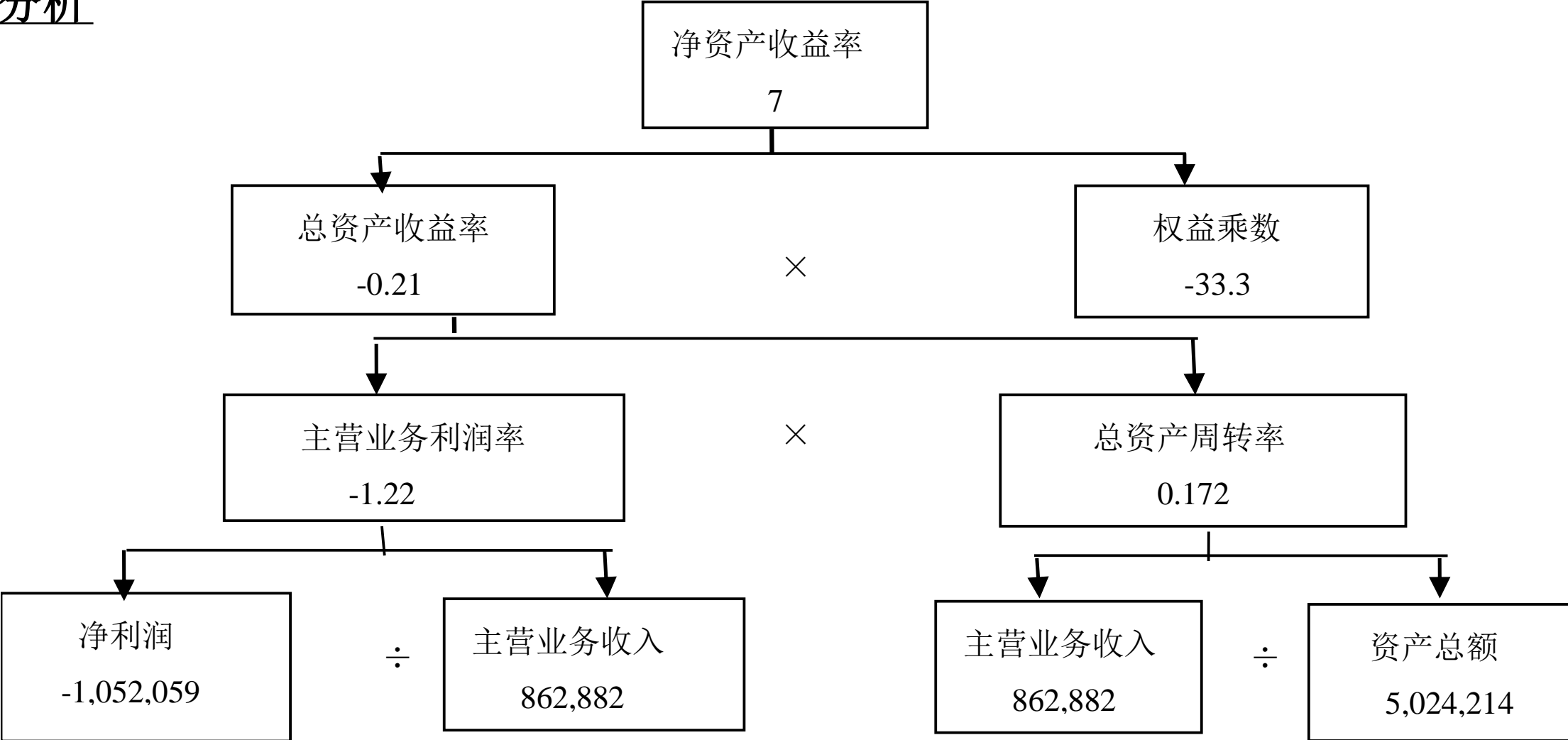
财务效益 分析

2010.1.1-2012.12.31财报分析：

单位：千元

年份	<u>2010.12.31</u>	<u>2011.12.31</u>	<u>2012.12.31</u>
<u>资产总额</u>	5,492,157	6,853,861	5,024,214
<u>主营业务收入</u>	2,509,347	2,157,813	862,882
<u>净利润</u>	296,467	(608,954)	(1052,059)
<u>主营业务利润率</u>	0.12	-0.28	-1.22
<u>总资产周转率</u>	0.46	0.31	0.172
<u>总资产收益率</u>	0.0552	-0.0868	-0.21
<u>权益乘数</u>	5.26	8.33	-33
<u>净资产收益率</u>	0.29	-0.72	6.93

杜邦分析

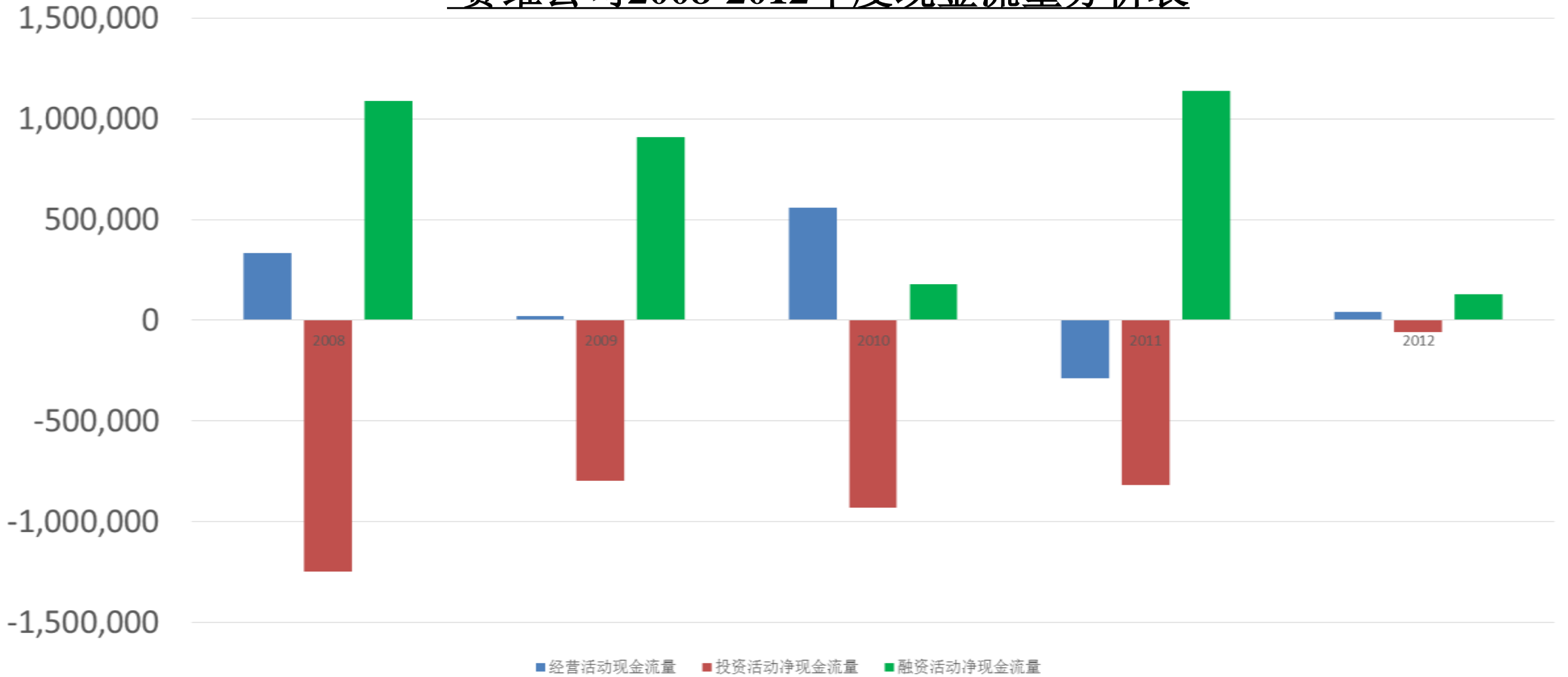


赛维公司2008-2012年度现金流量分析表

	2008	2009	2010	2011	2012
经营活动现金流量	333,061	18,614	559,993	(286,968)	39,916
投资活动净现金流量	(1,247,174)	(797,315)	(929,118)	(816,044)	(57,602)
融资活动净现金流量	1,087,698	907,315	180,388	1,138,499	128,586

企业在近几年发展中，不管是筹资、经营、投资活动均有巨大变动。在2010年间，赛维拥有充足订单，回款及时，经营运转状况良好。到了2011年，企业运营成本增。为在危机中挽救企业，企业花费巨额引进新技术，这些巨大的费用企业难以承担。2012年，在国际环境及内部压迫的双重影响下，加之前年度的扩张对企业积压的压力显现出来，企业经营策略也没有得到进一步的升华，企业面临重大危机。

赛维公司2008-2012年度现金流量分析表



■由上游生产领域延伸到下游生产领域，通过收购等方式扩展业务范围。

调整规模和结构

转换销售思路

政策引导和主体创新问题

■扩大国内销售力度将触角伸向多方位。调整出口欧美等国销售战略。

■合理利用新政策降低企业发展风险，引进高新人才鼓励高新技术开发引领行业潮流发展为行业先锋。

一、LDK 扩张型财务战略在光伏行业具有参考价值和普遍性。

二、是财务战略使用是否得当是影响企业可持续增长的重要动因。

三、是对于光伏行业而言，决策者应该以理性的可持续发展的态度来看待这一新兴产业。

Thank You !