

业绩承诺期陆续结束,市场进入风险密集爆发期——

商誉:相见时难别亦难

经济日报·中国经济网记者 温宝臣

财富视线

当前,无论是A股整体,还是商誉占净资产比重较高的创业板,商誉的增速都已经进入下降通道。不过,A股市场商誉总值规模仍在持续上升。以普遍3年的业绩承诺期计算,从今年开始被收购标的业绩承诺期陆续结束。因此,投资者必须谨慎——



近期,华谊兄弟等传媒影视股因过去几年并购产生的巨额商誉问题再次引发了市场的关注。当前,无论是A股整体,还是商誉占净资产比重较高的创业板,商誉的增速都进入下降通道。同样值得注意的是, A股市场商誉总值的规模仍在持续上升。

商誉源自企业之间的并购行为。在商誉产生之前,企业为达成协议唇枪舌剑,讨价还价;在并购结束后,商誉作为一种无形资产,看不见、摸不着,却长期躺在上市公司资产负债表上,并随时可能减值,真可谓“相见时难别亦难”。对待商誉占比较大的股票,投资者只能小心谨慎。

无并购 不商誉

在现代社会,企业发展路径更加多元。有的选择自己稳扎稳打,譬如华为;有的则通过并购快速抢占市场份额,譬如联想收购IBM,让公司个人电脑业务独占鳌头。从实际情况看,更多公司希望通过收购实现外延式发展。

在收购兼并过程中,一般会存在一个“合并价差”的问题。比如,甲企业花了5亿元收购乙企业,但是后者净资产只有3亿元,多了2亿元溢价。甲公司在合并报表时,会有2亿元对不上账。为了平衡报表,会计师们创造了“商誉”这个名目,把溢价部分记录在此。因此,商誉可以理解成并购标的实际价格减去标的公允价值。

上海国家会计学院教授郭永清指出,传统经典理论一般用协同效应和超额收益能力来解释商誉。前者,简单来说就是“1+1>2”的效应;后者则是并购后公司在经营能力、成本和结构优化等方面战胜对手而带来的超额收益能力。

2013年至2016年,受监管政策

放松等因素影响,A股市场并购重组快速发展,同业并购和跨界合作层出不穷,并以创业板最为突出。其中,传媒、通信等行业并购案例不胜枚举。

伴随着大规模并购,A股商誉也呈现爆发式增长。Wind数据显示,2013年A股商誉仅有2143.07亿元,到2016年突破万亿元达到1.05万亿元,2017年继续维持增长态势,达到1.3万亿元,5年增长了6倍多。据海通证券统计,商誉与净利润和净资产的比率越来越高。商誉占净利润比重从2013年的9.57%上涨到2017年的38.84%;商誉占净资产比重从2013年的1.13%上涨到2017年的3.65%。

根据我国相关会计准则,企业并购形成的商誉,无论是否存在减值迹象,都应该于每年年度终了时开展减值测试。所以高企的商誉犹如达摩克利斯之剑,悬在每一家并购重组的公司头上。

商誉在 隐患多

今年4月份,上市公司光一科技发布了一条2017年业绩预告和业绩快报的修正公告称,因下属重要子公司商誉计提资产减值损失3.9亿元,同时对部分收入确认予以调整影响利润约-4463万元,公司2017年净利润由4765.55万元修正为-3.84亿元。从修正公告披露前一个交易日的涨停到随后股价持续下跌,不少投资者蒙受损失。

2017年年报季,大规模计提商誉减值的不仅有光一科技,还有游久游戏、荣之联、斯太尔等上市公司,商誉减值分别达到了3.13亿元、2.9亿元和2.02亿元。

企业计提商誉减值的原因很多。比如,处置过去收购的资产,同时将与该资产相关的商誉一并转

出。再比如,外币结算,汇率波动导致商誉减值。不过,最重要的原因当属未来可收回现金流现值低于包含商誉资产组的账面价值。

一般情况下,收购企业给出了较高的溢价,被收购企业也会承诺一定期限的业绩。业绩承诺意味着被收购企业必须在承诺期带来现金流。一旦业绩承诺不达标,“可回收金额低于商誉+按购买日持续计算的可辨认净资产公允价值时,就会导致商誉减值发生”。国泰君安证券分析师刘易表示。

但是,即使并购标的的业绩承诺未完成,也不代表上市公司会对商誉计提减值。因此,公司能否完成承诺净利润与最终是否计提商誉减值损失之间有一定关联,但并没有绝对的因果关系。刘易指出,这主要是因为企业对商誉减值测试具有一定的自主性,无论是现金流量的预测还是贴现率的选择,都有一定可自主裁决的空间,这使得商誉减值调节利润成为可能。有些公司收购标的盈利不及预期,公司却不计提减值准备或者公司因当年扭亏无望,便通过大额计提商誉减值来为财务报表“洗澡”,为未来业绩增长铺平道路。

与此同时,商誉虽然在会计处理上属于无形资产,同时也是收购方实实在在的成本。公司支付资本形成的商誉越多,就越有可能摊薄未来的资产收益率。

谨慎看 不踩雷

2015年前后是A股市场并购的高潮,以普遍3年的业绩承诺期计算,从今年开始被收购标的业绩承诺期陆续结束,市场有可能进入商誉风险密集爆发期。“理论上商誉只要存在,就有减值的可能,最终归宿皆为损益。”刘易说。

也有6只加入了破净大军。

个股纷纷破净,是否意味着抄底良机?从历史数据看,个股破净严重的时候往往是市场估值的底部。2005年6月份前后,上证指数在998点历史低点附近,当时A股市场的破净股数量约为175家。经历了大牛市到大熊市的周期后,2008年上证指数跌至1664点附近时,A股市场的破净股数量约高达215只。最近一轮大熊市的低点区域附近,2013年6月下旬上证指数1849点附近时,A股市场的破净股数量大约为160家。由上述数据不难看出,在历史上几轮大熊市底部区域附近,破净个股数量都在150家以上。不过,从破净股占上市公司比重来看,当前破净股的比例还低于前几轮熊市的比例,即使按最低价计算,当前破净股占全部A股比例不到8%,比2005年股市大跌时的13.4%和2008年熊市低点时的10.9%都要少。

尽管处于历史估值底部,但现在投资破净股还需要细思量。至少,有一部分破净股不能碰,主要是业绩连续亏损的上市公司,这类公司大多负债累累,准确地说其资产是否“净”还有待研究,所以投资者一定要注意规避高负债率的破净股。

银行股大面积破净,当前是否就是投资良机呢?这也要从多方面分析,一些银行资产优良、盈利能力强,流动性也好,甚至是“大而不能倒”的系统性重要银行,从股息率看比当前存款利率要高不少。从长期来看,这样的股票自然是比较不错的投资对象。但就当前来看,市场上不乏投资者认为银行实际不良率要高于公布的不良率。近期“商业银行逾期90天以上贷款全部计入不良贷款”的新政也会导致银行不良率增加,这使得投资者担心银行资产质量“最坏的时刻”可能还未过去。其次,银行是典

投资者如何规避商誉减值风险?

安信证券首席策略师陈果认为,中报是窥测并购企业业绩承诺完成情况的重要时间节点。以联建光电为例,根据其在2017年中报披露的数据,仅精准分众传媒、分时传媒、友拓公关完全披露实际净利润,中报业绩承诺完成进度分别为32.79%、33.60%、39.56%,业绩承诺完成进度均远小于50%,这3家业绩承诺完成率分别为81.76%、56.89%、88.20%。

2017年联建光电商誉为38.43亿元,占净资产比重为78.49%。根据Wind已披露的数据来看,2017年,并购公司中仅西藏泊视完成了业绩承诺,这样联建光电期末大额计提商誉减值损失也不足为奇。

业绩承诺期结束后是“变脸”爆发期,尤其值得关注。一般情况下,被并购的在业绩承诺期都能完成业绩承诺,因此这段时期商誉减值风险不大。即使无法完成业绩承诺,也因为有补偿款而对业绩影响不大。一旦过了业绩承诺期,变脸比变天还快的比比皆是,所以要格外关注承诺期过后业绩下降导致商誉减值的风险。

此外,要对商誉占比较高的行业保持高度警惕。2017年,机械、传媒、通信等行业商誉减值损失占净利润比例较高。据川财证券统计,在A股29个中信一级行业中,2017年商誉减值损失对净利润影响较大的行业为传媒、机械、通信、计算机,数值分别为11.65%、10.36%、8.35%和3.39%。

需要强调的是,商誉不是洪水猛兽。并购是一种常见的商业行为,如果整合顺利,有利于公司未来发展,由此形成的商誉只要在合理范围内,都是可控的。问题的关键在于收购完成后,收购方与被收购方如何进行协同,这才是问题的关键。

投资眼

估值再次回到历史底部——

A股已进入投资价值区域

□ 燕翔

当前估值水平下的权益资产已经具有绝对的投资价值,无论是从绝对收益还是相对收益的角度看,在大类资产中均有明显优势

上周(6月18日到6月24日),沪深股市大幅调整下跌,上证综指下跌4.37%,创业板指数下跌5.60%,Wind全A指数下跌4.97%,国信价值指数下跌3.02%。从全年来看,2018年以来A股主要指数跌幅多数都已在10%以上,其中中证1000指数跌幅最大,达21%。

造成股市大幅下跌的催化剂主要是中美贸易摩擦进一步升级。有两点值得关注:一是,从基本面角度来看贸易摩擦的实际影响有限。从目前已经宣布的金额来看,500亿美元占中国对美国出口的比例是11.6%,占中国全部出口比重的2.2%,以此金额计算加征25%的关税。不论对500亿美元还是2000亿美元加税,相比中国13万亿美元GDP体量来说,微乎其微。二是,今年以来A股市场的调整幅度已经非常充分。这在短期内会对市场情绪产生影响,但从全球资本市场2018年以来的表现看,A股的调整幅度在全球范围内看都已经算是非常大的了。在国信策略跟踪的全球20个主要指数中,沪深300今年以来排名倒数第二。

今年以来新兴市场股市表现弱于发达市场,A股的表现在各新兴市场国家中又处于极其弱势的地位。相较于很多地缘政治风险频发和遭遇汇率波动冲击的新兴市场国家来说,中国经济基本面和稳定性都是具有绝对优势的,A股的表现却远逊于前者。综合各方面来看,当前A股对贸易摩擦冲击和经济悲观情绪的调整都已经非常充分。

更为重要的是,当前A股的估值水平已经再次回到了历史底部。全部A股的总体市盈率已经低于2016年2月份两次熔断后的水平。低估值(滚动市盈率小于30倍)的个股超过1400只,占比41%。当前估值水平下的权益资产已经具有绝对的投资价值,无论是从绝对收益还是相对收益的角度看,在大类资产中均有明显优势。日后回头再看,或许我们再次感叹2018年6月底的A股市场遍地是黄金。

从A股整体的估值水平来看,当前全部A股的PE(市盈率)在16倍左右,已经低于2016年2月份两次熔断后的水平。同时,这个低估值是在上证50和沪深300估值略有提高的情况下实现的。换言之,一大批中小上市公司当前的估值水平要显著低于2016年2月两次熔断之后的水平,中证1000指数PE相比当时已经跌去超过一半。

从结构上看,截至今年6月22日两市3521家上市公司中,PE在10倍以下的公司有134家,占比4%;10倍至20倍PE的公司有605家,占比17%;20倍到30倍的公司有700家,占比20%;30倍以下PE低估值公司超过1400家,占比达到41%,这个比例已经超过了2014年牛市启动前的水平。(作者单位:国信证券)

数据来源:东兴证券

基金净值下跌 股票型仓位上升

6月15日至6月22日

纳入监测的股票型开放式基金共有

326只

其中

13只

净值上涨

净值最大涨幅达到了3.5个百分点

304只

净值下跌

最大跌幅达到了-7.64个百分点

净值平均涨跌幅为-2.94个百分点

6月15日至6月22日

纳入监测的混合型开放式基金共有

3116只

其中

291只

净值上涨

净值最大涨幅达到了3.35个百分点

2626只

净值下跌

净值最大跌幅达到了-8.93个百分点

净值平均跌幅为-1.75个百分点

混合型基金平均仓位

53.96%

53.91%

上周

本周

股票型基金平均仓位

87.36%

88.12%

上周

本周

抄底破净股还需细思量

□ 金风

财眼看市

近期随着股市的持续调整,一批个股股价跌破净资产,有的个股甚至一度跌破1元面值。

统计数据看,截至6月24日,若以最低价计算,沪深两市最多有278家股票破净,创A股开设以来的最高值;而以收盘价计算,两市一共有194家股票破净,同样处于历史高位。

在破净的股票中,银行占据了15个席位,而目前银行板块一共才26家股票,是破净最严重的板块;电力占据了17个席位,为破净数量最多的板块;汽车、煤炭板块分别有12家、8家公司股票破净。另外,房地产、建材、钢铁、工程机械也有不少个股破净,甚至连股价高高在上的创业板股票