

# 识别并购重组会计造假 财务总监是关键先生

并购重组,毫无疑问是当前资本市场的热门话题。

国信证券投资银行事业部副总裁、并购业务总部总经理龙飞虎日前在“上市公司财务总监前沿问题研讨班”上表示,目前并购市场形势“风起云涌,如火如荼”。

在他看来,近两年并购市场的并购既有来自市值管理的需求,也有来自产业转型升级的需要,更包含快速变化的经济形势对上市公司调整扩张方式提出的要求。

龙飞虎认为,在并购重组过程中财务总监的作用巨大,虽然在并购当中直接出面的更多是董秘,但是董秘背后都必须有一个坚实的财务总监做支持。

## 并购与市值管理互动

龙飞虎认为,并购与市值管理是互相影响和循环互动的。

并购对上市公司市值提升有重要意义。“龙飞虎认为,市值是并购重组的前提和基础,而反过来重组又能够实现财务价值的发掘,有利于提高市值水平。”

龙飞虎表示,通过并购重组,公司实现了扩张,这表现为上下游整合、多元化的发展,或者进军新的业务领域。这样有利于形成并购效应和业务协同,实现财务价值和业务价值的进一步发掘。按照发行股份购买资产或定价增发要求,发行股份的定价是以基准日前20个交易日的平均价格作为基准的。因此,公司估值合理将有利于并购业务的开展,较高的

估值、合理的估值会便于公司开展并购业务,所以说市值是并购的前提条件和基础。

如果说一家上市公司市值要从10亿级增长到百亿级,没有并购基本上是不可能的,上市公司蓝色光标就是市值和并购良性互动最好的例子。”龙飞虎表示,蓝色光标于2010年上市之后,先后收购了精准阳光、美广互动、京久广告等公司,公司的主营业务由原来的公共关系业务板块,向广告业务板块扩展,初步形成了搭建传媒传播集团的架构。公司上市初期市值为30亿元左右,现在市值已经达200多亿元。

龙飞虎表示,通过市值管理,推动了公司的并购,利用发行股份购买资产,从经济角度看非常划算。另一方面通过并购,市值进一步扩大,又推动了下一轮并购业务,形成良性互动。

## 财务视角警惕报表粉饰

龙飞虎还侧重从财务视角介绍了在并购重组过程中应关注的要点问题。

他表示,并购重组实际操作层面的财务重点事项主要包括三方面,分别为财务视角初步甄别企业、财务视角深入调查企业和并购支付方式、并购融资及会计处理。

从财务角度初步调查企业,需要至少做到两点:一是财务状况和经营成果的初步判断;二是对标的企业初步估值。初步甄别企业中,识别财务造假至关重要。一般要对报表粉饰、信贷风险预警、资金链断裂风险预警、还债风险预警有所警惕。

龙飞虎表示,财务总监在市值管理中起很关键的作用。虽然在并购中直接出面的更多是董秘,但是董秘背后必须有一个坚实的财务总监做支持。在并购过程中,财务总监要做的主要是两个事情,第一个通过分析财务数据,初步判断这个企业是否适合收购的标的,而是否适合收购主要有两点:

第一,并购标的企业是不是健康的企业,有没有财务造假的嫌疑,是否资金链马上要断裂;

第二,即将并购重组的两家企业有无财务上的协同效益,财务协同效应除了技术研发的协同效应之外,还包括是不是能够降低财务成本。

对标的企业的初步估值,目前市场中常用的估值方法有资产基础法、收益法、市场法。在对目标公司进行估值定价的过程中,需根据其所属行业特征选择适用的估值方法进行估值。

龙飞虎介绍,产业并购交易的标的资产估值与所在行业增长前景、标的公司业绩成长性息息相关。此外,财务总监需要从财务视角渗入详细调查企业并甄别并购标的的方方面面。具体来说,即是资产权属及其完整性、盈利能力、独立性和估值。其中,盈利能力又包括调查利润表,资产负债表和对持续盈利能力的调查。

甄别目标其企业后,资金如何筹措和财务总监密切相关。”龙飞虎认为资金支付可以有一定的灵活性,主要还是需要考虑对方的诉求以及自己的资金充裕程度。此外,每股收益、避税和审核时间的长短都应该纳入支付方式考虑当中。

## 信息时代的技术变革

洪流滚滚而来,对企业而言,这股浪潮无可阻挡,若不顺流而下,昔日“霸主”摩托罗拉和诺基亚的“沉沦”便是前车之鉴。

## 正因此,如何在新环境下

辨识、评估和应对变革,

如何打造财务管理的全新

价值,便成为上市公司财务

总监亟待解决的问题。

在日前由资本市场学院和

ACCA(特许公认会计师公

会)联合举办的第二期

“上市公司财务总监前沿

问题研讨班”上,企业家和

学者畅谈了当下热门的经济

话题:并购、市值管理、

电商的未来以及传统行业

该如何顺应时代潮流。

## 施光耀: 市值管理不等于管理股价

在资本市场学院组织的上市公司财务总监前沿问题研讨班上,中国上市公司市值管理研究中心主任施光耀就当前中国资本市场实行市值管理的必要性做了论述。

施光耀认为,中国资本市场的现实困局决定了市值管理十分必要,比如中国上市公司及其大股东受股权长期分置后遗症的影响,市值意识普遍不强和市值思维明显缺乏、以及中国资本市场处于“新兴+转轨”阶段,属于弱有效市场,与成熟市场相比,企业内在价值与市值之间的转换功能不强。

过去五年里,A股公司净资产和营收总量均翻了一番,净利润增长了80%,但市值却缩水了18%。”施光耀说。

不过,施光耀特别强调,市值管理不能等同于管理市值,尤其是不等同于管理股价。施光耀表示,上市公司的市值是任何人都没法管理的,如果直接去管理市值是不对的,市值管理和市值管理虽然只变化了文字顺序,但是二者的意思完全不同。目前在二级市场上流行一种说法,将市值管理混同于管理市值,甚

至认为市值管理和股价是一回事,说得好听一点是管理维护,严格来说其实就是操控股价。

我们认为市值管理是上市公司基于市值信号,顺应市场规律,综合运用多种科学管理方法与手段,实现公司价值创造最大化、价值实现最优化的战略管理工程。”施光耀说。

结合到财务总监在上市公司市值管理过程中的作用的话题上,在施光耀看来,CFO不仅仅是财务负责人,更是上市公司市值管理的中坚力量,这是国际惯例。在市值管理中,CFO作用贯穿从价值创造、价值实现到价值经营全过程,价值创造领导者。

作为高管,CFO和其他高管一起,从财务管理的独特角度,共同领导生产经营,以实现公司价值创造最大化;价值实现参与者。

作为财务主管,CFO经常面对投资者,揭示价值,答疑解惑,以实现公司价值实现最优化;价值经营主导者。

作为资本运营主要领导者,CFO直接参与重大资本运营活动,以实现公司价值经营最优化。

# 专家建议亏损网企上市引入毛利指标

“一号店现在的盈利状况如何?”在日前资本市场学院组织的上市公司财务总监前沿问题研讨班(第二期)上,一号店财务总监张良演讲结束后直面尖锐提问。

继续巨亏。”张良如实回答。

继续巨亏”这四个字几乎代表了当前中国互联网电商的普遍现状。电商高达30%毛利率的背后,行业依然亏损的逻辑是什么?拼命拥抱资本市场的电商行业境况如何?登陆国内资本市场又有哪些政策建议?一号店财务总监张良对上述话题一一解答。

## 烧钱是电商做大必经之路

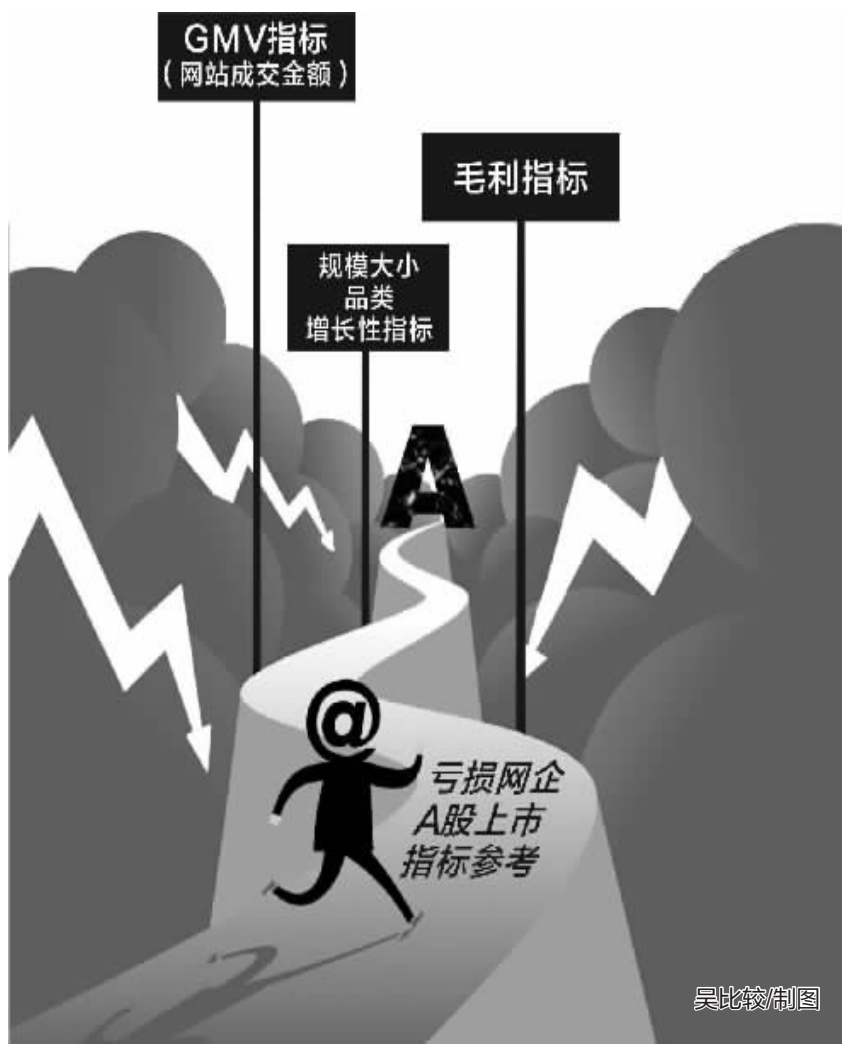
根据数据显示,中国网购的GMV总的是以复合年增长率29%的速度增长,预计2016年会达到3.6万亿人民币,占总零售额的10.8%左右。其中GMV代表网站成交金额。通俗的解释就是拍下的金额,不管用户最终是否实际购买。

张良分析称,在这样蕴含巨大前景的市场上,B2C类型的电商传统收入构成是由销货货物的收入,运费,新品上架费,仓储收入和广告收入等组成。而B2C网站主要的成本费用,最大的一块就是商品采购、买货,然后到销售出去整个流程的成本。另外一部分是包含线上、线下两部分。其次仓储运营和物流费用和人力成本也是需要考

虑的部分。以亚马逊为例,该公司成功由网络图书卖场转型到综合式的购物商场,自2001年以来其毛利润一直维持在25%以上。但在电商行业,高毛利不代表高利润,尽管有“霸王逆袭”的唯品会自2012年来一直保持盈利,股票一度从4美元到200美元,但大部分电商仍然苦苦挣扎,这背后的原因是什么?

张良用一个虚拟的例子来解释电商亏损的道理。假设一家电商公司有500人,毛利30%,平均每单价格200元,流量转化率是2%,即假设100人浏览网站,最终转换成购买行为的是2个人。假设这家电商融资1000万美金,换算成人民币6250万左右。

据上述的成本花费,营销中的购买流量是一笔不菲的开支。比如购买百度搜索,将电商的名字出现在搜索引擎靠前的位置或者是网页导航。假设电



购买了200万流量,加上自身拥有的100万自有流量,总共300万。2%的转化率加上200元的客单价,电商销售额为1200万人民币。毛利率30%的情况下即有360万的毛利。

接下来需要看成本支出。”张良指出,通常一条流量是0.5元,200万流量即是100万人民币。加上公司员工500人,人均一万元/月。再加上仓储和物流正常200万左右成本,总成本达到800万。之前电商获得的毛利是360万,这样就亏损440万。之前融资的6250万人民币只够支撑14个月。

然而,张良表示,6000万融资额远不够维持公司14个月的运营。通常来说,CEO融资成功后,大多数会选择扩张生意。在人力和购买流量都扩大一倍的情况下,6000万左右的融资额可能只能维持8个月左右的开支。

这家电商分到的市场蛋糕还不够

大。”张良认为,只有当蛋糕做得足够大的时候,电商才有机会突出重围。这就是所谓的小马拉大车。另外一个决定电商成功的关键因素就是规模效应。只有电商将规模做大,风投和PE才会投资。拿到融资之后的电商会开始打价格战,依靠低价的策略将其他竞争对手赶出市场。在这场战争中,资金链是核心,一旦资金链断裂,电商只能出局。”

“上市就等于补血,目前看起来是一劳永逸的方法。”张良称。

## 国内资本市场 如何留住优质电商?

尽管上市可以帮助电商补血,但是有些已经上市的电商巨头们并没有因此而一劳永逸。作为国内第一家在美国纳斯达克上市的中国电商,麦考林看似热衷于网购的消费者遗忘了。目前,麦考

林股价不及当初发行价的三分之一。

张良认为,经营模式转型速度过慢以及开支过大是麦考林失败的主要原因。今年5月份,商圈网发布公告称,已收购麦考林63.7%的股份,原董事长沈南鹏离职。

与麦考林一样苦苦挣扎的还有兰亭集序。由于其本身B2C的身份与其路演严重不符,这家上市的公司正面临着“业绩造假”,外汇风险加大和营销开支巨大等困境。

当当网的境遇比上述两家电商要好得多。尽管IPO后的当当立刻开始转型,最终使其深陷“烧钱大战”中无法自拔,但现在“引进来、走出去”的方案却终于在2013年迎来了曙光。

这种向第三方商家和网站开放流量,同时到其他网站上开店战略成功促成了一号店和当当网的合作。目前,当当的转化率升至行业第一,同时自10年来首次实现盈利。但是,图书客单价太低是致命伤。”张良说。

中国电商的美国之旅也不全是坎坷。唯品会,这只被称为“行内第一妖股”的电商平台,从一度跌破发行价的每股4美元暴涨至如今的200美元。

唯品会的定位极其精准。”张良解释说,这家主攻二三线城市,主打二三线时尚品牌的电商将主要营销费花在互联网上的重点营销。同时,原先负责当当和Tesco物流系统的唐倚智加盟到唯品会,并有效帮助唯品会开发了一套仓储物流模式,极大地降低了成本。

推动唯品会股价暴涨的原因有很多,张良认为,唯品会自2012年以来持续盈利的能力是推动股价上涨的主要原因。

眼下另一个问题是,国内资本市场如何留住优质电商?

张良认为,盈利指标是所有企业在国内上市的前提。在纳斯达克上市的互联网企业主要是概念,而非公司的盈利性,所以京东可以在纳斯达克顺利上市。

除了盈利方面的改动,张良认为,GMV是一个比较好的指标可供参考。虽然这个指标不能在财务报表中用财务数据表现出来,但是具备一定的参考价值。同时,在普通电商都有亏损的情况下,设立毛利的门槛是规则设定的一个方面。

另外,他认为,规模大小、品类和增长性也可以纳入准入门槛的考核范围。如果上市规则可以根据这些方面做一个相应的调整,会更鼓励电商在内地板块上市。

# 一家传统农企的互联网生意经

“在北京中关村大厦18楼,我在墙上画了一只猪,为了能让猪飞起来,又给猪加上了一对翅膀。”北京大北农集团副总裁薛素文希望,在互联网时代,大北农可以颠覆性地飞起来,而非被别人颠覆。

大北农是一家典型的传统企业。目前,以经营动物饲料为主的大北农成为农牧企业中市值最高的上市公司之一。2013年公司净利润7.7亿,年产量接近800万吨。

然而,即使成为中国最大的预混料企业,大北农还是发现以前世界500强中的传统行业公司在不断沦陷。

与此同时,搭上互联网模式的传统行业正蓬勃发展,比如小米和雕爷牛腩,看似传统的手机和餐饮行业因为有了互联网载体,从而迸发出新的生机。

对此,薛素文日前在研讨班讲述了农业企业如何利用大数据掘金的故事。

薛素文认为,传统农牧业并没有形成一条连贯的价值链。这也是为何现在食品安全事故频发的原因。食物从田间到餐桌并没有一个完整的系统。每个环节的主体都在各自为阵,只思考各自环节的利益最大化。现在互联网给了一个契机,可以将价值链中的个体变成一个有机的整体,用共同的利益形成相互约束的主体。

所以,大北农提出要“连”出一个生态圈。薛素文认为,未来单个企业与企业之间的竞争将不复存在,取而代之的是一个生态圈和另一个生态圈的竞争。自2012年开始,大北农开始着手把供应链里的合作伙伴都聚合在一起,其中包括经销商、养殖户、屠宰场以及设备厂商和金融机构。通过签订战略联盟,使大家变成事业财富共同体。这也就是所谓的跨界与混搭:羊毛也可长在“猪”身上。

这个生态圈包含了大北农迄今为止的最主要的两种尝试:智农网和农信网。

智农网是大北农自己的电商平台,2013年实现150亿的销售

额,占线上线下总销售的90%以上。再基于智农网上的用户购买数据和个人信息,形成了农信网。农信网为客户提供闭环式的小微金融服务,从而进一步提高了客户的黏性。

2013年,光大、广发和民生银行行为智农网上的客户提供了超过3亿人民币的贷款。大北农并没有为贷款提供任何担保,只是利用智农网上的大数据将客户的购买量和诚信记录发送给银行。截至目前为止,农信网上的累计贷款金额已经达到6亿元。

此外,大北农旗下的又一产品猪管网上线,目标客户群是养殖户。整个产品的设计和风格类似种菜游戏的模拟场景。养殖户可以建立自己的猪圈,并且将各种数据和信息输入到网站上。

到目前为止,猪管网共登记了17万头猪。现在全国大约有4000万头猪,薛素文认为当有10%的猪在猪管网上登记时,大北农就可以掌握整个生猪行业的生产密码。

同时,大北农想帮助养殖户实现智能养猪。即通过远程查看自己的养殖场情况。同时,大北农希望可以将所有大数据做成产品推送到养殖户的手机移动端上,比如查看猪常见的疾病种类,各种治疗药物包括对未来猪价走势的预测。

此外,大北农还开发了类似余额宝的农富宝。通过对客户购买数据和和个人信息的整理,大北农可以帮助养殖户购买大宗饲料,办理生猪保险以及争取风险投资基金。目前农富宝的收益率接近6%。

最后,卖猪的步骤大北农依然计划通过大数据来便捷交易。屠宰场和养殖户可以发布相应的生猪和需求信息。双方确定买卖后,开始生猪调运,通过农富宝支付首付款,最终把交易资料汇总到网站上。

“未来的养殖行业应该是洋气的养殖户在沙滩上放松的度假。”薛素文说,只要手边有一个iPad,就可以在猪管网上查看养殖场所有情况。这也是大北农致力打造的养殖户未来生活方式。

本版撰稿:证券时报记者 胡学文 见习记者 朱筱珊