



The MSWG 官方周报 Observer

2026年2月27日 | 星期五

三振未出局



反复出现的审计警告引发严重质疑：当“持续经营”风险年复一年持续存在时，小股东的权益是否得到充分保障？

审计师的持续经营警告真的重要吗？

在棒球比赛中，三个好球以后，打击手就被三振出局。没有争议，没有上诉，也没有“观察情况”的余地。你只能走向休息区，默默地反思自己的人生选择。

然而，在马来西亚企业界，“三振”并不总是意味着出局。有时，你只需要……继续留在打击区，继续挥棒。

过去三个财年，国云集团（PLB Engineering Berhad）从外部审计师那里收到了同样的令人不安的信息：持续经营存在重大不确定性。简单来说，这意味着审计师在说：“如果情况不妙，我们无法确信这家公司能够安然度过未来 12 个月。”

审计师始终强调亏损、流动性紧张以及公司依赖完成项目、脱售资产和持续获得银行支持才能维持营运。三年来，审计师的警告几乎没有改变。

然而，该公司最终还是生存下来。

因此，对于小股东而言，问题很简单：这个警告真的重要吗？还是只是年报中被人忽略的一段文字？

一步一步前进，而非全垒打

公平来说，PLB 并非一家停滞不前的公司。它一直在创造收入。在 2024 财年，随着土地出售和建设活动的推进，营业额显著增长。2025 财年，营业额依然可观，尽管低于上一年。

资产出售后，杠杆率显著改善。借款减少。“The Dew”和“The Skyline”等项目提高了营业额的可见性。管理层强调，项目的持续推进和土地脱售是关键的流动性驱动因素。

在对股东询问的书面回复中，公司重申，建设项目的竣工、土地出售以及开发项目的逐步结算将在未来 12 个月内增强现金流。

换句话说，PLB 并没有倒塌，而是在勉力管理现状。

但管理并不等同于蓬勃发展。公司反复依赖资产脱售和项目完成，表明其业务仍然对执行风险十分敏感。如果项目延期、房产销售放缓或土地脱售未能按计划进行，流动性压力就会迅速回升。这并非破产，而是财务脆弱。而脆弱性影响公司很低。

家族控制改变格局

PLB 是一间家族控股公司，控股股东直接或间接持有超过 60% 的股权。这显著改变了公司的动力。

对于控股股东而言，持续经营风险的预警虽然令人不安，但尚可应对。他们可以给予支持，可以与银行协商，也可以决定资产脱售或战略调整。

而对于小股东来说，情况则截然不同。他们无法注资，无法影响融资安排，也无法左右战略。他们只能旁观。

与此同时，过去三个财年里，个人股东的数量逐渐减少，这是一种悄无声息的流失，而非剧烈的退场。

股价在 1 令吉左右徘徊数年，近期跌至约 78 仙。市场似乎既不恐慌也不狂热，只是谨慎。

这往往是反复的不确定性带来的结果：不是混乱，而是疲惫。而疲惫会导致安静的退场。

重大不确定性真的重要吗？

以下就是令人不安的真相。

对于拥有资产支持、家族控股的公司而言，连续三年收到持续经营警告可能不会立即导致其倒闭。它们通常拥有足够的土地出售、项目完成以及足以维持银行支持的关系。当现金短缺时，通常可以变卖部分资产。当压力增大时，通常可以安排再融资。从这个意义上讲，生存本身就是一种技能。

因此，公司得以继续营运。

另一个例子是，总部位于砂拉越的航运和航空服务营运营合利（Hubline）自 2020 年 9 月 30 日结束的财政年度以来，已收到外部审计师针对其持续经营能力发出的“六次警告”。

多年来，最初的审计意见强调“与持续经营相关的重大不确定性”，显示审计师对合利未来 12 个月的营运能力表示担忧，但随着时间的转移，这种担忧似乎有所缓和。

自 2022 财年以来，该问题不再被标记为“重大不确定性”，而是被列为与管理层在编制财务报表时使用持续经营假设相关的关键审计事项。

尽管审计师提出了意见，但管理层始终表示，在采取一系列应急措施的支持下，集团拥有充足的资源，能够在可预见的未来持续经营。

然而，对于小股东而言，生存背后隐藏着代价。这体现在估值偏低、风险预期升高、没有股息、股价上升受到限制，以及多年来的机遇悄然流逝。过去几年，公司没有派发任何股息。公司仍在营运，但股东们却只能等待迟迟不来的回报。他们承担着风险，却始终无法获得回报。

因此，持续经营的不确定性并非仅仅是隐藏在细节中的会计术语。它是一个警告信号，表明公司的未来取决于诸多因素的完美协调、项目的及时完成、资产脱售的成功、贷款方的支持以及市场的合作。而一旦出现问题，小股东往往无法得到第一手回报。

银行优先获得付款。

债权人其次。

控股股东进行谈判。

小股东只能等待。

苟延残喘

连续三次警告引发了一个基本的公司监管问题：公司究竟只是年复一年勉强维持营运，还是在朝向结构性稳定转型？

目前看来，种种迹象表明公司正在采取稳定措施，包括改善杠杆率、资产脱售和加强监管，但尚未彻底摆脱困境。

在棒球比赛中，三次好球意味着出局。

在企业经营中，三次好球可能仅仅意味着你仍在继续比赛，但只是苟延残喘。

真正的问题不在于国云集团能否在短期内维持营运，而在于反复的不确定性是否会逐渐侵蚀小股东的长期价值。

这才是真正的重点。

聪明的股东们最好密切关注这一点。

[END]



DISCLOSURE OF INTERESTS

With regard to the companies mentioned, MSWG holds a minimum number of shares in all the companies covered in this newsletter.

DISCLAIMER

This newsletter and the contents thereof and all rights relating thereto including all copyright is owned by the Badan Pengawas Pemegang Saham Minoriti Berhad, also known as the Minority Shareholders Watch Group (MSWG).

The contents and the opinions expressed in this newsletter are based on information in the public domain and are intended to provide the user with general information and for reference only. Best efforts have been made to ensure that the information contained in this newsletter is accurate and current as at the date of publication. However, MSWG makes no express or implied warranty as to the accuracy or completeness of any such information and opinions contained in this newsletter. No information in this newsletter is intended to be or should be construed as a recommendation to buy or sell or an invitation to subscribe for any, of the subject securities, related investments or other financial instruments thereof.

MSWG must be acknowledged for any part of this newsletter which is reproduced.

MSWG bears no responsibility or liability for any reliance on any information or comments appearing herein or for reproduction of the same by third parties. All readers or investors are advised to obtain legal or other professional advice before taking any action based on this newsletter.