

“超募”提升了创业板公司业绩吗

黄 琴 马俊杰

(北京工商大学商学院 北京 100048)

【摘要】本文比较了首批28家创业板上市公司2009年与2010年的业绩,同时与行业平均值进行了对比,并在对超募资金与上市公司的业绩关系进行简要分析的基础上提出了一些建议。

【关键词】创业板市场 上市公司超募 公司业绩

自2009年10月30日首批28家上市公司在创业板上市以来,至今已有207家公司登陆创业板。由于创业板上市公司本身的高成长性与高科技含量,投资者对其抱有很大的期望,加之严格的上市条件,使上市公司数量有限,我们不难理解其会出现高发行价、高市盈率和高超募比例的“三高症”。超募给企业带来了更多的现金流量,也给了企业更大的财务灵活性,本文主要研究“超募”能否提升这些公司的业绩。

一、超募公司的业绩现状

考虑到上市后经营时间的长短,我们选取了首批在创业板上市的28家公司,从盈利能力(以ROE衡量)、股东获利能力(以EPS衡量)、营运能力(以应收账款周转率、存货周转率衡量)、发展能力(以EPS同比增长率衡量)四个方面考察

了其上市前后的短期业绩表现,结果如下页表所示。

1. 年度间的比较。从2009年与2010年这28家创业板的业绩数据来看,无论是盈利能力、股东获利能力、营运能力还是发展能力,2010年的表现基本上均不及2009年。对此,上市公司业绩快报或报表附注大都会作如下解释:

首先,某些指标的计算方面引起的偏差,如ROE计算公式以归属于母公司股东权益的平均余额为分母,由于这些公司是2009年10月份上市融资,使2009年的平均总权益均低于2010年,可能存在净利润的增长率慢于权益的增长率,从而使以上指标出现负增长的现象;部分EPS的下跌也可能是由于年度间存在资本公积转增股本或其他原因,使总股本增加而导致。

4. 开展多元化经营。

(1)扩大股权投资。①电广传媒股权投资再创佳绩。借助全资子公司深圳市达晨创业投资有限公司,发起设立湖南文化旅游产业投资基金,总规模为30亿元,首期到位9亿元(电广传媒首期出资2.2亿元);成功设立第一只美元基金,募集资金6600万美元;完成人民币基金融资14.3亿元。截至2010年底,达晨创投累计管理9期基金,管理规模达65亿元;共完成34个初始投资项目和1个二轮增资项目,投资额约10亿元,累计上市项目18个。与此同时,通过大宗交易平台减持拓维信息、圣农发展等,实现投资收益超过6亿元。2011年拟推出新一期创投基金,总规模预计为35亿元。②广电网络、歌华有线、华闻传媒、时代出版等纷纷加大股权投资力度。广电网络与西安曲江文化产业风险投资有限公司2010年合资成立陕西华通文化科技创业投资有限公司,分别出资9000万元、6000万元,主要从事文化产业金融投资和资本运作;歌华有线出资2130.79万元购买中国电影股份有限公司1400万股,占总股本比例的1%;持有200万股的北京数码视讯已成功IPO上市;华闻传媒累计股权投资5.17亿元,较2010年初增加1.76亿元,增长51.6%,新增项目包括丰泽投资等;时代出版先后受让贵阳商业银行、东方证券和华安证券的股权,参与读者出版传媒股份有限公司增资扩股等。

(2)“文化+地产”投资。新华传媒通过提供财务资助13.2亿元,获得上海成城“成城购物中心”经营项目的控制权;博瑞传播创意成都项目预计2011年5月竣工投入运营,从而发挥“创意成都”文化产业聚集及项目孵化功能,培育新的利润增长点;东方明珠跨区域投资房地产,近年重点投资太原湖滨会场综合改造一期、二期和杨浦区“渔人码头”二期项目;辽宁出版出资35754万元投资辽宁体验式文化广场股份有限公司,占文化广场总股本的25%,以文化公司为主体投资开发体验式文化广场建设项目。

(3)尝试艺术品投资。电广传媒自2006年开始筹划并运作艺术品投资业务,目前已建成国内一流的艺术品收藏平台,通过正规途径(主要是拍卖市场)收藏齐白石、徐悲鸿、傅抱石、李可染、黄宾虹等中国近现代名家160多件艺术精品,2010年再次以不超过1.9亿元额度的自有资金增加艺术品投资。至此,电广传媒对艺术品的初始投资至少在5亿元。而且,电广传媒不仅自身加大艺术品的投资力度,还通过引入基金运作模式,进行专业化的投资管理。2010年发起成立北京中艺达晨艺术品投资管理有限公司,发行第一期艺术品投资基金,总规模3.06亿元人民币,现已募集完毕并进入封闭运行期。另将设立一只平行基金,预计总规模达5亿多元;正在紧张筹备美元基金,预计将募集资金5000万美元。○

28家创业板公司上市前后的业绩

公司名称	ROE			EPS			应收账款周转率(次数)			存货周转率(次数)			EPS同比增长率		
	2009年	2010年	增长率	2009年	2010年	增长率	2009年	2010年	增长率	2009年	2010年	增长率	2009年	2010年	增长率
特锐德	15.18	10.89	-28.26%	0.79	0.85	7.59%	2.37	1.94	-18.14%	23.50	12.96	-44.85%	23.43	7.59	-67.61%
乐普医疗	25.93	21.51	-17.05%	0.38	0.50	31.58%	6.04	5.69	-5.79%	1.55	1.45	-6.45%	-29.41	29.81	-201.36%
南风股份	12.02	8.68	-27.79%	0.64	0.66	3.13%	3.63	2.59	-28.65%	4.15	2.96	-28.67%	45.45	3.12	-93.14%
汉威电子	13.68	8.33	-39.11%	0.42	0.36	-14.29%	6.13	4.94	-19.41%	2.07	2.53	22.22%	-40.00	-14.28	-64.30%
鼎汉技术	16.35	10.56	-35.41%	0.74	0.67	-9.46%	2.54	2.03	-20.08%	5.49	4.03	-26.59%	24.53	-9.27	-137.79%
中元华电	15.89	6.77	-57.39%	0.57	0.34	-40.35%	2.24	1.50	-33.04%	7.75	4.46	-42.45%	-44.66	-40.35	-9.65%
大禹节水	9.67	7.41	-23.37%	0.46	0.21	-54.35%	5.13	3.46	-32.55%	2.15	1.76	-18.14%	12.19	-54.34	-545.78%
宝德股份	14.42	3.87	-73.16%	0.56	0.14	-75.00%	2.78	1.03	-62.95%	18.92	17.53	-7.35%	60.00	-75.00	-225.00%
机器人	10.87	10.89	0.18%	0.62	0.80	29.03%	4.22	3.85	-8.77%	2.16	1.83	-15.28%	-36.73	29.03	-179.04%
行业平均	15.29	12.97	-15.16%	0.46	0.57	23.82%	20.98	10.59	-49.55%	4.11	4.47	8.76%	21.77	15.67	-28.01%
神州泰岳	21.61	13.61	-37.02%	1.09	1.04	-4.59%	5.27	3.38	-35.86%	5.17	3.89	-24.76%	-22.14	-4.58	-79.31%
立思辰	13.38	9.78	-26.91%	0.37	0.38	2.70%	6.71	3.98	-40.69%	4.20	4.88	16.19%	-20.14	2.37	-111.77%
银江股份	13.41	10.82	-19.31%	0.39	0.41	5.13%	4.52	3.49	-22.79%	2.51	1.73	-31.08%	-36.06	5.12	-114.20%
行业平均	18.31	13.16	-28.12%	0.45	0.54	20.63%	10.67	11.28	5.70%	13.63	15.60	14.48%	8.48	8.76	3.32%
探路者	16.06	11.27	-29.83%	0.41	0.40	-2.44%	60.85	67.62	11.13%	2.46	2.76	12.20%	-19.60	-2.43	-87.60%
吉峰农机	16.48	12.10	-26.58%	0.36	0.37	2.78%	22.13	10.29	-53.50%	8.79	6.11	-30.49%	-42.94	2.53	-105.89%
行业平均	15.42	13.71	-11.05%	0.39	0.49	23.61%	698.47	532.96	-23.70%	14.62	13.12	-10.31%	15.67	16.78	7.03%
莱美药业	12.20	8.08	-33.77%	0.55	0.48	-12.73%	5.06	4.55	-10.08%	3.24	2.61	-19.44%	14.58	-12.72	-187.24%
安科生物	13.84	10.24	-26.01%	0.36	0.34	-5.56%	6.20	6.33	2.10%	3.74	3.78	1.07%	-36.35	-5.23	-85.61%
北陆药业	12.30	9.49	-22.85%	0.43	0.42	-2.33%	5.00	4.41	-11.80%	7.16	3.41	-52.37%	-24.56	-2.32	-90.55%
红日药业	15.72	10.51	-33.14%	1.01	1.01	0.00%	446.31	10.26	-97.70%	2.24	2.00	-10.71%	-41.24	-2.88	-93.02%
行业平均	15.17	13.21	-12.89%	0.50	0.56	12.81%	9.34	9.45	1.20%	3.64	3.62	-0.52%	36.89	21.10	-42.82%
上海佳豪	16.45	13.24	-19.51%	0.62	0.72	16.13%	18.11	17.86	-1.38%	-	-	-	-37.56	15.52	-141.32%
华测检测	13.78	9.68	-29.75%	0.59	0.56	-5.08%	25.08	22.90	-8.69%	-	-	-	-6.34	-5.08	-19.87%
行业平均	23.49	12.76	-45.67%	0.68	0.77	12.07%	12.67	11.56	-8.72%	6.52	6.49	-0.40%	12.31	12.95	5.17%
新宁物流	13.52	5.35	-60.43%	0.37	0.19	-48.65%	5.08	4.84	-4.72%	311.81	407.05	30.54%	-19.56	-48.64	148.67%
行业平均	13.27	10.65	-19.79%	0.35	0.39	10.17%	19.50	16.51	-15.35%	135.45	151.57	11.90%	5.05	12.57	148.73%
亿纬锂能	12.05	10.10	-16.18%	0.38	0.43	13.16%	3.04	2.99	-1.64%	2.73	3.71	35.90%	-19.14	13.15	-168.70%
行业平均	15.46	10.69	-30.88%	0.40	0.50	25.37%	6.09	6.53	7.20%	5.07	6.51	28.50%	1.40	52.01	3621.37%
爱尔眼科	12.80	9.68	-24.38%	0.44	0.45	2.27%	43.36	33.18	-23.48%	9.69	10.00	3.20%	-27.86	2.27	-108.15%
行业平均	12.04	15.44	28.25%	0.29	0.38	31.03%	57.89	53.23	-8.05%	18.12	18.66	3.01%	6.07	61.85	918.86%
网宿科技	9.12	5.29	-42.00%	0.32	0.25	-21.88%	9.30	7.39	-20.54%	34.18	29.29	-14.31%	-47.54	-21.87	-54.00%
华星创业	16.69	14.53	-12.94%	0.42	0.50	19.05%	2.76	2.15	-22.10%	31.38	30.11	-4.05%	-27.58	19.04	-169.04%
行业平均	19.09	14.19	-25.66%	0.49	0.61	24.31%	8.72	6.86	-21.26%	17.74	39.74	124.05%	3.85	9.92	157.43%
硅宝科技	15.32	10.61	-30.74%	0.44	0.42	-4.55%	6.73	6.29	-6.54%	8.94	6.69	-25.17%	-34.32	-4.54	-86.77%
行业平均	7.52	9.28	23.35%	0.27	0.38	40.14%	29.47	46.10	56.44%	6.46	7.23	11.91%	28.19	43.18	53.14%
华谊兄弟	9.78	9.83	0.51%	0.32	0.44	37.50%	3.23	3.28	1.55%	1.26	2.22	76.19%	-43.85	37.50	-185.52%
行业平均	7.46	8.46	13.40%	0.24	0.30	25.00%	72.27	64.16	-11.22%	9.68	16.74	72.95%	15.54	7.04	-54.71%
金亚科技	10.21	7.90	-22.62%	0.33	0.30	-9.09%	2.15	1.83	-14.88%	3.59	4.57	27.30%	-26.66	-9.09	-65.90%
行业平均	15.54	11.79	-24.14%	0.43	0.54	24.83%	7.02	4.75	-32.31%	3.92	4.19	6.81%	24.15	20.20	-16.33%

注:以上数据均来自巨灵数据库。①ROE=归属母公司股东净利润÷期初、期末归属母公司股东的权益的平均值×100%;②EPS=归属于普通股股东的当期净利润÷当期发行在外普通股的加权平均数;③应收账款周转率=营业收入÷期初、期末应收账款净额的平均值;④存货周转率=营业成本÷期初、期末存货净额的平均值;⑤EPS同比增长率=(本期基本每股收益/上年同期基本每股收益-1)×100%。

其次,募集资金大多被投资于较长期的项目,这些项目从开始投资到产生收益一般都有一定的时间阶段,不会马上产生效益,可能会使短期业绩指标下滑。

再次,创业板公司的表现也与其所在行业的整体业绩走势有关,上表数据显示,某些行业2010年的整体形势与2009年相比,似乎确实有下滑的趋势。

2. 与行业平均值的比较。撇开这些客观计算与项目本身的原因,将创业板公司与其各自的行业平均数进行比较,我们发现,除个别创业板超募公司的相关业绩指标高于行业平均值外,大部分公司的表现与行业平均数持平,甚至大大低于行业平均值。

3. 与整体市场的比较。2010年近200家创业板公司实现的营业收入合计1000亿元,较上年增长31.76%,而同期1000多家上市公司的成长率为36.14%,可见创业板公司的成长性低于平均水平。根据深交所的数据,目前创业板整体的动态市盈率达55.91倍,理论而言,55.91倍的市盈率要求该板块的成长性也在50%左右,实际情况与此尚有较大差距,可见投资者高估了这些企业的业绩表现。

二、超募资金投向分析

万德数据库资料显示,目前已明确用途的超募资金主要有七种流向:存放于募集资金专户、补充流动性、银行还贷、研发投入、股权收购、圈地买房买车、市场推广及营销网络建设。下面来分析超募资金的这些投向是否会提升企业业绩。

1. 补充流动性和银行还贷。通过利用超募资金补充流动性和还贷以置换出自有资金来做各种风险较高的投资,规避超募资金的使用限制,也是上市公司常用的手法。证监会规定,超募资金用于永久补充流动资金和还贷的金额,每年累计不得超过超募资金总额的20%,多数公司都设法逼近这条红线。这种行为可以帮企业减轻一定的利息负担,但若投资不慎则可能会将企业置身于较大的风险之中。

2. 研发投入。不少公司将超募资金用于研发投入,如锐德将超募资金10000万元投资于C-GIS柜式气体绝缘金属封闭开关设备项目和环保节能型表面处理生产线项目,以进一步提升公司自主创新研发能力和核心竞争力。这是一种长远的行为,如果所进行的项目具有可行性,可以增加企业的可持续增长率和竞争力,提升企业业绩。

3. 股权收购。手头有巨额的剩余资金,许多公司会以兼并、收购的方式来扩张。但对于企业自身而言,股权收购之前要做好充分的权衡与考察,以避免盲目扩张带来的风险。针对创业板上市公司超募资金的现状,由于只有6个月筹备期,除非事先已有预计,收购前很难做到全面的权衡,所以将超募资金用于股权投资会给企业带来很大的风险,如果收购后整合失败,企业的业绩会严重受损。

4. 圈地买房。一种观点认为,高新技术企业应做好自己的主业,不应在楼市上投资过大;另一种观点则认为,企业应有自己的总部,同时要优化公司的资产结构,除了随时可以变现的流动性资产还需有一定比例的不动产,这对一个企业长期稳定发展是有意义的,而且出于融资考虑未来再融资时不

动产是最好的抵押。但站在投资者的角度,将超募资金用于圈地买房,若以投资为目的,楼市的风险很高,很多上市公司的失败就源于房地产投资的失误;若以提升企业形象、拥有企业自身总部为目的,上市公司难免会给公众留下滥用自由现金、将资金用于自身享受而不是提升企业业绩的坏印象。

5. 市场推广及营销网络建设。还有很多公司将超募资金用于市场推广及营销网络建设。探路者拟投入1786.7万元超募资金用于2010年品牌与市场推广项目;而上市以来业绩一直低迷的网速科技对超募资金的初步使用计划为:销售网络及客户关系管理项目、加强国外CDN节点建设、3G网络CDN平台建设以及购置总部办公楼等。从长远来讲,如此运用超募资金对提升企业业绩会有促进作用。

再把眼光转入二级市场,创业板的股价呈现出跌跌不休的景象。根据大智慧的数据显示,3月以来创业板指数的月跌幅达到8.48%,3月最后一周创业板指数的周跌幅达到6.14%。可见,投资者对上市公司的业绩表现也并不满意,超募资金并未给投资者带来预想的收益。

三、改进建议

总体来说,超募对企业业绩的正效应小于负效应。对此可以从两个方面进行改善:

1. 从源头上减少超募现象。这可以从以下层面入手:①从市场层面来说,首先应该优化新股发行体制,改进和完善新股定价机制,引导市场理性定价,同时适当引入存量发行机制,提高募集资金的使用效率;其次要规范参与询价的机构投资者的责任,建立对询价对象信用状况的评估机制,强化对询价对象信用的约束;再次要尽快推出直接退市制度,激励和约束创业板公司提高其公司治理水平,有利于加强资本市场的监管,有利于增强投资者的信心。②从投资者层面来说,应该增强风险意识,学习投资理论,提高对风险的认识、识别和控制能力,不盲目跟风,理性投资,促进资本市场的健康发展。

2. 合理使用已拥有的超募资金。对于目前已经发生超募的创业板企业,应加强对其超募资金的监管,加强信息披露和监管的针对性、有效性,避免其将超募资金投入证券市场、房市等,保证资金安全;而作为拥有超募资金支配权的企业,要提前考虑超募情况,积极引导上市公司科学制定超募资金使用计划,创业板IPO公司应设立超募投资项目储备库,事先对可能出现的超募资金做出安排,尽量将超募资金投向能促进企业长远发展的项目上,并通过完善公司招股说明书信息披露制度的方式,对可能存在的“超募”或“缺募”资金募投项目或资金筹集措施进行说明,对可能存在的超募、缺募资金对公司的影响进行风险提示,提前向投资者履行告知义务。

主要参考文献

1. 王峰娟,张运来,徐皎.创业板“超募”现象及其治理.财务与会计,2010;9
2. 申军静.创业板超募的危害、原因和建议.中国市场,2010;39
3. 毛瑞炜.超募资金使用建议:基于对创业板超募现象的分析.中国经贸导刊,2010;9