

忽悠式并购叠加财务大洗澡 高商誉上市公司唱的“哪出戏”

■本报记者 张敏 李婷

当下,热播的电视剧《突围》让二级市场投资者颇有共鸣:剧中虚构的上市公司“京州能源”在煤价狂欢之际以47亿元高价收购两座煤矿,而后在煤价下跌时,两座煤矿也自然而然沦为了上市公司的负担。

根据会计准则,上述虚构上市公司京州能源在收购煤矿时会形成商誉,而后也将因被收购标的业绩不及预期而计提商誉减值。大起大落之间,中小股东的利益不可避免地受到伤害。

诸如“京州能源”可能存在的合理溢价并购,通过商誉减值包袱,侵害中小投资者利益的案例在A股并不罕见。

东方财富Choice数据显示,截至今年三季度末,A股总计有188家上市公司的商誉超10亿元;52家上市公司的商誉占净资产的比例超50%,其中18家上市公司的商誉超过净资产。这些上市公司是否踩到了商誉的“警戒线”?高商誉是否会到上市公司发展产生影响?

“高商誉”警戒线之上: 谁在玩火

年终临近,盘点上市公司商誉,特别是判断计提商誉减值背后的风险,成为投资者关心的话题。

东方财富Choice数据显示,截至2021年三季度末,天山股份、华能国际等9家上市公司商誉总额超百亿元。此外,*ST安控、博晖创新等公司的商誉占净资产的比例高于80%,而宜华健康、*ST恒康、学大教育等18家上市公司的商誉占净资产的比例远超100%。

天山股份发布的2021年三季报显示,截至三季度末,公司的商誉为283.78亿元,为A股商誉较高的两家企业之一。而公司截至2020年12月31日的商誉仅为2120.3万元。对于商誉的大幅增长,天山股份董办人士向《证券日报》记者介绍,上述商誉的形成是因为公司在今年完成了并购。

2020年8月份,天山股份发布收购控股股东中国建材旗下中联水泥100%股权、南方水泥99.93%股权、西南水泥95.72%股权和中材水泥100%股权的方案,该方案于2021年完成。而这大手笔收购除了让天山股份一举成为行业龙头,也让公司商誉高企。数据显示,天山股份发布上述收购方案后不久,股价一度攀升至近十年内高点,公司收盘价达13.4元/股。相比高点已经跌去46%。与此同时,天山股份三季报显示,第三季度,天山股份归属于上市公司股东的净利润下滑12.81%。

那么,天山股份商誉是否存在计提减值的可能?对此,上述天山股份董办人士表示,年底会计师事务所会根据会计准则进行测试,那时才会有结果。

招商证券湘潭营业部总经理王倩鹏在接受《证券日报》记者采访时表示,投资者应客观看待商誉。商誉是指在未来为企业经营带来超额利润的潜在经济价值。商誉是企业整体价值的组成部分。在企业并购中,它是购买企业投资成本超过被合并企业净资产公允价值的差额。如果在未来经营中不能给企业带来超额利润,商誉就需要进行减值,从而影响企业的利润。总体而言,要根据实际情况来动



截至今年三季度末

A股总计有188家 上市公司的商誉超10亿元

52家上市公司的商誉 占净资产的比例超50%

18家上市公司的商誉 超过净资产

王琳/制图

态评估商誉的合理性。”

王倩鹏还表示,上市公司商誉过高是投资者须关注的风险。“上市公司高价并购,会对未来经营造成更大的不确定性,而普通投资者往往很难精准判断。

通过商誉进行财务洗澡: 受伤的只是中小股东

一位不愿具名的业内人士向记者表示,商誉是种会计手段,其也是把双刃剑。“如果真心为上市公司发展布局,即便高商誉,市场也会接受。其实,更令大家担心的是上市公司通过高价收购形成高商誉,后续业绩无法兑现,又通过一次性计提商誉减值实现财务甩包袱,这就必然会对上市公司及中小股东造成严重伤害”。

近日,海陆哲控制权之争引发市场关注,同时上市公司高价并购资产连硕科技财务造假,导致商誉减值的行也浮出水面。早在2015年,海陆哲以2.06亿元,高达8倍溢价率收购了连硕科技100%股权。2016年至2019年,连硕科技整体业绩承诺完成率为102.37%。而在业绩承诺期之后的第一年(2020年),连硕科技业绩发生大反转,公司报亏2.89亿元。值得一提的是,海陆哲在2020年10月份发布《关于2020年第三季度计提资产减值准备的公告》,对连硕科技计提商誉减值准备2.41亿元。2021年6月份,海陆哲完成甩包袱,以1元转让连硕科技100%股权。

2021年10月份,海陆哲方面在回复交易所问询时表示,可以证实连硕科技在承诺期内业绩的真实性、准确性存疑,在业绩承诺期内存在虚构交易并虚增收入、存在销售退回、虚增利润的情况。

北京威诺律师事务所主任合伙人杨兆全在接受《证券日报》记者采访时表示,巨额的商誉减值,实际上就是上市公司大额的并购投资项目,受到严重的财务损失,甚至是投资完全打了水漂。“上市公司应通过尽调,真实评估收购项目的财务数据、客户质量等信息的真实性,防止一些并购对象为了抬高估值,突击发展一些缺乏长期性的客户和业务。此外,并购对象的收益和并购项目未来成长进行比较

长时期的挂钩,比如5年到8年。”

高商誉背后 是转型还是蹭热点

“高溢价的基础是对价超过标的未来能产生的自由现金流的折现值,形成超出其价值的支付,往往是上市公司只考虑并购所带来的短期效果,比如为了迎合热门概念。”香颂资本执行董事沈萌向记者表示。

学大教育也是高商誉的典型代表。数据显示,截至9月30日,公司账面净资产为9.96亿元,而公司账面商誉则高达15.28亿元,商誉值为净资产的逾1.5倍。根据有关资料,学大教育高商誉主要因2016年借壳银湖投资而形成,然而在学大教育资产注入上市公司后,公司却因连续两年归母净利润亏损致使公司一度被“ST”,虽然此后公司实现“账面扭亏”,但从2018年至2020年公司连续三年内扣非净利润依然亏损,其中2020年的扣非净利润亏损达8043.53万元;而从2015年至2020年,公司累计归母净利润仍为负值。

一位匿名业内人士对《证券日报》记者表示,2016年学大教育从海外私有化退市转道回A股上市,一度成为资本市场经典的借壳案例,而K12教育产业也成为资本热捧概念,同期如勤上光电也花费巨资跨界收购教育资产。但在并购后,一些企业没能兑现业绩,相反一路下滑的业绩以及大额的商誉减值,进一步引发业绩巨亏,最终损害的是中小股东的利益。

今年以来受到教育“双减”政策影响,学大教育在今年第三季度亏损达6600.61万元,同比下降390%。值得一提的是,学大教育大股东紫光集团及关联方目前仍持有学大教育18.73%股份,目前紫光集团已经进入重整程序,或将对公司股权结构产生影响,公司账面上的巨额商誉问题再次凸显。

而学大教育的高商誉也成为近年来监管关注的重点,多次问询关注公司商誉减值计提问题。

针对公司第三季度业绩大幅下滑,是否会引发商誉计提减值等问题,记者致电采访公司并发送采访提纲至公司公开邮箱,然而截至发稿未收到回复。

近年来,商誉风险一直是监管部门

关注的焦点之一。《深圳证券交易所上市公司风险分类管理办法》通知指出,出现期末商誉占净资产比例超过50%、控股股东及其一致行动人股票质押比例超过80%等情形分类等级不得为正常类。

“上市公司商誉过高,甚至高于净资产,可能导致的风险是一旦商誉被大幅度计提,就可能进一步压缩净资产,甚至资不抵债。”沈萌表示。

高商誉或埋祸根 应加大违规成本

严控“忽悠式”并购,严防“高承诺、高估值、高商誉”是近年来监管部门关注的重点。

11月3日,宇顺电子的重大资产重组就因为标的公司过高商誉未能通过监管审核。据审核意见:申请人未能充分说明标的资产的核心竞争力,“交易完成后商誉占比较大,不利于提高上市公司质量”。

除了上市审核之外,上市公司并购尤其是蹭热点式并购也是监管部门关注的重点。

2021年5月29日,丽尚国潮发布《关于全资子公司对外投资的公告》称,全资子公司丽尚国潮(浙江)控股有限公司拟参股帕美朵(成都)生物科技有限公司(下称“帕美朵”),拟与其股东四川医美生物科技有限公司签署《关于帕美朵(成都)生物科技有限公司之增资协议》。对此,上交所向上市公司发来函询函,认为帕美朵的100%权益估值约为1亿元,增值率约为39倍,溢价较高。面对上交所的问询,丽尚国潮最终选择终止入股帕美朵。

沈萌认为,正是因为高商誉背后蕴藏着风险,上市公司在并购时,才更需要审慎。

杨兆全建议,监管部门包括证监会以及交易所,要对溢价过高的并购项目进行问询,要求上市公司、评估机构给出合理的解释;对发生巨额商誉减值的上市公司和并购对象,监管部门要进行追责。要调查并购过程中,是否有利益输送、商业欺诈和虚假陈述等违法行为。如果发现要予以严惩,以儆效尤;加强对评估机构的监管。对严重不负责任、或者配合利益输送、故意虚估价值的行为,要依法予以处罚。

北交所开市倒计时

北交所开市在即,五位业界专家发声: 强化券商“看门人”责任 充分发挥投融资端桥梁作用

■本报记者 周尚仔

北交所开市在即,证券公司在迎来新利好的同时,也被市场寄予厚望,如何压实自身责任,把好公司质量关?日前,《证券日报》记者采访了五位业界专家,就券商如何履行中介机构责任,为投融资两端搭建桥梁等展开探讨。

持续督导期延长 强化券商“看门人”责任

北交所上市公司持续监管制度要求,与现行上市公司主要监管安排接轨,不再实行主办券商制度,由保荐机构履行规定期限的持续督导,同时充分考虑创新型中小企业的经营特点和发展规律,强化公司自治和市场约束。

山西证券研究所所长助理、非银金融分析师刘丽在接受《证券日报》记者采访时表示:“持续督导,一方面发挥市场的培育功能,对公司上市后持续经营等方面进行专业的规范、引导和督促,帮助其实现持续发展;另一方面,依托投行保荐业务帮助有发展潜力的企业上市,参与其融资并购等资本市场服务,实现与中小企业共同成长。”

《北京证券交易所股票上市规则(试行)》要求进一步压实保荐机构责任,适当延长保荐机构持续督导期,发行上市和再融资的持续督导期延长至3年和2年。

对此,川财证券首席经济学家、研究所所长陈雳在接受《证券日报》记者采访时表示:“持续督导期延长意味着强化券商投行的‘看门人’责任。券商从事投行业务,不能仅仅盲目追求业绩,还必须对企业多方位考量,要对投资人负责,对企业持续督导,保护投资者利益。”

粤开证券研究院首席策略分析师陈梦洁则在接受《证券日报》记者采访时表示:“北交所致力于服务中小企业,在注册制背景下,持续督导期的延长旨在强化保荐机构的主体责任意识。这意味着券商投行必须更加勤勉尽责,力求企业上市前后经营数据的真实性,做好资本市场的‘看门人’。”

充分发挥中介机构桥梁作用 助力创新企业上市

为满足北交所成立后的多层次资本市场发展需要,券商还须在多方面提升能力,在持续关注创新型中小企业投资机会的同时,也在融资端与投资端发挥中介机构的桥梁作用。

陈雳向记者表示:“券商作为投资者和融资者间的桥梁,既要保护好投资者的基本利益,也要履行好帮助融资者顺利筹集资金的义务。金融业的本质就是为实体经济服务,面对众多创新型中小企业,券商要充分发挥自身中功能,发现并帮助创新企业实现上市,真正做到金融服务于实体。”

如今,北交所对于中介机构提出了更高、更细的要求,比如,进一步提高对

招股说明书信息披露质量的重视程度、落实“申报即担责”要求,督促发行人及中介机构重视首次申报文件质量等。

前海开源基金首席经济学家杨德龙在接受《证券日报》记者采访时表示:“北交所的设立,会让更多的符合条件的创新型中小企业登陆资本市场,这对券商带来了增量收入,也对券商提出了更高要求。其中,很重要的一点是,券商要为投资者做好信息披露工作,严把上市公司质量关。”

“与延长持续督导期目的一致,以上措施也是为了强化保荐机构在企业上市中的主体责任。北交所试行注册制的背景下,有比较完善的退市制度,上市公司信息披露的质量对投资者来说尤为重要。中介机构在信息披露环节中扮演重要角色,强化其责任意识非常重要。”陈梦洁向记者补充道。

多层次资本市场进一步完善 将为券商带来业务增量

记者在采访中了解到,多家券商已从发展规划、项目调研、人员安排等方面,全面、深入地布局有关北交所业务;例如有券商多部门联动,开展一级市场股权基金业务,设立二级市场公募、券商资管产品等;亦有券商筹备为北交所创新型中小企业、“专精特新”企业做市,提供专业化流动性支持。

“我们可以看到,当前许多精选层个股股东名单中出现了券商身影。券商自身的投研优势将帮助其更好布局优质企业;此外,券商经纪业务也受益于北交所,未来随着北交所开市和逐步扩容,单日成交额持续提升,会成为券商经纪业务新的增长点。”陈雳向记者补充道。

陈梦洁介绍:“北交所成立以来,大量新三板企业宣布定增计划,证券公司应该抓住机遇,加速抢占财富管理、投行和投研市场。券商要重视对北交所上市公司以及新三板挂牌企业投研能力的提升。除此之外,券商还需要加大新三板做市力度,并积极通过旗下私募股权子公司对新三板企业进行股权投资,以便可以形成投资、投行和投研业务的联动。这对部分提前深度布局新三板业务的中小券商来说,是一次绝佳的弯道超车机会。”

刘丽还告诉记者:“北交所充分发挥纽带作用,强化资本市场互联互通,有助于打造并完善‘创投基金和股权投资基金—区域性股权市场—新三板—交易所市场’的多层次资本市场体系,有助于证券公司业务多元化与差异化发展,促进‘投资+投行’协同发展,并完善全业务链服务体系。”

不过,从短期盈利角度看,申万宏源研究所首席市场专家桂浩明在接受《证券日报》记者采访时表示:“由于新三板服务收费偏低,此前头部券商布局不充分,部分中小券商具有结构性竞争优势。但未来很多券商会着力布局,但是要很快形成利润增长点,短期还是有难度的。”

向北交所输送高质量公司 券商需提供更高质量投行服务

■李文

北交所设立不仅将加大对中小企业融资支持,也是完善资本市场体系的重要一步。北交所设立作为全面注册制进程中的重要一环,利于完善多层次资本市场体系。北交所试点注册制,同样以信披为核心,严把公司“入口关”,质量关,除了监管部门,券商等中介机构也承担了相应职责。

10月22日,全国股转公司、北交所董事长徐明在2021金融街论坛年会上表示:“实践中,对市值、财务指标、业绩波动等方面的包容,并不意味着放松审核,北京证券交易所发行上市审核严守财务真实性和信息披露充分性底线,压实中介机构责任,强化监管执法,把好公司质量关。”

10月30日,北交所主要制度规则发布。不仅对于发行人,也对券商等中介机构提出更高质量的要求,比如落实“申报即担责”要求,督促发行人及中介机构重视首次申报文件质量等等。从券商的角度来看,一系列要求强化了券商投行的“看门人”责任,要求投行秉承对上市公司、对投资人负责的态度,保护好投资者利益。

另一方面,券商的投行服务质量也要相应“提高”。比如在新项目筛选、尽调等环节,需要券商在三板业务

年内逾170份公告剧透“A拆A”动向:

33家公司拟分拆子公司上市 逾半“目的地”锁定创业板

■本报记者 邢萌

今年以来,沪深两市上市公司“A拆A”频频捷报,先后有8家公司分拆子公司成功上市,其中7只相中科创板,1只奔赴创业板。

自2月底益生电子率先在科创板走通“A拆A”之路后,电气风电、铁建重工等6只新股先后登陆科创板;凯盛新材则于9月底成功拿下创业板首例“A拆A”。

记者梳理相关公告注意到,今年还有33家A股上市公司透露了分拆上市意愿或进展,18家计划在创业板上市,5家将目标定在科创板。

18家公司子公司 计划创业板上市

近日,中国能建加入拟分拆上市阵营。

11月2日,中国能建发布公告,拟分拆所属子公司易普力,与上市公司南岭

民爆重组,并在深市主板上市。一旦分拆上市完成,易普力将成为南岭民爆的子公司,葛洲坝成为南岭民爆控股股东,中国能建也将因此成为南岭民爆的间接控股股东。据了解,易普力为民爆行业头部企业。中国能建认为,通过本次分拆,公司民用爆破板块将增强资本实力,进一步扩大业务布局,进而有助于提升公司未来的整体盈利水平。

记者综合梳理同花顺iFinD数据与相关公告发现,截至记者发稿,今年有33家A股上市公司(不包含年内宣布终止分拆计划的3家公司)陆续发布逾170份公告,披露分拆上市的意愿或进展。其中,3家公司计划子公司在沪深主板上市,5家计划在科创板上市,18家计划在创业板上市,另有部分公司处于意向阶段,未明确拟上市板块。此外,3家公司终止分拆上市的原因,包括战略规划调整、业绩不达要求、同业竞争等。

“从企业价值的角度来看,上市公司分拆上市可以释放分拆业务的潜在价值,使分拆业务获得市场的合理估

值,有助于更好地实现股东利益。此外,利用上市平台优势,子公司能够进一步拓宽融资渠道。”华鑫证券首席策略分析师严凯文在接受《证券日报》记者采访时表示。

“上市公司分拆子公司上市,可以拓宽融资渠道,加快母公司与子公司的业务协同和产业布局。”京律律师事务所律师高培杰向记者分析称,同时,母公司和子公司独立运营上市,可以增强整个体系抗风险能力,从而优化集团战略布局,加快产业多元化协同发展。

德石股份有望成为 第九家“A拆A”新股

今年以来陆续通过“A拆A”上市的8家上市公司子公司中,从时间来看,益生电子一马当先,于2月底摘得首例“A拆A”;电气风电、铁建重工、克石生物集中于5月份至6月份登陆A股市场;厦钨新能、凯盛新材于8月份至9月份接过接力棒;高铁电气、成大生物于10月份先

后上市。除了凯盛新材登陆创业板外,其余7家均为科创板公司。

从目前进展来看,杰瑞股份分拆子公司德石股份有望接下一棒,或成为年内第九家、创业板第二家“A拆A”成功案例。截至记者发稿,德石股份的最新审核状态为“提交注册”,距离上市仅一步之遥。11月2日,德石股份董事会已经审议通过了在全国股转系统终止挂牌的议案。

从分拆上市目的地板块来看,与主板相比,创业板、科创板更受偏爱;其中,中长期来看,创业板有望涌现出更多“A拆A”案例。

严凯文认为,对比于主板,科创板和创业板企业上市条件更为包容,审核流程更快,上市企业可以获得更为合理的市场估值,有利于企业从市场募集资金及资本运作。

高培杰律师表示,相较于主板,科创板和创业板包容性更强,更适合分拆子公司进行上市融资,有利于子公司的产业孵化。