

清华紫光收购展讯通信的 财务效应及风险分析

周虹

(上海立达职业技术学院, 上海 201609)

【摘要】近几年我国企业海外并购数量比较多,2013年一年就有99起。并购会产生财务效应,如果不对财务效应进行分析就可能无法衡量并购绩效及风险,从而导致并购失败。本文首先阐述了并购效应的概念,分析了企业的并购效应,然后以清华紫光收购展讯通信为案例,重点分析了清华紫光收购展讯通信的财务效应,包括正向的财务效应和负面的财务效应,并提出降低这次并购风险的具体措施。

【关键词】企业并购;清华紫光;财务效应;财务风险

根据清科数据库的数据,2007~2013年间,我国企业海外并购累计发生了484起,其中2013年我国企业海外并购发生了99起,总体上每年的并购数量呈逐年上升态势,可以预见,我国企业参与国际并购的案例将会越来越多。本文以清华紫光收购展讯通信的过程及财务效应为例,讨论这次并购的财务效应及存在的风险,并提出降低风险的策略。

一、清华紫光收购展讯通信简介

2013年7月12日,清华紫光与展讯通信共同对外宣布,清华紫光以普通股每股10.33美元收购展讯通信全部的流通股,以现金方式支付,相当于清华紫光对展讯通信的估值为17.8亿美元。

展讯通信在2013年第二季度末,预估公司季度营业收入将达到2.78亿美元,同比增长45%左右,年营业收入预估为9亿美元左右。然而自2012年以来,展讯通信股价一直在14.5美元至26.69美元的区间徘徊,市盈率在10倍以下。根据德意志银行2013年6月发布的研究报告分析,展讯通信在美国资本市场被严重低估,而且还遭受了美国做空机构发布做空报告等形式的看空,导致股价长期疲弱。德意志银行对展讯通信的股价估值为每股30美元左右,由此看来,清华紫光这次并购,其交易的公允价值符合第三方投资机构的估值。

很多在海外上市的中国公司,由于股价被严重低估,纷纷走上私有化退市的道路,如分众传媒、盛大集团等等。清华紫光的这次并购,也使展讯通信进行了私有化,从此展讯通信成为国有控股的清华紫光集团公司下的一个子公司。

对于清华紫光来说,收购展讯通信不仅能使其进入自身未涉足的经营领域,而且能够将展讯通信的经营范

围与自身产业进行互补式的整合。私有化展讯通信后,还可以考虑到国内的A股上市,获得资本运作方面的收益,对清华紫光自身的股价也有一定的提升作用。对于展讯通信而言,实现了合理的公司价值变现。

二、清华紫光收购展讯通信的财务效应分析

(一)并购对公司主要财务指标的影响

清华紫光在并购前的财务数据如表1所示:

表1 清华紫光并购前的主要财务数据 单位:元

会计年度 项目	2011年 12月31日	2012年 12月31日	2013年 12月31日	2013年 同比增幅
货币资金	420 759 544	457 062 816	468 927 132	2.60%
存货	333 044 991	472 465 620	546 041 407	15.57%
流动资产合计	1 276 539 541	1 809 662 017	2 285 553 284	26.30%
无形资产	58 056 087	58 019 576	75 564 957	30.24%
非流动资产合计	854 558 242	882 068 534	936 234 379	6.14%
资产总计	2 131 097 783	2 691 730 551	3 221 787 662	19.69%
流动负债合计	1 161 648 381	1 454 552 380	1 882 305 817	29.41%
负债合计	1 239 962 471	1 513 613 494	1 926 165 299	27.26%
所有者权益	891 135 312	1 178 117 057	1 295 622 363	9.97%
营业收入	5 315 084 589	6 533 823 432	8 520 037 292	30.40%
营业成本	5 092 349 604	6 246 072 586	8 119 625 781	30.00%
销售费用	67 433 687	85 903 738	104 347 124	21.47%
管理费用	52 475 572	58 788 456	79 523 487	35.27%
财务费用	32 989 554	33 642 680	51 193 770	52.17%
资产减值损失	35 215 095	27 142 163	11 872 095	-56.26%
利润总额	55 712 186	115 989 020	178 207 089	53.64%
净利润	44 381 480	89 097 325	140 428 236	57.61%
股份总数(万股)	20 608	20 608	20 608	0.00%

注:表1中的数据来源于清华紫光2011~2013年财务报告。

从表1可以看出,清华紫光2012年末的资产总额为**26.92**亿元,货币资金为**4.6**亿元,流动负债为**14.55**亿元,营业收入为**65.34**亿元,净利润为**0.89**亿元。从财务数值上看,清华紫光的经营情况比较一般,但相对于2011年状况有所好转,总体上处于不断发展的态势。

从财务数据的变动上看,清华紫光2013年无形资产较2012年度增幅较大,达**30.24%**;2013年营业收入和营业成本较2012年都有了**30%**的增长;2013年净利润增长幅度为**57.61%**。

可见,这次并购给清华紫光带来了营业收入和净利润的大幅增长,大大提高了其盈利能力,而且无形资产也大幅增加,展讯通信为清华紫光的研发能力提供了相应的支持。

从财务报告分析角度分析并购后的绩效,经计算,清华紫光2011~2013年财务指标计算如表2所示:

表2 清华紫光2011~2013年财务指标

项目	会计年度 2011年 12月31日	2012年 12月31日	2013年 12月31日
流动比率	1.1	1.24	1.21
速动比率	0.81	0.92	0.92
净资产收益率	0.05	0.08	0.1
主营收入毛利润率	0.04	0.04	0.05
成本费用利润率	0.01	0.02	0.02
销售期间费用率	0.03	0.03	0.03
应收账款周转率	12.65	12.37	10.4
存货周转率	16.8	15.51	15.94
资产负债率	0.58	0.56	0.6
主营业务增长率	0.22	0.23	0.3
每股收益	0.21	0.35	0.49
净利润增长率	0.3	0.68	0.4

在分析企业的并购绩效时,从财务报表分析角度,可以采用两种方法,分别是每股收益分析法和盈利能力分析法,分析如下:

2012年清华紫光的财务指标中,每股收益为**0.35**元,经计算净资产收益率为**8%**,资产负债率为**56%**,流动比率为**1.24**,经营绩效较为一般。

清华紫光的每股收益由2011年的**0.21**,上升到2012年的**0.35**,2013年上升到**0.49**,这表明清华紫光在股份数额不变的情况下,收购后每股收益大于收购前,由此可以看出这次收购是合理的,也促进了自身盈利能力较大的提高。

从清华紫光的净资产收益率来看,由2011年的**0.05**,上升到2012年的**0.08**,2013年上升到**0.1**,2013年净利润增长率为**0.4**,主营收入毛利润率2013年上升到**0.05**。这表

明清华紫光的盈利能力逐年提高,而且该公司存货周转率由2012年的**15.51**,提高到2013年末的**15.94**,主营业务增长率由2012年末的**0.23**,提高到2013年末的**0.3**,这说明其自身市场销售能力也有所提高。成本费用利润率和销售期间费用率在2012~2013年间并没有变化,净利润率却有所提高,说明清华紫光盈利能力的提高主要是由于这次并购导致。

从以上财务数据来分析,清华紫光收购展讯通信后,主要提高了其市场销售水平,相应的盈利能力也得到了提高。

(二)清华紫光收购展讯通信的财务正效应分析

1. 税收效应。

根据2011年国务院发布的《进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》的规定,IC设计企业从获利年度起,所得税税收优惠为:“两免三减半”和“五免五减半”(根据相应条件)。展讯通信作为通信基带芯片设计企业,回归国内后,也会享受这样的税收优惠政策,而且还能够享受新投资项目的贷款**1%**的贴息优惠。清华紫光与展讯通信进行业务整合后,也会连带享受这样的税收优惠。

2. 投资效应。

对于清华紫光来说,通过资本运作使展讯通信回归A股上市,按照A股的估值程度,对于高科技公司一般能给出**30至40**倍的市盈率,再加上对**4G**及移动互联网概念的想象,展讯通信在A股的市值将会达到**50**亿美元左右,乐观一点甚至会达到**100**亿美元以上,相对比**17.8**亿美元的收购价,将会获得巨大的资本运作上的潜在收益。而且**4G**时代即将全面来临,通信设计芯片厂商急需扩大规模、吸收大量资金来提高自身竞争能力,在纳斯达克的低市值阻碍了展讯通信的资本运作能力的施展。此外在A股上市,也有助于展讯通信获得充足的资金支持。展讯通信回归国内后,其经营管理、市场营销、纳税等业务都在国内进行,会使国内投资者对其更加认同,这也有助于其在我国资本市场上的资本运作。

3. 股票预期效应。

清华紫光收购展讯通信后的股价走势图如下页图所示。根据清华紫光收购展讯通信的资本市场反应来看,从2010年7月~2013年10月的股价走势图来观察,清华紫光在2013年7月股价有较大的提升,由**17.4**元左右提升到2014年1月的**29**元左右,提升幅度为**66.7%**左右。可见,市场对于这次收购的评价是正面的,收购对于清华紫光自身的市值也有提振作用。

4. 生产经营效应。

清华紫光收购展讯通信后,展讯通信就成为清华紫光集团公司的子公司,其经营战略可以不受国外资本市场的严格制约,可以在价格战略和人力资源引进上采取



清华紫光 2010年7月~2013年10月股价走势图

更加激进的做法。例如,展讯通信可以采取价格战的方式来扩大市场份额,提高其在行业内的竞争力。清华紫光由于不是通信行业的企业,作为国有全资企业,同我国政府的态度一样是积极扶持展讯通信的,在未来的一段时期内,可以预期,清华紫光不会对展讯通信的经营管理加以过多干预,所以这次收购也给予了展讯通信经营管理上更大的自由度。

(三)清华紫光收购展讯通信的负效应分析

清华紫光收购展讯通信的负效应主要有以下两个:

首先,展讯通信是以研发为主营业务的企业,其研发人员是企业最重要的资源。被并购后,如果清华紫光对展讯通信的经营干涉过多,或者薪酬福利待遇有所下降,就会导致展讯通信的管理层和技术人员的流失,严重的会影响展讯通信自身未来的发展。而且清华紫光作为校办国有企业,对展讯通信这一通信行业中的原上市公司,并不具备相应的营运体系及能力,而且管理经验也不足,如果对展讯通信的经营管理加以不恰当的干涉,其负面效应风险较高。

其次,展讯通信回国后,出于政治和市场竞争考虑,其原有的大客户如三星、SONY等企业,可能会因此而将原对展讯通信采购的业务转交给其他企业,而且国外其他终端客户也有可能因为政治原因和市场竞争因素而放弃对展讯通信产品的采购。这就有可能导致展讯通信的市场份额降低,甚至有利于其竞争对手台湾联发科技有限公司等同行竞争公司的发展。

如果展讯通信的经营管理受到上述因素的影响,那么作为母公司的清华紫光的经营效益也会受到一定程度的拖累。

三、清华紫光并购展讯通信的财务风险分析

(一)杠杆分析法

财务杠杆系数的计算公式为:

财务杠杆系数=息税前利润/(息税前利润-利息)

根据清华紫光的财务报表,该公司2012年的利息支出数额为34 998 754元,2013年的利息支出数额为51 633 310元。

根据清华紫光的财务数据,计算其2012年和2013年的财务杠杆系数分别为1.3、1.29,再结合资产负债率(2012年为0.56,2013年为0.6),可见,清华紫光并没有因为收购而大幅增加资产负债率,财务杠杆系数也没有提高。所以,清华紫光收购展讯通信可能靠的是低息优惠的政策性贷款。

(二)Z模型分析法

用财务风险度量Z模型对清华紫光收购展讯通信的财务风险进行分析。按照美国Altman教授所提出的Z模型计算公式:

$$Z=0.012X_1+0.014X_2+0.033X_3+0.006X_4+0.999X_5$$

其中, X_1 的含义是营运资金/资产总额, X_2 的含义是留存收益/资产总额, X_3 的含义是息税前收益/资产总额, X_4 的含义是权益市值/债务账面价值, X_5 的含义是销售额/资产总额。

当Z数值<1.81时,企业破产的概率较高;当Z数值>2.67时,企业处于比较安全的状态;当1.81<Z数值<2.67时,企业的财务状况不稳定,无法判定情况。

计算清华紫光2011~2013年财务预警Z指数,如表3所示。

从表3可以看出,清华紫光除了2011年的Z系数低于

表3 清华紫光公司2011~2013年财务预警Z指数表

项目 年份	X1: 营运资金 /资产总额	X2: 留存收益 /资产总额	X3: 息税前收 益/资产总额	X4: 权益市值/ 债务账面价值	X5: 销售额 /资产总额	Z 系数
2011	0.053 911 726	0.046 864 129	0.041 622 558	0.000 199 771	2.494 059 462	2.636 657 645
2012	0.131 926 146	0.056 688 917	0.056 093 198	0.000 143 095	2.427 369 051	2.672 220 406
2013	0.125 162 645	0.072 352 673	0.071 339 4	0.000 294 757	2.644 506 152	2.913 655 627

2.67外,2012年和2013年的Z系数分别为2.672和2.914,其财务风险在逐步走低,且2013年已经处于比较安全的状况。由此可见,这次收购并没有使清华紫光的财务风险增大。

四、清华紫光收购展讯通信的财务风险防范措施

清华紫光收购展讯通信有着积极的财务正效应,会起到规模作用,进一步提高企业整体的盈利水平,而且资本市场和清华紫光的财报也对这次并购给予了肯定的数据。但是,这次收购也要注意对并购财务风险的防范。

在清华紫光收购展讯通信的财务风险防范上,应注意以下几个要点:

1. 减少对展讯通信的行政干预。

清华紫光收购展讯通信的财务负效应,就在于整合上的风险,有可能会因为清华紫光对展讯通信经营管理的不当干涉,而导致展讯通信骨干人员的流失和市场份额的下降。所以在并购财务负效应的防控策略上,应当保持展讯通信一定的独立性,给予其管理层自主决策和经营管理的自由,在业务整合上应充分咨询展讯通信管理层的意见。

2. 对展讯通信的发展给予大力支持。

对于展讯通信经营中存在的困难,母公司要尽量调动资源予以支持,利用国企身份为展讯通信带来实质性的益处。例如在资金和政策方面,帮助展讯通信得到政府更有力的支持。此外,还可以利用清华大学的资源,帮助展讯通信开发更先进的产品,扩大规模,做大市场。对展讯通信的员工要积极安抚,承诺给予更广阔的发展空间,保持薪酬激励制度不变,对核心骨干人员甚至要加大股权激励力度,以保持展讯通信的企业文化不变,避免人员流失风险。

清华紫光应当积极以拥有的资源与展讯通信的经营优势进行整合,提高公司整体的研发、生产与销售能力,使其在4G时代拥有更强大的研发能力,研发出更具竞争力的产品,再辅以清华紫光的销售渠道和产业链网络,使其有更强大的盈利能力,此举同时也会提高整个集团公司的经营绩效水平。

清华紫光在2014年7月份,又以7.09亿美元收购了锐迪科微电子公司,而展讯通信与锐迪科微电子在经营领域上有互补的地方:前者强于手机基带主芯片的设计,后者强于功放、无线等周边芯片设计。所以清华紫光对这两

家公司的收购,可以促进两者业务的整合,以进一步降低成本,提高技术含量,以及推出整体的解决方案。这样就会起到规模效应,进一步提高企业整体的盈利水平。

3. 保证展讯通信的企业文化和品牌形象的独立。

对外要树立展讯通信的企业文化、经营模式不变的形象,积极宣传保证销售策略、企业文化、政治姿态不变的战略,使展讯通信原有客户不会因为其被我国国企收购而流失,这样能有效避免因收购而导致展讯通信的市场份额下降的风险。许诺展讯通信仍然会提供高激励、广阔发展前景的人力资源政策,也会使展讯通信能够继续吸引到高尖端的人才加盟,保持原有人才优势的不变。

五、总结

从以上分析可以得出结论,总的来看,清华紫光并购展讯通信是理性的,但交易的完成只是并购开始的第一步,对于发生海外并购业务的企业来说,交易完成后的整合过程往往会非常漫长,并购带来的财务效应和风险也会逐渐显现出来。

衡量企业并购是否成功并不是仅仅关注并购交易是否能顺利完成,还应该重点关注完成交易之后数年内是否能够有效整合、平稳运行并实现盈利。清华紫光并购展讯通信业务中隐含的后续整合运营风险,对并购方清华紫光而言是有待解决的问题。

主要参考文献

金小鹿.清华紫光收购展讯通信,双输还是双赢?[N].中国计算机报,2013-07-22.

蓝齐.27亿美元打造芯片设计国家队紫光连续收购展讯和锐迪科[J].IT时代周刊,2013(23).

徐昊.紫光收购展讯多赢交易[N].计算机世界,2013-07-08.

刘东池.企业并购财务问题研究[J].现代经济信息,2014(12).

周运兰,杨静静,任冲.央企海外并购财务风险研究——以中化集团并购巴西Peregrino油田为例[J].财会月刊,2014(5).

刘蕊丛.企业并购的财务管理问题研究[J].财会月刊,2006(27).

张咏梅,张士强,万方.中小型企业并购风险识别及防范[J].财会月刊,2009(8).

方光正.浅探杠杆并购的财务风险与控制[J].财会月刊,2005(15).

【基金项目】构建高职会计专业“课证融合、理实一体”的人才培养模式(编号:2012-SHNGE-24ZD)