

研究報告

外延并购对上市公司业绩影响分析

陈希

资本市场研究所

外延并购对上市公司业绩影响分析

过去几年，A股市场并购重组活跃，成为驱动部分企业高速增长的主要动力。随着并购监管环境趋严、IPO常态化、估值水平回落以及定增退出节奏放慢，缺乏内生增长、单纯依赖外延并购的成长模式将难以延续。与此同时，大量已经完成的并购正步入后承诺期时代，并购“后遗症”逐渐显现，部分并购标的面临业绩“变脸”的风险，而标的经营不达预期又会带来商誉减值的问题，进一步拖累上市公司业绩。本报告基于微观数据，分析外延并购对上市公司利润的影响，发现主要风险点，为监管部门提供参考。

一、外延并购对当年业绩增长的贡献

外延并购对上市公司业绩最直接的影响就是并表利润将增厚上市公司盈利。总体来看，外延并购对上市公司业绩增长的贡献具有明显的结构性特征¹。

（一）对创业板、中小板影响较大

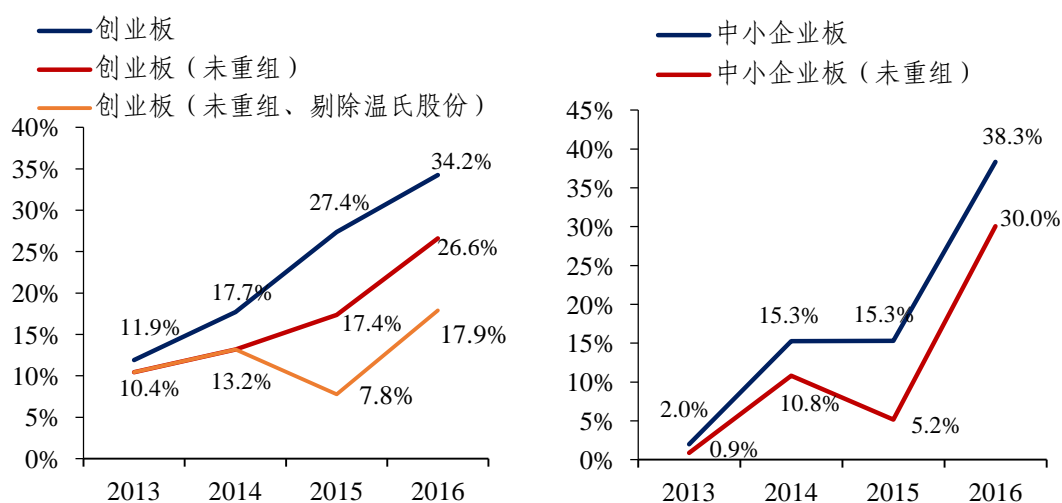
横向看，外延并购对创业板、中小板的业绩增长贡献更大，对主板的影响不明显。2016年，创业板扣非净利润增速为34.2%，剔除重大资产重组公司后，业绩增速下降至26.6%。如进一步剔除温氏股份，创业板同比增长仅17.9%。也就是说，2016年，重组公司与温氏股份使得创业板的盈利增速提升了16个百分点。中小板扣非净利润同比

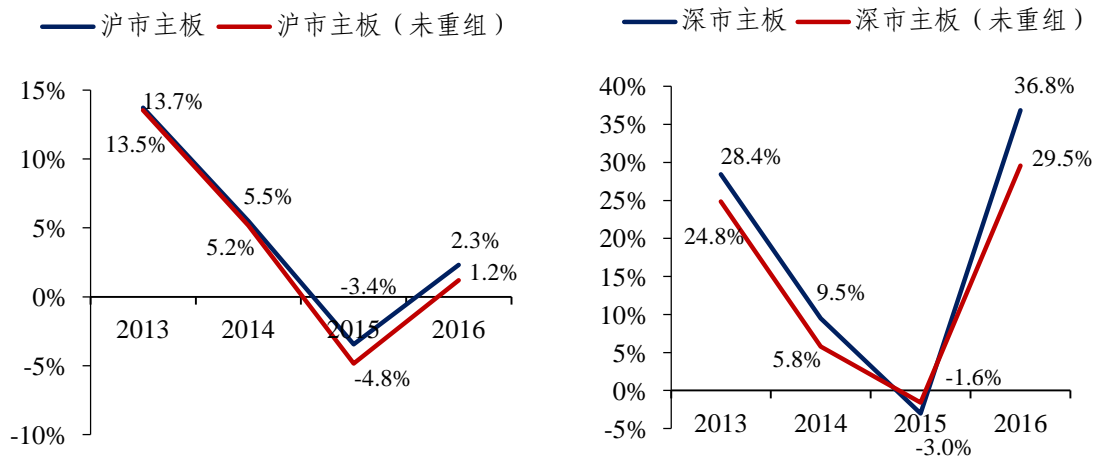
¹ 本报告对外延并购业绩贡献的测算主要针对重大资产重组公司。基本方法是剔除当年完成重大资产重组的公司以及当年还未上市的公司后，计算其余公司的扣非净利润增速，并将其与当年所有已上市公司的扣非净利润增速进行比较，由此来衡量外延并购对当年利润增长的贡献。

增长 38.3%，剔除重组公司后，业绩增速下降至 30.0%。各板块中，外延并购对沪市主板的影响最小，近两年仅提升净利润增速 1 个百分点。

纵向看，外延并购对创业板、中小板的影响逐渐扩大，到 2015 年达到顶峰，之后有所减弱。2013-2015 年，并购数量及规模在监管放松的背景下快速增长。2015 年，创业板有 17% 的公司完成重大资产重组，导致创业板扣非净利润增速提高 10 个百分点至 27.4%；中小板有 10% 的公司完成重大资产重组，导致净利润增速提高 10.1 个百分点至 15.3%。而 2016 年，随着政策不断收紧，外延并购对创业板、中小板的盈利助力已经开始减小。

图 1 各板块扣非净利润增速

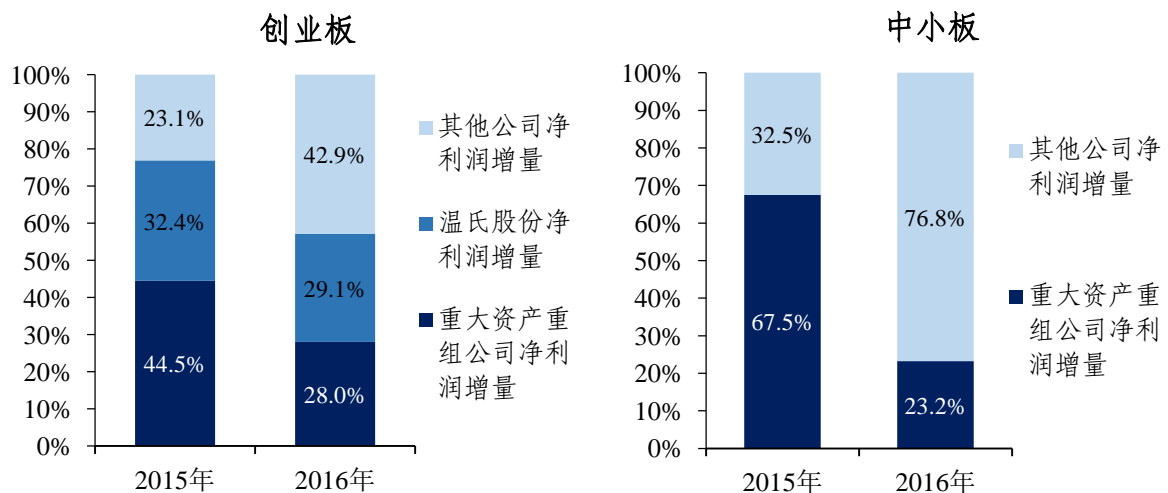




数据来源：Wind 资讯。

将创业板和中小板的净利润增量分解，也反映出外延并购的贡献正在减弱。2015 年，创业板扣非净利润增量中，重大资产重组公司贡献 44.5%，温氏股份贡献 32.4%，而其余公司仅贡献 23.1%；2016 年，重大资产重组公司的贡献下降至 28.0%，温氏股份基本持平，其余公司提高至 42.9%。与创业板类似，中小板重大资产重组公司对扣非净利润增量的贡献由 2015 年的 67.5% 下降至 2016 年的 23.2%。

图 2 创业板与中小板扣非净利润增量分解

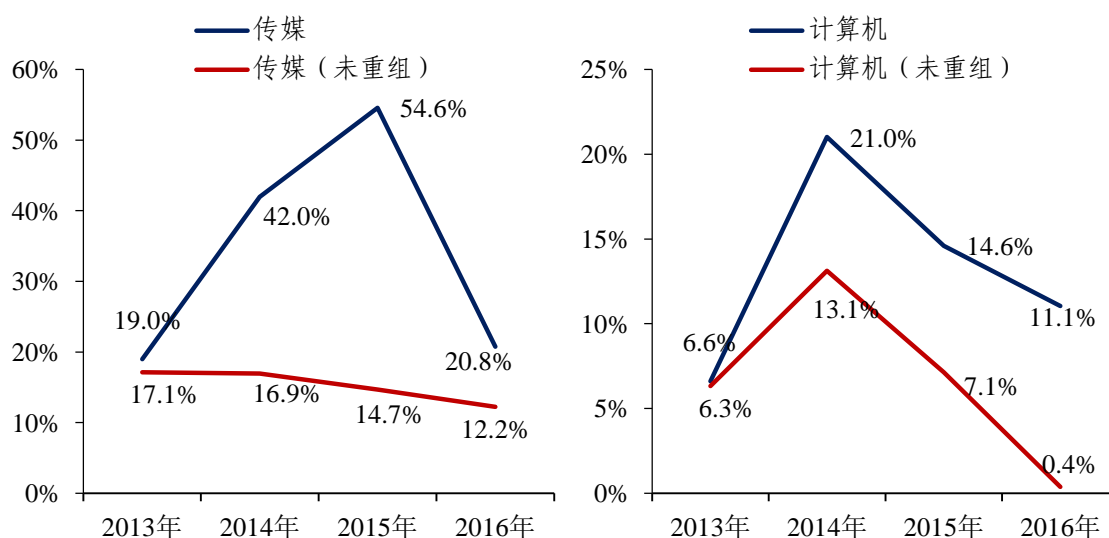


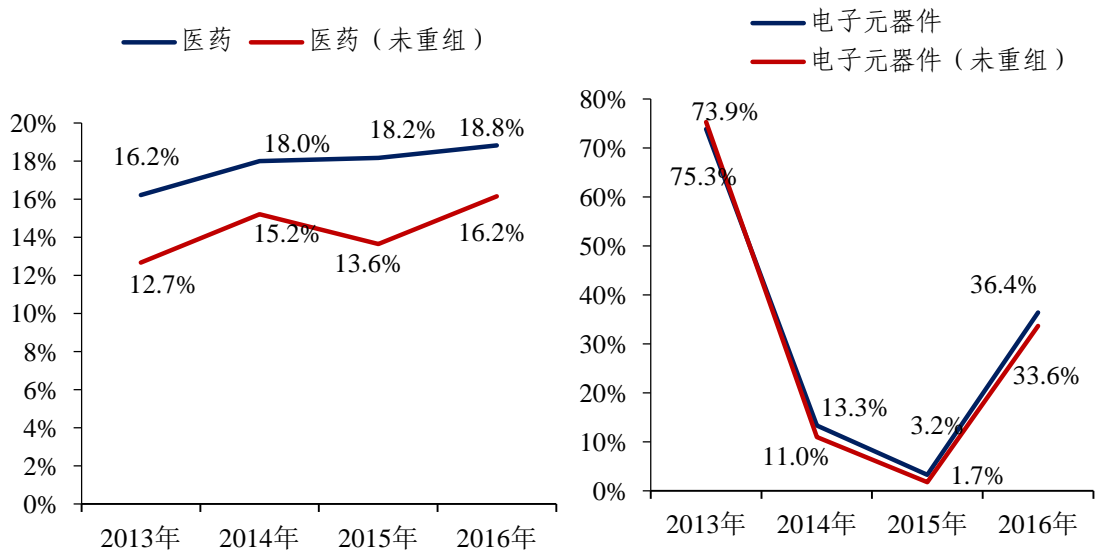
数据来源：Wind 资讯。

（二）传媒、计算机高度依赖外延并购

分行业看，外延并购对新兴行业利润增长的贡献较大，其中，传媒、计算机行业的增长主要来自于外延并购。2013-2015年，传媒行业扣非净利润增速持续加快，2015年一度达到54.6%。但剔除重组公司后，行业增速逐年放缓，2014~2015年分别为16.9%和14.7%。也就是说，传媒行业2014及2015年的高增长几乎完全是由并购推动的。这也导致在2016年泛娱乐监管收紧、外延并购受阻的情况下，传媒行业业绩增速大幅回落至20.8%。与传媒行业类似，计算机行业对外延并购的依赖度也较高，剔除重组公司后，行业内生增长乏力。尤其是2016年，行业增长完全由重组公司贡献，未重组公司扣非净利润增速仅为0.4%。医药行业增长相对平稳，尽管外延并购持续对盈利有贡献，但幅度较小，平均提升增长率2~4个百分点。电子元器件行业外延并购的影响总体上也比较微弱，平均提升增长率2~3个百分点。

图3 部分新兴行业扣非净利润增速





数据来源: Wind 资讯。

(三) 部分企业高度依赖外延并购

从企业层面看,有 85 家上市公司在 2014~2016 年实施两起或以上重大资产重组,这些公司对外延并购的依赖度较高,未来业绩增速下降的风险更大,需重点关注。例如,捷成股份 2014 年收购极地信息等四家公司股权,2015 年并购中视精彩和瑞吉祥,2016 年并购华视网聚,一系列并购推动公司业绩持续高增长,2014~2016 年扣非净利润分别增长 36.3%、102.4%、81.8%。又如,联建光电 2014~2016 年依次完成对分时传媒的收购,对友拓公关及易事达的收购,以及对深圳力玛等四家公司的收购,净利润规模由 2013 年的 1600 万元迅速扩大至 2016 年的 4 亿元,未来高成长性可能难以延续。

二、并购标的业绩可持续性分析

并购完成后,标的经营业绩的可持续性也对上市公司业绩产生影响。从实践看,标的公司业绩表现呈现三个特征。

一是在业绩承诺期内,大部分收购标的能够完成业绩承诺。根据

上市公司 2015 年年报，共有 353 家上市公司的 481 个重组标的做出业绩承诺，其中 70 家上市公司的 85 个重组标的未完成业绩承诺，业绩达标率为 80%。天风证券对创业板收购标的业绩完成情况的研究显示，创业板 2013~2015 年每年完成业绩承诺收购交易达到 80%~90%，2016 年为 73.8%，业绩承诺有一定保障。

二是业绩承诺期后期，业绩承诺完成率较前期明显下降。有研究对 2015 年度处于业绩承诺期的项目进行分析，结果显示，2015 年度并购项目未完成 2015 年度业绩承诺占比为 16.44%，2014 年度并购项目未完成 2015 年度业绩承诺占比为 25.97%，2013 年度并购项目未完成 2015 年度业绩承诺占比为 42.45%，三年以上业绩承诺期的并购重组项目到第三年的时候，业绩承诺能够完成的项目占比不到 60%。由此可见，业绩承诺期的早期，履约情况通常较好，而承诺期后期，难以兑现的概率显著提升。

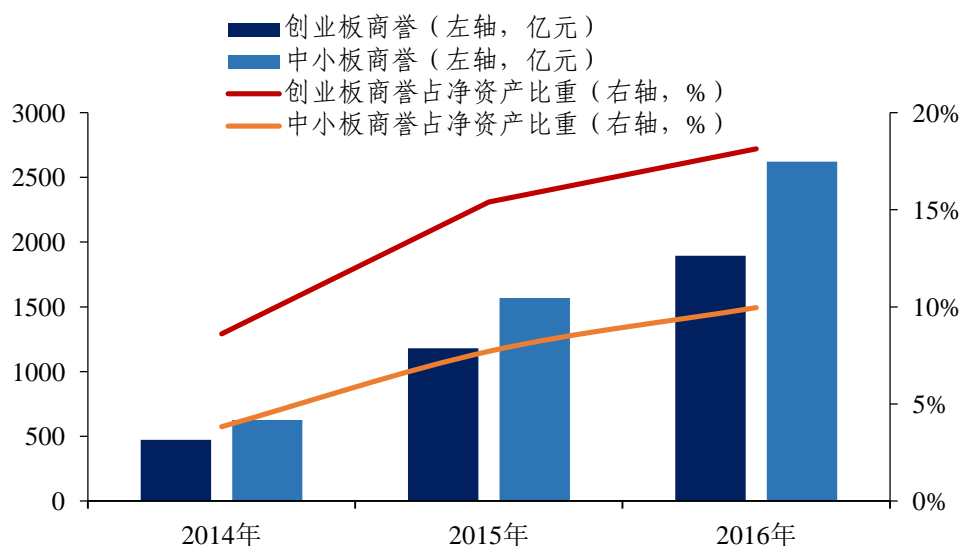
三是承诺期过后，标的盈利情况不容乐观。我们研究了业绩承诺期于 2015 年结束的 34 个样本¹，发现标的盈利下降的有 20 个，占比近 60%，盈利持平的有 5 个，盈利增长的仅 9 个。一些标的公司净利润大幅下滑，存在承诺期内提前透支业绩的嫌疑。例如，福日电子 2013 年收购迈锐光电，三年承诺到期后，2016 年度迈锐光电收入下降超过 50%，净利润大幅亏损 5776 万元，拖累上市公司业绩同比下降 46%。

三、商誉及商誉减值情况

¹ 承诺期后标的业绩情况披露较少，导致样本量较小。

若并购标的业绩不达预期，上市公司还面临商誉减值的风险，进而吞噬上市公司利润。近年来，由于资本市场估值高企，一级市场价格也水涨船高，并购高溢价问题突出，造成上市公司商誉快速增长。2016年末，上市公司商誉已经达到1.05万亿元，是2014年3.2倍；商誉占净资产的比重达3.39%，较2014年提升2个百分点。创业板、中小板商誉占净资产的比重分别高达18.1%、10.0%。

图4 创业板及中小板商誉情况



快速增长的商誉犹如上市公司头上的“达摩克利斯之剑”，一旦并购标的业绩低于预期，将带来商誉减值的风险，拖累上市公司业绩。2014至2016年，计提商誉减值损失的上市公司家数由156家增加至339家，商誉减值损失金额由32亿元增加至101亿元。尽管在总量上，商誉减值损失金额占上市公司净利润的比重还很小，但对于个别公司而言，商誉减值损失已经对业绩产生了显著的影响。例如，*ST三泰2016年巨亏13亿元，一个主要原因就是收购的烟台伟岸盈利不达预期，造成了6.5亿元的商誉减值损失。勤上股份2016年收购广

州龙文教育，形成 20 亿元的商誉，但收购不到一年，就由于龙文教育经营情况低于预期对商誉减值 4.6 亿元，导致公司 2016 年亏损 4.3 亿元。从商誉占净利润的比重来看，有 118 家公司的商誉已经超过其 2016 年净利润的 10 倍。这些公司一旦发生商誉减值，可能对净利润产生较大的冲击。

四、结论与展望

综合来看，上市公司业绩在未来两年既面临外部动力减弱，又面临已完成并购业绩无法持续及商誉减值的风险。

首先，外延并购依赖度较高的板块、行业及企业，业绩增速或将放缓。随着 IPO 常态化带来的供给增加、潜在并购对象独立 IPO 的意愿增强、企业并购重组的审核力度加大以及减持新规对定增股份退出加强监管，企业的并购输血能力将进一步下降，内生增长重要性将更加凸显。分板块看，外延并购对创业板、中小板盈利增速的贡献较大，未来板块面临增速放缓的风险。事实上，创业板在外延并购效应减弱、温氏股份盈利大幅下滑双重影响下，2017 年一季度增速已经出现了较明显的回落，净利润仅同比增长 11.1%¹。分行业看，传媒、计算机对外延并购依赖度高，行业内生动力的不足或将导致未来行业增速继续下行。从企业看，有 85 家公司在近三年多次重组，在新的监管环境下，这些公司业绩恶化的可能性较大。

其次，随着并购标的进入业绩承诺期后期，业绩“变脸”的风险将明显抬升。从过去经验看，并购承诺期早期业绩完成情况较好，但

¹ 一季报未披露扣除非经常性损益的净利润，故以归属于母公司净利润计算。

到承诺期后期，以及业绩承诺期结束后，标的业绩则较难保障。2015 年是我国上市公司并购重组的高峰，很多并购项目将于 2017 年进入业绩承诺的最后一年，到 2018 年不再受业绩承诺的约束，这些并购项目存在盈利下滑的风险。

最后，并购标的业绩不兑现的同时，还会带来商誉减值的风险，进一步拖累上市公司业绩。近几年，上市公司商誉占净资产的比重持续增长，计提商誉减值损失的公司数量及金额也在不断攀升。部分上市公司已经在账面上形成巨额商誉，118 家公司商誉超过其 2016 年净利润的 10 倍，这些公司一旦发生商誉减值，可能对净利润产生较大的冲击。

免责声明

报告中观点仅代表作者个人观点，与上海证券交易所无关。在任何情况下，报告中任何内容不构成任何投资建议，不做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归上海证券交易所所有，未获得本所事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本所书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“上海证券交易所资本市场研究所”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

单 位：上海证券交易所资本市场研究所

微 信：上交所资本市场研究所

微信号：sse_yjs

联系人：浦老师

传 真：021-6880 5057

地 址：上海市浦东南路 528 号南塔 12 楼



邮 箱：rypu@sse.com.cn

网 址：www.sse.com.cn

邮 编：200120
